



关闭 门文章

[2008年5月]浅析效率市场假说的局限性

【字】 关闭

作者: [张明波] 来源: [本站] 浏览:

有效市场假说最初是理财学中的著名假说,第一篇关于有效市场假说的理论文章可追溯到1911年的《投机理论》一文。当代文献则始于萨缪尔森(1965)题为《论准确预测价格的随机游动》。简森(1978)把有效市场定义为:如果根据一组信息进行交易而无法赚取超额回报,那市场就是有效的。此后,对股票市场有效性的研究便越来越多。

一、有效市场的定义和分类

有效市场假说最早由Paul Samuelson(1965)和Fama等人(1965, 1969)正式提出, Fama(前人的基础上对其研究并进行了总结和阐述,建立了有效市场理论的理论框架,他无疑是该大成者。法玛(Fama, 1969)在《股票市场价格的行为》一文中,正式提出了一个现在已经广泛认可的有效市场定义:如果在一个证券市场中,价格完全反映了所有可获得(利用)每一种证券的价格都永远等于其投资价值,那么就称这样的市场为有效市场(或者说我们认识到了有效性,每一种证券都是按公平价格出售,任何谋求寻找被错误估值证券的努力都是徒劳无益)。有效市场假说以证券市场价格与信息利用之间的关系为研究核心,不同的信息对价格的影响不同。法玛将相关信息按其公开程度分为:历史信息、公开信息和内幕信息,从而界定了三度的有效市场:

(一) 弱势有效市场(Weak efficient market), 是有效市场的最低层次

其特征是:证券的现行价格反映了证券本身所有的历史信息(如价格和交易量等),过去的信息不影响未来的证券价格,它们之间没有任何关系。因此,投资者在选择证券时,并不能从证去变化趋势中得到任何帮助,从而无法利用历史信息来预测证券价格未来的变化趋势以赚取收益,这就意味着在一个弱势有效市场上技术分析无效。

(二) 半强势有效市场(Semi-strong efficient market), 是有效市场的第二层次

其特征是:证券的现行价格反映了所有已公开的信息,这些信息不仅包括证券价格和交易量信息,而且包括所有公开发表的最新信息,如公司收益、股利分配拆股和利率、汇率等宏观指该市场上,证券价格会迅速、准确地对新信息进行及时而充分的调整,使所有相关公开信息反映在价格中,投资者不能利用任何公开信息赚取超额利润,这也意味着在一个半强势有效基本分析失效。

(三) 强势有效市场(Strong efficient market), 是有效市场的最高层次

其特征是:证券的价格充分反映了已公开和未公开的所有信息,这些信息不仅包括历史信息,而且包括内幕信息和私人信息。因此,在强势有效市场上,投资者即使掌握内幕信息也超额收益,这意味着在一个强势有效市场上任何分析都失效。

二、效率市场假说的局限性及缺陷

随着市场的发展,人们发现有效市场假说很难反映出市场的真正特性,具有一定的局限性,明显的缺陷。

(一) 信息方面的局限性

有效市场假说对信息的界定不明确,尤其是为了实证检验的需要,它引入了理性投资和竞争念,发展出多种模型,有效性的内涵更为广泛,对信息更加无法精确测量。而且,信息不对为市场中的常态,具有复杂性、混沌性、不确定性和非线性的特点。由此诱发投资者试图获取信息以获得更高的超额收益率。此外,虚假信息或各类专业投资者发布的各种关于市场运行期都可能成为市场中的噪声,影响市场的有效性。

(二) 投资者方面的局限性

有效市场假说假定所有投资者都是理性的,但现实世界中的人其实是有限理性的,他们具有好,如风险效用、投资期限等。对于市场走势有着不同的预期和不同的判断。投资者是具有的,许多投资者在决定自己对资产的需求时受到无关的信息影响。不同投资者收集、分析信和对信息的反映都存在差异,不能将所有的投资者都视为理性的。此外,投资者能够对新信出反应,未来与过去或现在无关,这对于将中心极限定理应用于资本市场分析是必要的。但以一种非线性方式对信息做出反应,当信息水平达到某个临界值,人们才对他们曾忽视的信应,并直接达到该临界值,因此,未来的价格与过去及现在都是存在密切关系的。有效市场投资者以线性的方式对信息做出反应,简化了市场行为,便于进行分析,然而,正是这样的假设,可能掩饰了市场的真实特性。

(三) 市场方面的局限性

有效市场假说没有涉及到市场流动性问题,流动性与成交量并不完全相同,当低流动性但高成交量发生时,将有可能发生大的股灾。投资者需要从市场获得流动性,市场为投资者获得流动性提供了可能。有效市场假说认为不管流动性是否存在,价格始终是公平的,或者始终有足够的流动性,从而有效市场假说不能解释股灾和股市火暴。当流动性消失时,获取公平价格并不比不惜代价完成交易更重要。一个稳定的市场与有效市场假说所描述的有效市场并不是相同的,一个稳定的市场是一个富有流动性的市场。如果市场富有流动性,可以认为价格接近公平。然而市场并不一定一直富有流动性,当流动性突然缺乏时,正在交易的投资者将愿意接受较低的价格而不管价格公平与否,此时,交易者获得流动性而承担了相当高的变现成本。

(四) 线性范式的局限性

有效市场假说以一种线性范式来拟合市场,这大概正是所有关于EMH争论的关键所在。在关于投资者的理性预期,对于信息、市场及投资者的分析等方面,EMH都采用了一种线性的范式,在系统的线性区及近线性区,采取线性的分析方法可以简化问题的复杂性,然而,在非线性区仍采用同样的方法,则会得出错误的结论。非线性系统是更为一般的存在,而社会经济系统,包括金融市场,从本质上讲也是非线性的。非线性理论为金融市场的研究提供了一个更为广阔的方向和更加有力的工具,同时也揭示了问题的复杂性。近年来的大量研究成果和实证表明,许多时间序列都可以通过非线性、分形理论来有效地刻画,从而可以更好地揭示经济系统的真实特性。

三、行为金融学对效率市场假说的挑战

国外汇储备

何加强会计

国衍生金融

国有商业银行

云南农村信

章

章

品市场竞争

业银行走混

国存款保险

国创业板市

华夏并购案

120+ renowned advisors reveal what to buy and what to sell

Meet face-to-face with top investment experts

Acquire a global market perspective

Discover profitable investment insights...



insights... investment biography discover

120+ renowned advisors reveal what to buy and what to sell

Meet face-to-face with top investment experts

Acquire a global market perspective

Discover profitable investment insights...



insights... investment biography discover

行为金融相信如果假设市场参与者非理性或不充分理性，那么这些异象就能得到更好的解释。行为金融之所以能够成为有效市场假说强有力的竞争者在于它成功地提出了套利限制 (limits to arbitrage) 和认知偏差 (cognitive bias) 两种学说, Shleifer和Summers (1990) 称之为行为金融的两大支柱。套利限制是指在不存在完美替代品的条件下, 由于基本风险、噪音交易者风险以及实施成本的影响, 理性参与者很难通过套利纠正由非理性参与者制造的价格错误, 因而非理性因素能够长期影响价格; 认知偏差是指行为金融家通过广泛的认知心理学实验发现人类在认知过程中至少存在7大类36种不同方式偏离理性。行为金融认为交易者的认知偏差导致了价格不正确, 而套利限制使理性投资者无法纠正这些价格错误, 因而价格错误持续存在。

行为金融 (财务) 理论的支持者认为, 正是由于投资者在进行投资决策时存在着上述种种心理背景, 从而使他们的实际决策过程并非现代金融理论所描述的最优决策过程, 进而导致证券市场上证券价格的变化偏离建立在最优决策模型等现代金融理论假设基础上的效率市场假说。

从文献上看, 新古典金融学和行为金融学都能够解释异象。不过, 新古典金融学是在理性预期假设下以“收益率的统一理论” (unified theory of the rate of return) 解决一般均衡问题, 而行为金融则对不同异象做出不同类型的非理性假定, 解决部分均衡问题。因此, 一些新古典金融学家指责行为金融根据结果选择假定不够严谨, 他们认为由此带来的混乱可能远比所解决的问题大。Campbell (2002) 指出行为金融学家以非理性预期解释股权风险溢价之谜、无风险收益之谜和股权过度波动之谜 (the equity volatility puzzle) 时, 就不能自圆其说的假定市场过度乐观同时过度悲观。

关于行为金融学是否能够“替代”以有效市场假说为基础的现代经典金融学, 成为金融学的新的主流分析框架, 学者们还没有达成共识。Gilson和Kraakman (2003) 认为, 行为金融学的主要贡献是“丰富、深化了人们对金融市场制度的理解, 而不是提供关于市场行为的新范式”, 也就是说, 行为金融学对现代经典金融学的“挑战”还没有形成哲学家库恩 (Thomas S. Kuhn) 意义下的“范式转变”。而行为金融学的创始人之一Thaler坚信行为金融学必将成为金融学研究的新范式。Rubinstein (2001) 在阐述了市场的理性内涵并剖析了“异象”的理性渊源之后, 认为目前所谓的“异象”证据还不足以说明人们的行为存在系统性的非理性。”也许, 宣称理性市场假说不堪一击为时尚早, 尽管行为主义者已经习惯于这么说。”

我们是否需要判断行为金融学因对现代经典金融学提出了挑战, 从而会分庭抗礼抑或分道扬镳, 形成金融学研究的“新范式”? 我们认为, 目前来作这样的判断为时尚早, 且对学术研究没有多少促进。问题在于我们是否应该把“理性的”与“行为的”作为完全对立的意思去理解? 对“理性”的理解不要极端地只是“理性预期”, 心理学观察到的“行为特征”也不能说是找到了“人的行动本性”。相对于理性要求的人的认知行为的一致性, 现实中人们的决策确实存在因情景不同而对相同问题做出不同判断的“框架偏差 (framing bias)”, 存在“前景理论”阐述的对待损失和收益不对称的风险态度, 决策结果也的确受“心理账户 (mental accounting)” 的很大影响等等, 但有些“习惯行为”是人们一旦意识到就愿意“改正”的。

参考文献:

【1】F. Modigliani and M. H. Miller. The Cost of Capital, Corporation Finance and The Theory of Investment. American Economic Review, 48, 1958

【2】Fama E., 1970, “Efficient capital market: a review of theory and empirical work”, Journal of Finance

【3】Bernard Victor. L. And Jacob K. Thomas, “Evidence that stock prices do not fully reflect the implications of current earnings for future earnings”, Journal of Accounting and Economics, 13. pp 305- 340 (1990).

【4】Benartzi S., and R. H. Thaler, 1993, “Myopic loss aversion and the equity premium puzzle”, working paper, Johnson Graduate School of Management, Cornell University.

ess, “Day of the week effects and asset returns” Journal of Business (October 1981).

【5】张开华 王毅敏 有效市场假说透析 财会月刊 (综合) 2006 8

【6】赵权 有效市场理论发展综述 金融经济 2005 6

【7】智波 1970年以后的有效市场假说 世界经济 2004 8

【8】高志鹏 资本市场效率假说与中国资本市场的效率分析 贵州财经学院学报 2005年第3期

(作者单位: 中国人民银行威海市中心支行)

【评论】【推荐】

评一评

正在读取...



笔名:



评论:

发表评论

重写评论

[评论将在5分钟内被审核, 请耐心等待]

【注】发表评论必需遵守以下条例:

- 尊重网上道德, 遵守中华人民共和国的各项有关法律法规
- 承担一切因您的行为而直接或间接导致的民事或刑事法律责任
- 本站管理人员有权保留或删除其管辖留言中的任意内容
- 本站有权在网站内转载或引用您的评论
- 参与本评论即表明您已经阅读并接受上述条款

Copyright ©2007-2008 时代金融 2.0

POWERED BY

EliteArticle System Version 3.00 Beta2

当前风格: 经典风格

云南省昆明市正义路69号金融大厦