

徐州矿业图书馆基金资助出版

不确定性环境下 投资者行为偏差研究

——基于图书出版行业的数据分析

杨文超 孟庆华 著

中国矿业大学出版社

China University of Mining and Technology Press

术著作出版基金资助出版

不确定性环境下投资者行为偏差研究

——基于图书出版行业的数据分析

杨文超 孟庆华 著

中国矿业大学出版社

图书在版编目(CIP)数据

不确定性环境下投资者行为偏差研究:基于图书出版行业的数据分析 / 杨文超, 孟庆华著. —徐州:中国矿业大学出版社, 2016. 10

ISBN 978 - 7 - 5646 - 3264 - 9

I. ①不… II. ①杨… ②孟… III. ①投资行为—研究 IV. ①F830.59

中国版本图书馆 CIP 数据核字(2016)第 237506 号

书 名 不确定性环境下投资者行为偏差研究——基于图书出版行业的数据分析

著 者 杨文超 孟庆华

责任编辑 仓小金 何晓惠

出版发行 中国矿业大学出版社有限责任公司

(江苏省徐州市解放南路 邮编 221008)

营销热线 (0516)83885307 83884995

出版服务 (0516)83885767 83884920

网 址 <http://www.cumtp.com> **E-mail:** cumtpvip@cumtp.com

印 刷 江苏徐州新华印刷厂

开 本 787×960 1/16 **印张** 14.25 **字数** 276 千字

版次印次 2016 年 10 月第 1 版 2016 年 10 月第 1 次印刷

定 价 26.00 元

(图书出现印装质量问题,本社负责调换)

前 言

目前,国外的行为偏差研究主要着眼于对西方的股市投资者行为研究,而我国的行为偏差研究则仅停留在用国外理论对中国股市的实证检验及对行为金融理论进行推介的层面上,因此有必要针对中国股市的具体特点,综合运用行为金融学和信息经济学、博弈论等理论对我国股市投资者的行为偏差进行系统研究。同时,要针对中国股市新兴转轨的具体特点,力图将行为金融理论、博弈论、信息经济学有机结合起来,从不同的视角对我国股票市场上个体投资者的行为偏差形成机理。

国内现有的研究还属于概念的发展,并没有研究投资者行为偏差产生的外部原因,也没有探讨投资者行为偏差形成的微观机理。以信息为主线,使用行为金融理论从内外两方面揭示我国股市个体投资者行为偏差形成的微观机理是未来研究中国股市个体投资者行为偏差的一个选择方向。进行此项研究,可以从人的角度来理解市场行为,充分考虑市场参与者心理因素在证券市场中的作用,有助于证券市场投资者减少决策错误,有助于开发新的金融产品,对完善与规范我国证券市场具有重要的借鉴意义。

我国证券市场还处于初期发展阶段,具有高投机性、高换手率及市场和个股频繁剧烈波动的特点,本研究揭示了投资者行为机理及各种偏差,这有助于加强对个人投资者投资知识和技巧的教育,提高其投资决策能力和市场运作效率,减少其非理性行为特征;有助于机构投资者提高其投资管理水平;有助于制定合理的规则,提高我国证券市场的效率。

非理性是指理性之外的行为基础,理性在经济学中是指经济理性。在此谈到的非理性应该是“经济理性之外的理性”,本书称之为经济学的“行为理性”,仍然是理性。在不确定的金融市场上,没有人能够确切地知道明天的走势。此处对非理性的理解,与 Herbert Simon 将经济理性表示为一种实质理性,与引入心理学的理性称之为过程理性的概念基本相同。所有的人都是理性实体,我们离完美的经济人相去甚远,但是我们的选择行为是理性的。它是经济理性之外的理性,是高度多样化的。

在经济学意义上,非理性并没有最适解可以寻找。用偏差的概念更为合适。

偏差是一个很难把握的概念,因为我们无法知道一个没有偏差的市场是什么样的,因而就无法准确度量偏差。即使在某些情况下,投资者对未来的预测是准确的,但偏差仍然存在。要识别偏差,我们需要一个有别于偏差的变量,均衡的市场、基本面就是这样的一种变量。

尽管作为心理健康、具备良好思辨能力的正常人,但投资者仍有可能会产生种种非理性的投资行为。我们知道,按照经典金融理论的“理性人”假设,投资者的投资行为是理性和无差异的,投资者应该总是选择他们认为最优的资产组合,投资者相互之间的交易数量也应极少。但对现实市场的实证研究却表明,投资者的实际投资行为与“理性人”假设基础上的推断有着极大的差异。由于我国股市的封闭性和特殊性,这些投资理念大多与成熟市场存在比较明显的差别,更多地反映了不成熟股市的投资理念特色。外部的不确定性环境、自身的认知和心理偏差导致我国股市个体投资者在投资决策过程中存在着各种各样的行为偏差。本书主要研究噪声交易、处置效应、羊群行为、政策市下的过度投机行为等四种行为偏差的形成机理。

现有文献研究表明,中国证券市场还是一个非有效市场,多数投资者属于弱势群体,因此,有严格假设前提的传统金融理论的投资策略不能被很好地应用到现实生活中。而行为金融的投资决策能以其更为贴近市场行为的分析,给广大投资者提供更为合理的决策建议。本书研究上市公司、机构投资者、证券中介、政府政策与个体投资者的博弈过程,探讨非对称信息的形成机制,以揭示不确定性环境的形成原因。本书同时研究个体投资者信息识别、信息编辑及信息评价的过程,寻找其行为偏差形成的内部机理。试图从内、外两方面揭示我国股市个体投资者行为偏差形成的微观机理。

本书采用演绎和实证相结合的方法、多学科的研究方法、定性分析和定量分析相结合的方法研究外部因素对信息传递过程的影响,揭示非对称信息的来源以探讨个体投资者行为偏差形成的外部原因,从理论上分析个体投资者投资决策过程,解释其行为偏差的形成机理,用实证方法研究环境和主体因素对行为因素直接和间接的影响及其影响程度。

本书的出版得到了徐州工程学院学术著作出版基金资助,在此表示感谢!由于时间所限,书中不当之处在所难免,敬请读者指正。

著者

2016年9月

目 录

第一章 导论	1
第一节 问题的提出	1
第二节 相关概念的界定	9
第三节 研究目的、方法、思路、内容及创新之处	28
第二章 理论回顾	32
第一节 图书出版行业现状	32
第二节 信息不对称的一般原理	33
第三节 不确定条件下经典决策理论	41
第四节 行为视角下的决策理论:展望理论	45
第三章 不确定性环境下投资者的心理偏差	50
第一节 信息识别过程中的确认偏差	52
第二节 信息编辑过程中的认知偏差	56
第三节 信息评价过程中的心理偏差	66
第四章 不确定性环境的形成原因	80
第一节 不确定性形成的市场背景	80
第二节 上市公司行为异化的影响分析	94
第三节 机构投资者行为的影响分析	109
第四节 证券中介的影响分析	120
第五节 政府制度因素的影响分析	127
第五章 不确定性环境下投资者行为偏差形成机理	138
第一节 噪声交易的形成机理	138
第二节 处置效应的形成机理	143
第三节 羊群行为的形成机理	147

第四节	政策市下过度投机行为的形成机理·····	153
第六章	行为偏差形成模型的构建·····	164
第一节	行为机制分析·····	164
第二节	投资与投资决策行为·····	169
第三节	行为偏差形成模型的建立·····	172
第七章	行为偏差形成模型在图书出版行业的实证研究·····	178
第一节	中国证券投资者的结构特点·····	178
第二节	变量测量指标的设定与问卷分析·····	180
第三节	问卷信度效度检验及变量因子分析·····	185
第四节	模型的实证研究·····	187
第八章	行为偏差研究的启示与展望·····	192
第一节	行为偏差研究的政策启示·····	192
第二节	行为偏差研究对我国股市监管的启示·····	195
第三节	运用行为金融理论对个体投资者进行教育·····	199
第四节	投资者行为研究展望·····	201
结语	·····	204
参考文献	·····	206

第一章 导 论

第一节 问题的提出

一、我国图书出版行业市场竞争格局

(一) 图书出版格局

根据国家新闻出版广电总局发布的《2015 年全国新闻出版业基本情况》，至 2015 年年底，全国共有出版社 584 家(包括副牌社 33 家)，其中，中央级出版社 219 家(包括副牌社 13 家)，地方出版社 365 家(包括副牌社 20 家)。

教材出版方面，教材出版市场仍存在一定的垄断，目前人民教育出版社出版的教材占据市场主要份额。自 2001 年新课改以来，人民教育出版社的垄断地位被打破，有多家独立法人团体或出版社被教育部批准编写出版中小学教材。

目前全国所有出版社均为国有经营。由于国家对出版社实行特许经营制和行政许可制许可管理，行业准入相当严格。

一般图书出版方面，国有出版单位拥有专有出版权，而民营出版企业只能和国有出版单位进行合作出版。近年来，民营出版企业机制灵活，发展迅猛，渗透力和竞争力不断提高。

(二) 图书发行格局

发行方式可以分为：总发行、批发、零售、连锁经营，其中大型发行集团、连锁经营系统、大型书城是主力。

发行主体为：新华书店、民营书店、外资书店、网上书店及出版社自办发行业务等。其中，通过数年改革与连锁经营的推进，全国大部分省份形成了新华书店发行集团，教材发行仍以各地新华书店为主要渠道。

2015 年，全国共有出版物发行网点 163 650 处，与上年相比下降 3.52%。其中新华书店及其发行网点 8 918 处，与上年相比下降 0.04%；供销社发行网点 537 处，与上年相比下降 23.29%；出版社自办发行网点 425 处，与上年相比下降 4.28%；邮政系统发行网点 37 586 处；上述系统外批发网点 8 368 处；集个体零售网点 107 816 处。

2015 年，全国出版物发行网点从业人员 69.63 万人，与上年相比下降

3.20%。其中新华书店及其发行网点从业人员 13.02 万人,与上年相比下降 0.23%;邮政系统发行网点从业人员 9.29 万人;上述系统外批发点从业人员 16.50 万人;个体零售网点从业人员 29.67 万人。

国有新华书店大多已经完成改制,逐步建立了现代企业制度。改制后的新华书店摆脱了原有产权不清、运营不畅的局面,卸下了历史遗留的行政事业单位包袱。新华书店因各地的连锁网点、自身品牌和所拥有的房屋土地等在图书发行上具有非常明显的优势,目前绝大多数的教材发行都由各地的新华书店完成。

国内民营书店灵活性较强,不断开拓国内连锁零售发行方式,并初步形成了一定规模。从国内目前民营书店格局来看,资源整合能力较强的民营书店才能生存发展下去,未来的发展趋势是不断向产业链上游渗透,与出版社合作,并积极寻找资本通道,做自身优势的零售发行。

近年来,国内网上书店发展较快,较成功的有当当、卓越网亚马逊、京东等。同时,随着出版社、书店、大型零售连锁机构开设自己的网上书店,网络销售领域竞争将更加激烈。

二、行为金融学基本理论

与现代金融理论相比,行为金融理论在理论基础、分析方法、涉及领域和研究视角方面都有所不同(见表 1-1)。行为金融理论对现代金融学分析方法的贡献主要体现在行为、心理决策分析法和风险衡量方法上。与现代金融理论不同,行为金融理论认为,决策者的偏好一般是多方面的、易变的,这种偏好常常只在决策过程中才形成;决策者具有很强的适应性,他们根据决策的性质和决策环境的不同选择过程或技术;决策者寻求满意的而非最优解,更趋同于满意原则而不是最佳原则等。行为金融理论在借鉴心理学和行为经济学研究成果的基础上,总结出了投资者行为心理决策中的一些特点,通过对投资者行为心理决策的分析,成功地解释了反应过度 and 反应不足、动量效应、季节效应、小公司现象等各种异常现象。行为心理决策分析方法也成为行为金融理论有别于现代金融理论的一个显著方法特征。

行为金融理论对金融学方法变革的另一重要方面体现在风险衡量方法上,现代金融理论均值-方差的风险衡量方法受到了行为金融理论倡导者的严厉批评。在行为金融理论看来,用均值-方差方法来衡量风险,并不能真正地刻度风险,因为在实践中投资人把高出初始财富的投资结果不视为风险,而把小于初始财富的投资结果视为真正的风险,因此投资人的效用函数常常对损失带来的负效用加以更大的权重,对收入带来的效用增加以较小的权重。

表 1-1 现代金融理论与行为金融理论的比较^①

	现代金融理论	行为金融理论
理论基础	现代金融学“理性”假设	行为金融理论“有限理性”
分析方法	推理数学模型	结合运用经济学、心理学、行为学的分析方法
涉及领域	金融学、经济学、数学	心理学、生物学、社会学、信息学
研究视角	将复杂的经济现象抽象为简单的逻辑关系	探究决策过程中人的行为及其心理根据

(一) 预期理论^②(prospect theory)

预期理论(prospect theory)是由 Kahneman 和 Tversky 在 1979 年共同提出来的,是一种研究人们在不确定的条件下如何作出决策的理论。该理论提出了几个与期望效用理论不一致的观点:与收入不确定的选择相比,人们更愿意收入确定的选择,Kahneman 和 Tversky 称之为确定效应(certainty effect);人们在考虑选择过程中忽视相同部分,着重不同部分,这样导致个体偏好不一致,称之为隔离效应(isolation effect);价值与得失有关而不是最终财富。

具体表现在如下一些论断:

1. 决策效应决定个体对风险的态度

决策效应来源于确定效应,决策效应表明个体面对正的预期收入时候风险厌恶,而面对负的预期收入时风险追求。同时,当个体面对一个确定收入选择和一个比预期收入更大的不确定选择时,个体更愿意选择前者;而当个体面对一个确定的损失和一个比预期损失更大的不确定选择时,个体更愿意选择后者。Kahneman 和 Tversky 认为个体投资时判断效用不是依据最终的财富水平,而是个体当前的受益和损失情况,以此来决定对风险的态度。

2. 价值函数(value function)

预期理论的一个重要特点就是价值是由财富的变化决定的而不是个体的最终财富决定的。也就是说,在不确定的条件下,人们的偏好是由财富的增量而不是总量决定的,人们对于损失的敏感度要高于收益,这种现象称作损失规避(loss aversion)。在此,Kahneman 和 Tversky 用价值函数取代了传统效用理论中的效用函数,价值函数表现在正的增量是凹的,表现在负的增量则是凸的。也就是说,人们在盈利的情况下表现为风险厌恶者,而在已经损失的情况下表现为

^① 作者根据相关资料整理所得。

^② 参见 Daniel Kahneman, Mark W Riepe. Aspects of investor psychology[J]. Journal of Portfolio Management, 1998, 24(4): 52-65.

风险追求者,而不是一直都是风险厌恶者。现实生活中,我们发现在上一轮投资中遭受损失的人会更具有参加下一轮投资的冲动,此时他成为风险追求者。

3. 决策权数函数(decision weighting function)

Kahneman 和 Tversky 用决策权数函数代替预期效用函数的概率。决策权数函数不是概率,它不遵从概率公理,也不用来衡量个体的信仰。决策权数函数不仅仅是前面事件的似然函数,而且衡量了事件对个体愿望的影响。

在评价效用时,Kahneman 的研究表明,人们对不同的效用值所对应的事件发生概率的主观感受也是不一样的,在实际情况下,人们是根据概率评价值而不是实际概率值作出决策的。实际概率值划分为极可能、很可能、很不可能、极不可能。在不同情况下人们的行为有明显的差异:认为“极不可能”是不会发生的(概率评价值为 0),而“极可能”则必定发生(概率评价值为 1);同时,又对“很不可能”情况赋予过高的概率评价值(高估),而对“很可能”情况则赋予过低的概率评价值(低估);在“很可能”与“很不可能”之间,概率评价值具有小于 1 的斜率,如图 1-1 所示。

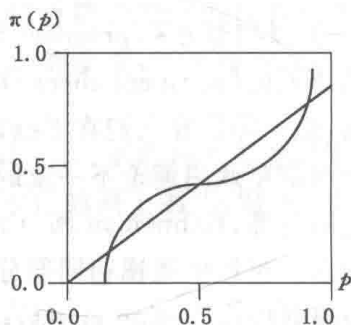


图 1-1 相对于概率 p 的
决策权重函数 $\pi(p)$

以上的观点主要体现在 Kahneman 和 Tversky 发表在 *Econometrica* 上的一篇文章^①。预期理论除了以上几个核心内容,还不断被丰富和发展,形成了其他许多理论模型和实证研究。其中有 Thaler 的“机会成本和原赋效果”^②,即认为人们常常会对机会成本低估而且会对已经拥有物品的评价大大超过没有拥有之前;Thaler 的另一个重要概念是沉没成本(sunk cost),其描述的是如果人们已经为某种商品或服务支付过成本,那么便会增加该商品或服务的使用频率;Shefrin 和 Statman 还发现了投资中的处置效果(disposition effect),即投资人在手中的股票下跌的时候,更倾向于继续持有而不是卖出股票,以期待扳平的机会。

(二) 套利限制(limits of arbitrage)

套利限制是行为金融学对传统金融理论提出质疑和修正的重要工具。传统

① 参见 Daniel Kahneman A, Tversky. Prospect theory: an analysis of decision making under risk [J]. *Econometrica*, 1979, 47(2): 140-170.

② 参见 Nicholas Barberis, Richard Thaler. A survey of behavioral finance[J]. *Ssm Electronic Journal*, 2002, 2(3): 1053-1128.

金融理论构架中的重要的一部分是有效市场假说(EMH),EMH认为市场是有效的,资产的价格反映一切信息,资产的价格和价值是一致的。这是因为市场中理性的交易者能够正确评估资产的价格,如果还存在很多非理性交易者,那么一方面如果非理性交易者的非理性行为相互抵消,则对市场的有效性没有影响;另一方面,如果非理性交易者的非理性方向是相同的,这时候由于套利的存在,短期内的价格偏离很快也会得到纠正,从而使市场能够恢复效率。Shleifer 和 Vishny 认为套利的力量不可能不受条件限制,在各种客观约束下,套利无法剔除非理性行为对理性行为的长期并且是实质性的影响,所以市场并不是有效的。Shleifer 和 Vishny 把此称为“套利限制”。

具体来说,这种限制包括以下几个方面。

1. 套利执行成本

恰当地运用套利策略是有风险的,也就是说套利的执行是要一定成本的。比如,一个投资者发现某只股票价格已经超跌了,投资机会出现了,因此,他毫不犹豫地买进去了。但是,当他进去以后,该股票还继续往下跌。此时如果缺少资金,在保证金交易下,他就不得不将手中的证券亏本套现。这就是他所面临的风险,对这个风险知识的了解足以使他限制自己的套利行为。

2. 模型风险

即使当价格发生偏离时,套利者经常不能确信这是否真的存在:也可能是模型错了。这种不确定性来源称之为模型风险,它也会限制投资。

(三) 过度反应与反应不足(underreaction and overreaction)

过度反应与反应不足在行为金融的研究中,是两个重要的概念或两个重要的行为。De Bondt 和 Thaler 推测,投资者对收益的过度反应,是股票价格暂时偏离其基本价值的结果。他们提出,投资者对极端收入的过度反应,是因为投资者不能认识到极端收入回复到平均水平的范围和程度。

De Bondt 和 Thaler 确定,前一期的绝对输家(亏损者)倾向于被低估,而前一期绝对赢家则被高估。他们证明了前期的输家最终赢得了正的经过风险调整的超额回报,同时前期赢家最终赢得负的经过风险调整的超额回报。这就是输家-赢家效应。他们认为,输家-赢家效应发生在价格偏差得到纠正的时期。

输家-赢家效应现在已被很多人接受。但不同观点的争论在于是风险还是价格偏离构成这个效应发生的原因。

三、行为金融学研究路线

行为金融学的内容体系是一个由金融市场异象、非理性投资行为和决策心理因素三个层次构筑的系统,其内在逻辑是:人的决策心理决定了他的投资决策行为,众多投资者的投资行为又进一步形成了金融市场的异象。这里涉及两个

因果关系,大部分研究都是围绕这两个因果关系进行的。

相应的,存在行为金融理论发展的两条主线(见图 1-2):一条研究路线的因变量是金融证券市场的各种异象,研究者通过对投资者交易数据和市场价格波动的实证分析,发现投资者存在的种种非理性投资行为,并建立模型以解释投资行为与股价变动的关系,我们简称这条研究路线为行为-市场研究;另一条研究路线的因变量是投资者的非理性投资行为,研究者通过心理学研究方法,挖掘非理性行为的内在心理机制,这部分研究类似于投资心理学,后文简称这条研究路线为心理-行为研究。这两个研究路线分别对应着非理性投资行为与金融市场异象之间的因果关系和决策心理机制与非理性投资行为之间的因果关系。

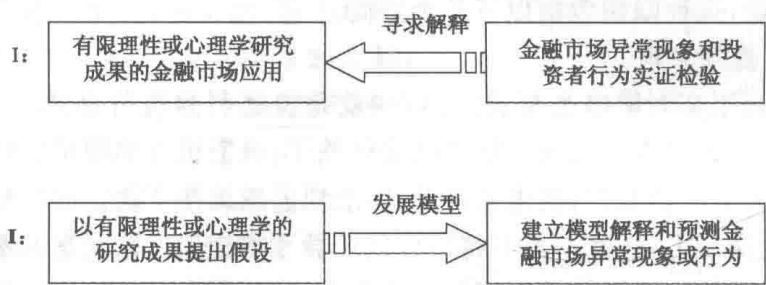


图 1-2 行为金融理论发展的两条主线

这两条研究路线的研究内容不同,理论基石、研究方法上亦有不同,也分别有独自的主要成果和实践意义。

行为-市场研究路线所依据的理论基石是:资产价格可长期受非理性投资行为的影响。它所采用的研究方法主要是实证经济学的方法,大多是利用证券市场的交易数据和证券价格进行实证分析。这条研究路线最有代表性的成果是Shefrin 和 Statman 提出的行为组合理论(BPT)和行为资产定价模型(BAPM),用来解释过度反应和反应不足的 DHS 模型和统一理论模型等。该研究路线的意义在于可以揭示投资者行为是如何影响证券价格的。从实践意义的角度看,该路线的研究在宏观上可以为加强证券市场的危机管理提供理论依据,微观上可以为发展投资风险度量 and 控制的策略提供理论基础。

心理-行为研究路线所依附的理论基石是心理学的基本原理:个体对信息的接收受一系列中介变量的影响,如价值观、兴趣态度、认知方式、认知水平、情绪特征、情景因素等变量,经过这些变量加工的信息和原始的信息可能会大相径庭,因此不同个体对同一信息采取的反应也会大不相同。只有了解这些中介变量如何影响人的投资行为,才有可能真正打开个体投资决策的黑箱。这条研究路线采用的方法以心理学研究方法为主,如心理实验法、调查法等。主要研究成

果大多集中在认知心理学领域,包括风险厌恶/风险偏好(risk aversion/risk seeking)、启发式思考(heuristics)、心理账户(mental accounting)、过度自信(overconfidence)等概念的发展,其中最为著名的是为行为金融学奠定了理论基础的前景理论。

这条研究路线的研究成果为行为-市场研究提供了深层的理论依据,在行为金融学研究 中扮演基础理论的角色。行为金融学在近 20 多年逐渐引起学术界和投资界的兴趣并成为热点,然而再也没有出现如前景理论这样有影响力的投资决策心理模型。这种新研究成果的匮乏直接影响了行为金融学整体的发展前景和学科定位。

行为金融学最初在投资心理研究方面的重大突破发生在认知心理学领域,近 20 年来发展的主要行为金融理论基本全建立在前景理论的基础上,该理论从认知心理学的角度分析人在不确定情境下的非理性决策,于是有学者片面地提出行为金融学就是借用认知心理学的成果来解释投资行为和金融现象的。这是一种认识误区,人的任何行为都不仅仅是认知的反映,除此之外还会受到情绪情感的影响,决策行为也是如此。有许多研究可以证明,情绪情感对人的决策尤其是在风险或不确定情况下的决策有着重要的影响作用。根据决策加权函数,在证据分量及熟悉程度影响决策的同时,投资者对得失观点及后果严重性的看法也影响其决策行为。

行为金融的研究是从金融市场的异常和与理性的偏离着手的,但若永远停留在这个阶段,那么行为金融理论只能充当传统金融学拾遗补缺的角色。若要超越这个发展阶段,解释更多的金融现象,行为金融学有必要引入更为广泛的心理学研究成果,以此为理论基础,超越卡尼曼和沃特斯基的前景理论为行为金融学开辟的疆域。目前心理-行为研究的高度制约了行为金融学的发展,只有加强这部分研究才能全面提高行为金融学的理论建构水平。

从现有的资料看来,国内外学者并没有严格区分认知偏差、心理偏差和行为偏差的概念,也没有研究知觉系统和认识系统在信息处理过程中的作用。国外的行为偏差研究主要着眼于对西方的股市投资者行为进行研究,我国学者的研究则仅停留在用国外理论对中国股市的实证检验及对行为金融理论进行推介的层面上,因此,针对中国股市的具体特点,综合运用行为金融学和信息经济学、博弈论等理论对我国股市投资者的行为偏差进行系统研究就显得很有必要。对此,杨胜刚、陈红、施东晖等虽也运用信息经济学或博弈论等理论对中国股市过度投机行为偏差作了一些研究,但还缺乏系统性和完整性,或仅仅分析股市的宏观面,而且也未能有目的地结合行为金融理论来进行分析。有鉴于此,有必要同时针对中国股市新兴转轨的具体特点,将行为金融理论、博弈论、信息经济学有

机地结合起来,从不同的视角对我国股票市场上个体投资者的行为偏差形成机理。

我们看到,国内现有的研究还是局限于概念的发展,并没有研究投资者行为偏差产生的外部原因以揭示不确定环境的形成原因,也没有探讨投资者行为偏差形成的微观机理。从我国实际国情看,个人投资者的行为偏差主要归因于投资者自身的心理偏差和不确定的外部环境。投资者自身的心理偏差来源于信息处理的三个过程:信息识别过程中的确认偏差,信息编辑过程中的认知偏差,信息评价过程中的心理偏差。上市公司、机构投资者、证券中介、政府与个体投资者的博弈过程是投资者面对的外部不确定性的主要来源。我们同时认识到,投资者自身的心理偏差和不确定的外部环境并不单独存在,而是相互依存的。

基于以上背景和判断,本书选择个体投资者行为偏差等相关问题作为研究对象,将行为金融理论与不对称理论、博弈理论等结合起来分析我国股市个体投资者的行为偏差。从非对称信息的角度研究上市公司、机构投资者、证券中介、政府与个体投资者的博弈过程,以揭示不确定性环境的形成原因。外部的非对称信息并不是个体投资者产生行为偏差的唯一因素,因此本书同时研究个体投资者信息识别、信息编辑及信息评价的过程,寻找其行为偏差形成的内部机理。

本书以信息为主线,使用行为金融理论,试图从内、外两方面揭示我国股市个体投资者行为偏差形成的微观机理。

四、行为偏差研究的现实意义

通过以上分析可以看出,国外的行为偏差研究主要着眼于对西方的股市投资者行为进行研究,而我国学者的研究则仅停留在用国外理论对中国股市的实证检验及对行为金融理论进行推介的层面上,因此针对中国股市的具体特点,综合运用行为金融学和信息经济学、博弈论等理论对我国股市投资者的行为偏差进行系统研究就显得很有必要。对此,杨胜刚、陈红、施东晖等运用信息经济学或博弈论等理论对中国股市过度投机行为偏差作了一些研究,但还缺乏系统性和完整性,或仅仅分析股市的宏观面,而且也未能有目的地结合行为金融理论来进行分析。有鉴于此,有必要同时针对中国股市新兴转轨的具体特点,将行为金融理论、博弈论、信息经济学有机结合起来,从不同的视角对我国股票市场上个体投资者的行为偏差形成机理。

以信息为主线,使用行为金融理论,从内、外两方面揭示我国股市个体投资者行为偏差形成的微观机理是未来研究中国股市个体投资者行为偏差的一个选择方向。进行此项研究,其理论与实践意义都是显著的,归纳起来主要有以下几点。

第一,从人的角度来理解市场行为,充分考虑市场参与者心理因素在证券市

场中的作用,并从两个方面完善了传统投资理论:一是人们的决策行为并非完全遵循最优化的数学模型,具有不确定性,追求满意原则;二是财务决策主体的行为不仅受到个人心理因素的影响,还受到他人行为、社会规范的影响。

第二,有助于证券市场投资者减少决策错误。投资者自觉或不自觉会犯一些错误,有的错误是微小的,而有的错误是致命的。本研究能够帮助投资者认知自身的错误和他人的错误,理解错误的原因,减少或避免决策错误。某个投资者的决策错误既可能为其他投资者带来利润,也可能带来风险。因此一个投资者不理睬其他投资者的决策错误将是十分危险和可怕的事情。

第三,有助于开发新的金融产品。投资者在选择和购买金融资产时,存在从恐惧到希望的不同心理账户,不同账户有不同的投资收益预期和风险承受能力。因此,从事资产管理的机构可以通过对投资者心理账户的调查研究,对这些账户加以分类和界定,并据此设计和开发出新的金融产品,以满足需求。

第四,对完善与规范我国证券市场具有重要的借鉴意义。我国证券市场还处于初期发展阶段,具有高投机性、高换手率以及市场和个股频繁剧烈波动的特点,投资者入市的主要目的是追求短线投机的价差收益,导致上市公司资本配置的短期化,股票价值严重背离公司真实价值。公司价值长期受到破坏,社会资本遭到极大浪费。本研究可以揭示投资者行为机理及各种偏差,这有助于加强对个人投资者投资知识和技巧的教育,提高其投资决策能力和市场运作效率,减少其非理性行为特征;有助于机构投资者提高其投资管理水平;有助于制定合理的规则,提高我国证券市场的效率。

第二节 相关概念的界定

一、图书出版

图书出版是指书籍、地图、年画、图片、画册,以及含有文字、图画内容的年历、月历、日历,以及由新闻出版总署认定的其他内容载体形式的编辑(包括组织、采录、收集、整理、纂修、审定),并通过印刷发行向社会出售的活动,俗称“出书”。图书出版又指依照国家有关法规设立的图书出版法人实体的出版活动。

在我国,图书出版执行许可证制度。图书由依法设立的图书出版单位出版。设立图书出版单位须经新闻出版总署批准,取得图书出版许可证。

2008年5月1日起施行的《图书出版管理规定》规定:图书出版实行编辑责任制度,保障图书内容符合国家法律规定。图书出版实行重大选题备案制度,涉及国家安全、社会安定等方面的重大选题,涉及重大革命题材和重大历史题材的选题,应当按照新闻出版总署有关选题备案管理的规定办理备案手续。未经备

案的重大选题,不得出版。图书出版实行年度出版计划备案制度,图书出版单位的年度出版计划,须经省、自治区、直辖市新闻出版行政部门审核后报新闻出版总署备案。图书使用语言文字须符合国家语言文字法律规定。图书出版质量须符合国家标准、行业标准和新闻出版总署关于图书出版质量的管理规定。

二、不确定性

(一) 不确定性的含义

从哲学的角度看,确定性和不确定性实际上反映了事物的对立统一,在 Descartes 方法论中,是将确定性与理性联系在一起的(Rickman,1996)^①。确定性是指有限条件下现象所呈现的未来发展的唯一性,以及这些现象间所存在的因果关系的对称性。不确定性是指无限制条件下现象所呈现的未来发展的多样性,以及这些现象间所存在的非对称性的因果关系。如果去掉限制条件,原来的确定性现象就转化为不确定性,不确定性是绝对的。

从经济学的角度来看,不确定性是指对于事物所出现的状态我们并不知道。按照 Hey(1979)^②的说法,经济活动中的不确定性又可以分为两类^③:一类是市场的不确定性。即每个人完全知道本人的偏好、资源禀赋、生产机会,但是不知道其他主体的供给和需求。另一类是事件的不确定性。即每个人都知道市场价格,但是不能确知影响他决策的资源禀赋、生产机会以及公共政策等。现实中的不确定性是两者兼而有之的。当人们在执行一项行动而无法预知可能结果,或虽知可能结果却不知其概率分布时,便可称该行动是在不确定性环境下展开的;如果可能结果与其概率分布都知道,只是无从预期最后出现的特定结果时,便称该行动是在风险环境下展开的。换言之,在风险环境下展开的行动能够估算其预期效益和预期成本,而在不确定性环境下展开的行动则无法估算这些预期值。一旦无法估算预期效益和预期成本,我们就无法利用成本效益分析法去评估该项行动,也无从计算新古典经济学者所称的最适行动。

在规范的经济模型中,风险和不确定性是有区分的。根据 Knight(1921)的定义,如果一个经济行为者所面临的随机性能用具体的数值来表达(客观概率),那么这种情况就涉及风险;如果对不同的可能事件不能或没有具体的概率值,这种情况就涉及不确定性。因此,新古典经济学者在探讨经济行动时,常只限于风险环境下的问题,而不触及不确定性环境下的问题。即使经济学者不愿触及,但现实经济运行中,人们却无从逃避而必须有所行动。人们的行动是不会根据成

① 参见 Rickman H P. 理性的探险[M]. 姚休,译,北京:商务印书馆,1996.

② 参见 Knight F H, Risk, Uncertainty and profit[J]. Houghton Mifflin, 1921(4): 682-690.

③ 参见 Hey John D, Uncertainty in microeconomics[M]. New York University Press, 1979.