

中国金融市场个体投资行为 风险决策的偏差研究

——基于远景理论的实验与实证

Research on the Risk Decision of Individual
Investment Behavior in China's Financial Market

An Experiment and Demonstration Based on the Perspective Theory

周新苗 唐绍祥 刘慧宏 娄峰 著



上海交通大学出版社
SHANGHAI JIAO TONG UNIVERSITY PRESS

中国金融市场个体投资行为 风险决策的偏差研究

——基于远景理论的实验与实证

**Research on the Risk Decision of Individual
Investment Behavior in China's Financial Market**

An Experiment and Demonstration Based on the Perspective Theory

周新苗 唐绍祥 刘慧宏 娄峰 著



上海交通大学出版社
SHANGHAI JIAO TONG UNIVERSITY PRESS

内容提要

本书是国家自然科学基金项目“有效风险管控策略对产业安全维护效应研究：基于远景理论的微观分析”的成果总结。本书基于行为金融学的远景理论，通过联系我国真实证券市场设计的一系列研究问题来验证说明中国金融市场个体投资者的各类风险投资行为的偏差，并根据实验结果数据进行实证分析，得出金融产品属性、投资个体特征及风险变动对个体投资行为的不同影响，最终给出我国个体金融产品设计和营销策略制定方面的相关建议，为金融机构制定相关政策提供了一定的理论依据。本书适用于作经济学相关领域的研究者、经济类高校师生及金融机构有关研究人员的参考读物。

图书在版编目(CIP)数据

中国金融市场个体投资行为风险决策的偏差研究：基于远景理论的实验与实证/周新苗等著. —上海：上海交通大学出版社，2019
ISBN 978-7-313-20830-9

I. ①中… II. ①周… III. ①金融市场—投资行为—风险决策—研究—中国
IV. ①F832.5

中国版本图书馆 CIP 数据核字(2019)第 071852 号

中国金融市场个体投资行为风险决策的偏差研究——基于远景理论的实验与实证

著 者：周新苗 唐绍祥 刘慧宏 娄 峰

出版发行：上海交通大学出版社

邮政编码：200030

印 制：上海春秋印刷厂

开 本：710 mm×1000 mm 1/16

字 数：264 千字

版 次：2019 年 5 月第 1 版

书 号：ISBN 978-7-313-20830-9/F

定 价：98.00 元

地 址：上海市番禺路 951 号

电 话：021-64071208

经 销：全国新华书店

印 张：15.75

印 次：2019 年 5 月第 1 次印刷

版权所有 侵权必究

告读者：如发现本书有印装质量问题请与印刷厂质量科联系

联系电话：021-33854186

国家自然科学基金

有效风险管控策略对产业安全维护效应研究：
基于远景理论的微观分析(71473137)研究成果之一

前 言

个体投资行为的实验研究是行为金融学的一个非常重要的组成部分。作为一门新兴边缘学科,行为金融学对传统金融理论的创新发展正发挥着越来越积极的作用。在行为金融学中,把个体的实际投资行为结果有悖于期望效用理论的逻辑推论称之为非理性投资行为,其考察的是个体的非理性选择问题,反映到金融市场当中就是个体投资者的有限理性投资行为,即表现为一定的投资行为偏差。

20世纪80年代对金融市场的大量实证研究结果显示,市场上存在着许多现代金融学所无法解释的异象,为解释这些异象,一些金融学家将认知心理学的研究成果应用于投资者的行为分析,涌现出大量高质量的理论与实证文献。美国经济学会将2001年度有“小诺贝尔经济学奖”之称的克拉克奖章授予伯克利加州大学的经济学教授马修·拉宾(Matthew Rabin),以表彰他对行为经济学的基础理论所做出的开创性贡献。瑞典皇家科学院将2002年度诺贝尔经济学奖颁给了美国普林斯顿大学的心理学家卡尼曼(Kahneman)和美国乔治·梅森大学的经济学家史密斯(Vernon Smith),以表彰他们“结合心理学和经济学理论来研究人们的投资决策行为”和“发展了实验研究方法”对现代经济学所做的贡献。诺贝尔经济学奖授予以实验研究方法为主旨的行为经济学和实验经济学,说明了学术界对于实验研究方法的认可。行为金融学注重从心理层面和行为体现这两个方面对个体的投资行为进行实验研究,这种融合了认知心理学和金融学投资行为问题的分析方法正是行为金融学不同于其他金融经济理论的独特之处。实验金融学的核心创新点是更多地考虑了非理性选择问题,因而非常有助于我们研究证券市场中的投资行为偏差问题,并从现实的角度诠释微观个体对待风险的态度。

基于这样的背景,本书将经典金融理论引入实验分析框架,采用实验室实验

方法从风险厌恶悖论的角度来检验个体被试者在投资决策过程中是否存在一定的行为偏差。

本书基于对当代市场特征新因素的考虑,将行为金融理论从全新角度进行诠释,从而来解读个体的现实投资行为有悖于期望效用理论的非理性选择问题。经典的传统金融学理论对投资者的行为分析是基于个体完全理性这一假设为前提的,并根据这一假设利用期望效用函数理论来进行分析。然而,金融机构据此设计的金融产品不受潜在客户欢迎或是客户购买之后不满意而最终引发产品信誉危机的根本原因就在于投资者是有限理性的。本研究运用行为金融学的相关理论来改进投资者行为分析的准确性,以期根据更有效的实验结果为金融机构的个性化服务提供相对坚实的依据。在研究方法上,有别于以往学者们所采用的调查问卷形式,本书采用实验室实验研究方法来检验在行为金融理论下个体投资者的行为偏差。

本书第1章至第5章是理论基础研究。本书首先在简述行为金融学的产生与发展等相关内涵基础上阐述行为金融学中重要的实验研究成果以及对远景理论经典文献进行解读;其次是对风险厌恶悖论的理论基础的期望效用理论的传统公理进行一般化解释以及阐述了四个著名的风险厌恶悖论,并在此基础上进行个体投资行为的远景理论分析以及偏差理论分析;第5章是基于基础理论对个体投资行为偏差的决策模型展开的理论推导。

本书的实验及实证重点是第6章至第8章。

第6章是行为金融学的实验实现。本章主要介绍实验经济学的大致内容以及通过实验室研究经济学问题的实验方法与技巧,并对目前最流行的实验操作平台软件 z-Tree 的功能、原理以及操作方法做了大致的描述。

第7章是投资行为偏差的实验检验与实证分析。本章的实验部分运用经济学实验软件 z-Tree 来设计并编写一系列实验问题,在实验室内检验被试者在投资决策过程中是否存在一定的行为偏差,即政策依赖、确定偏好、损失厌恶、锚定效应、框架依赖等行为偏差。本章的实证部分是投资行为偏差的个体特征因素捕捉以及关键决策行为的影响因素分析。根据被试者行为偏差检验所得到的实验研究数据,运用计量经济方法中的经典二元选择模型,对产生政策依赖、确定效应、损失厌恶和框架依赖这四个行为偏差的个体特征因素进行实证分析捕捉,以期找出个体明显的投资行为偏差的存在与影响其存在的明显投资行为偏差的个体特征因素之间的因果关系,以便捷捕捉到特定投资行为个体的相关特征。随后又根据实验室问卷所得数据,进一步考察金融产品属性和个体特征以

及风险变动对个人投资行为的影响。

第8章为本书的总结章。基于本书研究结论对具有特定投资行为个体的相关特征进行观测,并对特定投资人群金融产品设计及营销策略制定给出相关建议,为投资人群提供个性化服务。

在本书撰写过程中,感谢研究生林洁、江艳波、姚森云、钱欢欢和张凯为本书的数据处理所做的大量工作,以及为文稿最终修订所付出的努力,感谢上海交通大学出版社的编辑老师为本书的顺利出版所付出的艰辛劳动,最后感谢国家自然科学基金委为本书提供的宽松和人性化的资助条件。

当然,限于我们的水平,书中难免有不足之处,恳请使用本书的各位同仁、学生和读者提供宝贵的意见和建议,以使本书能够尽快修改充实。

2018年10月3日

目 录

1 行为金融学概论	1
1.1 行为金融学的产生与发展	2
1.1.1 传统金融学受到的质疑	2
1.1.2 行为经济学的兴起	10
1.1.3 行为金融学的诞生与发展	13
1.2 行为金融学的内涵及其架构	15
1.2.1 行为金融学定义	15
1.2.2 行为金融学对传统理论假设的修正	17
1.2.3 实验经济学	21
1.3 本书的结构、创新与不足	25
1.3.1 本书的结构安排	25
1.3.2 研究的创新点和不足	26
2 金融市场的个体投资行为偏差	28
2.1 个体投资行为偏差与实验经济学	29
2.2 国外研究成果文献综述	32
2.2.1 行为金融理论下投资者行为的研究	33
2.2.2 行为金融理论下资产定价的研究	35
2.3 国内研究成果文献综述	38
3 经典文献远景理论的当代解读	43
3.1 远景理论的对比实验研究	45
3.1.1 确定效应	45

3.1.2	反射效应	48
3.1.3	概率保险	49
3.1.4	隔离效应	51
3.1.5	心理参照点效应	52
3.2	远景理论的主要内容	53
3.2.1	个人风险决策	53
3.2.2	价值函数	55
3.2.3	决策权重函数	57
3.3	远景理论的应用	62
3.3.1	远景理论在证券投资市场的运用	62
3.3.2	远景理论在现实生活中的应用	63
3.3.3	远景理论在决策理论研究中的运用	66
3.4	远景理论的最新进展	68
3.4.1	累积远景理论(CPT)	69
3.4.2	第三代远景理论(PT3)	70
4	基于风险厌恶悖论的个体投资行为金融学分析	72
4.1	期望效用理论传统公理的一般化理解	72
4.2	基于期望效用理论的风险厌恶悖论分析	74
4.2.1	弗里德曼-萨维奇困惑	74
4.2.2	阿莱斯悖论	75
4.2.3	厄尔斯伯格悖论	76
4.2.4	概率性保险	79
4.2.5	损失厌恶	79
4.3	金融市场上的“奇异”现象	80
4.3.1	股票溢价现象	80
4.3.2	股价过度波动异象	82
4.3.3	黑色星期一	83
4.3.4	网络泡沫	84
4.3.5	小股票和蓝筹股的纠葛	86
4.4	个体投资者的判断与决策中的认识偏差	87
4.4.1	判断与决策中的信息加工过程：认知心理学	87

4.4.2	启发式偏差	88
4.4.3	锚定和调整效应	91
4.5	决策偏差	92
4.5.1	过度自信	92
4.5.2	政策依赖性偏差	93
4.5.3	框架效应	93
4.5.4	羊群效应	94
4.5.5	反应不足和过度反应	98
5	个体投资行为偏差的决策模型与理论推导	102
5.1	个体投资者决策模型	102
5.1.1	期望效用理论下个体投资者风险决策过程	102
5.1.2	远景理论下个体投资者风险决策过程	103
5.2	风险对个人投资行为影响的理论推导	106
5.2.1	第一条风险增加路径下,个人投资策略的调整	106
5.2.2	第二条风险增加路径下,个人投资策略的调整	110
5.2.3	第三条风险增加路径下,个人投资策略的调整	113
6	行为金融学的实验实现	118
6.1	实验经济学研究初印象	119
6.1.1	经济学所面临的困境	119
6.1.2	实验经济学的发展过程与研究内容	120
6.2	实验设计方法与技巧	137
6.2.1	实验设计的基本原理和原则	137
6.2.2	实验设计应注意的各种效应	141
6.2.3	实验过程	144
6.2.4	一些程序和设计的考虑	145
6.3	实验操作平台 z-Tree 介绍	152
6.3.1	经济学实验室环境	152
6.3.2	z-Tree 概述	154
6.3.3	z-Tree 常用菜单命令介绍(结合标准公共品博弈程序)	155
6.3.4	z-Tree 生成文件介绍	162

7 个体投资行为偏差的实验检验与实证分析	165
7.1 个体投资行为偏差的实验检验	165
7.1.1 实验设计的基本原则	165
7.1.2 实验设计与实验内容	167
7.1.3 实验检验结果与分析	175
7.2 投资行为偏差的个体特征因素捕捉	181
7.2.1 研究方法介绍	181
7.2.2 模型构建	183
7.2.3 研究变量的描述性统计	185
7.2.4 投资行为偏差的二元选择模型与分析	186
7.2.5 Logit 模型的综合实证结果分析	190
7.3 损失厌恶对个人投资决策行为影响的实验室问卷与实证	192
7.3.1 对实验室调查问卷的设计、数据处理的方式等进行 说明	192
7.3.2 金融产品属性和个体特征对个人投资行为的影响	198
7.3.3 检测风险变动对个体投资行为的影响	201
 8 结论与市场应用	 205
8.1 研究结论	205
8.2 金融机构的经营策略	208
 附录 A 实验说明书	 211
附录 B 实验室实验题目	214
附录 C 调查问卷	217
附录 D 理财产品注释	220
附录 E 样本投资者的损失厌恶和风险厌恶	221
 参考文献	 224
 索引	 235

1 行为金融学概论

关于个体风险态度问题的论述,最早可以追溯到有名的期望效用理论,该理论是由冯·诺伊曼(Von-Neumann)和摩根斯坦(Morgenstern)在回答圣彼得堡悖论问题的基础上,结合效用函数进行严格的公理化阐述而形成的。期望效用理论假设投资者都是完全理性的,并且具有一致的风险厌恶态度。但是后来经济学家结合心理学等学科精心设计了大量的实验,研究发现在投资决策中人们的态度以及行为等在现实情况下并非是完全理性的,他们的风险偏好态度以及投资决策行为经常系统性地与期望效用理论的公理化体系相违背。其中,对期望效用理论构成强有力挑战的是1979年,由卡尼曼(Kahneman)和特沃斯基(Tversky)通过大量对比实验后所提出来的远景理论。远景理论是行为金融领域的经典理论,也是行为金融学的三大理论基石之一。本书研究的切入点——风险厌恶悖论就是根据远景理论提出来的。

行为金融学把个体的实际投资行为结果有悖于期望效用理论的逻辑推论称之为非理性,其核心创新点就是个体的非理性选择问题,反映到金融市场当中就是个体投资者的有限理性投资行为,即表现为一定的投资行为偏差。行为金融学注重从心理层面和行为层面这两个方面为切入点,对个体的投资行为进行实验研究,这种融合了认知心理学和金融学投资行为问题的分析方法正是行为金融学不同于其他金融经济理论的独特之处。因此,个体投资行为的实验研究是行为金融学非常重要的组成部分。

值得一提的是,瑞典皇家科学院将2002年度诺贝尔经济学奖颁给了美国普林斯顿大学的心理学家卡尼曼和美国乔治梅森大学的经济学家史密斯,以表彰他们“结合心理学和经济学理论来研究人们的投资决策行为”以及“发展了实验研究方法”对现代经济学所做出的巨大贡献。从学科流派来看,前者是行为经济学,后者是实验经济学,但两者最大的共同点就是运用实验研究方法来检验个体

的投资决策行为,这为揭开投资者的实际决策行为之谜甚至现实金融市场中的各种金融异象之谜开启了方便之门。诺贝尔经济学奖授予以实验研究方法为主旨的行为经济学和实验经济学,说明了学术界对于实验研究方法的认可。

1.1 行为金融学的产生与发展

长期以来,经济学似乎都与“理性、严谨”这几个词同时出现、紧密相连,建立在理性基础之上的一系列的理论假设已成为主流经济学的基石,并统领着经济学科各个分支。以传统金融学为例,该学科以理性人假设和有效市场假说为建立基础,逐渐形成了由资产组合理论、资本资产定价模型、套利定价模型以及期权定价理论等经典理论组成的传统金融理论框架。然而,自20世纪80年代以来,金融市场上出现了大量的异常现象,例如规模效应、均值回复、期权微笑、反应不足以及过度反应等,使人们对于以理性人假设以及有效市场假说为建立基础的传统金融学产生了质疑。

行为金融学把“人”放进了金融学的研究中心,对个人的投资决策行为进行实验研究,引入了金融学,并对整个经济学的最基本假设进行了检验和反思,从而解释了投资者行为偏差以及金融市场上大量异常现象的内在原因。行为金融学并不试图否定传统金融学,它进一步拓展了金融学科的研究思路以及研究方法,让金融理论更加全面、可信。行为金融学理论研究是学者们关于金融研究和实践的前沿研究领域,该理论的产生以及不断发展对现代经典金融理论在微观个体投资行为分析方面做出了巨大贡献,填补了相应的空白。

1.1.1 传统金融学受到的质疑

1.1.1.1 理性人假设

1) 理性人假说及其由来

200多年前,亚当·斯密(Adam Smith)提出了“经济人”这一重要概念,他讲道:“每个人都在力图应用他的资本来使其生产的产品得到最大的价值。一般来说,他并不是企图增进公共福利,因此也不知道自己所增进的公共福利是多少。他所追求的仅仅是其个人的安乐及利益。”基于以上表述,不难发现古典经济学家都较为一致地认同个人利益是唯一不变的、普遍的人性动机这一观点。所以,对于经济人而言,他的理性具体表现在个体是否出于利己的动机,是否力图以最小的经济代价获取最大的经济利益。“经济人”假设的主要观点如下:

(1) 人是有理性的。每个人都是自己利益的最好判断者,并在各项利益的比较过程中以自我利益最大化为选择标准。

(2) 利己是人的本性。人们的经济活动追求的是个人利益,其动机通常不包含社会利益的促进。

(3) 个人利益的最大化,通常只有在与他人利益的协调中才能得以实现。交换是在“经济人”的本性驱使下自然而然地发生的,人类的交换倾向是利己本性的外在形式和作用方式。

以利己为动机的“经济人”假设一经问世便遭到了不少人的问责,其问责依据主要是人并非在任何时候、任何条件下都是自私自利的。在各种探讨与辩论下,“经济人”假设开始逐渐演化成为“理性人”假设。“理性人”假设强调经济主体以追求其目标值或效用函数的最大化为原则,对于这种目标是利己的还是利他的则不作具体的界定。追求自身欲望的满足或追求快乐,作为人类从事各种活动的基本动机,既可以表现为利己动机,通过利己但不损人的方式或者损人利己的方式来实现;也可以表现为利他动机,通过利他不损己的方式或者舍己为人的方式来实现(比如人们为追求欲望的满足,在某些特定场合中展开舍己为人的行为)。以基本动机的行为逻辑为划分依据,学界把“经济人”分为利他主导型和利己主导型两种类型,但在经济问题的具体分析过程中,通常将自私自利假设成为经济主体的目标或效用函数的主要内容。因此,经济学中的经济人假设事实上包含两层含义,其根本含义是理性人,其通常含义则是自利人。

具体来说,“理性人”假设又存在两层含义:一是投资者均以效用最大化为目标进行投资决策;二是投资者能够对已知信息做出准确的加工处理,从而对市场未来的发展趋势做出无偏估计。效用最大化似乎是经济学家对于人类天性的抽象和概括,使得理性人假设具体化为一整套以效用最大化为原则的现代经济理论体系,完全理性的经济人几乎成为标准理论的分析基础。效用最大化原则构成了现代经济学理论中最基础、最重要的前提假设,是微观经济学中各种经济主体的目标函数。经济学中的“理性人”假设进入传统金融学的各个领域,有其特定的内涵。

比如说,套利定价理论中的套利者根据资产的期望收益来估计每种资产,而期望收益是未来可能收益率的概率加权平均。在套利过程中,套利者主观概率以客观和无偏的方式为设定依据,即以“贝叶斯定理”为修正工具,不断修正自己的预测概率,使之更接近于实际。与此同时,套利者也是最大效用追逐者,他们会利用每一个套利机会来获取收益。现代投资组合理论中的投资者是回避风险

型的理性人,他们基于理性预期,以期望收益率和方差来度量资产的未来收益和风险,同时根据收益一定、风险最小或风险一定、收益最大的原则来测度均值和方差的有效性。在资本资产定价模型中,除了阐述投资者具有现代投资组合理论中理性人的所有行为特点外,还强调了投资者具有同质期望性(homogeneous expectation),即所有投资者对于资产价值以及未来的经济发展趋势均具有相同的客观评价。“理性人”假说则假定投资者除了能对各种可获取的信息做出无偏估计之外,还能快速做出相应的行为反应。

综上所述,传统金融学中投资者的心理与行为具有效用最大化、风险回避、同质期望性和理性预期这样四个特点,即投资者是理性人。

2) 理性人假设受到的质疑

“经济人”或“理性人”是一种理性模型,具有高度抽象性。该模型使经济学理论研究的公理化、体系化、逻辑化成为可能,然而,基于心理学视角的经济学研究结果则不认同这一经济人理性。

首先,它不承认“经济人”这一前提。传统的主流经济理论把自利置于理论考察的中心,但事实表明,利他主义、社会公正等客观上也是广泛存在的,否则人类在社会生活中大量存在的非物质性动机(或非经济性动机)则无法得到合理的解释。行为经济学家通过研究认为,人类行为不只是自私的,在现实生活中,行为者会因为受到社会价值观的制约,而做出个体利益非最大化的行为决策。

其次,传统主流经济学理论认为,由于人们会因为理性而做出自利行为,因此社会经济运行也具有其自身的理性。然而,行为经济学研究则认为,由于人本身就不是理性的,因而社会经济活动也不是理性的。以证券市场中的股票价格为例,投资者的市场情绪将比公司的经营业绩更能影响股票的价格。因此,投资者的表象思维、心理定式或环境影响等心理与行为因素往往会导致非理性决策的出现。当然,这里所谓的非理性是指非经济人理性,而不是彻底否定理性。

英国经济学家霍奇逊(Hodgson)从哲学、心理学角度论证了人的行为决策不可能达到全知全能的理性程度。他认为,经济学家在理性与非理性问题理解上的偏见是缘于其对于人脑信息加工处理原理缺乏认识 and 了解。“经济学家们常常在口头上关注‘信息问题’,但是,它是对信息本身的一次容易引起误解的、错误的处理,因而最终导致错误和混乱”^①。事实上,市场信息的获取和加工,一是要有“感觉”材料,因为这些材料都是由大量杂乱的听觉、视觉材料所组成的;

^① G. M. 霍奇逊. 现代制度主义经济学宣言[M]. 向以斌等,译. 北京: 北京大学出版社,1993.

二是要有理性分析框架,对信息进行有价值的筛选和提炼;三是要用约定俗成的知识加以补充并整合。在投资者的行为决策机制中,由于其认识和思维过程是一种复杂的多层系统,而行为决策本身又往往是在不同思维层次发生的,有的是经过深思熟虑后的理性行为决策,有的则是由无意识或潜意识状态所激发的非理性行为决策,因此,投资者的行为决策并非如古典经济学家所主张的那样理性。

1.1.1.2 有效市场假说

有效市场假说是资本资产定价模型、套利定价理论等传统金融理论的重要基础。其成立与否直接决定了投资者对证券市场进行基本分析、技术分析、投资组合管理等金融工具的有效性。因此,有效市场假说一经提出,便立即引起了人们的广泛关注和深入研究。20世纪60、70年代的研究者对于有效市场假说多持肯定的态度,然而也有一些实证结果与有效市场假说不相符。20世纪80年代以来,与有效市场假说相矛盾的实证研究结果不断涌现,进而发现了金融市场中一些与之相悖的异常现象,即市场异象。市场异象说明金融市场在大多数情况下不再是有效的。

有效市场假说认为,市场信息的获取对于每一个投资者来说都是平等的,且证券市场的竞争将驱使证券价格充分及时地反映所有相关信息。因此,投资者只能赚取风险调整后的市场平均收益率,而不可能持续获得超额利润。有效市场指的就是这种市场能够充分及时地反映所有相关信息,证券市场价格代表着其真实价值的情形。按照这一假说,如果投资者所接受的市场信息具有随机性,则股票价格就会呈现出随机性。这正是导致股票的市场价格背离其基本价值的主要原因。

1) 有效市场假说的形成

最早提出有效市场假说这一理论的学者是吉布森(Gibson),他曾描述过该假说的大致思想。波切利(Bachelier)于1900年最早描述且验证了随机游走模型,并认为证券价格行为的基本原则应是公平游戏,投机者的期望利润应为零。肯德尔(Kendall)于1953年给出了有力的实证证据,他通过进行与序列相关的分析发现,股票价格序列就像是在随机游走一样,下一周的股票价格是由前一周的股票价格加上一个随机数所构成的。然而,这些学者并没有对这些现象进行合理的经济学解释。十几年后,萨缪尔森(Samuelson)和曼德伯特(Mandelbort)通过研究随机游走理论,解释了预期收益模型中的公平游戏原则。法玛(Fama)是有效市场假说的集大成者,为该假说的最终形成和完善做出了卓越贡献,他不

仅对有效市场假说的相关研究做了系统的总结,还提出了一个完整的理论框架。此后,有效市场假说得到进一步发展,最终成为传统金融学的基础理论之一。

2) 有效市场的基本形态

法玛将证券市场上的信息分为三类:①历史信息,通常指证券过去的价格、成交量、公司特性等;②公开信息,如红利派发公告等;③内部信息,指非公开信息。依据证券价格所反映的信息的不同,有效市场可以通过以下三种假说描述。

(1) 弱式有效市场假设(weak-form market efficiency)。该假说认为在弱式有效的情况下,市场价格已充分反映出所有过去历史的证券价格信息,包括股票的成交价、成交量,卖空金额、融资金额等。有以下推论描述:如果弱式有效市场假说成立,则股票价格的技术分析失去作用,基本分析还可能帮助投资者获得超额利润。

(2) 半强式有效市场假说(semi-strong-form market efficiency)。该假说认为价格已充分反映出所有已公开的有关公司营运远景的信息。这些信息有成交价、成交量、盈利资料、盈利预测值、公司管理状况及其他公开披露的财务信息等。假如投资者能迅速获得这些信息,股价应迅速做出反应。有以下推论描述:如果半强式有效市场假说成立,则在市场中利用的技术分析和基本分析都失去作用,而内幕消息可能获得超额利润。

(3) 强式有效市场假说(strong-form market efficiency)。强式有效市场假说认为价格已充分地反映了所有关于公司营运的信息,这些信息包括已公开的或内部未公开的信息。有以下推论描述:在强式有效市场中,没有任何方法能帮助投资者获得超额利润,即使有内幕消息也一样。

简言之,他们三者的关系就是:弱有效市场凝聚了所有历史记录的信息;半强式有效市场不仅反映过去信息,而且反映所有公布于众的目前信息;强有效市场包含弱有效和半强有效市场的内容,还包含了内幕信息。此时,投资者不能支配和影响价格的形成,只能根据给定的价格做出自己的行为选择。

强式有效市场表示信息处理能力最强的证券市场。在该市场上,有关证券产品的任何信息一经产生,就得以及时公开,一经公开就能得到及时处理,一经处理,就能在市场上得到反馈。信息的产生、公开、处理和反馈几乎是同时的。同时,有关信息的公开是真实的、信息的处理是正确的、反馈也是准确的。结果,在强式有效市场上,每一位交易者都掌握了有关证券产品的所有信息,而且每一位交易者所占有的信息都是一样的,每一位交易者对该证券产品的价值判断都是一致的,并且都能将自己的投资方案不折不扣地付诸实施。因此,对于强式有