

经济学通识教育译丛

PEARSON

THE NEW FINANCE  
OVERREACTION, COMPLEXITY,  
AND THEIR CONSEQUENCES, 4e

新金融学 第四版

过度反应、复杂性及其结果

罗伯特·A·豪根 / 著

Robert A. Haugen

马亚 / 译

PEARSON

 中国人民大学出版社

经济学通识教育译丛

THE NEW FINANCE  
OVERREACTION, COMPLEXITY,  
AND THEIR CONSEQUENCES, 4e

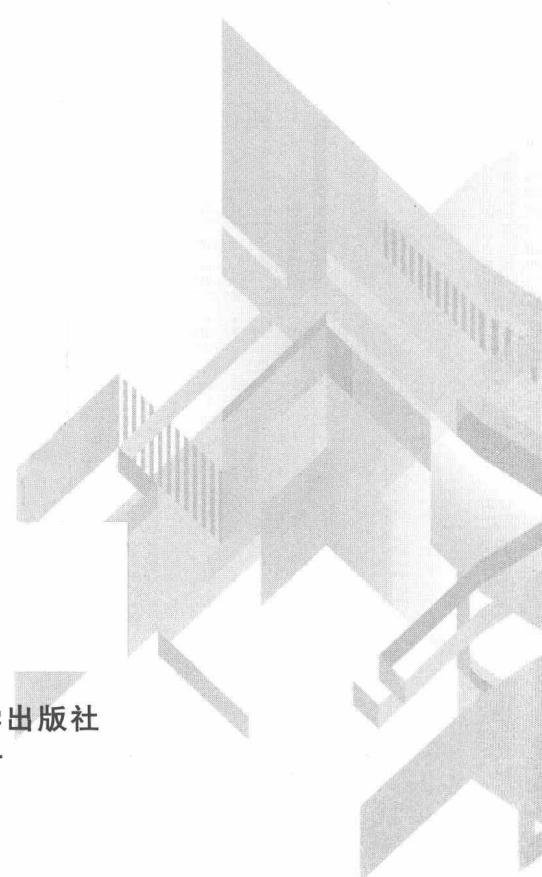
# 新金融学

第四版

## 过度反应、复杂性及其结果

罗伯特·A·豪根 / 著  
Robert A. Haugen  
马亚 / 译

中国人民大学出版社  
· 北京 ·



图书在版编目 (CIP) 数据

新金融学：过度反应、复杂性及其结果：第4版/豪根著；马亚译.—北京：中国人民大学出版社，2012.4

(经济学通识教育译丛)

ISBN 978-7-300-15063-5

I. ①新… II. ①豪… ②马… III. ①股票市场—研究 IV. ①F830.91

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2011) 第 272626 号

经济学通识教育译丛

新金融学——过度反应、复杂性及其结果 (第四版)

罗伯特·A·豪根 著

马亚 译

Xinjinrongxue

---

出版发行 中国人民大学出版社

社 址 北京中关村大街 31 号

邮政编码 100080

电 话 010-62511242 (总编室)

010-62511398 (质管部)

010-82501766 (邮购部)

010-62514148 (门市部)

010-62515195 (发行公司)

010-62515275 (盗版举报)

网 址 <http://www.crup.com.cn>

<http://www.ttrnet.com>(人大教研网)

经 销 新华书店

印 刷 北京东方圣雅印刷有限公司

规 格 155 mm×230 mm 1/16 开本

版 次 2012 年 11 月第 1 版

印 张 10.75 插页 1

印 次 2012 年 11 月第 1 次印刷

字 数 153 000

定 价 26.00 元

---

版权所有 侵权必究

印装差错 负责调换

Authorized translation from the English language edition, entitled *The New Finance: Overreaction, Complexity and Their Consequences*, 4th Edition, 9780136036043 by Robert A. Haugen, published by Pearson Education, Inc, publishing as Prentice Hall, Copyright © 2010 by Pearson Education, Inc.

All rights reserved. No part of this book may be reproduced or transmitted in any form or by any means, electronic or mechanical, including photocopying, recording or by any information storage retrieval system, without permission from Pearson Education, Inc.

CHINESE SIMPLIFIED language edition published by PEARSON EDUCATION ASIA LTD. , and CHINA RENMIN UNIVERSITY PRESS Copyright © 2012.

本书中文简体字版由培生教育出版公司授权中国人民大学出版社合作出版，未经出版者书面许可，不得以任何形式复制或抄袭本书的任何部分。

本书封面贴有 Pearson Education (培生教育出版集团) 激光防伪标签。无标签者不得销售。

献给简·鲍勒 (Jan Bowler) 和杰克·道  
尔顿 (Jack Daulton), 我的学生和老师  
想了解我有关这些论题的观点可以访问  
<http://ssrn.com/abstract=1306523>

# 前言



本书认为股票市场是无效率的，在这种无效市场上，投资者交互影响的复杂性和独特性在市场定价方面发挥了重要作用。

有效市场的范例是市场所有可能状态的极端情况，因此，这种观点的支持者必须承担证明的责任。他们要抵挡不相信这一范例的人们的进攻。他们还有责任指出那些提出证据认为市场有效性与事实不符的人的错误。

此外，市场有效性已经多次被其他人所证明。但是持相反观点的人也越来越多，为了以示公平，本书以及我的其他两本书《华尔街野兽：股票波动如何吞噬我们的财富》（*Beast on Wall Street: How Stock Volatility Devours Our Wealth*）以及《股票市场的无效性：付出了什么及原因》（*The Inefficient Stock Market: What Pays Off and Why*）形成三部曲，一起全面系统地收集了有关证据和论点，用大量强有力的证据证明股票市场的复杂性，经常处于无序状态，总是过度反应，特别是对于公司过去的成败记录。这个市场的价格极不精确，来自其他股票价格的各种信号成为市场主要的推动力。

在本书中，我将支持以下观点：

- 现在的股票市场的参与者一直在犯一个根本性的错误——对公司的成败记录过度反应。在久远的过去也曾经出现过这种错误，只是得到了修正。在 20 世纪 50 年代末期股票投资者又开始犯这个错误，而且一直持续到今天。那些认识到错误后重新构建自己的股票投资组合或寻找共同基金的人们将会得到超出股票市场平均水平的业绩。

- 由于前面的错误，那些在未来被预期创造高收益的股票被称为最安全的股票，而高风险的股票可能会被预期创造最低的收益！

- 因为投资行业存在代理问题，现在的机会在将来仍可能存在。
- 金融经济学模型从假定的偏好汇总得出有关市场定价的结论。博弈论模型认为市场参与者之间存在交互影响，但是在给定偏好、财富、信息和可以明确想到的其他方面，认为对同样的刺激个体的反应也是相同的。新金融学讨论的是每一个交互影响必须被当作一个完整的独特性，以任何方式从具有偏好的、不同行为的交互影响的个体中进行总结，试图形成有关无意义的市场价格的结构和行为的有意义的结论。因此，理性经济学和行为经济学都需要重新考量。
- 投资者的交互影响形成了股票收益波动性的一个附加成分。波动性中价格推动成分的发现应对 1929 年的股市崩盘和经济大萧条负责。

## 此版中新的内容

我职业生涯中最好和最重要的工作体现在此版新的两章之中。第十章“股票期望收益率的真实决定因素”，讨论的是期望收益率的因素模型。这项新的研究（以前从未发表过）显示了用三种模型验证的从 1962 年至今几十年的历史业绩。这一章也证明了几十年来股票期望收益率决定因素的一个显著的一致性。第十一章“危险的会谈”，与今天的金融危机高度相关，讨论的是股票波动性本质的证据，也包括股票市场与实体经济活动之间的历史相关性的证明。

全书的图表都进行了更新，最近公开发表的研究也在每一章中合适的地方加以体现。此版的写作和交付出版是在 2008 年的夏天。而当 2009 年 1 月我拿到样书时，全球的经济情况已经发生戏剧性的变化。在第十一章中读者会找到与现在的状况相关的内容。现在，我和你一样，只希望股票的波动性减小从而我们可以避免一次经济灾难。



# 目 录

## Contents

1 \ 第一章 寻找圣杯

1 \ 探索者们

1 \ 著名的 F&F 研究

8 \ 低风险、高回报?

10 \ 第二章 旧金融学

11 \ 工具

14 \ 理论

18 \ 幻想

19 \ 第三章 短期是多长?

19 \ 短期和长期

23 \ 推动我们去钻石尖的发动机

29 \ 第四章 古代的金融学

29 \ 增长股不会永远增长

32 \ 新时代

39 \ 第五章 过去和未来

39 \ 杂乱无章的增长

42 \ 美国杂乱无章的增长

43 \ 为它抛硬币



46 \ 圣诞树

**51 \ 第六章 价值股与增长股的竞赛**

51 \ 寻找平凡

53 \ 从黄金机会中去掉规模效应

55 \ 走遍世界

57 \ 价值股与增长股之间的长期竞赛

**59 \ 第七章 是意外还是风险溢价？**

59 \ 关于黄金机会本质的辩论

61 \ 学习如何让黄金机会消失

63 \ 当我们到达钻石尖的时候

**67 \ 第八章 在股票市场上忍受风险**

67 \ 风险和预期收益率的 1 月期检验

72 \ 异教徒和狂热分子最后的一致

74 \ 为什么在教科书里没有看到这些？

76 \ “V”

79 \ 风险具有反面的抵消作用吗？

82 \ 附录：被忽视的持有期问题

**85 \ 第九章 圣 杯**

85 \ 简单总结

86 \ 俯视通往钻石尖和钻石柱之路

90 \ 觉察到的和真实增长区间的相对位置

101 \ 底部的渔夫和骑术表演者

102 \ 两个强制性问题

105 \ 哎呀呀，欺骗！

**107 \ 第十章 股票期望收益率的真实决定因素**

107 \ 在股票市场上用什么偿付

107 \ 预测偿付

109 \ 惊人的一致性

112 \ 运用机制预测未来

114 \ 风险溢价?

**115 \ 第十一章 危险的会谈**

115 \ 传统的价值观

116 \ 金融竞技场

119 \ 波动性和股票价格水平

123 \ 波动性中价格推动的比例是多少

125 \ 证券波动性和证券市场的崩溃

127 \ 证券市场如何解释经济

128 \ 证券波动性和经济大萧条

131 \ 大萧条和纳粹组织的出头

132 \ 2008 年金融危机

133 \ 附录

**140 \ 第十二章 理性金融学、行为金融学和新金融学**

140 \ 新金融学

141 \ 合理的和行为的经济模型

143 \ 有序、复杂性和无序

147 \ 按比例绘制股票市场

150 \ “工具”是酷的……

151 \ 新公司财务

**153 \ 第十三章 最后的话**

**157 \ 术语表**

**160 \ 译后记**

## 第一章 寻找圣杯

### 探索者们

几十年来，全世界商学院的金融学教授们一直执著地研究着计算机处理过的数据库。这些数据库包含证券价格和会计数据的各种信息。教授们试图寻找到市场为何如此行为的方式和线索。

在最近的三十年里，上述努力得以回报。市场行为的秘密或是俗语所说的证券投资者的圣杯正在被迅速地揭示。

结论与已经存在的金融经济的分析范式即现代金融学，也是每一位MBA被要求掌握的智慧的结晶完全不同。而支持这种已成为既定思想的证据已逐渐弱化。取而代之的是非常不确定的市场和过度反应的价格，市场几乎是完全颠倒的，即风险最高的证券其期望收益率是最低的，而风险最低的证券却有最高的回报！

我们所了解的内容如此重要以至于不久后可能颠覆旧的分析范式。也就是说，现代金融学可能会被新金融学所替代。新金融学将揭示以下内容：什么样的证券是最好的投资、公司如何筹集资本、如何监管公共事业以及 CFO 们如何估测资本成本。

大量的证据说明投资者对公司过去的业绩反应过度，增长股（growth stock）的股价相对于这些数据来说太高了，而价值股（value stock）则较低。这些过度反应的结果是，经过较长的时间后，高价股票为投资者创造了较低的回报，而低价股票反而带来较高的回报。

### 著名的 F&F 研究

尽管有关价值股与增长股相对业绩的研究已历经数年，但它们仍然被现代金融学的支持者所忽视。这些研究不被重视是因为这些成果存在

一些可疑的问题。

例如，存在残存偏差。他们仅验证了那些在研究期内存活下来的价值股和增长股的相对业绩。由于价值股倾向于前景较差，公平地说，在那些没有存活下来的股票中，更多的是价值股。而剔除了未存活股票的研究，可能会带来有关其真实相对业绩的错误结论。

但是这些被忽视的研究比起偏差问题具有更大的价值。

那么，为什么它们被忽视呢？

当你在阅读这本书的时候，请始终带着这个问题。

无论如何，伴随着来自芝加哥大学的两位教授，尤金·法马（Eugene Fama）和肯·弗伦奇（Ken French）（F&F）经典研究论文的发表，情况有所变化。<sup>①</sup>法马是股票市场有效性这一观点的最初提及者。对于一个有效市场，价值股与增长股业绩之间的任何差异都源于价值股具有更高的风险。这就是F&F在其文章中提到的观点。F&F研究没有对其观点提供证据，他们所提供的证据（虽然没有提及）说明了与之观点相反的真实性。

F&F研究不仅没有被忽视，而且还在1992年被《金融学季刊》（*Journal of Finance*）选为最佳论文，《金融学季刊》在金融学领域是历史悠久、享誉卓著的期刊。

F&F研究覆盖了1960—1990年的整个时期，其样本选择了纽约证券交易所、美国证券交易所以及纳斯达克的几乎全部股票。

F&F集中研究了证券持有者股本的账面价值和市场价值之间的关系。

账面价值是会计师估算股东投资公司的价值，从某种程度而言，它建立在历史成本的基础上。公司总资产的会计价值扣除在股东之前的要求权，这些索取者包括供应商、银行、债券持有人及其他，剩余的才属于股东。

前面我们曾提到过，会计价值是以历史成本为基础的，它不能反映未来价值。

---

<sup>①</sup> E. Fama and K. French, "The Cross-Section of Expected Stock Returns," *The Journal of Finance* (1992).

相反地，股票的市场价值能反映未来价值，如果未来前景比平均水平更好，那么市场价值将比会计价值高很多。

设想一家公司开发了新产品。该产品的历史成本较小，但销售利润上升。于是，该公司未来会产生更多的现金流。有鉴于此，市场将给予这家公司股票更高的评价，这种增长型股票的会计价值要比其市场价值小得多。未来的问题是，“如果竞争对手带来价格更低和边际利润更小的产品，是否会逼迫这家公司的利润逐渐下降至平均水平？”如果市场在现实价格中没有体现出这种可能性，投资者将不愉快地发现，随着竞争者的进入，股票价格将会下降，未来的回报也会变得令人失望。

增长前景较差的股票情况则正好相反。

设想一家经营不善、低效的公司。基于其仍将维持无法获利的经营方式，收益报告反映出盈利能力差、股价下跌。对于这种价值不高的股票，其账面价值是大于市场价值的。同时，未来的问题是：“公司的董事会能否解雇原有的经营者，引入新的管理者，而将公司的盈利水平带回平均水平吗？”如果市场未将这种可能性考虑到股票的现价中，当公司变得有效率、股价不断上升、未来的回报出人意料得好时，市场将会收获意外的惊喜。这种情况不断反复。

也许你还记得以前，达拉斯牛仔队（Dallas Cowboys）曾经从超级碗杯（Super Bowls）冠军（高价格增长股）滑到联盟比赛的底部（低价格增长股），然后又重新赢得超级碗杯（高价格增长股）。

无论如何，**高价格增长股**：其账面价值与市场价值的比值较低；**低价格价值股**：其账面价值与市场价值的比值较高。

F&F 想知道，对于现在账面价值与市场价值比不同的股票，其未来回报的相对重要性。

他们的研究始于 1963 年中期，在选取的公司样本中，他们依据账面价值与市场价值比进行分类排序。

低价格股票排在最上面，而高价格股票排在底部。

排序的工作在年中进行是因为他们想确保投资者能够获得所有需要

的数据（包括会计数据和市场数据）。尽管市场数据当天即可获得，但会计数据需要在会计年度结束后几个月才能获得，可以确定，每年7月1日之前所有公司都能够公开其会计数据。

被选取的股票分为10组，每组股票数量相等。价格最低的放在第1组，价格最高的排在第10组。

购买所有组的股票作为资产组合并持有到1964年中期。然后依据账面价值与市场价值比对仍然存在的股票重新排序，依旧按照1963年的方式重新组成资产组合。到1965年中期，他们再次考察。一直到1990年，每年都重复这样的行为。

每组股票从1963年到1990年的平均收益率如图1—1所示。<sup>①</sup>

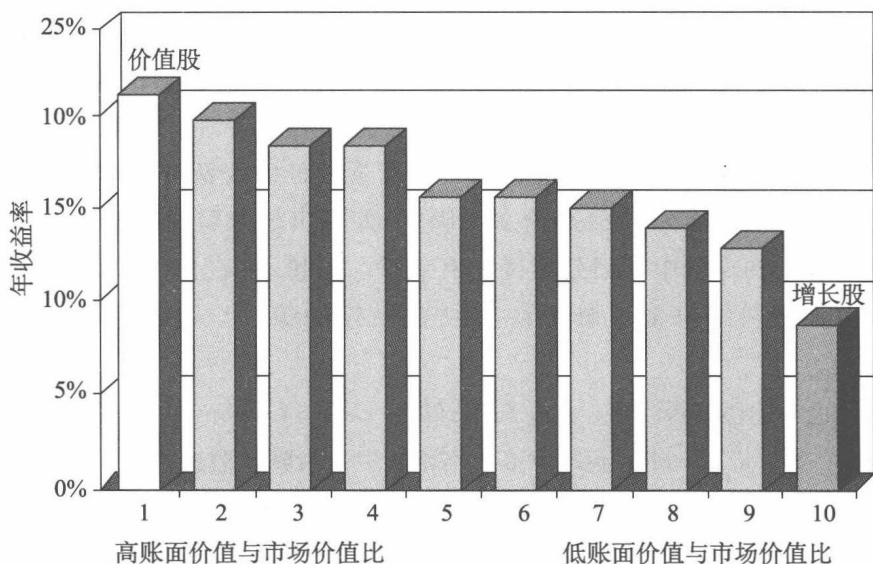


图 1—1 用账面价值与市场价值比预测收益率

仔细分析一下。

<sup>①</sup> 图表数据来源于 F&F 论文中的表 IV。各组的分组临界点是基于纽约证券交易所股票的年度统计排名。

低价格股票的收益率\*为21.4%，而高价格股票的收益率仅为8%。<sup>①</sup> 而从第1组、第2组、第3组一直观察下去，收益率一直在下降。

可以肯定的是，每一组所包含的近200只股票，随着时间的变化在各组间发生移动。未来前景变化了，股票也会在高价和低价之间变化。但是，对于充分分散的投资组合，账面价值与市场价值比能够对未来回报进行很好的预测。

这并不是说所有高价股票都注定具有低的未来回报。在任一给定的年份中，第10组股票收益率的变动范围较大。微软大概位于第10组中，虽然在考察期内其具有高的收益率，但是第10组中其他较低回报的增长股将其作用抵消了。

### 钻石尖还是钻石柱

现在让我们专注于复利8%和21.4%之间的差异。

假如你是一位一般水平的投资者，你每年能够拿出2000美元投资于个人退休金账户。现在你30岁，计划65岁时退休。

\* 回报与收益、回报率与收益率含义相同，本书未做区分。

① Kothari, Shanken, and Sloan [S. P. Kothari, J. Shanken, and R. G. Sloan, "Another Look at the Cross-section of Expected Stock Returns," *Journal of Finance* (1995), pp. 185-220] 认为 F&F 揭示的账面价值与市场价值比在某种程度上是由于标准普尔数据库 (F&F 的大部分数据来源) 包含残存偏差。1978 年, 数据库得到了很大的扩展, 将 1978 年尚存在的公司数目增加到 6 000 家; 然而, 增加的公司 在 1978 年之前就存在了, 只是没有加入数据库。在另外一篇论文 (Harindra de Silva, "What Underlies the Book-to-Market Effect," Graduate School of Management, University of California, Irvine, 1995) 中, 这种计算方法再次用于 1982—1992 年的数据库中, 而这一段时期并不存在残存偏差。De Silva 将公司的月平均收益率先按规模再按账面价值与市场价值比作出如下排序:

	低账面价值与市场价值比		高账面价值与市场价值比		
大	1.10%	1.19%	1.09%	1.29%	1.48%
	0.50%	0.85%	0.99%	1.23%	1.15%
	0.20%	0.68%	0.94%	1.13%	1.00%
	0.61%	0.87%	0.96%	1.16%	1.52%
小	2.59%	2.98%	2.77%	3.57%	6.91%

据此, 他认为残存偏差不是导致“账面价值与市场价值比效应”的根源。在第九章中, 我们通过估计价值股和增长股的预期未来收益率, 从而更为深入地分析残存偏差对 F&F 结论的影响程度。历史表现与未来预期之间存在差异的一个原因可能就是数据中存在着残存偏差。

你有 35 年的时间积累退休金。

这笔资金如何投资呢？

你将面临一个选择：要么投资于增长股（第 10 组股票），要么投资于价值股（第 1 组股票）。

依据 F&F 研究给定的平均通货膨胀率，8% 的年名义收益率相当于 2.47% 的年实际收益率。这使你的退休金账户在退休时可增长到 109 232 美元（按实际收益率）。如果你在青壮年时期持续投资，并且能够获得每年 2.47% 的真实收益率（像高价格股票），那么在退休后你将每年得到 2 698 美元的退休收入，而本金却不减少：

$$109\,232 \text{ 美元} \times 2.47\% = 2\,698 \text{ 美元}$$

好运气，真是不错的退休生活！

另一方面，如果你的投资能够产生低价格股票的收益率（如第 1 组资产组合），那么你退休金的增长将如图 1—2 中的柱状图所示。

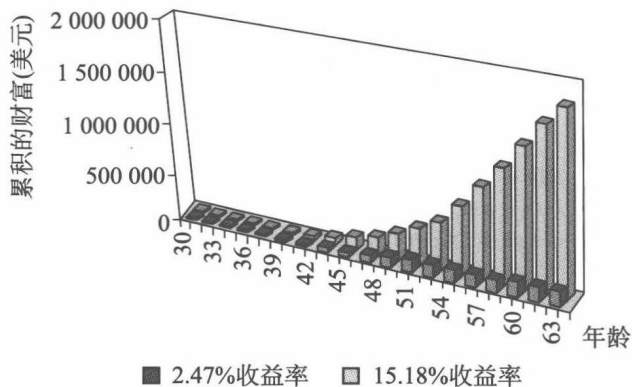


图 1—2 通向钻石柱和钻石尖之路

到你退休的时候，以 15.18% 的实际收益率计算，你的退休金账户将累计达到 1 839 369 美元。如果在退休后继续投资，你将每年得到 279 216 美元的收入：

$$1\,839\,369 \text{ 美元} \times 15.18\% = 279\,216 \text{ 美元}$$

想想吧。

对于 30 岁的投资者，每年在个人退休金账户中存入 2 000 美元，以低价格股票和高价格股票过去的业绩差异而言，意味着退休时 100 倍的财富差



异，即奢华的退休生活与贫穷的退休生活的差异。这意味着你将拥有钻石尖般地在夏威夷最舒适的海滩上度过退休生活，还是过着如钻石柱般圣盖堡区的生活。而且即便是后者，你也可能需要一些富亲戚的帮助。

你有机会选择是成为钻石尖还是钻石柱。

### 黄金机会将会消失吗？

需要注意的是新金融学的黄金机会（Golden Opportunity, GO）是一种长期战略。它不会让你一夜暴富，但也不会在我们眼前消失。假定2008年的经济衰退是历史的偏差，投资专家一致的观点是在长期内，资本将会继续创造平均回报。我们不太可能看到大量的资本流向黄金机会，以致提高价格，降低其随后的回报。

为什么？原因是股价主要被机构投资者（养老基金、保险公司、信托基金和慈善基金）所控制。由于管理资产组合的受托人会因为短期的业绩不佳而受到严厉的惩罚，所以他们不敢利用黄金机会。

虽然这些机构投资者越来越意识到黄金机会的存在，但是他们仍然犹豫是否利用这类机会。这些基金主管的业绩3年或5年就要评估一次，因此，他们也就变得目光短浅了。<sup>①</sup>对美国的股票投资来说，通常参照标准普尔500指数来评价业绩。这个指数包含了美国最大的500只股票。我们在稍后将会指出，以市场资本总额而言，这个指数包含的增长股远远超过价值股。

标准普尔500指数的业绩是由高价的增长股决定的。

因为如果股票投资的业绩在短期内低于标准普尔500指数，这些受托人很可能被解雇，所以即使知道投资低价股在长期内会得到更好的回报，他们也不敢避开高价股而去投资低价股。

这就把黄金机会留给了我们这些普通的个人投资者。如果机构投资者不改变现在的思路，看起来他们也不会改变，那么黄金机会对于我们就将一直存在。如果它一直存在，那么你将不用投入大量资本就会在资本市场致富。

---

<sup>①</sup> 由于投资管理公司的技术和人员经常变动，当期技术水平的评估一般与长期业绩无关，因此形成了绩效管理的短视行为。