# 浅谈有效资本市场假说的文献

来源：网络 作者：独酌月影 更新时间：2024-01-17

*本文在文献回顾的基础上，对资本市场中的有效市场假说问题展开理论评述。由于学界对这个问题争论颇多，逐渐形成两种理论假说来解释实证结果，由于一些与CAPM模型预测不一致的异象或迷，80年代后又由此产生一些争论。 【关键词】有效市场假说;股票收...*

本文在文献回顾的基础上，对资本市场中的有效市场假说问题展开理论评述。由于学界对这个问题争论颇多，逐渐形成两种理论假说来解释实证结果，由于一些与CAPM模型预测不一致的异象或迷，80年代后又由此产生一些争论。

【关键词】有效市场假说;股票收益;账面市值;成交量

一、引言

有效市场假说的研究起源于路易斯巴舍利耶(Bachelier，1900)，他从随机过程角度研究了布朗运动以及股价变化的随机性，并且他认识到市场在信息方面的有效性：过去、现在的事件，甚至将来事件的贴现值反映在市场价格中。他提出的基本原则是股价遵循公平游戏模型。Fama(1970)在总结了前人的理论和实证的基础上，并借助Samuelson(1965)的分析方法和Roberts(1967)提出的三种有效形式，提出并深化了有效市场假说。

二、有效市场假说中的两种理论假设

根据芝加哥大学著名教授Fama所总结的有效市场假说，若市场是有效的，当前股票的成交量对股票未来收益率是没有预测作用的。因此，在以有效市场假说为理论基石的CAPM等传统资产定价模型中，成交量是不被考虑的因素。但是在投资管理的实务领域，以股票的成交量作为研判未来股票价格变化的依据，则是证券分析中的一个重要工具。近年来，学界对这些问题争论颇多，并逐渐形成两种理论假说来解释实证结果，即Campben，Grossman和Wang(1993)提出的资产配置假说，以及Morse(1980)提出的信息不对称假说，而Llorente，Michaely，Saar和Wang(202\_)则试图将上述两种看似矛盾的理论假说统一起来形成资产配置与信息不对称统一假说。

(一)资产配置假说

Campben等(1993)的实证研究发现，高成交量交易日的股票收益率更易在随后交易日中表现出反转。他们提出了基于投资者资产配置的理论模型对此进行解释：非股票资产风险收益关系的变化导致投资者进行资产比例的重新配置(Hedgingtrades)驱动成交量的变动，例如股票以外的其他资产的收益下跌，使得投资者增加股票投资的比重，从而导致成交量放大，可见成交量变化仅仅表示其他资产收益相对于股票收益的变化，而且由于这种成交量的变化并不表明股票的基本价值发生变化，因此成交量的变化是暂时的，未来股票收益将会反转，即：股票以外其他资产收益下降导致投资者大量买入股票，从而成交量增加、同时股价上升，但一旦资产配置结束，股价将会下跌，回复到基本价值。

Conrad等(1994)采用周收益率数据，基于股票成交量构造投资组合，研究交易策略的盈利性，实证结果支持了Campbell等(1993)的假说：本周成交量较高的股票，在下一周股价出现了反转;相反，本周成交量较低的股票，在下一周股价则保持惯性。

(二)信息不对称假说

Mooe(1980)认为，股票交易的发生是由于拥有内幕信息的投资者与不知情的投资者之间对股票价值的不同判断所致，因此信息不对称程度越高，股票交易越活跃，股票成交量也越大。可见，成交量高低就表示未公开信息的多寡，未公开信息越多，则随着信息的公开，未来股票收益将呈现于惯性，即原先股价上涨的股票未来继续上涨、原先股价下跌的股票未来继续下跌。其实证结果显示，股票成交量与后一交易日股票超常收益率的绝对值显著正相关。

Stickel和Verrecchia(1994)发现，若股票在季度盈余公告日的成交量较小，则后一交易日的股价往往发生反转，反之，若季度盈余公告日的成交量较大，则后一交易日的股价倾向于保持惯性。他们认为，这是因为成交量越大，股票交易由内幕信息拥有者驱动的可能性越大，故股价越倾向于保持惯性。

三、与有效市场假说背离的市场异象

20世纪80年代以来，国外学者在金融学实证研究中发现了许多与有效市场假说背离，主流数理金融理论无法解释的市场异象，账面市值比效应就是其中之一。账面市值比效应是指股票投资收益与公司账面市值比正相关，即投资于高账面市值比公司的股票能够获取较高收益，而投资于低账面市值比公司的股票通常收益较低。对于账面市值比效应成因的解释存在很大分歧，一种观点认为原因在于风险因素无法观测，另一种观点则认为原因在于定价偏误。低账面市值比公司多为成长型公司，投资者将其股票称为成长型股票;高账面市值比公司的股票通常被称为价值型股票。在账面市值比效应研究中，价值型股票因具有较高投资价值受到更多关注，而收益率水平较低的成长型股票往往被忽视。通过对成长型股票收益率的观察可以发现，尽管其整体表现弱于价值型股票，但投资其中一些股票却可获得很高的收益率。传统的财务报表分析通常依据未完全反映在股价中的信息分辨事后赢家和输家，很难确定这种分析对成长型股票是否有效，因为成长型公司往往因宣传或近期较好的市场表现而受到偏离基本面的价值高估。研究发现，市场往往对成长型股票的当前基本面进行自然外推，或者忽视前期投资对未来收益的影响。

四、资本市场中的争论

20世纪80年代以前，经典金融理论以有效资本市场假说为基础，认为公司股票价格能够快速、准确地反映所有信息，任何利用已公开信息的投资策略都不可能获得超额收益。从上世纪80年代开始，学者们逐渐发现许多与CAPM模型预测不一致的异象或迷。Basu(1977)首先提出了市盈率比效应，他在实证研究中发现低市盈率的股票比高市盈率的股票赚取明显高的收益率。其他一些重要的异象包括账面市值比效应、规模效应、杠杆效应、短期收益动量效应、长期收益反转效应以及对信息反应过度和反映不足的现象等。围绕上述异象，传统金融学家和行为金融学家展开了激烈的争论。传统金融学家继续尝试用理性定价的思想对异象进行解释，而行为金融学家则构造了大量基于信念和偏好的资产定价模型来诠释这些异象。在这些研究成果的基础上，Fama和French(1993)通过大量实证检验归纳出包含市场系统风险、规模效应(Size effect)和价值效应(BM effect)的三因素模型。三因素模型的提出消除了一部分异象，并且在各国的实证中得到了很好的应用，受到了学者们较为广泛的认同。

Fama和French(1993)三因素模型虽然承认存在CAPM无法解释的现象，但他们并不认为Sizeeffect和BM effect是市场无效的证据，而认为这两者代表了没有被系统风险所包含的额外风险，超额收益只是对投资者所承担这些额外风险的补偿。但是，Lakonishoketal (1994)认为BM effect的出现是由于投资者对公司基本面过度反应造成的。Daniel和Titman (1997)也认为Size和BM不是风险因素，而是代表投资者对小规模公司和价值公司的偏好，投资者偏好导致这些特征因素对公司股票收益率产生影响。关于三因素模型是风险模型还是特征模型，学者们所得到的经验证据并不一致，研究结论无法统一，至今还是争论不休。

五、小结

本文在文献综述的基础上，从有效资本市场假说的角度，分析了市场假说对资本市场融资的影响并展开理论评述。研究中发现市场有效假说对资本市场的融资影响存在一些异象，同时产生了一些其他的观点和模型。在中国的股市中，随着资本市场的不断发展中，这些问题有待解决。

本DOCX文档由 www.zciku.com/中词库网 生成，海量范文文档任你选，，为你的工作锦上添花,祝你一臂之力！