



第十一章

有效市场假设

有效市场假设(EMH)

莫里斯·肯德尔(1953) 发现股价不存在任何可预测范式。

价格在任何一天都可能上升或下降。

我们如何解释股价的随机变化?

有效市场假说(EMH)

股价可以反映所有已知信息的观点称之为有效市场假说EMH。

由于市场参与者急需新的交易信息，关于未来良好表现的预测导致目前表现良好。

- 结果: 价格变化到与股票风险相称的收益率。

有效市场假设(EMH)

信息是不可预测的；如果能够预测，则可预测的信息一定是当天信息的一部分。

股票价格对新（不可预测）信息的变化必定是不可预测的。

股价变化遵循随机漫步这一观点。

图11.1 目标公司接管前积累的异常收益

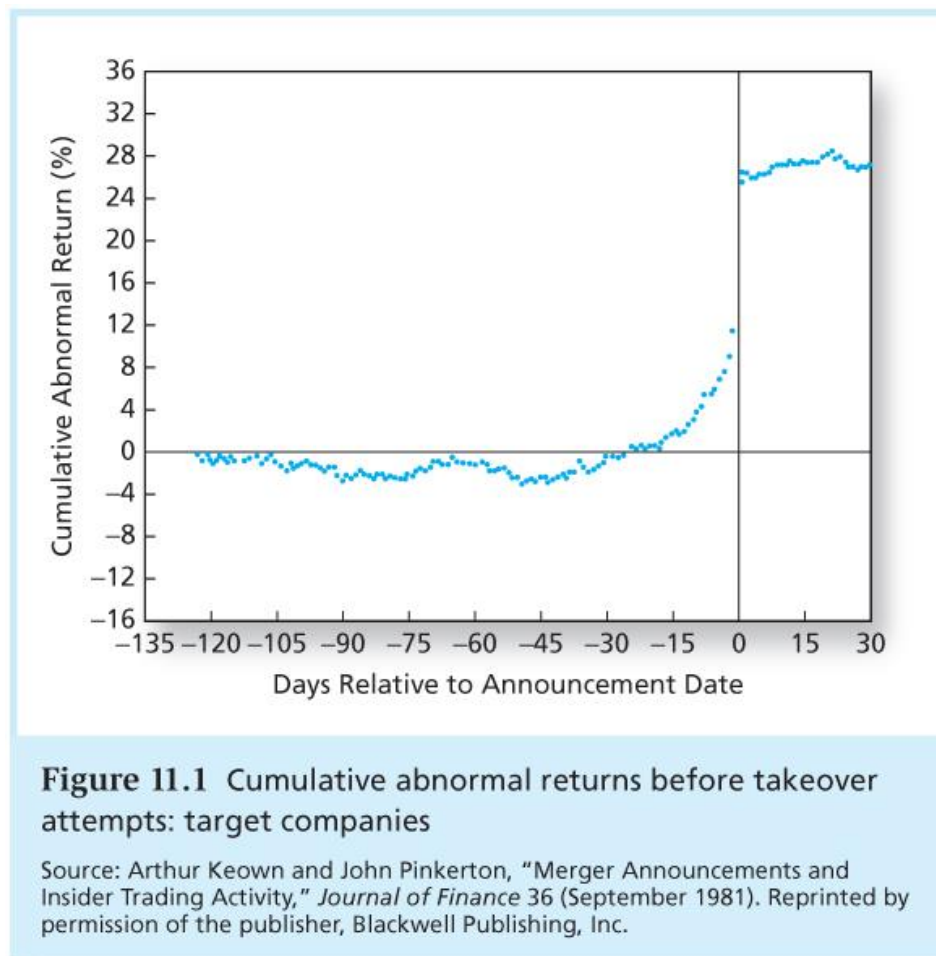


图 11.2 CNBC 报道反映的股票价格

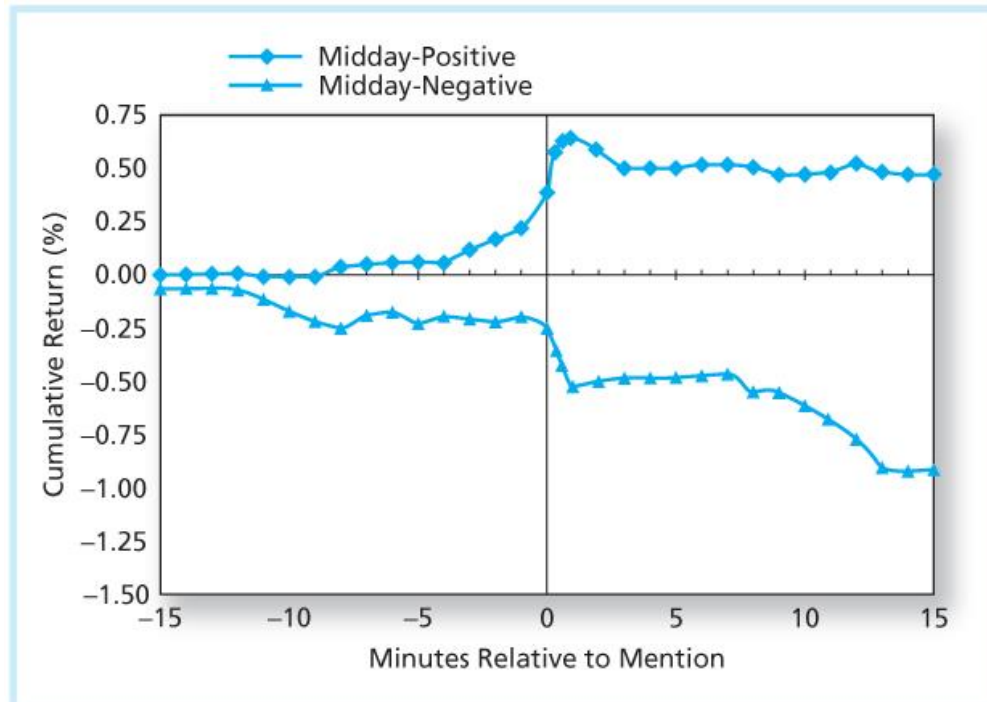


Figure 11.2 Stock Price Reaction to CNBC Reports. The figure shows the reaction of stock prices to on-air stock reports during the "Midday Call" segment on CNBC. The chart plots cumulative returns beginning 15 minutes before the stock report.

Source: Reprinted from J. A. Busse and T. C. Green, "Market Efficiency in Real Time," *Journal of Financial Economics* 65 (2002), p. 422. Copyright 2002 with permission from Elsevier Science.

CNBC视频

有效市场假设和竞争

信息：华尔街最珍贵的商品。

- 激烈的竞争保证价格反映了信息。
- 投资者期望通过高收益率来弥补信息搜集成本。
- 研究活动获得的边际收益也许很小，只有拥有大规模的投资组合的管理者才认为此事值得一做。

有效市场假说的形式

弱有效市场假说

半强有效市场假说

强有效市场假说

股票分析的方法

技术分析- 使用价格和交易量的信息来预测将来的价格。

- 成功的关键是股价对基本供求因素反应迟钝。
- 弱势效率
 - 相对强势
 - 阻力水平

股票分析的方法

基本面分析- 使用经济和会计信息来预测股价。

- 试图找到相对他人预期来说要好的公司
- 试图找到并非像市场暗示想象的那样经营惨淡的公司。
- 半强有效市场假说的有效性和基本面分析

积极与消极投资组合管理

积极管理

- 昂贵的策略
- 只适用于大规模的投资组合

消极管理: 不试图打败市场

- 接受有效市场假说 EMH
- 指数基金和ETFs
- 低成本

有效市场和投资组合管理

即使市场在投资组合管理中发挥作用:

分散化

合适的风险水平

考虑税赋

资源配置

如果市场是无效的，资源自然会被错误定价。

- 证券被高估的公司将获得廉价的资本。
- 证券被低估的公司将放弃投资机会，因为发起的成本太高。
- 有效市场不等于完美预期市场

事件研究

运用实证财务研究技术可以评估某一事件对公司股价的影响程度。

在事件没有发生的条件下，异常收益估计了股票的实际收益与基准收益之差。

如何检验异常收益？

收益被调整以确定它是否异常。
市场模型的估计：

a. $r_t = a + br_{mt} + e_t$
(期望收益)

b. 超额收益 =
(实际收益 - 期望收益)

$$e_t = r_t - (a + br_{Mt})$$

市场是有效的吗?

规模问题

- 只有大型投资组合的管理者赚取足够的交易利润，使其对少数定价不当的利用是值得的。

选择偏见问题 selection bias

- 只有不成功的投资计划才会公之于众；成功的计划会被保密。

幸运事件问题 lucky event

弱有效检验

短期收益

- 动量效应: 对短期至中期股票的研究显示, 最近无论业绩好坏都将持续下去。

长期收益

- 在纠正之后发生明显过度的特点

主要市场收益的预测者

法玛和弗伦奇

- 股息率较高时，总收益也会上升。

坎贝尔和席勒

- 盈利率能预测市场收益

Keim和Stambaugh

- 债券收益之间的差幅可以预测收益。

半强有效检验：市场异象

市盈率效应

小公司效应(1月效应)

被忽略的公司效应和流动性效应

净市率效应

盈余报告后的价格漂移

图11.3 10家不同规模组合的年平均收益率, 1926 – 2008

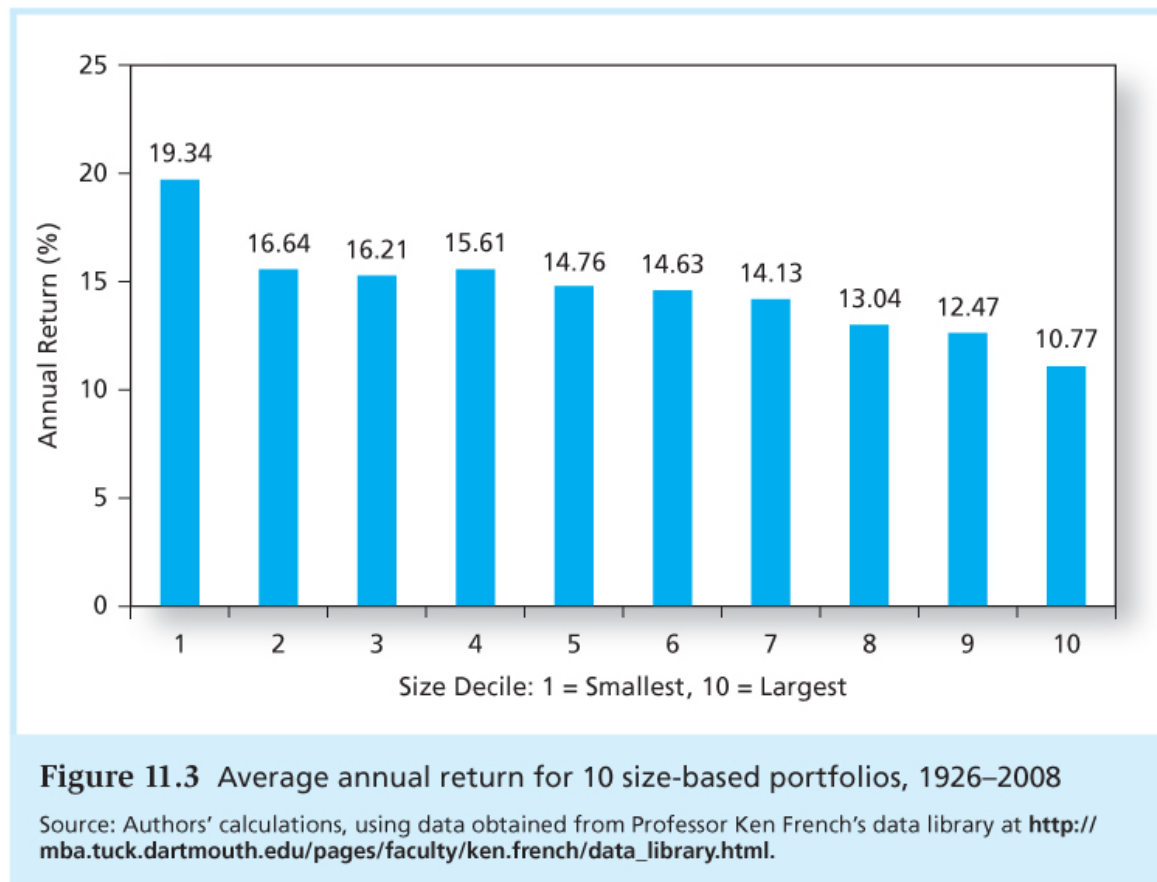


图 11.4 作为账面市值比函数的平均收益率, 1926–2008

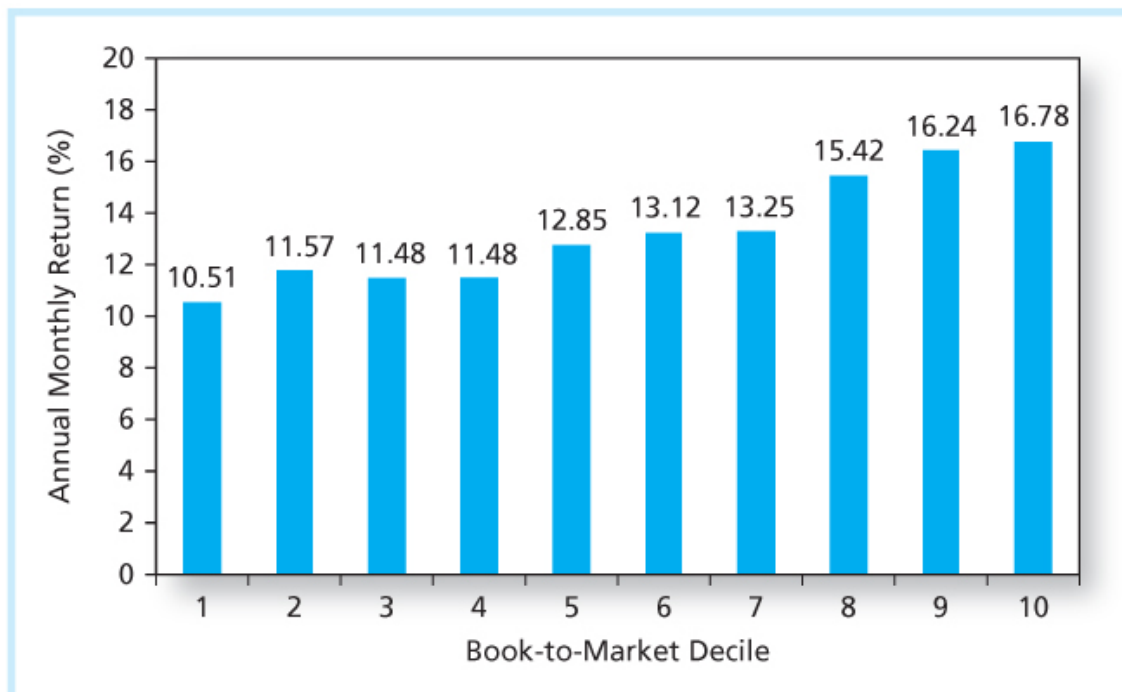


Figure 11.4 Average return as a function of Book-to-market ratio, 1926–2008

Source: Authors' calculations, using data obtained from Professor Ken French's data library at http://mba.tuck.dartmouth.edu/pages/faculty/ken.french/data_library.html.

图 11.5 积累异常收益对盈利宣布的反映

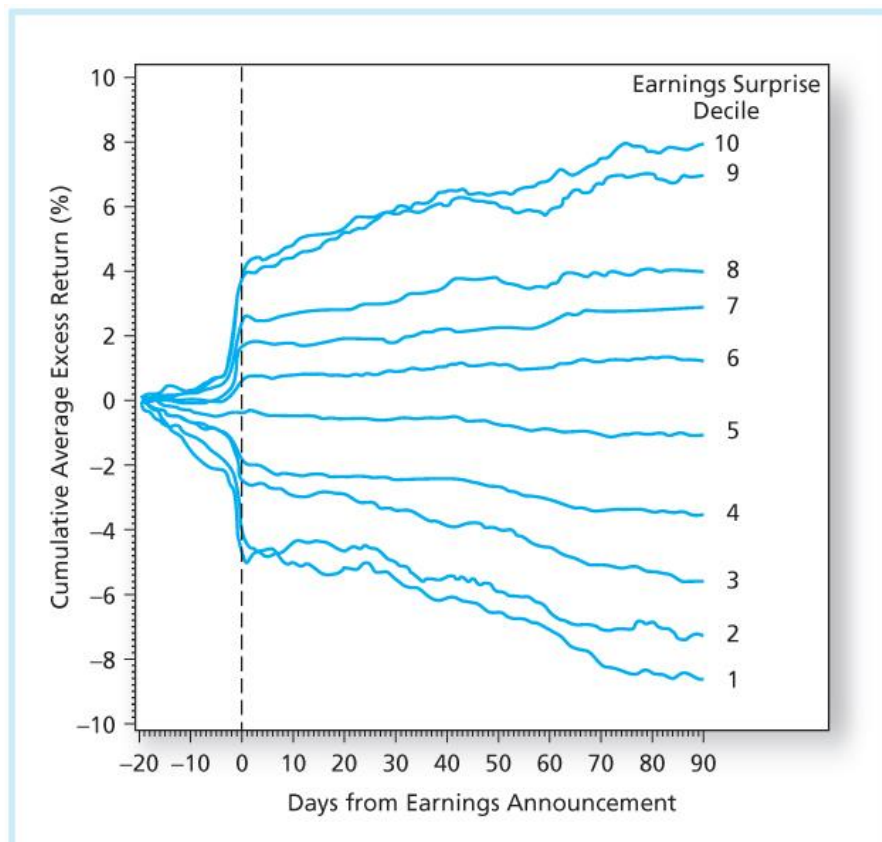


Figure 11.5 Cumulative abnormal returns in response to earnings announcements

Source: Reprinted from R.J. Rendleman Jr., C. P. Jones, and H. A. Latané, "Empirical Anomalies Based on Unexpected Earnings and the Importance of Risk Adjustments," *Journal of Financial Economics* 10 (1982), pp. 269–287. Copyright 1982 with permission from Elsevier Science.

强有效检验：内幕消息

Jaffe, Seyhun, Givoly和Palmon的研究表明内幕人员能够通过交易本公司的股票来获利。

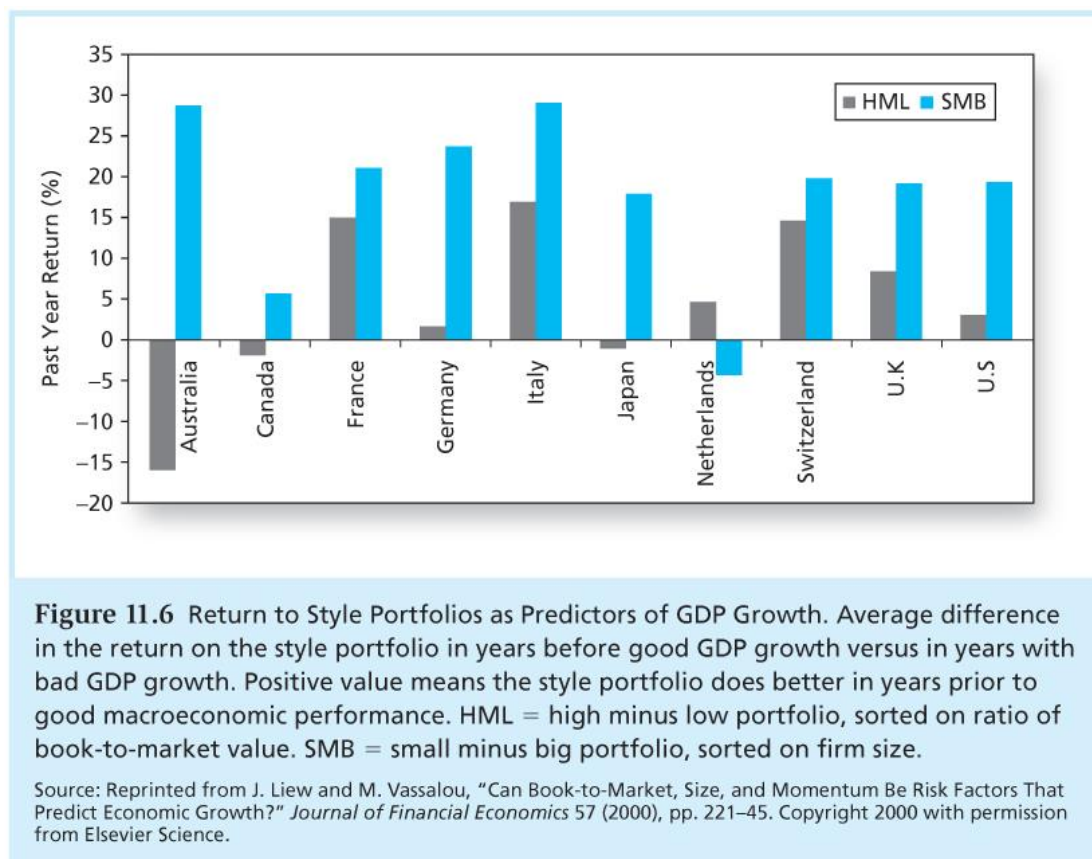
美国证券交易委员会（SEC）要求所有的内部人员登记他们的交易活动。

异象的解释

市盈率、小公司、账面-市值比、动量和长期反向效应是当今最迷惑的现象。

- 法玛和弗伦奇认为风险溢价可以解释这些效应。
- Lakonishok, Shleifer, 和Vishney 认为这些现象正是市场非理性的证据。

图11.6 国内生产总值增长预测下的投资组合的收益



解释证据

异象还是数据挖掘?

- 一些异象消失了
- 账面-市值比、规模、动量可能是真正的异象

解释证据

泡沫与市场有效性

- 价格与内在价值发生偏离
- 快速上升之后就是急剧下降
- 泡沫很难预测和利用

股票市场分析家

一些分析师们增加了价值，但同时：

- 很难区分投资者对新信息需求的改变的效应
- 分析结果可能导致投资策略太昂贵而无法实施

共同基金管理

现在通用的基准模型是一个四因素的模型，它采用：

- 法玛-弗伦奇三因素(市场指数收益、基于规模的投资组合的收益、账面-市值比)
- 加上一个动量(基于前一年股票收益率构建的投资组合)。

图 11.7 1993 – 2007年所有的 共同基金A的估计

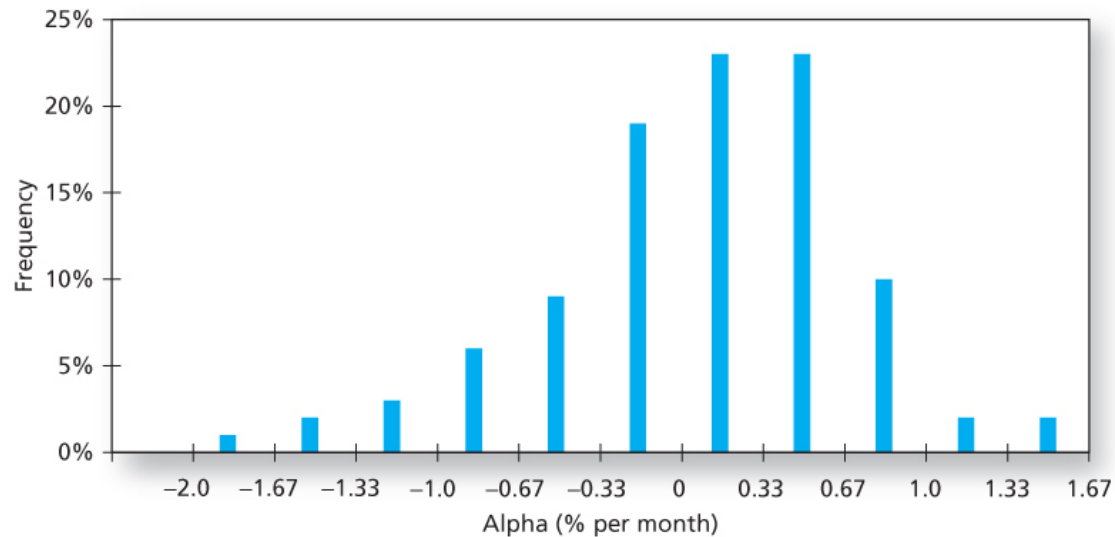


Figure 11.7 Mutual fund alphas computed using a four-factor model of expected return, 1993–2007. (The best and worst 2.5% of observations are excluded from this distribution.)

Source: Professor Richard Evans, University of Virginia, Darden School of Business.

共同基金管理

一致性，“烫手效应”

- Carhart – 持续性很弱
- Bollen 和Busse – 支持在短时间内，业绩具有持续性。
- Berk 和Green – 熟练的管理者将会吸引新的基金直至额外基金的管理成本使 α 降为零。

图 11.8 根据季度和下季度风险调整后的表现排名

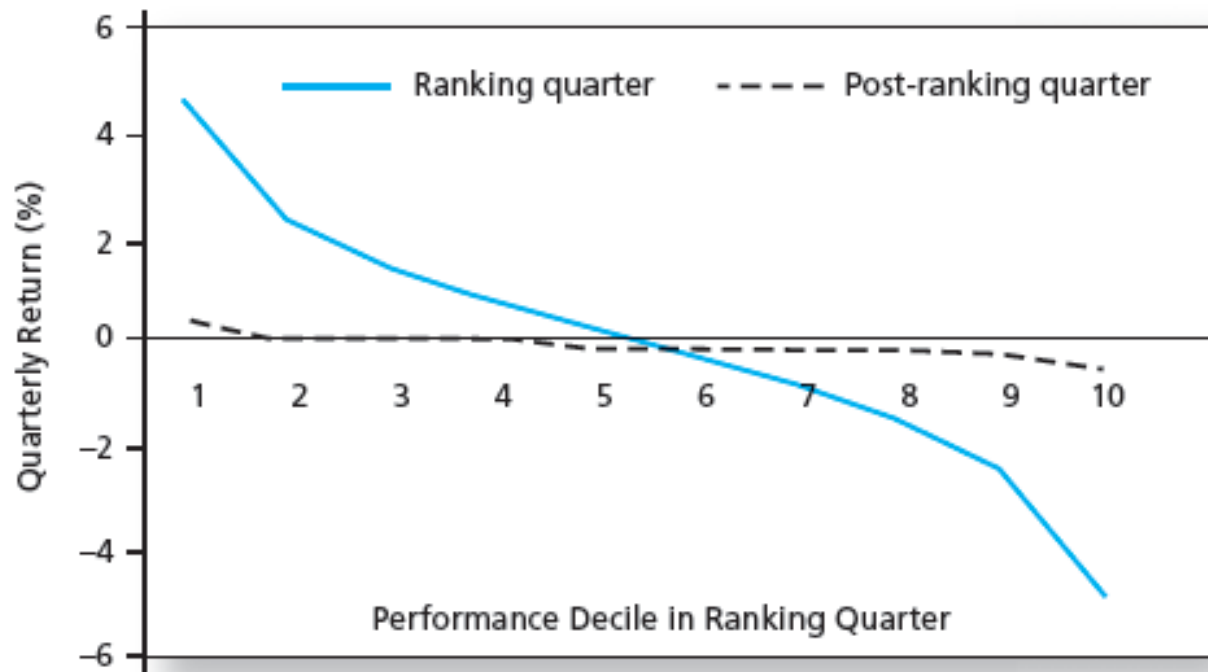


Figure 11.8 Risk-adjusted performance in ranking quarter and following quarter

市场是有效的吗？

专业管理者大致符合市场有效性的假设。

专业管理者的业绩优于消极策略的情况并不多见。

另一方面，一小部分投资明星创造了傲人的纪录：

- 彼得·林奇，沃伦·巴菲特，约翰·坦普尔顿，乔治·索罗斯