

金融学精品教材系列

行为金融学

主编 陆剑清

*JINRONG XUE
JINGPIN JIAOCAI
XILIE*



立信会计出版社

LIXIN ACCOUNTING PUBLISHING HOUSE

金融学精品教材系列

行为金融学

主编 陆剑清



立信会计出版社

LIXIN ACCOUNTING PUBLISHING HOUSE

图书在版编目(CIP)数据

行为金融学/陆剑清主编. —上海:立信会计出版社,
2009.01

(金融学精品教材系列)

ISBN 978-7-5429-2178-9

I. 行… II. 陆… III. 金融—经济行为—教材 IV. F830

中国版本图书馆CIP数据核字(2008)第162342号

责任编辑 徐小霞

封面设计 周崇文

行为金融学

出版发行 立信会计出版社

地 址 上海市中山西路2230号 邮政编码 200235

电 话 (021)64411389 传 真 (021)64411325

网 址 www.lixinaph.com E-mail lxaph@sh163.net

网上书店 www.lixinbook.com Tel: (021) 64411071

经 销 各地新华书店

印 刷 上海申松立信印刷厂

开 本 787毫米×960毫米 1/16

印 张 19.75 插 页 1

字 数 361千字

版 次 2009年1月第1版

印 次 2009年1月第1次

印 数 1—3 000

书 号 ISBN 978 - 7 - 5429 - 2178 - 9/F · 1905

定 价 29.00元

如有印订差错,请与本社联系调换

主 编 陆剑清

编 委(以姓氏笔画为序)

王志勇 叶蓓雯 米 敏

刘善军 陆剑清 周彦琛

胡志强

前言

PREFACE

行为金融学

近年来,行为金融学作为现代金融学科中的一个新兴领域正在迅速崛起,它依据有限理性的人性假设,着重研究金融市场中的投资心理与行为决策。它通过将心理学理论与方法应用于金融学研究,从而有效地解答了标准金融理论难以解释的市场异象,对标准金融理论提出了挑战,促使现代金融理论研究跨越到了崭新的阶段。

目前,行为金融理论与方法在国外已渗透到金融学科的诸多领域,成为现代金融学研究的热点之一。然而,国内的相关研究才起步不久,因此,本教材的编著将促使行为金融这一当前金融学前沿领域的研究成果得以系统而全面地引入高校课堂,有力地提升高校金融学专业的课程内涵,切实加快金融学专业的教改步伐。

本教材通过抓住行为金融与标准金融的理论争论核心,即理性人假设以及市场有效性问题,在系统阐述行为金融学的学科背景、发展轨迹、主要内涵以及发展前景的基础上,以全面介绍行为金融的心理学原理以及相关行为实验为主线,深入探析了行为金融学的前沿应用领域,清晰完整地构建起行为金融学的理论教学框架,充分凸显了心理学与金融学相融合的特色。本教材坚持“理论系统、特色鲜明、紧跟前沿、精干实用”的写作理念,体现了高校课程改革与学科发展方向紧密结合的时代要求,因而能充分满足高校教学改革的迫切需要。同时,本教材的编著出版还获得了华东师范大学精品教材建设专项基金资助以及立信会计出版社徐小霞编辑的大力支持,在此一并表示感谢!

本教材由陆剑清主编,其他编写人员有(以姓氏笔画为序):王志勇、叶蓓雯、米敏、刘善军、周彦琛、胡志强。

编者

2008年8月

目录

CONTENTS

..... 行 为 金 融 学

第一章 行为金融学溯源 /001

第一节 标准金融学的困惑 /001

- 一、理性人假设的质疑 /001
- 二、有效市场假说的质疑 /004

第二节 行为金融学的学科背景 /008

- 一、行为经济学的兴起 /008
- 二、经济学与心理学的渊源 /011
- 三、认知心理学促进行为经济学的发展 /017

第三节 行为金融学的发展轨迹 /021

- 一、行为金融学与心理学的逻辑渊源 /021
- 二、行为金融学的诞生与发展 /023
- 三、行为金融学的局限与不足 /025

复习思考题 /028

第二章 行为金融学概述 /029

第一节 行为金融学的理论架构 /029

- 一、行为金融学的理论基础 /029
- 二、行为金融学的核心理论 /035
- 三、行为金融学的投资策略 /039

第二节 行为金融学的内涵 /040

- 一、行为金融学的定义 /040
- 二、行为金融学对标准金融理论假设的修正 /041

三、行为金融学的研究方法/046

第三节 行为金融学的发展前景/050

一、行为金融学研究方法的拓展/050

二、行为金融学研究领域的拓展/052

复习思考题/054

第三章 行为认知理论与行为实验/055

第一节 认知理论及认知的有限理性/055

一、人的认知过程：信息加工系统/055

二、理性认知的分类与基本模型/057

三、“认知吝啬”及认知偏差/062

第二节 认知实验及认知偏差/065

一、启发式偏差及其实验研究/065

二、框定偏差及其实验研究/073

三、心理账户及其实验研究/078

四、过度自信及其实验研究/082

五、证实偏差及其实验研究/086

第三节 认知偏差对金融市场的影响/088

一、心理账户与行为投资组合/089

二、投资者情绪与证券市场/091

三、过度自信和过度交易/092

四、可得性偏差和本土偏好/094

复习思考题/095

第四章 预期效用理论与行为实验验证/096

第一节 预期效用理论及其假设/096

一、预期效用理论的概念及发展/096

二、诺曼—摩根斯坦的预期效用函数/099

三、预期效用函数的公理化体系/101

第二节 预期效用理论的行为实验验证/104

一、确定性效应及其实验研究/104

二、反射效应及其实验研究/107

三、概率性保险及其实验研究/108

四、孤立效应及其实验研究/110

五、隔离效应及其实验研究/112

第三节 总结与启示/113

复习思考题/114

第五章 前景理论：行为金融学的理论基石/115

第一节 前景理论的形成过程/116

一、前人在原有价值期望理论上的修正/116

二、卡尼曼和特维茨基的前景理论/117

第二节 前景理论的主要内容/119

一、个人风险决策过程/119

二、价值函数以及参照点/123

三、决策权重函数/126

第三节 前景理论的应用/129

一、禀赋效应/130

二、后悔厌恶与处置效应/131

三、沉没成本效应/132

第四节 前景理论的新发展/133

一、心理账户理论/133

二、面对多个期望时的决策/134

三、面对跨期期望时的选择/136

四、累积前景理论/136

复习思考题/137

第六章 金融市场中的从众行为与实证分析/138

第一节 从众行为概述/139

一、从众行为的概念/139

二、从众行为的心理分析/140

三、从众行为的分类/140

四、从众行为的层次划分和作用机理/142

第二节 从众行为的成因分析/143

一、基于理性缺陷的从众行为/144

二、基于信息的从众行为/144

三、基于声誉的从众行为/146

四、基于报酬的从众行为/147

- 第三节 从众行为的市场效应/148
 - 一、对市场的稳定性影响/148
 - 二、从众行为的效率问题/149
- 第四节 从众行为的实证研究/150
 - 一、LSV 模型/151
 - 二、国外的实证研究/152
 - 三、其他检测方法/153
 - 四、国内的实证研究/153
 - 五、关于从众行为的若干思考/155
- 复习思考题/156

第七章 金融市场中异常现象的行为探析/158

- 第一节 股票溢价之谜与股价波动之谜/158
 - 一、股票溢价之谜/159
 - 二、股价波动之谜/166
- 第二节 反应过度与反应不足/171
 - 一、反应过度/172
 - 二、反应不足/173
 - 三、对反应过度 and 反应不足的解释/174
 - 四、关于模型的比较研究/176
- 第三节 长期反转效应与短期动量效应/178
 - 一、长期反转效应/178
 - 二、短期动量效应/183
- 第四节 日历效应与规模效应/184
 - 一、日历效应/185
 - 二、规模效应/190
- 复习思考题/192

第八章 非有效市场及其相关理论/193

- 第一节 行为金融噪声理论探析/194
 - 一、非有效市场与金融噪声交易行为/194
 - 二、金融噪声风险与噪声交易行为模型/197
 - 三、中国证券市场的噪声交易问题/205
- 第二节 运用金融噪声理论解释封闭式基金之谜/209

- 一、封闭式基金之谜的表现 /209
- 二、封闭式基金之谜的传统理论解释 /211
- 三、封闭式基金之谜的行为金融学解释 /215
- 四、我国封闭式基金的实证研究 /218
- 第三节 行为资产定价模型与行为资产组合理论 /221
 - 一、传统资产定价和组合理论的局限性 /221
 - 二、行为资产定价模型 /223
 - 三、行为资产组合理论 /227
- 复习思考题 /236

第九章 行为公司金融理论探析 /237

- 第一节 行为金融视角下的公司投融资 /237
 - 一、行为金融视角下的公司融资 /237
 - 二、行为金融视角下的公司投资 /242
 - 三、关于 IPOs 的行为金融学研究 /244
- 第二节 行为金融视角的公司股利政策 /249
 - 一、股利无关论——MM 定理简介 /250
 - 二、行为金融视角的公司股利政策 /250
- 第三节 行为金融视角下的公司并购 /256
 - 一、公司并购概述 /256
 - 二、标准金融学对并购的解释 /260
 - 三、行为金融学对并购的解释 /262
 - 四、公司并购与赢家诅咒 /264
 - 五、案例评析：AT&T 收购 NCR /265
- 复习思考题 /268

第十章 行为金融学的新视角 /270

- 第一节 行为金融视角下的开放式基金 /272
 - 一、开放式基金的概念 /272
 - 二、开放式基金管理 /273
 - 三、开放式基金赎回异象 /278
- 第二节 行为金融视角下的期权与商品期货 /281
 - 一、期权：使用、定价与反应情绪 /281
 - 二、商品期货：过度反应和无效市场 /287

第三节 行为金融视角下的外汇交易 /290

一、外汇交易的基本内涵 /290

二、外汇交易者的心理弱点 /290

三、外汇交易中的过度投机 /292

第四节 行为金融视角下的人民币产品中心建设 /295

一、人民币产品研发中的行为金融要素 /296

二、行为金融理论在人民币金融产品设计中的实例分析 /296

复习思考题 /297

参考文献 /298



第一章

行为金融学溯源

经济学与理性严谨似乎有着与生俱来的紧密关系,建立在理性基础之上的一系列严格的理论假设成为主流经济学的基石,并统领着经济学科的各个分支。例如,建立在理性人假设和有效市场假设基础之上的标准金融学形成了由资产组合理论、资本资产定价模型 CAPM、套利定价模型、期权定价理论等经典理论组成的现代标准金融理论框架。一切都近乎完美!然而,自 20 世纪 80 年代以来,诸如规模效应、均值回复、期权微笑、反应不足、过度反应等金融市场异常现象(即市场异常)的大量出现,使得人们对于建立在理性人假设和有效市场假设基础之上的现代标准金融学产生了质疑。

第一节 标准金融学的困惑

一、理性人假设的质疑

“理性人”假设是标准金融学赖以建立的最重要的理论基石。“理性人”假设源于“经济人”假设,而“经济人”假设则是现代经济学思想体系中的前提性和基础性假设,并被作为其全部理论构架的逻辑起点以及方法论原则。

(一) 经济人假设

早在 200 多年前,亚当·斯密(Adam Smith)提出了“经济人”的原始含义,他有一段著名的言论:“每个人都在力图应用他的资本来使其生产的产品得到最大的

价值。一般而言,他并不企图增进公共福利,他也不知道他所增进的公共福利是多少。他所追求的仅仅是他个人的安乐,仅仅是他个人的利益。”显然,古典经济学家认为个人利益是唯一不变的、普遍的人性动机。所以,经济人的理性体现在个体是否处于利己的动机,是否力图以最小的经济代价获取最大的经济利益。“经济人”假设主张:

(1) 人是有理性的。每个人都是自己利益的最好判断者,并在各项利益的比较过程中选择自我的最大利益。

(2) 利己是人的本性,人们在从事经济活动中,追求的是个人利益,通常没有促进社会利益的动机。

(3) 个人利益的最大化,通常只有在与他人利益的协调中才能得以实现。交换是在“经济人”的本性驱使下自然而然地发生的。人类的交换倾向是利己本性的外在形式和作用方式。

这种意义上的“经济人”假设一问世便受到了不少人的指责,其理由是人并非在任何时候、任何条件下都是自私自利的。针对这种指责,“经济人”假设逐渐演化为“理性人”假设,强调经济主体总是追求其目标值或效用函数的最大化,至于这种目标是利己的还是利他的则不作具体的界定。追求自身欲望的满足或追求快乐,作为人类从事各种活动的基本动机,并不意味着人必然是损人利己的。这种基本动机既可以表现为利己动机,通过利己但不损人的方式或者损人利己的方式来实现;也可以表现为利他动机,通过利他不损己的方式或舍己为人的方式来实现(即人们在某些特定场合中的舍己为人行为同样是源于行为者追求欲望的满足)。基于基本动机的行为逻辑,通常可以把经济人分为两种表现类型:利他主导型和利己主导型,但在具体分析经济问题时则一般假设经济主体的目标或效用函数的主要内容是自私自利。因此,经济学的经济人假设事实上有两层含义,其根本的含义是理性人,其通常的含义则是自利人。

(二) 理性人假设

“理性人”包含了两层含义:其一是投资者在进行投资决策时都是以效用最大化作为目标;其二是投资者能够对已知信息作出正确的加工处理,从而对市场趋势作出无偏估计。效用最大化是经济学家对于人类天性的抽象和概括,使得理性人假设具体化为一整套以效用最大化为原则的现代经济理论体系。完全理性的经济人几乎成为标准理论的分析基础。效用最大化原则构成了现代经济学理论中最基础、最重要的前提假设,是微观经济学中各种经济主体的目标函数。经济学中的“理性人”假设进入到标准金融学的各个领域,“理性人”假设又有其特定的内涵:

(1) 套利理论中的套利者根据资产的期望收益来估计每种资产,而期望收益是未来可能收益率的概率加权平均。在套利过程中,套利者是以客观和无偏的方式设定其主观概率的,即按“贝叶斯定理”不断修正自己的预测概率以使之接近于实际。除此之外,套利者还是最大效用追逐者,他们会充分利用每一个套利机会以获取收益。

(2) 现代投资组合理论中的投资者是回避风险型的理性人。他们在理性预期的基础上,以期望收益率和方差度量资产的未来收益和风险,并根据收益一定、风险最小或风险一定、收益最大的原则寻求均值和方差的有效性。

(3) 资本资产定价模型中的投资者除了具有现代投资组合理论中理性人的所有行为特点外,还强调了投资者具有同质期望性(homogeneous expectation),即所有的投资者对于资产以及未来的经济发展趋势具有相同的客观评价。

(4) 理性人假设假定投资者除了能对各种可获取的信息作出无偏估计外,还能迅速作出行为反应。

综上所述,标准金融学中投资者的心理与行为具有理性预期、风险回避和效用最大化这样三个特点,即投资者是理性人。

(三) 关于理性人假设的质疑

“经济人”或“理性人”作为一种高度抽象的理性模型,其固然使得经济学理论研究公理化、体系化、逻辑化成为可能。然而,基于心理学视角的经济学研究结果则不认同这一经济人理性假设。

首先,它不承认“经济人”这一前提。传统的主流经济理论把自利置于理论考察的中心,但事实表明,利他主义、社会公正等客观上也是广泛存在的,否则就无法解释人类社会生活中大量存在的非物质性动机(或非经济性动机)。行为经济学研究认为,人类行为不只是自私的,它还会受到社会价值观的制约,从而作出不会导致个体利益最大化的行为决策。

其次,传统主流经济学理论认为由于人们会理性地自利,因而社会经济运行也具有其自身的理性。然而,行为经济学研究则认为由于人本身就不是理性的,因而社会经济活动也不是理性的。例如,证券市场中的股票价格通常并不是对公司的经营业绩作出反应,而是对投资者的市场情绪作出反应,因此,投资者的表象思维、心理定势、环境影响等心理与行为因素往往会导致非理性的决策错误的出现。当然,这里所谓的非理性是指非经济人理性,而不是彻底否定理性。

英国经济学家霍奇勋(Hodgson)从哲学、心理学角度论证了人的行为决策不可能达到全知全能的理性程度。他认为,经济学家在理性与非理性问题理解上的偏见是源于其对于人脑信息加工处理原理缺乏认识 and 了解。“经济学家们常常在

口头上对‘信息问题’给予关注……但是,它是对信息本身的一次容易引起误解的、错误的处理,因而最终导致了错误和混乱”。^①事实上,市场信息的获取和加工,一是要感觉材料,它由大量杂乱的听觉、视觉材料所组成;二是要理性分析框架,对信息进行有价值的筛选和提炼;三是要有“约定俗成的知识加以补充和整合”。在投资者的行为决策机制中,由于其认识和思维过程是一种复杂的多层系统,而行为决策本身又往往是在不同思维层次上发生的,有的是由经过深思熟虑后的理性行为决策,有的则是由无意识或潜意识状态所激发的非理性行为决策,因此,投资者的行为决策并非如古典经济学家所主张的那样是完全理性的。

二、有效市场假说的质疑

有效市场假说是资本资产定价模型、套利定价理论等现代标准金融理论的重要基础。其成立与否直接关系到投资者对证券市场进行基本分析、技术分析、投资组合管理的作用。因此,有效市场假说一经提出,便立即引起了人们的广泛关注和深入研究。20世纪六七十年代的研究者对于有效市场假说多持肯定的态度,然而也有一些实证结果与有效市场假说不相符合。20世纪80年代以来,与有效市场假说相矛盾的实证研究结果不断涌现,发现金融市场中有一些与之相悖的异常现象,即市场异象。市场异象说明金融市场在大多数情况下不再是有效的!

(一) 有效市场假说的内涵

有效市场假说认为,市场信息的有效性对于每一个投资者都是均等的,证券市场的竞争将驱使证券价格充分而及时地反映所有相关信息。因此,投资者只能赚取风险调整后的平均市场收益率,而不可能持续获得超额利润。有效市场指的就是这种市场能够充分而及时地反映所有相关信息,证券市场价格代表着其真实价值的情形。按照这一假说,如果投资者所接受的市场信息具有随机性,股票价格就会呈现出随机性。这正是导致股票的市场价格背离其基本价值的主要原因。

1. 有效市场假说的形成

最早涉及有效市场假说这一问题的学者可以追溯到 Gibson(1889),尽管当时还没有有效市场这一提法,但他曾描述过该假说的大致思想。Bachelier(1900)最早描述和检验了随机游走模型,认为证券价格行为的基本原则应是公平游戏,投机者的期望利润应为零。在他之后的30年,关于证券价格行为的研究并没有取得很大的进展,直到 Kendall(1953)才给出了有力的实证证据。他通过序列相关分析发

^① G. M. 霍奇逊. 现代制度主义经济宣言[M]. 向以斌,等译. 北京: 北京大学出版社,1993.

现,股票价格序列就像是在随机游走一样,下一周的股票价格是由前一周的股票价格加上一个随机数所构成。然而,他们并没有对这些现象进行合理的经济学解释。十几年后, Samuelson(1965)和 Mandelbort(1966)通过研究随机游走理论,从而解释了预期收益模型中的公平游戏原则。Fama(1965,1970)是有效市场假说的集大成者,为该假说的最终形成和完善作出了卓越贡献。他不仅对有效市场假说的相关研究作了系统的总结,还提出了一个完整的理论框架。此后,有效市场假说蓬勃发展,最终成为现代标准金融学的支柱理论之一。

2. 有效市场的基本形态

Fama(1970)把证券市场上的信息分为三类:一是历史信息,通常指证券过去的价格、成交量、公司特性等;二是公开信息,如红利公告等;三是内部信息,指非公开信息。依据证券价格所反映信息的不同,有效市场可以分为以下三种基本形态:

(1) 弱式(weak form)有效市场。在弱式有效市场中,证券价格包含了历史信息,诸如以往的证券价格和收益率等。投资者无法利用过去证券价格所包含的信息,评估错误定价的证券,获得超额利润,此时的技术分析无效。

(2) 半强式(semi-strong form)有效市场。半强式有效市场反映了所有公开可用的相关信息。这些相关信息不仅包括以往证券价格和收益率,还包括所有的公开信息,诸如财务报告信息、经济状况的通告资料以及其他公开可用的有关公司价值的信息、公开的宏观经济形势和政策信息等。根据半强式有效市场假说,信息只要一经公布,所有投资者就会立即作出反应,从而使得价格反映所有公开信息。因此,投资者不仅无法从历史信息中获取超额利润,而且基于公开资料所进行的基本面分析也毫无用处。

(3) 强式(strong form)有效市场。在强式有效市场中,所有公开和未公开的信息都反映到了证券价格中。这些信息包括所有相关的历史信息以及所有公开信息,还包括了仅为少数人(如董事、经理等)所知的内部信息。因此,在强式有效市场中,尚未公开的内部信息事实上早已泄露出来并反映在证券价格中。在这种情况下,投资者即使拥有内部信息,也无法获得超额利润。此时的投资者会采取消极保守策略,只求获得市场平均收益率。当然,事实上这是一种无法达到的理想状态。

3. 有效市场假说的理论基础

Shleifer(2000)认为有效市场假说是基于以下三个基本理论假设:

第一,假设投资者是理性的,因此可以理性地评估资产价值。此时,有效市场假说是理性投资者相互竞争的均衡结果。如果投资者是理性的,就能够将资产价格确定为其基本价值。一旦投资者获得了关于基本价值的任何信息,就将据此进行积极交易。这样,在市场无摩擦、交易无成本的理想条件下,信息迅速地融入了

价格,价格必然反映所有信息,投资者将无法从根据信息所进行的交易中获利。Samuelson(1965)和 Mandelbort(1966)指出,由于在一个由理性的风险中性的投资者所组成的竞争性市场中,证券的基本价值和价格遵循随机游走规律,因而投资收益不可预知。此后,经济学家又具体分析了风险规避型投资者对证券价格的影响:① 风险水平随着时间的变化而变化。② 风险水平随着投资者承受风险能力的变化而变化。而在更为复杂的模型中,证券价格则不再被认为是服从随机游走规律。可见,在完全由理性投资者所组成的市场中,有效市场假说意味着一个竞争性市场出现均衡时所得到的结果(事实上,有效市场假说成立与否并不依赖于投资者理性)。

第二,即使部分投资者不是理性的,但由于其交易具有随机性,通过相互冲抵而不至于影响资产价格,这样,就不会因为投资者的理性人假设不成立而致使有效市场假说不成立。在许多情况下,虽然部分投资者并非完全理性,但市场仍然是有效市场。这是因为非理性投资者的交易是随机的,如果市场中存在着大量的非理性投资者,且其交易行为并不相关,那么其交易行为对于市场的影响与干扰则会相互冲抵。即在这样的有效市场中,由于非理性投资者相互交易,即使交易量很大,也不影响资产价格。

第三,即使投资者的非理性交易行为并非随机且具有相关性,然而其市场交易过程中将遇到理性套利者,后者将自然消除前者对于价格的影响。可见,即使与投资者的交易策略相关,有效市场假说也成立(事实上,第二个假设的前提条件是非理性投资者的交易策略之间不具备相关性,这与实际情况并不吻合,因而具有一定的局限性)。由此可以得出结论,第三个假设是根据投资者之间的交易相关性而提出的,其成立的前提是理性套利行为对于非理性投资者的交易影响具有冲抵作用。

总之,有效市场假说的理论逻辑性很强。如果投资者是理性的,市场根据逻辑推理自然是有效市场。即使部分投资者不理性,但由于大量交易是随机的,因而也不会形成系统性价格偏差。套利者的竞争行为保证了市场价格即使产生了系统性偏差,也会回归其基本价值。如果非理性交易者在非基本价值的价位进行交易,最后损失的只能是自己。可见,不仅是理性投资者,而且金融市场的系统自身也会为其带来有效性。

(二) 关于有效市场假说的质疑

在投资者是理性人这一基本假设下,现代标准金融理论获得了巨大发展,建立起了明晰而严谨的科学化的理论体系。如果这些理论成果能够通过实证检验,获得市场认可,则肯定有一个相当完美的结果。然而,实际情况与现代标准金融理论