

第一章 财务管理概述

第四节 金融工具与金融市场

六、资本市场效率

(一) 资本市场效率的意义

2. 资本市场有效的基础条件

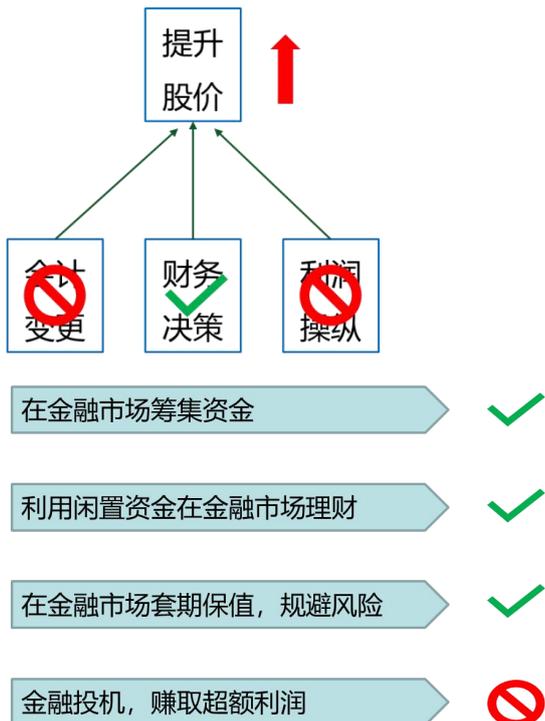
以下三个条件只要有一个存在，市场就将是有效的。

理性投资者	假设所有的投资者都是理性的，当市场发布新的信息时，所有投资者都会以理性的方式调整自己对股价的估计。
独立的理性偏差	即使存在非理性的人，只要每个投资者是独立的，预期的偏差是随机的（不是系统的），非理性行为就可以相互抵消，使得股价变动和理性预期一致。
套利	资本市场有效性并不要求所有的非理性预期都会相互抵消，有时他们的人数并不相当，市场会高估或低估股价。即使非理性的预期没有抵消掉，理性的专业投资者会重新配置资产组合，进行套利交易，能够控制业余投资者的投机，使股价恢复理性预期。

3. 有效资本市场对财务管理的意义

有效资本市场对于公司财务管理，尤其是筹资决策，具有重要的指导意义。

意义	含义
管理者不能通过改变会计方法提升股标价值，更不能企图愚弄市场	这种做法不仅有违职业道德，在技术上也是行不通的。
管理者不能通过金融投机获利	实业公司在资本市场上的角色主要是筹资者，而不是投资者。实业公司的管理者不应指望通过金融投机获利
管理者应当关注自己公司的股价是有益的	资本市场既是企业的一面镜子，又是企业行为的校正器



【多选题 2016】在有效资本市场，管理者可以通过（ ）。

- A. 财务决策增加公司价值从而提升股票价格
- B. 从事利率、外汇等金融产品的投资交易获取超额收益
- C. 改变会计方法增加会计盈利从而提升股票价格
- D. 关注公司股价对公司决策的反映而获得有益信息

【答案】AD

【解析】管理者不能通过改变会计方法提升股票价值；管理者不能通过金融投机获利。在资本市场上，有许多个人投资者和金融机构从事投机，例如从事利率、外汇或衍生金融产品的投机交易。所以 B、C 不正确。

(二) 有效市场效率的区分

与证券价格有关的信息

历史信息	公开信息	内部信息
指证券价格、交易量等与证券交易有关的历史信息	指公司的财务报表、附表、补充信息等公司公布的信息，以及政府和有关机构公布的影响股价的信息	指没有发布的只有内幕人知悉的信息。“内幕者”一般定义为董事会成员、大股东、企业高层经理和有能力和接触内部信息的人士。

分类	股价反映的信息	交易策略	
		无效	有效
弱式有效资本市场	历史信息	技术分析无效	利用公开信息(估值模型或基本面分析)+内幕信息(内幕交易)获得超额收益
半强式有效资本市场	历史信息+公开信息	技术分析无效+估值模型无效+基本面分析无效	利用内幕信息(内幕交易)获得超额收益
强式有效资本市场	历史信息+公开信息+内部信息	技信分析无效+估值模型无效+基本面分析无效+内幕交易无效	无法获得超额收益

这里“无效”指无法获得超额收益。

若利用历史信息（技术分析）就能获得超额收益说明这个资本市场连弱式有效市场都没有达到，是无效的资本市场。

启示：

1. 任何人不能用已经包含在股价中的信息预测未来股价。
2. 任何人不能用已经包含在股价中的信息获取超额收益。

策略”无效”的含义

“策略无效”意味着无法带来超额收益	不排除与风险相称的正常收益
“策略无效”意味着从平均水平来看超额收益为零	不排除个别人/机构有超额收益(横向)
“策略无效”意味着从长期趋势来看超额收益为零	不排除个别年份/情况有超额收益(纵向)

市场	检验方法	检验规则	检验结果
弱式有效资本市场	随机游走	当日的收益率序列，与前 N 日的收益率序列不相关（股价是随机游走的）。	是
	过滤检验	使用过滤规则交易的收益率，不能持续超过“简单购买/持有”策略的收益率。	
半强式有效资本市场	事件研究	超常收益率只与当天披露的事件有关，与此前此后披露的事件不相关。	是
	投资基金表现研究	投资基金的平均业绩，不可能持续超过市场整体的收益率。	

强式有效资本市场	内幕人交易	内幕者交易的收益率，不可能持续超过市场整体的收益率。	否
----------	-------	----------------------------	---

【多选题 2017】甲投资基金利用市场公开信息进行价值分析和投资，在下列效率不同的资本市场中，该投资基金可获取超额收益的有（ ）。

- A. 无效市场
- B. 半强式有效市场
- C. 弱式有效市场
- D. 强式有效市场

【答案】AC

【解析】在半强式有效市场中，历史信息 and 公开信息已反映于股票价格，不能通过对历史信息和公开信息的分析获得超额收益；在强式有效市场中，对投资者来说，不能从公开和非公开的信息分析中获得超额收益，所以选项 B、D 错误。

【单选题 2018】如果投资基金经理根据公开信息选择股票，投资基金的平均业绩与市场整体收益大体一致，说明该资本市场至少是（ ）。

- A. 弱式有效
- B. 半强式有效
- C. 完全无效
- D. 强式有效

【答案】B

【解析】半强式有效资本市场的价格不仅反映历史信息，还能反映所有的公开信息。

【单选题 2018】如果当前资本市场弱式有效，下列说法，正确的是（ ）。

- A. 投资者不能通过投资证券获取超额收益
- B. 投资者不能通过分析证券历史信息进行投资获取超额收益
- C. 投资者不能通过分析证券公开信息进行投资获取超额收益
- D. 投资者不能通过获取证券非公开信息进行投资获取超额收益

【答案】B

【解析】在弱式有效市场下，股价反映了历史信息，也就是不能通过历史信息获得超额收益。弱式有效市场的股价没有包含公开信息和非公开信息，可以利用这两类没包含的信息获得超额收益，因此选项 B 正确，选项 ACD 错误。

本章小结

