

行为金融学 与中小板市场：

理论、影响与实践

钟 晨 / 著

Behavioral Finance and SME-Board:
Theory, Impact and Practice



科学出版社

本书受四川师范大学学术著作出版基金资助

行为金融学与中小板市场： 理论、影响与实践

钟 晨 著

科学出版社

北 京

内 容 简 介

现代金融理论是建立在理性人假设和有效市场假说理论基础之上的,研究范式承接经济学关于决策者“完全理性”的前提假设。现代金融学理论框架具有明显的时代特色,将行为人的决策过程视为“黑箱”,因此对当今资本市场的各种金融异象不具备良好的解释能力,无法对金融资产的价格变化做出有效的预测。本书将行为金融学的“异质信念”理论与我国资本市场的现实情况进行了很好的结合,展示了投资者决策过程对资本市场的具体影响,对投资者异质信念产生的心理学基础进行了阐释,用若干心理学实验证明了异质信念具有普遍存在性。此外,本书以我国中小板市场为例,采用理论分析、文献综述、数学模型推导与实证研究等多种方法,深入、全面地研究了异质信念对中小板市场的理论影响与现实影响。

本书可作为金融学及相关专业的科研人员 and 高等院校教学的参考用书。

图书在版编目(CIP)数据

行为金融学与中小板市场:理论、影响与实践 / 钟晨著. — 北京:科学出版社, 2017.12

ISBN 978-7-03-054923-5

I. ①行… II. ①钟… III. ①金融学-研究 IV. ①F830

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2017) 第 252650 号

责任编辑:莫永国 / 责任校对:武雯雯

封面设计:墨创文化 / 责任印制:罗 科

科学出版社出版

北京东黄城根北街16号

邮政编码:100717

<http://www.sciencep.com>

成都锦瑞印刷有限责任公司印刷

科学出版社发行 各地新华书店经销

*

2018年8月第一版 开本:787×1092 1/16

2018年8月第一次印刷 印张:9 1/4

字数:260千字

定价:69.00元

(如有印装质量问题,我社负责调换)



序

股票市场是市场经济的“晴雨表”，是我国投资者投资和众多企业融资的重要渠道，对经济发展的作用尤为重要。我国证券业起步较晚，发展快速，极大地促进了我国经济的发展，对企业融资和改制起到了关键性的作用。为了推进证券市场的稳定性与规范性，近年来，我国多次完善和修订了证券市场的相关制度、规章，对规范和监督上市企业行为起到了重要的作用。我国股票市场波动较大，一方面是市场欠发达的内在特征，具有一定的合理性，另一方面也有很多难以解释的成分，变动不居超出了预期，这不禁引起人们的思考：到底是什么因素引发和推动了股票价格长期且系统性地偏离其“理性价值”？

最初人们试图用传统金融理论来解释金融市场的种种异象，但遭遇了不小的挫折。传统金融理论是建立在理性人假设和有效市场假说理论基础之上的，研究范式承接经济学关于决策者“完全理性”的前提假设。Ross 曾在 20 世纪 80 年代对传统金融理论的基本假定进行了三点总结：第一，投资者和其他决策者在不确定条件下的决策是理性的；第二，金融市场是完全竞争的；第三，金融市场是信息有效的，市场上各种资产价格充分反映了所有的信息。这些不现实的前提假设将行为人的决策过程视为“黑箱”，无法对金融异象进行合理的解释，也无法对金融资产的价格变化做出有效的预测。举例来说，传统的资本资产定价模型(CAPM)具有完美、结构简单和易于使用等优点，一度受到学者们的追捧。但越来越多的实证研究表明，CAPM 很难解释风险资产收益横截面的变化，原因在于市场有效性假说本身存在诸多重大的缺陷。

随着一次次金融危机的爆发，学术界和实务界越发意识到，危机的无征兆爆发与传统金融理论模型构建的基础理论存在缺陷密切相关，而现实社会中行为人的决策很难做到完全理性，对行为人“到底如何进行决策”之类问题的研究有助于避免对经济形势的预测出现严重的偏误。在此背景下，20 世纪 70 年代开始，部分经济学家首次在研究行为人决策过程中加入心理学因素，并于 20 世纪 80 年代中期逐渐兴起行为金融理论。行为金融学从行为人真实的心理过程出发，能够准确审视影响资本市场发展和资产价格变化的各类因素，从而能够解释金融异象和较准确地预测市场波动，因此相较于传统金融学理论而言具有更强的现实指导意义。例如，行为金融学强调人是有限理性的，人在决策制定过程中并不遵循“同质信念”，而是各行其是，产生了“异质信念”。所谓异质信念，指市场中不同投资者在对其持有相同期限条件下，对相同股票未来的条件期望收益率的预测存在差异。简单来说，就是人的思维过程差异导致了投资心理偏差，最终使得投资决策彼此不同，由此对股票市场造成的影响也彼此不同。“异质信念”的提出使得对金融市场的研究重点从风险资产的定价机制转移到人在面临不确定性条件下的风险投资决策过程，具有明显的先进性和合理性。

我国证券业起步晚，相关研究相对薄弱，行为人的各类数据尚不完善，这使得国外一

些成熟的资本市场理论用到我国证券市场时面临一系列难题，因此需要从实际出发，运用行为金融学的理论框架开展研究。在此情形下，钟晨博士出版的这本《行为金融学与中小板市场：理论、影响与实践》专著将投资者异质信念与股票市场的现实情况进行了结合，对行为金融学 and 传统金融学理论进行了详细的对比，结合马克思经济学中对股票本质的描述，对投资者异质信念产生的心理学基础，对投资者的影响方式及其对股票异象的影响机制等问题进行了阐释。钟晨博士以我国中小板市场为例，采用理论分析、文献综述、数学模型推导与实证研究等多种方法，深入、全面地研究了异质机构投资者信念对中小板市场的理论影响与现实影响。该类研究在现有行为金融学研究类著作中并不多见，是对异质信念理论的系统性梳理和行为金融学在现实社会中发挥作用进行的一次积极尝试。

纵观全书，主要尝试做了以下的探索：第一，反思了现代金融理论非现实的前提假设，阐释了行为金融学崛起的历程及其对传统资产定价模型进行修正的示例；第二，基于行为金融学 and 传统金融学理论的详细对比，对投资者异质信念产生的心理学基础进行了阐释，用若干心理学实验证明了异质信念具有普遍存在性，提出了异质信念产生的心理学基础；第三，研究了投资者异质信念对中小板具有理论影响，体现为其对单位证券内在价值具有的直接影响，以及可以改变投资者对股息收入的合理预期；最后，在马克思经济学指导下，投资者异质信念对中小上市企业成长能力具有现实影响，说明可以影响投资者预期，最终使股价偏离其理性合理的市场价格。通过阅读本书，读者能够发现行为金融学理论更符合当代市场经济和社会发展的原因，了解股票的本质定义与市场价格发生波动的根本原因，从而了解影响我国资本市场政策运行秩序的非理性因素，了解我国中小板市场受到投资者异质信念影响的动力机制。

鉴于我国资本市场和金融体系建设正处于改革转型关键时期，还需进一步加强对资本市场各类影响因素在理论与实践方面的调研、思考与探索，以推动行为金融学理论与马克思经典经济学观点在我国资本市场的实践中得到新的发展。衷心希望针对资本市场交易各方金融行为的研究成果能为下一阶段我国金融体系的深化改革提供一些新的思考与启示。



中国金融四十人论坛成员、西南财经大学金融学院博士生导师

2017年7月于北京

前言

实体经济是强国之本、富民之基。习近平总书记在 2017 年中央经济工作会议上强调指出，我国经济是靠实体经济起家的，也要靠实体经济走向未来。实体经济是金融生长的土壤，经济兴则金融兴，经济强则金融强，二者互利共赢、兴衰与共。金融的要义是要服务实体经济，如果金融业不能保持健康发展，实体经济的稳健发展就会受到影响。近年来，面临国际经济局势呈现的愈发复杂多变的新局面，未来我国金融体系更需要严防金融风险，特别是要确保不发生系统性金融风险，以稳妥地推进金融体制改革和金融市场的健康发展。因此，促使金融更好地为实体经济服务的关键在于防范金融风险。

资本市场在当今社会背景下所呈现出的最突出的特征是股票价格的异常波动，体现为股价长期性、系统性偏离其理论价值或合理的市场价格，该现象在学术界又被称为“股票价格异象”，简称“股价异象”。研究证实，不断累积的股价异象最终会导致和加剧金融危机的爆发与蔓延，因此对实体经济发展的负面影响不容小觑。强调“投资者理性”与“市场有效性”的传统金融理论不能对股价异象进行有效的和令人满意的解释，原因在于传统金融理论以投资者理性且具有同质信念为前提假设，这种非现实的假设无法反映市场参与者真实的决策过程，无法对股价未来出现异常波动做出有效预测，故而逐渐失去了实用性。行为金融理论则采用了更符合现实的前提假设，从投资者主体行为与行为背后的心理因素角度出发，能够对金融市场异象做出充分合理的解释，有效弥补和完善了传统金融理论体系的不足。

按照行为金融理论，投资者的行为往往导致市场无效的主要原因在于其持有“异质信念”。投资者的异质信念指的是，在同一持有期限内、不同投资者对金融资产未来收益的估计具有差异性。差异性 is 资本市场存在活力的关键，是市场参与者愿意进行投资活动的前提条件。而投资活动中正常的差异性使得股价在合理区间内涨跌，也不会影响投资者对证券价值进行评估的准确性与一致性。因此，按照行为金融理论的观点，股价异象与市场投资者的行为密切相关，尤其是在该投资者的行为对市场具有较大影响力的情况下。当今的资本市场上，机构投资者种类日益多样化，不同类型的机构投资者通称为“异质机构投资者”，其市场行为主要有投资行为与参与投资对象公司治理的行为。近年来，我国机构投资者发展迅速，投资金额较高，因此相较于散户而言，异质机构投资者对股票价格的波动存在更大的影响。

已有文献从多个角度对异质机构投资者在市场中发挥的作用进行了研究，基本结论是：异质机构投资者是资本市场持续发展的主要动力之一，其市场行为会对资本市场的有效运行产生较强的影响。但关于异质机构投资者行为对股价异象的具体影响机制的研究成果并不常见；现有文献也不乏对资本市场异象出现的原因进行解释的研究成果，但鲜有基于现代金融理论、行为金融理论与马克思经济学等不同理论视角，以实证方式来

研究异质机构投资者的行为影响股价异象的研究内容,本书认为这是行为金融理论发展、马克思主义中国化理论的应用以及了解影响股票理论价值定价机制的真实因素方面较为重大的缺失。

本书认为,异质机构投资者影响股价异象的作用机制可以描述为:“持有异质信念→股票理论价值或合理的股票市场价格→投资行为非理性”,即异质机构投资者由于持有比散户更显著和更具影响力的异质信念而对股票理论价值或合理的股票市场价格存在影响。鉴于市场上的投资者会依据对股票理论价值的评估来进行投资决策,因此受影响的股票理论价值势必影响人们做出理性的投资行为,最终导致股价异象。

本书经过理论推导与实证检验,得出的结论主要有

(1)我国中小板在近10年内交替存在明显的“动量效应”与“反转效应”,说明中小板市场上存在股价异象,因此对影响股价异象的因素开展相关研究具有必要性和紧迫性。

(2)基于行为金融理论的观点,投资者的市场行为会受到心理偏差的影响,导致他们的选择并非总是理性的。本书将行为金融理论中所讨论到的几种常见的心理偏差划分为三大类,并指出由于异质机构投资者在投资活动与参与公司治理活动时不可避免地会受到心理偏差的影响,故异质机构投资者持有异质信念具有一定的必然性。本书作者进一步将异质信念划分为两类,一类是理性投资者与非理性投资者之间的异质信念,另一类是非理性投资者内部分化造成的异质信念。

(3)基于现代金融理论与行为金融理论的观点,通过建议一般均衡模型和对均衡解的推导,得出异质机构投资者在投资活动中所持有的异质信念与股票理论价值的关系为

$$v(x_t) = \frac{\delta' P_R(x_t)}{g(x_t)}$$

其中, $v(x_t)$ 为股票理论价值; δ' 为折旧率; $g(x_t)$ 为累计消费增长率; $P_R(x_t)$ 为不同投资者按财富值加权的概率函数,代表异质机构投资者的异质信念。

由于 δ' 与 $g(x_t)$ 都是外生变量,均衡解说明了异质信念与股票理论价值之间存在比例关系,比例为

$$\frac{\delta'}{g(x_t)}$$

由此可知,在现代金融理论分析框架下,由于股票理论价值受到异质信念的影响,价格围绕价值波动,因此可能导致股价波动异常。

(4)基于马克思经济学的观点,股票是虚拟资产的一种,其价格实际取决于未来能带来多少收益,是一种未来收入的资本化形式的表现。影响投资者对股票收入预期的因素众多,因此投资者的预测并不具备一致性与稳定性。非理性的预测导致非理性的投资决策,而非理性的投资决策的累计最终导致股价异象。因此,理论上讲,异质机构投资者的行为可能改变人们对股票收入的预期,从而会对股价异象产生影响。

(5)异质机构投资者能够参与投资对象的公司治理活动,其与企业成长能力高度有关,而企业成长能力会影响投资者对股票未来收入的预测。本书实证研究发现,异质机构投资者对中小上市企业成长能力的影响存在明显差异,则其他投资者对股票合理价格的预期偏

离理性的可能性增大。因此,从实践上讲,异质机构投资者参与公司治理的行为也会对股价异象造成影响。

本书可能的创新点有以下三点。

(1) 研究视角具有创新性。本书的研究结果弥补了行为金融学异质信念相关理论和马克思主义中国化理论应用方面的一些空白,研究视角具有创新性。

(2) 学术思想具有创新性。本书在分析异质信念对股票价值的影响时,借用新古典理论的研究范式,在一般均衡框架下对包含异质信念的预期效用模型进行了推导,并求出了均衡解。建模和求解的过程体现了学术思想的创新性。此外,第7章结合马克思主义经济学对股票本质的定义和异质机构投资者参与公司治理所造成的各类影响的前期研究成果与理论,通过实证研究,在现实层面找到了异质机构投资者影响股价异象的依据。这类学术思想是马克思理论中国化的一种具体应用,在同类研究中尚属首次。

(3) 研究手段具有创新性。本书在研究异质信念对股价异象的理论影响时,将异质信念划分为两类:第一类是非理性投资者与理性投资者之间的异质信念;第二类是非理性投资者内部的异质信念。这种分类在行为金融理论相关研究中尚属首次;此外,研究异质机构投资者持有异质信念对中小上市企业成长能力的影响时,借鉴前期研究成果,以被投资对象的换手率为依据,将异质机构投资者划分为长期信念者与短期信念者,将中小上市企业的成长能力划分为现有成长水平、成长持续力和成长潜力三个维度,并在实证过程中将中小企业是否含有国有成分进行了划分。实证研究的设计与开展体现了研究手段的创新性。

因此,为了避免股价异象太过频繁,需要适度规范和指引异质机构投资者的投资和参与企业公司治理的行为;需要提升股票市场信息流通效率,减小异质机构投资者的异质信念分化程度,使其向其他投资者传递有效的信号;还需进一步提升全体投资者的理性投资素养,使其更加关注股票的真实理论价值而非仅仅关注股票的交易价格。

综上所述,本书的研究成果有利于进一步认识马克思所提出的股票的本质是虚拟资本,所以更容易发生价格偏离其价值波动的重要理论思想,有利于提高中小板市场运行的有效性,还有利于认清异质机构投资者对中小上市企业股价异象在理论与现实层面的影响机制,进而为防范我国金融市场出现系统性金融风险提供新的监管方向与思路。本书作者相信,通过这些措施与努力,能够促进和完善金融市场的健康发展,规范资本市场各方参与者的行为,及时预防金融危机的出现,最终逐步实现习近平总书记提出的要在新时代背景下切实发挥金融市场有效支持实体经济发展的根本目标。

钟晨

2017年8月于西南财经大学金融学院

目 录

第1章 导论	1
1.1 引言	1
1.2 研究意义	5
1.2.1 理论意义	5
1.2.2 实践意义	6
1.3 研究内容与逻辑框架	6
1.4 研究方法	9
1.5 主要结论	10
1.6 创新点	11
第2章 相关理论与文献综述	13
2.1 有效市场假说理论的研究	13
2.1.1 有效市场假说理论的起源与演变	13
2.1.2 有效市场假说理论的暗示	14
2.2 金融市场异象的研究	16
2.2.1 股票溢价之谜	16
2.2.2 红利预测之谜	16
2.2.3 日历效应	17
2.2.4 动量效应与反转效应	17
2.2.5 规模效应	18
2.2.6 账面市值比效应	18
2.3 股价异象对有效市场假说理论的挑战	19
2.3.1 理论挑战	19
2.3.2 实证挑战	20
2.3.3 检验挑战	21
2.4 行为金融理论的研究	21
2.4.1 行为金融理论的发展历程	21
2.4.2 行为金融理论的贡献	24
2.5 异质信念理论的研究	28
2.5.1 哲学与社会学中的异质信念	28
2.5.2 行为金融理论中的异质信念	30
2.5.3 异质信念与资本市场关系的讨论	30
2.6 异质机构投资者的研究	31

2.6.1 异质机构投资者的分类依据	31
2.6.2 机构投资者与企业成长能力的关系	31
2.7 现有文献评析	33
2.8 本章小结	34
第3章 中小上市企业与经济发展的关系	35
3.1 问题的提出	35
3.2 研究背景	36
3.3 研究假设	36
3.4 研究设计	36
3.4.1 样本与数据来源	36
3.4.2 模型设计与变量说明	36
3.5 实证结果与分析	37
3.5.1 描述性统计	37
3.5.2 实证结果	38
3.5.3 实证结果分析	38
3.6 本章小结	39
第4章 中小板市场股价异象的存在性	40
4.1 问题的提出	40
4.2 研究背景	41
4.2.1 动量效应与反转效应的存在性	41
4.2.2 动量效应与反转效应产生的原因	41
4.3 研究假设	42
4.4 研究设计	42
4.4.1 样本与数据来源	42
4.4.2 模型设计与变量说明	43
4.5 实证结果与分析	44
4.5.1 实证结果	44
4.5.2 实证结果分析	45
4.5.3 稳健性检验结果与分析	46
4.5.4 实证研究小结	47
4.6 本章小结	48
第5章 异质机构投资者影响股价异象的理论依据	49
5.1 基于马克思经济学的视角	49
5.1.1 货币的初步虚拟化	49
5.1.2 信用制度与生息资本	50
5.1.3 价值规律与股票价格波动	50
5.1.4 评价	51
5.2 基于公司治理理论的视角	52

5.2.1 委托代理理论	52
5.2.2 信号传递理论	52
5.2.3 评价	53
5.3 基于传统金融理论的视角	53
5.3.1 预期效用理论	53
5.3.2 预期效用理论的严格公理化假设	55
5.3.3 预期效用理论的局限性	56
5.3.4 评价	57
5.4 基于行为金融理论的视角	57
5.4.1 加权预期效用理论	58
5.4.2 次序依赖预期效用理论	59
5.4.3 评价	61
5.5 本章小结	61
第6章 异质机构投资者对股价异象的影响：理论推导	63
6.1 异质信念产生的根源	64
6.1.1 个体信念形成中的偏差	64
6.1.2 个体选择偏好的偏差	70
6.1.3 群体决策的偏差：从众行为或羊群效应	73
6.2 代表性启发与非理性行为	74
6.2.1 概率基本定理	74
6.2.2 代表性启发的存在性实验	75
6.2.3 代表性启发对基本概率定理的违背	77
6.3 第一类异质信念的存在性实验	78
6.3.1 Grether 实验	78
6.3.2 Grether 实验结果的推论	81
6.3.3 小结	82
6.4 第二类异质信念的存在性实验	82
6.4.1 GPA 预测实验	82
6.4.2 De Bondt 实验	83
6.4.3 小结	85
6.5 异质机构投资者对股价异象的影响：基于行为金融理论	85
6.5.1 第一类异质信念与股价异象	86
6.5.2 第二类异质信念与股价异象	90
6.6 异质机构投资者对股价异象的影响：基于马克思经济学	94
6.7 本章小结	95
第7章 异质机构投资者对股价异象的影响：实证检验	97
7.1 问题的提出	97
7.2 研究背景	98

7.2.1 我国机构投资者的发展	98
7.2.2 异质机构投资者的分类依据	99
7.3 研究假设	100
7.4 研究设计	101
7.4.1 样本与数据来源	101
7.4.2 模型设计与变量说明	101
7.5 实证结果与分析	103
7.5.1 描述性统计	103
7.5.2 实证结果	104
7.5.3 实证结果分析	106
7.5.4 稳健性检验结果与分析	108
7.5.5 小结	111
7.6 本章小结	111
第8章 结论、政策建议及展望	113
8.1 研究结论	113
8.2 政策建议	114
8.3 研究不足与后续研究展望	116
参考文献	117
附录	127
后记	132

第1章 导论

1.1 引言

实体经济是强国之本、富民之基。习近平总书记在 2017 年中央经济工作会议上强调指出,我国经济是靠实体经济起家的,也要靠实体经济走向未来。实体经济是金融生长的土壤,经济兴则金融兴,经济强则金融强,二者互利共赢、兴衰与共。金融的要义就是服务实体经济,如果实体经济不能保持健康发展,金融业的稳健发展就会失去根基。同时,面临国际经济局势呈现出越发复杂多变的新局面,未来我国要严防金融风险,确保不发生系统性金融风险,稳妥推进金融体制改革。

促使金融更好地为经济服务的关键在于防范金融危机,而金融危机是股票价格长期异常波动的集中爆发。有效市场假说是传统金融理论的根基,该假说认为,资产价格能够提供正确的信号,市场参与者全都是理性的,因此会根据这些正确的信号做出理性投资行为(Harry, 1959; Osbome, 1959; Cootner, 1962; Granger et al., 1963; Steiger, 1964; Samuelson, 1965; Mandelbrot, 1966; Fama, 1991, 1970, 1965; Grossman, 1976; Shleifer, 1986; Malkiel, 2003)。此时股票价格是所有可获取信息的充分反映,股价波动不会出现任何异常(Fama, 1970)。

然而在股票市场上常常可以观察到存在诸如“股票溢价之谜”(Mehra et al., 1986; 王晋斌, 2004; 宿成建等, 2006)、“红利预测之谜”(Shiller, 1981)、“动量效应”(Levy, 1967; Foerster et al., 1997; Rouwenhorst, 1999; Chui et al., 2000)、“反转效应”(Thaler, 1985)、“规模效应”(Banz, 1981; Fama et al., 1998; 汪炜等, 2002; 陈收等, 2002; 韦倩, 2014)、“账面市价比效应”(Stattman, 1980; Rosenberg et al., 2009; Fama et al., 1998; 陈信元等, 2001; 徐振华, 2011)、“日历效应”(Lakonishok et al., 1994; Rozeff et al., 2006)和“封闭式基金之谜”(DeLong, 2005)等股票价格长期偏离其理论价值而发生异常波动的现象,称之为“股价异象”。

随着近年来我国经济发展下行压力不断增大,金融市场面临来自国内外的不确定性风险因素日益增加,不断累积的异象最终会导致和加剧金融危机的爆发与蔓延,对实体经济发展的负面影响不容小觑,因此股价异象会对一国金融市场的短期稳定和长期发展造成深远的影响。股价异象的存在不仅使得金融市场的震荡加剧,也导致了资本市场投资者面临存在更多不确定风险的投资环境。在这些投资者中,机构投资者是十分重要的组成部分。20 世纪 80 年代以来,机构投资者在发达国家资本市场迅速发展壮大,日益成为资本市场的主导力量。在我国,市场监管部门多次强调要发挥机构投资者的作用,提出“超常规发展机构投资者”的目标,自此机构投资者持有 A 股市值占投资者持有总市值的比例年年攀升,形成了以证券投资基金为主体,多种类型机构投资者并存发展的格局。各类机构投

资者又称为“异质机构投资者”，它们相较于个人投资者而言，具备投资面广、投资金融大和积极参与企业公司治理的特点(李善民等，2011；杨合力等，2012；陈义华，2013；潘爱玲等，2013)。因此，金融市场股价异象的形成与发展是了解资本市场运行和及时发现金融危机的关键所在，机构投资者的市场行为对股价异象的影响机制是金融学理论与实践领域的重要研究课题之一。

越来越多的学者和实业界人士注意到传统金融理论对股价异象缺乏解释力，传统金融理论模型不会关心投资者的真实行为是否匹配模型给出的结果，其基本前提假设为投资者是理性的和市场是有效的，而现实中的投资者往往不具备丰富的投资经验与理性投资素养，导致其进行股票交易时不会“按规矩出牌”，投资行为难以被传统金融理论模型所描述和预测。因此，金融异象的存在对有效市场假说造成了不小的挑战(Ball, 1978; Watts, 1978; Cutler et al., 1990; Jegadeesh et al., 2001, 1993; 林树等，2006; Hong et al., 2007; 陆江川等，2012; 舒建平等，2012; 孟超，2013)。

学术界与实务界纷纷意识到，对金融市场运行和金融体系建设的相关研究需采用以“非理性人”为前提假设的新的理论框架作为指引。这个新的理论就是行为金融理论，它旨在了解投资者投资行为背后真实的决策过程。行为金融理论研究人的情绪、认知偏差、主观信念等是否影响了决策，是一门结合了金融学、心理学、行为学以及社会学等多学科的新兴理论(Kahneman et al., 1972, 1973, 1974, 1977, 1979, 1982, 1986, 1993; Thaler, 1993; Athanasoulis et al., 1997; Shleifer et al., 2000)。行为金融理论有如下一些基本观点：一是投资者是非理性的，是正常人，存在认知偏差；二是投资者不是同质的，由于个性、气质和特质的不同，其偏好和行为方式也不尽相同，因此对未来的估计也有所不同；三是投资者不是风险厌恶，而是损失厌恶的；四是投资者的风险态度不是一直保持不变的；五是市场是无效的，因为市场中交易的资产价格受到了投资者心理因素的影响。有学者评价认为，行为金融理论不仅是对传统金融理论的革命，也是对传统投资决策范式的挑战，它给金融领域的研究开创了一个新的局面。

特别地，区别于传统金融理论中市场参与者都是理性且具有“同质信念”的前提假设，行为金融理论提出投资者具有“异质信念”的关键理论。异质信念理论指出，不同投资者有自己独有的投资理念、动机与心理偏差，于是持有对股票市场未来发展判断上的不同主观概率分布，称为具有异质信念。在传统金融理论下，已有研究难以得出投资者对股价异象具有一致性影响的结论，或难以对股票理论价值形成机制做出解释，原因就在于传统金融理论忽略了投资者具有异质信念这一“客观事实”(Attig et al., 2012)。异质信念相关研究成果有效弥补了有效市场假说对股价异象解释的无力，修正了传统金融理论模型，对整个金融学理论的发展贡献巨大。

为了使研究具有较强的针对性和现实意义，本书选择中小板及其上市公司作为研究对象。选择中小板的原因一方面是因为在过去，中小企业由于规模较小，达不到在主板上市的条件，不能通过股权融资取得自身发展所需资金。为了解决中小企业融资难问题，2004年5月17日，经国务院批准，中国证监会批复同意，深圳证券交易所主板市场内设立中小企业板块，其宗旨是为具有成长性的和科技含量的中小企业提供直接融资的平台，自此许多中小企业可以通过股权融资获得自身发展所需现金，这极大地促进了宏观经

济的发展。2015 年,中小板上市交易的股票总股本达到 48.53939 亿股,比 2014 年增长 39.86%,占深交所总股本(主板、中小板和创业板三个板块之和)的 37.98%;中小板市价总值达到了 1039.50 亿元,同比上涨超过 1 倍(103.59%),占总市值的 44.03%;中小板市盈率平均达到 68.06,而主板只有 30.73。在股票集资金额方面,中小板也表现不俗,2015 年共集资 32.2836 亿元,同比上涨 90%,占总集资金额的 48.26%。因此,中小板是构筑我国多层次资本市场的一项重要举措,在金融体系与宏观经济运行中发挥着巨大的作用。另一方面,在当前我国经济发展下行压力较大的背景下,中小上市企业对宏观经济发展的推动作用日益凸显了出来。截至 2014 年底,我国的中小企业注册在案的已达千万户以上,中小企业的数量在所有企业中占比高达 98%以上,提供和创造了 80%左右的就业岗位。中小上市企业作为广大中小企业群体的代表,与我国宏观经济的发展水平密切相关,是金融市场的重要微观主体。

中小板自 2004 年成立以来,经历十多年的发展,逐渐成为我国金融市场的一个重要的组成部分。2008 年至 2015 年底,中小板的发展十分引人注目,其总成交金额、股票总成交量、股票市值和上市证券数目在这 8 年间的变化如图 1.1~图 1.4 所示^①。

从图 1.2~图 1.5 的数据可以看出,中小板的发展十分迅速,其健康发展高度关乎整个资本市场的运行状态,因此可以被视为典型代表。

与国外成熟的资本市场相比,我国资本市场带有鲜明的中国特色,目前仍具有“新兴加转轨”的基本特征,因此我国资本市场的稳定对宏观经济的可持续发展关系重大。有鉴于此,本书主要基于异质机构投资者的投资行为与参与公司治理行为,研究我国中小板市场出现的股价异象问题。本书研究指出,按照行为金融理论,由于持有异质信念,异质机构投资者的投资行为会对股票的理论价值产生影响;按照马克思经济学观点,异质机构投资者参与公司的治理行为会对人们预测股票合理的市场价格产生影响,且该影响在中小板市场上存在现实依据。

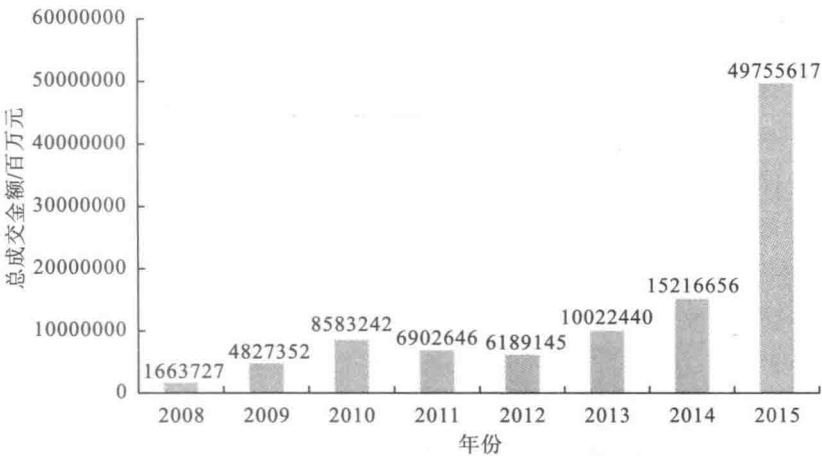


图 1.1 2008~2015 年深交所中小板总成交金额(年底数据)

^① 图表数据来自深圳证券交易所发布的《深圳证券交易所市场统计年鉴 2015》。<http://www.szse.cn/main/marketdata/wbw/marketstat/>

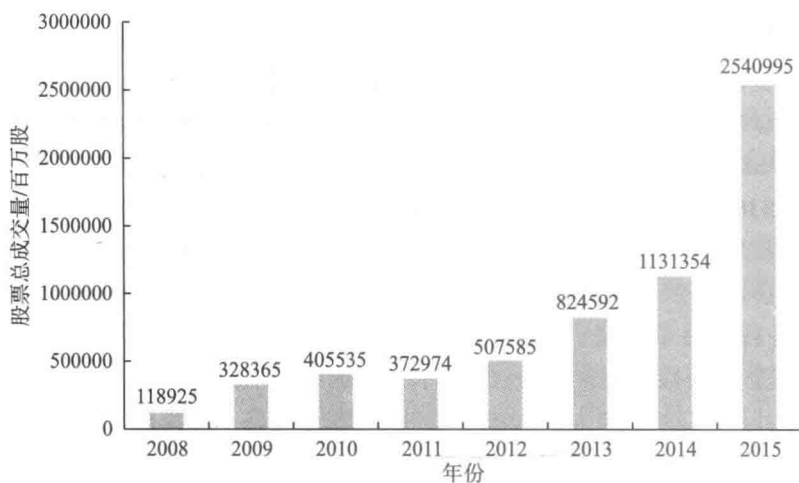


图 1.2 2008~2015 年深交所中小板股票总成交量(年底数据)

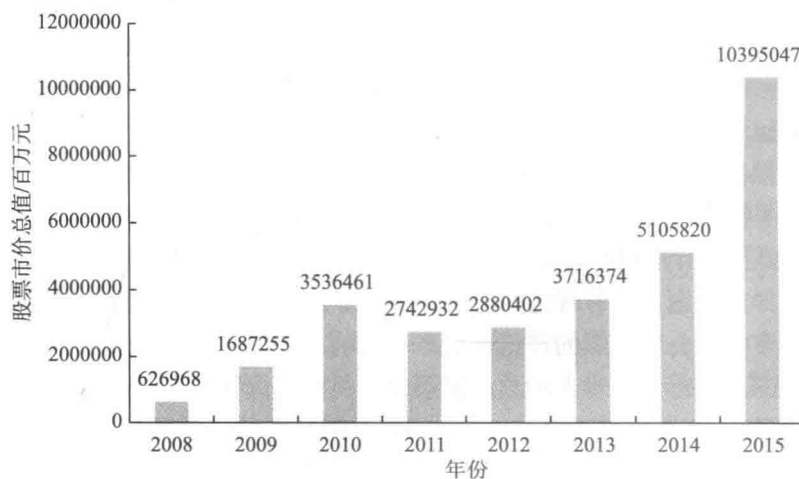


图 1.3 2008~2015 年深交所中小板股票总市值(年底数据)

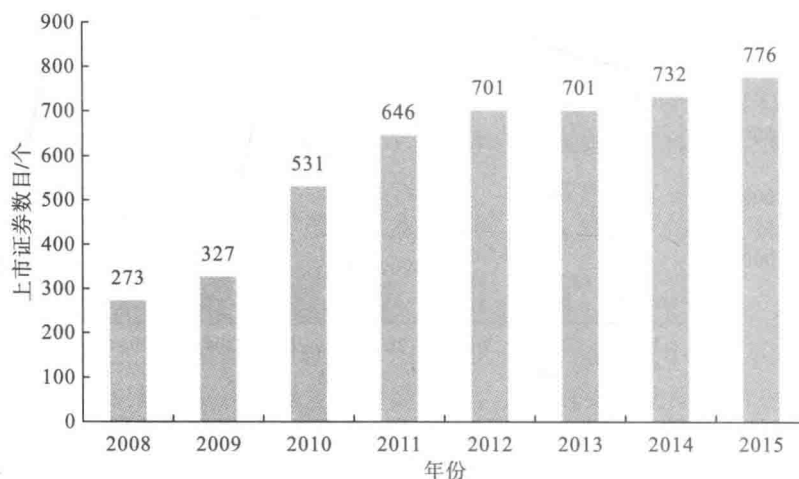


图 1.4 2008~2015 年深交所中小板上市证券总数(年底数据)

具体来说,按照行为金融理论,异质机构投资者在投资行为中持有异质信念具有一定的必然性。本书在将异质信念划分为“第一类异质信念”和“第二类异质信念”的基础上,通过数学模型的理论推导可以看出这两类异质信念均能影响股票的理论价值。具体的影响机制为第一类异质信念可以导致股票的均衡价值偏离其理性价值,而第二类异质信念在均衡解中直接与股票理论价值呈比例关系。当股票价值受到异质信念影响时,依照价格围绕价值波动,此时的股票价格波动可能会出现异象。但是,由于行为金融理论是采用新古典经济理论研究范式进行讨论的,因而没有揭示股票的本质特征,其理论推导的结论不具有现实依据。

按照马克思经济学观点,股票的本质是一种收入资产,其市场交易价格实际取决于未来能带来多少收益,是未来收入的资本化形式的表现。股票是“特殊商品”,并不真正具有一般均衡条件下的理论价值表达式。股票的市场价格并不是由它的现实价值决定,而是由它所代表的预期的未来收入决定。因此,马克思提出了合理的股票市场价格的公式,即

$$(\text{合理的})\text{股票市场价格} = \frac{\text{预期收入(即股息)}}{\text{银行利息率}}$$

因此,影响投资者对股票收入预期的因素会造成股票价格偏离其合理的市场价格,非理性预期会导致投资者的非理性投资决策,后者的不断累积最终导致市场异象。本书认为,由于股票未来产生的收入主要来自公司股利的发放,而股利发放政策与企业自身成长能力相关。异质机构投资者可以积极参与所投资对象的公司治理活动,所以可能会影响企业的成长能力,进而改变投资者对股票未来收入预期的一致性和有效性(陈培永, 2014)。实证结论说明在马克思经济学观点下,异质机构投资者对股价异象的理论影响存在现实依据。

1.2 研究意义

研究我国资本市场上不同投资者的异质信念,是行为金融理论对传统金融理论的补充与完善的重要途径之一,这对于我国尚未成熟的投资者群体和资本市场的健康发展尤为重要。因此,本书关于异质机构投资者对中小板股价异象的影响的研究具有理论意义与现实意义。

1.2.1 理论意义

(1)对异质投资者持有的异质信念的研究可以补充行为金融理论研究体系。行为金融理论的兴起,弥补了20世纪50年代开始诞生的传统金融理论的诸多缺陷。比如,传统金融理论的根基是“有效市场假说”,该理论假设行为主体都是理性人,他们具有同质信念,能够在交易中自动实现理性预期均衡的状态。传统金融理论无论是理论还是模型都假定了行为人有清晰的目标函数,可以即时解决最优化问题,做出一致的行为决策,而研究者只需要根据模型的结果去预测这个一致行为即可。但现实并不如此,市场参与者并不都是“理性人”,而是“正常人”,因此在进行决策时投资者会受到个体主观概率分布的影响。不同的投资决策对股价波动的影响方向也不同,最终资本市场上股票价格可能会长期且持久地偏离合理区间,股价异象甚至金融危机就会一再发生。

本书结合了行为金融理论与传统金融理论,将异质信念纳入一般均衡模型,对金融市