

第二节 分析的方法和理论体系的历史演变

一、分析的方法

投机就是以获得价差进行低买高卖的行为，对高、低确切的判断就是我们分析的主要目的。就此我们引入了两种理论体系作为我们对高低点判断的依据。

第一，通过价值分析体系判定，也就是依据价格围绕价值上下波动的经济学理论，当价格高于价值时，我们认为高，当价格低于价值时，我们认为低。这里涉及到一是高多少为极限卖出，低多少为买入极限，也就是边界值，二是怎么判断价值大小。

第 1 种估值方法是对未来预期回报价值折现的方法对股票进行估值，这其中要掌握包括利润、资产负债等数据和企业经营的其他数据，这些现有的数据在未来一定会按现有的模式发生吗，我觉得应该不太可能，尤其是数据还可能有问题，我们知道现在得到一手的真实数据很困难，所以对于这种估值是模糊的。

第 2 种就是组合投资评估，组合投资的目的是降低风险，不把鸡蛋放在同一个篮子里，从而控制风险，这样的价值体系建立是为了获得平均收益，这种方法具有一定的合理性。但这种方法只能获得市场的一个平均收益，并不能给出极限的边界值，也就是说可以认为是大盘值，但其中个股差异很大，况且没有一个模型可以得到证实。⁴

第二，技术分析对高低的判断，其理论依据就是市场的供求关系决定市场股票价格，通过价格在时间序列上的图表得到信息，对其判断得出高低。

技术分析也必须涵盖对心理层面上的判断，也属于基本分析。基本分析法研究的是影响资本市场各种产品价格变化的两种力量——“供给”与“需求”关系变化的因素，这其中包括国家的政治环境和政策的变化、中央银行利率的变化等，以及目标公司的盈利变化、财务负债状况乃至管理层的素质、公司未来的动向等等，以决定资本市场各种产品的实际价值。基本分析法侧重的是买卖对象的捕捉，在锁定目标后，何时出击就要靠技术分析法了，因为技术分析法侧重的正是买卖的时机。事实上，两种分析法是“因”与“果”的关系，基本分析法研究的是“因”，而技术分析法研究的是“果”。

市场价格最根本的决定因素是标的估值标准与筹码供需的关系，它们通常以相对稳定的状态为表现的方式。

技术分析就是研究股票市场如何保持平衡的问题，这种维持平衡的边界可以为我们提供高低参考点。

二、证券投资分析理论的发展与演化

证券投资分析理论是围绕证券价格变化特征、证券估值、证券投资收益预测和风险控制而发展起来的一套理论体系。

证券投资分析最古老、最著名的股票价格分析理论可以追溯到道氏理论。查理士·道（Charles H Dow）在 1900 年～1902 年担任《华尔街日报》总编辑期间，发表了许多关于股价变动情况的文章和评论，基本确立了技术分析的总体思路，奠定了技术分析理论的基础。《华尔街日报》记者在《投机入门》一书中率先提出了“道氏理论”这个名词。1922 年，该报总编汉密尔顿（William P. Hamilton）在《股票市场晴雨表》一书中对道氏理论进行了系统的阐述。

威廉姆斯（John B. Williams）1938 年提出了公司（股票）价值评估的股利贴现模型（DDM），为定量分析虚拟资本、资产和公司价值奠定了理论基础，也为证券投资的基本分析提供了强有力的理论根据。威廉姆斯认为股东投资的目的就是以现金股利的形式从公司获得回报，所以股票价值就是现金股利的贴现值。该理论最早可以追溯到费雪（Irving Fisher）的资本价值理论。费雪早在其 1906 年的著作《资本与收入的性质》中就完整地论述了资本与收入和价值的关系。他认为，资本能带来一系列的未来收入，因而，资本的价值实质上就是未来收入的贴现值。

随着证券市场的发展，在道氏理论和威廉姆斯公司（股票）价值评估理论的基础上，证券投资分析理论在人们的实践和理论探索中不断得到丰富和发展。

1939 年艾略特（R.N Elliott）在道氏理论的基础上，提出分析预测股价变化的波浪理论。在此后的实践中，人们相继提出股价波动的形态理论、切线理论和指标理论等，从而形成技术分析的框架体系。

在整个金融和证券分析的框架中，“不确定性”概念的引入具有重大作用。最早凯恩斯（John M. Keynes, 1936）和希尔克（John R Hicks, 1939）提出了“风险补偿”的概念，认为由于金融产品中不确定性的存在，应该对不同金融产品在其利率中附加一定的风险补偿。随后，Von Neumann（1947）应用预期效用的概念提出了解决在不确定性条件下决策选择的方法。在此基础上马柯威茨（Harry M. Markowitz, 1952）发展了证券投资组合理论，标志着现代组合投资理论的开端。马柯威茨提出和建立的现代证券投资组合理论，其核心思想是要解决长期困扰证券投资活动的两个根本性问题。

1963 年，马柯威茨的学生威廉·夏普（William F. Sharp）提出了均值方差模型的一种简化的计算方法。这一方法通过建立“单因素模型”来实现。在此基础上发展出“多因素模型”，希望对实际有更精确的近似。这一简化形式使得将证券组合理论应用于实际市场成为

可能。1964 年、1965 年和 1966 年，威廉·夏普 (William F. Sharp)、约翰·林特耐 (John Lintner) 和简·摩辛 (Jan Mossin)³ 人几乎同时独立地提出了著名的资本资产定价模型 (CAPM)。这一模型成为金融学和投资学的重要内容之一，是当今人们确定股权资本成本的重要依据。1900 年 10 月，诺贝尔经济学奖授予马柯威茨和威廉·夏普，进一步确认了他们对

证券投资理论的贡献。尽管马柯威茨的均值方差模型和 CAPM 在理论上是严密的，为人们从事证券投资提供了理论依据，但由于模型依赖的假设过于理想化，与现实相差较远，因此，许多理论界和实务界人士对这两个模型提出了批评。如 1976 年，理查德·罗尔 (R. Roll) 对这一模型提出了批评，认为该模型永远无法用事实来检验。与此同时，史蒂夫·罗斯 (S. Ross) 在多因素模型的基础上突破性地发展了资本资产定价模型，提出套利定价理论 (APT)，进一步丰富了证券组合投资理论。然而，无论是均值方差模型、CAPM 还是 APT 模型，

都隐含着理性人假设和市场有效的假设。

关于市场效率问题，要归功于尤金·法玛 (Eugene Fama)。1965 年美国芝加哥大学著名教授尤金·法玛在《商业学刊》上发表了一篇题为《股票市场价格行为》的论文，并于 1970 年深化和提出了“有效市场理论”。该理论受到了奥斯本 (M. F. M Osborne) 的启示和影响。1959 年，奥斯本提出了“随机漫步理论”，认为股票价格的变化类似于化学中的分子

“布朗运动”（即悬浮在液体或气体中的微粒所做的永不休止的、无秩序的运动），具有“随机漫步”的特点，即它变动的路径是不可预期的。奥斯本提出资本市场价格遵循随机游走的

主张，指出市场价格是市场对随机到来的事件信息作出的反应，投资者的意志并不能主导事态的发展，从而建立了投资者“整体理性”这一经典假设。在此基础上，法玛将这一主张进行系统化，提出了“有效市场假说”。这个理论假设参与市场的投资者有足够的理性，能够迅速对所有信息作出合理反应。有效市场假说理论认为，在一个充满信息交流和信息竞争的社会里，一个特定的信息能够在股票市场上迅即被投资者知晓。随后，股票市场的竞争将会驱使股票价格充分且及时地反应该组信息，从而使得投资者根据该组信息所进行的交易不存在非正常报酬，而只能赚取风险调整的平均市场报酬率。只要证券市场价格充分及时地反映了全部有价值的信息、市场价格代表着证券的真实价值，这样的市场就称为“有效市场”。但也有学者对“有效市场理论”提出了一些质疑。

进入 20 世纪 80 年代前后，关于股票市场的一系列研究实证发现了与理性人假设不符的异常现象，例如所谓的“一月效应”、“星期一效应”、股权溢价之谜、封闭式基金折/溢价之

谜、小盘股之谜等等。面对这些金融市场的异常现象，诸多研究学者从传统金融理论的基本假设入手，放松关于投资者是完全理性的严格假设，吸收心理学的研究成果，研究股市投资者行为、价格形成机制与价格表现特征，取得了一系列有影响的研究成果，形成了具有重要影响力的学术流派——行为金融学。在博弈论和经验经济学被主流经济学接纳之际，行为金融学对人类个体和群体行为的研究日益重视。其中，个体心理分析基于“人的生存欲望”、“人的权力欲望”、“人的存在价值欲望”三大心理分析理论进行分析，旨在解决投资者在投资决策过程中产生的心理障碍问题。群体心理分析基于群体心理理论与逆向思维理论，旨在解决投资者如何在研究投资市场过程中保证正确的观察视角问题。行为金融学从人的角度来解释市场行为，充分考虑市场参与者心理因素的作用，并注重投资者决策心理的多样性，对市场上出现的“羊群效应”、股价瞬间的暴涨与暴跌等非理性现象进行了解释，为人们理解金融市场提供了一个新的视角，弥补了现代金融理论只注重最优决策模型，简单地认为理性投资决策模型就是决定证券市场的价格变化的不足。

目前，国际金融市场比较常见且相对成熟的行为金融投资策略包括动量投资策略、反向投资策略、小盘股策略和时间分散化策略等等。在以上理论发展的同时，证券公司的定价和估值理论也得到了长足的发展。20 世纪 70 年代以后，随着期货和期权等衍生产品的陆续推出，衍生产品定价理论也取得重大突破，尤其是布莱克（Fisher Black）和休尔斯（Myron Scholes）的期权定价理论。该理论的创建对期权、权证甚至公司估值具有重大的意义。另外，在公司（股票）估值方面，与 DDM 功能一致的现金流贴现绝对估值法和相对估值法在理论

6 论界和实务界相继提出。自由现金流（Free Cash Flow）作为一种企业价值评估的新概念、理论、方法和体系，最早是由美国西北大学拉巴波特（Alfred Rappaport）、哈佛大学詹森（Michael Jensen）等学者于 20 世纪 80 年代提出的。作为企业生产的、在满足了再投资需

要之后剩余的自由现金流量，是在不影响公司持续发展的前提下可供分配给企业资本供应者（股东和债券持有人）的最大现金额。它涵盖了来自利润表、资产负债表、现金流量表中的

要之后剩余的自由现金流量，是在不影响公司持续发展的前提下可供分配给企业资本供应者（股东和债券持有人）的最大现金额。它涵盖了来自利润表、资产负债表、现金流量表中的

要之后剩余的自由现金流量，是在不影响公司持续发展的前提下可供分配给企业资本供应者（股东和债券持有人）的最大现金额。它涵盖了来自利润表、资产负债表、现金流量表中的

关键信息，比较综合地反映了企业的经营成效。自由现金流弥补了传统的会计利润、经营现金净流量等反映公司真实盈利能力上的缺陷，其贴现值反映了企业的真实价值。经历 20 多年的发展，特别在以美国“安然、世通”等为代表的，之前在财务报告中利润指标完美无瑕的所谓绩优公司纷纷破产后，自由现金流已成为评估领域使用最广泛、理论最健全的指标。目前，世界上几乎所有的公众上市公司都需要披露现金流量表。

以上列举的证券投资相关理论基本上是按照其提出的时间序列介绍的，不能穷尽所有的证券投资理论。