

China Stock
中国股票市场



**投资者行为选择
与风险防范**

孙春花 著



中国统计出版社
China Statistics Press

013037077

F832.51
344

China Stock 中国股票市场

投资者行为选择 与风险防范

孙春花 著



北航

C1644585



中国统计出版社
China Statistics Press

344

图书在版编目(CIP)数据

中国股票市场投资者行为选择与风险防范 / 孙春花
著. —北京:中国统计出版社, 2013. 4
ISBN 978 - 7 - 5037 - 6794 - 4

I. ①中… II. ①孙… III. ①股票市场—投资行为—
行为选择—研究—中国②股票市场—金融风险防范—研究
—中国 IV. ①F832. 51

中国版本图书馆 CIP 数据核字(2013)第 051986 号

中国股票市场投资者行为选择与风险防范

作 者/孙春花
责任编辑/杨映霜
封面设计/黄 晨
出版发行/中国统计出版社
通信地址/北京市丰台区西三环南路甲 6 号 邮政编码/100073
电 话/邮购(010)63376909 书店(010)68783171
网 址/<http://csp.stats.gov.cn>
印 刷/河北天普润印刷厂
经 销/新华书店
开 本/787mm×1092mm 1/16
字 数/220 千字
印 张/14.5
版 别/2013 年 4 月第 1 版
版 次/2013 年 4 月第 1 次印刷
定 价/33.00 元

版权所有。未经许可,本书的任何部分不得以任何方式在
世界任何地区以任何文字翻印、拷贝、仿制或转载。
如有印装差错,由本社发行部调换。

前言

中国用 20 多年时间建立与发展起来的股票市场虽然取得了炫目的成就,但依然年轻,各类问题还相当突出。如上市公司重融资轻回报,中小投资者的利益得不到应有的保护,市场监管缺位及滞后,信息披露不规范,甚至虚假信息充斥,等等。这导致了中国股票市场运行环境具有它的特殊性,同时,经济转轨期非稳定的心理特质及利益冲突使投资者行为选择更为复杂。中国股票市场特殊的运行环境和投资者行为选择的复杂性决定了其很难用传统主流金融理论进行分析。行为金融学的发展为研究中国股票市场提供了全新的视角与工具,同时,我们这样的市场也为行为金融学的进一步发展与实践提供了演练场。

本书综合运用心理学、统计学、行为金融学、数理经济学和博弈理论等多个学科知识,全面分析与研究中国股票市场的运行特征与投资者的行为选择,以期达到寻求适合中国股票市场投资风险防范与管理方案。

本书是在我的博士论文的基础上改写而成的,在博士论文书写期间,我的导师李腊生教授给予了悉心的指导,不论是我们共同发表的论文,还是我的博士论文无不饱含他的心血与智慧。他深厚的学术功底,敏锐的洞察力,独特的视角,严谨的学术风范,严于律己宽以待人的崇高品格深深地影响着我,在此向他表示衷心的感谢。同时,我还要特别感谢肖红叶教授、周国富教授、刘乐平教授、顾六宝教授、杨贵军教授、董璐教授、刘小欣教授、雷钦礼教授、金杭教授、马树才教授、史代敏教授、李金昌教授、许鹏教授等,他们在论文的评议与答辩过程中,均提出了诸多建设性意见,从而为本书的最后形成奠定了基础。中国统计出版社的陈悟朝主任对本书的出版提

供了诸多帮助,在此表示感谢。感谢我的七位博士同学李时兴、蔡春霞、马蓉、卢英、蔡阳、连飞与张慧敏,他们性格各异,聪慧坚韧,不仅是我攻读博士生涯中共同挑灯夜读的同窗,也是我学习和生活中的良师益友,他们的鼓励与帮助使我获益匪浅。感谢与我师出同门的刘磊、耿晓媛等兄弟姐妹,他们给了我很多帮助与启示。这里,也非常感谢我工作单位内蒙古财经大学的各位领导与同事,为我攻读博士期间的工作提供了诸多方便与支持,生活上给予了诸多关怀,使我有更多的时间和信心完成学业,令我终生感念。

最后,我还要特别感谢我的父亲给予我的支持与鼓励。感谢我的先生吴文斌给予的关爱与理解,在我离家于天津财经大学攻读博士学位的一年时间以及后来书写博士学位论文期间,他独自悉心照顾儿子,使我安心于学业。同时文中涉及的图基本是在他的帮助下完成的。我的儿子吴迪聪明伶俐、乖巧可爱,在我一边工作一边攻读硕士学位期间生育了他,坐在妈妈的怀里陪伴我学习、考试与书写论文,直到硕士毕业。现在他又与我同级,只不过他上小学三年级,我是博士三年级。在他人生第一次迈入学校大门开始学习生涯的时候,在许多孩子需要家长陪伴适应学校生活的时候,他却在只有爸爸陪伴的日子里顺利适应了学校生活,一想到他,我欣慰与感激之情油然而生。

谨以此文献给我的亲人们,感谢他们的爱与奉献。

由于本人水平有限,书中难免错误与纰漏,请各位专家与学者批评指正。

孙春花

2013年1月于呼和浩特市

第1章 绪论	1
1.1 研究背景与问题的提出	1
1.1.1 投资选择理论的发展	1
1.1.2 中国股票市场的现状	7
1.2 研究的理论意义与现实意义	8
1.3 结构设计与内容安排	10
1.4 可能的创新性工作	12
第2章 中国股票市场运行的基本特征	14
2.1 中国股票市场总体运行特征	14
2.1.1 中国股票市场的主要成就	14
2.1.2 中国股票市场的发展阶段	18
2.1.3 中国股票市场发展中存在的问题	21
2.2 中国股票市场上市公司经营与信息披露特征	31
2.2.1 上市公司经营状况	31
2.2.2 上市公司信息披露	34
2.3 中国股票市场投资者特征	38
2.3.1 机构投资者特征	39
2.3.2 个人投资者特征	42
2.4 中国股票市场监管特征	43
2.4.1 中国股票市场监管的发展阶段	43
2.4.2 中国股票市场监管中存在的问题	45
第3章 基于行为金融学的选择理论	48
3.1 不确定性、风险与选择	48
3.1.1 不确定性与风险	48
3.1.2 选择与选择路径	49
3.2 行为金融理论对传统主流金融理论的挑战	51
3.2.1 行为金融理论对理性假设的质疑	52
3.2.2 行为金融理论对市场有效假说的质疑	55
3.3 基于行为金融学的选择理论	57

3.3.1	行为金融理论的发展	58
3.3.2	前景理论中的选择理论	61
3.3.3	行为人的认知偏差	68
3.3.4	基于行为金融学的选择理论研究综述	72
第4章	中国股票市场投资者行为选择	77
4.1	中国股票市场投资及博弈关系	77
4.1.1	局中人及其特点	78
4.1.2	中国股票市场的博弈关系	79
4.2	机构投资者的行为选择	85
4.2.1	机构投资者“有意识”股价操纵与投机的 行为选择	85
4.2.2	机构投资者的羊群行为选择	87
4.3	个人投资者的行为选择	88
4.4	投资者行为选择与股价泡沫	90
4.4.1	均衡定价下的投资者行为选择	90
4.4.2	一致性投机与股价泡沫	92
4.4.3	投资者行为选择对股价泡沫的影响	97
第5章	基于行为选择的资产定价模型	100
5.1	噪声交易与噪声交易者	100
5.2	资产定价模型的发展与演变	103
5.2.1	传统资本资产定价模型的发展与缺陷	103
5.2.2	行为资产定价模型	106
5.3	基于行为选择的资产定价模型	112
5.3.1	基于投资者异质的行为资产定价模型	112
5.3.2	基于混合预期的行为资产定价模型	117
5.3.3	基于损失厌恶偏好的行为资产定价模型	118
5.3.4	基于参考价格的行为资产定价模型	121
5.4	中国股票市场行为资产定价模型的实证分析	123
5.4.1	市场指数构建	123
5.4.2	模型选择与数据处理	124
5.4.3	检验结果分析	127

第 6 章 中国股票市场风险度量	130
6.1 风险度量与 VaR	131
6.1.1 风险度量	131
6.1.2 金融风险度量技术——VaR	132
6.1.3 损失厌恶偏好、满意准则与 VaR	133
6.2 VaR 估测中的概率分布设定风险	135
6.2.1 决策中概率分布设定的风险	135
6.2.2 非线性模型中非正态性的风险	137
6.3 股票收益率非正态性检验	141
6.3.1 股票收益率非正态性的经验证据	142
6.3.2 正态性检验方法	143
6.4 非线性 VaR 模型的改进	148
6.4.1 非线性 VaR 模型的样本数据转换方法	148
6.4.2 收益率分布主观模型	152
6.5 中国股票市场正态性转换时变 VaR 估测	155
6.5.1 基于收益率时变性的正态性转换	156
6.5.2 中国股票收益率的正态性检验	157
6.5.3 中国股票收益率分布时变性检验	157
6.5.4 股市周期诊断与样本数据	161
6.5.5 中国股票牛熊市正态性转换时变 VaR 的计算	161
6.5.6 准确性检验	164
6.6 中国股票市场噪声交易风险的测定	166
第 7 章 行为资产组合模型与风险防范	168
7.1 基于投资者损失厌恶偏好的行为资产组合选择	169
7.1.1 损失厌恶型投资者的最优解	169
7.1.2 损失厌恶型投资者的行为选择	171
7.2 前景理论回报—风险模型	175
7.3 基于损失厌恶偏好与心理账户行为资产组合选择	176
7.3.1 中国股票市场行为资产组合模型的经验 研究	176

7.3.2	基于 VaR 的单心理账户行为资产组合模型	179
7.3.3	VaR-BPT-SA 模型与 BPT-SA 模型的比较	179
7.3.4	优化问题的等价	180
7.3.5	VaR-BPT-SA 模型的有效边界	183
7.3.6	不允许卖空情况下的 VaR-BPT-SA 模型	190
7.3.7	VaR-BPT-MA 模型	193
7.4	中国股票市场行为资产组合模型的实证分析	195
7.4.1	模型构建与数据选择	195
7.4.2	数据处理与模型回归	197
7.5	实证结果分析与风险防范	199
第 8 章	总结与展望	202
8.1	总结	202
8.2	中国股票市场风险防范的相应建议	204
8.3	研究存在的问题与展望	209
参考文献		210

第一章

绪 论

1.1 研究背景与问题的提出

1.1.1 投资选择理论的发展

对于“面临着复杂的不确定性”时的选择问题,传统主流金融理论认为经济主体的选择行为是通过高度复杂的思维活动做出的,所以借用了哲学的“理性”概念对复杂的人类行为进行了抽象假定。假设经济理性是一种行为方式,即经济行为人对其所处环境的各种状态及不同状态对自己支付的意义都具有完全信息,并且在既定条件下每个行为人都具有选择使自己获得最大效用或利润的意愿和能力。这样选择过程首先是搜集与获取信息,然后进行信息的筛选与滤波,进而建立选择框架,最后投资者在知识、经验和财富等约束下(当可以进行无限制的借贷时可以放宽财富约束),最大化收入或效用的选择行为即是投资者的最优选择行为。由此传统主流金融学发展出了两种研究投资选择的范式:Markowitz(1952)的均值-方差模型与 Von Neumann-Morgenstern(1947)的期望效用理论。这为传统主流金融理论的投资选择构建了堪称完美而简单的分析框架。这种范式为投资选择行为提供了一种简单的标准和理想境界,无论投资者出于何种投资动机(资本增值、投机、变现等),采取何种投资方式(投资、投机或经纪),最基本的目的是获取利润,在这种趋利避害的目标指导下,权衡风险与收益使自身效用最大化这种指导思想贯穿于投资者全部的投资选择活动中。正是由于传统主流金融理论研究投资者选择过程的方式太过于理想化,所以使得传统主流金融理论在指导投资选择实践过程中缺乏现实意义。

从理想化走向现实化的金融学发展过程将会具有放松理论假设、发展更具

有普遍意义的分析框架和更写实的模型特征。放松理论假设意味着将更多的分析因素纳入模型之中,从而减少了因为遗漏重要因素而造成失真的可能性。因此此后大量的研究工作主要沿这条路径展开。

(1) 均值-方差模型研究综述

1952年,Markowitz最早将收益率和方差结合起来进行资产组合选择的研究,从理论上论证了“不要将所有的鸡蛋放在同一只篮子”的意大利谚语的合理性。通过对有效组合的收益与风险权衡关系,即有效边界,以及风险规避型投资者最佳投资组合选择的研究,揭示了如何通过分散投资来降低风险的内在机理,从而开创了现代投资组合理论的先河。

随着时间的推移以及研究的不断深入,人们逐渐发现 Markowitz 的均值-方差模型在指导投资实践过程中存在的缺陷(Borch, 1969; Feldstein, 1969)。主要包括:①Markowitz 的均值-方差分析,以资产收益率变动的方差或标准差来度量投资者面临的风险,将资产组合的总风险分解为组合中单个资产收益的方差和各个资产收益之间的协方差,这虽然实现了技术上的可行性,但均值-方差模型计算量太大,且非常复杂,使其在实际中难以操作。②这种方法虽然可以有效地减小组合收益的波动,但随着相关问题研究的进一步深入,以方差作为风险的计量指标却受到了越来越多人的批评。第一,方差不适于描述低概率事件的风险,而低概率事件往往可能会造成收益的巨大波动,带来致命的损失。第二,由于方差是一种双边风险测度,在市场监管者视角下它是一种合理的风险测度,因为市场的极端向上变动或向下变动都不利于整个市场的稳定发展。然而从金融机构和投资者的角度来看,方差作为风险测度并不是非常合理的。这是因为他们作为风险承受者更关注的是可能遭受的偏离某一目标的不利状态和可能的资产损失。第三,用方差度量风险是基于风险未来收益率的不确定性或易变性的认识,而 Fishburn 等人的研究表明,易变性或不确定性并不是风险的本质属性,所以用收益率的易变性来描述风险是不合适的。③投资选择过程中只考虑均值、方差二元因素的影响是一种理想状态,实际投资选择中不可避免还要受到其他多种因素以及投资环境的影响。

继 Markowitz 的均值-方差模型之后,研究投资选择问题的改进工作主要从四个方向展开:①不断寻求与完善均值-方差模型的解决方法。针对均值-方差模型求解问题的改进工作,Markowitz(1970)提出了分数秩估计法,Hoerl 和 Kennard(1970)提出了岭估计和广义岭估计,Balakrishna 等(1988)提出了压缩估计法。Kawada 和 Konno(2001)研究了协方差矩阵具有稠密和高秩的大规模均值-方差模型的算法。Fernández(2007)将神经网络方法用于求

解投资组合问题。屠新曙、王键(2000)通过建立无非负约束和有非负约束条件下证券组合的临界线方程,分别用一种独特的几何方法求解了允许卖空与限制卖空时证券组合投资最优权重。李腊生、翟淑萍(2006)使用矩阵形式给出了投资组合最优解的简单形式。王雪峰、叶中行(2007)使用 SPO 算法(particle swarm optimization, 粒子群优化算法)讨论了投资组合选择问题。②在均值一方差模型中不断改进风险的度量方法。通过在均值一方差模型基础上不断改进风险的度量方法而提高投资选择技术的研究工作较多。而这一问题的改进又有两个分支:一是对风险指标的改进。Markowitz(1959)提出了均值一半方差模型,Hogan 和 Warren(1972)使用均值一低于目标收益率半方差构架,对投资组合选择问题进行了研究。Bawa(1975, 1978), Bawa 和 Lindenberg(1977)及 Fishburn(1977)等学者将研究中心从半方差转移到下偏距(lower partial moment, LPM),并以谨慎的数学推导证明了 LPM 与随机优势的相关性,以此来发展均值一下偏距投资组合架构。Alexandre. G, A. Baptisa(2002)对均值一方差模型和均值一VaR 模型进行了系统的比较分析,阐述了二者在投资组合分析中的联系与区别。Jarrow 和 Zhao(2006)给出了 M-V 模型和 M-LPM 模型的仿真比较。张鹏(2008)运用不等式组的旋转算法,并结合序列二次规划法研究了不允许卖空情况的均值一方差和均值一VaR 两种投资组合问题。二是对分布假设的改进。Rachev、Hna(2000)和 Ortobelli, Huber 和 Schwartz(2002)研究了稳定分布条件下的投资组合模型。Consigli G(2002)研究了肥尾分布情况下均值一VaR 投资组合模型。Tsao 和 Chueh-Yung(2010)使用非受控排序遗传算法(non-dominated sorting genetic algorithm, NSGA-II)讨论了均值一VaR 模型的有效边界。Radovan Parrák 和 Jakub Seidler(2010)基于 2007 年与 2008 年动荡市场中捷克金融市场数据通过投资模拟方式对比了均值一方差模型与均值一VaR 模型。文凤华等(2002)根据行为金融理论中对风险偏好的描述,用 VaR 来定量风险偏好,并用这种偏好来指导最优投资选择。姚京、李仲飞(2004)使用等 VaR 线分析了均值一方差模型与均值一VaR 模型的内在联系,同时分别考虑了存在无风险资产、负债和非正态分布时的情形下均值一VaR 模型的有效选择问题。徐绪松、侯成琪(2006)研究了非正态稳定分布条件下投资组合收益和风险的度量,建立了均值一尺度参数投资组合模型。姚海洋(2008)利用无套利均衡分析方法,在任意收益率分布下研究了奇异协方差矩阵情形的均值一CVaR 模型的有效边界特征。③放宽均值一方差模型的假设条件,考虑有摩擦情况下、多因素情况下投资组合问题或增加其他约束条件下的投资决策问题。Jacob(1974)研究了带交易费用的最优投资组

合。Patel 和 Subrahmanyam 等(1982)讨论了固定交易费的投资组合问题。Pogue(1970), Chen 等(1971)分析了可变交易费问题。Mansini 和 Speranza (1999)应用三种不同的启发式算法求解具有最小交易单位数限制的投资组合问题,并利用米兰证券交易市场的实际数据进行了验证。Crama 和 Schyns (2003)应用模拟退火方法求解具有复杂约束的投资组合问题。Chang(2000)应用遗传算法(GA)、禁忌算法(TS)和模拟退火算法(SA)求解复杂约束下的投资组合问题。Schaerf(2002)基于禁忌算法求解具有混合整数约束的投资组合问题。韩其恒等(2002)引入存在买空和卖空限制或借贷限制,研究了投资组合选择问题。荣喜民等(2005)在收益率服从正态分布的假设下,利用均值-VaR 方法,提出了有交易费用存在时的最优投资组合模型。黄思明等(2006)以投资者所获取的最大投资效用为目标函数,得到一个摩擦市场上适用于“允许买空卖空或借贷”的证券投资组合的二次规划模型。姚海洋,李仲飞(2009)研究了含无风险资产且具有不同借贷利率时投资组合选择的效用最大化模型,利用均值-VaR 模型有效边界的性质,得到了一般效用函数下最大效用存在的条件及最优解特征。李腊生等(2011)基于均值-一方差模型,讨论了不同风险偏好投资者投资组合选择最优解,剖析了风险规避、中性、追求型三类投资者的投资组合选择行为。④新投资准则的建立。Roy(1952)研究了安全首要准则(safety first)的最优投资组合选择问题,与均值-一方差模型思路不同,安全首要准则是在给定“灾险水平”这一事件的概率而极小化收益。Konno 和 Suzuki (1995)给出均值-一方差-偏度投资组合选择模型,研究了收益分布不对称时,相同均值和方差在偏度不同状况下投资组合收益的大小。Yu 和 Wang(2006)用神经网络方法解决了均值-一方差-偏度投资组合的求解问题。Young (1998)构建了基于组合收益最小顺序统计量作为风险度量的极小极大(min-imax)投资原则的投资组合模型。León(2002), Wang 和 Zhu(2002)建立了基于资产收益具有模糊性的模糊投资组合选择模型。Ammar 和 Khalifa(2003)通过凸规划的方法讨论了模糊投资组合选择模型。Deng 等(2005)基于投资者考虑最坏情形下寻找最优投资策略的投资组合选择模型,并得到了存在无风险资产条件下的最优投资策略和资产定价模型。

从国内外的研究可以看出,均值-一方差模型改进工作的发展脉络。即在关注均值-一方差模型求解问题的同时,逐渐认识到方差作为风险度量指标的缺陷,于是寻求改进风险度量方法逐渐成为均值-一方差模型改进研究的主流。Markowitz 等学者先后使用了半方差、绝对偏差、下偏矩等代替方差作为风险度量指标,虽然对方差测度风险的缺陷进行了一些改善,但是这类波动类风险

测度指标还是间接地而不是直接地测度人们对风险的感受。而放宽均值一方差模型的假设条件,考虑有摩擦情况下、多因素情况下投资组合问题或增加其他约束条件下的投资决策问题方面的改进都没有突破均值一方差二元分析框架。新投资准则从不同角度解决了不确定性投资选择问题,但是没有形成统一的具有一定普适性的分析框架,故这些模型在实际投资选择中没有得到广泛的使用。同时由于非正态性假设下 VaR 计算的复杂性,关于均值-VaR 模型,目前的研究仅停留在正态假设下的投资组合选择问题,而大量的实证结果却表明,现实收益率的分布是非正态的。

(2) 投资选择的期望效用理论研究综述

期望效用理论(expected utility theory, EU)由 Von Neumann and Morgenstern(1947)等人,继承 18 世纪数学家 Bernoulli 对“圣彼得堡悖论”(St Petersburg paradox)的解答,经严格的公理化阐述而形成。期望效用理论是研究在风险和不确定条件下进行合理选择的理论基础。后来,Arrow 和 Debreu 将其吸收进瓦尔拉斯均衡的框架中,成为处理不确定性选择问题的分析范式,进而构筑起现代微观经济学,并由此展开的包括宏观、金融、计量等在内的宏伟而优美的理论大厦。

期望效用理论通过引入投资者关于风险和收益、消费和投资的偏好结构,构造了投资者的效用函数,准确地反映了投资者对收益和损失的态度,系统地揭示了偏好结构对资产组合选择的影响。这些都是 Markowitz 均值一方差分析在理论分析上所无法比拟的。但由于投资者推导效用函数需要很高的计算成本,且期望效用分析只能针对特定投资者的偏好结构提供最优的资产组合,这就造成了现实操作上的困难。随着实验心理学的发展,期望效用理论在实验经济学的一系列选择实验中受到了一些“悖论”的挑战,如同结果效应、同比率效应、反射效应、概率性保险、孤立效应、偏好反转等。随后大量学者对期望效用理论进行了改进与发展,其主要集中在两个方面:一是对期望效用中权重的研究。在 EU 理论的基础上,Savage(1954)提出主观期望效用(subjectively expected utility, SEU)最大化理论,即决策备选方案的选择遵循主观效用函数最大化原则。然而 Daniel Ellsberg(1961)在一篇论文中通过两个例子向主观期望效用理论提出了挑战。Kahneman(1978)提出了主观权重效用(subjectively weighted utility, SWU)的概念,用选择主体主观的权重替代线性概率,就可以解释 Allais 问题和共同比率效应。再后来 Kahneman 和 Tversky(1979)提出了著名的“前景理论”(prospect theory, PT),作为风险选择的描述性模型,“前景理论”是对 EU 的批判,其核心是通过价值函数和决策权重函数的选择,解释

EU 无法解释的金融异象,是对 SWU 的进一步发展。二是扩展性效用函数 (generalized utility model) 的研究。针对同结果效应和同比率效应等,放松期望效用函数的线性特征,将用概率三角形表示的期望效用函数线性特征的无差异曲线,扩展成体现局部线性近似的扇形展开。Loomes 和 Sudgen(1982)所提出的“后悔模型”引入了一种后悔函数(解释共同比率效应和偏好的非传递性),将效用奠定在个体对过去“不选择”结果的心理体验上,对期望效用函数进行了改写(仍然保持了线性特征)。Kurz(1968)首次将财富偏好引入效用函数,不过他的具体做法是将资本存量引入效用函数。Abel(1990)率先将习惯因素引入消费资产定价模型,以解释“股权溢价之谜”、“无风险利率之谜”,并说明行为人为非理性特征,但他考虑的情况仅限于习惯是内部形成的。Hansen 和 Jagannathan(1991)利用生命周期效用函数研究资本资产定价模型。Epstein 和 Zin(1989,1991)提出的非期望递归效用模型,首次打破消费资产定价模型及其改进模型中的效用函数中两种风险偏好的不合理的数学关联(效用函数中的风险规避因子既表示截面风险又表示了时序风险偏好)。Campbell 和 Cochrane(1999)将模型扩展到外部习惯。Barberis(2000)等研究了期末财富期望效用幂效用投资者的资产组合选择问题。Shefrin 和 Statman 利用 Cobb-Douglas 函数提出了代表投资者既想避免贫困,又希望变得富有的愿望的两心理账户模型。Munk 等(2003)利用生命周期效用函数研究了积累消费效用和期末财富期望效用最大化投资者的最优消费和资产组合选择问题。Chacko 和 Viceira(2003)利用 Epstein-Zin 效用函数,研究了投资者的最优消费和资产组合选择。

从上述文献回顾中可以看到,对期望效用理论的改进工作大多数是从其两个决定要素分别展开的,并且每一次的改进只是针对某一因素或解释某类特定经济现象,是对效用函数选择主体的情绪与行为因素的重视,说明人们逐渐意识到人的因素对于选择过程的影响。

(3) 投资选择的行为金融学研究综述

随着实验与实证研究的深入,金融学者们借鉴心理学、社会学等学科相关研究成果,放松理性人的假设,尝试从投资者的实际心理和行为出发,建立新的模型来解释金融异象,从而诞生了行为金融学 (behavioral finance)。行为金融理论借鉴了 Simon(1978)的“有限理性”假设,对主流金融学提出了严峻的挑战。在行为金融学家看来,经济学中“理性”概念的含义太过于理想化,理性人应该是有理性愿望而没有完全理性能力的人。股票市场中的投资者实际上并不符合传统主流金融学的理性人假设,在面临不确定条件下进行投资选择时,他们会表现出明显的心理偏差,如后悔 (regret)、损失回避 (loss aversion)、过度

自信(overconfidence)、非贝叶斯法则的预期以及框架效应等,这些心理偏差不是随机的,表现在其投资行为上,会呈现出明显的“羊群效应”(herding effect)特征。同时,所谓的“市场选择”也不是绝对的,非理性交易者是在市场中长期生存的,DeLong, Shleifer, Summers 和 Waldmann(1990)在其论文中证明了非理性交易者的生存机制。

行为金融学的兴起是对传统主流金融学的挑战。它较为系统地解释了众多市场异常行为,突破了传统主流金融理论的窠臼,在心理学、行为学研究成果的基础上从投资者的投资实际选择心理出发,重新审视主宰金融市场的人的因素对市场的影响,着重研究投资者的行为选择过程和以此为基础的市场选择。行为金融学使人们对投资者行为的研究由“应该怎么做选择”转变到“实际是怎样做选择”,它揭示了投资者心理因素在选择行为及市场定价中的作用和地位,从而使研究更接近于实际。

1.1.2 中国股票市场的现状

中国股票市场的产生是中国渐进式改革路径的必然产物。1981年9月国内首家股份有限公司——北京天桥股份有限公司成立。1984年11月,上海飞乐音响公司改制为股份有限公司,成为中国第一家向公众公开发行股票的公司。1990年12月19日,上海证券交易所正式开业。1991年7月3日,深圳证券交易所诞生,两个交易所的成立拉开了新中国金融市场发展的序幕。此后在短短的二十余年里,中国股票市场经历了一个从无到有,从小到大,从试点到逐步规范、积极稳妥发展的曲折历程,截至2010年底,在中国沪、深两个证券交易所上市的公司总数达到了2063家,境内上市外资股(B股)达到了108家,境外上市公司数(H股)达到了165家,融资的开放度也提高了不少。同期中国股票市场的总发行股本达到33184.35亿股,其中流通股本达到了25642.03亿股,约占77.27%。两市股票市价总值达到了256422.59亿元,其中流通市值达到了193110.41亿元,约占75.31%,沪、深两个证券交易所开户投资者总数达到了18858.28万户。2010年两市股票成交量达到了42151.98亿股,成交金额为545633.54亿元。

作为一个兼具新兴和转轨双重特征的资本市场,中国股票市场具有典型的非有效和非理性特征,大量与公司基本面无关的信息主导着市场。许多研究者通过大量的实证分析证明中国股票市场投资者普遍存在着“代表性偏差”、“羊群效应”与“追涨杀跌”等现象;除了投资者行为存在偏差之外,上市公司、中介机构甚至于政府的行为也都不同程度地存在着非理性的偏差,它们都会对投资

者行为结果产生重要的影响;此外,中国股票市场还具有显著的股价平均化和波动趋同化的特征。这些现象说明,在中国股票市场中,与基本面无关的噪声泛滥、噪声交易主导市场,其结果导致市场定价不合理,价格波动模式扭曲。同时,由于动量收益随着持有期的延长而衰退,导致整个市场的投资行为短期化。无论是上海证券市场还是深圳证券交易所每年换手率基本都在 200% 以上,多数年份的换手率都在 400% 以上,其中 2007 年,上海和深圳证券交易所的换手率都超过了 900%,流动性居全球证券市场之首。这说明中国股票市场投资者多数年份对一只流通股的平均持有期只有 50 天左右。如果像许多经济学家指出的那样,美国股票市场 77% 的换手率已蕴含了相当比例的“非理性交易者”的话,那么中国股票市场就更是一个非理性交易者主导的市场了(贾男,2007)。

本书选择中国股票市场作为研究对象,主要出于以下三方面的原因:一方面,中国股票市场和世界上其他新兴市场一样,价格波动剧烈、少数人控制市场、内幕交易、内部人控制与关联交易等市场不规范现象俯拾皆是,信息很难能完全包含在股票价格之中,行为金融学的发展与不断成熟为分析和研究中国股票市场与投资者行为提供了全新的视角与工具。第二方面,高度的投机性和由此所引起的价格风险破坏了资源的合理配置,导致了中国股票市场的有效性程度低,在市场高速发展的同时,许多隐性的市场风险不断积聚,这些风险将随着市场的成熟和开放而逐渐显现出来。投资者作为股票市场的直接参与者和证券产品的消费者,其行为对市场的影响是巨大的,深入研究中国股票市场的投资者行为偏差和制度约束,寻求股票市场发展的矛盾根源,对于我们深刻认识股票市场的功能定位和运作机制,防范金融风险 and 金融危机,推动股票市场的发展和完善,具有重大的理论和实践意义。第三方面,党十七大提出“创造条件让更多群众拥有财产性收入”,开启居民财富增长新格局。“十二五”规划强调要“创造条件增加居民财产性收入”,要“逐步提高居民收入在国民收入分配中的比重”。股票市场作为实现居民拥有和增加财产性收入的重要途径,如何使其成为现实,则是一个需要专门研究的重大课题。面对 2007 年下半年以来中国股票市场持续低迷的现实,2012 年 1 月的全国金融工作会议上,温家宝总理说出了“提振股市信心”的号召。如何落实这一号召,则又是我们所面临的全新课题。

1.2 研究的理论意义与现实意义

本书试图通过对中国股票市场运行特征的全面考察,揭示中国股票市场投