

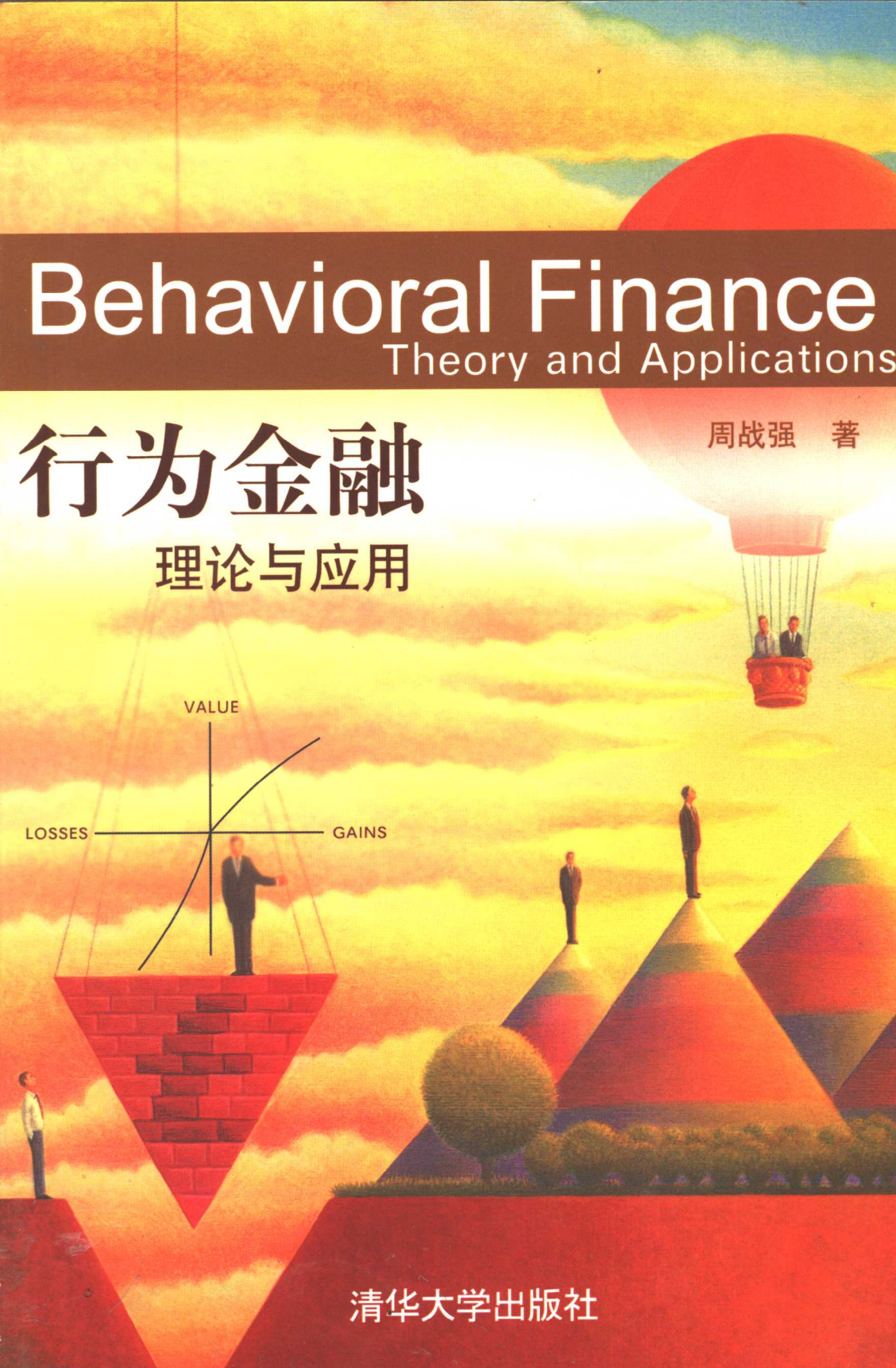
Behavioral Finance

Theory and Applications

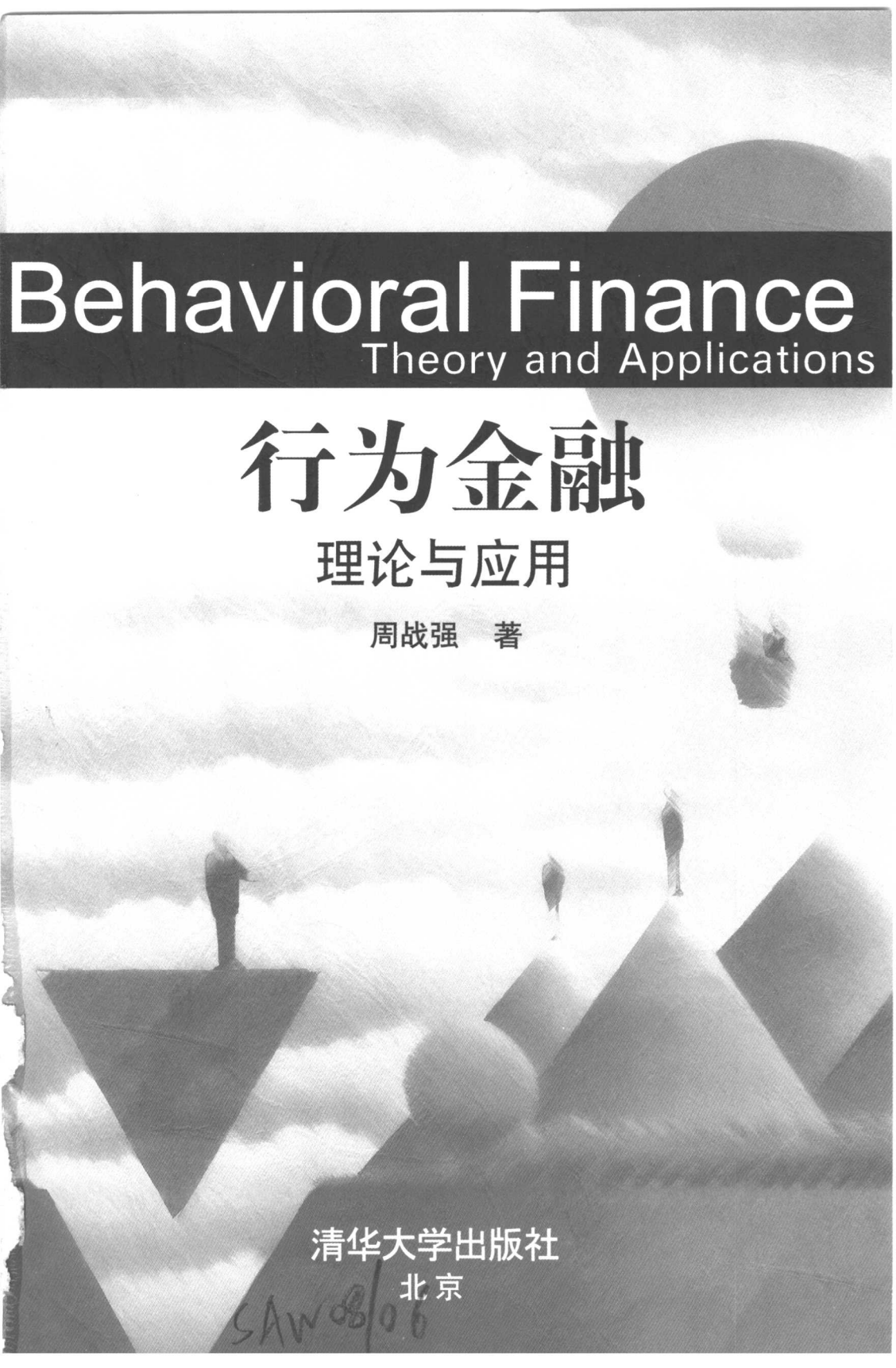
行为金融

理论与应用

周战强 著



清华大学出版社



Behavioral Finance

Theory and Applications

行为金融

理论与应用

周战强 著

清华大学出版社
北京

SAW 08/06

内 容 简 介

行为金融是近十几年在国外迅速崛起的研究领域。行为金融有效地解释了许多现代金融理论难以解释的现象,对现代金融理论提出了有力挑战。本书在系统分析不确定条件下的实际判断与决策行为的基础上,从个人投资者、机构投资者、公司理财及整个市场四个层面,深入探讨了行为金融的基本理论、应用及前沿发展,构建了一个行为金融的基本分析框架。书中的观点和方法,对规范与完善金融市场、正确对待公司理财和机构投资者行为、纠正投资者错误,以及选择有效的投资组合与策略等都有重要的参考价值。

本书面向的对象是经济管理类专业的教研人员和学生、金融从业人士、公司管理者、政策研究人员,以及其他希望受益于行为金融的读者。

北京市社会科学理论著作出版基金资助

版权所有,翻印必究。举报电话:010-62782989 13901104297 13801310933

图书在版编目(CIP)数据

行为金融:理论与应用/周战强著. —北京:清华大学出版社,2004

ISBN 7-302-08537-4

I. 行… II. 周… III. 金融—经济行为—研究 IV. F830

中国版本图书馆 CIP 数据核字(2004)第 037551 号

出 版 者:清华大学出版社

地 址:北京清华大学学研大厦

<http://www.tup.com.cn>

邮 编:100084

社 总 机:010-62770175

客 户 服 务:010-62776969

责任编辑:刘志彬

封面设计:盛琳兰国际广告公司

印 刷 者:北京国马印刷厂

装 订 者:三河市金元装订厂

发 行 者:新华书店总店北京发行所

开 本:155×230 印 张:18.75 插 页:1 字 数:243 千字

版 次:2004 年 7 月第 1 版 2004 年 7 月第 1 次印刷

书 号:ISBN 7-302-08537-4/F·792

印 数:1~3000

定 价:30.00 元

本书如存在文字不清、漏印以及缺页、倒页、脱页等印装质量问题,请与清华大学出版社出版部联系调换。联系电话:(010)62770175-3103 或 (010)62795704

序

行为金融是 20 世纪 80 年代以来迅速崛起的学科。它采取了有限理性和有限套利的假设,注重研究投资者的实际决策行为,有效地解释了许多现代金融理论难以解释的现象,从而显现出更好的解释和预测能力,对现代金融理论提出了有力冲击和挑战,使金融理论研究跨越到崭新的阶段。

目前,行为金融在国外已经渗透到金融经济学的许多领域,受到越来越多的学者和业内人士的关注,成为金融研究的热点领域,正从金融经济学研究的边缘迅速转变成主流。然而在国内的相关研究才刚刚起步。尤其是在行为经济学家丹尼尔·卡内曼(Daniel Kahneman)教授荣膺 2002 年诺贝尔经济学奖后,作为行为经济学研究最活跃和成果最丰富的分支的行为金融,才吸引了更多国内学者和业内人士的目光。当前国内的相关研究主要集中在理论译介与综述、某个问题和现象的理论论证或实证研究上,缺少全面系统的研究成果。如何将行为金融理论系统化地引入中国,促使金融学界和业界关注这一领域的理论成果和前沿问题,推动行为金融理论在中国的发展和应用,是摆在中国经济学前面的重要问题。

周战强博士的新著《行为金融:理论与应用》代表着国内学者在该领域系统研究的最新成果。作者自北大读书阶段就致力于行为金融研究,历年来厚积薄发,在其博士学位论文的基础上撰写了

FOREWORD

这本著作。本书是作者长期研究行为金融理论,追踪学科前沿问题的阶段成果的全面总结。全书抓住了行为金融和现代金融理论争论的基础与核心,即投资决策行为与市场有效性问题,在系统分析不确定条件下投资者实际判断与决策行为的基础上,以市场无效为主线,从个人投资者、机构投资者、公司理财及整个市场四个层面着手,全面地探讨了行为金融的基本理论、应用及前沿发展,构建了一个比较完整的研究框架,为国内学界系统认识这一理论的基本内涵、发展应用和前沿问题提供了重要参考。本书也有助于业界了解证券市场微观机制及波动的深层原因,在纷繁复杂的市场变化中找到前进方向,对规范与完善证券市场、纠正投资偏差、选择有效投资组合与策略等都有重要的参考价值。

行为金融理论具有巨大的发展潜力。虽然行为金融已经得到了很大发展,但仍处于发展的初期阶段,还有许多不完善之处,各种理论正在形成之中,因此未来的研究空间很大。另一方面,我国证券市场发展历史短,水平不高,投资者心理变化对证券市场的影响比西方发达国家的更大,这个领域的研究更是大有可为。希望本书的出版,能够激发学界对行为金融理论的研究兴趣,促进业界就行为金融应用的探讨对话。从理论和实践两个方面,推动中国行为金融研究的发展。也希望作者再接再厉,在该领域做出更大的贡献。

是为序。

杜敏
2004年4月于中国人民大学

目 录

第1章 导 论	1
第一节 行为金融的由来	/2
第二节 行为金融的理论基础	/9
第三节 研究行为金融的意义	/17
第四节 本书结构与内容安排	/20
第2章 不确定条件下的判断	23
第一节 减少复杂性的直觉及其偏差	/24
第二节 代表性及其偏差	/32
第三节 锚定及其偏差	/42
第四节 过度自信	/49
第五节 厌恶模糊性	/56
第3章 不确定条件下的决策	59
第一节 经典决策理论简介	/60
第二节 对经典决策理论的挑战及修正	/67
第三节 期望理论	/84
第四节 期望理论的相关问题	/96
第五节 风险选择的 SP/A 理论	/105
第4章 框架依赖现象	109
第一节 心理核算	/110

第二节	认知失调	/112
第三节	自我控制	/118
第四节	厌恶后悔	/126
第五节	禀赋效应	/129
第5章	无效市场	133
第一节	有效市场假说简介	/134
第二节	对有效市场假说的挑战	/142
第三节	EMH 对异常现象解释乏力	/149
第6章	异常现象的行为解释	155
第一节	BSV 模型	/156
第二节	DHS 模型	/160
第三节	HS 模型	/167
第四节	正反馈投资策略模型	/171
第五节	对股票溢价之谜的解释	/179
第六节	对波动性之谜的解释	/182
第7章	个人投资者行为	185
第一节	行为投资组合理论	/186
第二节	投资组合的特点	/190
第三节	投资者交易行为	/196
第四节	退休储蓄行为	/200
第8章	机构投资者行为	205
第一节	封闭式基金之谜与共变性	/206
第二节	“热手”效应与迷惑游戏	/213
第三节	养老金管理与经理选择	/217

第 9 章 公司理财行为	221
第一节 证券发行与投融资决策	/222
第二节 公司接管行为	/231
第三节 公司股利政策	/233
第 10 章 从众行为	237
第一节 信息层叠与从众行为	/238
第二节 职业声誉与从众行为	/243
第三节 信息溢出与从众行为	/251
第四节 模仿传染与从众行为	/259
第五节 从众行为的实证分析	/265
结语	271
参考文献	283
后记	291

第 1 章

导 论

（此处为模糊文字，无法准确识别）

行为金融(behavioral finance)是 20 世纪 80 年代中期开始兴起的研究领域。国外相关的理论与实证研究相当丰富,但国内的有关研究极少,仍处于起步阶段。研究行为金融具有重大的理论意义和现实意义。在理论上,行为金融是对现代金融理论的挑战、补充和发展,对金融市场上涌现出来的大量异常现象(anomalies)提供了新颖有效的解释,为金融学提供了变革性的视角;在现实上,它有助于完善与规范金融市场,正确对待公司理财行为,减少或避免投资者的错误,提供有效的投资组合与策略。但是,行为金融尚不完善,至今还没有一套公认完整的理论体系。本书系统深入地分析了行为金融的基本理论和应用,尝试构建了一个比较完善的行为金融的基本框架。

第一节 行为金融的由来

一、行为金融产生的背景

1952 年,Markowitz 发表的“证券组合选择”标志着现代金融理论的开端。此后,资本资产定价模型(CAPM)、套利定价理论(APT)、期权定价理论(OPT)等金融理论接连出现。到 20 世纪 70 年代中期,以有效市场假说(efficient market hypothesis, EMH)为基础,以资本资产定价理论和现代投资组合理论(MPT)为基石的现代金融理论,确立了其在金融经济领域中的正统地位。

现代金融理论有三个关键的概念性假设:理性人、有效市场和随机游走(random walk)。其中,理性人假设是其他两个假设的基础,而有效市场假说是随机游走的基础。由于现代金融理论把人看做是完全理性的,想象成与杰出的经济学家具有同样高的认识水平,能精确预测未来情形,因而对人的实际行为因素,即受心理因素支配的金融市场参与者的决策过程,就极少关注。

实际上,在行为金融产生之前,金融学术界很少或没有涉及个体决策,决策过程被看成一个黑箱,抽象为一个理性投资者追求预期效用(expected

utility, EU)或主观预期效用(subjective expected utility, SEU)最大化的过程。然而,大量事实证明,当事人的行为方式及更深层次的相关心理特质对金融活动的结果具有直接、重要的影响。人们并不是按照理性预期理论所描绘的方式行事;不一定在任何时候都回避风险;在设定主观概率时并不是无偏的;也没有证据支持人们作为总体比作为个人更理性的观点;试图发现一个惟一最优解可能是不现实的。因此,许多学者指出,在现代金融理论迈向成熟的过程中,不但大部分金融经济学家忽略了心理学,而且一些人误用和混淆了理性以及主观预期效用的含义,按照预期效用或主观预期效用的标准来判断决策是不完全的。

有效市场假说认为,理性投资者应该对新信息立即做出调整,因而证券价格反映了所有公开信息。价格变化各不相关,即使可能有某种非常短期的相关性,也会迅速消失。因此投资者并不能通过公开信息获取超额利润,而只是获得正常回报,即按某种资产定价模型所确定的回报。然而,许多学者认为,人们可能在收到信息时并不立即对其做出反应。相反,如果他们证实了最近趋势中的变化,可能在接受到信息之后对其做出反应,这种反应是非线性的。1987年,美国在宏观经济运行完全正常的情况下发生的“黑色星期一”事件,也说明股市存在非线性效应,并且使人们怀疑股市运行机制本身的不稳定性,认为股票价格的决定和变动方面还有很多未知因素。于是,一些经济学家纷纷寻求影响股市的其他因素。这为行为金融的发展提供了契机。

20世纪80年代以来,与EMH相矛盾的实证研究不断涌现,发现了许多与之相悖的现象,即异常现象。比如,元月效应、规模效应、股票溢价之谜(equity premium puzzle)、波动性之谜(volatility puzzle)、长期反转(reversal)现象等。而现代金融理论无法对此做出令人信服的解释。

更为重要的是,CAPM和EMH是不可证明的或无法为经验研究检验的。Roll(1977)的研究表明,CAPM是不可证明的;Fama(1991)认为,

EMH 本身也是无法检验的,因为它的检验必须和关于预期收益的某个资产定价模型联合起来才能得到检验,否则就是一个等式确定两个变量,而后者是无法得到检验的。

在这种背景下,一些学者开始关注金融决策中的人类行为分析。在借鉴并保留某些最优化原则的最一般理论范式的前提下,利用心理学、行为学等学科的研究方法,探究决策过程中人的行为动机及其心理根据,以当事人的实际行为模式作为金融决策分析的基础,希望能够重构一个与现实世界更加接近的金融分析框架。这从方法论意义上对金融理论进行了革新,导致了行为金融的诞生与发展。

二、行为金融的起源及发展

行为金融的研究最早可以追溯到 19 世纪的两本书——LeBon 的《群众》(The Crowd)和 Mackay 的《非同寻常的大众幻想与群众性癫狂》(Extraordinary Popular Delusions and the Madness of Crowds)。这两本最早阐述行为金融思想的著作,被许多投资者认为是投资市场群体行为领域的经典之作。

后来,一些研究者逐渐注意到心理和行为因素在金融领域中的作用。比如,Graham 和 Dodd(1934)在合著《证券分析》(Security Analysis)中指出,证券投资市场中的投资策略多是基于特定的投资者心理引导,如时尚与从众心理。

又如,Keynes(1936)注意到投资者行为和心理因素对股票市场的影响。他认为,由于投资者对市场信息认知有限,资本市场上资本所有权与管理权相分离,其投资决策行为的变化将影响市场稳定。这是因为:第一,拥有资金并从事投资的人在投资评估方面的知识不足;第二,无知的投资者对投资项目的评价依赖于别人而不是自己;第三,专业投资者主要考虑的不是对一项投资在整个生命期内可能的收益做出较长期预测,而是领先于一般大众

预测到现有评估的变动。这种决策行为所产生的后果,一是偏好短期投资,二是投资依大众心理变动而变动。因此,股价并不依据股票内在价值,而是投资者群体心理的产物,是投资者心理相互作用的结果;股价会因群体心理的突然变化而剧烈波动。

他还借用“选美博弈”来描述投资者如何相互影响。在“选美博弈”中,参赛者要从100张照片中选出其中最美的6张。谁的选择结果与全体参赛者的平均偏好相似,谁就能获奖。在这种情形下,每个参赛者都不选自己认为最美的6个,而选别人认为最美的6个。每个参赛者都从这一观点出发,于是都不选自己认为最美者,而是运用智力,推测一般人认为的最美者。这一过程体现的规则可以运用到股票市场上。投资者为了推测股票需求是否很大,首先必须推测其他投资者的判断,但其他投资者的判断又取决于他们对别的投资者推测的判断。结果,某些种类的投资取决于那些在证券交易所从事经营的人的平均预期,而不取决于实际经营企业的人的真正预期。因此,虽然专业投资者的知识及其对投资对象的评价超过一般私人投资者,但他们所考虑的不是一项投资是否值得购买者持有,而是在市场大众心理下,3个月或1年中市场对这项投资的评价。这样,任何投资者的行为,都会成为由市场其他投资者推测所形成的链条的一环,从而市场中一个微小事件所致的心理冲击都会被放大并影响到市场的所有参与者,引起股价剧烈波动。

现代意义的行为金融理论与现代金融理论大约起源于相同时期。1951年,Burrell发表了“投资研究实验方法的可能性”一文,呼吁把心理学和金融研究相结合,认为更传统的行为方法和定量投资模型相结合是有益的。1952年,有两篇著名的关于个人投资者形成投资组合的行为基础的文章发表。一篇出自Markowitz,他集中研究了人们实际上是如何决策的;另一篇出自Roy,他从个体心理学角度构造了“安全第一”的投资组合选择模型。他们提出的概念启发了心理学家和经济学家后来的工作。

1969年, Slovic 从行为的观点发表了一篇关于投资过程的详细研究的文章。3年后, 他又发表了这个领域第一篇启发性的论文“人类判断的心理学研究对投资决策的意义”, 从而为行为金融理论的发展奠定了基础。而 Tversky 和 Kahneman 在 1974 年、1979 年发表的有关直觉偏差 (heuristic-driven bias) 和框架依赖 (frame dependence) 的文章在金融领域产生了深远的影响。他们发展了 Markowitz 的思想, 并在 1979 年提出了期望理论 (prospect theory)。该理论现已成为行为金融研究史上的一个里程碑, 是行为金融研究中的代表性理论, 解释了金融市场中的不少异常现象。但是, 当时人们对行为金融研究并没有引起足够重视。这主要有两个原因。第一个原因是当时 EMH 风行一时, 人们普遍认为, 研究人的心理、情绪对金融市场的作用是“不科学的”。金融理论界崇尚数学方程, 心理因素难以量化, 因而有意回避心理学的研究。第二个原因在于这些学者大都是主攻心理学研究, 采用了许多心理学中的研究方法。

20 世纪 80 年代中期, 行为金融的研究开始兴起, 并取得突破性进展。形成这种局面的主要原因有: 一是大量证据表明现有的金融理论不完善, 不足以解释实际中的问题, 市场中存在的大量异常现象引起了金融学家的注意; 二是整个主流经济学越来越转向对个体行为的研究; 三是 Kahneman 和 Tversky 提出的期望理论进一步发展并得到广泛认可。

1985 年,《金融期刊》发表了两篇文章, 这标志着行为金融的正式开端。一篇是 De Bondt 和 Thaler 的文章, 讨论了价格的反应过度 (overreaction) 问题。所谓反应过度, 是指某一事件引起股价剧烈变动的水平超过预期的理论水平, 然后再以反向修正的形式回归到其应有价位的现象。另一篇是 Shefrin 和 Statman 的文章, 讨论了意向效应 (disposition effect), 即投资者预先倾向于保持损失股票的时间太长, 抛出盈利股票太早。这两篇文章代表了行为金融领域两条不同的研究思路, 一条集中在证券价格上, 另一条集中在投资者行为上。此后, Shiller、Thaler、Shleifer、Statman 和 Shefrin 等

学者陆续发表了一些行为金融的研究成果,推动了行为金融研究的发展。20世纪90年代以来,行为金融研究更是迅速发展,席卷了整个理论界和实务界,并对现代金融理论构成了严重威胁。

三、行为金融的研究现状

作为一个新兴的研究领域,行为金融至今还没有一个被学术界所公认严格定义。但是,不少颇有影响的学者提出了自己的看法。Thaler(1993)认为行为金融是研究人类理解信息并随之行动、做出投资决策的学科。Shiller(1997)认为行为金融是从人们决策时的实际心理特征入手研究投资者的投资决策行为,其投资决策模型建立在对人们投资决策时心理因素的假设的基础上。Statman(1999)认为金融学从来就没有离开过心理学,一切行为均是基于心理考虑的结果,行为金融与现代金融的不同在于对心理和行为的观点有所不同而已。Hsee(2000)认为行为金融是将行为科学、心理学和认知科学上的研究成果运用到金融市场中产生的学科,它基于心理学实验结果提出投资者决策时的心理特征的假设,在此基础上研究投资者的实际投资决策行为。Shefrin(2000)认为行为金融是将心理学应用于金融市场,即金融从业者的行为。Fuller(2000)认为行为金融:(1)是将心理学和决策科学与古典经济学、金融学相融合的科学;(2)试图解释导致金融市场异常的原因;(3)研究投资者是如何在判断中发生系统性错误的。Shleifer(2000)认为在最一般的意义上,行为金融是研究竞争市场上人类易犯的错误,但又不仅仅局限于此,而是把这些错误放入竞争性的金融市场来考虑。

综合西方学者的观点,笔者认为,行为金融是多学科交叉研究的边缘理论,它吸收心理学、行为学、社会学、认知科学等有关人类决策心理和行为的研究成果,在有限理性和有限套利假定的基础上,研究市场参与者的实际决策行为,解释金融领域的各种现象。

对应于 EMH 在理论基础和经验检验上存在的问题,行为金融的研究内容可归纳为三个层次:(1)个体的有限理性(bounded rationality)特征、群体行为和非完全市场(主要是指有限套期保值);(2)金融市场的异常现象;(3)投资者的盈利策略。个体的有限理性特征、群体行为和非完全市场是金融市场异常现象产生的原因,而投资者的策略之所以能获得超额回报,是由于他们利用了金融市场的异常现象。行为金融三个层次的研究正好和现代金融理论的研究形成鲜明的对比。有限理性特征与理性人假设对比,群体行为和随机交易对比,非完全市场和完全市场假设对比;金融市场的异常现象与有效市场假说对比;投资者的盈利策略与无套利原则对比。

目前,行为金融的研究已深入到金融领域的各个方面,但尚未形成统一的行为金融理论。未来的一个重要发展方向是逐步将现有理论模型整合为较为统一的理论体系,并进一步获得实践的检验。Shefrin 和 Statman (1994)进行了这方面的努力,但到目前为止,大部分研究集中于鉴别可能对金融市场行为有系统影响的行为决策属性。已鉴别的许多具有潜在公理地位的心理决策属性包括:(1)决策者的偏好一般是多方面的、可变的,并且常常仅形成于决策期间;(2)决策者是适应性的,决策的性质和环境影响决策过程和决策技术的选择;(3)决策者寻求满意而非最优解。此外,还有许多狭义的决策行为,如决策者一般是厌恶损失的,而不是风险规避的;过分看重小样本对总体的代表性;对其预测和正确决策的能力过分自信等。研究也表明,许多决策属性是暂时的,它们相互作用的性质和市场意义是不完全的,但对许多与投资相关的证券市场特征有很大影响。而且,许多决策行为特征的共性和永久性都根源于人类进化。

随着行为金融理论的发展,一些学者逐渐认识到把行为金融理论与现代金融理论完全对立起来很不恰当,应将二者结合起来对现代金融理论和模型进行改进。这正成为行为金融理论的另一个重要发展方向。在这方面,Shefrin 和 Statman 提出的行为投资组合理论 (behavioral portfolio

theory, BPT)(1999)和行为资产定价模型(behavioral asset pricing model, BAPM)(1994)引起了金融界的广泛关注。

行为投资组合理论是在 Markowitz 的现代投资组合理论的基础上发展起来的。现代投资组合理论认为,投资者应把注意力集中在整个组合而非单个资产的风险和预期收益的分析上,而最优组合配置处于均值方差有效边界(mean-variance efficient frontier)上,这就需要考虑不同资产之间的相关性。然而,在现实中大部分投资者无法做到这一点,他们实际构建的投资组合,是基于对不同资产风险程度的认识并结合其投资目的所形成的一种金字塔状的行为投资组合,位于金字塔各层的资产都与特定的目标和风险态度相联系,它们之间的相关性则被忽略了。

行为资产定价模型是资本资产定价模型的扩展。与 CAPM 不同,在 BAPM 中的投资者并非都具有相同的理性信念,而是被分为信息交易者和噪声交易者。信息交易者是严格按 CAPM 行事的理性投资者,不会受到认知偏差的影响,只关注组合均值和方差。噪声交易者则不按 CAPM 行事,会犯各种认知偏差错误,并且没有严格的均值方差偏好。两类交易者互相影响,共同决定资产价格。当信息交易者是代表性交易者时,市场表现为有效率,而当噪声交易者成为代表性交易者时,市场表现为无效率。在 BAPM 中,证券的预期收益是由其“行为 β ”决定的,其中 β 是均值方差有效组合切线的斜率。因为证券价格受到噪声交易者的影响,这里的均值方差有效组合并不等于 CAPM 中的市场组合。

第二节 行为金融的理论基础

行为金融对金融市场的分析是建立在有限理性和有限套利基础上的。

一、有限理性

理性人假设是现代金融理论的一个重要假设。它主要有以下几方面的