

股票价格过度波动分析

张永任

(西南财经大学中国金融研究中心, 成都, 610074)

内容摘要: 本文通过新古典金融经济理论解释股价波动的失败来引出股价过度波动现象并通过对新古典金融经济理论假设的放松从总体上来阐述解释股价过度波动的各种理论, 剖析了一个典型的解释理论——多种风险资产与信息异质下的迭代模型, 在上述现象描述和理论介绍的基础上, 简要分析了我国股票市场的股价过度波动现象和可能存在的原因。

关键词: 股票价格 新古典金融经济理论

一、新古典金融经济理论解释股价波动的失败

在简单有效市场模型 (Efficient Markets Model, Shiller, 1981), 中, 股票价格 P_t 等于用不变贴现率 g_{t+j} 对该股票未来红利 D_{t+k} 进行贴现的期望, 即:

$$P_t = E_t \left(\sum_{k=0}^{\infty} D_{t+k} \prod_{j=0}^k g_{t+j} \right); \text{其中, } g_{t+j} \text{ 是第 } t+j \text{ 期的贴现率;} \quad (1)$$

因此, 从定性的角度来说, 股票价格的波动来源应该仅限于对未来红利和贴现利率的预期变化等基本面因素; 从定量的角度来说, 股价的波动幅度应该与由红利、贴现利率以及二者之间相关关系等因素所内在确定的波动幅度基本相符。可是, 大量的实证结果表明: 这一结论都是被拒绝的。

Shiller (1981) 基于有效市场模型的方差边界检验, 运用 1871-1979 年的标准普尔综合股价指数和相关红利数据等进行的实证研究发现: 用红利进行贴现得到的股价波动率约为 8.968 (或 26.80), 而实际股价波动率约为 50.12 (或 355.9), 股票价格的波动性是已实现红利波动性的 5 或 13 倍, 因此无法用红利波动性对股价的波动作出理想的解释。而且, 即使在考虑了预期实际贴现率的变化和未来红利不确定性的度量问题后, 仍然存在股价过度波动的问题。因此, 在有效市场模型中, 股价波动几乎无法用经济基本面的变化情况进行全面的解释。

另外, West (1988) 基于简单有效市场模型推出: 使用的信息集越小, 那么新息或预测误差的方差就会越大, 即:

$$\text{Var} [x_{it} - P(x_{it} | I_{t-1})] \leq \text{Var} [x_{it} - P(x_{it} | H_{t-1})] \quad (2)$$

其中, 信息集 H 是信息集 I 的一个子集; $P(\cdot | \cdot)$ 是指条件期望;

x_{it} 和 x_{itH} 分别是基于信息集 I 和 H 而预测出的事后价值或精确-预见价格 (Ex-post Value or Perfect Foresight Price), 即:

$$x_{it} = d_t + bP \left(\sum_{j=0}^{\infty} b^j d_{t+j+1} | I_t \right), \quad x_{itH} = d_t + bP \left(\sum_{j=0}^{\infty} b^j d_{t+j+1} | H_t \right)。$$

不过，通过对 1871-1980 年美国股票市场的实证研究，West（1988）发现：无论从数量上还是统计显著性上，这一推论都是被拒绝的。由此，West（1988）认为：引起股价过度波动的可能原因在于理性或近乎理性泡沫或时尚（Shiller, 1989）的存在，所以，从理性泡沫或时尚的角度来研究股价过度波动将是今后研究该问题时一项有挑战性的方向。

二、股价过度波动的理论解释

学界沿着三条主线对这一经济金融现象进行了系统研究：一是改善金融计量模型，例如引入单位根红利过程、将贴现利率设定为时变的随机过程、小样本可能会带来估计偏误、股利与预期收益之间相关关系的不同假设以及使用更为复杂的回归模型等技术问题，具体可参见 Shiller（1989）、LeRoy（1989）、Campbell（1993）、Campbell 等（2001）；二是引入行为金融的分析范式，例如 Hong & Stein（1999）、Barberis & Shleifer（2003）等；三是在有效市场模型的基础上放松某些与现实不符的前提假设。

鉴于相关研究文献繁多且问题复杂，同时，考虑到本文所运用的分析范式和主要研究目的，在此仅对第三个方向的相关文献进行梳理。

从金融经济学的角度来看，一个完整的经济结构至少包括三个方面：一是它所处的自然环境，包括时间以及与未来时间紧密相关的风险；二是经济中各参与者的经济特征，主要包括参与者的经济资源——禀赋、信息和生产技术，参与者的经济需求——消费集、偏好以及效用函数等；三是进行资源跨期最优配置的金融市场。而在有效市场模型中，正是基于对上述三个方面所做的严格假设，才推导出了股价是未来现金流的现值这一简单结论。具体包括：

（1）在不确定性的市场环境中，将参与者的效用函数假设为满足六大公理的 Von Neumann & Morgenstern 期望效用函数；（2）不存在信息不对称现象；（3）没有交易成本；（4）市场中的参与者是同质的且可以用代表性参与者（Representative Agent）代替；（5）金融市场是完全可证券化的；（6）生产最优决策是股东价值最大化等等。

在有效市场模型的分析中，之所以得出股价过度波动的结论，从新古典金融经济学分析框架来看，主要原因在于假定条件的苛刻，即风险资产供给是确定的或者是公共知识、所有投资者都是同质、信息完全且对称、市场参与者行为完全一致理性、没有参与成本等假设与现实股票市场之间存在距离。所以，接下来就从放松这些假设条件的角度来整理有效市场模型的扩展和学术界的最新研究动态。

（一）供给变化对股价过度波动的解释

为了分析由随机流动性交易和确定性套利交易所引起的供给变化是如何引起资产价格过度波动的，Gennotte & Leland（1990）建立了一个理性预期模型。在该模型中，假设金融市场是比较缺乏流动性的，而且在价格显示方面，假定价格在投资者的预期形成中扮演重要角色。通过分析市场流动性、套利与股市剧烈波动之间的关系，结果表明：市场参与者之间所拥有的信息差异会使得金融市场非常缺乏流动性，再加上价格变化对市场参与者预期形成

的反馈作用，一个很小的无法观察到的供给冲击就会引起价格的巨大变化。所以，该模型从这一角度弥补了有效市场模型中的分析缺陷。

（二） 噪声交易者和套利交易者对股价过度波动的解释

在一个资本市场的叠代模型中，De Long 等（1990）研究发现：持有错误信息的噪声交易者也能影响股价变化并且获得较高的预期收益，从而获得一定的生存空间。其内在的经济学直觉是：在套利者投资期限存在一定约束的情况下，很可能会出现噪声交易者的错误信念在还没有转向基本面所确定的价格（有时股价甚至变得更加的极端）而套利者又不得不因流动性等原因而减持该风险资产的情况，如果的确是这样的话，套利者就会因此而遭受损失，噪声交易者却因此而实现了自己的收益。在知情交易者眼中，持有错误信息的噪声交易者的交易行为无法进行预测分析，从而增大了知情交易者承担的风险并且使得正常的理性套利无法实现。这样，就使得即使在没有基本面风险的情况下，股票价格也会严重偏离基本面，从而噪声交易者为自己创造出了生存的空间。

Campbell & Kyle（1993）通过构造“将市场参与者分为投机者和噪声交易者（外生因素决定其交易行为）两种类型，将形成股票价格的驱动因素分为成长期红利部分、暂时红利部分、非红利信息和噪声四个部分”这样的金融市场环境，来解释股价过度波动现象。另外，文中利用 1871-1986 年期间的标准-普尔综合股价指数和红利数据进行实证分析，结果表明：噪声的引入，可以在放松诸如股利和股价满足单位根过程、贴现利率较低等与现实数据特性不一致的相关假设的情况下，实现对于股价过度波动现象的解释。

其背后的经济学逻辑是：（1）在将噪声交易者的交易行视为外生的、投机者是风险规避的等经济环境下，噪声交易者的随机交易行为引起风险股票的风险溢价可能会暂时性地偏离其基本面所决定的水平；（2）股票风险溢价的暂时性背离基本面就会导致股票未来收益率出现变化，进而会放大投机者对股票需求的弹性，原因在于投机者知道由噪声交易所引起的股价中的暂时成分从长远来看会消失，即股价会向基本面所决定的价值回归，从而投机者就可以利用噪声交易来获得较高的风险溢价；（3）噪声交易者与投机者之间的相互竞争性作用之所以会引起股价的过度波动，是因为在假设噪声交易者的交易行为是外生的情况下，投机者的风险规避特性使然。

（三） 信息不完全和信息不对称对股价过度波动的解释

区别于 Campbell & Kyle（1993）中引入噪声交易者，Wang（1993）构建了一个信息不对称条件下的动态资产定价模型，将信息不完全和信息不对称引入模型之中。为了说明信息不完全对股价波动的影响，文中比较了投资者均为知情者和投资者均为非知情者这两种极端情形；为了说明信息不对称对股价波动的影响，文中比较了投资者几乎均为非知情者和投资者均为非知情者这两种情形。研究结果表明：在资产供给冲击存在的情况下，市场参与者之间的信息不完全和信息不对称可能会引起股价的过度波动。其作用机理是：一方面，在只存在信息不完全而没有信息不对称的市场中，如果这种信息不完全的程度越高，那么，股票未来红利变化的不确定性就越高，因此，市场参与者就会要求更大的风险补偿，从而使得股价

的波动加剧；另一方面，由于信息搜集成本和通过支付成本而获得的信息对投资者带来的收益不同的原因，如果市场参与者之间的信息不对称，那么，拥有信息优势的知情交易者就会试图通过与处于信息劣势的不知情交易者进行交易而获取交易收益，但是，在交易过程中，不知情交易者由于要面对逆向选择问题，因而，他们就会要求更高的风险溢价以便于补偿这种信息不对称所带来的交易风险，这样，就会放大股票供给冲击对股价波动性的影响。

Gârleanu & Pedersen（2004）对逆向选择进行了进一步的分析研究。

（四） 市场参与成本对股价过度波动的解释

Orosel（1997）分析了将市场参与成本设定为外生变量情况下的股价波动情况。更进一步，Orosel（1998）将市场参与成本引入迭代模型中，并且将投资者的参与活动变化看成是模型的一个内生变量，由以前的红利水平所决定。另外，模型假设仅存在股票和无风险资产两种资产；所有投资者都只生活两期——在第一期投资、在第二期消费。由于投资者进入金融市场存在一个固定成本（比如进入市场所需的基本物质条件、专业知识的学习、信息搜集等），因此导致市场参与者通常只投资于有限种类的资产上，从而，只有那些市场参与成本较低的投资者进入风险资产（股票）的投资活动当中去。随着金融环境的变化，市场参与活动就是一个随机波动的变量，因而，为解释股价过度波动提供了另一条思路。本文理论分析结果表明：即使市场参与者都是理性的、贴现率是一常量等相关强假设下，基于内生决定的市场参与变化下的股价波动也会大于有效市场模型下的股价波动。

（五） 多种证券的迭代模型对股价过度波动的解释

区别于 Campbell & Kyle（1993）和 Wang（1993）无限期和单一风险资产的假设，Spiegel（1998）引入了多种证券和迭代假设，建立了一个多种证券金融市场环境下的迭代模型。分析结果表明：在有 K 种风险资产可供交易的市场环境下，迭代模型存在 2^K 个市场均衡，并且大体上可将其区分为高波动均衡和低波动均衡。其中，在低波动均衡中，该模型所得的解析结果与 Campbell & Kyle（1993）和 Wang（1993）的无限期模型中所推演出的结果类似；而在高波动均衡中，只需要一个很小的供给冲击就会引起一个较大的资产价格波动，而且随着市场中风险资产数量的增多所需供给冲击会更小。在实证方面，该模型进一步地调和了股价波动与红利波动数据之间的不一致现象。

（六） 理性噪声预期均衡对股价过度波动的解释

Admati（1985）提出了一个多资产的噪声理性预期均衡模型，系统地分析了资产价格与资产供给之间、不同资产之间的相互关系。Biais, Bossaerts, Spatt（2004）分析将异质信息结构引入 Admati（1985）中，从理论和实证的角度分析了股票价格在异质信息下的部分显示均衡，为研究股价波动提供了一个分析基础。

上述各模型在新古典金融经济学的分析框架基础之上，扩展了有效市场模型，部分地调和了股价波动和红利过程之间在实际市场数据上所存在的较大差异，从而使得我们对于股价波动有了更深刻的了解。但是，由于问题的复杂性、系统性以及学科发展的局限性，仍有一些假设（比如效用函数通常假设为 CARA 或 CRRA，而没有将现实中存在的状态依赖、攀

比、习惯、不确定性厌恶等考虑进来）没有进行放松，而且各个假设之间对股价波动的共同影响没有进行综合分析和动态分析。另外，只是分析了多重均衡的存在性而没有进一步从理论上探讨均衡的唯一性或各均衡之间的稳定性问题，这些方面应该是下一步的研究方向。

三、 K -风险资产与信息异质下的迭代模型剖析

为了更加详细地说明上述诸模型的运作机理，在此以 Watanabe(2008) 模型为例，从模型设定、主要结论以及其背后的经济学直觉等方面进行系统地整理。

Watanabe(2008)考察了多种证券和投资者信息异质的市场环境下的迭代模型，迭代和信息异质是建立该模型的两个核心。从上述各模型之间的关系来看，该模型实际上是将 Admati (1985) 模型中的无限期扩展到了迭代，或者是将噪声理性预期均衡分析框架引入到 Spiegel (1998)。另外，相对于行为金融的分析视角而言，该模型主要是从市场参与者是完全理性经济人的分析视角，对股价过度波动进行了相关研究。

（一）模型的设定

按照新古典金融经济学分析惯例，该模型对经济环境做了如下的一般设定：参与者只消费单一商品；金融市场上有 K 种风险资产（股票）和一种无风险债券可以交易，而且这两类资产的收益均用上述单一商品来表示。除此之外，模型又从如下六个方面做了设定：

（1）迭代（或跨期）方面：经济体中的市场参与存在新老交替，每个经济人只活两期——年轻期和老年期，而整个经济会代代相传地永远存续下去。在年轻期，持有的初始禀赋是一些债券和具有供给冲击特性的股票，参与者依据私人信息集、风险资产禀赋以及市场价格（包括所有股票的历史价格和红利数据）来进行投资决策；在老年期，参与者收到股票红利、卖掉所持有的风险资产并消费掉，同时走向终结。

（2）市场参与者的偏好方面：假设为负指数效用函数，即常绝对风险厌恶 CARA，其相对风险厌恶随着财富的增加而增加。

（3）参与者禀赋方面：市场参与者 i 的股票禀赋假设由 h_t 和一个噪声部分 $x_{t,i}$ 构成，其中各 $x_{t,i}$ 之间相互独立、不可观测、呈均值为 0 的正态分布。依据大数定理，这样的假设意味着市场参与者可以通过自己的禀赋来解构出关于整体股票供给冲击的信息。

（4）风险资产未来收益和供给冲击方面：股票的下一期红利变化 d_t 和股票供给冲击变化 h_t 均假定为随机变量，服从一个向量随机游走过程，而且假定这两个随机向量满足均值为 0、方差-协方差矩阵为非负定矩阵的多元正态分布。假设经济中的 K 种风险资产是对称的 (Symmetric)，即各风险资产的未来红利和供给冲击的方差、相关系数都相等。股票供给冲击的产生原因包括：经济体中实体资本形成的波动、资本市场上的流动性交易需求等，具体可参考 Spiegel (2000) 关于供给冲击的数学描述。另外，该假设其实内涵地包括了需求冲击的情况，如果保持股票供给不变，那么市场参与者数量的随机波动对股价也会产生类似的效果。

(5) 信息结构和信息显示均衡方面：市场参与者 i 在做投资决策时所拥有的信息是有噪声的，即包括红利 d_t 和一个噪声部分 $e_{t,i}$ ，假设各个 $e_{t,i}$ 之间是相互独立的，这就意味着这样的信息结构假设可以将市场参与者之间的信息看成是异质的。如果私人信息是无限接近噪声的，那么他们就无法获得关于未来红利的信息，这也就是 Spiegel (1998) 所研究的情形；另一种极端情况是，如果 $e_{t,i}$ 的方差为 0，那么，市场参与者就拥有红利的完全信息；在这两个极端情形之间，市场参与者所拥有的就是关于未来红利信息的一部分。因此，将信息结构粗略地分为完全没有、完全拥有和部分信息显示三种情况，而前两种可视为信息同质，第三种则为信息异质。

(6) 市场均衡方面：市场参与者 i 追求在财富跨期约束下的效用最大化；整个市场的均衡条件是风险资产的人均供给等于人均需求；另外，本模型仅考虑线性均衡，股票价格设定为风险资产供给和未来红利两个随机变量的线性函数。

(二) 模型主要结论

(1) 在引入信息异质假设之后，在有 K 种风险资产的经济环境中，得出了类似于 Spiegel (1998) 的结论——存在 2^K 个均衡。另外，该模型进一步表明：这些多重均衡是由于迭代假设中的预言自我实现机制而不是由于异质信息假设的引入而造成的，这一点可以从在两种极端情况下（即完全没有信息和信息完全）仍然存在多重均衡的结论中得到佐证。虽然在信息同质结构下的有些均衡也可以解释股价的过度波动，但是由此假设也会推出 CAPM 定价模型以及两基金分离定理不再成立的结论，而这二者是经典金融经济学理论的两个基石，因此，放松信息同质性假设（也就是部分信息显示均衡）是必要的。

(2) 在高波动均衡的情况下，股价波动随着信息质量的提高而增大，并且当所有市场参与者的信息质量都是一样（从而不存在逆向选择的问题）时，该结论仍然成立。另外，无论在什么样的信息质量下，只需要很小的供给冲击就可以用该模型对观察到的股价过度波动现象进行解释。在同质信息结构下（包括信息完全和完全没有信息两种极端情况），股价的波动与股价对供给冲击的敏感程度呈线性关系。

(3) 是市场上所有投资者的平均信息精度而不是投资者之间的信息不对称程度决定了股价的过度波动特性。其内在机理是：迭代模型中预言的自我实现使得供给冲击被放大，从而对均衡股价造成过度波动的影响。因为在信息部分显示的高波动均衡中，投资者持有这样的信念——很小的一个供给冲击就会引起不成比例的一个巨大价格波动。

(4) 在 K 种风险资产（不管各风险资产的未来红利之间是否相关）、信息部分显示的经济环境中，通过数值求解法：得出了与 Spiegel (1998) 在同质信息假设下所得出的一样的结论，即在存在 K 种风险资产的经济中，为了解释股价过度波动所需要的供给冲击波动幅度是只有一种风险资产情况下的 $1/K$ ；在达到高波动均衡的情况下，股价波动随着供给冲击波动的减小而增大；股价波动随着信息精度的提高而增大；股票价格对其自身的未来红利

冲击的敏感性随着信息质量的提高而提高；股票价格对其自身的供给冲击的敏感性（此处取绝对值）也随着信息质量的提高而提高。

（5）数据与模型的吻合情况描述：通过使用市场股价和红利的历史数据进行定标，在红利冲击的波动为 16.5，股价冲击的波动为 69.4，各风险资产红利过程的相关系数为 0 或 0.3，无风险收益率为 5%，平均风险规避系数为 1，风险资产供给冲击为 4.99×10^{-3} 等相关数值设定下，可以实现股价和红利历史数据的吻合。

（三）背后的经济学直觉

（1）在信息完全的情况下，股票价格等于未来直到永久红利的现值与因风险资产供给冲击所引起的一个贴水之间的差值；而在完全没有信息的情况下，其差别在于上述未来红利的现值只考虑当期而不是直到永久的一个红利流，因为由于市场参与者没有关于未来红利的任何信息；在信息部分显示均衡中，股价除了上述两个部分之外，股价还包含反映关于未来红利的噪声这一部分，其中，风险资产的供给冲击起到了阻止股利信息完全反映到股价之中的作用，因为，投资者根据当前的红利和上一期的供给冲击只能推断出同时包含下一期红利和当期供给冲击混合体，而不能具体区分二者之间的数量，也正是基于此，市场上的股票价格只能作为一个含有噪声的公开信息。

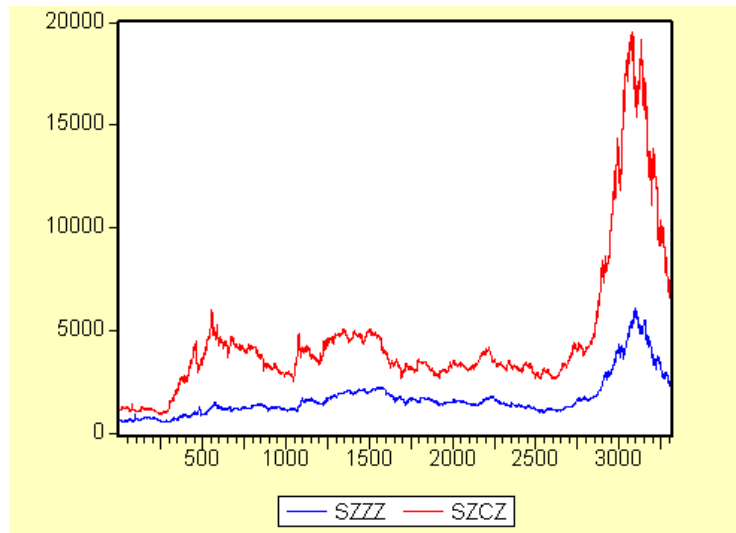
（2）信息异质也就意味着各个投资者分别持有基于私人信息基础上的不同的风险资产组合。这种不同是由各投资者之间的异质信息（即私人信息）引起他们在均值-方差前沿以及市场组合等信念上的差异所致。

（3）由于存在信息成本，不知情投资者最理性的投资方式是利用信息成本较低的公开信息——股票价格进行投资决策并指导自己进行追涨杀跌操作，而知情投资者却利用信息生产的规模优势和专有资源进行信息挖掘，并利用自己手中的私人信息进行相反的操作。

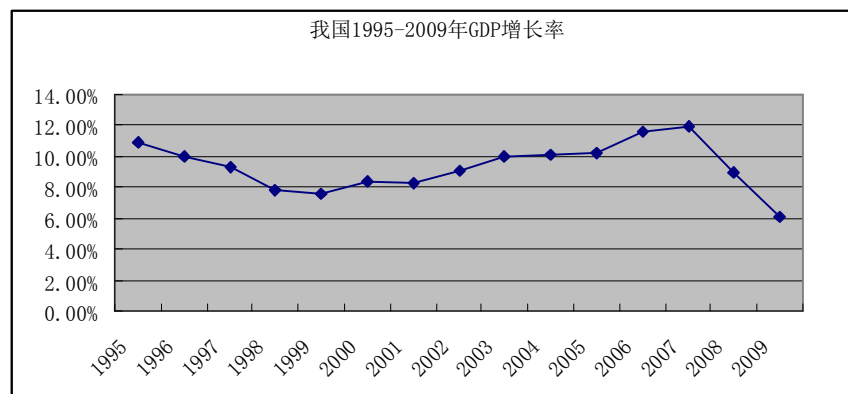
（4）我国股价高波动特性及其简析

自 1990 年全国性股票市场建立以来，我国股市经历了几番较大起伏（考虑到数据可得性，仅用上证综指 1995 年 1 月至 2008 年 9 月的半年度指数数据粗略估算，指数增长率的标准差是 51.09），而期间我国整体经济却始终保持了平稳快速增长（保持在 7.1%-11.4% 之间，平均增长率为 8.2，年度增长率的标准差仅为 1.32）。

上证综指和深圳成指（1995 年 1 月 4 日至 2009 年 4 月 24 日）的收盘指数值变化趋势如下图所示（蓝线是上证综指，红线是深证成指）：



然而同期，我国经济增长率的变化却相对平稳的多（限于数据的可得性，此处用我国GDP增长率作为全体上市公司基本面情况的代理变量。另外，2009年GDP增长率是指第一季度的GDP增长率）：



由上图可以看出：在波动幅度和趋势两个方面，股票市场指数和刻画基本面信息的GDP增长率之间均存在显著差异，从而，间接印证了在我国股票市场上存在股价过度波动的现象。

另外，从日交易数据的角度，根据贾勇（2007）的统计分析发现：在从2000年1月1日到2003年12月31日的考察期间，在随机抽取193只样本股中，样本股票发生在不超过5个交易日累积股价增长率超过25%的异常大幅度波动事件的次数为183次，波动次数与样本量之比接近95%，也就是说，几乎每只股票都发生过一次这种类型的大幅度波动事件。

基于以上的理论分析，我们认为：股价相对较大波动的背后除了“新兴加转轨”市场经济所特有的发展、制度和产权方面的原因之外，按照上述有效市场模型的扩展分析，至少还存在以下一般性因素：

首先，供给冲击方面。在新兴股票市场上，由于存在可交易的股票数量、投资者结构和数量、入市资金规模等之间的非均衡性，再加上流动性需求所引起的供给冲击，就使得我国股票市场上的对风险资产的供给冲击更大，因而会表现出股价过度波动的现象。

其次，信息不对称（异质信息）以及噪声交易者的存在。由于金融文化的缺失、证券知识的缺乏、市场参与成本较高、投资者开户数急剧增加、公司治理不健全、信息披露制度的不完善、市场监管的不到位等原因，表现在股票市场上就存在投资者之间存在严重的信息不对称

和信息不完全（即使在专业人员之中甚至也经常会出现估值模型变化不定的现象），进而会按照上述模型中的内在机制产生股价的过度波动。

最后，与现实更接近的多资产、迭代等假设所产生的作用机理，会进一步地放大股价波动或实现高波动均衡。

因此，我国 A 股市场同样存在股价过度波动现象，而且，由于我国股票市场的“新兴加转轨”特点，股价过度波动是有过之而无不及。

参考文献：

- 1、邓乐平、张永任，2008，《R²能够度量股价中的信息含量吗？》，[J]，《银行家》第5期，116-121。
- 2、邓乐平、张永任，2009，《股价过度波动理论研究评述》，[J]，《经济学动态》第4期，116-121。
- 张永任，2009，《R²与股价中信息含量度量》，[J]，《管理科学学报》，待发。
- 3、贾男，2007，《噪声交易与股价过度波动：理论与中国经验分析》，[J]，《生态经济》，第6期，73-77。
- 4、范学俊，2008，《金融政策与资本配置效率——1992~2005年中国的实证》，[J]，《数量经济技术经济研究》第2期，3-15。
- 5、李维安、姜涛，2007，《公司治理与企业过度投资行为研究——来自中国上市公司的证据》，[J]，《财贸经济》，第12期。
- 6、Alves P., Peasnell K., Taylor P., 2006, The R² puzzle. Working Paper, Lancaster University.
- 7、Ashbaugh H., Gassen J., and LaFond R., 2006, Does stock price synchronicity represent firm-specific information? The international evidence, Working Paper, Social Science Research Network.
- 8、Barberis N., Shleifer A., Wurgler J., 2005, Comovement. Journal of Financial Economics, 283-317.

The Analysis of the Stock Price Excess Volatility

Zhang Yongren

(Chinese Financial Research Centre of Southwestern University of Finance and Economics, Chengdu, 610074)

Abstract: Through the neo-classical economic theory, this paper explain the fail of the financial volatility in stock prices to rise to the phenomenon of excessive volatility, and through the neo-classical economic theory, relaxing the financial assumptions, the general explain the excessive price fluctuations in a variety of theories, analysis of a typical explain the theory - a variety of risky assets and information under the heterogeneity of iteration model, described in the above-mentioned phenomena and the theoretical description is based on a brief analysis of China's stock market phenomenon of excessive volatility of stock prices and possible causes.

Keywords: The stock price neo-classical theory of finance and economy

收稿日期: 2009-08-26

作者简介: 张永任，西南财经大学中国金融研究中心金融学博士，研究方向：金融学