

1 金融市场相关理论

1.1 有效市场假说理论

有效市场假说理论是现代金融学的重要理论之一，也是标准金融学理论的代表。有效市场假说理论是：假定在金融市场上，所有的信息都能够及时地反映在市场价格上，从而导致金融市场上任何金融产品的价格都是随机的，任何模型和分析都不能使投资者持续获得超额收益。该理论的起源最早可以追溯到 1889 年，George Gibson 在《伦敦、巴黎和纽约的股票市场》中就提到过金融市场有效的观点。^①有效市场假说的正式提出则是 1959 年根据 Roberts 和 Osborne 的研究成果综合得出的。而将有效市场假说推到最前沿的当属 Fama (1965)，在他的博士论文中首次提出了有效市场这个名词，他认为有效市场首先应该是市场中有大量的理性参与者，并且参与

^① 郭文英．投资行为人的异质性研究[M]．首都经济贸易大学出版社，2007．

者能够免费获得所有市场相关信息，并对市场未来进行预测。该假说在金融市场中主要运用于资本市场，认为该市场中的证券价格充分、准确地反映了市场上所出现的全部相关的信息，包括过去的历史信息、当前信息和投资者对未来的预期等信息。Malkiel (1992) 把金融市场有效性概括为三个方面：一是有效的市场就是能在资产价格中完全正确反映与资产价格相关的信息；二是金融市场对某个给定的信息集合是有效的，即如果向市场上所有的参与者公开这些信息，资产价格不受影响；三是投资者使用该信息集合在市场中进行交易不可能获得任何经济利润（异常收益）^①（王远林，2008）。Fama 根据市场的有效程度又将该理论分为弱势、半强势和强势市场假说理论三个部分。需要注意的是：市场假说理论的前提是所有的市场参与者均为理性投资者，能够在获得信息的时候做出理性的预期然后进行相应的操作。

有效市场假说理论的另一前提是有效市场的存在，所谓有效市

^① 王远林. 有效市场假说及其检验的新进展[J]. 东北财经大学学报, 2008 (3).

场是指在证券市场当中，股票价格能够把所有相关的信息全部反映出来，那么这样的证券市场才是有效市场。而衡量证券市场是否有效率取决于两个因素：其一是价格是否可以根据相关信息自由的变动；其二是证券的相关信息能够使所有的投资者同步获得同质同量的信息披露。只有同时满足这两个因素之后，证券市场才能称为有效市场。

有效市场分为外部有效市场和内部有效市场。内部有效市场又称为交易有效市场，主要衡量投资者买卖证券支付交易费用的多少，如证券商索取的手续费、佣金与证券买卖的价差。外部有效市场又称价格有效市场，主要探讨证券价格是否迅速反应所有与价格相关信息。这些信息包括所有公开可用的信息，也包括个人或群体所能得到的所有私人非公开的信息。而外部有效市场就是有效市场假说理论所探讨的市场模型。有效市场假说理论有三种表现形式，下面一一做具体介绍。

1.1.1 弱势有效市场假说理论

弱势有效市场假说理论是指如果股票价格所反映的信息集仅包含过去的交易信息，如交易价格、成交量等，则该证券市场是弱式有效。在弱势有效市场状态时投资者无法利用过去的交易信息获得超额收益，投资者也不能通过 K 线图或者移动平均线等分析方法获得超额利润。但是在弱势有效市场情况下，通过基本分析可以获得超额利润。

1.1.2 半强势有效市场假说理论

如果信息集不仅包括过去的交易信息，也包括所有可以公开得到的信息，如公司盈利报告、财务报告、股票细拆等，则为半强式有效。在半强势有效状态下，这些公开信息可以迅速在股价中得到反映，因此利用当前的公开信息也是不能获得超额收益的。也就是说，通过企业的财务年报等信息来进行分析是无效的，这些信息会在投资人获得信息的同时或之前就已经反映在股票价格中。

1.1.3 强势有效市场假说理论

如果信息集包含了弱势和半强势的所有信息，以及许多不为大

众所知的内幕信息，则为强势有效市场。但是这些信息也已经全部反映在股票价格之中，所以即使是拥有内幕信息的人也无法获得长期超额利润。

1.1.4 有效市场假说理论的缺陷及质疑

由于有效市场假说理论的基本假设是所有投资人都是理性投资者，都能够根据所获得的信息做出理性判断并决策，投资者之间不存在异念，即投资者进行投资决策时仅考虑股票风险且对于股票的涨跌有一致性认识，因为在有效市场假说理论的情况下，信息能够充分地反映在股票价格中，因此所有投资者无异念。但实际情况是，投资者在进行证券投资时并不是同念的，面对同样的信息，投资者的决策除了考虑风险承受之外，对于信息的处理及接受程度不同，对于股票价格相对信息的走向的认识并不一致，因此会影响有效市场假说理论的论证。

而有效市场假说的另一理论假设是信息充分完全的获得及体现，但是从信息经济学的角度来研究，认为证券市场中不存在完全

的信息，证券市场中的信息表现为不完全也不对称，使投资者会对信息进行搜集并获得超额利润，但是由于股票价格对于信息的无差异反应，使一些在资金和信息获得渠道上有实力的机构投资者通过先进的技术分析及大数据统计对证券市场进行甄别，从而获得超过单个独立个人投资者所不能获得的信息导致的超额利润。而根据有效市场假说理论，在有效市场状况下，由于证券市场对于信息的反映使投资者无法获得超额利润，但是在实际情况下，确实有一些大投资者或是机构投资者利用其掌握的资源能够获得超额利润，从而出现理论与现实相悖的状况。

与有效市场假说理论相对的则是行为金融理论，行为金融对有效市场假说通过一些现象进行反驳，下一节将对行为金融理论做具体的描述和分析。

1.1.5 小结

尽管有效市场假说理论有着严格的缺陷，但是对现代资本市场的发展有着举足轻重的指导作用，资产定价理论就是建立在有效市

场假说理论之上的。因此有效市场假说理论在当前的经济发展状况中，尤其是在资本市场中，需要做到信息披露，该假说的理论前提就是市场中的信息能够全部获得并且能够反映在价格中。如何实现有效市场，是我国资本市场发展需要面对的一个重点难题，为了解决这一问题首先需要做到的便是信息披露。当前，我国的上市公司信息披露还不全面，市场上也存在通过内幕信息获得超额收益的投资者。因此，依据对应市场有效程度分类，我国的资本市场尚处于弱势和半强势市场之间。当发展到强势有效市场时，我国的资本市场才能得到进一步发展，当前需要做的是进一步落实强制性信息披露制度的执行，完善监管体系；进一步推进现代公司治理结构改革；降低交易成本，增加流动性；提高交易和上市公司透明度，减少内幕交易，使所有信息能够全部反应在股票价格中，在实现有效市场之后使资本市场能够健康有序的发展。

1.2 资本结构理论

资本结构理论是现代金融理论的代表理论，该理论起源于 MM 理论，经过半个多世纪的发展形成了如今的新资本结构理论。从单纯考虑企业外部因素的 MM 资本结构理论发展到契约代理等资本结构理论，逐步深入到企业内部各种因素对现代资金结构理论的研究，从而使结构分析更接近当前的经济现实。

1.2.1 MM 理论

MM 理论是郎科·莫迪利亚尼和默顿·米勒自 1958 年到 1977 年发表的一系列文章得出的一个综合理论。该理论认为，在无税收、无激励和信息问题的理想状态下，不管企业以何种方式融资，其效果都是相同的。^①（汤洪波，2006）换言之，企业选择的融资方式产生资本结构变化对企业的价值不产生影响。在 MM 理论 1963 年引入税负之后即有税模型，将最初的假设条件进行改变，认为引入企业所得税之后，企业通过融资改变资本结构的同时，由于支付的利息可以在税负之前扣除，从而可以减轻企业的负担增加企业的收益，这

^① 汤洪波. 现代资本结构理论的发展：从 MM 理论到融资契约理论[J]. 金融研究, 2006 (2).

是资本结构变化带来的企业收益增加的可能举措。因此，在这个条件下，认为企业可以通过提高杠杆率来增加股东收益。而在 1977 年 MM 发表的另一篇论文中，引入了债和税，即有名的米勒模型。在这个模型中，将之前的公司所得税扩展到个人所得税，将两种税负考虑之后进行模型分析，得出的结论同样和有税模型相同，即认为在无激励和信息问题的状态下，通过资本结构的变化即扩大融资比率能够使企业价值得到提升，从而实现股东利益最大化。但是在实际经济状态中，MM 理论的运用几乎不能指导企业资本结构调整。MM 定理试图通过企业资本结构的表面去研究企业资本结构内部的运行机制，进而找出企业资本结构与企业价值之间的关系。该定理里程碑式的意义在于：将以往人们对资本结构的投资政策、融资政策与股利政策的规范研究，转向了可选择的投资政策、融资政策和股利政策对企业价值产生影响的实证研究。^①但是 MM 理论的假设条件中不包括激励和信息问题，使其在现实经济中得不到运用，因

^① 汤洪波. 现代资本结构理论的发展：从 MM 理论到融资契约理论[J]. 金融研究, 2006 (2).

为激励已经成为现代金融的重要前提条件，因此 MM 理论虽然奠定了现代公司金融理论的基础，也提供了一种数理研究方法，但是由于其假设条件的局限性，使 MM 理论在后来的发展中转变为委托代理理论。

1.2.2 委托代理理论

委托代理理论是考虑了企业的激励和信息等因素，在 MM 理论上发展而来的。代理理论由 Jensen 和 Meckling 提出，认为企业市场价值跟代理人的行为有关，不同的融资方式所产生的融资成本不同，由于外部股权和实际经营管理者之间的股权不同，使可能存在的债券融资增加，实际经营者会从事高风险的投机活动，从而获得高收益。如果投机成功，那么获得最大收益的则是实际的经营管理层，但是如果投机失败，那么失败的风险就转嫁给实际的债权人。产生这一投机行为是由于外部股权与经营管理层股权的信息不对称，从而产生代理成本。该理论认为，在 MM 理论基础上，激励和信息等因素对资本结构会造成直接的影响。代理成本的产生则会导致企业

利益的下降；为规范代理人的行为，会对公司进行审计，从而产生审计成本；同时还有间接代理成本，诸如在债券合同中设定一些特定的条款可能使合同履行中的监督成本，从而增加企业的利息支出，也可能因为一些限制性条款使企业失去新的投资机会，造成企业价值的损失。

1.2.3 激励理论

由于委托代理人之间的不对称关系产生的代理成本对企业的资本结构有一定的影响，为解决这一矛盾问题，在代理理论上又发展出激励理论。该理论研究的是资本结构同经理人行为之间的关系。该理论认为，资本结构会影响经理人员的工作努力水平和其他行为选择，从而影响企业未来现金收入和企业市场价值。在债权融资和股权融资两者中，债权融资具有更强的激励作用，因为债务的存在类似一项担保机制，由于存在无法偿还债务的财务危机风险甚至破产风险，经理人员必须作出好的投资决策，努力工作以避免降低风险；相反，如果不发行债券，企业就不会有破产风险，经理人

员也丧失了扩大利润的积极性，市场对企业的的评价也相应降低，企业资金成本上升。因此，应当鼓励企业举债，迫使经理人员努力工作以避免破产。^①

1.2.4 控制理论

资本结构的变化会导致股东对企业的控制权发生变化，从而影响企业的价值。对于企业来说，资本结构的变化是通过债券、股权、银行贷款等方式加以改变的。债券融资对企业的控制权影响最小，但是，多发债券又会使企业受到财务危机的制约；发行股票会稀释股权，不过由于外部小股东权利小，无法对企业控制权进行改变，因此对企业控制权影响也相对较小，但是迈尔斯 (Myers) 和麦吉勒夫 (Majluf) 考察发现，企业发行股票融资时会被市场误解，认为其前景不佳，由此新股发行总会使股价下跌。^②内部融资是利用未分配利润进行再投资，对控制权不造成任何影响；而银行贷款则可能使企业资金依赖于银行后，导致银行掌握了企业的控制权，对于有控

① ② 夏俊荣：现代资本机构理论的发展研究及启示[J]．财经问题研究，2001 (2) ．

制权需求的经理人来说，银行贷款显然不是最优选择。因此，企业资本的融资顺序应是：先是内部筹资，然后为发行债券，最后才是发行股票。

在我国资本市场的发展过程中，依据我国经济发展的现实情况，由于股权融资所导致的股权控制力丧失可能性极小，反而可以获得比债券市场和银行贷款更高的融资额，使我国企业的资本结构畸形发展。并且由于我国的资本市场和债券市场并不属于有效市场，资本结构对企业价值的影响并不明显，由于一些代理成本以及经理人利用信息不对称带来的利益驱使企业大多趋向于股权融资。在今后我国资本市场的发展过程中，将逐步实现利用信息不能获得超额利益的强势有效市场，追逐股权融资的资本结构模式将会得到改变。

资本结构理论可以对股份有限公司资本结构中的企业利润、控制力以及可能出现的一些委托代理关系进行一定的解释。通过资本结构理论能够降低企业成本，最大限度地实现股东利益最大化，对于金融市场的健康发展起到理论指导作用。

1.3 行为金融理论

行为金融理论归属于行为金融学范畴。行为金融在金融活动中，将金融活动的参与主体视为“行为人”，利用行为人的心理对于金融活动作出的决策分析。行为金融理论与有效市场假说理论的争论层出不穷，而争论的根本在于对于理性人的假设。由于有效市场假说理论通过实证检验得到发展，但是无法解释一些异象，如日历效应、规模效应、反转效应以及非理性繁荣等现象，因此需要从心理学等角度进行研究。20世纪90年代以来，行为金融学通过实验手段，从人类决策行为的非理性角度出发，对市场有效性假说提出了质疑。其基本结论是：证券的市场价格并不只是由证券自身包含的一些内在因素所决定，而在很大程度上受到各参与主体行为的影响。^①换句话说，证券市场并不是有效的。而在2002年，两位行为金融理论研究者，来自美国普林斯顿大学的卡尼曼教授和梅森大学的史密斯教授获得诺贝尔经济学奖之后，行为金融理论开始被学界认为是金融

^① 李心丹. 行为金融理论：研究体系及展望[J]. 金融研究, 2005(1).

学学科中的重要理论。行为金融理论是将心理学和金融学结合在一起的理论，在行为金融发展过程中，运用的最多的是凯恩斯的理性预期。在 1936 年，凯恩斯的《就业、利息与通货》中就强调了心理预期对投资决策的影响。他强调心理预期在人们投资决策中的重要性，认为股票价值虽然在理论上取决于其未来收益，但由于进行长期预期相当困难和不准确，投资大众应该把长期预期划分为一连串的短期预期，只要投资在短期预期内是安全的，就不必考虑未来十年或者几十年投资是否安全。^①因此，凯恩斯认为决定投资者行为的主要因素是心理因素，投资者是非理性的，证券价格取决于投资者的心理预期。行为经济学认为，人并不是完整意义上的理性人，他们作为决策人不仅受到自身知识和条件的限制，还在很大程度上受到外部环境的影响。由于有限的理性在决策过程中，决策人的启发式思维、心理框定、错定效应等发挥着决定性的作用。^②行为金融学作为行为经济学的一个分支，主要研究在金融决策过程中由于一些

① ② 饶育蕾．行为金融学[M]．2版．复旦大学出版社，2005．

认知、感情和态度等心理性特征引起的市场非有效性，即在有效市场假说之外解释一些金融行为。行为金融主要由四个方面组成：一是证券市场中的一些异常行为如股票溢价、股利、股票价格对价值的偏离现象等；二是预期效用与心理实验导致现实中的反射效应、孤立效应等；三是认知过程的偏差；四是心理偏差和偏好。行为金融理论的出现使人们在进行投资决策时能够更好地进行考量，进而促进整个金融市场理论的发展和对现实市场的指导作用。

1.3.1 异常现象的解释

有效市场假说的前提条件是市场参与者是理性人，能够根据市场上的各种信息及时做出应对投资，从而使市场有效。但是在实际的资本市场中，投资者并不完全是理性的，他们可能存在羊群效应、跟风效应等，从而导致股票市场上的价格失真，出现股票溢价等异常现象，使一部分投资者能够获得超额利润。这一现象无法通过传统金融理论进行解释，而行为金融理论则是从心理学和金融学相结合的角度对这些异常现象进行解释。

股票溢价现象，即股票收益远高于债券收益。从传统金融理论分析，股票由于比债券具有更大的风险，因而其收益比债券高是能够解释的。但是实际情况却并不是如此，利用实际模型实证出来的结果，却偏离实际溢价情况。所以股票虽然具有远高于债券的收益率，但是人们依然对债券趋之若鹜。由于债券风险相对于股票较小，对于风险厌恶者来说，必然会选择债券，但是从理性投资者的角度分析，在风险溢价远远超过风险水平的情况下，选择股票是理智的投资行为。然而现实却并非如此，因此，出现了股票溢价异象。Benartzi 和 Thaler (1995) 曾对股票溢价之谜进行过解释：他们认为如果投资者经常性的评价他们的投资组合，短期的损失厌恶就会令很大一部分投资者放弃股票投资的长期高回报率，因为股票收益在短期内具有很大的波动性和不确定性，而投资于具有稳定回报率的债券。^①因为对于短期投资来说，债券投资风险较小收益较为稳定；从长期来说，股票溢价现象是需要时间投资，这部分溢价通过传统

^① 饶育蕾．行为金融学[M]．2版．复旦大学出版社，2005．

金融理论则无法解释，从行为金融理论角度就可以做出解释。

过度反应，指的是投资者对资本市场信息的理解和反应出现了非理性偏差，从而产生的信息权衡过重和行为过激的现象。由于保守型偏差使投资者一旦形成某种判断，就不能根据情况的变化及时修正自己的预测模型，导致股价反应过度。^①Debondt 和 Thaler(1987)对价格长期反转现象进行了解释：投资者在前期的交易中反应过度，导致价格偏离太远，后期进行自我纠正，因而出现了前期亏损组合在后期有更好的收益率表现的现象。^②

过度交易同样存在于股票市场中。由于人们对于市场的分析和把握过度自信从而导致了认知偏差，出现过度交易的行为。这类行为主要表现在长期从事短线交易的投资者上，他们对于市场的分析和反应过度，从而快进快出，这样的交易一方面增加了交易成本，另一方面也使市场出现过度频繁交易导致的非理性状况。结果就是从事过度交易的投资者并不能盈利，导致这样状况的首要原因就是

① 毕艳杰. 行为金融理论述评[J]. 首都经济贸易大学学报, 2005(2).

② 李心丹. 行为金融理论：研究体系及展望[J]. 金融研究, 2005(1).

投资者对于自己的投资能力以及专业能力的过度自信，认为盈利是自己的能力体现，而失败则归结于运气不佳。持续的过度自信将导致股票市场上持续的过度交易，即造成股票市场噪音效应，最终使投资者的投资收益无法与长线持有获利相比。

通过对各国金融市场数据的分析，每年一月以及每周周一的股票市场收益率最高，这种现象称为日历现象。但是在后来资本市场的发展中，大多数投资者已经意识到这种异象，因此纷纷在日历来临的时期进行套利，久而久之，市场就逐渐平衡，周一现象逐渐消失。

这些证券市场中出现的无法用传统金融理论进行解释的异常现象导致了行为金融理论的出现。研究者开始从有效市场理论中分离出来，结合投资者个人及群体行为等心理行为进行解释和建模分析。

1.3.2 预期效用与心理实验

预期是在金融投资等决策过程中对于未来的一个预测并影响当前决策的一种心理因素。而效用同样是进行决策时采用的一种理论，基于预期的结果，利用效用作为衡量标准，最终进行决策。决策过

程则受到决策者个人或集体的主观意识的影响，将对未来的各种情况进行预期展望，对可能的收益和损失进行衡量，而决策者对于可能的利益或损失的独特的看法、反应或兴趣等都称为效用，效用反应的结果是决策个人或集体对于风险的厌恶程度。风险偏好是决定效用的一个因素，经过一些实验得出的结果表明，人们并不总是偏爱不确定性的，也不总是回避风险的，而是根据这种不确定性改变自身对收益的偏爱程度以及对损失的厌恶程度。^①效用是一个主观反应，不同的人对于相同的事件有不一样的效用，取决于一个人的风险偏好，但是最终对于决策者来说，追求的都是收益而不是损失。

一个人的偏好不是固定不变的，可能决策人在某一个时期在某一种特定外在条件以及内在心理因素引导下，是一个明显的风险厌恶者，但是会在外在条件以及内在因素的作用下，突然变成一个风险偏好者，因此，就会出现效用及预期的不同，从而导致明显的决策差别。“偏好反转”是在相同评价条件下受到不同引导模式的影响出现

^① 饶育蕾. 行为金融学[M]. 2版. 复旦大学出版社, 2005.

