

当代世界学术名著
经济学系列

并非有效的市场 行为金融学导论

安德瑞·史莱佛 著
(Andrei Shleifer)
赵英军 译校

Inefficient Markets

An Introduction to Behavioral Finance

当代世界学术名著
经济学系列

并非有效的市场

行为金融学导论

安德瑞·史莱佛 著

(Andrei Shleifer)

赵英军 译校

Inefficient Markets

An Introduction to Behavioral Finance

中国人民大学出版社

· 北京 ·

图书在版编目 (CIP) 数据

并非有效的市场/(美)史莱佛著;赵英军译校. —北京:中国人民大学出版社, 2015. 11
(当代世界学术名著)
书名原文: Inefficient Markets
ISBN 978-7-300-22026-0

I. ①并… II. ①史…②赵… III. ①金融学-研究 IV. ①F830

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2015) 第 244643 号

当代世界学术名著

并非有效的市场: 行为金融学导论

安德瑞·史莱佛 (Andrei Shleifer) 著

赵英军 译校

Bingfei Youxiao de Shichang

出版发行 中国人民大学出版社

社 址 北京中关村大街 31 号

邮政编码 100080

电 话 010-62511242 (总编室)

010-62511770 (质管部)

010-82501766 (邮购部)

010-62514148 (门市部)

010-62515195 (发行公司)

010-62515275 (盗版举报)

网 址 <http://www.crup.com.cn>

<http://www.ttrnet.com>(人大教研网)

经 销 新华书店

印 刷 北京东君印刷有限公司

规 格 155 mm×235 mm 16 开本

版 次 2015 年 11 月第 1 版

印 张 17 插页 2

印 次 2015 年 11 月第 1 次印刷

字 数 230 000

定 价 58.00 元

版权所有 侵权必究

印装差错 负责调换

“当代世界学术名著”

出版说明

中华民族历来有海纳百川的宽阔胸怀，她在创造灿烂文明的同时，不断吸纳整个人类文明的精华，滋养、壮大和发展自己。当前，全球化使得人类文明之间的相互交流和影响进一步加强，互动效应更为明显。以世界眼光和开放的视野，引介世界各国的优秀哲学社会科学的前沿成果，服务于我国的社会主义现代化建设，服务于我国的科教兴国战略，是新中国出版工作的优良传统，也是当代中国出版工作者的重要使命。

中国人民大学出版社历来注重对国外哲学社会科学成果的译介工作，所出版的“经济科学译丛”、“工商管理经典译丛”等系列译丛受到社会的广泛欢迎。这些译丛侧重于西方经典性教材；同时，我们又推出了这套“当代世界学术名著”系列，旨在选译国外当代学术名著。所谓“当代”，一般指近几十年发表的著作；所谓“名著”，是指这些著作在相关领域产生了巨大影响并被各类文献反复引用，成为研究者的必读著作。我们希望经过不断的筛选和积累，这套丛书能够成为当代的“汉译世界学术名著丛书”，成为读书人的精神殿堂。

由于本套丛书所选著作距今时日较短，未经历史的充分淘洗，加之判断标准见仁见智，以及选择视野的局限，这项工作肯定难以尽如人意。我们期待着海内外学界积极参与推荐，并对我们的工作提出宝贵的意见和建议。我们深信，经过学界同仁和出版工作者的共同努力，这套丛书必将日臻完善。

中国人民大学出版社

中文版序言

在过去的5年中，我们见证的股价泡沫是美国股票市场发展史上最大的几次泡沫之一。股价在达到历史上的最高点后，其随后的崩溃也是那样的引人入胜。在价格水平走到极致时可以观察到的许多现象，我们都在这次泡沫中看到了：一种新兴产业——与因特网相关的产业——的横空出世，诞生了许多百万富翁、亿万富翁，促成了一波最大规模的企业并购热潮。同时我们也看到许多与之俱来的其他现象：篡改企业盈利数据，甚至进行会计账目欺骗，由此导致了安然等几



家巨型公司的崩溃等等。

忽视投资者的心理变化及其在市场中的具体表现，我们是无法理解证券市场中的价格泡沫和其他异象的，本书试图从这一角度展开分析。行为金融是一个崭新的研究领域，本书作为这一研究领域的著作之一，要去解释的是投资者的心理变化和这些变化对证券价格的影响。我们提出的这些理论和进行的实证检验，最终目的是为了更好地理解金融市场是如何运作的，只有知道了这一点才有助于投资者在纷繁复杂的市场中找到航向。

本书所举的许多例证取自像美国这样的发达国家中的证券市场。新兴市场国家和地区中的金融市场在最近几年也获得了令人欣喜的发展，尤其是中国证券市场的发展最引人注目。因为这些国家和地区的金融市场发展历史比较短，发展水平也不高，所以投资者心理变化对金融市场所造成的影响比在美国这样的发达国家中还要大。所以，本书所提出的一些理念对这些新兴市场国家和地区的投资者和政策制定者更具参考意义。

我很高兴本书被翻译成中文，对赵英军博士高效的翻译工作表示感谢。中国经济和中国证券市场的发展已经成为当今世界最引人注目、最成功的范例之一，我希望我的著作有助于中国读者更好地理解金融体系发展中的一些重要方面。

安德瑞·史莱佛

于马萨诸塞州剑桥

2002年6月17日

致 谢

本书由 1996 年春季我在美国牛津大学克莱尔文顿 (Clarendon) 讲座课教学的讲稿扩充而成。我非常感谢牛津大学出版社的热情支持和经济学部编辑安德鲁·舒勒 (Andrew Schuller) 的辛勤工作。

在 20 世纪 80 年代,当时我还是一名在校研究生,就开始了对金融市场有效性的研究。那时,在行为金融理论中仅有罗伯特·席勒 (Robert Shiller)、拉里·萨默斯 (Larry Summers) 和理查德·塞勒 (Richard Thaler) 等学者为数不多的几篇论文。经济



学家对这一领域的研究也并不看好。但是，对我来说，这一领域的研究令我兴奋不已。在读研究生时，我写了一篇讨论股票被纳入 S&P（标准普尔）500 指数股票的论文，自此开始了与布兰德·德龙（Brad De Long）、拉里·萨默斯和罗伯特·沃德曼（Robert Waldmann）合作的一系列研究。行为金融理论的研究在 20 世纪 80 年代末期得到了飞速发展。当我于 1992 年在罗素·塞奇基金会（Russell Sage Foundation）做访问教授时，就曾想写这样一本书，但并未如愿。在某种意义上，我反而因祸得福，因为此后这一领域的研究又涌现了大批成果。我还是非常感谢罗素·塞奇基金会使我的工作有了一个好的开始。

进入 90 年代后，我与约瑟夫·兰考尼肖克（Josef Lakonishok）和罗伯特·维塞尼（Robert Vishny）进行了一系列的研究，本书的出版也有他们的很大贡献。盖比·森夏恩（Gabe Sunshine）和南希·齐默曼（Nancy Zimmerman）教给了我许多关于套利的知识，他们给我提出了一些非常有意义的研究课题，这些课题有助于我从实践的角度更好地去理解市场的运行。克莱尔文顿讲座的邀请给了我一个绝好的机会完成该书。在麻省理工学院休学术假期期间，我最终完成了本书的写作，并在主人的热情鼓励下就部分章节在该校的独立研究课中做了讲座。

书中许多章节大量取自我与同事们的合作研究。第 2 章取自与布兰德·德龙、劳伦斯·萨默斯（Lawrence Summers）和罗伯特·沃德曼共同发表在 1990 年《政治经济学杂志》上的《金融市场中的噪音交易者风险》一文；第 3 章是在与查尔斯·李（Charles Lee）和理查德·塞勒合作发表在 1991 年《金融学》杂志上的《投资者心态与封闭基金之谜》一文基础上扩充而成的；第 4 章主要来自与罗伯特·维塞尼共同发表在 1997 年《金融学》杂志上的《有限套利》一文；第 5 章的基础是与尼古拉斯·巴博瑞斯（Nicholas Barberis）和罗伯特·维塞尼合作发表在 1998 年《金融经济学》杂志上的《投资者心态模型》一文；第 6 章使用的资料来自与布兰德·德龙、劳伦斯·萨默斯和罗伯特·沃德曼共同发表在 1990 年《金融学》杂志上的《正

反馈投资策略与不稳定的理性投资》一文。在采用这些成果时，我对资料进行了补充和删改。在这里，我非常感谢这些多年来的合作伙伴。

非常幸运的是，如下学者曾给我许多真知灼见的建议：尼古拉斯·巴伯瑞斯、奥利维尔·布兰查德（Olivier Blanchard）、约翰·坎贝尔（John Campbell）、爱德华·格莱泽（Edward Glaeser）、保罗·冈珀斯（Paul Gompers）、奥利维尔·哈特（Oliver Hart）、西蒙·约翰逊（Simon Johnson）、丹尼尔·凯尼曼（Daniel Kahneman）、戴维·莱伯森（David Laibson）、拉斐尔·拉·波塔（Rafael La Porta）、弗洛伦斯科·洛佩兹-德-萨兰尼兹（Florencio Lopez-de-Silanes）、安德鲁·梅特克（Andrew Metrick）、森德尔·马莱尼萨（Senhil Mullainathan）、迈克尔·拉什斯（Michael Rashes）、劳伦斯·萨默斯、理查德·塞勒、丹尼尔·沃尔芬森（Daniel Wolfenzon）和杰夫·武格勒（Jeff Wurgler）。他们的建议使我受益匪浅。尼古拉斯·巴伯瑞斯和戴维·莱伯森提供了特别多的帮助。我也非常感谢克莱尔·麦克莱恩（Clare MacLean）在本书送交出版社前不知疲倦的工作和马尔科姆·贝克尔（Malcolm Baker）在准备索引上付出的努力。

我最为感谢的两个人是：拉里·萨默斯和南希·齐默曼。拉里·萨默斯指导我成为一名经济学家，也是在他的指引下我开始了行为金融理论的研究。他给出了许多令人茅塞顿开的例证。南希对金融市场的深邃见解地给人启迪至深。谨以此书献给她。

目 录

第一章	金融市场是有效市场吗	1
	EMH 的理论基础	3
	EMH 的实证检验基础	5
	理论上对 EMH 的挑战	10
	实证检验对 EMH 的挑战	16
	本书的结构	23
第二章	金融市场中的噪音交易者风险	27
	2.1 噪音交易：一种风险源	32
	一个模型	32



	定价函数	36
	模型解析	36
	2.2 噪音交易者和套利者的收益比较	41
	2.3 有限套利的进一步分析	45
	2.4 结论	50
第三章	封闭式基金之谜	52
	3.1 对封闭式基金之谜已有的解释	55
	代理成本论	56
	非流动性资产论	56
	应缴资本利得税论	57
	3.2 投资者心态分析	58
	适用于封闭式基金的模型	58
	投资者心态和四个谜团	61
	其他的引申含义	62
	3.3 基本分析的数据和变量	64
	3.4 研究结论	66
	不同基金贴水的关联性变动	66
	基金应在什么时候募集	67
	贴水变动与投资于小公司股票所获收益的关系	71
	贴水变动和个人持股公司的收益	77
	3.5 进一步的验证	78
	3.6 结论	82
	附录 3.1	83
第四章	专业套利分析	87
	4.1 代理关系下的有限套利模型	89

	4.2 业绩导向的套利与市场有效性	94
	4.3 对业绩导向套利的讨论	100
	4.4 关于长期资本公司的一个补充说明	104
第五章	投资者心态模型	108
	5.1 实证检验的结果	110
	反应不足的统计验证	111
	反应过度的统计验证	116
	5.2 一些心理学的证据	122
	5.3 对模型并非正式的描述	125
	5.4 投资者心态模型	129
	正式模型	129
	基本结论	132
	一些模拟试验	134
	5.5 总结性评论	137
	附录 5.1	139
第六章	正反馈投资策略分析	149
	6.1 模型	153
	假设	153
	第 3 期	155
	第 2 期	155
	第 1 期	156
	第 0 期	157
	无噪声信号时的解	157
	不完全信息信号条件下的解	158
	6.2 对价格泡沫的剖析	163



	6.3 结论	168
第七章	有待继续探讨的问题	170
	7.1 什么决定证券价格	173
	7.2 这重要吗	179
	7.3 管理当局可以发挥作用吗	185
	7.4 值得探讨的问题	189
	20 个行为金融理论值得研究的问题	189
参考文献		193
索引		212
附录	通过股票市场驱动的并购	232
	A.1 引言	232
	A.2 一个并购的简单模型	235
	A.3 收益的计算	237
	A.4 讨论	246
	收益横向比较的意义	246
	并购浪潮	248
	A.5 结论	251
译后记		255

第一章 金融市场是有效市场吗

有效市场假说 (the efficient markets hypothesis, EMH) 已经成了近 30 年来金融理论的核心命题。法马 (Fama, 1970) 对这一假说的经典定义是：有效金融市场是指这样的市场，其中的证券价格总是可以充分体现可获信息变化的影响。该假说随即宣称，现实经济中的金融市场，如美国的债券市场或股票市场实际上就是符合这一定义的有效市场。这一学说的影响力令人瞩目。在最极端的状态下，EMH 甚至“排除了这样的交易制度存在的可能性：即基于现在可获信息



获得超过均衡的预期利润（或收益）的超额利润（或收益）”（Fama, 1970）。换成日常语言也就是说，一个具有平常资质的投资者，不管是个人投资者，还是养老基金和共同基金，都不能期望一直能战胜市场。投资者大量用于分析、挑选和买卖证券的信息投入都是在浪费资源。顺从地持有流行的市场资产组合比主动理财要强得多。如果这一说法成立，市场确实可以知道一切。

自 20 世纪 60 年代这一假说提出之后的 10 年内，EMH 无论在理论方面还是在实证检验方面，都取得了巨大的成功。学术上通过强有力的理论推理证明了这一假说的成立，更引人注目的是大量随之涌现的实证检验结果也几乎都支持这一假说的成立。事实上，金融理论绝大多数的研究领域，尤其是证券分析理论，都是在这一学说及其应用的基础上建立起来的。EMH 的发源地——芝加哥大学——俨然变成了世界金融理论的中心。迈克尔·詹森（Michael Jensen），芝加哥大学的研究生，同时也是 EMH 理论的创立者之一，在 1978 年声称：“迄今为止，没有任何一个经济学命题能像 EMH 那样获得如此坚实的实证检验的支持”（Jensen, 1978, p. 95）。

2 如此强烈的措辞也是在警告对手，EMH 是独一无二的。但是又过去 20 年后，EMH 的理论基础和实证检验证据都受到了挑战。其实，支持市场保持有效性的关键力量，如套利行为，远比这一理论的提出者想象的脆弱和有限。而且，对证券价格的新的研究已经推翻了早期支持 EMH 的一些证据。依据新的理论和实证检验数据，行为金融理论已经成为解释金融市场运行的另一种新理论。这种新学说认为，经济理论并非一定要引导我们去找到一种市场的有效状态，对有效状态系统性的、显著的偏离是金融市场长期存在的现象。从实证检验方面来看，行为金融理论既能解释有效市场理论所说的异象（anomalous），也能提出为实证数据证明的新的预测。

本书是行为金融理论研究的导论性著作。在第 1 章，我们将从理论与实证检验两方面对 EMH 的基本理论做一介绍，并指出其中存在的问题。

EMH 的理论基础

EMH 理论莫基于三个逐渐放松的假定之上。首先,投资者被认为是理性的,所以他们能对证券做出合理的价值评估;其次,在某种程度上某些投资者并非理性的,但由于他们之间的证券交易是随机进行的,所以他们的非理性会相互抵消,所以证券价格并不会受到影响;最后,在某些情况下,非理性的投资者会犯同样的错误,但是他们在市场中会遇到理性的套利者,后者会消除前者对价格的影响。

当投资者是理性的时候,他们能确定出每种证券的基本价值(fundamental value),即证券未来的现金收入流量(cash flow)经风险折合调整后的净现值。当投资者知道各种证券的基本价值后,他们会对影响证券的各种信息快速做出反应,当有利好消息时,他们会抬高价格,而遇到利空消息时又会压低价格。这样,信息变化会在证券价格上及时得到反映,证券价格会随新的现金收入流量净现值变动调整到相应水平。萨缪尔森(Samuelson, 1965)和曼德尔布朗特(Mandelbrot, 1966)证明了上述第一条假定中的部分内容。他们指出了在一个由理性的风险中性投资者组成的竞争市场中,因为证券的基本价值和价格是遵循随机游走(random walk)规律的,所以收益是不可预知的。此后,经济学家们对风险规避型投资者在如下两种情况下对证券有效价格的影响做出了具体分析:(1)风险水平随时间的变化而变化;(2)风险水平随投资者承受风险能力的变化而变化。在那些更为复杂的模型中,证券价格也不再被认为是服从随机游走规律的。但是,投资者的理性仍然意味着,要获得经过风险调整后的超额收益是不可能的,就像法马在1970年指出的一样。所以,在由完全理性投资者组成的市场中,EMH 是第一个也是最重要的一个竞争性市场出现均衡时所得到的结果。

很明显,EMH 的成立与否并不依赖于投资者的理性。在许多情况下,尽管投资者并非完全理性的,市场仍然被认定为有效的。一种被经常讨论的情形是,非理性投资者在市场中的交易是随机进行的。当这种类型的投资者大量存在且他们的交易策略相互独立时,他们之间的交易很可能会相互抵消



掉他们的错误。在这种市场中，尽管非理性投资者相互之间的交易量非常大，但证券价格却一直保持在基本价值附近。因为要依赖于非理性投资者的交易策略没有相关性这一关键假设，所以这一论点有很大的局限性。但是，即使投资者的交易策略是相关的，EMH 的结论仍然能成立。

米尔顿·弗里德曼 (Milton Friedman, 1953) 和法马 (1965) 对套利行为的分析就证明了这种情形。在所有经济学论点中，这是一个在直觉上引人注目且似乎正确的观点。教科书 (Sharpe and Alexander, 1990) 中对套利的定义是：“在两个不同的市场中，以有利的价格同时买进和卖出同种或本质相同的证券的行为。”假定有一种证券 (比如说某只股票)，由于被入市不深或非理性的投资者相互关联的抢购“哄抬”，其价格已经超过基本价值。购买这种证券显然是一种错误投资 (a bad investment)，因为其价格已经超过了经过风险调整后的未来现金收入流量或红利收入的净现值。察觉到这种价格高估，聪明的投资者或套利者将卖出甚至卖空这种高价证券，同时买进本质相似的其他证券进行风险对冲。如果能找到这种可替换的证券，套利者又能对之进行买卖的话，他们一定有利可图，因为他们在卖出高价证券后，同时又买进了同样或相似的价格偏低的证券。这样买卖的结果是使得被高估 (overprice) 的证券价格回到其基本价值上。事实上，如果可替代证券存在，套利者之间的逐利竞争又使得他们的行动非常迅速高效的话，证券价格是不可能较大地偏离其基本价值的，套利者自己也无法获得多少超额收益。这同样适用于价值被低估 (undervalue) 的证券。为了获取利润，套利者在买进价格低估证券的同时会卖出本质相同的其他证券来对冲风险，这样就阻止了证券价格或大幅度或长期的低估。尽管有非理性的投资者存在，并且他们的需求是相互关联的，只要有近似的可替代证券，通过套利就能使证券的价格与其基本价值保持一致。

套利行为还含有更多的意思。从某种意义上说，由于非理性投资者买进价格高估的证券而放弃价格低估的证券，所以，他们所获收益要低于其他采用被动策略的投资者 (passive investor) 或套利者。相对于他们的同类来