

618
F-8329
H11
国家自然科学基金重大项目金融工程丛书

The New Finance
The Case Against Efficient Markets

新金融学
有效市场的反例

(第2版)

[美]罗伯特·A·哈根 著
赵冬青 译

清华大学出版社

(京)新登字 158 号

书 名：新金融学——有效市场的反例

作 者：[美]罗伯特·A·哈根 著

出版者：清华大学出版社(北京清华大学学研大厦, 邮编 100084)

， <http://www.tup.tsinghua.edu.cn>

印刷者：北京四季青印刷厂

发行者：新华书店总店北京发行所

开 本：850×1168 1/32 印张：5.5 字数：137 千字

版 次：2002 年 3 月第 1 版 2002 年 3 月第 1 次印刷

书 号：ISBN 7-302-04980-7/F·376

印 数：0001~5000

定 价：15.00 元

译者序

2001年4月,我从清华大学出版社的编辑那里得到本书的英文版,并着手开始翻译,6月底独立完成译稿的第一稿。以如此快的速度译完一本书,一方面是因为我是性子比较急的人,更重要的是这本书深深地吸引了我,使我放下手头的其他工作,投入到翻译中去。在翻译的过程中,本书作者幽默风趣的语言、对金融学问题的深刻认识和把握,以及深入浅出的阐述,深深地感染了我。同时,我也感到自己汉语表达能力的匮乏,为不能将原书的风格用中文表现出来而感到遗憾。

效率市场假设(EMH, efficient market hypothesis)是金融领域最富有争议的并且至今仍未达成一致结论的假设命题之一。这一假设最早是由著名经济学家保罗·萨缪尔森(Paul Samuelson)在1965年提出来的,不仅限于金融市场,而是泛泛而言的。他在名为“Proof that Properly Anticipated Prices Fluctuate Randomly”的文章中提出,在信息有效的市场(而不是帕累托有效的市场)中,如果价格被合理地预期,那么价格的变化就是不可预测的。Fama(1970)将这一假设进一步阐述为“价格完全反映所有可获得的信息”。

尽管金融经济学者们对市场有效性假设已经进行了三十多年的研究和实证检验,特别是大量的文章集中在检验股票市场的有效性上,但是至今仍未得出一致的结论。效率市场假设的支持者和反对者一直就这个问题争论不休。由于市场的有效性假设中隐含了金融学理论的一些根本性的假设,所以在一定程度上,对这个

II 新金融学——有效市场的反例

问题的争论必然涉及对金融学的理论(如资本资产定价模型)的怀疑和争论。“新金融学”是相对于以资产组合理论为方法论基础、以资本资产定价模型为理论基础、以市场的有效率性为前提假设的“现代金融学”而言的。本书以“新金融学”作为题目,体现了作者的立场和写作的目的——作者是效率市场假设的反对者,本书收集和整理了大量证据来反对市场的有效性。

1992年 Fama 和 French 的经典文章为本书拉开了序幕, Fama 和 French 的经验研究结果发现:高价格股票(账面价值/市场价值比高)具有高风险和低收益,而低价格股票(账面价值/市场价值比低)具有低风险和高收益。资本资产定价模型所揭示的高风险、高收益的投资观念受到了现实无情的打击。为什么经验研究的结果与我们脑海中一贯认为正确的东西是相矛盾的呢?资产组合理论出了什么问题吗?还是资本资产定价模型出了问题?更重要的是市场真的是有效率的吗?

本书的目的是要证明实际上股票市场远未达到有效率,是无效的。市场的有效性这一领域充斥着大量的实证研究文献,本书的作者显然对这些文章了如指掌,他引用大量的研究结果系统地阐述了股票市场的行为特征,并证明股票市场实际是无效的。这也就引导金融市场的投资者和金融领域的研究人员进一步思考脑海中的一系列困惑:市场是如何确定股票的市场价值的?是根据公司过去的业绩,还是投资者对公司未来前景的预期?过去表现好的股票是不是在将来仍然表现好?高收益率的股票的风险一定高吗?

也许你以前已经从传统的教科书中得到了这些问题的明确的答案,但是事实并不是那么简单。从投资观念的历史发展,从金融学的历史发展,从对市场有效性的研究发展,本书的作者引导大家思考这些问题,而答案并非如你想象的那样。

这本书是一本学术专著,但它并不枯燥,而是深入浅出,通俗

易懂。作为一个一般的股票投资者，它更像一本股票投资的普及读物，而对做金融研究的人来说，它清楚地告诉你前人是如何做研究的，研究应该怎样做。任何层次的读者都会从中有所收获。

本人不是效率市场假设这一领域的专家，而仅仅是一个译者，该书为我打开了一扇窗，而我只是窥见了其中的一些光和影，并未掌握其实质。所以，在书中必然存在一些理解不深而翻译得不妥当的地方，恳请广大读者批评指正。

赵冬青

序言

这是一部支持市场的无效率性的作品。

市场的有效性是市场所有可能状态的极端情况，因此持这种观点的人就要承担证明它的重任，他们要抵挡不相信市场有效性的人们的进攻，他们要证明那些提出证据认为市场有效性与事实不符的人是错误的。

此外，其他人已经多次证明了市场的有效率性¹。但是持相反观点的人也越来越多，为了对他们表示公平，本书作为三部曲之一，和我的其他两本书(*Beast on Wall Street—How Stock Volatility Devours Our Wealth* 和 *The Inefficient Stock Market—What Pays Off and Why*)一起全面系统地收集了有关证据和论点，用大量富有说服力的证据证明股票市场的嘈杂性：股票市场对过去公司成败的记录总是过度反应，并且价格具有高度不精确性。

我在本书中支持下面的观点：

- 现在的股票市场的参与者一直在犯一个根本性的错误：对公司的盈亏的记录过度反应。这个错误在很久以前也曾犯过，只是得到了修正。20世纪50年代股票投资者又开始犯同样的错误，并且今天还在犯。而认识到错误的人却能够构筑自己的股票投资组合或者寻找共同基金，随后获得超出市场平均水平的业绩。

¹ 如 E. Fama, "Efficient Markets II," *The Journal of Finance*, December 1991.

- 由于前面的错误,预期在将来产生最高收益的股票是最安全的股票,而预期在将来产生最低回报的股票却是高风险股票!
- 因为证券投资行业存在代理问题,现在的机会在将来仍可能继续存在。
- 公司面对的是无效的过度反应的资本市场,一旦我们接受这样的结论,公司财务中许多早已被接受的原理就需要重新修正。

致谢

我感谢 Teimur Abasov, James Berens, Jasmine Tingching Yur-Austin 的助研工作, 并感谢 Valeska Wolf 帮助准备手稿。与 Nardin Baker, James Berens, Michael Brennan, Laura Best, Naifu Chen, John Comerford, Charles Cuny, Joseph Dada, Werner DeBondt, Harindra de Silva, Mark Fedenia, David Friese, Jeremy Gold, Joseph Gorman, David Ikenberry, Philippe Jorion, Josef Lakonishok, Rohit Khare, Knut Larsen, Harry Markowitz, Robert Marchesi, Tiffany Meyer, Jay Ritter, Mike Rozeff, David Stein, Neal Stoughton, Robert Vishny 进行了广泛的讨论, 感谢他们的意见。非常感谢我的编辑 Paul Donnelly。最后, 深深感谢金融领域的“Tycho Brahe^{译注1}”, 没有他们我不可能完成这项工作。

译注1 布拉赫, 16 世纪丹麦天文学家, 他精确的天文观测工作为开普勒 (Johannes Kepler) 发现天体运动规律奠定了基础——译者注。

目录

序言	IX
致谢	XI
作者简介	XII
第一章 寻找圣杯	1
探索者	1
著名的 F&F 研究	2
Diamond Head 还是 Diamond Bar?	5
黄金机会(GO)将会消失吗?	7
低风险,高收益?	8
注释	10
第二章 旧金融学	12
“工具”	13
“理论”	16
“幻想”	19
注释	20

第三章 多长时间是短期？	23
短期与长期	23
推动我们去 Diamond Head 的发动机	27
注释	32
第四章 “古代”的金融学	35
增长股不会永远增长	35
新时代	38
复兴	42
注释	44
第五章 过去和未来	46
无序的增长	46
无序的增长：美国	49
为它抛硬币	51
圣诞树	53
注释	57
第六章 价值股与增长股的竞赛	59
寻求平庸	59
价值股与增长股的多面性	61
从黄金机会中去掉规模效应	65
走遍世界	67
注释	68
第七章 是意外还是风险溢价？	70
学习如何使黄金机会消失	70

关于黄金机会本质的争论	71
当我们到达 Diamond Head	74
注释	77

第八章 “V” 81

风险和预期收益率关系的一月期检验	81
被忽视的时间区间问题	85
理论:通过西南向西;通过东北向东	89
事实:通过西北向西;通过东南向东	91
去西方的年轻人(老人,大人物和小人物)	93
价值人和增长人	95
风险和预期收益率关系的五年期检验	98
最后异教徒们和狂热分子们达成一致	99
为什么在教科书中没有看到这些?	101
“V”是胜利的标志	103
注释	106

第九章 圣杯 111

简单总结	111
俯视通往 Diamond Head 和 Diamond Bar 的道路	113
觉察到的和真实的增长区间	117
两个强制性的问题	126
呸! 骗子!	129
注释	131

第十章 新金融学的黎明 134

资本成本	134
------	-----

VII 新金融学——有效市场的反例

公司最优的融资方式 139

红利政策 147

注释 150

第十一章 最后的话 155

注释 158

术语表 159



第一章 寻找圣杯^{译注1}

探索者

几十年来,全世界的商学院的金融学教授们一直在顽强地筛选着计算机处理过的数据,这些数据包含着证券价格和会计信息。教授们一直在寻找关于市场运行的模式和解释这种运行模式的线索。

对事物运行规律的寻找现在有了结果,市场行为的秘密——股票投资者的圣杯——正在迅速被揭开。

我们所了解的很多东西真是令人大吃一惊。结论与每一位MBA被要求掌握的智慧结晶,即所谓的现代金融学,大相径庭。我们现在所看到的市场是极其不精确的,价格反应过度,市场差不多是完全颠倒的:风险最高的股票的期望收益率是最低的,而风险最低的股票的期望收益率却最高!

我们所了解的东西太重要了,以至于不久后现代金融学可能会被所谓的新金融学所代替。新金融学将揭示什么样的股票是最好的投资选择、公司如何筹集资本、如何监管公共事业以及CFO们如何估计资本成本。

投资者对公司过去的业绩过度反应,增长股(相对于目前的现金流、收入、红利和账面价值来说,价格高于平均价格的股票)相对于这些数值来说价格太高了,而价值股(价格低于平均价格的股

译注1 传说中耶稣在最后的晚餐中用过的杯盘,后来成为许多侠义之士寻找的对象。

票)相对于这些数值来说价格太低了,绝大多数的证据都是这样。过度反应之后,在长期内,投资者以高价购买的股票产生低收益率,而价格低的股票的收益率却较高。

著名的 F&F 研究

首先考虑芝加哥大学的两位教授 Eugene Fama 和 Ken French(F&F)的研究结果¹。他们的文章被评为 1992 年 *Journal of Finance* 所发表的最好的文章。而 *Journal of Finance* 是金融学术界最老、最有威望的杂志。

F&F 研究了 1960 年初到 1990 年在纽约股票交易所(NYSE)、美国股票交易所(AMEX)以及场外市场(NASDAQ)交易的几乎所有的股票。

F&F 集中研究了所有者权益的会计价值,也就是账面价值和股票的市场价值之间的关系。

账面价值是会计师对公司的股东权益的价值的估计,在很大程度上是以历史成本为基础的。公司总资产的会计价值减去供应商、银行和债券持有者和其他投资者的要求权,剩下的就是属于股东的部分。

正如我说过的,在很大程度上账面价值是以历史成本为基础的,它不反映公司未来前景的价值。

另一方面,股票的市场价值则反映了公司的前景。如果公司的未来前景好于平均水平,则账面价值相对小于市场价值。

假如一家公司最近开发了一种新产品,公司资产的历史成本可能很小,但是销售量和利润在上升,公司有很好的前景,在将来会产生更多的现金流。市场对该公司的股票的估价较高,现在该增长股的账面价值小于市场价值。但是将来会出现一个

问题：这家公司的竞争者会不会开发出同类产品，以更低的价格和利润率进入市场，从而使该公司的盈利恢复到平均水平？如果市场没有将这种可能性考虑到当前的市场价格中，当竞争者进入后，市场就会出现负面反应，股票价格下降，未来收益变得令人失望。

增长前景不佳的股票则正好相反。

考虑一家效率很低、管理不善的公司，假如公司目前的状况仍将继续，它的盈利性很差，股票价格下跌。这只价值股的账面价值（资产的历史成本）相对高于市场价值。同样，将来可能出现的问题是：公司的董事会将会解雇原来的管理者，引入新的管理者，使公司的盈利水平回到平均水平吗？如果市场没有将这种可能性考虑到股票的现价中，当公司变得有效率时，市场就会收获意外的惊喜，股票价格上升，未来收益将出人意料地变好。

记住。达拉斯小牛队以前曾经从超级杯（高价格的增长股）冠军滑到联盟比赛的最差球队（低价格的价值股），然后又重新赢得超级杯（高价格的增长股）。

无论如何，高价格的增长股的账面价值/市场价值比都比较低；低价格的价值股的账面价值/市场价值比都比较高。

F&F 研究的目的是想知道具有不同账面价值/市场价值比的股票的未来收益的相对高低。

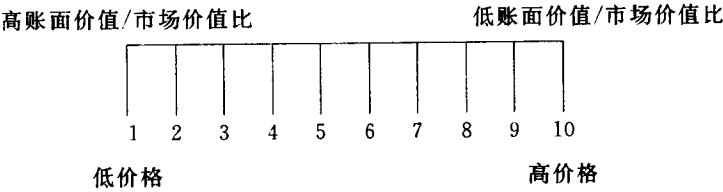
他们从 1963 年中期开始，对所研究的股票按照账面价值/市场价值比进行排序。

低价格股票排在前面，高价格的股票排在后面。

投资者在做这样的排序时必须能够同时知道账面价值和市场价格才能计算它们的比值，为保证这一点，所以在年中进行排序。虽然现在可以知道市场价格，但是在会计年度结束后几个月才报告账面价值。大概在 7 月 1 日之前几乎所有的公司都已经报告了其账面价值。所有的股票根据排序分成 10 组，每组包含相同数目

4 新金融学——有效市场的反例

的股票。价格最低的股票在第 1 组中，价格最高的股票在第 10 组中。

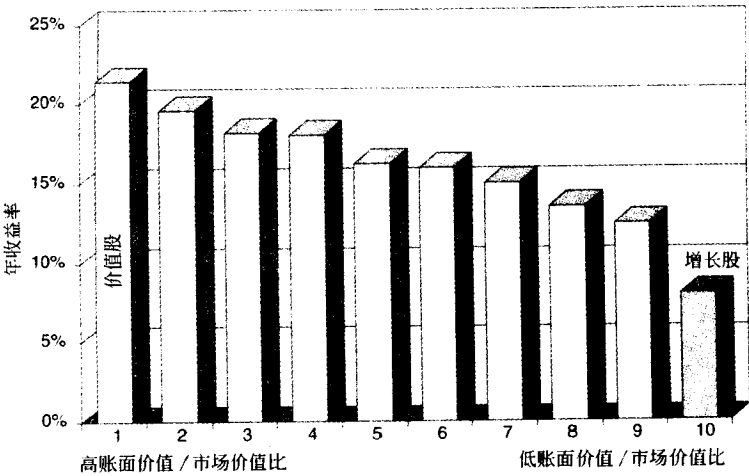


购买每一组的股票作为资产组合并持有到 1964 年年中。对那时仍存在的股票重新排序，仍然按照 1963 年的方式重新组成资产组合。

他们再次考察 10 组股票的业绩，直到 1965 年年中。一直到 1990 年，每年都重复这个过程。

每组股票从 1963 年—1990 年的平均年收益率如图 1.1² 所示。

图 1.1 用账面价值/市场价值比预测收益率



仔细看一下。

低价格股票的收益率为 21.4%，而高价格股票仅为 8%³。

从第 1 组到第 2 组、第 3 组……，收益率一直下降。

每组包含约 200 只股票，并且随时间变化股票会在各组之间移动，这一点是肯定的。未来前景发生变化，股票会从高价格变为低价格，甚至再变回来。但是，对充分分散化的资产组合来说，账面价值/市场价值比能够非常准确地预测未来收益率。

这并不是说所有高价格的股票都注定具有低的未来收益率。在任一给定年份，第 10 组中的股票的收益率的变动范围比较大。

微软很有可能在第 10 组中，但是它的高收益率被其他前景不太好的增长股的低收益率给抵消了。

Diamond Head 还是 Diamond Bar?

现在让我们集中看一下复利下 8% 和 21.4% 的不同意义。

假设你是一位一般意义上的投资者，你每年能够拿出 2 000 美元放在个人退休金账户中。现在你 30 岁，你计划在 65 岁时退休。

你有 35 年的时间来积累退休金。

这笔资金如何投资呢？

你面临一个选择，你要么投资于价格高的增长股（资产组合 10），要么投资于价格低的价值股（资产组合 1）。

根据 F&F 研究给定的平均通货膨胀率，8% 的年名义利率收益率等同于 2.47% 的年真实收益率，这使你在退休时退休金账户里的钱增长到 109 232 美元（以 1993 年的美元价值计）。如果你在黄金年华不断地投资，并且像高价格股票一样，总能得到