

---

# 有效市场的检验

## ——行为金融对 EMH 理论的批判

丁志国,金 博,徐德财

(吉林大学 商学院,长春 130012)

**摘要:**EMH 理论及其检验同行为金融文献对市场有效这一命题给出了不同的答案,这提供给人们认知市场与股价行为不同的思维逻辑。有效市场理论因其理性投资者、非理性投资者随机的存在,不会主导股票价格及理性投资者会通过套利抵消非理性投资者对股价的影响的假设的非现实性和不可真正检验性,受到行为金融理论的批判。与此同时,审视行为金融对 EMH 理论的批判以及 EMH 理论的变通与完善,并站在融合两者理论观点的基础上,可给出未来针对有效市场的研究方向,进一步挖掘市场“异象”和采用“适应性市场假说”将是一条有效的路径。

**关键词:**有效市场假说;行为金融学;实证检验;资产定价模型

**中图分类号:**F091 **文献标识码:**A **文章编号:**1005-2674(2017)03-051-09

### 一、引言

对有效市场(Efficient Market)的理论探索和实证检验贯穿于现代金融学理论发展的整个进程,对这一问题的解答决定了人们如何定位资本市场在经济系统内的重要性,如资本市场是否具有风险分散、优化配置、引导投资决策等功能。资本市场是否有效不仅决定了人们该以何种方式参与到市场活动中,同时也决定了人们参与市场活动的最终结果。

理解有效市场首先需要对其前身性的术语——资本市场有效性有一定的认知。资本市场有效性(Market Efficiency)本质上是一个定量的术语,用以描述资本市场的有效程度。在实践中,由于缺乏刻画市场有效程度的指标体系和边界,人们倾向选择定性的方式评定市场有效性,回答是否存在有效市场(市场是否有效)这一定性问题,而非市场在何种程度上有效这一定量问题。法玛(Fama)在提出“有效市场”这一术语的基础上描述了有效市场(Efficient Market)的基本状态,并进一步界定了三类有效市场:若所有可用信息均被股价所完全反映,则市场达到有效状态;按照股价所反映信息的不同,有效市场可划分为弱势有效市场(Weak-Form Efficient Market)、半强势有效市场(Semi-Strong-Form Efficient Market)和强势有效市场(Strong-Form Efficient Market);<sup>[1][2]</sup>这些观点成为有效市场假说(Efficient Market Hypothesis, EMH)理论体系的基础。EMH 理论认为,套利和竞争机制的存在使得现实市场近似于完美市场,在这样的条件下,股价对信息的反映程度可以作为测度有效市场的基础。后续针对市场有效性的理论研究和实证检验都是沿着这种定性测度市场有效性的范式展开的,检验有效市场的存在与否成

收稿日期:2017-01-10

作者简介:丁志国(1968-),男,吉林大学商学院教授、博士生导师,主要从事金融市场经济学研究;金博(1986-),男,吉林大学商学院博士研究生,主要从事金融市场经济学研究;徐德财(1986-),男,吉林大学商学院讲师,主要从事金融市场经济学研究。

为描述和测度市场有效性所面临的重要问题。

检验有效市场势必要建立在对有效市场状态界定的基础之上,然后判别现实市场同有效市场状态之间的差异,进而给出市场是否有效的结论。对于何为有效市场,在现代金融学理论发展的过程中出现了多种界定,如不可预测市场、不可战胜市场,而最终胜出且仍被当前学者所采用一种设定就是,股价服从理性均衡资产定价模型的不可战胜市场。这种逻辑也是法码(Fama)自 1970 年针对 EMH 理论展开实证检验的基础:从 CAPM 到 Fama - French 三因子模型,再到 Carhart 四因子模型,以及近年来的五因子模型都延续了这种有效市场的界定和检验逻辑。<sup>[3]</sup>在早期的实证检验过程中,EMH 理论获得了实证领域极大的支撑,然而这一主流思想因 1980 年代后出现的市场“异象”而受到质疑,促使人们追问 EMH 理论及其提供的检验逻辑是否正确。在这期间,行为金融(Behavioral Finance)文献开始提出不同的想法,并尝试使用行为和认知因素解释这些市场“异象”。他们直接指出 EMH 理论的检验逻辑存在问题(联合假设检验,Joint Hypothesis Problem),并认为 EMH 理论设定的完美市场假定条件脱离实际。虽然行为金融文献并未直接否定 EMH 理论给出的有效市场界定,但从这些文献的理论观点和实证逻辑来看,行为金融理念的支持者更愿意将有效市场看作是一种理想状态,一种不受个人意志(效用和偏好)影响的市场状态。

如果忽略 EMH 理论对行为金融文献质疑的反击,以及行为金融文献对 EMH 理论存在漏洞的再检验,EMH 理论自身的变通和完善恰恰呈现出传统金融理论同行为金融间的逐步融合。当人们面对任何一种市场现象时,若无法使用 EMH 理论对其给予解释,行为金融的观点至少提供了互补的解释;甚至一部分人在对待这一市场现象时既考虑 EMH 理论也考虑行为金融的观点。

## 二、有效市场的界定及其检验逻辑

萨缪尔森(Samuelson)将有效市场定义为在完全竞争、无成本、信息完全和免费的条件下所达到的一种市场状态。在这种状态下,信息将被股价即时地反映。<sup>[4]</sup>由于信息的发生具有随机不确定性,反映今天信息的股价将同反映明天信息的股价独立且不相关,因此,有效市场状态下股价将具有随机不确定性或者说是不可预测性。然而,萨缪尔森并没有从现实市场的角度验证他对有效市场界定的合理性。法码进一步将有效市场划分为三类,分别是弱势有效市场、半强势有效市场和强势有效市场,并指出针对基于过去信息、公开信息以及内部信息可获利性的检验将提供验证市场有效的证据。事实上,法码对有效市场的界定严格依赖于套利者的存在,却没有对套利者实现有效市场的过程以及保证这一过程实现的机制进行详细地阐述。萨缪尔森和法码关于有效市场的界定依赖于假定市场条件的存在,这就使得他们所定义的有效市场忽略了证券市场中存在的成本问题。因此,詹森(Jensen)对有效市场定义更加贴近现实。詹森认为,如果市场不存在基于信息而存在的非正常收益机会(剔除成本后),那么市场将达到有效。<sup>[5]</sup>布莱克(Black)则基于个人主观判断将股价波动不超过一定区间的状态定义为有效市场;在这样的市场状态下,存在诸多可实现的获利机会。<sup>[6]</sup>虽然有效市场允许基于信息获利机会的存在,股价与信息将会出现一定的偏离,但是竞争和套利机制将使得暂时性的机会减少甚至消失,从而使得市场回归有效。理性的有效市场一定是无法击败的有效市场,而无法击败的有效市场并不能达到理性的有效市场。理性的有效市场条件下,市场中不会出现股价与信息的偏离,任何企图基于信息挖掘击败市场的可能性都等于零。

总体而言,学者们所给出的有效市场界定均围绕着股价与信息的一致性展开,即信息将是影响股价的唯一因素,股价对信息的反映程度决定了市场是否有效。萨缪尔森和法码对有效市场做出的早期界

定基本可以定义为不可预测市场。他们认为在有效市场状态下,股价将即时准确地反映所有信息。詹森和法码等学者对有效市场的界定则可以定义为不可战胜市场。相对于不可预测市场限定股价对信息的即时完全反映,不可战胜市场的界定允许股价同信息之间存在偏离,但这种偏离并不会使人们获得长期稳定的非正常收益。与检验不可预测市场不同,对不可战胜市场的检验不仅需要测度股价与信息之间的偏离,同时要对偏离所提供的非正常收益机会进行分析,以便判定“信息是唯一影响股价变动的因素”的命题是否依然成立。如何测度偏离以及非正常收益机会的可获利性是检验有效市场所面临的最大困难,因为人们需要以市场有效为前提建立股价的理想生成机制,进而比较现实市场股价行为与理想生成机制之间的差异。在有效市场、股价受信息影响、信息发生随机等多种约束条件下,包括法码在内的学者最终选择了一个风险收益均衡的理性预期资产定价模型来设定股价的生成机制。由此,对不可战胜市场的检验最终落脚于检验现实市场股价行为是否符合理性预期资产定价模型。然而,即使基于资产定价模型的有效市场检验被拒绝,人们并不能判断是源于市场非有效还是资产定价模型不适合,这就是所谓的联合建设检验问题。按照不可预测市场和不可战胜市场的不同检验逻辑,针对法码三类有效市场的检验会出现分歧——弱势有效市场将通过检验股价序列的自我相关性实现,这符合不可预测市场的检验逻辑;而对于半强势有效市场和强势有效市场的检验,无论是通过事件研究法还是构建投资组合方式进行检验都需要依赖特定的资产定价模型,从而隶属于不可战胜市场的检验逻辑。从这一点来看,法码所给出的三类市场并不存在绝对比较关系。

不可预测市场与不可战胜市场的划分反映了两种对市场有效不同逻辑的界定,一种是状态逻辑的市场有效,一种是过程逻辑的市场有效。如果市场有效是一种状态,市场有效将表明在任意时点都不会出现股价与信息的偏离,信息将被有效地使用和反映,这是不可预测市场所给出的逻辑。如果市场有效是一个过程,市场中出现的股价与信息偏离属于正常现象,因为市场的有效过程实际上是对股价反映信息过程的描述;证券市场中摩擦的存在和人非理性特质的存在,使得市场有效作为一种过程成为必然结果,这是不可战胜市场所给出的逻辑。以状态存在的市场有效要求信息供给无摩擦,同时要求信息反映同样无摩擦,这在现实市场中并不存在。显然,强调市场有效是一种状态的定义,忽视了现实市场条件的客观性,仅仅是建立在假定理想市场条件基础之上的猜想。不过,将市场有效理解为一种状态的逻辑并不完全错误。如果考虑现实条件,市场有效仍可以在静态条件下理解为状态,近似于物理领域的热能转换效率,是衡量市场相对有效程度的一种方式,例如,股价反映了总信息的比例,股价反映信息的正确程度等。

如果将市场有效看作是一种状态,人们所需要做的就是每一时刻都比较股价与信息是否一致,前提是人们清晰明确地知晓所有相关信息,然而现实并未提供展现所有信息的条件。如果将市场有效看作是一种过程,人们所需要做的是给定市场环境和信息,设定观察窗口,并给出股价处于市场有效过程的区间,进而判断股价从偏离有效到回归有效的时间长度。虽然基于过程形式考察市场有效性的研究将面临更多的理论和实证挑战,但这种方式考虑了更多的现实市场条件,充分强调了证券市场运行背后的相关动因。

### 三、有效市场的检验与行为金融对其的批判

基于对有效市场的界定,实证领域内对有效市场的检验分别从两个方向展开:一个是检验价格的时序特征,验证股价的随机波动和不可预测性,即检验不可预测市场;另一个是检验基于信息获得非正常收益交易策略的存在性,即检验不可战胜市场。1950年代以前,包括舍利耶(Bachelier)<sup>[7]</sup>等一些学者就

曾基于随机游走模型(Random Walk Model)对股价序列的随机性进行过相应的研究。结果虽然给出了股价不可预测性的结论,但那时尚不存在股价不可预测性与市场有效性关联的相关论断。萨缪尔森和曼德尔布罗特(Mandelbrot)确立了鞅过程模型(Martingale Process Model)检验有效市场的理论基础,严格描述了股价变化不可预测的统计特征。<sup>[8]</sup>随着计量模型和方法的逐步创新,应用鞅过程模型、自回归模型、马尔可夫过程模型等方式对股价统计特征检验的文献相应增加,如斯泰格尔(Steiger)<sup>[9]</sup>和萨缪尔森。即使在 EMH 提出后,人们仍热衷于检验股价的随机波动和自相关特征。<sup>[10]</sup>不过,股价不可预测性、完全的有效市场以及两者之间的关联性受到了学者们的怀疑。鲍尔(Ball)和詹森等学者就指出在真实市场中不存在完全的有效市场,股价与信息不会保持严格的一致,甚至在某些情况下股价并不服从随机游走;有效市场应当允许股价同信息存在偏离,但这一偏离并不会给投资者带来持续获取非正常收益的机会。<sup>[11]</sup>由此,针对 EMH 理论的检验从单纯检验不可预测市场转向检验不可战胜市场。

法码进一步严格了 EMH 理论的实证检验方式——测度收益可预测性用以检验弱势有效市场,检验半强势有效市场和强势有效市场则通过事件研究和检验私人信息可获利性的方式进行,并指出所有考察非正常收益的交易策略都应当以风险调整后,且剔除相关交易成本后的净收益为标准。<sup>[12]</sup>对有效市场的检验和非正常收益机会的测度需要知晓有效市场条件下理想的股价生成过程,进而比较现实市场股价与理想股价之间的差距。

行为金融文献一方面针对 EMH 理论前提提出质疑,批判了 EMH 理论的现实性和可检验性;另一方面则针对市场“异象”提供基于人类非理性行为和套利限制角度的解释,从而佐证 EMH 理论推论的非正确性。施莱费尔(Shleifer)指出,有效市场是建立在三个前提假设之上:第一,投资者为理性投资者;第二,非理性投资者随机的存在不会主导股票价格;第三,理性投资者会通过套利抵消非理性投资者对股价的影响。<sup>[13]</sup>行为金融文献认为,这三个假设条件并不现实。首先,人类在经历了一个漫长的自然选择与淘汰过程之后,根本无法做到真正的理性。因为,人们的能力(注意力、思维能力与记忆力等方面)有限,无法在有限时间内对全部信息都进行最恰当的处理,在自然选择过程中人类会形成一些经验法则来进行日常决策。<sup>[14]</sup>显然,金融市场不是人类自然进化过程中的自然环境,人们在金融市场上的行为也无法满足苛刻的理性要求。其次,心理学研究已经清楚地表明,投资者行为经常以同样的方式偏离理性,而并不是 EMH 理论所说的偶然且随机地偏离理性。投资者在大多数情况下虽然看似按照自己的投资理念进行交易,但事实上投资者的交易行为之间存在很大的相关性。投资者的交易行为并非随机进行——大家经常在大致相同的时间,选择同向交易相同的股票。甚至由于受到传言的影响,投资者总是会去模仿身边人的交易行为。第三,虽然不可否认市场中可能存在一些聪明的投资者充当了套利者的角色,但是套利行为本身具有风险,而且在多数情况下套利面临着许多不可执行的市场条件。显然,当理性投资者和非理性投资者同样都必须承受风险(尽管风险种类存在差异)和成本时,他们各自的预期收益将依赖于各自的风险承受能力以及交易的相关成本。因此,行为金融文献认为,EMH 理论推导的结论——理性投资者的套利行为将使得市场中非理性投资者因失败而消失,市场始终保持有效——并不会出现,基于此设计的有效市场检验也值得怀疑。

蒂姆松和幕沙文(Dimson and Mussavian)指出,相对检验股价是否对特定信息给予了反映而言,检验股价是否同内在价值一致更加困难。现有研究对股价和收益的可预测性、击败市场策略存在性的检验都是围绕着一个基本问题展开的,即股价是否正确。<sup>[15]</sup>按照 EMH 的说法,股价与其内在价值一致,或者说股价反映了所有相关信息将表明股价是正确的。此种说法正确的前提是,要么市场条件完美,如无摩擦、理性人等;要么存在消除市场非完美条件的特定机制,如竞争和套利。然而,证券市场非理想条件和人非理性特质的存在,以及竞争和套利的不完善性使得人们无法判断市场中股价是否正确。更确切

地说,证券市场并未提供充分的依据促使人们对股价是否正确做出准确判断。因此,股价和收益的可预测性以及击败市场策略的存在性与市场有效性判定之间的关联性仍值得深思。

当考虑市场的现实性后,市场有效并不一定会消除股价和收益的可预测性以及击败市场的策略。事实上,早期关于有效市场的定义并没有排除股价与信息或者价值偏离的可能性:有理由相信在股价与信息或价值偏离的过程中,信息和人非理性特质因素都起到了推波助澜的作用。任一时点的股价都将是市场的累计性结果,而并非是对应时点信息的直接结果。<sup>[16]</sup>如果市场没能及时地纠正存在的股价偏离,这种趋势将随着新增信息被反映而进一步地累积,任何时点的信息都可能成为推动股价与信息或者价值持续偏离的动力,进而使得市场出现了长期剧烈的波动。在短期和长期两种时间维度下证券市场具有不同的特征,即短期内市场存在对特定信息的反应周期,长期内股价与信息是一个动态的反应过程。<sup>[17]</sup>理论上市场有效将保证股价与信息的一致性,并使得市场中不存在基于信息的持续可获利机会。然而,理论与实证之间必然存在不一致性,原因在于理论有过多的假定和条件的确定性,而实证则受到了诸多难以界定因素的影响,更为重要的是人们甚至不清楚这些未被界定的因素如何进入实证并影响了实证的结果。虽然人们能够通过多次实证的方式来规避或者剔除外生因素的影响,但是针对市场有效的实证检验并不是自然科学的实验性检验,而是处于一个不可复制和不可重复的动态环境中。唯一可以选择的实验环境就是不断变化,并掺杂着诸多无法被解释的人类认知行为的动态证券市场。显然,关于市场有效的理论并没有对证券市场的所有现象给予全面的阐述,简单基于市场有效的相关理论解释现实并不正确。

毋庸置疑,不存在哪一种理论可以解释所有的市场现象,也不要寄望于所有市场现象都可以被统一的理论所解释。EMH理论与行为金融按照两种不同的思路回答了市场有效性问题。虽然存在分歧,但两者都描述了证券市场运行的某一个侧面;任何单一的理论都无法完全解释所有的市场现象,甚至他们的理论和实证研究结果会随着市场的变动而逐渐暴露出问题。如果非要争论市场是否有效,人们需要给出他们对市场有效的期望,是希望市场有效表现为状态还是过程。如果市场有效是状态,证券市场中许多现象并不支持这一结论,因为在任何时点上人们无法保证股票价格与信息的一致性。如果市场有效是过程,那么理论将告诉我们,市场有效会在处于一个逼近有效的过程中,市场中所存在的“异象”以及市场中符合有效市场的基本现象都是这一过程中的一个“片断”。承认已有理论对现实某些现象解释的合理性,并注重结合证券市场的客观条件,有助于评析现有不同理论和研究结果的差异,而选择融合的视角完整阐述证券市场运行逻辑以及有效市场的内涵,将有助于人们寻找更为恰当和直接的方式检验市场的有效性。

#### 四、资产定价模型的演进与理论融合

面对检验过程中的市场“异象”以及行为金融文献对EMH理论的质疑和批判,EMH理论的支持者们一方面正面解释市场“异象”的存在,另一方面则积极寻找更为“恰当”的资产定价模型,实现对不可战胜市场的验证。他们认为,行为金融文献所举证的市场“异象”是偶然的市場现象,长期内这些市场“异象”将逐步消失,源于市场上聪明的投资者会对其加以利用。<sup>[18]</sup>更为重要的是,行为金融文献并未提供一个比EMH理论更有效解释市场价格行为的模型<sup>[19]</sup>,因此,市场“异象”以及行为金融文献的存在并不构成对EMH理论的检验和拒绝。除去这种“诡辩”式地应对,EMH理论在检验有效市场的过程中正视其自身所面对的联合检验问题,推动着自身理论的完善和检验。从最初检验不可预测市场到检验不可战胜市场,有效市场检验的逻辑更加贴近现实市场。自CAPM被应用于检验有效市场,EMH理论便将

检验有效市场建立在一个完美的风险收益理性均衡框架之下。

近些年来,行为金融文献虽仍然强调 EMH 理论支持者对有效市场的检验在本质上是对回归模型的检验(联合假设检验问题),但这种被 EMH 理论看作是难题也是机会的质疑已经不再构成任何威胁。不过,行为金融文献关于泡沫和动量现象的质疑一直未得到 EMH 理论的完整解答。EMH 理论无法告诉人们泡沫是否影响股价,甚至无法告诉人们股价变动的主要部分是否源于泡沫。<sup>[20]</sup>与金融系统相关的经济危机的出现进一步将矛头指向 EMH 理论,以至于一部分学者声称“有效市场已死”,因为 EMH 无法解释危机中大量金融机构的破产,<sup>[21]</sup>以及不同证券市场的剧烈下跌。<sup>[22]</sup>

除了泡沫和动量效应问题外,行为金融文献还举证了一系列有别于 EMH 理论假定的市场条件和市场结果。针对证券市场研究的结果显示,套利不仅具有风险,而且多数投资者很少进行逆市场行情的交易,即很少实施卖空交易。琼斯和拉蒙特(Jones and Lamont)指出,美国市场的卖空交易量较低。<sup>[23]</sup>相对而言,针对投资者注意力和情绪的研究更为热络。针对投资者注意力的研究结果表明,投资者具有有限的注意力,在特定时段内投资者不得不将有限的注意力分配在少数引起注意的信息上,从而使得市场对部分信息反应滞后、反应不足,而对受到关注的信息则表现出过度反应,进而形成了市场中股价和收益的漂移或反转现象。<sup>[24]</sup>行为金融文献认为,投资者会构造错误的随机预期,形成悲观或者乐观的判断,进而影响股票价格。<sup>[25]</sup>金(Kim)等<sup>[26]</sup>在最新的研究中发现,在情绪较高的阶段,市场中极易出现股票价格的高估。综合来看,以往行为金融文献的研究表明投资者成功的秘诀不仅在于估算资产的真实价值,同时也依赖于对其他投资者行为的预测。<sup>[27]</sup>

相比 EMH 理论及其检验同行为金融文献间的严格对立,一部分学者充分考虑了 EMH 理论中的均衡思想以及行为因素对股价的影响,并试图分别从理论框架和实证模型两个方面融合两种理论(观点)之间的分歧。罗(Lo)将 EMH 理论和行为金融文献综合起来构建了适应性市场假说(AMH),并指出持续的市场变动源于人类适应动态环境的行为以及市场生态的进化;市场生态内部环境的变化决定了市场并不能始终保持有效;投资者按照进化原则适应和学习市场行为的过程推动了有效市场的形成。<sup>[28]</sup>AMH 认为,市场将存在偏离均衡的状态,这有别于 EMH 理论所道出的绝对有效市场均衡;市场和投资者的进化会使得市场在整体上保持趋向均衡有效的状态,兼顾了行为金融文献对 EMH 理论的质疑。坎贝尔总结法玛、詹森和席勒三人的学术贡献时指出,法玛用口语式的直白证据对 EMH 理论给予了证明;席勒则推动了基于效用和偏好的非理性假定解释股价变动的潮流;詹森提供了检验股价变动的背后影响因素的计量方式和手段。对于有效市场这一问题,无论是 EMH 理论及其检验,还是行为金融文献的理论观点和实验数据都没有给予完美的解答,不过两者共同推动了人们对市场以及价格行为的认知,这也是 2013 年诺贝尔经济学奖颁给法玛、詹森和席勒的重要原因。透过 2013 年诺贝尔经济学奖,我们可以清晰地判断,在 2013 年这一节点以前,EMH 理论及其检验同行为金融文献都获得了一定的胜利,它们的存在使得套利均衡理念和行为认知思想深入人心;两者的融合正成为一种潜在的趋势,帮助人们更好地解释市场现象。然而,即使在今天存在大量的宽客(Quants)追随法玛、詹森和席勒的脚步,综合使用 EMH 理论及行为金融观点,去挖掘和识别市场中可用的获利机会推动有效市场的实现,这仍然无法掩饰人们需要面对 EMH 理论以及行为金融文献各自存在不足的事实。

现实和理论之间必然存在差异,但理论的基本精神是正确的。理论告诉人们经济现象背后的逻辑,而现实又给予人们重新检验理论的机会,并丰富完善理论的空间。市场“异象”和行为金融理论的推论固然会成为判定市场有效与否的直接基础,但它们同样是人类对过去发生结果的认知和适应,并为未来决策和预测奠定信息基础。至于这些信息是否会因为未来的不确定性而变得微不足道甚至变成无用的信息,这需要时间去验证。就目前而言,我们仍能够不时地发现我们的行为往往决定了未来的结果,我

们为自己创造了信息,并将信息作为结果影响了客观世界。因此,市场有效将随着人类的发展和环境的变化而不断变换形式,并始终朝向理论所设定的理想状态逼近;在这样一个过程中,市场有效的争论将持续,并有可能推动一种融合传统金融和行为金融理论思想的全新理论的产生,其跟随而来的有效市场检验路径和方法也将迎来新的发展。

## 五、结 语

1950年代,建立在理性预期和均衡思想上的现代金融理论开始出现,单纯从理论上勾勒和描述金融市场与股价行为的规范研究演进为以数据检验为手段验证理论正确性的实证研究。EMH理论及其检验正是在这样一个时代背景下孕育和发展着,并一度成为那个时代主流的声音。如果不是针对有效市场的系统讨论和检验,人们将无法见证如此之多以理性均衡思想解释资本市场以及公司金融领域内现象的诸多理论和实践。EMH理论最为重要的贡献在于提出了有效市场这一界定,其针对理论的检验则提供了测度和衡量有效市场的基本准则。如果历史停止在1980年代,EMH理论将无可替代地成为解释市场的真理。然而,市场却跟EMH开了许多的小玩笑——一些无法被EMH理论和检验所解释的市场“异象”出现,并被行为金融学文献拿来质疑和批判EMH理论的正确性及其检验的合理性。站在今天,人们可以以一种事后的视角审视EMH理论及其检验同行为金融文献之间的分歧。毋庸置疑,无论EMH理论及其检验,还是行为金融文献至今都没有完美解释现实市场和股价行为,两者都面临着一些自身理论(观点)无法诠释的市场“异象”。不过,两种理论(观点)提供了一种互补解释市场以及价格行为的框架。

纵观对有效市场检验的过去和现在,市场现象是推动理论(观点)精进和完善的根本力量。在当前理论(观点)融合成为一种潜在趋势,检验理论(观点)正确性落脚于对市场现象解释的背景下,未来有效市场检验的研究将有以下几个研究方向(无先后顺序和重要性区分):

1. 资产定价模型的重建和完善。目前而言,不可战胜市场的检验仍然是检验和测度有效市场的一种合理标准,尚不存在一种成熟的可替代性标准。已有的研究表明,那些可被用于获得非正常收益的可预测性和交易策略要么具有明显的数据依赖,要么在被公开后无法提供获利机会。由于不存在一个足够理想的环境可以实现如自然科学实验那样的“重现性”——通过多次实验获得相同结果,金融市场中“异象”的消失成为了未解之谜。检验市场有效的结果对于未来预测并未提供太多的信息,因为预测本身依赖于多种因素,如信息集合、预测模型和模型的甄别技术。然而,证券市场同样没有给人们提供关于这三个主要影响因素的确定性结果——人们在动态环境中既不可能掌握所有信息,技术的发展 and 创新的推进又使得每一时期模型甄别技术和预测模型集合都发生着变化。人们需要在有限的时间内找到一个切实可行的预测模型保证交易的可获利性,这并不是一件简单的事情。即使人们有幸找到了一个可获利的预测模型,这一模型仍将随着环境的变化、人们适应并学习市场现象而逐渐丧失效力。于是,可预测“异象”偶尔出现又消失的市场结果是所有预测模型面临的最致命挑战。这实际上为市场“异象”的消失提供了一个统计学理论视角的解释。由此决定了以资产定价模型方式检验有效市场仍是主要的手段,但这种方式面临的最大困境仍是联合假设检验问题,不过,这同样是机会。在行为金融文献所提出的市场“异象”以及行为和认知因素影响市场行为的市场现象面前,引入刻画动量、泡沫等因素行为和认知因子也是完善资产定价模型的可选途径。

2. 市场“异象”的进一步挖掘。针对市场是否有效的检验被限定在客观现实的基础之上,并试图通过现实重现理论证明和推论的结果。然而,理论与实证之间必然存在不一致性,原因在于理论有过多的

假定和条件的确定性,而实证则受到了诸多难以界定因素的影响,更为重要的是人们甚至不清楚这些未被界定的因素如何进入实证并影响了实证的结果。虽然人们能够通过多次实证的方式来规避或者剔除外生因素的影响,但是针对市场有效的实证检验并不是自然科学的实验性检验,而是处于一个不可复制和不可重复的动态环境中。唯一可以选择的实验环境就是不断变化,并掺杂着诸多无法被解释的人类认知行为的动态证券市场。显然,关于市场有效的理论并没有对证券市场的所有现象给予全面的阐述,简单基于市场有效的相关理论解释现实并不正确。虽然 EMH 理论的支持者怀疑市场“异象”,否定有效市场的可行性,但这些“异象”的存在恰恰影响了人们对不可战胜市场成立的判断。零散和短期内的市场“异象”虽不能从根本上否定 EMH 理论,但至少提供了改进和完善 EMH 理论的依据。现有行为金融文献对情绪、非注意以及学习问题的关注是对以往研究的深化,提供了很多解释市场“异象”的新思路和方法。然而,不可否认的是,行为金融文献至今仍缺少一套完整的理论体系和稳健的实证研究框架。正如 EMH 理论支持者所说的,行为金融文献至今未提出任何可检验的行为资产定价模型,谈不上对 EMH 理论的质疑和否定。因此,行为金融文献可以以这些市场“异象”为出发点,尝试建立行为资产定价模型。

3. 理论融合与检验设计。EMH 理论与行为金融观点的融合在当前的市场中已经成为一种趋势。适应性市场假说(AMH)以及基于非理性效用和偏好构建的理论资产定价模型无疑是一个好的开始,但是单纯建立在理论层面的融合并不能为人们提供更多的现实解释,基于融合的理论设计合理和有效的市场检验才能更好地迎合市场的需求。这里提供一个值得探索的有效市场检验方向:如果将市场简化为一个三维因素的决策空间,其包含信息、股价和投资者数量等三个决策单元,并假定其它条件不变。考虑到信息随机不确定性特征,假定信息给定,若股价与信息保持一致,市场投资者将选择退出市场,因为股价已经充分反映了所有信息;投资者的退出将降低股价反映信息的过程和效率(参考 EMH 所依赖的套利者情形),致使股价与信息出现偏离,这提供了投资者进入市场获利的动机;投资者的进入又将消除股价与信息的偏离,使得股价与信息保持一致。按照这样的循环逻辑,人们最终将见证市场周而复始的过程。因此,建立在股价反映信息过程(过程逻辑的市场有效)视角基础上的实证检验更有助于测度市场的有效程度,解释市场运行过程中的现象。在检验过程中需要区分不同时间段进行检验,因为人类基于认知所采取的针对市场的行为将影响市场原有的运作形式,那么,市场有效的过程总是在被修正。

#### 参考文献

- [1] Fama E F. Random Walks in Stock Market Prices [J]. Financial Analysts Journal, 1965, 21(5): 55 - 59.
- [2] Fama E F, and MACBETH J. Risk, Return, and Equilibrium: Empirical Tests [J]. The Journal of Political Economy, 1973, 81: 607 - 636.
- [3] Fama E F, and FRENCH K R. Dissecting Anomalies with a Five - Factor Model [R]. Working Paper, 2014
- [4] Samuelson P A. Proof that Properly Anticipated Prices Fluctuate Randomly [J]. Industrial Management Review, 1965(6): 41 - 49.
- [5] Jensen M C. Some Anomalous Evidence regarding Market Efficiency [J]. Journal of Financial Economics, 1978(6): 95 - 101.
- [6] Black F. Noise [J]. The Journal of Finance, 1986(41): 529 - 543.
- [7] Bachelier L. Theorie de la Speculation [D]. University of Paris, 1900.
- [8] Mandelbrot B B. Forecasts of Future Prices, Unbiased Markets, and 'Martingale' Models [J]. Journal of Business, 1966 (39): 542 - 551.
- [9] Steiger W. (1964) A Test of Nonrandomness in Stock Price Changes [C]. In "COOTNER P H. (ed.) The Random Char-



- acter of Stock Market Prices, The MIT Press, Cambridge, MA, Chapter XII, 303 – 312”.
- [10] Malkiel B G. A Random Walk down Wall Street [M]. NJ: Norton Press, 1973.
- [11] Ball R. Anomalies in Relationships between Securities’ Yields and Yield – Surrogates [J]. Journal of Financial Economics, 1978, 6(2/3): 103 – 126.
- [12] Fama E F, and French K R. Common Risk Factors in the Returns on Stocks and Bonds [J]. Journal of Financial Economics, 1993(33): 3 – 56.
- [13] Shiller R J. Irrational Exuberance [M]. NJ: Princeton University Press, 2000.
- [14] Simon H A. Rational Choice and the Structure of Environments [J]. Psychological Review, 1965(63): 129 – 138.
- [15] Dimson E, and MUSSAVIAN M. Foundations of Finance Volume I: Market Efficiency [M]. Dartmouth Publishing Company, 2000.
- [16] 丁志国. 证券市场有效性研究[D]. 长春: 吉林大学, 2004.
- [17] 丁志国, 金博, 徐德财. 证券市场的信息效率—由基本特征到理论猜想[J]. 哈尔滨: 学习与探索, 2016(6): 92 – 99.
- [18] Metcalf G E, and MALKIEL B G. The Wall Street Journal Contests: The Experts, the Darts, and the Efficient Market Hypothesis [J]. Applied Financial Economics, 1994(4): 371 – 374.
- [19] Fama E F. Two Pillars of Asset Pricing [J]. American Economic Review, 2014, 104(6): 1467 – 1485.
- [20] Shiller R J. Speculative Asset Prices [J]. American Economic Review 2014, 104(6): 1486 – 1517.
- [21] Ball R. The Global Financial Crisis and the Efficient Market Hypothesis: What have We Learned? [J]. Journal of Applied Corporate Finance, 2009(21): 8 – 16.
- [22] Lee C C, LEE J D, and LEE C C. Stock Prices and the Efficient Market Hypothesis: Evidence from a Panel Stationary Test with Structural Breaks [J]. Japan and the World Economy, 2010(22): 49 – 58.
- [23] Jones C, and LAMONT O. Short Sale Constraints and Stock Returns [J]. Journal of Financial Economics, 2002(66): 207 – 239.
- [24] Della Vigna, S, and POLLET J M. Investor Inattention and Friday Earnings Announcements [J]. Journal of Finance, 2009(64): 709 – 749.
- [25] Kumar A, and LEE C. Retail Investor Sentiment and Return Comovements [J]. Journal of Finance, 2006(61): 2451 – 2486.
- [26] Kim J S, RYU D, and SEO S W. Investor Sentiment and Return Predictability of Disagreement [J]. Journal of Banking & Finance, 2014, 5(42): 166 – 178.
- [27] Bank M, and BRUSTBAUER B. Investor Sentiment in Financial Markets [R]. University of Innsbruck, 2014.
- [28] Lo A. Reconciling Efficient Markets with Behavioral Finance: The Adaptive Markets Hypothesis [R]. Working paper of SSRN, 2005.

责任编辑: 蔡 强