



中国社会科学院金融研究所·精品教材



Institute of Finance & Banking,  
Chinese Academy of Social Sciences

# An Introduction of Behavioral Finance

易宪容 赵春明 主编

# 行为金融学



社会科学文献出版社  
SOCIAL SCIENCES  
DOCUMENTATION  
PUBLISHING HOUSE



中国社会科学院金融研究所 · 精品教材  
Institute of Finance & Banking, Chinese Academy of Social Sciences

# 行为金融学

An Introduction of Behavioral Finance

易宪容 主编  
赵春明

社会科学文献出版社

Social Sciences Documentation Publishing House

行为金融学

中国社会科学院金融研究所·精品教材

---

主 编 / 易宪容 赵春明

出 版 人 / 谢寿光

出 版 者 / 社会科学文献出版社

地 址 / 北京市东城区先晓胡同 10 号

邮政编码 / 100005

网 址 / <http://www.ssdph.com.cn>

责任部门 / 财经与管理图书事业部

(010) 65286768

策划编辑 / 周 丽

责任编辑 / 于渝生

责任校对 / 李临庆

责任印制 / 同 非

---

总 经 销 / 社会科学文献出版社发行部

(010) 65139961 65139963

经 销 / 各地书店

读者服务 / 客户服务中心

(010) 65285539

法律顾问 / 北京建元律师事务所

排 版 / 北京中文天地文化艺术有限公司

印 刷 / 北京季蜂印刷有限公司

---

开 本 / 787×1092 毫米 1/16 开

印 张 / 24.75

字 数 / 418 千字

版 次 / 2004 年 8 月第 1 版

印 次 / 2004 年 8 月第 1 次印刷

---

书 号 / ISBN 7-80190-170-3/F·073

定 价 / 49.00 元

---

本书如有破损、缺页、装订错误，  
请与本社客户服务中心联系更换



版权所有 翻印必究

## 主编的话

现代金融理论是建立在资本资产定价模型和有效市场假说两大基石上的。这些经典理论继承了经济学的分析方法与技术，其模型与范式局限在“理性”的分析框架中，忽视了对投资者实际决策行为的分析。随着金融市场上各种异常现象的累积，模型和实际的背离使得现代金融理论的理性分析范式陷入了尴尬境地。在此基础上，20世纪80年代行为金融理论悄然兴起并开始动摇了上述两大基石。行为金融理论在博弈论和实验经济学被主流经济学接纳之际，对人类个体和群体行为研究的日益重视，促成了传统的力学研究范式向以生命为中心的非线性复杂范式的转换，使得我们看到了金融理论与实际的沟壑有了弥合的可能。行为金融理论将人类心理与行为纳入金融的研究框架，它提供了理论和实证的证据，阐述了为什么证券价格会偏离证券的基础价值，而且这种偏差为什么会长期存在，而没有被套利行为所抹平。在行为金融学的框架中，行为金融理论提出新的标准，以便对人们的行为做出新的预测与解释。

如对有限套利的分析表明，如果不考虑不同的投资期限，资金将反映整体投资者的心理及其运作方式。行为金融理论将表明那些具有较高投资价值的公司的股票为什么会被投资者高估，而年报中公司宣布其收益时，投资者将感到失望。这样许多过去看来是与经典理论相异的现象却能够得到好的解释。经过这种新理论与实证的解释，金融学从所谓的许多异常，即以往的经典理论无法解释的东西转化为对投资者的行为解释。

行为金融学作为现代金融学的前沿课题，本书试图通过简单明了的语言及方式对本学科的知识及最新研究进展进行全面介绍与讨论，以便为国内读者提供行为金融学的基本内容与知识。本书也对投资者日常所遇见的行为问题以新的角度进行了梳理与解释。因此，本书不仅适应金融学最新知识的学习与研究，也有利于投资者改善对金融活动的理解，增长投资者的投资技巧与方式，以便减少在市场运作中的风险，增加其收益。因此，该书具有广泛的读者群，如学生、教师、研究人员及投资者。

本书是一个集体合作的成果，如果没有易宪容、赵春明、黄少军、朱廷珺、吴红梅、高扬、孔凡保、焦军普、熊晓琳、杨波、王辰华、刘振林的精诚合作，要完成本书是不可能的。

同时，主编在此也应清楚地表明，从该书策划与写作分工开始，就强调个人负责的重要性。因为行为金融学完全是一门新的学科，每一个人对该门学科的了解都是十分有限的，无论是资讯的了解、资料的掌握等都是相当不完全的。因此，在大家写作的过程中，特别强调个人负责的重要性，并在每一章后都标明了作者。而主编则只能对一些技术和文字方面加以处理，对于资料的如何使用，完全是作者的行为，也完全由作者负责。

本书的出版得到出版社周丽、于渝生女士的支持和帮助，在此向她们表示十分的感谢。

易宪容

2003年10月22日

于北七家王府温馨公寓



# 目 录

C O N T E N T S

<b>第一章 导论：理性范式与行为范式</b> .....	1
一 导论 .....	1
二 心理学基础 .....	12
三 市场套利的局限性 .....	23
四 总量股票市场“谜团”的行为解释 .....	28
五 “异常现象”的行为解释 .....	37
六 封闭式基金“谜团”的行为解释 .....	42
七 行为理论与市场有效性：总结 .....	44
<b>第二章 新古典金融理论基础</b> .....	48
一 资本市场的有效性 .....	48
二 资本资产定价模型 .....	54
三 市场有效性的实证检验 .....	60
四 所面临的困难与挑战 .....	63
五 小结 .....	66
六 附录：金融市场计量学 .....	68

<b>第三章 经济行为的心理学分析</b> .....	73
一 实验心理学与经济学 .....	73
二 判断与决策的非理性现象 .....	75
三 非理性行为的经济学意义 .....	80
四 小结 .....	86
<b>第四章 金融市场的可预测性</b> .....	87
一 可预测性及其理论意义 .....	87
二 时间序列的可预测性 .....	89
三 市场微观结构与可预测性 .....	91
<b>第五章 股票市场“谜团”与“异常现象”</b> .....	92
一 股票溢价谜团 .....	92
二 股价过度波动谜团 .....	97
三 市值效应 .....	104
四 日历效应 .....	106
五 新股谜团 .....	109
六 股市中的其他异常现象 .....	115
七 小结 .....	119
<b>第六章 套利的局限性</b> .....	120
一 金融市场中的套利者和噪音交易者 .....	120
二 一般投资者套利的局限性 .....	125
三 长期资产管理公司 (LTCM) 套利行为的经验与教训 .....	129
四 小结 .....	132
<b>第七章 投资者行为</b> .....	133
一 风险心理学：希望与恐惧之间 .....	133

二 个人投资者的投资心理与行为 .....	136
三 个人投资者行为的特征与共同表现 .....	139
四 投资的理性选择和决策 .....	142
五 小结 .....	145
<b>第八章 行为投资组合理论 .....</b>	<b>146</b>
一 引言 .....	146
二 个人行为投资组合的结构 .....	146
三 经验驱动偏好和投资组合选择 .....	150
四 金融产品设计与销售中的行为 .....	152
五 多样化失败与幼稚多样化 .....	155
六 小结 .....	157
<b>第九章 退休储蓄与投资行为 .....</b>	<b>158</b>
一 引言 .....	158
二 自我控制与退休储蓄 .....	158
三 精神计算：日常生活的节俭 .....	162
四 近视性损失厌恶：退休储蓄与投资 .....	163
五 投资策略的选择：通向退休之旅 .....	165
六 退休后的消费和资产组合 .....	167
七 小结 .....	170
<b>第十章 开放式基金 .....</b>	<b>171</b>
一 开放式基金的概念 .....	171
二 开放式基金管理的案例 .....	173
三 开放式基金中的机会规则 .....	174
四 开放式基金与行为方式 .....	177



五 开放式基金与风险 .....	179
六 小结 .....	182
<b>第十一章 封闭式基金 .....</b>	<b>184</b>
一 封闭式基金的概念 .....	184
二 封闭式基金之谜 .....	185
三 基金折价的行为金融理论分析 .....	188
四 封闭式基金之谜的一般解释 .....	189
五 小结 .....	193
<b>第十二章 固定收益证券市场 .....</b>	<b>195</b>
一 固定收益证券的类型 .....	195
二 债券估价原理 .....	199
三 行为现象在固定收益证券市场的表现 .....	202
四 小结 .....	206
<b>第十三章 基金管理与投资风格 .....</b>	<b>208</b>
一 基金管理的实例 .....	208
二 基金管理的行为金融 .....	210
三 基金的投资风格 .....	216
四 小结 .....	219
<b>第十四章 公司并购与重组 .....</b>	<b>220</b>
一 并购的概念及分类 .....	220
二 公司并购理论及动因分析 .....	224
三 公司重组 .....	230
四 并购中对目标公司的价值评估及融资 .....	233
五 小结 .....	238

<b>第十五章 公司市场价值与股利</b> .....	239
一 公司的市场价值与股利一般 .....	239
二 股利贴现模型在公司价值分析中的运用 .....	241
三 股利政策理论 .....	247
四 股利政策 .....	250
五 小结 .....	257
<b>第十六章 公司首发的定价行为</b> .....	258
一 首次公开发行中的三种现象 .....	258
二 典型案例 1——波士顿鸡肉公司 .....	259
三 典型案例 2——Netscape 公司和其他网络股票 .....	260
四 一般证据 .....	261
五 对 IPOs 现象的解释 .....	261
六 小结 .....	263
<b>第十七章 股票推荐和收益预测对股市的影响</b> .....	264
一 推荐游戏、收益预测游戏与市场有效性 .....	264
二 推荐游戏：对证券分析师的股票推荐信息的真实性提出 质疑 .....	265
三 收益游戏：证券分析师对股票的收益预测过于乐观 .....	268
四 上市公司试图使证券分析师调低对收益的预测 .....	269
五 小结 .....	270
<b>第十八章 期 权</b> .....	272
一 导言 .....	272
二 期权的基本知识及其定价理论 .....	273
三 期权的使用、定价及行为情绪 .....	280
四 小结 .....	295

<b>第十九章 商品期货</b> .....	296
一 商品期货交易市场 .....	296
二 商品期货：橙汁市场和情绪 .....	301
三 商品价格的波动性 .....	305
<b>第二十章 外汇交易市场上的投机行为</b> .....	313
一 外汇交易的理论 .....	313
二 外汇市场上的过度投机 .....	317
三 小结 .....	326
<b>第二十一章 行为金融学未来展望</b> .....	327
一 导言 .....	327
二 行为金融学所面对的一些问题 .....	329
三 行为金融学的评价与展望 .....	347
<b>参考文献</b> .....	349

# 第一章 导论：理性范式与行为范式

## 一 导 论

行为金融学就是以金融市场中投资人的真实行为为基础，研究人们在面对不确定性时如何进行资源的时间配置的科学，并以此来了解和预测投资人的心理决策过程及运作机制，解释为什么个人在某些情况下是风险偏好者，在某些情况下又是风险规避者。另外个人在做决策时，并不是如传统的金融理论那样假设理性的个人会对所有的可能情境及可能性做详尽的分析，而是常常不能充分了解到自己所面对状况，会以认知的偏差，常以经验法则或直觉作为决策的依据，反映在投资行为上，就有过度反应或不足反应现象。从这个意义上说，行为金融学就是以新的人性模式来研究不确定性环境下投资者决策行为的科学。

现代金融学发端于 20 世纪 50 年代，对现代金融学有原创性贡献的有，阿罗-德布鲁（Arrow-Debreu）的一般经济均衡理论、马科维兹（H. Markowitz）的投资组合理论、莫迪里安尼-米勒（Modigliani-Miller）的公司财务理论，夏普（W. F. Sharpe）等人的资本资产定价理论，法马（E. F. Fama）的有效市场理论、布莱克-斯科尔斯-默顿（Black-Scholes-Merton）的期权定价理论及罗斯（S. A. Ross）的套利定价理论等。这些理论都假定行为主体是理性经济人，金融资产都能够在一般均衡框架下确定其价格。这些理论较好地解释了金融市场的运作机理和金融资产的定价机制，成为现代金融学的理论基础。

但是，自 80 年代以来，随着金融学研究的深入，不少学者发现，经济金融市场的一些经济现象与传统的金融理论不相一致。随着越来越多的异常现象被发现，学者开始对现有金融理论表示质疑，特别是有效市场理论近年来遇到了实践检验方面的严重挑战。这种挑战推动了另一种金融理论范式的产生和兴旺，那就是“行为金融理论”。由于有效市场理论（EMH）

的前提是投资者的完全理性，因此它有时也称为“理性范式”（Rational Approach）；行为金融理论的前提则是投资者各种非理性的心理现象，因此有时也称为“心理范式”（Psychological Approach）。有效市场理论是一个十分成熟的理论，可开拓的理论空间不大，因此不能充分吸引年青学者投入其中，主要是一些老一辈成名的金融学家带领一部分年青学生勉强应战，如法马·坎贝尔（J.Y.Campbell）和科克伦（Cochrane）等；而行为金融理论则吸引了不少优秀的中青年学者，因为这里的工作很具有开拓性，例如写出《行为金融导论》一书的施莱夫（A.Shleifer）20世纪80年代中期还只是一名研究生（A.Shleifer, 2000）。

有一件事可以说明行为金融的影响。在最近出版的《宏观经济学手册》中，金融市场部分包括三篇文章，其中两篇关于资本市场的文章分别是坎贝尔写的以消费理论为基础的均衡资产定价理论，一篇则是由希勒（R.J.Shiller）写的行为金融理论的综述。虽然《宏观经济学手册》的选题偏重于理论的最新发展，但也反映行为金融理论地位的上升和理论的渐趋成熟（John B.Taylor and Michael Woodford, 1999）。

有效市场理论实际是新古典微观经济学在金融领域的特殊表述方法。新古典微观经济学的哲学基础是理性个人，以模型形式表述就是偏好、效用和效用函数等概念，这些概念及在理性假定基础上设立的公理体系成为现代西方微观经济学的理论基石。但这些“天然成立”的基本假定近年来在实验经济学（Experimental Economics）和心理学的实践检验中并没有得到一致性的确认，反而在实验中发现许多与这些公理假设极不相应的结果。而其中尤其严重的是金融领域所揭示的许多现象更是引起诸多争议。心理学与经济学的结合逐渐形成了一门边缘研究学科——“行为经济学”（Matthew Rabin, 2001）。因此可以说，行为金融学的出现和成熟不是一种孤立的现象，它可能是一场经济学大变革中的一个序曲。

### （一）新古典金融理论的困境

就现代金融理论而言，新古典框架下的金融理论或有效市场理论假说存在以下基本缺陷或无法解释的问题。

#### 1. 公理体系不完备

新古典微观金融学的基础分析工具——预期效用理论有先天不足。我们认为，预期效用理论的先天不足主要产生于对预期偏好的数学建模十分困难，为此理论家们必须进行严格的前提限制，这就使由此发展起来的一整套体系十分脆弱。微观金融体系的建模困难体现在以下几个方面：①经

济主体用于建立预期效用的概率不确定。理论上有两种建模方法，一是采用客观概率，所形成的预期效用函数为“冯·诺伊曼-摩根斯坦效用函数”；另一是采用主观概率，形成的是“主观预期效用”（SEU）（Chi-fu Huang and Robert H. Litzenger, 1988）。根据巴比利斯（Nicholas Barberis）和塞勒（Richard Thaler）的说法，所谓“理性”投资者是指：一方面，经济主体的主观概率，或称“信念”（belief），是理性的，如符合贝叶斯定理；另一方面，经济主体建立在主观概率或信念基础上的决策是理性的，如符合 Savage 关于“主观预期效用”的基本要求（Nicholas Barberis and Richard Thaler, 2001）。②符合理性原则的预期效用函数的导出在逻辑上不完全。存在所谓“阿莱斯悖论”。③均衡资产定价要求效用函数具有“时间可加性”，或者说预期效用在时间上的独立性。这是一个十分强而不够现实的理论要求。④为保证效用函数的凹性以使最大效用均衡存在，要求经济主体在任何情况下都是风险厌恶的。

由 Savage 发展出来的“主观预期效用”理论同样遇到了实验心理学所揭示的一些矛盾，最主要的是“模糊厌恶”（ambiguity aversion）的心理现象。虽然“主观概率”不要求像客观概率一样，而可以随人变化；但“主观预期效用”理论至少要求同一个人对同一事物的概率判断应当一致。埃尔斯伯格（D. Ellsberg）所发现的一个悖论说明这种一致性要求无法满足。这个悖论说明，人们总是倾向于接受包含信息量较多的不确定性。这个悖论源于以下一个实验。在两个袋子（袋子1、袋子2）中同样装入100个球，分别是50个红球和50个蓝球。把袋2中的红、蓝球分布情况告诉实验对象，而并不告诉他们袋子1中的情况。首先要求实验对象在下面两者中择一：

选择 A：从袋子1中取球，取到红色有奖，蓝色则无；

选择 B：从袋子2中取球，取到红色有奖，蓝色则无。

然后再要求实验对象在下面两者中择一：

选择 C：从袋子1中取球，取到蓝色有奖，红色则无；

选择 D：从袋子2中取球，取到蓝色有奖，红色则无。

实验结果选 B 者显著多于选 A 者；选 D 者也显著多于选 C 者（D. Ellsberg, 1961）。

从客观概率看，A 与 B 无区别，C 与 D 无区别。从主观概率看，在第一个实验中实验对象多数选 B，说明他们（主观）认为取得红色球的概率大于蓝色球；但第二个实验结果似乎又说明他们（主观）认为取得蓝色球的概率大于红色球。这样便前后矛盾了，形成悖论。

## 2. 套利均衡的实现受到限制

如前所述,有效市场理论实际就是金融市场的均衡理论。这个均衡有两个特点:一是瞬间均衡;二是一价定理或套利均衡。而套利均衡曾经是有效市场理论得以流行的重要理论基础。据巴比利斯的说法,有效市场均衡实质就是理性投资者将把价格设定在“基本价值”上,“基本价值”为预期现金流的折现值。通俗讲有效市场均衡就是市场“价格正确”的<sup>①</sup>。而套利均衡指市场上投资者的竞争会推动偏离“基本价值”的市场价格回归于基本价值。通俗讲是市场“没有免费午餐”。有效市场理论关于“没有免费午餐”的理论假定来源于这样三个基本推论:①首先,投资者是理性的,不会永远将价格定于偏离“基本价值”的水平。②如果存在“噪音交易者”,他们的价格判断偏差也可以相互抵消,总体效果不影响均衡价格。③即使“噪音交易者”之间的非理性定价不会相互抵消对均衡价格的影响,“理性套利者”或者说市场上的“聪明钱”(smart money)也会通过利用这种价格偏差进行套利,进而将价格推回均衡的理性价格水平。更进一步,按照弗里德曼的分析,噪音交易者在理性投资者的不断套利下会逐步亏损而减少他们的财富,直至最后消失于市场。也就是根据“适者生存”原则,最后市场上将会只存留理性交易者(M. Friedman, 1953)。

按照施莱夫(Andrei Shleifer, 2000)的看法,正是非可套利性成为行为金融理论立论的核心。行为金融理论认为套利本身不是“免费午餐”,它具有较高风险,因而其作用有限;如果套利行为对价格偏差的矫正作用有限,而噪音交易者又人数众多且相互关联的话,市场价格的非理性偏差将长期存在。也就是说,市场是无效的。我们将在下面详细探讨套利的局限性问题的。

## 3. 股票市场的许多现象无法得到说明

在金融学上,所谓“谜团”(puzzle)或“异常现象”(anomaly)是指无法用现行的理性资产定价模型予以充分说明的稳定的金融市场上的统计现象,或称“程式化现实”(stylized facts)。我们依照巴比利斯和塞勒(2001)的思路并有所扩展,将各种谜团或异常现象分为三类,一类涉及“总量股票市场”<sup>②</sup>,包括两种主要“谜团”:股票市场溢价谜团(Equity Premium Puzzle),股票市场波动性谜团(Volatility Puzzle)。第一个谜团早

① 对于现金流的预期和折现率的主观设定有牵涉投资者心理问题,或行为理论。这方面的理论争论在近几年有激化的趋势。

② “总量股票市场”的概念由坎贝尔和Cochrane(1999)提出,指反映市场总体变动的指数的行为。

于1985年即由 Mehra 和普雷斯科特 (Prescott, 1985) 提出。第二个谜团最早由希勒 (1981)、勒鲁瓦和波特 (S.F. LeRoy and R.D. Porter, 1981) 所发现, 坎贝尔 (2000) 则将他们所发现的现象首次称为“波动性谜团”。二类则是股票市场可预测性谜团 (Predictability Puzzle)。这类谜团由巴比利斯和塞勒 (2001) 提出。三类则涉及各种不同类型的股票的“异常现象”。巴比利斯和塞勒 (2001) 把它们归为“平均回报的截面分析”, 我们这里把它们称为“异常现象”, 以与第一章的内容一致<sup>①</sup>。之所以作这种分类是因为“可预测性谜团”既涉及总量又涉及个别不同类型的股票, 无法将其划入另两类中。我们赞同巴比利斯和塞勒 (2001) 的观点。如果按以前的定义, “异常现象”仅指无法用 CAPM 解释的金融市场的现象的话, 实际上现在已经发现有许多“异常现象”无法用任何理性定价模型予以说明。我们采用后一个定义。对于这些谜团或“异常现象”的大部分, 读者已经在本书的第一章中阅读到了。

#### 4. 封闭式基金谜团

这是指在国外发现封闭式基金在发售时一般有 10% 的升水, 而在发售以后基本以净资产值的 10% 和 20% 的折让出售, 当封闭式基金到期时, 它的价格却又上升, 折让缩小。有一些“理性理论模型”对这个现象进行解释, 主要出发点是认为对基金投资组合中的证券价格有高估的倾向。三个因素导致了这种高估: 代理成本、税收、和资产的非流动性。依代理理论看来, 两种情况引起了投资者对封闭式基金的折价购买, 一是基金管理费用可能过高, 二是对基金经理管理基金能力不确定。税收解释则认为封闭式基金之所以折价出售, 是因为所计算的净资产值没有计入因所持股票资本升值而应缴纳的资本利得税; 这是因为基金所持股票多数没有出售以实现资本收益。另一种观点则认为封闭式基金多数持有非流动性资产或者被限制持有流动性资产, 这类资产的净值被高估。施莱夫指出这些解释都有一点道理, 但均不足以解释全部的封闭式基金的折让出售问题。例如, 代理成本的解释无法说明为什么基金有时会以溢价发行; 也无法说明基金交易价格或折让率为什么频繁波动。他认为, 行为金融模型可以说明这些问题。封闭式基金谜团之所以对行为金融理论如此重要, 是因为它提供了检验某些行为模型的机会; 在这之前有论者批评行为金融理论是不可检验的

<sup>①</sup> 现有文献中对于“可预测性”、“异常现象”没有作明确分类, 有时有些作者将它们混用。巴比利斯和塞勒 (2001) 对可预测性的划分也不严格。我们在第一章所作的分类比较合理。这里也采用与第一章同样的区分方法。因此, 我们将巴比利斯和塞勒 (2001) 的两类分类法扩展为三类。当然, 这种分类本身并不十分重要。



(Andrei Shleifer, 2000)。对此本章第六节有更详细的分析。

### 5. 企业融资活动会扭曲市场均衡

研究发现，上市公司会有意识地利用资本市场的非理性定价进行有利的融资活动，这会扭曲市场的均衡<sup>①</sup>。这方面的文献包括两类。一类是理性的经理人员利用非理性的市场调整企业融资的时机、结构和投资方向。另一类则是非理性的经理人员的决策对市场均衡的扰动。由于投资者和经理人员的信息不对称，第一类情形显然更为普遍。<sup>①</sup>企业利用市场进行有利的融资或其他企业财务决策。这里暂时不考虑经理人员与股东之间的代理问题。首先，当经理人员认为企业的股票价格被高估时，理性的经理会利用这个机会增发股票。当经理人员认为企业的股票价格被低估时，他就应当回购股票。显然，这种活动只有利于现有股东而不利于新股东。事实上，针对这两种活动都发现了随后股票价格的相反的长期变动；如实施增发的股票价格出现长期下降趋势。这种情形的结果是，企业（包括基金）的融资活动在时机的选择上不是随机的；在牛市时企业 IPO 和 SEO 等活动加剧；而在熊市时则相反，企业回购活动增加。这些说明市场定价是错误的，非理性的。例如，贝克和 Wurgler (M. Baker and Jeffrey Wurgler, 2000) 的研究发现，高的新股比重预示了未来的低回报、甚至投资亏损。其次，上市公司分配红利的行为不能得到合理解释。按照巴比利斯和塞勒的分析，以新古典的理性分析原则，上市公司在赢利时回购股份才是帕累托改进的企业财务决策。这是因为在美国，红利的税负比资本利得的高；而投资者对于红利与股份回购是无差别的 (Nicholas Barberis and Richard Thaler, 2001)<sup>②</sup>。最后，企业有时会通过调整会计报表“提高”短期赢利预期水平以便以偏高的价格进行 IPO 或 SEO。而且企业赢利的调整还与证券分析师对该企业前景的乐观估计相一致。同样，进行赢利预测调整的 IPO 或 SEO 在随后的市场表现基本是长期负回报 (S.H. Teoh, I. Welch and T.J. Wong, 1998a, 1998b.)。<sup>②</sup>经理人员的非理性财务决策。如果排除代理问题，所谓非理性的经理人员指那些自己认为为企业股东利益最大化进行财务决策而实际并非如此的管理者。非理性的经理财务决策最有名的是罗尔 (Roll, 1986) 发现大部分企业兼并活动对兼并者没有任何好处。罗尔对这个现象的解释是经理人员的“自大” (hubris)；换成行为金融理论的语言就是经理人员的过度自信。

① 有迹象表明企业会操控某些信息以达到某种目的。因为这是非法行为，理论上没有太多讨论的价值。

② 投资者可能急于实现他们的一部分投资，因此这个分析存在问题。