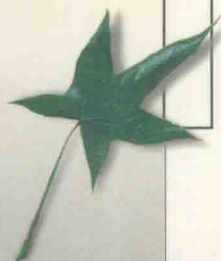


ZHONGQINGNIAN JINGJIXUEJIA WENKU

# 中青年

经济学家文库



## 行为金融理论与 投资策略选择

赵学军 / 著

XINGWEI JINRONGLILUN YU TOUZI  
CELUE XUANZE



经济科学出版社

中青年经济学家文库

# 行为金融理论与 投资策略选择

赵学军 著

经济科学出版社

责任编辑：纪晓津

责任校对：徐领弟

版式设计：周国强

技术编辑：董永亭

## 行为金融理论与投资策略选择

赵学军 著

经济科学出版社出版、发行 新华书店经销

社址：北京海淀区阜成路甲 28 号 邮编：100036

总编室电话：88191217 发行部电话：88191540

网址：[www.esp.com.cn](http://www.esp.com.cn)

电子邮件：[esp@esp.com.cn](mailto:esp@esp.com.cn)

中国科学院印刷厂印刷

永明装订厂装订

850 × 1168 32 开 7.625 印张 140000 字

2002 年 8 月第一版 2002 年 8 月第一次印刷

印数：0001—3000 册

ISBN 7-5058-3092-9 / F·2459 定价：15.00 元

(图书出现印装问题，本社负责调换)

(版权所有 翻印必究)

# 序 一

在过去的 20~30 年里，现代金融理论可以说是建立在两大理论的假说之上——随机游走（Random Walk）理论与有效市场假说（Efficient Market Hypothesis）。但是随着金融市场上的各种异常现象的出现，一些开始从实际行为的角度研究金融市场的理论开始逐渐兴起，行为金融理论（Behavioral Finance）就是其中影响最大的一种。行为金融理论既是对传统理论的挑战，又是对传统理论的发展。赵学军博士的这本著作就是有关行为金融理论的一个实证性研究，也是有关行为金融理论在国内的开创性的研究，该著作中的两个全样本实证研究在国内属于首例，其理论意义和实践价值十分明显，值得理论与实践工作者一看。

有效市场假说是现代金融理论的基石，它产生于 20 世纪 60 年代，它是由三个基本假设组成：假说一，市场上的投资者都是理性的，因此，投资者可以理性评估资产价值；假说二，即使有些投资者不是理

性的，但由于他们之间的交易都是无关的，交易活动不影响资产价格；假说三，市场套利的存在，即使投资者的非理性行为并非随机而是具有相关性，他们在市场中将遇到理性的套期保值者，后者将消除前者对价格的影响。有效市场假说由于带有很强的逻辑性，所以在其产生后 10 年里（到 70 年代），得到了很多理论与实证的支持。60、70 年代，大量对金融市场的分析结果支持了有效市场假说。这三个假说是逐渐弱化的，就是说当人们是理性时，市场根据定义是有效的；当有些投资者不是理性的时，由于交易的无相关性，因此他们对市场无系统的价格偏差；最后，如果非理性交易者在非基本价值的价格交易时，他们的财富将逐渐减少，最后不能在中市场中生存。

行为金融理论对有效市场假说的挑战也主要是集中于有效市场的三个假说，以至于有效市场假说在金融学中的地位也因此动摇。首先，行为金融学认为投资者完全理性假设很难成立。在现实中，投资者并不像理论模型中预测的那样理性，而是决定做决策时容易受到无关信息影响，与理性假设不同的是，现实世界的人其实是有限理性（bounded rationality）的。其次，心理学研究表明，即使投资者依靠自己的判断做决策，他们之间的交易也带有很大的相关性。以色列心理学家 Kahneman 和 Riepe（1998）指出，人们的行

为存在系统性偏差。许多投资者倾向于在相同的时间买卖相同的证券。“羊群效应”就是一个代表性的反映，它是投资者在“群体压力”等情绪下采取的非理性行为，这实际上反映了许多投资者的共同判断误差。最后，行为金融经济学认为，现实生活中的套利是有风险且有限的，套利者必须谨慎行动，否则就会遭受损失。这样，当证券价格偏离其基本价值时，套利者未必能成为价格的稳定器，甚至他们还可能借助噪声交易者的弱点而推波助澜，使价格的偏离程度增大。套利的有效性取决于资产是否有替代品的存在，但许多资产并没有可替代的资产，这就意味着套利者无法通过买贱卖贵而获得无风险回报。即使某种证券存在着完全的替代品，套利者还面临自未来资产价格的不确定性。证券价格可以长时间偏离基本价格，尤其在价格偏离越来越大的这段时期，表面上看来是完美的套利，实际上存在着很大的风险。套利者必须面临“噪声交易风险”，一旦融资失败，套利者便将蒙受重大损失。

行为金融从本质上看是一门边缘应用学科，它还有许多不完善之处，各种理论正在形成之中。因此，行为金融理论在未来的研究中还有巨大的发展空间。本书是在赵学军博士的博士论文的基础上完成的，这是一本前沿性的研究成果。这本著作作用实证研究证明

了金融市场大量“非理性”的行为是有规律可以遵循的，传统理论有太强的理论假说导致这些现象很难得到解释。该著作有两个方面的成功尝试是值得注意的：一是尝试建立比较完善的行为金融学的研究体系，使大量异常“非理性”现象能够得到解释；二是用两个全样本的实证研究证明了非理性行为在国内市场存在并符合行为金融理论的基本假说。这样的研究在国内比较少见。赵学军博士在证券行业有很多年的从业经验，现在担任嘉实基金管理有限公司总经理，通过在北京大学光华管理学院学习，为他奠定了比较扎实的理论基础。因此，我很愿意把这本书推荐给大家，让我们共同关注与深入这个领域的研究。当然，从研究问题的角度来讲，中国金融市场是一个新兴发展的市场，在这个领域我们将要面临的问题还很多。“默而识之，学而不厌”，希望赵学军博士继续努力，在理论与实践领域取得更大的成绩，为推进中国的金融市场做出更大的贡献。

高金全

二〇〇二年五月十八日

## 序 二

中国资本市场从无到有、从小到大发展，对推动企业制度创新、科技创新和国民经济发展都发挥着越来越重要的作用，它已经成为我国市场体系中的一个重要组成部分。随着中国资本市场发展越来越成熟，需要我们关注与研究的问题越来越多。应该说，在过去的近 10 年中，中国国内的理论研究也开始逐渐走向成熟，由开始的理论引用、应用到现在研究方法的逐渐规范与理论上的不断创新。需要指出的是，经济学是研究真实世界的学科，我们必须结合中国市场的实际，才能有真正的创新与发展，可以说赵学军博士的这本专著是一种尝试。

在过去 20 多年中，金融经济学家已经开始不满足于传统市场有效假设（Efficient Market Hypothesis）理论，尝试从多个角度进行革新。在众多的研究中，“行为金融”（Behavioral Finance）是建立在投资主体有限理性假设基础上的，是对正统的、经典的有效市



场理论的挑战与补充。从 20 世纪 80 年代开始,尤其是进入 90 年代以后,行为金融理论研究迅速发展,有力地解释了许多用传统理论无法解释的现象。行为金融理论从金融研究领域的边缘逐渐成为主流,它越来越成为理论研究的热门领域。归结起来,行为金融理论的发展经历了三个主要阶段:

第一阶段,行为金融理论的早期研究(20 世纪 60 年代以前)。行为金融理论的早期研究可以说是从伯瑞尔(Burrell)与鲍曼(Bauman)开始的,他们认为更传统的行为方法与定量投资模型结合是有益的,他们是具有现代意义的最早研究者。伯瑞尔在 1951 年发表了一篇题为《以实验方法进行投资研究的可行性》的论文,文章提出用构造实验来检验理论的思路,由此开拓了一个将量化的投资模型与人的行为特征相结合的金融新领域。随后保罗·斯洛维(Paul Slovic)等人继续进行了一些投资决策过程的心理学研究。但是认识心理学在当时处于形成阶段,行为决策领域还未发展成熟,他们也不愿意把金融学作为工商管理的一个应用领域。

第二阶段,从心理学角度来研究行为金融理论时期(20 世纪 60~80 年代)。这一时期的代表人物主要是凯尼曼(Kahneman)和维斯克(Tversky)。凯尼曼和维斯克都主攻心理学研究,他们在研究工作中广泛

采用了许多心理学中的研究方法。维斯科研究了人们的决策行为与经典的有效市场假设相冲突，他用“认识偏差”来解释人的投资行为，造成人的认识偏差主要有三个方面：风险态度、心理账户和过度自信。凯尼曼和维斯科所共同提出的期望理论（Prospect Theory）被后来研究者公认为行为金融理论的一个里程碑。但是，那个时候有效市场假说普遍为人们所接受，金融理论界都讲求数理推理的严谨，认为从心理学来研究金融学是不科学的。

第三阶段，行为金融理论迅速发展时期（20世纪80年代中期以后）。这一时期的主要代表人物有塞勒（Thaler）、史勒（Shiller）、奥丁（Odean）等，行为金融理论取得突破性发展。史勒指出，市场中的很多变化都与人为的行为作用有关，如金融市场的价格、交易量变化很大程度上是由流行心态所决定的。这在经典的金融理论中却完全被忽略了，对人的行为的理解有利于对价格、交易量本质的深刻理解。由于大量的证据表明现有的金融理论不足以解释实际中的问题，所以行为金融理论发展成为金融学术界的一个十分引人注目的领域，它对于原有的理性框架有效市场假说进行了深刻的反思，从人的角度来理解市场行为，充分考虑市场参与者心理因素的作用，为人们理解金融市场提供了一个新的视角。在这一时期，凯尼

曼和维斯科所提出的期望理论得到进一步发展并得到广泛的关注与认可。

尽管行为金融学已经得到很大发展，但它仍然是一个不完善的学科体系，仍旧需要我们去关注并致力于去研究。行为金融理论的典型研究思路是首先发现在现实中存在不同于有效市场假设的异常现象，然后用有限理性、群体行为或者非完全市场特征来解释金融市场中存在异常现象的原因。对应于有效市场假说在理论基础和经验研究所存在的问题，行为金融理论研究内容可归纳为三个层次：（1）个体的有限理性、群体行为和非完全市场；（2）金融市场的异常现象；（3）投资者的盈利策略。可以说，行为金融理论是建立在投资主体非理论假设基础上的，是对正统的、经典的有效市场理论的挑战和补充，行为金融学为金融学提供了变革性的视角。正如前所述，实际中金融市场的人类行为与传统假设存在系统性偏差，行为金融理论给我们一些重要的启示：第一，人们通常并不遵循有效市场假说下的最优化模式，而是追求满意。第二，人们在做投资决策时不仅与个人心理有关，还与群体行为和社会规范等有关。第三，投资决策是一种复杂的人类行为，对于影响类似行为的所有研究（如遗传）有益于我们增加对投资决策行为的认识。

近年来，由于各国特别是美国理论界和投资界在

报刊和杂志上对行为金融理论和投资策略的大力推介，使得行为金融投资策略已渐为人知，“反转策略”就是其中之一。所谓“反转策略”，就是买进过去表现差的股票而卖出过去表现好的股票来进行套利的投资方法，许多学者对此进行了实证研究，如波泰特巴（Potetba）等（1988）与杰盖迪斯（Jegadeesh）（1990）提供了短期收益回归趋势的证据，乔浦拉（Chopra）等（1992）和拉肯尼克（Lakonishock）等（1994）对美国股市的过度反应现象也提供了研究支持。对此，行为金融理论认为，这是由于投资者在实际投资决策中，往往只根据公司的近期表现对其未来进行预测，从而导致对公司近期业绩情况做出持续过度反应，形成对绩差公司股价的过分低估和对绩优公司股价的过分高估现象，最终为反向投资策略提供了套利机会。赵学军博士的这本专著就是通过中国的数据来说明在中国的证券市场中也照样存在投资决策行为的这种过度反映。

有关行为金融理论的研究对完善与规范我国的证券市场是有借鉴意义的。我国证券市场还处于初期发展阶段，投资者往往面临的是一个利率不确定，资本收益率难以预料的市场，投资者除了股市外，缺乏其他投资途径，而且大多数散户投资者的金融知识水平，还不足以使他们具备客观评价股票收益的能力。

他们既不考虑机会成本，风险意识也不强，但对资本获利的期望值很高，不会满足于股利收入，入市的主要目的是追求价差收益。在这种投资观念指导下，基本面因素对股票的需求和供给的影响力相对减弱，而心理因素的影响相对来说更为重要，甚至能左右投资者投资行为。由于市场与投资行为的相互作用会导致市场更加动荡，少数投资者借机炒作股市，所以为了减少这种不良影响，增强市场信息透明度，进一步完善与规范股市的监督制度，降低广大投资者获取信息的成本，这样一方面有助于杜绝违规行为；另一方面有助于人们理性投资。引导投资者减少盲目的跟风行为，把更多的注意力放在分析影响股价的真实信息上，只有这样才能提高我国股票市场的效率，降低股市的风险。赵学军博士这本专著这对于金融领域内的研究和金融市场的实践活动，很具有十分重要的意义。

中国已经加入 WTO，金融市场的开放将更加具有国际性，很多发达国家成熟的经验很值得我们去研究、借鉴。赵学军博士不仅对理论与现实问题有着敏锐的洞察力，还有坚实的实践基础，他现在担任嘉实基金管理有限公司总经理，在金融行业有着出色的表现，2001 年嘉实基金管理有限公司在同行业中的业绩表现十分突出。这本专著是在赵学军博士的博士论

文的基础上完成的，作为我的学生，我对他的理论研究与在实践中的应对能力十分欣赏。但是，我也希望他能够继续保持严谨求实的工作作风，不骄不躁，在今后的工作中取得更大的成绩。



2002. 5. 25

## 摘 要

行为金融理论发端于 20 世纪 80 年代, 进入 90 年代后, 已成为国外金融学领域的一个研究热点。国外这方面的相关理论和实证研究非常丰富, 但国内相关的研究极少。

行为金融理论的研究具有巨大的理论意义和现实意义。理论上, 它发展了传统金融理论, 对金融市场上涌现出来的大量悬而未决的问题和“异常现象”给出了新的解释和解决方法。在现实上, 不像传统理论在某种意义上是“从公理来, 到逻辑去”。行为金融理论是直接“从实践中来, 到实践中去”。它对投资实务人员的魅力正在于此。尽管如此, 行为金融理论尚不完善, 至今没有一套公认的、完整的理论体系。大量的理论和实证研究蜂拥而至, 让人难以理出头绪。本书力图建立一套理论研究框架, 努力把行为金融理论的主要研究成果囊括其中, 并为进一步研究和应用梳理出头绪。

本书章节安排如下:

## 第1章，引言。

第2章，讨论了直觉引致偏差和主观概率判断。传统金融理论重视信息的作用，但是极少讨论人对信息的反应和感受。传统金融理论在研究不确定情况下的决策时，引入了概率的概念，但是，大多数金融决策问题所涉及的概率是无法精确计算的。人们只能借助于主观概率判断来做出决策。本章重点讨论了人们在形成主观概率判断过程中的种种系统性偏差，以及它们对金融市场的影响。

第3章，讨论了景框依赖和期望效用假说。传统金融理论乃至经济学理论的一个重要假设是 Von Neumann-Morgenstern 期望效用理论。但是，虽然目前没有一套更好的理论全面替代它在金融学中的地位和作用，但是，这一理论正在面临越来越严重的挑战。前景理论 (Prospect Theory) 作为最有希望的一个理论正在受到越来越多学者的青睐。以前景理论为核心的景框依赖理论冲击着期望效用理论。本章重点讨论景框依赖理论对金融理论的意义。

第4章，讨论了噪声交易、套利与情绪。理性的行为是相似的，不理性的行为各有各的特点。前面两章的研究重点是人们的行为偏差。本章把所有的非理性交易行为统称为噪声交易，这种噪声交易可能缘于直觉处理信息、预测收益的行为偏差，也可能缘于景



框依赖、对风险错误感受。噪声交易者在错误的信念下进行选择，导致套利的有限性，也为理性套利者利用正反馈交易哄抬价格，放大市场波动创造了机会。本章总结了关于噪声交易、套利和情绪的研究成果，以及它们对金融市场的含义。

第5章，讨论了无效市场。市场有效假说几乎称为一切金融理论的基础。研究市场有效性的意义非常重大。本章在第1、3、4章的基础上讨论了行为金融理论对市场有效性的含义。

第6章，实证分析了中国股票市场的惯性策略和反转策略的有效性。结果显示，中国股票市场反转策略的超常收益是可观的、显著的，而惯性策略的超常收益不显著。作者给出了行为金融解释。

第7章，实证分析了中国股票市场的处置效应，结果显示，中国股票市场存在显著的处置效应。这有力地证实了景框依赖理论。

第8章，结束语。

行为金融理论的研究对象是“非理性”行为，行为金融理论的反对者认为，理性的行为是相似的，非理性行为各有各的特点，其模式没有任何限制。在金融理论中允许非理性行为打开“潘多拉匣子”，研究人员会面临大量的特殊故事，它们具有非常少的样本