

资本市场有效性检验：上市公司、投资者结构及交易制度（附录）

附表1 A股与美股前十大市值公司的大股东持股对比

A 股	前三大股东	股份占比 (%)	股份合计占比 (%)	市值/总市值 (%)	分类
贵州茅台	中国贵州茅台酒厂（集团）有限责任公司	54.07	65.53	2.56	产业资本
	香港中央结算有限公司	6.92			—
	贵州省国有资本运营有限责任公司	4.54			产业资本
工商银行	中央汇金投资有限责任公司	34.72	90.03	1.86	国资
	中华人民共和国财政部	31.14			政府
	香港中央结算（代理人）有限公司	24.17			—
中国移动	中国移动香港（BVI）有限公司	69.62	95.21	1.50	产业资本
	香港中央结算（代理人）有限公司	25.21			—
	港股股东 A	0.38			—
农业银行	中央汇金投资有限责任公司	40.04	84.05	1.44	国资
	中华人民共和国财政部	35.29			政府
	香港中央结算（代理人）有限公司	8.72			—
中国石油	中国石油天然气集团有限公司	82.46	94.88	1.43	产业资本
	香港中央结算（代理人）有限公司	11.42			—
	中国石油化工集团有限公司	1.00			产业资本
中国银行	中央汇金投资有限责任公司	64.03	91.80	1.26	国资
	香港中央结算（代理人）有限公司	27.77			—
建设银行	中央汇金投资有限责任公司	57.12	94.65	1.23	国资
	香港中央结算（代理人）有限公司	37.53			—
宁德时代	厦门瑞庭投资有限公司	23.31	43.26	0.86	创始人
	黄世霖	10.60			创始人
	香港中央结算有限公司	9.35			—
招商银行	香港中央结算（代理人）有限公司	18.06	37.34	0.82	—
	招商局轮船有限公司	13.04			产业资本
	中国远洋运输有限公司	6.24			产业资本
中国人寿	中国人寿保险（集团）公司	68.37	96.81	0.80	产业资本
	香港中央结算（代理人）有限公司	25.93			—
	中国证券金融股份有限公司	2.51			—
市值合并占比				13.77	

美股	前三大股东	股份占比 (%)	股份合计占比 (%)	市值/总市值 (%)	分类
苹果	The Vanguard Group（先锋领航集团）	8.08	20.37	5.03	专业机构投资者
	BlackRock, Inc.（贝莱德）	6.50			专业机构投资者
	Berkshire Hathaway Inc.（伯克希尔·哈撒韦公司）	5.79			专业机构投资者
微软	The Vanguard Group, Inc.（先锋领航集团）	8.65	15.81	4.61	专业机构投资者
	BlackRock, Inc.（贝莱德）	7.16			专业机构投资者
谷歌	Lawrence E. Page（拉里·佩奇）	5.94	11.60	2.75	创始人
	Sergey Brin（谢尔盖·布林）	5.66			创始人
亚马逊	Bezos (Jeffrey P)（杰夫·贝索斯）	12.29	25.06	2.51	创始人
	The Vanguard Group（先锋领航集团）	6.95			专业机构投资者
	BlackRock, Inc.（贝莱德）	5.82			专业机构投资者
英伟达	The Vanguard Group（先锋领航集团）	8.32	21.19	1.89	专业机构投资者
	BlackRock, Inc（贝莱德）	7.23			专业机构投资者
	FMR LLC（富达）	5.64			专业机构投资者
脸书	马克·扎克伯格	14.04	27.00	1.37	创始人
	The Vanguard Group（先锋领航集团）	6.91			专业机构投资者
	BlackRock, Inc.（贝莱德）	6.05			专业机构投资者
伯克希尔·哈撒韦	The Vanguard Group（先锋领航集团）	10.62	24.18	1.29	专业机构投资者
	BlackRock, Inc.（贝莱德）	8.03			专业机构投资者
	State Street Corporation（美国道富银行）	5.53			专业机构投资者
特斯拉	埃隆·马斯克	22.60	28.24	1.28	创始人
	BlackRock, Inc.（贝莱德）	5.64			专业机构投资者
礼来	Lilly Endowment Inc.（礼来慈善基金会）	10.83	25.28	0.94	创始人
	The Vanguard Group（先锋领航集团）	7.73			专业机构投资者
	BlackRock, Inc.（贝莱德）	6.72			专业机构投资者
联合健康集团	The Vanguard Group（先锋领航集团）	9.00	22.20	0.86	专业机构投资者
	BlackRock, Inc（贝莱德）	7.96			专业机构投资者
	FMR LLC（富达）	5.24			专业机构投资者
市值合并占比				22.54	

资料来源：Wind，数据截至 2023 年 12 月 31 日。

注：A 股持股明细采用最新的公告或 2023 年三季度报告数据，美股持股明细采用 2022 年年报数据。

市场有效性理论说明

一、市场有效性的概念及理论研究

（一）市场有效性的基本概念

经济学中分析市场有效性的理论主要是“有效市场假说”（EMH），最早由 Samuelson（1965）和 Fama et al.（1965，1969）提出。如果在一个证券市场中价格完全反映了所有可获得或可利用的信息，每一种证券的价格都永远等于其投资价值，称这样的市场为有效市场（Fama，1965）。从经济学意义上讲，市场有效性是指市场具有竞争性，没有人能持续获得超额利润。

资本市场要达到有效状态，需满足以下任一条件。①市场参与者均理性。资本市场释出新信息后，市场参与者都能理性分析和解读这一信息，并根据信息改变对金融产品的定价。②理性偏差独立。市场参与者并不都理性，但所有市场参与者的理性偏差独立。③存在广泛的专业市场参与者套利行为。套利投资者会迅速卖出高估资产、买入低估资产，使资产价格快速回归公允水平，资本市场依然能够达到有效状态。

表 1 资本市场有效性的划分

	弱式有效市场	半强式有效市场	强式有效市场
价格涵盖信息层级	历史信息	历史信息、公开信息	历史信息、公开信息、内幕信息
获取超额收益依靠的信息层级	公开信息、内幕信息	内幕信息	无法获取超额收益
检验方法	平稳性检验、序列相关检验等	事件研究法、面板数据模型等	—

根据有效性的强弱，有效市场可进一步划分为三类。①弱式有效市场：强调一切与资产价格相关的历史信息均已反映在资产价格中。投资者不能通过任何技术分析来获取超额回报，资产价格的时间序列应当呈现随机游走状态。②半强式有效市场：强调公开信息均已反映在资产价格中。公开信息通常包括披露的会计报表、重大事件、实际经营情况及证券分析师的建议等。投资者不能通过任何基本面分析来获得长期超额回报。③强式有效市场：所有与资产价格相关的信息均已反映在资产价格中，包括历史、公开、内幕信息，以及潜在影响资产价格的信息。任何人都无法在市场中获得长期的超额回报。

（二）市场有效性的检验方法

检验弱式有效市场的方法主要有两类：一类是平稳性检验、序列相关检验、游程检验、方差比检验等计量经济学方法，检验股价序列是否满足随机游走过程或股票收益率是否满足白噪声过程；另一类是跟踪技术分析的获利情况，检验一段时期内主动投资收益与被动投资收益之间是否存在明显差异，以此判断技术分析的有效性。

检验半强式有效市场的方法也分为两类：一类是事件研究法，检验新信息公布前后一段时间内股价是否存在显著的异常收益；另一类是建立面板数据模型，将某些股票特征作为解释变量，股票收益率作为被解释变量，对两者进行回归，以此判断某些股票特征是否能够显著影响股票收益率。

检验强式有效市场的方法还不够成熟，主要原因是数据获取难度较大。检验标准主要是研究拥有内幕信息的市场参与者在交易中是否能够获取长期超额收益。

（三）前期实证研究的主要结论

前期实证研究认为，多数发达国家的成熟资本市场已实现弱式有效，美、日、英等少数国家的资本市场已达到半强式有效。对我国资本市场的有效性研究，主要有三种观点：未实现弱式有效、已实现弱式有效及未达到半强式有效。

偏早期的一些研究，如俞乔（1994）、吴世农（1996）、闫冀楠（1997）等通过序列相关

性检验方法，判断我国资本尚未达到弱式有效。近年的一些研究，如张兵和李晓明（2003）、张敏和陈敏（2007）等通过类似的实证检验方法，认为我国资本市场已实现弱式有效。肖军和徐信忠（2004）、陈志国和周稳海（2005）、宋歌和李宁（2009）等通过事件研究法，认为我国资本市场尚未达到半强式有效。最近，程军敏（2021）、常嘉欣（2022）、周怡蕾（2022）等通过研究注册制改革后的市场数据，同样认为我国资本市场尚未达到半强式有效。

（四）对有效市场假说的挑战

近年来兴起的行为金融理论认为，有效市场假说得以立足的三个前提假设并不成立，理性投资者的套利行为将使市场中非理性投资者被淘汰，市场始终有效这一假设并不会出现。

另外，资产价格存在过度反应现象（Bondt & Thaler, 1985）、资产价格变动趋势会在未来 6~12 个月内保持（Jegadeesh & Titman, 1993）表明历史信息对股价有显著预测作用，对弱式有效市场提出了有力挑战。而小盘股比大盘股有更高的收益率（Siegel, 2008）、高市净率比低市净率的股票收益率低很多（Lakonishok & Vishny, 1994）也表明公司的公开信息对股票收益率有显著预测作用，对半强式有效市场提出了挑战。

虽然存在部分挑战或争议，但有效市场假说依然被经济学家和资本市场的研究人士普遍认可。