

Sri

■ 学人素描

# 法马：全球引用率最高的金融思想家



◎ 史晨昱

学过金融的人都知道尤金·法马(Eugene F. Fama)在现代金融学中的学术地位。在金融学成为西方经济学理论中一个独立领域的现代进程中，法马是当之无愧的先驱和富有创见的思想家。根据 SSCI 统计，法马也是全世界引用率最高的经济学家之一。

法马 1939 年 2 月出生于美国马萨诸塞州的波士顿，是第三代意大利裔移民。法马早年求学于塔夫斯大学，1960 年获文学学士学位，1963 年获得芝加哥大学商学院研究生院工商管理硕士学位(MBA)，翌年又获哲学博士学位。1965 年毕业后，法马留在芝加哥大学商学院研究生院任教至今，现为迈克密克杰教授。他也是被认为最有可能获得诺贝尔经济学奖的美国经济学家。

## 有效市场假说：金融经济学基石之一

在西方主流金融理论中，有效市场理论占有重要的位置。它为股价的形成和变动机制构造了一个科学、严密、规范的模式。法马是该研究领域的集大成者之一。

1900 年，法国数学家巴舍利耶在研究中发现，商品的价格随随机游走，即收益是随机的和不可预测的。但当时，这种将统计方法应用于资本市场分析的革命性创见并不为人所接受。

关于证券价格行为的研究一直没有得到发展，直到后来计算机的出现。1953 年，美国统计学家肯德尔在做了大量序列相关分析后发现，找不到价格变化的周期性规律，股价序列就像在随机漫步一样，下一周的价格是前一周的价格加上一个随机数构成的。1964 年，奥斯本在其正式发表的论文中，在一系列假设条件基础上，再次坚持了股价遵循随机游走模式观点。

法马于 1965 年在《商业杂志》上发表了题为《股票市场价格行为》的文章，在前人研究的基础上，他对股价的随机游走理论进行系统研究，并形成了有效市场假说。

法马所传达的信息简单而明确：股价的不可预测性是因为股市过于

在金融学成为西方经济学理论中一个独立领域的现代进程中，法马是当之无愧的先驱和富有创见的思想家。根据 SSCI 统计，法马也是全世界引用率最高的经济学家之一。他也是被认为最有可能获得诺贝尔经济学奖的美国经济学家。

他提出的有效市场假说，已发展为金融经济学的基石，并成为经济学中被验证最多的假设之一；他的三因素模型既可解释绝大部分美国股票的异常收益率现象，又在包括中国在内的新兴股票市场也发现了类似的实证证据；他的“经理市场竞争”作为激励机制的开创性想法，已成为西方现代公司金融理论热门课题之一。

有效。在一个有效的市场里，所有可能获得或利用的信息的出现，都会使许多聪明人(法马称其为“理智的最大利润追求者”)充分利用这些信息，从而导致价格快速下跌，人们还来不及去获利，价格就已经变化了。所以，在一个有效的市场里，对未来的预测是不占有任何地位的。

法马的有效市场假说吸收了巴舍利耶、肯德尔和奥斯本的精华，即收益的随机游走意味着市场有效，但他并不局限于此，法马的假说是更广泛意义上的有效，随机游走只是市场有效的一种形式，市场有效不一定是随机游走。不管市场是否有配置效率或者运作效率，只要所有应得的信息都反映在资产价格中，市场(从信息上说)就是有效的。

1967 年，罗伯茨将“所有可能获得或利用的信息”分为“历史信息”、“公开信息”和“内部信息”三类，提出了证券市场的弱式有效、半强式有效和强式有效的区分方法。

1970 年，法马发表了《有效资本市场：理论和实证研究回顾》一文，系统总结了有效市场的有关研究，提出了一个完整的理论框架。文中，他按照可获得的信息分类不同，将有效市场分为：(1) 弱有效市场。在该市场中，证券的现行价格所充分反映的是过去价格和过去收益的一切信息；(2) 半强型有效市场。在该市场中，现行的证券价格不仅能反映过去价格和过去收益的一切信息，而且还包括一切可以公开得到的信息(如公司的盈利宣告、股票分割、红利宣告等)；(3) 强有效市场。在该市场中证券价格所包括的信息面最广，即价格在充分反映过去收益和报酬、一切可获得的公开信息之外，还对非公开的信息敏感，能即刻反映全部公开和非公开的有关信息。

法马的有效市场理论在理论研究和业界掀起了轩然大波。大批学者沿着市场的有效性和是否可预测发表了很多优秀论文，支持或者反对有效市场理论。有效市场理论也很快发展为金融经济学的基石，并成为经济学中被验证最多的假设之一。在业界，也有很多专业投资人和基金经理信奉有效市场理论，造就了资产达数十亿美元的指数基金。

## 三因素模型：解释股票异常回报现象

在有效市场假说的基础上，准确地说，现代资产定价理论系统地以数学符号表达金融思想的资产定价研究逐渐发展了起来。

学术界发明了诸多模型，其中因提出最著名的资本资产定价模型(CAPM)的经济学家获得了诺贝尔经济学奖。随着计算技术的进步和主要金融市场研究数据库的建立，金融学家们从不同角度对资产定价理论进行了广泛的实证检测。CAPM 的最大问题在于，将股票价格相对于指数的波动视为股票回报率的决定因素，这显然难以解释资本市场中的大量异常现象。CAPM 的内在矛盾还体现在，它暗示股票价格的波动体现了股票的全部风险，也就是说，如果 CAPM 成立，市场就应该是有效的。

1990 年代初，法马与麻省理工学院的弗兰士教授合著了一系列论文，在股票回报的预测领域以及其与经济活动的关系方面作出了重要的贡献。除了考虑股票价格相对指数的波动外，他们还考虑了公司的规模以及市净率分类等因素，构建了包含市场因子、规模因子和价值因子的三因素模型。

他们经过长期验证，证明了三因素模型可以解释绝大部分的美国股票异常收益率现象。在其他市场也发现了类似的实证证据，包括中国在内的新兴股票市场。三因素模型的提出的确解释了 CAPM 模型不能解释的“异常”问题；三因素模型还可用来测度基金的业绩，以考察基金经理的投资能力。

一系列文章中题为《股票回报的交叉选择》的论文，使得法马和弗兰士获得了《金融》杂志 1992 年度的布雷顿最优论文奖。

## 经理市场竞争：公司金融理论热门课题

以所有权和经营权分离为特征的现代企业制度是发达国家广泛采用的一种适合市场经济的高效企业机制。财产所有者和经营者之间是一种委托——代理关系，双方都有

追求自身利益最大化的要求和理性行为。所有者追求的目标在于投资报酬最大化，而经营管理人员则有着更为广泛的经济和心理需求，如声誉、晋级、酬金及利润分配等，两者之间的目标并不完全一致，存在着一定的冲突。

法马较早就意识到现代企业所有权和经营权分离所带来的风险。1980 年，法马在美国《政治经济学》杂志上发表了著名的论文《代理问题和企业理论》，指出上市公司的治理机制所要解决的主要问题是所有权与经营权分离所造成的“代理人问题”，即当经营者没有拥有 100% 的公司所有权时，他对于由于自己的努力而产生的利润收益的剩余索取权也就低于 100%，站在“经济人效用最大化”的立场上，他就有可能偏离公司所有者的“公司价值最大化”的目标，并会产生“道德风险”问题，滥用公司费用供自己享乐，避免风险大但期望投资回报率较大的经济项目等方式来追求个人利益，从而可能会降低公司及全社会的资源使用效率。

法马进而指出了他的一些解决方案。委托——代理关系达到理想的状态不外乎是以下两种情况：一是财产所有者能够了解经营管理者履行职责的情况，在时间和空间上能够监督财产的运行及保管，能够了解掌握财产的价值变动规律；二是经营管理者与财产所有者之间没有根本利益的冲突，财产经营者能尽职尽责，并获得相应报酬。

法马提出了“经理市场竞争”作为激励机制的开创性想法。他的基本观点是，完善的经理人市场是约束管理者行为的一种有效机制。在竞争性经理市场上，经理的市场价值决定于其过去的经营业绩，从长期来看，经理必须对自己的行为负完全的责任。因此，即使没有企业内部的激励，经理们出于今后职业前途的考虑，以及迫于外部市场的压力，也会同样努力工作。法马将代理人市场竞争的因素引入委托——代理理论，从而使该理论在结构上有新的发展。目前，经理的职业生涯考虑和经理市场竞争这一课题，已成为公司金融理论的热门课题。

法马的研究兴趣广泛。他在其它领域的研究同样收获颇丰且令人鼓舞。如在 1972 年与诺贝尔经济学奖获得者、同是芝加哥大学的默顿·米勒教授合著出版了《财务管理》和 1976 年出版了《基础会计学》，这两本著作已成为财务理论发展的里程碑，标志着西方公司财务理论已经发展成熟。

## ■ 本期人物话语



## 推动产品创新发展债券市场

吴晓灵(中国人民银行副行长)12月13日在北京召开的财市场高峰论坛上表示，经过多年的发展，我国已经形成以场外市场为主、场内市场为辅的债券市场格局。随着债券市场的发展，我国将进一步推动金融创新，在下一阶段积极研究发展信用衍生品，提升市场功能，推动债券市场进一步发展。

## ■ 多声道

## 价格上涨将持续一段时间

曹长庆(国家发改委价格司司长)12月13日做客中国政府网时表示，综合国际、国内各种因素分析，现在价格总水平涨幅较高的这种状况可能还要持续一段时间。无论是国际市场还是国内市场，本轮价格上涨最显著的特征是都以食品价格上涨为主，而食品价格主要取决于农产品价格，而农产品生产又受自然条件的制约并具有周期性特征。农产品价格上涨说明了某一方面的农产品供应出现短缺或者供求不平衡。从需求方面看，食品需求是刚性的，不会因为价格上涨就少吃或者不吃。在刚性需求的情况下，要使食品达到新的均衡价格还需要一个过程。

## 港股直通车尚无时间表

任志刚(香港金融管理局总裁)12月13日在北京主持财市场高峰论坛开幕式后向记者表示，港股直通车计划会影响内地资本市场，但也需要考虑到香港资本市场和股市的承受力，以及保障内地投资者的利益。港股直通车计划虽有风险，但可以有效管理。目前，香港金融管理局已向国务院提交如何管理风险的建议，但目前港股直通车还没有具体时间表。

## 认真应对 CPI 上涨和美国降息

周小川(中国人民银行行长)12月12日在第三次中美战略经济对话期间举行的第四场新闻吹风会上说，中国的消费价格指数(CPI)上涨和美联储利率调整会对中国货币政策产生“不小的影响”，央行对此会认真给予考虑。目前，对于是否可以通过调整货币供应量或调整货币价格，来有效解决 CPI 上涨问题，央行正在认真研究，但这一问题可能会有一定争议。对中国来说，更关注美联储实施更宽松货币政策是否会在下一轮经济周期中导致全球市场流动性过剩。目前，中国已经面临国内流动性过剩的问题，因此很关心美国利率调整带来的间接影响。同样，弱美元对中国经济肯定也会产生影响，中国支持强势美元，也支持美国从次贷危机中走出来。

## 中国应为美国消费下降做好准备

斯蒂芬·罗奇(摩根士丹利亚洲区主席)在 12 月 10 日举行的《财经》年会“2008：预测与战略”上认为，一定要做好准备迎接全球商业周期的转折点。这次全球商业周期的转折点是美国制造的。今年以来发生的次贷危机本身不是问题，而是更大的潜在问题的信号。美国现在的问题是要迎接美国的住房和信贷市场泡沫的破裂，这会引发美国消费的大幅收缩及经济衰退。如果美国消费下降，其他经济都将受到影响。这个转折点可能已经到来，中国是外贸主导型经济体，出口占到了整个 GDP 的 40%，是世界史上到目前为止对外依存度最大的经济体。如果消费美国出现经济衰退，中国肯定会受到影响。

## ■ 美加观潮

# 行路难：浪费谁的时间与金钱

◎ 何祖

在美国和加拿大，一切车辆得以行人为上帝，因为考驾照的时候这就是是一条交通规则。所以，在交通标志和红绿灯允许的情况下，你过街穿路就可以大胆地往前走，不必往两边看，一切行驶方向的车都会停下来等你过后才启动。

有一次，我在黄灯的情况下过马路，一辆旅游大巴正好拐弯，也是在中国养成的习惯，我就在半道停了下来，并示意驾驶员先走。不料，驾驶员向我挥挥手，让我先走。整个车里几十个人等我先过。我积极穿过马路，心里却怦然心动。

回到上海，我还是那个习惯，竟有几次差点被车撞倒。原来上海的车是绝对不让人，并且车子要逼着行人才能顺利通过的。后来我发现，这并不是个别地方的个别现象。尽管那些驾驶员的驾车技术没的说，但我还是看到了许多交通事故。

由此，我开始关注开车行为。我发现开车人的心理是很复杂的。在路上，我深深体会到了“丛林规则”(JUNGLE LAW)。那就是，卡车吃大车，大车吃小车，小车吃自行车或助动车。总之，一切车都在吃行人。在加

拿大正好反过来，你作为驾驶员必须为对方着想。这就是在中国开过车的许多人到了加拿大怎么也通不过路的原因所在。

我第一次考驾照时，因为在行人面前没有把刹车踩死而失败了。当年我在上海松江学车时，师傅一再关照开车要屏住，刹车要慢慢地捏，不然永远过不了。因为中国人太多了。这也是实情。然而，那种以大欺小的做法实在太缺德。

在美国和加拿大，你要考卡车驾驶员首先要通过心理测试，那种有进攻性和暴力倾向的人是绝对通不过心理测试的。

回来这些日子，几乎有半个月我很不习惯，把过马路视为畏途。现在好了，一旦过马路，我就提醒自己，我是在中国。

我们提倡的和谐社会，是不是在马路上也应有所体现。首先，行人也要成为一个合格的行人，但现在许多行人是不合格的，那就是为什么我们上海有那么多交通协管员的原因。其次，开车更要中规中矩。因为，比较弱势群体的人而言，车辆真是“太强了”。

当然，至于那些全无交通规则观念的行人，我真的不知道说什么才好。

好。在去中部一个大城市的机场高速公路上，我竟看到不少人悠悠地在路边行走，甚至在穿马路。

在上海，我曾亲眼见过一起交通事故。一辆面包车正在正常行驶，两辆自行车呼啸而过地穿向路对面的一个浴室，前面一辆自行车过了，但后面一辆自行车却和面包车撞个正着，碎地一声，人弹出了五、六米。骑车人当即血流满面，不省人事。驾车司机吓坏了，马上报警。此时，围观人群已把伤者围得水泄不通，并几乎一面倒地指责面包车。后来，警察来了，那个先行的骑车人大声说面包车没刹车。更有人说开车人有钱，要好好记一记。警察明明看出了刹车的拖印痕迹，却不敢触众怒。我实在看不过去，就对警察说，你叫他们录口供，这一下他们都不出声了。后来，我想中国的法制宣传还是起作用了。

心想，和谐社会要是没有法制基础那，这种和谐还有什么意义。对这样乱糟糟的交通状况，我也算过一笔账，在大家都不讲规则、互不相让的情况下，整个交通的通行效率是非常低的，造成的经济损失也是非常大的。对这种效果最差的博弈，如果大家都那样麻木、熟视无睹，其实也是浪费时间和金钱，很不划算的。

## ■ 经济学家学问故事

# 王毓瑚：一生致力于中国农业史研究

◎ 梁捷

近代以来，中国经济学家纷纷到西方各国(如英美)或日本留学，以寻求新知。他们将不同的经济学流派观点及分析方法带了回来。其中，留学英美的学生多主张逻辑分析，留学日的学生则多主张制度分析。当然，也有少数学生留学德法，深受历史分析方法影响，王毓瑚就是其中的典型代表之一。

王毓瑚，字连伯，1907 年 4 月生于河北，父亲是京师大学堂译学馆的学生。王毓瑚 18 岁出国留学，从德国波茨坦国立高级中学毕业，入慕尼黑工业大学读经济学，又转到巴黎大学经济系。他在国外辗转求学共八年，1934 年获得文凭后回国执教。

他一回国就翻译了两本德文经济学著作。一本是奥地利人斯潘(O.Spann)的《经济之四种基本形态》，1935 年由商务印书馆出版；另一本是德国人桑巴特(W.Sombart)的《经济学解》，1936 年由商务印书馆出版。

这两本书在当时极为重要，但现在已很少有人再提起了。斯潘是“奥地利学派”的核心人物，与虎巴维克齐名，著名政治学家沃格林的当年博士论文就是研究齐美尔与斯潘的社会学说。桑巴特是德国历史学派最后一代的杰出代表，与马克思·韦伯齐名。他在宗教与资本主义关系的观念上与韦伯并不一致，但他与韦伯的论争著作，已经成为我们现在研究“现代性理论”不可不读的经典著作。

这两本书的翻译体现了王毓瑚的眼光，也暗示了他一辈子的治学路径。从资料上看，民国年间，王毓瑚辗转在河北省立法学院、国立西北农林专科学校(西北农业大学前身)和国立复旦大学任教。他开设的课程包括中国农业史、欧洲土地制度、经济思想史、普通经济学、中国经济史等，在当时都不是最热门的。可他还是看准并一直致力于研究“冷门”的中国农业史。

王毓瑚认为，要理解当时中国的情况，就必须了解中国经济的历史和历史思想。而中国经济史和思想史素来以农为本，故而中国古代农学的研究才是中国经济研究之根本，也是最重要的学科。

从 1939 到 1944 年，抗战正“如火如荼”。尽管当时西部地区条件艰苦，但王毓瑚还是一头扎进了造纸堆里。在国立编译馆，他遇到了志同道合的傅筑夫和史念海，并联手开展中国经济史资料的编辑工作。这项工作的工程实在浩大，直到 1982 年才由中国社会科学出版社出版了《中国经济史资料：秦汉三国编》，但这仅仅是他们收编资料中的一小部分。其中的农业部分主要来自王毓瑚之手，包括长篇绪言，以及作物种植、附养蚕、耕作方法及生产效率、动力及工具、灌溉、农业经营、畜牧、屯田等内容。

60 多年前，当时中国尚未有特别细致的学科分类，许多学者的研究都是跨学科的，史学界的钱穆、顾颉刚和陶希圣都做出典范，王毓瑚亦是如此。他在 1943 年发表的“秦汉帝国之经济及交通地理”，是历史地理方面的重要论文。他还撰写了“唐代岭南产银与货币经济发展之关系”、“隋唐两代的钱币”等货币史研究论文，以及一本名为《管仲》的小册子，甚至还写过“慕容燕及拓拔魏时期之军封”。当然，他最看重的还是中国农业史研究。解放前后，他完成了《中国农业经济史大纲》，虽然没有出版，但为后来《中国农业学》打下了基础。

1949 年后，王毓瑚被聘为北京农业大学农经系教授，兼任北京农业大学图书馆馆长。他的工作目标变得明确起来，研究农学，教授农学，汇编整理中国古代农学著作。

1950 年代，王毓瑚整理出版的农学著作有《区种十种》、《农圃便览》和《秦晋农言》等。其中，他于 1957 年完成的专著《中国农学书录》最为重要。这本书在去年由中华书局再版，至今仍是中国农学史研究领域的经典著作。日本学者天野元之助晚年专治中国农学史，极为推崇《中国农学书录》。他遵循王著的体例，写了一本《中国古农书考》。这两书互作补充，交相辉映。1975 年，日本东洋文库将王毓瑚《中国农学书录》与天野元之助《中国古农书考》合刊，作为纪念中日友好交流的学术著作隆重出版。

王毓瑚作为北京农业大学图书馆馆长，一边汇编资料，一边还在不断打磨、修订自己的论著。对一些最重要的中国农学典籍如《吕氏春秋》中四篇农论、《氾胜之书》和《王祯农书》等，王毓瑚早有心得，但还反复揣摩，却不轻易拿出研究成果发表。

不料，此后风云变幻，王毓瑚的命运也随之起伏，很多著作险遭不测。王毓瑚于 1980 年去世，他精心校注的《王祯农书》直到 1981 年才侥幸出版。但他念念不忘的另一本书《吕氏春秋四篇农论别释》，最终只写了一半，实在令人惋惜。

不过，这倒也体现了王毓瑚素来的研究学风。他曾自称佩服太史公。太史公说过，“善者因之，其次利导之，其次教海之，其次整齐之，最下者与之争”。王毓瑚以此自勉，认为学术成就是最恒久的东西，应当成熟了再发表，急功近利并不可取。