

公司理财练习册

有效市场假说 EMH

Efficient Market Hypothesis: Forms, Information, Bubbles and Zero-NPV

使用方式

前半部分为独立作答区；请先完成选择和简答，再翻到后半部分核对详细题解。英文题干建议圈出关键词，如 weak form、insider trading、new information、zero NPV。

内容	安排
第一部分	答题册：10 道题，含 8 道单选题与 2 道英文简答题
第二部分	详细中文题解：重述题目、答案、判断逻辑与易错点
第三部分	重要术语及翻译、英文题干关键词、考前速查

题目依据：上传的 EMH(QA) 资料重新排版整理；原文件中已有答案已统一放入题解部分。

作答说明与自检栏

- 选择题要先识别题干考查的信息集合：历史价格、公开信息，还是内幕信息。
- 简答题不要只回答 yes/no；要说明“一次好运”和“持续超额收益”的区别。
- EMH 不等于价格永远上涨，也不等于没有波动；它强调价格是否及时、充分地反映相关信息。
- 涉及 NPV 时，要区分证券市场中的“买入证券”与公司内部投资项目；本章主要说的是竞争性金融市场上的证券投资。

自检记录

模块	完成日期	正确率 / 自评	需要复习的关键词
选择题			
英文简答题			
订正与复盘			

本章复习目标与疑问：

第一部分 练习答题册

本部分仅保留题目与作答空间，不呈现答案。

1) An investor discovers that for a certain group of stocks, large positive price changes are always followed by large negative price changes. This finding is a violation of the _____ form of the efficient market hypothesis.

中文理解：投资者发现某些股票“大涨之后总是大跌”，这违反哪一种市场有效形式？

- A) moderate
- B) historical
- C) semistrong
- D) weak
- E) strong

你的选择：_____ 关键理由：

2) Suppose your cousin invests in the stock market and doubles her money in a single year while the market, on average, earned a return of only 15 percent. Is your cousin's performance a violation of market efficiency?

中文理解：某人在一年内收益翻倍，而市场平均收益只有 15%。这是否违背市场有效性？

作答区：

3) The U.S. Securities and Exchange Commission periodically charges individuals with insider trading and claims those individuals have made unfair profits. Based on this fact, you would tend to argue that the financial markets are at best _____ form efficient.

中文理解：SEC 不时起诉内幕交易并称相关人员获得不公平利润。由此至多能支持市场达到哪种有效形式？

- A) perfect
- B) strong
- C) weak
- D) semistrong
- E) semiweak

你的选择： _____ **关键理由：**

4) Assume the price of a stock rises upon the announcement that the firm's chief executive officer (CEO) unexpectedly resigned. This market reaction is most indicative of the:

中文理解：公司 CEO 意外辞职公告后股价上涨，这种市场反应最可能说明什么？

- A) random nature of stock price movements.
- B) underperformance of that CEO.
- C) sadness of hearing the news.
- D) expected management turmoil that is anticipated.
- E) uncertainty of the firm's future existence.

你的选择：_____ 关键理由：

5) In an efficient market, the price of a security will:

中文理解：在有效市场中，证券价格如何对影响公司价值的新信息作出反应？

- A) rise sharply when new information is first released and then decline to a new stable level by the following day.
- B) be slow to react for the first few hours after new information is released allowing time for that information to be reviewed and analyzed.
- C) always rise immediately upon the release of new information with no further price adjustments related to that information.
- D) react immediately to any new information that affects the value of the issuing firm.
- E) react to new information over a two-day period after which time no further price adjustments related to that information will occur.

你的选择：_____ 关键理由：

6) Stock market events in 1929, 1987, and 2008 are most apt to be used as examples in support of which one of these theories?

中文理解：1929、1987 和 2008 年的股市事件最常被用来支持哪种理论？

- A) Advanced markets theory

B) Value theory

C) Bubble theory

D) Blanket theory

E) Behavioral theory

你的选择：_____ 关键理由：

7) A fully efficient market will eliminate which one of the following?

中文理解：完全有效市场会消除下列哪一项？

- A) Cyclical patterns
- B) Unexpected price declines
- C) All abnormal profits except those related to insider trading
- D) Daily price fluctuations
- E) Price increases over any period of time in excess of six months

你的选择：_____ 关键理由：

8) Market efficiency requires:

中文理解：市场有效性可以由哪种机制支持？

- A) arbitrage conducted by irrational investors.
- B) countervailing irrationalities.
- C) speculation by amateur investors.
- D) the absence of arbitrage.
- E) all investors to be rational.

你的选择：_____ 关键理由：

9) The studies conducted by Fama and French show that:

中文理解：Fama 与 French 的研究显示价值股与成长股的长期平均收益表现如何？

- A) value and growth stocks perform relatively the same over longer periods of time.
- B) value stocks have higher average returns than growth stocks around the world.
- C) growth stocks outperform in the U.S. while value stocks outperform elsewhere.
- D) value stocks outperform in the U.S. while growth stocks outperform elsewhere.
- E) growth stocks have higher average returns than value stocks around the world.

你的选择：_____ 关键理由：

10) Explain why in an efficient market all investments have an expected NPV of zero.

中文理解：解释为什么在有效市场中，所有投资的预期净现值为零。

作答区：

以下为详细中文题解

建议完成前面的答题区后再阅读

核对原则

题解同时解释为什么其他选项不合适。EMH 题目尤其容易被“市场是否理性”“是否有波动”“是否有人赚钱”这些表述误导。

第二部分 详细中文题解

答案总览

题号	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
答案	D	简答	D	B	D	C	A	B	B	简答

本章核心主线

有效市场假说不是说价格永远正确、投资者永远理性，或没有人能够赚钱；它说的是：在相应信息集合下，价格已经充分反映可得信息，投资者不能系统性地依靠该信息获得风险调整后的超额收益。

第 1 题 弱式有效与价格反转规律

题目重述

投资者发现某一组股票中，“大幅上涨之后总是伴随大幅下跌”。问这违反 EMH 的哪一种形式。

答案

D) weak。

解析

弱式有效市场认为，证券价格已经反映所有历史交易信息，包括过去价格、成交量、历史收益率等。若“大涨之后总是大跌”是可重复利用的规律，投资者就能根据历史价格变化预测未来价格变化，从而获得异常收益。

弱式有效的含义：历史价格信息 -> 已反映在当前价格中 -> 不能仅靠技术图形稳定赚钱

因此，这种“可由过去价格识别出来的可预测反转模式”首先违反弱式有效。

排除其他选项

- semistrong 半强式有效包含公开信息，但本题只用到历史价格规律，弱式已经被违反。
- strong 强式有效包含内幕信息，范围更强；本题没有涉及内幕信息。

关键词定位

past price changes / followed by 是典型“技术分析或历史价格规律”提示，通常对应 weak-form efficiency。

第 2 题 一次跑赢市场是否违反有效市场？

题目重述

你的表亲投资股票市场，一年内资金翻倍；同期市场平均收益率只有 15%。问这种表现是否违反市场有效性。

答案

不一定。单次跑赢市场并不构成对市场有效性的违反。

解析

有效市场假说禁止的是“利用已知信息系统地、可重复地获得风险调整后的异常收益”，而不是禁止任何投资者在某一年获得高收益。一次资金翻倍可能来自：

- 承担了更高风险，因此获得更高实现收益；
- 幸运地买中了事后涨幅很大的股票；
- 市场随机波动带来的偶然结果。

若她能够在很多年里持续翻倍，且不能由更高风险、内幕信息或运气解释，那么才会对市场有效性提出强烈挑战。

异常收益的关键不是 $R_i > R_{\text{market}}$ ，而是 $R_i >$ 风险调整后的正常收益

答题模板

No. One-year outperformance does not by itself violate EMH. EMH would be challenged only by persistent, predictable, risk-adjusted abnormal returns.

第 3 题 内幕交易与强式有效

题目重述

SEC 周期性起诉内幕交易，并声称相关人员获得了不公平利润。基于这一事实，金融市场至多是哪一种有效？

答案

D) semistrong。

解析

强式有效市场要求价格反映所有信息，包括公开信息和私人内幕信息。如果内幕交易者可以利用未公开信息获得不公平利润，说明私人信息并没有完全反映在市场价格中，因此强式有效不能成立。

强式有效：价格反映公开信息 + 私人信息；内幕交易获利 -> 强式有效被否定

但是，这并不否定半强式有效。半强式有效只要求价格及时反映公开信息；内幕信息本来就不属于公开信息集合。

排除其他选项

- B) strong 错：内幕交易获利正是对强式有效的反证。
- C) weak 过弱：内幕交易事实并不能说明公开信息不能被反映。

关键词定位

insider trading / unfair profits 通常指向“强式有效不成立，市场最多半强式有效”。

第 4 题 CEO 辞职公告后股价上涨

题目重述

某公司 CEO 意外辞职公告发布后，股票价格上升。问这种市场反应最能说明什么。

答案

B) underperformance of that CEO.

解析

股价反映市场对公司未来现金流和风险的预期。如果 CEO 辞职导致股价上涨，市场把这一消息理解为利好：现任 CEO 离开可能改善未来经营、治理或战略，因此该 CEO 被市场视为表现不佳。

这不是“听到新闻很悲伤”，也不是必然意味着公司未来存在危机；如果市场预期混乱或危机加重，股价通常不会因为 CEO 辞职而上涨。

考点

公告效应的方向取决于市场如何重新估计未来现金流和风险。好消息推高价格，坏消息压低价格。

第 5 题 有效市场中的信息反应速度

题目重述

在有效市场中，证券价格会怎样回应影响发行公司价值的新信息？

答案

D) react immediately to any new information that affects the value of the issuing firm.

解析

半强式有效尤其强调：所有公开可得信息一旦发布，应被迅速纳入价格。若市场要等待数小时或两天才逐步反应，投资者就可能通过抢先处理公开信息获利，这会违反半强式有效。

新公开信息 -> 改变未来现金流或风险预期 -> 当前价格立即调整

排除其他选项

- A 错：先大涨再回落若可预测，体现过度反应，不是有效反应。
- B 错：慢反应给投资者留下公开信息套利空间。
- C 错：新信息可能是坏消息，价格不一定上涨。
- E 错：两天调整同样意味着反应不及时。

第 6 题 1929、1987、2008 与泡沫理论

题目重述

1929、1987 和 2008 年的股市事件最常被用作支持哪种理论的例子？

答案

C) Bubble theory。

解析

这些年份对应重大市场崩盘或金融危机，常被用来讨论资产价格是否曾系统性偏离基本价值，即价格泡沫的形成与破裂。泡沫理论强调，在某些阶段，价格上涨可能由自我强化的预期、杠杆、羊群行为等推动，而不完全由基本面现金流改善解释。

行为金融理论也会研究这些现象，但在本题给定选项中，最直接的答案是 Bubble theory。

易错点

“泡沫理论”不等于完全否定有效市场；它更多强调某些历史事件中价格可能偏离基本价值，并在崩盘中快速修正。

第 7 题 完全有效市场会消除什么？

题目重述

完全有效市场会消除下列哪一项？

答案

A) Cyclical patterns。

解析

有效市场不会消除价格波动、意外下跌或长期价格上涨。它消除的是可预测、可利用的价格模式。如果存在稳定的周期性模式，投资者可以在周期低点买入、高点卖出，系统性赚取超额收益。

有效市场允许随机波动；不允许可预测规律带来稳定异常收益

排除其他选项

- B 错：意外价格下跌可以发生，因为新坏消息可能突然出现。
- D 错：每日波动可以存在，甚至是新信息进入价格的体现。
- E 错：长期上涨也可能只是风险补偿或基本面增长。
- C 表述不严：完全有效市场不应允许任何基于信息优势的可预期异常利润，包括内幕交易。

第 8 题 市场有效性所需机制

题目重述

市场有效性要求下列哪一种条件？

答案

B) countervailing irrationalities。

解析

有效市场不要求所有投资者都完全理性。即使部分投资者非理性，只要他们的错误大体相互抵消，价格仍可能接近基本价值；这就是 countervailing irrationalities，即“相互抵消的非理性”。

教材通常指出，市场有效性可以由多种机制支持：投资者理性、非理性行为随机抵消，或者套利者纠正错误定价。本题给出的正确选项是第二种机制。

排除其他选项

- E 错：市场有效不要求所有投资者都理性。
- D 错：完全没有套利并不是效率的要求；相反，套利活动有助于纠正错误定价。
- A 错：套利通常由理性投资者进行，而不是“非理性投资者套利”。

英文理解

countervailing = 相互抵消的；irrationalities = 非理性行为或错误。

第 9 题 Fama-French 与价值股溢价

题目重述

Fama 与 French 的研究显示价值股和成长股在长期平均收益上有何关系？

答案

B) value stocks have higher average returns than growth stocks around the world.

解析

Fama-French 研究在资产定价中提出了对传统 CAPM 的重要扩展，其中一个核心经验事实是“价值股”相对于“成长股”具有更高的历史平均收益，这通常称为价值溢价。

在公司理财/投资学教材语境中，价值股一般指价格相对于账面价值、盈利或现金流较低的股票；成长股则指价格反映较高增长预期的股票。

考试理解

value stock 不等于“好公司”，growth stock 也不等于“一定收益高”。题目考的是历史平均收益与因子溢价，而非单个公司质量判断。

第 10 题 为什么有效市场中投资的预期 NPV 为零？

题目重述

解释为什么在有效市场中，所有投资都有零的预期净现值。

标准答案思路

在有效市场中，证券价格是公平价格，已经充分反映了关于未来现金流和风险的可得信息。因此，一个证券的购买价格等于其未来现金流按适当风险折现率折现后的现值。

$$NPV = PV(\text{未来现金流}) - \text{当前购买价格}$$

$$\text{有效市场中：当前购买价格} = PV(\text{未来现金流})；\text{所以 } E(NPV) = 0$$

买方不会平均而言买到“被低估”的证券，卖方也不会平均而言以低于价值的价格卖出证券。投资者获得的是与其承担风险相匹配的正常收益，而不是正的风险调整后超额收益。

需要强调的边界

- 零预期 NPV 不代表实际收益永远为零；投资者仍可获得正常风险补偿。
- 零预期 NPV 不代表每个事后结果都刚好为零；事后可能赚钱或亏钱。
- 这里讨论的是竞争性金融市场中的证券投资机会；公司内部项目可能因专有技术、成本优势或市场势力产生正 NPV。

英文答题模板

In an efficient market, securities are fairly priced. The price equals the present value of expected future cash flows, discounted at the appropriate risk-adjusted rate. Therefore, the expected NPV of purchasing the security is zero.

第三部分 重要术语及翻译

一、EMH 三种形式

英文术语	中文翻译	信息集合 / 考点
efficient market hypothesis, EMH	有效市场假说	价格充分反映相关信息，不能系统性获得风险调整后的超额收益
weak-form efficiency	弱式有效	价格反映历史价格、历史收益和交易量等历史市场信息
semistrong-form efficiency	半强式有效	价格反映所有公开信息，如财报、公告、新闻
strong-form efficiency	强式有效	价格反映所有公开信息和私人内幕信息
historical information	历史信息	技术分析、图表、历史价格模式常对应弱式有效
public information	公开信息	公司公告、新闻报道、财务报表常对应半强式有效
private information / inside information	私人信息 / 内幕信息	内幕交易题常对应强式有效是否成立

二、收益、价格反应与市场异常

英文术语	中文翻译	理解重点
abnormal return	异常收益 / 超额收益	超过风险调整后正常收益的部分
risk-adjusted return	风险调整后收益	判断是否真正跑赢市场时必须考虑风险
announcement effect	公告效应	信息公告导致价格立即调整
random walk	随机游走	价格变化不可由过去价格系统预测
technical analysis	技术分析	根据历史价格图形预测价格；若有效则挑战弱式有效
fundamental analysis	基本面分析	基于公开财报和行业信息分析；若稳定获利则挑战半强式有效
insider trading	内幕交易	利用未公开重大信息交易；挑战强式有效
arbitrage	套利	利用错误定价获利，理论上有助于纠正价格偏离
countervailing irrationalities	相互抵消的非理性	非理性投资者的错误方向不同，可能互相抵消

三、泡沫、行为金融与价值股

英文术语	中文翻译	考点说明
bubble theory	泡沫理论	价格系统性高于基本价值，之后可能崩盘修正
behavioral theory / behavioral finance	行为理论 / 行为金融	研究心理偏差、羊群行为、过度反应等
value stock	价值股	相对于账面价值、盈利或现金流价格较低的股票
growth stock	成长股	价格中包含较高成长预期的股票
value premium	价值溢价	价值股长期平均收益高于成长股的经验现象
Fama and French	法玛与弗伦奇	因子模型与价值溢价研究的重要代表
fair price	公平价格	在有效市场中，价格等于风险调整后的现金流现值
zero expected NPV	零预期净现值	证券购买价格等于未来现金流现值，预期 NPV 为 0

公式速查与英文题干关键词

一、核心公式与判断式

$NPV = PV(\text{未来现金流}) - \text{当前购买价格}$

有效市场中：当前购买价格 = $PV(\text{未来现金流})$ ，所以 $E(NPV) = 0$

异常收益 = 实际收益 - 风险调整后的正常收益

若一种交易规则可根据可得信息稳定获得异常收益，则相应形式的市场有效性被违反。

二、关键词对应表

题干关键词	通常对应	快速判断
past price changes / charts / technical analysis	弱式有效	历史价格能否预测未来价格
public announcement / financial statements / news	半强式有效	公开信息是否立即反映在价格中
inside information / insider trading	强式有效	私人信息是否也反映在价格中
consistent abnormal profits	违反有效性的重要证据	必须强调持续、可预测、风险调整后
random price movements	有效市场相容	随机波动不等于市场无效
bubble / crash	泡沫或行为金融讨论	价格可能偏离基本价值

高频易错点与考前检查

一、易错点

- 把“有人赚钱”误认为违反 EMH：只有可预测、可重复、风险调整后的异常收益才构成挑战。
- 把“价格波动”误认为违反 EMH：有效市场允许价格随新信息随机波动。
- 把“半强式有效”误解为包括内幕信息：半强式只包括公开信息。
- 把“强式有效”误解为现实中一定成立：内幕交易获利通常说明强式有效不成立。
- 把“零 NPV”误解为没有收益：零 NPV 指没有超额净现值，投资者仍获得正常风险补偿。
- 把“所有投资者理性”当成市场有效的必要条件：非理性若随机抵消，价格也可能有效。

二、最终自检

检查项	完成
我能区分 weak、semistrong、strong 三种市场有效形式。	☐
我能解释为什么内幕交易挑战强式有效。	☐
我能解释为什么一次跑赢市场不必然违反 EMH。	☐
我能说明公告信息为什么应被立即反映进价格。	☐
我能用 PV 与价格解释零预期 NPV。	☐

— 完 —