

北大投资银行学丛书

INVESTMENT BANKING LIBRARY OF PEKING UNIVERSITY

何小锋 / 主编

行为金融学案例

Behavioral
Finance Case

崔 巍 / 崔 巍 / 编著



中国发展出版社
CHINA DEVELOPMENT PRESS

北大投资银行学丛书

INVESTMENT BANKING LIBRARY OF PEKING UNIVERSITY

何小锋 / 主编

国家社会科学基金项目 [11CJL019]

教育部人文社会科学研究青年基金项目 [10YJC790035]

行为金融学案例

Behavioral
Finance Case

崔 巍 / 编著



中国发展出版社
CHINA DEVELOPMENT PRESS

图书在版编目 (CIP) 数据

行为金融学案例/崔巍编著. —北京: 中国发展出版社, 2013. 4
(北大投资银行学丛书/何小锋主编)
ISBN 978-7-80234-929-2

I. ①行… II. ①崔… III. ①金融—经济行为—案例 IV. ①F830

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2013) 第 075412 号

书 名: 行为金融学案例

著作责任者: 崔 巍

出版发行: 中国发展出版社

(北京市西城区百万庄大街 16 号 8 层 100037)

标准书号: ISBN 978-7-80234-929-2

经 销 者: 各地新华书店

印 刷 者: 北京明恒达印务有限公司

开 本: 670mm × 980mm 1/16

印 张: 17

字 数: 270 千字

版 次: 2013 年 5 月第 1 版

印 次: 2013 年 5 月第 1 次印刷

定 价: 40.00 元

联系电话: (010) 68990630 68990692

购书热线: (010) 68990682 68990686

网络订购: <http://zgfzcbcs.tmall.com//>

网购电话: (010) 88333349 68990639

本社网址: <http://www.developress.com.cn>

电子邮件: bianjibu16@vip.sohu.com

版权所有 · 翻印必究

本社图书若有缺页、倒页, 请向发行部调换

P 总·序 Preface

在经济科学中，金融学无疑是最显赫的富矿，而以研究资本市场的运作为主旨的投资银行学，则是其中最璀璨夺目的宝石。然而这门学科引进中国不过十年时间，其华丽的外表、复杂的内涵，至今让人难识真面目，有待于莘莘学者去不断挖掘。

作为一门新兴学科，投资银行学在理论上研究投资学、公司财务、资本市场理论、金融中介理论、金融发展理论、公共政策理论、金融工程理论等学科；在业务上，投资银行学研究证券的发行与交易、并购重组、信托投资基金、资产管理、金融衍生工具、资产证券化、财务顾问等内容；在方法上，投资银行学运用各种经济计量与统计分析、经济与财务分析、比较分析等复杂手段。可以说，投资银行学是创新性与实用性高度结合、专业性与多样性和谐统一的典型知识领域。

纵观中国资本市场 15 年的发展历程，走的是一条渐进式的改革模式。什么是“渐进式”？坊间有很多描述和总结。在我的眼里，就是利益格局平衡与不平衡的交替发展的过程，即在对现有的利益格局不满意的情形下，作出某些资本市场的“创新”，从而形成一种新的利益格局；新的利益获得者自然要维护这个利益格局，因此维护一定时期的稳定性；但由于此格局的发展充满矛盾和变化，暂时平衡的格局又自我演化出越来越多的不平衡因素，新格局又被越来越多的不满动机所突破，从而又通过资本市场的创新形成新的利益格局。

这种渐进式是“螺旋式上升”的发展，是哲学上的“否定之否定”

的辩证关系。非身在其中，难以知味；但陷在其中，又往往不觉其味。

何以见得？最典型者表现在证券发行市场上。几年前我曾经提出“IPO悖论”，正是股票发行市场的自相矛盾、似是而非现象的总结。中国某个地方的真正优秀的企业如果要争取上市，眼前横亘着两大关口，一道是政府审批关，一道是市场考验关，往往过了前一关，第二关的“天时地利人和”的时机失去了，能够过了两大关的企业可能只有1%的成功率，真是“一将成名万骨枯”。

就谈第一道关：政府审批关。某个优秀的地方企业面对的是三座大山：第一座是包括中央政府的各个机构；第二座是省、市一级政府的各个机构；第三座是有关中介机构（如审计机构、评估机构、法律机构、承销机构、公关顾问等），他们都依附在政府身上享有某些行政特权。就谈第一座大山，一般由三座山峰组成（例如三个政府部门），每个部门都会有三级机构（例如部、局、处级机构）“经手”申报企业的材料，其中一级（例如“处”）就会有三个平行机构的话语权，每级又会有三层级别的人（例如处长、副处长、主办人）过手；要“活动”每一个人都要经过三个左右的“中间人”穿针引线；每结识一个人都要应酬三次，每次应酬（连吃、喝、玩、乐带出差费用）平均在3000元以上。这样就要花费 $(3^7 \times 3000 \text{元}) = 6561000 \text{元}$ 。

这就是我所总结的“溜不溜”（谐音“656”万元）现象。企业就像一条狗被人们反复“遛弯儿”。这656万元只是台面上花的钱，都是有发票可报销的。如果加上台底下花的钱，则可能要加10倍（且看“王小石事件”）。如果这个企业“溜顺”了，有幸成功上市，那么这笔几千万的费用或者入发行主体的账，就必然引起做假账；或者入控股股东的账，就必然要“侵占”上市公司的利益，以符合其经济利益补偿的原则。这些费用（或收益）都是围绕“行政特权”展开的，在经济学上就叫做“租金”，整个过程就叫做“寻租”（Rent Seeking）。

上市公司花费了“租金”，必然就要争取“超额利润”。于是乎，整个体制被设计为：发行价（计划价）与交易价（市场价）之间必须有巨大的“价差”（Price Spread）。既得利益阶层就可以从中各得其利，从而维持一种利益平衡。至于企业，在现有体制下只能“愿打愿挨”。

一个真正优秀的公司要申请上市，在证明其“真正优秀”的过程中，

被这么反复“遛弯儿”（其实是一种折磨），人财物颇有损耗，等到证明完毕——批准上市时，这个企业已经是满身伤痕，它已不是“真正优秀”的企业了。所以这个冠冕堂皇的“证优”过程其实是“证伪”过程——这就是“IPO 悖论”！

假如这个企业真有“不败之身”，能够持续优秀，从而符合“配股”条件，则其大股东（国有股、法人股的股东）则可能要花10元/股的价格（稍低于市场价，后者可能是12元）买配股；但是如果他以后要卖这些股，只能以3元/股的价格（以每股净资产考虑定价）。这么离奇的事，在我们的制度框架下，被各方认为是“无异议”的。这种格局显然蕴藏着不平衡的因素，因而是暂时的，必然要被新的格局所取代。时代毕竟是进步着的，不断的创新是资本市场的生命力，我们的资本市场只能用这么一句话来总结：“前途是光明的，道路是曲折的。”

总体上的“螺旋式上升”，不排除在局部上可能表现出某种倒退。例如，中国产业投资基金的“创新”路程就更艰难。某种程度上说，与其说目前中国产业投资基金有待“创新”，还不如说有待于“复辟”。因为，现在基本上是空白状态的产业投资基金在13年前就已产生，当时以“淄博基金”为代表的“老基金”就有60多个，分布在全国各地。“中农信淄博乡镇企业投资基金”是1992年由国家主管部门——中国人民银行批准成立的、在上海交易所上市的产业投资基金，我曾经是它的策划人、申报文件的主要起草人之一。而现在正在难产的产业投资基金管理办法，即使出台了，也做不到13年前的公募发行和上市交易。这是为什么？说白了，利益——特权格局已经变化了，僵住了。

什么是大学问？研究史无前例的中国特有的资本市场的原创性理论，能够扎扎实实地解决中国的实际问题的策略，就是大学问。这是中国经济学家的历史使命和挑战。套用一句马克思引用《伊索寓言》的话说：“这里就是罗陀斯，就在这里跳吧！”

从90年代初开始，北京大学的教师和研究生们就开始研习投资银行知识。他们不仅如饥似渴地吸吮来自外国的相关知识，研究中国资本市场的特性，甚至亲赴实践领域学习操作，推动中国资本市场的拓展。正是这种长期“只顾耕耘，不问收获”的精神，使投资银行学在北京大学的课堂上，成为一门以理论的原创性和案例的亲历性相结合的经典课程。我们总

结的“以资产经营的一般模式为基石，以对企业和资产的现金流进行分析为中心，以广义资产证券化和企业重组为两条主线，以投资银行的内部管理和外部监管为两条辅线”的投资银行学理论体系和框架，声名渐远，广受认同。

本丛书包含投资银行学最具特色的几个专题，作者群是北京大学的教授、博士生导师和金融学博士的组合，亦是长期的理论研究和实践经验的结晶。我们推出这套丛书，作为北京大学金融学研究生、本科生和进修生重要课程的总结，祈望与同行们及有志者交流，并得到积极的反馈和升级。

感谢中国发展出版社的编辑们的辛勤工作以及广大读者的热心支持！

何小锋

于未名湖东畔

目·录 Contents

导论	1
----	---

第一章 从标准金融学到行为金融学	5
------------------	---

一、理论要点	7
--------	---

1. 行为金融学的产生与发展	7
----------------	---

【1】行为金融学的产生	7
-------------	---

【2】行为金融学与标准金融学的两大争论	9
---------------------	---

【3】行为金融学的杰出代表人物	11
-----------------	----

2. 行为金融学的心理学基础	13
----------------	----

【1】过度乐观	13
---------	----

【2】过度自信	14
---------	----

【3】证实偏差	15
---------	----

【4】保守主义偏差	15
-----------	----

【5】锚定效应	15
---------	----

【6】代表性偏差	16
----------	----

【7】易得性偏差	17
----------	----

【8】模糊厌恶	17
---------	----

【9】后悔厌恶	18
---------	----

【10】 框架偏差	18
【11】 损失厌恶	19
3. 资本市场的有效性 & 挑战	19
【1】 有效市场假说	19
【2】 有效市场假说面临的挑战	22
【3】 套利行为的有限性	26
4. 展望理论	29
【1】 展望理论的两个阶段	29
【2】 价值函数	31
【3】 权重函数	32
【4】 一些重要性质	34
二、案例分析	38
1. 非理性投资者的悲剧：郁金香狂热	38
2. 非理性的市场：南海公司的泡沫事件	41
3. 市场有效性的重要挑战：长期资本管理公司案例	43
【1】 LTCM 与孪生股票	44
【2】 LTCM 和俄罗斯金融危机	46
【3】 LTCM 和模糊厌恶	47
【4】 LTCM 与有效市场假说	48
4. 对无时效信息的反应：新增入指数的股票价格的异动	49
5. 套利行为的有限性：股权分割中的股票	51
6. 历史上最大的疯狂投机：1929 年的华尔街崩盘	53

第二章 行为金融学与金融市场 59

一、理论要点 61

1. 股票市场中的异象 61

【1】整体股票收益的异象····· 61

【2】个体股票收益的异象····· 63

【3】行为金融学的解析····· 66

2. 首次公开发行 70

【1】新股抑价发行····· 70

【2】热卖市场····· 74

【3】长期业绩不佳····· 75

3. 封闭式基金之谜 78

【1】封闭式基金之谜的内容····· 78

【2】行为金融学的解析：投资者心态理论····· 80

二、案例分析 82

1. 一次公告的惨痛代价：Finova 集团的破产 82

【1】公司概况····· 82

【2】一次震惊华尔街的公告····· 83

【3】与 Leucadia 公司的协议····· 85

【4】进入破产程序····· 85

2. 疯狂过后的 IPO：网景通讯和其他互联网股票 86

【1】网景公司····· 86

【2】其他互联网股票····· 87

3. 投资者的“真正遗憾”：波士顿烤鸡公司 89

4. “后收入公告漂移”：普莱克萨斯公司与 SUE 交易策略	90
5. 投资者心态与基金折价水平：纽文封闭式债券基金	93
6. 投资者心态和对突发事件的反应：国家基金	95
7. 招股缩水和首日破发：国航上市	98
【1】上市前的准备	98
【2】2004 年在香港和伦敦两地同时上市	99
【3】登陆 A 股市场	99
8. IPO 后的股份回购和增持：波司登上市	100
9. 市场竞争对“收购狂人”的打击：Arch Wireless 公司	102
【1】Arch 的发展历程	102
【2】来自 PCS 的竞争	103
【3】面临破产	104
10. 美国最大的市政倒闭案：奥兰治郡的破产	105
【1】奥兰治郡的投资资产组合	105
【2】Robert Citron 与奥兰治郡监事会	107
【3】奥兰治郡资产组合面临的风险与投资后果	108

第三章 行为金融学与投资者行为 111

一、理论要点 113

1. 投资者的性格分类与行为	113
【1】投资者类型的心理学模型	113
【2】投资者类型	116
【3】基于性别和类型的投资者行为	118

【4】 资产配置过程	121
2. 羊群行为	124
【1】 羊群行为的概念和分类	124
【2】 羊群行为产生的原因	126
3. 其他的投资者行为	133
【1】 分散化不足	133
【2】 简单分散化	134
【3】 过度交易	135
【4】 卖出的决策：处置效应	137
【5】 买入的决策：注意力效应	140
附录：投资者类型的诊断性测试	141
二、案例分析	145
1. 经心理因素调整的个人资产配置：三个案例	145
2. 投资者的非理性预期：美国世界通信公司的破产	149
3. “错误账户”下的贪婪：巴林银行的破产	152
4. 适应需求、引领潮流：耐克公司的辉煌	155
【1】 崛起：适应消费者需求，进行突破性创新	156
【2】 发展上升期：坚持创新，追求时尚年轻人的市场	156
【3】 黄金时代：创新与目标消费者求新求变的态度	157
【4】 运动行销，走入消费者心中	158
【5】 产品理念与精神内涵	159
5. 追求潮流的投资者：AAA公司的历史	159
6. 非理性繁荣的隐患：互联网股票泡沫	161

第四章 行为公司金融 165

一、理论要点 167

1. 投资决策与融资决策 167

【1】两个主要的理论框架 167

【2】投资决策 168

【3】融资决策 170

【4】其他决策：公司名称的更改 172

2. 股利政策 173

【1】标准金融学中的股利政策 173

【2】行为金融学对股利政策的解释 174

【3】股利政策的决定因素 177

3. 兼并与收购 178

【1】行为金融学对兼并与收购的解析 178

【2】赢家诅咒 181

【3】分散化与集中化 182

【4】相关的实证研究 182

二、案例分析 184

1. 资本预算中的偏差：都尼利公司 184

2. 过度乐观管理者的代价：米尔斯公司 187

3. 投资决策中的心理因素：英国石油公司 189

4. 非理性的收购计划：AT&T 竞标 NCR 191

【1】 收购计划的提出	191
【2】 收购的谈判	192
【3】 结局与反思	193
5. 管理层的自傲情绪：美国在线收购时代华纳	194
6. 董事会的心理决策：惠普公司和康柏电脑	197
7. 协同效应的巨大诱惑：英博啤酒收购 AB 公司	200
【1】 背景介绍	200
【2】 潜在的协同效应	201
【3】 收购的最终达成：收购与反收购的较量	202
8. 理性规避收购风险：拜耳医药与东盛科技的收购谈判	204
【1】 东盛科技	204
【2】 拜耳医药	205
【3】 采用“金手铐”规避收购风险	206
9. 收购溢价与赢家诅咒：招商银行收购永隆银行	208
【1】 永隆银行的诱惑	208
【2】 多家机构参与竞购	209
【3】 招商银行的胜出	209
【4】 对溢价收购的回应	211

第五章 社会资本、信任与金融市场

一、理论要点

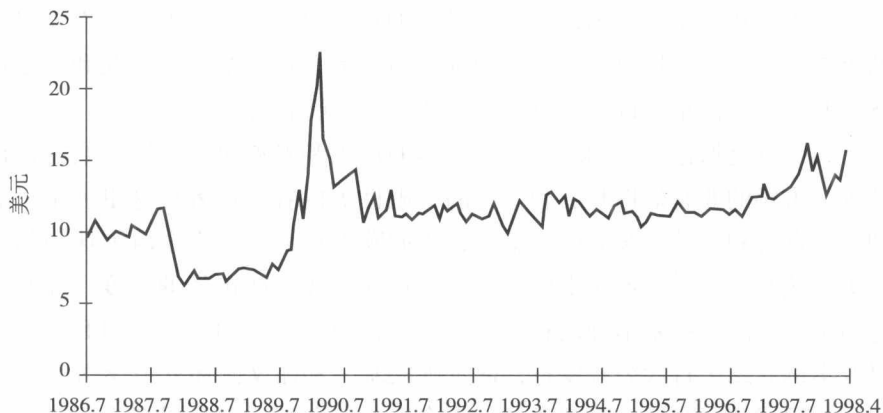
1. 社会资本、信任与经济发展	215
【1】 社会资本、信任及其经济学诠释	215
【2】 社会资本、信任与经济增长	216
【3】 社会资本、信任与企业发展	218

【4】 社会资本、信任与国际贸易	219
2. 社会资本、信任与金融市场	221
【1】 社会资本、信任对金融市场的影响渠道	221
【2】 金融市场中的社会信任	222
3. 流言与金融市场	225
【1】 流言的基本特征	225
【2】 金融市场中的流言	227
【3】 对流言的实证研究	228
二、案例分析	230
1. 失去诚信的代价：安达信的倒闭	230
【1】 公司的创立和辉煌：“诚信高于利润”	230
【2】 安达信丑闻	232
【3】 安然事件	233
2. 浑然一体的企业文化：富有心智的西南航空	234
3. 跨国公司的文化整合：英格索兰公司	238
4. “我们的信条”：西安杨森的跨文化整合	240
5. 对金融监管的挑战：麦道夫的“庞氏骗局”	242
6. 卓越的企业文化管理：海尔集团	245
【1】 海尔的战略发展阶段	245
【2】 海尔的企业文化	246
参考文献	249

1559年，郁金香花卉格外受到人们的追捧和青睐，这种狂热逐年攀升直到1637年2月达到高峰。人们甘愿卖出他们拥有的一切，包括房屋、家畜以及其他资产等，仅仅去购买一根球茎……

1929年的华尔街崩盘结束了历史上最大的一幕疯狂投机，这直接导致了1929~1933年资本主义世界的空前经济危机。

从下面图形中，你能看出柏林墙是什么时候倒塌的吗？……你的答案一定非常接近，柏林墙倒塌的时间就在图形的最高点附近。



1994年12月，美国加州奥兰治郡宣布破产，这是美国历史上最大的市政倒闭案。随后，奥兰治郡价值76亿美元的净投资资产组合以特价变卖的速度被出售，实现亏损达到16亿美元。

……

现在，或许你不知道“行为金融学”这个概念是什么，或许你不知道行为金融学与标准金融学的差异是什么，或许你不知道怎样用行为金融学方法来处理问题……但你一定至少听说过上面的文字。以上这些都是行为金融学的案例，可以说，行为金融学的产生和发展就是源自对案例的研究。

一直以来，经济学家对金融学的研究主要是在标准金融学范畴之下的。标准金融学是以投资者的理性人假说和有效市场理论为基础的理论体系。20世纪50年代，金融学家 Harry Markowitz 创建了现代资产证券组合理论，奠定了标准金融学的理论基石。在此基础上，产生了资产定价理论、资本结构理论、有效市场理论以及期权定价理论等重要理论。但是到80年代，标准金融学逐渐受到理论上和现实中的挑战：在理论上，投资者完全理性的假定被动摇；在现实中，标准金融学的一些预测与来自现实资本市场中的数据相违背，比如一些关于整体股票市场表现、股票平均收益的横截面分析以及个体投资者的交易行为等事实并不能用标准金融理论来解释。于是，行为金融学应运而生。

行为金融学研究的是在金融市场中有限理性或者非理性投资者的“错误”行为。它是将心理学、社会学等一些人文社会学科的研究成果在金融市场中的应用。行为金融学一方面解释了标准金融学下金融市场的异常现象，另一方面提出了可以被实践数据所检验的新预测。

为了更形象生动地阐述行为金融学的理论要点，研究方法，以及研究的重要性，本书根据行为金融学的理论与实务，在总结多年实践和教学经济的基础上，汇集了许多经典案例，共由五个章节构成。

第一章是概论，介绍了行为金融学的产生和发展过程，以及它的理论基础：市场的非有效性和套利行为的有限性等内容。作者在这里列举了非理性投资者和无效市场方面的案例，比如欧洲早期的三大金融泡沫中的郁金香狂热和南海公司泡沫事件等。第二章从整体金融市场的角度，介绍了行为金融学的一些基本理论和案例。比如，通过波士顿烤鸡公司和网景通讯等案例介绍了首次公开发行，通过国家基金和纽文封闭式基金等案例介绍了封闭式基金之谜。第三章从行为金融学的角度，考察投资者行为。这包括将投资者按照性别和性格进行分类，并根据不同投资者的特点选择不同的投资组合，即经心理偏差调整的最优资产配置；以及羊群行为和处置效应等。第四章行为公司金融。作者分别从投资者理性管理者非理性和投资者非理性管理者理性的角度考察了公司的投资决策、融资决策、股利政