



关于有效市场假说的阐述

2011-08-10 16:13:51

张晨曦 姜姣娇

(中央财经大学中国经济与管理研究院, 北京 100081; 中国移动天津公司, 天津 300072)

【摘要】有效市场假说 (Efficient Market Hypothesis, EMH) 是一种建立在完全理性基础上的一种完全竞争市场模型, 是传统主流金融学理论的奠基石。Fama (1970) 对有效市场进行了全面阐述, 并给出了一个研究EMH的完整理论框架, 正式形成了有效市场理论。其核心是: 有效市场中证券价格总是能够及时、准确、充分反映所有相关信息。Fama (1970) 同时提出资本市场在不同信息环境下具有三种有效形式: 弱式有效、半强式有效和强式有效。自此, 以股票价格随机游走为理论精髓的有效市场假说达到了全盛时期。

【关键词】有效市场假说 阐述

一、有效市场假说的涵义

在有效市场假说理论框架下, 证券市场上的价格反映了所有可能得到的信息, 即股票价格总是能够充分反映所有可以得到的信息。而依据这一观点, 在证券市场上, 即使股票的价格偏离了其内在价值也是因为有关股票的信息在市场上的流通不完全、不及时、不准确造成的。而随着投资者获取的信息越来越完全, 对信息的理解越来越透彻, 股票价格便会慢慢回归基本价值。而投资者不能够利用现有的信息获取超额利润。换句话说, 就是积极的投资者不能够通过基本面分析和技术分析获得超出市场平均利润的收益。

从股票价格对信息的反映程度方面讲, 根据公式

$$L = (L \times I) = L$$

当信息集 I 从最小达到最大时, 股票市场也就从最弱形式达到了最强形式。

从反映速度方面分析。如果市场是有效的, 则股票价格能够迅速对所有相关信息作出完全反应; 如果市场是相对无效的, 则股票价格不能够及时反映信息的变化, 投资者要花费一定时间进行分析才能做出反应(可能是反应过度或反应不足), 如图1所示。

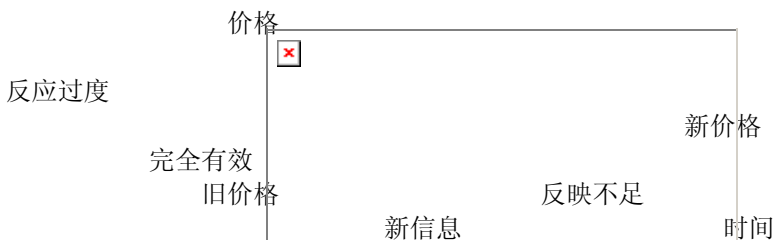


图1信息在市场中传播的三种情况

根据EMH我们可以推论, 在理性投资者和非理性投资者的博弈过程中, 由于理性投资者具有理性意愿和投资分析能力, 加上市场的选择机制, 最终理性投资者将成为市场的主导, 而证券市场最终也将达到有效。

二、有效市场假说的分类

对有效市场假说的理论分析总体上来说分为两类: 第一类就是我们常说的价格对信息的及时、全面的反应; 第二类是在无基本价值信息时价格无反应。第一类分析认为当EMH成立时, 影响资产价值的信息在市场中一经公布, 价格就能够及时、全面地将其反映出来。“及时”意味着具有信息优势的投资者也不能够从新信息中获利。“全面”意味着对信息反应的平均价格调整是准确的。在最初的价格调整后, 不应该存在价格的趋势性变化或者价格的反转。即已知的信息不能够带来超额利润。第二类分析则认为, 如果EMH成立, 由于价格应该等于价值, 当不存在关于基本价值的信息时, 价格不应该发生改变, 即如果没有关于基本价值的信息, 某种资产的供给和需求量的改变本身不能改变价格。

根据第一类分析, Robert (1967) 在芝加哥大学举办的证券价格研讨会上, 根据信息的不同层次和证券价格对不同信息集的反映情况给出了有效市场价格的三种形式: 弱式市场价格、半强式市场价格和强式市场价格。Fama (1970) 对有关EMH的研究作

了系统总结，将有效市场定义为“总是充分反映所有可得信息的市场”，并提出了完整的理论框架。Fama把证券市场上的信息分为三类：一是历史信息，通常指证券过去的价格、成交量、公司特性等；二是公开信息，如红利报告等；三是内部信息，是指所有非公开的信息。在Robert的分类基础上，Fama按照证券价格对相关信息的反映程度不同，把有效市场分为弱式有效、半强式有效和强式有效三类，如图2所示。

1. 弱式有效市场

弱式有效市场是市场有效性的最低层次。在弱式有效市场中，当前证券价格充分反映了所有历史记录中的信息，包括证券的历史价格序列、收益率、成交量和其他一些市场产生的信息。若该假设成立，则投资者无法利用过去股价所包含的信息获得超额收益，技术分析失去作用。即证券价格的变动同其历史行为方式是独立的，证券价格变动的历史时间序列数据呈现出随机游动形态。

2. 半强式有效市场

若市场呈现半强式有效，则证券价格不仅反映了历史信息，而且反映了所有与公司证券有关的公开信息，如收益和股息分配公告、市盈率、账面价值与市场价值比、股份分割、有关的经济和政治新闻等。由于市场上的任何一个投资者都可以通过公开适用的渠道获得这些信息，投资者就会预期这些信息已经体现在股价上了。如果证券价格对于公开信息仍在作出反应，则说明证券价格形成过程中，投资者对公开发表的资料尚未作出及时充分的挖掘和利用，这样的市场尚未达到半强式有效。在半强式有效市场中，基本分析将失去作用。

3. 强式有效市场

若市场是强式有效的，则证券价格全面反映了所有公开的和未公开的信息。这意味着，在市场上任何投资者包括获得内幕消息的人士都不能从独占的信息渠道获得超额收益。强势有效市场假设包括半强式和弱式有效市场假设，因而在强式有效市场中，市场价格不仅完全反映了一切历史信息、一切公开获得的信息，同时也已充分反映了一切内幕信息。强式有效市场假设把有效市场假设扩展到了“完美”市场假设。

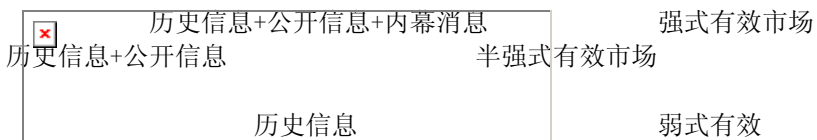


图2 有效市场的分类图

三、有效市场假说的前提假设

即使是作为研究资本市场效率的核心理论，有效市场假说本身仍是一个完美假设。若要有效市场假说成立，则仍须满足两个前提条件，假设一，就是理性经济人假设，即市场上所有的投资者都是追求个人效用最大化的理性人，具有同样理解和分析信息的能力，对股价的预期也是相同的，股票价格的变动完全是投资者基于所有的信息集的理性预期的结果。假设二，就是信息的获得是零成本的，且信息的分布是充分、均匀的。

我们知道在现实资本市场中这两条前提假设是难以得到满足的。首先，市场上的投资者是有限理性的，并非是完全理性的。其次信息在资本市场的传播并不是完全对称的，信息的获得也不是零成本的。由于市场上投资者的知识背景不同，对信息的处理和分析是存在差别的，因此资本市场的效率也存在高低之分。

对有效市场假说的进一步认识

1. 完全竞争

有效市场假说实际上是一个在完全理性基础上的完全竞争模型。市场的有效性是完全竞争的结果。竞争的程度不同会导致市场有效性程度的不同。根据股票市场内外在效率理论，股票市场是一个集信息和资金高速流动的市场，这正是股票市场区别于其他商品市场的主要特征。正是这种流动性，使股票市场的竞争程度要比其他市场激烈得多。激烈的竞争使投资者能容易地不同行业，使得整个市场的收益水平能够趋向均衡，消除了超额收益存在的可能。

2. 市场有效性与技术分析

技术分析直接反对的是有效市场假说。技术分析的一个基本前提是：股价按过去持续存在的趋势运行。技术分析专家相信当新信息进入市场时，不可能每个人都立即获取该信息，而是通常从信息灵通的专业投资者那里再到积极的投资者，再到一般的投资者，因而投资者不会立即分析信息并采取相应的行动。因而股价在新信息发布后的一段时间内以渐近的方式移向一个新的平衡。这就导致了一段时间内的股价运行趋势。

而根据有效市场假说，若资本市场是有效的，则技术性分析都将失去作用。换句话说即使市场是弱式有效的，技术分析都将失去作用。

3. 有效市场与基本分析

利用基本面进行分析的经济学者认为，在任何时候整个股票市场、各种各样的行业和单个证券都具有其内在价值，并且这种价值取决于潜在的经济因素。因此，通过分析那些诸如现在和未来的收益、利率和风险变量等决定证券价值的变量就可以确定某资产在某一点上的内在价值。如果现行的市场价格与内在价值的差额大得足够弥补交易成本，那么投资者就会采取适当的行动，即价格低于其内在价值时买入该证券，价格高于其内在价值时卖出该证券。同时经济学家们也认为，市场价格和内在价值的不符只是随机扰动造成的，价格最终将回归价值。如果能够很好地估测证券的内在价值，那么就能够持续作出优秀的市场调整决策或购得价值被低估的证券并由此获得高于平均水平的收益。但是，如果市场达到半强式有效，基本分析将失去作用。

4. 有效市场的特征

(1) 证券价格应该能够准确地反映收集有关未来定价的新资料和信息。

(2) 证券价格从一个阶段到下一个阶段的变化应该是随机的，因而今天的价格与昨天发生的价格变化或过去的任何一天的价格变化无关。

(3) 区别将来某段时期的有利和无利的投资不可能以现阶段已知的信息作为依据

(4) 如果我们把投资专家和无知的投资者区分开，我们将发现我们不能找到这两组人投资绩效的重要区别。

四、有效市场假说的作用

有效市场假说在提出后的几十年时间里，通过众多学者对该学说内容的不断丰富和发展，其内涵越来越严密，并成为一

论体系。该理论对金融经济研究领域的影响是重大和深远的。

揭示了证券市场内在特征，改变了投资者对股票市场的固有认识，并促进了股票市场的创新与发展。投资者在没有了解有效市场假说之前，总是认为在股票市场上是存在价格波动规律的，并试图通过对股票市场过去价格的走势来预测股票市场未来的价格走势。有效市场假说的诞生将信息与股票价格有机联系在了一起，并通过价格对相关信息的反应效率来判断股票市场的效率。有效市场假说为证券市场朝着健康方向发展提供了有力的理论依据。有效的证券市场必然是一个信息传递有效的市场。而只有监管得当，才会保证信息在证券市场的有效的流通，才能提高证券市场效率。

有效市场假说的产生促进了金融理论的发展。有效市场假说与金融经济学中资本结构理论（MM）和资本资产定价模型（CAPM）几乎是同时提出的，它们之间相互有着紧密的依赖性，在验证有效性时需要均衡模型，而均衡模型的正确前提又在于市场是有效率的。而在此之后的BLACK-SHOLES 理论模型，套利定价模型等则都是建立在有效市场假说的基础之上的。

参考文献

[1] Peter E E. Fractal Structure in the Capital Markets. Financial Analysts [J]. Journal, July, 1989, 28 - 59.

[2] Shiller, R. J. Irrational Exuberance[M] . Princeton University Press, 2000.

作者简介：张晨曦（1981-），女，辽宁锦州人，博士生在读，中央财经大学中国经济与管理研究院，研究方向：证券分析；姜姣姣（1981-），女，天津大学管理与经济学部博士研究生，任职于中国移动天津公司，研究方向：企业经济管理。

（备注：以出刊内容为准）

[设为首页](#) | [加入收藏](#) | [关于本站](#) | [版权声明](#) | [诚聘英才](#) | [联系方式](#) | [友情链接](#) | [我要统计](#)

主管：中国人民银行昆明中心支行 版权所有：《时代金融》杂志社

网络实名：时代金融、时代金融杂志、时代金融杂志社、《时代金融》编辑部

社址：昆明市正义路69号

电子邮箱：ynsdj_r@126.com 电话：010-57107535 0871-3212464

版权所有 未经许可不得复制或建立镜像

电信与信息服务业务经营许可证：京ICP备案中 组织机构代码：79718261-3