逻辑偏误、有效市场与价值发现

北京石油化工学院　陆　勇

【摘要】证券市场有效性问题是理论界争论的焦点之一。新兴的行为金融学理论从某些方面解释了有效市场理论所不能解释的大量“异象”,但它还不能完全取代传统金融学理论。本文试图将有效资本市场理论、行为金融学和虚拟资本的有关理论结合起来,通过逻辑分析寻找资本市场有效性的合理解释。

【关键词】有效市场　逻辑偏误　价值发现　异象　虚拟资本

有效资本市场假设、理性经济人假设和随机游走假设是现代金融学研究的基本前提。按照有效资本市场假设理论,在证券市场上不会产生证券交易成本、证券持有成本和信息成本,证券市场处于高效率状态,因而市场上证券的价格完全地反映了证券的内在价值。理论界普遍认为证券市场是否完全有效是个实证问题,但是美国教授Fama于1991年指出有效资本市场无法检验。因此,关于资本市场的有效性便存在两种可能:一种是资本市场确实是完整有效的;另一种是有效资本市场理论仍然存在问题,有待进一步完善。从实践来看,资本市场上大量存在的“异象”已经动摇了第一种可能,所以证券市场是否有效还有待进一步研究。

笔者认为,资本市场有效性包含三层含义:证券市场能够有效地确定证券的内在价值;证券的价格运动遵循价值规律,并且证券的交易价格均值围绕其内在价值波动;信息的质量和人的行为特征共同决定价格波动的幅度。

一、有效资本市场理论

1970年,Fama在《有效资本市场:理论和实际工作综述》一文中率先提出了有效资本市场的概念:如果某信息集Φ的信息被完全反映到证券价格中,则资本市场是有效的,并依据信息集的层次将有效资本市场分为弱式有效资本市场、半强式有效资本市场和强式有效资本市场。

资本市场是否有效的命题是个实证的问题,迄今为止,大量的计量结果确认并支持了有效资本市场理论。就弱式有效市场而言,人们用“序列相关系数”来衡量市场是否有效。实证研究表明,世界各国的证券市场上,各种股票收益的序列相关系数接近于零,这说明股票价格处于随机游走状态,从而资本市场是有效的。就半强式有效市场而言,人们采用事件研究的方法来检验其有效性。比如,早在1997年Sewczyk、Tsetsekos、Zantout三人进行了一个关于“取消股利”的实证检验,他们发现,在“取消股利”信息披露之后,某股票的CAR基本没有显著的变化,原因是该公司的股票价格已经充分反映和包含了“取消股利”这一坏消息,从而有力地支持了有效资本市场理论假设。又如,人们用共同基金的平均收益来检验市场是否达到半强式有效,实证研究表明,共同基金的业绩并不能始终如一地高于市场水平,从而也印证了证券市场已经达到半强式有效状态。就强式有效市场而言,人们尚未从实证方面发现有力的支持证据。

人们在发现有效资本市场支持证据的同时也发现了大量的与有效资本市场理论相矛盾的现象,比如股权溢价之谜、可预测性、红利之谜、封闭式基金折价之谜和时间异象等。这些现象都无法用有效资本市场理论解释,从而导致了人们对于资本市场有效理论的怀疑。早在1976年,Grossman就指出有效资本市场理论中存在逻辑悖论:若股票的价格在任何时候都等于股票的内在价值,即股票价格在任何时候都完全无偏地反映了投资者所拥有的信息,那么投资者完全可以不去从事收集、分析信息的工作,而是直接从股票的市场价格推导出市场上所有的关于股票内在价值的信息。

总之,从现有的研究成果来看,还没有充分的证据支持有效资本市场理论,因为有效资本市场理论自身还存在逻辑悖论,市场上也存在着大量“异象”。这些问题促使人们继续探寻资本市场效率问题,20世纪80年代兴起的行为金融学理论似乎为我们开启了一扇重新审视有效资本市场的窗户。

二、行为金融学理论

行为金融学是一门边缘性学科,着重探讨人的心理因素对决策的影响,以指导人们的投资决策。行为金融学的研究内容主要可以归纳为个体的有限理性、投资者的盈利策略和金融市场的异常现象三个方面,套利限制和认知偏差构成了行为金融学的两大支柱。

在现实的资本市场中,理性交易者和非理性交易者是并存的,理性的交易者在实施套利活动时要面临一系列的风险,这些风险包括基本面风险、噪音交易者风险、实施成本风险和法律风险等。由于这些风险而导致套利者套利活动受限的现象称为套利限制(或者称为有限套利)。套利限制导致证券价格并不必然对信息产生适度反应,而且在这种情况下的套利活动也无法将非理性交易者驱逐出证券市场。所以,噪音交易者能够长期存活下去,非理性会对股票价格的形成产生长期的实质性影响,使股票市场上错误定价不可避免,使资本市场难以达到有效状态。

人的心理、知识水平和行为在正常情况下都会受到环境的影响,因此人们对事物的认知会产生一定程度的非理性偏

差和不完全理性,这种现象被称为认知偏差。认知偏差的存在导致人们在投资活动过程中容易过度自信,相信小数定律和坚持信念;另外,投资者的心理还表现为锚定效应、厌恶模糊性和可得性偏差等。认知偏差容易产生系统歪曲感知,从而导致证券市场的错误定价。

根据行为金融学的上述理论,人们能够成功地解释有效资本市场理论所不能解释的大量“异象”。比如,行为金融学小数定律和过度自信理论可以解释波动性之谜。当投资者看到许多公司盈利时,小数定律引导他们相信公司的盈利会不断上升,于是投资者在交易活动中会盲目跟风,从而导致股票价格过度波动。另外,投资者往往对私人信息过度自信,这也会增加股价的波动性。

总之,行为金融学对资本市场研究意义重大。从理论层面看,行为金融学的兴起是对传统金融学的有益补充和发展,对资本市场的种种“异象”给予了合理的解释;从实践层面看,行为金融学有助于完善与规范金融市场,为投资者的活动提供指导和借鉴。另外,行为金融学给了我们一个重要的启示,即当我们在考察资本市场有效性时,不应当忽视对投资者行为的研究,而应当将投资者及其行为作为一个独立的因素纳入到资本市场有效性的探讨当中。

诚然,行为金融学对证券市场“异象”进行了有力的解释,但它还没有建立起完整的理论体系,还不能完全取代传统金融学。另外,行为金融学也面临实证检验的问题,而这对行为金融学未来的发展至关重要。行为金融学是在传统金融理论的基础上发展起来的,它与传统金融学之间不是相互排斥的关系,而是相互补充的关系。

三、虚拟资本

虚拟资本的概念最先是由马克思提出来的,马克思在《资本论》中提出:以有价证券形式存在的能够给其持有者带来定期收益的资本就是虚拟资本。虚拟资本产生的两个基本前提是信用制度的发展和货币资本化,而股份制的出现是虚拟资本产生的直接原因。股份制企业的设立和企业股份化促进了资本市场的产生,资本的需求者通过资本市场向社会发行股票等有价证券以筹集生产经营所需要的资金;同时,投资者为了获得资本收益和资本利得而购买企业发行的有价证券并将其在二级市场上转让,从而使资本脱离了具体的实际物质生产运动而具有了相对的独立性,由此实物资本便完成了虚拟化转变。

与实物资本不同,虚拟资本不是真实存在的资本,它只是一种收益凭证。尽管虚拟资本给人以虚幻的感觉,但是它的出现却成功地解决了现实中资金需求者和资金供给者的资金供需矛盾问题,推动了社会生产力的发展。从运动形式上看,虚拟资本的变化并不与其所代表的实物资本的变化同步,它具有相对的独立性,而且随着证券组合、期权、期货等高级形式的虚拟资本的出现,虚拟资本逐渐脱离了最初的实体资产而走向独立。以股票为例,证券市场上交易的股票价格由企业的经营收益和分红情况、市场利率的高低、该股票市场供求情况等因素决定,与原来购买该股票的货币失去了直接的联系。

由此可见,虚拟资本的运动具有抽象性、虚拟性和独立性,其持有者既可以通过它来实现资本增值,也可能因此而产生资本减值。虚拟资本的这些特性决定了其价值运动的易变性和难以把握,因此我们在考虑资本市场的有效性问题时也应当考虑资本的这些虚拟特性。

四、逻辑偏误和有效资本市场的新解释

当有效资本市场理论被提出来之后,人们对于资本市场有效性的论述和解释从未停止过。Fama于1976年就对有效资本市场概念的内涵进行了扩展和延伸,他概括出的有效资本市场定义有两层含义:①市场不忽略任何有关证券价格决定的信息;②市场行为具有理性预期的特征。由此可见,资本市场是先知先觉的,有效的资本市场能够利用所有可能获得的信息正确决定证券的价格。与此同时,美国的威斯大特和惕尼将资本市场的效率进行了分类,将其分为“内在效率”(资本市场的运行效率)和“外在效率”(资源的定价或配置效率)。可见,人们关于资本市场有效性的讨论并非是一成不变的,在市场经济不断深化的今天,我们对资本市场有效性概念内涵的讨论仍具有理论和现实意义。

1.传统有效资本市场理论的逻辑分析。这里,我们先以股票为例来探讨传统有效资本市场理论研究问题的逻辑路线(见图1)。

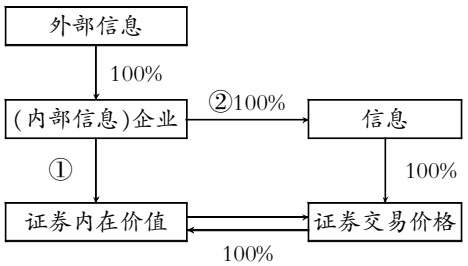

图1 传统有效资本市场信息传递与价格形成机制图

从配置社会资源的角度看,资本市场的功能有两个:一是确定公司价值和股票的内在价值,二是通过信息传递机制促进股票的流通。假设企业能够吸收一切外部信息和内部信息,在传统有效资本市场假设条件下,这些信息在沿着路径①传递的过程中将不折不扣地被“捕捉”,并准确无误地反映在股票的内在价值之中。同样,这些信息可能会沿着路径②完全地(100%)成为证券市场上的交易信息,投资者群体能够充分地(100%)对这些信息加以利用,直至形成正确的股票价格。如果信息在沿着路径①和路径②传递的过程中既不增加也不减少,那么股票的内在价值与交易价格将完全吻合。

正是基于以上信息传递逻辑,传统有效资本市场理论认为,在一个完全有效的资本市场上,股票的价格完全反映了股票的内在价值,而且资本市场具有先知先觉的能力,因而股价对信息的反应是及时的(见图2)。传统有效资本市场理

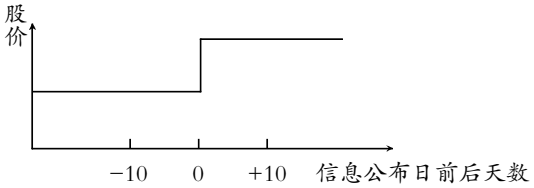

图2 传统有效资本市场价格对新信息的反应图

论存在悖论,难以成立,它受到了Grossman等学者的批评。笔者认为,传统有效资本市场理论的假设逻辑至少存在以下不足:①它完全未考虑投资者(或机构)的参与活动可能对证券市场产生的影响;②它将证券市场的价值确定功能和促进证券流通功能合而为一;③它将证券的价格和价值混为一谈;④它忽视了资本市场上交易对象的虚拟特性。由于传统有效资本市场理论逻辑存在这些问题与不足,因而它无法解释证券市场上的种种"异象"也就不足为奇了。

2.新的有效资本市场信息传递与价格形成机制图。为便于论述,笔者将以上传统有效资本市场理论存在的逻辑上的问题称为"逻辑偏误"。为了寻找更合理的对于资本市场效率问题的解释,需要重新审视资本市场的理论逻辑,并重新构建资本市场信息传递与价格形成机制图。

前文已提及,资本市场具有证券价值确定和促进证券流通的双重功能。包括股票在内的一切证券,其本身并无价值,但是其持有者却能够通过其获得一定的收益,原因是在这些现象的背后存在着实物资本或物质生产。任何公司上市都必须解决公司价值的测定和证券内在价值的确定问题,这两者实际上是一个问题的两个方面,而且只要公司上市交易,证券市场的价值确定功能就发挥作用。从理论上看,证券内在价值的确定可以采用未来收益现值法,证券的内在价值应当与公司的未来获利能力相匹配,公司的一切利好和利空消息都必然反映到证券的内在价值中。虽然我们不能准确地测算出证券的内在价值,但其确实是存在的。

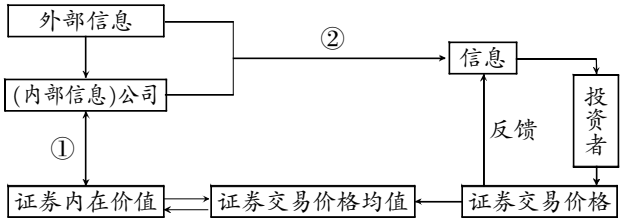

图 3　新的有效资本市场信息传递与价格形成机制图

在此,笔者将证券的内在价值与公司价值的一致性看做是证券市场效率的第一重含义,即证券市场对于证券内在价值的确定是有效的。这一点可以从图3信息传递路径①中看出来。

另外,证券市场还通过信号传递机制促进证券流通。从图3中信息传递路径②可以看出,公司会"吸收"与之相关的外部信息并将其和内部信息一道传输出去,这些经过综合的信息就成为证券市场上证券投资的信息来源。由于证券具有虚拟特性,证券交易价格形成后就脱离了实体资产而具有了独立性。在证券市场上,我们看到的是证券投资决策信息、投资者和证券交易价格所形成的一个小的信息传递循环闭路,笔者将其称为"信息与股价自循环"。从这个信息循环闭路可以看出:一方面,信息是证券交易价格形成的原因之一;另一方面,证券的交易价格又成为下一次交易的信息来源。在此过程中,行为金融学的有关理论可以解释投资者群体在证券市场上的作用及投资者对证券价格形成的影响。尽管此时其他信息还能够对证券交易价格的形成产生一定的影响,但是由于证券市场上"信息—投资者—证券交易价格"之间的循环运动具有一定的独立性,信息与股价自循环系统生成的股票价格与股票的内在价值在一定程度上相背离就不难理解了。但是值得注意的是,信息与股价自循环并没有完全背离图3的整个大循环框架。因此我们可以看到,虽然股价可以在一定时期内与股票的内在价值有较大的差异,甚至这个时期会很长,但是由此形成的股票交易价格均值却不会背离股票内在价值太远并会围绕其波动,且总会回归到股票的内在价值上。股价均值随股票内在价值波动反映了证券市场的供求状况,符合价值规律的基本原理。

值得注意的是,当信息沿着图3中路径②传递时,信息与股价在循环中的相互影响以及证券交易价格均值向证券内在价值回归情况反映了证券市场运行的状况,我们可以将其概括为资本市场有效性的第二层和第三层含义。

在全面运用资本市场功能理论、行为金融学理论、传统金融学理论和价值规律的基础上,我们可以概括出资本市场有效性的三层含义:①资本市场对于证券内在价值的确定是有效的,以股票为例,其内在价值基本上反映了企业价值。②资本市场交易工具(如股票)的虚拟资本特性以及人的行为的系统性偏差决定了证券价格不能在每一时刻都与其内在价值相一致,因而证券市场上形成的证券价格均值不能总与其内在价值一致,只能是前者围绕着后者波动,甚至前者可能在更长的时间内与后者相背离。③证券市场上信息质量的高低和投资者行为可以影响证券交易价格对信息的反应状况,包括价格的敏感性和价格的波动幅度。

按照这个新解释,就不会出现Grossman和Stiglitz所说的有效资本市场逻辑悖论。首先,按照有效资本市场的第一重含义,证券的内在价值是客观存在的,但是鉴于其难以被人们准确地测量出来,即使出现传统金融学所说的市场完全有效的情况也不会放弃价值发现的工作,人们会不断地寻找新的信息。其次,由于在有效资本市场中证券的价格围绕其内在价值不断波动,两者完全一致的均衡状态极少,人们寻找价差的机会极多。最后,新的资本市场信息传递路径充分考虑了人的因素,行为金融学为我们解释投资者试图通过信息搜寻以发现价值提供了充分的解释。总之,在新的有效资本市场概念体系中,投资者永远不会停止为价值发现付出努力。按照这个新解释,我们可以轻松地解释有效资本市场的各种"异象";按照这个新解释,财务专家就大有用武之地,他们可以利用在会计方面的信息优势,更便利地发现价值,寻找套利机会。

主要参考文献

①姜国华.基于会计信息的证券投资策略研究:分析及展望.北京大学工作论文,2005;10

②林文顺,刘达.行为金融学理论综述.开放导报,2005;4

③吴成颂.两岸证券市场羊群行为的检验与行为金融学解释.技术经济,2005;7

④王擎.再析中国封闭式基金折价之谜.金融研究,2004;5

⑤柯琼.市场失灵与会计信息披露管制:基于资本市场的经济学思考.现代管理科学,2004;10