

对有效市场假说的再解释

毕 茜(博士)

(西南大学经济管理学院 重庆 400716)

【摘要】 本文通过对有效市场的相关理论进行回顾,尝试对有效市场假说的含义给出一个全新的解释:股票价格不是瞬间达到均衡;股票市场上的所有人不是价格的接受者,而是价格发现的参与者。

【关键词】 有效市场 股票价值 价格发现

根据有效市场理论,如果市场是有效的,市场上存在多个相互竞争的信息来源,或者说,信息披露的源头很多,单个信息源不可能主导市场。有效市场理论说明,仅仅凭会计“一人”之功无法蒙蔽市场,同时,市场本身也是聪明及理性的。但是,近年来一直被誉称为世界上最健全的美国资本市场却频频爆发震撼全球的会计造假丑闻,导致人们纷纷质疑美国市场的有效性。如果连美国的资本市场都难以达到有效状态,那么,研究市场有效性有什么意义?如果我们认为美国的资本市场是有效市场,那么盈利数字是否就真的没有用呢?本文试图从一个新的角度——价格发现过程来对此进行阐述。

一、有效市场的相关理论及其解释

1. 有效市场的相关理论。有效市场假说源于20世纪50年代后期学者们对于股票价格序列随机游走现象的探讨。而现代对有效市场假说的研究则始于Samuelson, Samuelson在其1965年的重要文献中指出,由于股票没有明确的价格参考标准,所以股票包含了大量风险且极易产生波动。在强调信息的重要性的基础上,他指出新信息是股价波动的主要原因,未来的事件会把它们的影子投射到事件发生之前,但新信息的出现却没有一定的可预测模式,这就导致合理的预期价格会出现随机波动。正因为股票市场价格的不可预测性,证明了市场价格就是股票内在价值的合理预测值。Mandelbrot的研究也证实了股票价格序列的波动是随机的。

由于股票价格序列呈随机游走形态且通过股价的历史数据无法赚取超额收益的证据逐渐累积,学者们开始探索究竟是什么样的市场运作过程或股票价格制定程序导致股价呈现出随机游走形态。这就促进了有效市场理论的产生。

Fama(1970)认为资本市场有效的充分条件是:①证券交易无交易成本。②所有可获得的信息均可以无成本地为所有市场交易参与者获取。③所有市场交易参与者对每一证券的现行价格信息的含义和未来价格的分布拥有相同的看法。在这样的市场中,证券现行价格将充分反映所有可获得的信息,市场也就是有效的。

考虑到人们可能会提出以明确规定的信息集为基础的交易能否获得超额收益的疑问,Roberts(1967)将有效市场分为

三种,而这一分类也得到Fama的认可。

(1)弱式有效市场。指当前股票价格充分反映了所有股票历史序列中的全部信息,如成交量、成交价格等。在该类市场中,任何投资者都不可能利用历史信息制定投资策略进行证券买卖而获取超额收益。

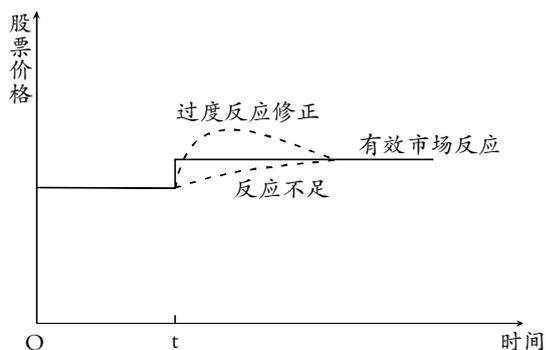
(2)半强式有效市场。指当前股票价格不仅包含所有历史信息,而且充分反映了所有公开的信息,如公司的盈利宣告、股票分割、红利宣告、公司财务业绩发布、竞争对手信息、发行新股等。在该类市场中,任何投资者都不能利用公开的信息制定投资策略进行证券买卖而获取超额收益。

(3)强式有效市场。指当前股票价格充分反映了所有相关的信息,这些信息不仅包括已经公开的信息,还包括各种私人信息及内幕信息,它是有效市场的最高形式。在该类市场,任何投资者无论拥有什么信息都无法从股票的交易中获得超额收益,公司内部人员也同样如此。

2. 对有效市场存在偏误的理解。根据价格发现过程理论,大多数学者对有效市场含义的理解存在偏误。在一般均衡理论的指引下,任何均衡都是瞬间取得的,对有效市场的理解也是一样。假定市场有大量的交易参与者并且他们是理性的,如果这个市场有效,则:①市场中所交易的证券价格充分反映了所有可获得的信息;②这些证券的价格对信息将以迅速且几乎无偏的方式做出反应。这就意味着市场的强大力量将促使证券价格回归到它应有的水平,这样任何人都无法持续地赚取超出市场平均水平的收益。

如果相关的新信息出现,则股票价格能够对其迅速、准确地做出反应。所谓迅速是指股票市场在接收到新信息与股票价格做出反应之间不应有明显的延迟,而是瞬间做出反应。准确则是指股票价格是以一种无偏的方式对新信息做出反应,而且这种反应能够在开始就准确地反映该信息对股票价格的影响,不需要进行后续的修正,不存在过度反应或反应不足,具体见下页图。

如图所示,如果市场是有效的,那么股票的市场价格对相关新信息的反应瞬时完成,并调整至其应有水平,即图中的实线;而如果市场无效的话,则可能出现过度反应或反应不足



(如图中虚线所示),从而使得股票现行价格与其应有价格水平之间存在一定的偏差,即使市场最终能够将该偏差调整并予以消除,但这仍需要经历相当一段时间,这就为投资者赚取超额收益提供了机会和空间。

二、基于价格发现过程观点对有效市场的再解释

1. 价格发现过程观点。有效市场理论是一般均衡理论在金融学中的应用,所以对有效市场有新的认识,必须回到原点,即一般均衡理论中去,在这过程中我们发现了一些有趣的问题,我们采用分析式研究和实验研究方法,用模型和实验证明价格是一个发现的过程,而不是瞬间形成的,由于该证明具有复杂和抽象的数学叙述和证明过程,且篇幅太长,所以本文只列出主要结论:

(1)我们通过受控实验和理论讨论证明:市场的均衡一般不能瞬间取得(或者说不能通过一次博弈取得),而是通过一个连续进行的博弈序列才能得以完成。我们称这个连续进行的博弈序列为G过程。同时我们发现,G过程不一定能形成共识。

(2)我们描述了G过程形成共识的机制,并证明了G过程形成共识的条件。值得注意的是,这些条件不是对市场参与者个人决策的描述或限制,而是对市场参与者个人行为的市场效果或限制,是对客观的描述或限制。我们认为,这样的结果具有普遍的意义。

2. 对有效市场的再解释。如果价格充分反映了所有相关的信息,这就是有效市场假说。简洁明快的有效市场假说体现了经济学家们一直梦寐以求的东西——竞争均衡。有效市场假说实际上是亚当·斯密“看不见的手”在金融市场的延伸。由于新古典经济学认为市场价格的发现是瞬时出现的,当然作为均衡理论在金融理论的运用,有效市场理论自然认为如果相关的新信息出现,则股票价格必然能够对其迅速、正确地作出反应。

在一般均衡理论框架里的时间,是牛顿时间,是可以空间化或者是理解为容器的时间。时间的流逝被表达为沿着线条的移动,不同日期被描述成为线条的连接(离散时间)或者点的连接(连续时间),被比拟为空间。虽然牛顿时间概念具有许多用途,但是却抽掉了现代经济学必须解释的最为重要的问

题。实际上,牛顿时间是将运动时间转化为静态时间,时间仅仅是为描述运动的一个参量,不存在经济主体的学习过程。而价格发现过程理论关注的不仅是均衡的结果,并且关注均衡实现的过程。

在学者们对有效市场的描述中,“充分反映”和“可获得的信息”是含糊和不具可操作性的。由于是否定的描述形式,对它的含义就会有不同的理解。这正如我们说:杯子不在桌子上。我们可以理解为杯子在地上,或者杯子在椅子上,在窗台上等地方。

对三种有效市场的分类,至少可以有以下两种理解方式:

(1)当相关的新信息出现时,股票价格能够对其迅速、正确地作出反应,即指股票市场在接收到新信息与股票价格作出相应的反应之间不应有明显的延迟,而是近乎瞬时予以反应,由于瞬间到位,任何投资者都没有机会获得超额利润。

(2)真实世界无法避免不可预测的变化,知识问题的存在源于将来与过去的不同,真实时间中发生的相互作用以及演化过程的非确定性,使人们不可能预知经济主体在随后的经济活动中出现的新信息。不可能预知的原因在于经济文化与知识变化有关,将来的知识无法在将来出现之前获得。

我们无法预测均衡利润,即经济利润,当然也就无法预测超额利润。如果连超额利润都无法定义,我们又如何定义超额利润为零,即有效市场理论中不能获得超额利润。于是我们尝试对有效市场假说的含义给出一个全新的解释:不是因为股票价格能够瞬间达到均衡,而是所有人都是价格发现的参与者,也就是投资者无法事先预知股票价格信息;通常一次博弈是无法实现均衡价格的,均衡价格的发现是一个过程,因此投资者无法获得超额利润。这与以往对有效市场理论的理解最大的不同在于:一方面,股票价格不是瞬间达到均衡;另一方面,市场上的所有人不是价格的接受者,而是价格发现的参与者。

三、结论

根据价格发现过程观点,价格发现过程、价格的形成过程不是一个设计的过程。一方面,股票价格不是瞬间达到均衡;另一方面,市场上的所有人不是价格的接受者,而是价格发现的参与者。从而回答了本文开始提出的问题,即使市场是有效的,依然不允许人为操纵会计盈利数字,因为这将人为阻断价格发现的过程。该文的意义在于,解释了为什么即使在有效的市场,上市公司仍然进行会计的盈余操纵以达到蒙蔽市场的目的,从而为会计信息披露的进一步规范化提供了理论支持。

主要参考文献

1. Aoyagi M. Evolution of Beliefs and the Nash Equilibrium of a Normal Form Game. Princeton Press, 1994; 3
2. Nicholas Barberis and Richard Thaler. A Survey of Behavioral Finance. NBER Working Paper, 2002; 9