

## 第二章 效率市場迷思

---



## 本章大綱

- 不效率證據
- 爲什麼不效率？
- 市場不效率是否意味著可以輕易打敗大盤？



## 不效率證據(1/10)

- 很多的不效率現象無法以現代財務理論解釋，而被稱為市場迷思：
  - 孿生證券價格迷思
  - 封閉型基金折價迷思
  - 母公司股價迷思
  - 策略投資迷思
  - 股價波動迷思
  - 股票風險溢酬迷思
  - 泡沫迷思



## 不效率證據(2/10)

### □ 一價法則

- 一價法則(law of one price, LOOP)是經濟學中十分基本的一項法則，它是指：同樣的商品在不同的市場中會有相同的價格。
- 支持此一法則成立的，就是套利機制。當任何一個市場的價格有所偏離時，市場就會出現買低賣高的套利行爲（也就是在價格低的市場買進，同時到價格高的市場賣出，以賺取差價），使偏離的價格迅速回到應有的均衡價格。
- 一價法則要成立，至少須具備二個條件：資訊效率與套利效率。



## 不效率證據(3/10)

### □ 策略投資超常報酬

#### ● 價值投資策略

##### – 價值股與成長股

- Banz在實證時發現，除了系統風險以外，規模也是一個影響報酬的重要因素，也就是所謂的「規模效應」；而淨值市價比（book-to-market, BM比）是另一項普遍認為對於期望報酬具有顯著影響的重要因素。
- 所謂BM比，就是上市公司股東權益的帳面值除以股票市值所得到的比值。



## 不效率證據(4/10)

- **BM**比的高低有一部分可能是來自市場對市值**M**的估計偏誤，**BM**比的二端（最小群組與最大群組）可能意味著市場過度樂觀或者過度悲觀的偏誤預期，使得市價被高估或低估。
- 過度樂觀使得市價高估、**BM**比過低，一般稱為價值股(value stocks)；過度悲觀使市價過低、**BM**比過高，一般稱為成長股(growth stocks)，這兩類股票價格存在高估或低估偏誤的報導，便成為市場不效率的證據。



## 不效率證據(5/10)

### – 價值投資策略之超常報酬

- 不少學者嘗試利用價格乘數做為策略投資的指標依據：買進價值股、賣出成長股。
- Montier集結了世界各國1975～2000年的股市資料，以市價淨值比作為分類，發現長期而言，價值型股票的報酬表現優於成長型股票。換句話說，價值股投資策略可獲取超常報酬，有違效率市場的特性。
- 許多實證研究發現，按照BM比的高低形成策略投資組合，可以獲取相當穩定的超常報酬，這意味著至少存在一個可以賺取超常報酬的投資策略——這在效率市場中是不會發生的。



## 不效率證據(6/10)

### ● 動能投資策略

- 有一種賺取超常報酬的投資策略：買進贏家股、賣出輸家股，也就是所謂的動能策略(momentum strategy)。
- 動能，又稱續航，是指本期佳、後續亦佳，本期差、後續仍差的情況；也就是說，在動能的作用下，本期績效表現較佳的股票，其佳績仍將持續，而本期表現差的股票，後續欲振猶難。
- 就短期而言，市場較有可能出現動能效應，但是中長期來說，走勢終要反轉，則又走上反向策略掛帥的階段。





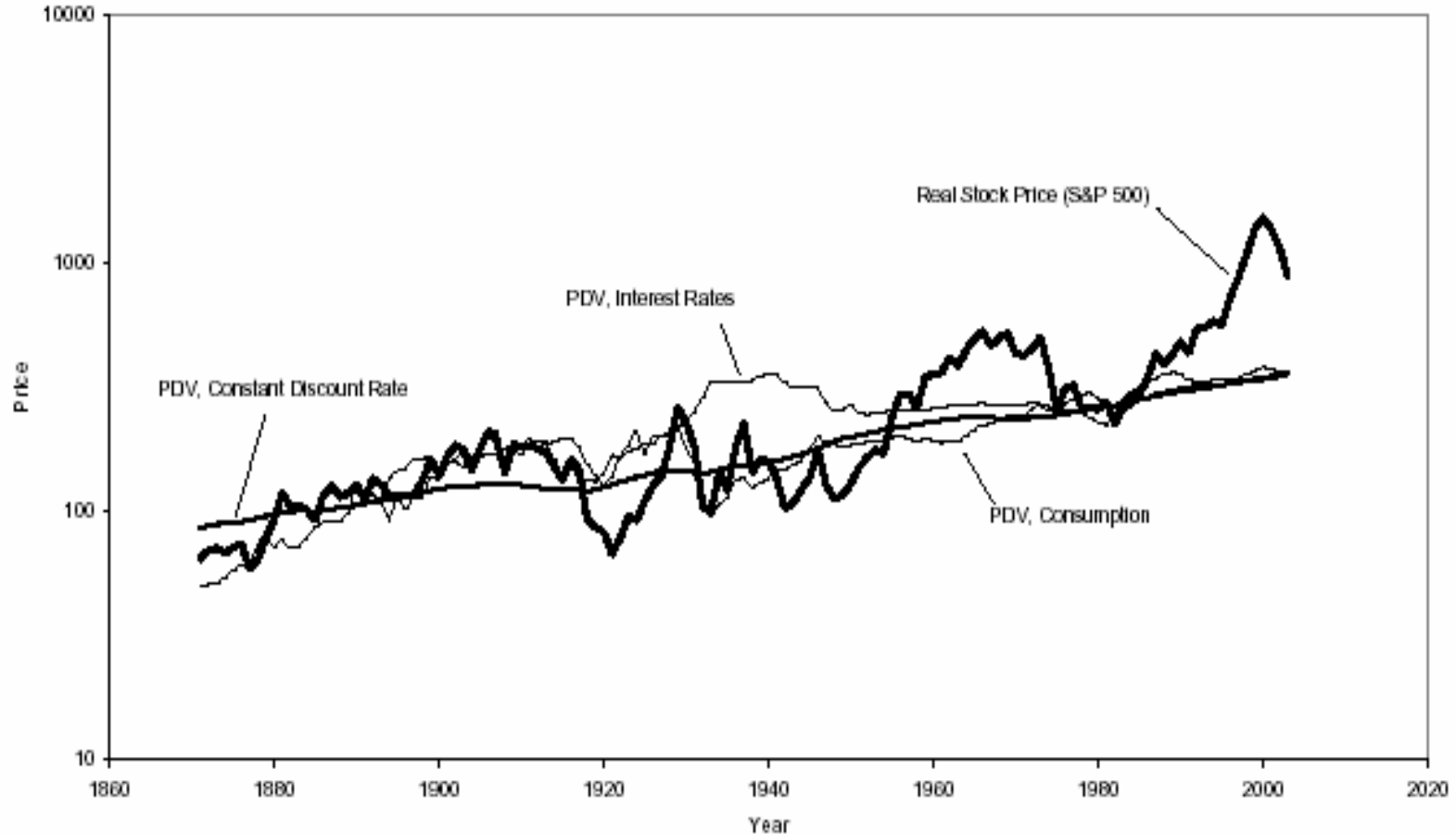
## 不效率證據(7/10)

### □ 權益波動迷思

- 如何估計股票價值，在現代財務理論中，股利折現法是最基本的評價方法之一：股票價格等於未來所有預期現金股利的現值總和。
- 由於預期股利無法觀測也難以衡量，很難驗證市場上的股價究竟是不是代表著預期股利的現值。
- Shiller利用事後反推法來「驗證」此一問題，如圖2-2所示。



## 圖2-2 S&P500之實際指數與不同折現率 下之理論價值



## 不效率證據(8/10)

- 在真實市場中所看到的股價震盪，為什麼會呈現出「過大」的波動？也就是說，投資人在面對資訊時，往往過度反應或者反應不足，自然使股價走勢呈現上下震盪、波動劇烈。
- 市場價格不但不能反映真實價值，反而經常游走於過度反應與反應不足之間，而更直接的說法就是：投資人經常過度反應——但是是緩慢地過度反應，由反應不足而慢慢變成過度反應。



## 不效率證據(9/10)

### □ 權益溢酬迷思

- 股票報酬率平均「過大」的現象，就是所謂的權益風險溢酬迷思。
- 就股價來說，波動愈大表示風險愈大；投資人所嫌惡的，可能並不是報酬的波動風險，其所真正在意的也許是損失的可能性及可能損失的幅度，也就是說，以「風險嫌惡」來描繪投資人特性，可能不如「損失嫌惡」來得真切。
- 市場看待風險的角度和態度，都與理論模型中的假設有一段距離；人們主觀的感受常常凌駕在客觀的事實之上。



## 不效率證據(10/10)

### □ 市場泡沫

- 市場泡沫就是指市場上的資產價格不斷增長，卻沒有實質價值在支撐，因而價格隨時可能崩跌下來的情況。
- 歸納實驗性證據可發現，當下列條件存在時，隨機性泡沫較容易發生：
  - 沒有經驗的投資人所占的比重很高。
  - 基本價值的不確定性很大。
  - 證券出現很高的彩券特性時（潛在報酬極高，但機率很小）。
  - 可以融資。
  - 融券困難。



## 爲什麼不效率？(1/5)

### □ 有限資訊

- 資訊能否順利在市場上流轉，除了媒介效率外，更重要的是當事個體本身是否願意釋放出資訊。例如，上市公司是否願意將攸關資訊向市場發布、在發布資訊時是否採取透明政策（而不是意圖模糊）；又如，上市公司是否以誠信爲本而無欺騙意圖等，這些往往是市場上資訊能否有效傳遞的關鍵。如果上市公司本身就意圖欺瞞或操弄，市場上資訊不對稱或者資訊不透明的問題就很難消除。
- 市場所面臨的資訊問題，除了長期以來存在市場上的資訊不對稱、資訊不透明等限制外，另一個新的資訊問題一反過去的資訊不足，轉而變成資訊氾濫，教投資人無所適從。



## 爲什麼不效率？(2/5)

### □ 有限套利

- 市場之所以呈現各種不效率現象，有限套利(limited arbitrage)是很重要的一項因素。也就是說，市場上很多偏離理性的現象，本來可因套利而輕易消除的，可是由於種種環境限制因素，使投資人欲以最大化利潤的方向或部位進行交易卻不可得，諸如賣空限制、融資限制、漲跌幅限制、流動性限制等，不一而足，這就是所謂的套利限制。



## 爲什麼不效率？(3/5)

### □ 有限心理

- 即使套利無礙、資訊流暢，如果投資人無法以理性面對所有的資訊與決策，而是在有限心理（有限思維、情緒掌控、意志不足）下處理資訊的話，則價格偏離實質價值是可以預料的。
- 根據有限理性的觀點，人們之所以做出偏離經濟理性的決策，主要是來自人在資訊處理上的限制（亦即認知限制、思維限制，或亦稱有限思維）。也就是說，人的認知與思考能力是有限的，對於個人的資訊處理形成很大的限制，很難做到完全認知下應做到的評估與決策。





## 爲什麼不效率？(4/5)

- 人是有情緒的，而情緒常常在自知或不自知的情況下影響個人的決策判斷，一方面可能在資訊處理過程中對認知造成影響（例如情緒的高低使決策者高估或低估未來的獲利能力），一方面可能在做最後選擇時產生影響（例如，在決策關頭因恐懼而放棄），是爲情緒限制，又稱有限情緒。
- 此種認知限制與情緒限制產生了許多心理偏誤傾向，但是，人內在的心理活動是很複雜的，影響個人決策與行爲的因素，並非只有認知與情緒（或稱思想與情感）二部分而已，其他如意志力或自制力，或是對於自我形象的認知，都可能對個人的決策造成很大的影響。



## 爲什麼不效率？(5/5)

### □ 目標各異：金錢價值vs.主觀價值

- 在現代財務理論中，假設企業組織的目標在於追求最大利潤或最大貨幣價值，而個人的目標在於追求最大效用，但是由於效用很抽象、難以衡量，往往也轉化爲追求財富或貨幣價值的最大化。
- 在真實世界中，價值觀形形色色，並非所有人都以金錢最大化爲目標，就算個體所追求的是貨幣價值，也未必是追求最大化，而常常是滿意即可。
- 在真實市場上，很多投資人的選擇或行爲被財務經濟學家視爲「偏誤」，實質上卻可能是符合決策者本身目標的一項「理性」作爲。



## 市場不效率是否意味著可以輕易打敗大盤？

- 在效率市場假說下，投資人無法系統性地打敗大盤，因為價格已經等於價值了，所有的市場價格都是反映了該資產未來現金流量與風險後的公平價格，所以不會有超常利潤。
- 心理偏誤同時帶來報酬與風險，一方面提供很多機會賺取超常利潤，但另一方面卻也是陷阱處處，投資人所面臨的風險可能更大於效率市場中的風險，因此，在不效率市場中欲能系統性地打敗大盤，亦非易事。

