

复旦大学经济学院

2011~2012 学年第一学期期末考试试卷

A 卷答案 (共 4 页)

课程名称: 投资学原理 课程代码: ECON130031.01

一、选择题 (4*5=20')

1. D
2. B
3. A
4. C
5. B

二、名词 (4*5=20')

1、系统性风险: 在证券或证券组合的风险结构中, 影响整个市场波动的系统性风险因素, 主要是宏观经济、政治以及整个社会环境等因素的变化所造成的, 主要包括经济周期波动风险、市场风险、利率风险、通货膨胀风险以及政策风险等。

2、期货合约的保证金制度: 是指在期货交易中, 任何交易者必须按照其所买卖期货合约价值的一定比例交纳资金, 这个比例通常时 5%-10%, 作为履行期货合约的保证, 然后才能参与期货合约的买卖。期货交易设定保证金是为了维护交易的安全性, 防止期货交易者因期货价格波动不能履行支付义务而给期货经纪商或结算公司造成损失, 国际上各期货交易所保证金为初始保证金和维持保证金。

3、APT: 套利定价理论 (APT) 其实是一个类似于资本资产定价模型 (CAPM) 的均衡状态下的资产定价模型, 这一模型的得出与资本资产定价模型相似的结论 (如风险和收益之间的线性关系, 风险越大, 收益越大)。套利组合 (arbitrage portfolios) 是指同时满足以下三个条件的证券组合: (1) 不追加任何额外的投资; (2) 不增加组合风险; (3) 套利组合的预期收益大于零。

4、封闭式基金折价: “封闭式基金折价”是国内外封闭式基金市场的普遍现象, 并一直是理论和实务界关注的焦点问题。由于封闭式基金 (closed-end fund) (以下简称基金) 的特点决定: 在基金存续期间内, 投资人不能自由的赎回所持有的基金份额, 只能在二级市场上变现从而实现投资收益。因而, 封闭式基金的变现能力就受到一定的限制, 这往往表现在基金的市场价格与其单位资产净值 (NAV) 之间存在不一致, 通常将两者的比率定义为基金的折价率 (或者溢价率, 即负的折价率):

$$D_{it} = \frac{\text{price}_{it}}{\text{NAV}_{it}} \times 100$$

这一现象被 Lee、Shleifer 和 Thaler (1991) 称之为“封闭式基金之谜”。

5、Sharp 比率:由为夏普比率 (Sharpe ratio, SR) 威廉·夏普 (W. Sharpe, 1966) 所建立的收益与易变性比率 (reward-to-variability ratio)。夏普通过测量超额收益与总风险比率来测量风险调整后的总业绩。基本原理是源于资本市场线 (CML) 的分析框架, 假定了投资者组合包括风险资产组合和无风险资产两部分。其基本原理是与资本资产定价模型 (CAPM) 是一致的。夏普比率 (SR) 表示如下:

$$SR = \frac{R_i - R_f}{\sigma_i}$$

其中, R_i 表示预期风险资产组合收益率, R_f 表示无风险利率, σ_i 代表总风险。

三、分析题 (10*2=20')

1、欧洲主权债务危机爆发以来, 希腊等国家的长期国债收益率连续上升, 以希腊为代表的债务危机国家的收益率曲线飙升, 主要是投资者对这些国家主权债务的信用违约担心所导致。债券信用风险或违约风险会影响债券价值。那么, 如何衡量债券的违约风险与债券的收益率之间的关系呢? 既然债券存在违约风险, 投资者必然要求获得相应的风险补偿, 即较高的投资收益率。所以, 违约风险越高, 投资收益率也应该越高。

2、在可口可乐收购汇源果汁 (1886.HK) 案例中, 汇源果汁的股价出现了剧烈波动, 主要是信息及时反应到股价之中, 该股价的波动反应了香港股票市场能够达到半强有效状态; 由于股价即可反应并购信息, 不存在 CAAR 缓慢上行或下行, 该并购案例中的汇源果汁超额收益是“未被预期的 CAAR”。

四、问答题 (20*2=40')

1、什么是 EMH? 效率市场三个层次是什么?

在有效资本市场理论中, “有效” 在多种场合中用于描述资本市场的运行特征。“一个资本市场如果在确定资产价格中能够使用所获得的全部信息, 它 (从信息上说) 就是有效率的。”

¹ 按照信息在股价中的反映程度, 可以将市场效率状态划分为三个层次: 弱式有效、半强式有效和强式有效。下面, 我们将分别对这三个假说及其涵义进行解释:

(1) 弱式有效假设

检验用过去的收益对未来收益的预测能力, 信息集仅为历史价格。在弱有效市场条件下, 投资者无法利用过去的股价所包含的信息获取超额利润。弱式有效假说正是著名的所有游走理论, 这就意味着研究股价的历史价格序列对投资没有实际意义。很显然, 若此假设成立, 那么它就直接批判了证券技术分析。因为研究历史价格及历史价格变化没有价值, 则技术分析也就没有价值。

(2) 半强式有效假设

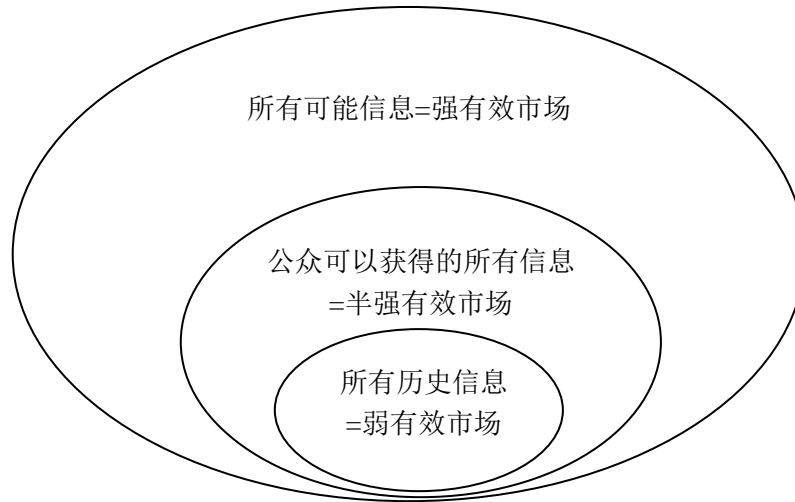
检验证券价格对公开发布信息的反应速度, 信息集是所有公开的信息, 如公司收益率公告、股利政策、股票分割等。在半强有效假设市场条件下, 投资者不仅无法从历史信息中获

¹ 《新帕尔格雷夫经济学大辞典》(第 2 卷), 经济科学出版社, 1993 年版, 第 346 页。

取超额利润，而且也不能通过分析当前的公开信息获取超额收益。在实证检验中，一般运用“事件研究法”（event study method）进行半强式检验。

（3）强式有效假设

证券价格不但对过去的历史信息、现在的公开信息进行反映，而且对没有公开的内幕信息进行反映。在强有效的市场条件下，投资者即使拥有内幕信息也不能获得超额利润。图 1 表明，随着投资者获得的信息集不断增加，市场有效的程度也不断提高。



效率市场的三个层次

2、权益证券的内在估值模型主要有哪些？这些估值方法具体有何特点？

根据证券分析，权益类证券估值可以分为两种基本方法：内在价值法和相对价值法。

股票内在价值法，是按照现金流贴现对公司内在价值进行评估。由于不同资本提供者对现金流索取权的次序有所不同，公司未来现金流的分配也就存在差异。与现金流的分配次序相匹配，不同的现金流决定了不同的股利贴现模型。其中，股利贴现模型（DDM）采用的是现金股利，权益现金流贴现模型（FCFE）采用的是权益自由现金流，企业贴现现金流模型（FCFF）采用的是企业自由现金流。超额收益贴现模型（包括 F-0 和 EVA 模型），则是利用了剩余收益的思想，对股票内在价值进行评估

相对价值模型，则是应用一些相对比率将目标公司与具有相同或相近行业特征、财务特征、股本规模或经营管理风格的上市公司进行比较，来对公司股票进行估值。而这些相对比率是影响股票价值和内在价值的重要变量，包括收益、现金流、账面价值和销售额等。在此，我们探讨的相对比率主要包括市盈率（P/E）、市净率（P/B）。市盈率模型（P/E）表明投资者对该股票未来价值的主要观点。投资者必须将 P/E 比率与整体市场、该公司所属行业以及其它类似公司和股票 P/E 比率进行比较，以决定他们是否认同当前的 P/E 比率水平。也就是说，根据市盈率比率偏高或偏低，判断该股票价格高估还是低估。市净率 = 每股市价 / 每股净资产，相对于市盈率，市净率在使用中有着其特有的优点：第一，每股净资产通常是一个累积的正值，因此市净率也适用于经营暂时陷入困难的企业及有破产风险的公司；第二，统计学证明每股净资产数值普遍比每股收益稳定的多；第三，对于资产包含大量现金的公司，市净率是更为理想的比较估值指标。

