

Behavioural Finance

First Edition

行為財務學

Behavioural Finance

Insights into Irrational Minds and Markets

原著 James Montier
翻譯 郭敏華

智勝
BEST-WISE



John Wiley & Sons, Ltd

行為財務學

Behavioural Finance

Insights into Irrational Minds
and Markets

First Edition

原著 James Montier

翻譯 郭敏華

智勝文化

John Wiley & Sons, Ltd

國家圖書館出版品預行編目資料

行為財務學 / James Montier 原著；郭敏華翻譯
-- 台北市：智勝文化，2004[民 93]
面：公分
參考書目：面
含索引
譯自：Behavioural Finance: insights into irrational minds
and markets
ISBN 957-729-398-0（平裝）
1. 投資心理學
563.5014 92021392

Behavioural Finance: Insights into Irrational Minds and Markets

譯名：行為財務學

作者/ James Montier
中譯者/郭敏華
發行人/紀秋鳳
出版/智勝文化事業有限公司
地址/台北市 100 館前路 26 號 6 樓
電話/(02)2388-6368
傳真/(02)2388-0877
郵撥/16957009 智勝文化事業有限公司
登記證/局版臺業字第 5177 號
總經銷/知識達圖書發行有限公司
傳真/(02)2312-2288
出版日期/2004 年 1 月
定價/420 元
智勝網址：www.bestwise.com.tw

Translation copyright © 2004 by BestWise Publishing Co., Ltd. & John Wiley and Sons Ltd.
Behavioural Finance: Insights into Irrational Minds and Markets
Copyright © 2002 by John Wiley & Sons Ltd.
All Rights Reserved.
AUTHORIZED TRANSLATION OF THE EDITION PUBLISHED BY JOHN WILEY &
SONS, New York, Chichester, Brisbane, Singapore AND Toronto. No Part of this book
may be reproduced in any form without the written Permission of John Wiley & Sons Inc.
ISBN : 957-729-398-0
(英文版 ISBN : 0-470-84487-6)

本書之文字、圖形、設計均係著作權所有，若有抄襲、模仿、冒用情事，依法追究。
如有缺頁、破損、裝訂錯誤，請寄回本公司調換。

譯者序

長期浸淫在財務學的領域中，眩然於愈建愈巧的數學模型、益鑽益深的計量方法，對於數學與經濟學家智慧之偉大，好生感佩！然而，在一如鋼骨叢林的森然嚴謹中，隱隱間總覺得缺少了些什麼。身在井井有條、一切講求效率的結構天地裡，望向文學藝術之動人、詩詞歌賦之動容，好似另一個截然不同的世界。奇哉！這些學門所探討的對象，不都是人嗎？不都是人的行為嗎？何以由言情畫景換個主題到投資理財，便立時轉換成另一個全然迥異的世界？

思忖其中最根本的因由，也許是論心與不論心之別吧！人文社會科學直探人的內在，所有隱而未見的思緒感受，都是歌詠描繪與分析演繹的素材，但是財務學的發展因奠基於經濟學，幾乎所有的主流理論皆建立在理性思維的基礎上，假設人是理性的，不但能夠在瞬間解決複雜的線性（甚至非線性）規劃問題，而且所有的決策都是全然理性的，不受情緒影響。在此一基本前提下，所有屬於心理的、情緒的、認知的考慮，全都上不了財務學的舞台，使得財務學產生了理性的純淨之美，卻也失去了濃濃的「人味兒」，教人不免悵然。

人，究竟是有情緒的，硬是套上一個理性的框框，總免不了凹凸不合的窘迫。開始時，財務經濟學家們對於各種扞格不入的現象，習以「異常現象」稱之，視之為研究方法偏差或是樣本選擇偏誤的問題，不足正眼以待。然而，等到異常現象堆累成滿坑滿谷時，再不能以偶然之異常視之了，這才願意俯首沈思心理與情緒對於人們投資與財務行為的影響——行為財務學終於誕生了，儘管姿

態姍姍，總不嫌遲。

雖然崛起未久，行為財務學的相關論文與網站，已快速地開展並討論起來，煞是熱鬧。但是，就此一議題進行系統化的介紹，仍僅止於學者論文回顧階段，對於有興趣的新手來說，仍顯得過於片段與零碎。本書將行為財務學的相關理論與實證應用做了系統化的整理，有興趣進入此一領域的有識之士可藉以快速獲得整體性的認識。感謝智勝文化事業有限公司引進學術新著不遺餘力，願將本書譯作付梓問市，其所有同仁之嚴謹認真，實為國內屬一屬二，併此致謝。由衷期盼傳統財務學能真正以人為核心，承認投資人是有理性思考能力、但同時也有情緒波動的，能夠正式將人的情感與生命納入思考的架構和範疇中。相信此一典範的突破能為財務學注入一股動人的生命力，大幅拉近財務學與其他人文社會科學間的距離，向科際整合的目標更邁前一步！

郭敏華



目錄

Contents

緒論 1

Chapter 1 心理學基礎 9

- 1.1 前言 10
- 1.2 判斷或認知偏誤乃是事實 11
- 1.3 偏好誤差與情境影響 33
- 1.4 結論 53

Chapter 2 不完美市場與有限套利 55

- 2.1 前言 56
- 2.2 蕃茄醬經濟學 57
- 2.3 效率與一價法則 58
- 2.4 股票市場 59
- 2.5 其他市場 70
- 2.6 不完美的替代品 75
- 2.7 有限套利 78
- 2.8 正向回饋交易 87

2.9	風險管理與有限套利	88
2.10	雜訊交易者之存活	89
2.11	資訊不完美	91
2.12	結論	94

Chapter 3 風格投資 95

3.1	前言	96
3.2	資料	96
3.3	歷史	97
3.4	風格輪動的潛在利得	99
3.5	投資風格生命週期	100
3.6	價值股 <i>vs.</i> 成長股：風險或行爲？	105
3.7	風格輪動	111
3.8	量化過濾	116
3.9	尋找轉換時點	119
3.10	結論	126

Chapter 4 股票評價 127

4.1	前言	128
4.2	凱因斯之選美論	128
4.3	基本面的（非）攸關性	131
4.4	評價與行爲偏誤	134
4.5	資金成本	141
4.6	有限套利因素	158

4.7	分析師指引	168
-----	-------	-----

Chapter 5 投資組合建構與風險管理 169

5.1	前言	170
5.2	共變數	170
5.3	相關性	174
5.4	報酬分布	179
5.5	厚尾抑或離群值？	181

Chapter 6 資產配置 189

6.1	前言	190
6.2	市場與基本面	190
6.3	股利率之價差與比率	193
6.4	益本比之差距與比率	200
6.5	股利支付率	204
6.6	權益風險溢酬	206
6.7	公司的財務主管應否進行戰術性資產配置？	212
6.8	市場流動性	221
6.9	崩盤關鍵點	223
6.10	結論	233

Chapter 7 公司理財 235

7.1	前言	236
-----	----	-----

7.2	不理性經理人／理性市場	236
7.3	理性經理人／不理性市場	246
7.4	結論	280

Chapter 8 指標 281

8.1	前言	282
8.2	流動性衡量	282
8.3	情緒衡量	283
8.4	資產配置衡量	283
8.5	盈餘衡量	284
8.6	技術衡量	285
8.7	其他	285

參考文獻 287

中英文索引 309



Introduction

緒論

人相信什麼，他／她便是什麼。

——Anton Chekhov

未來屬於群眾。

——Don Delillo

還記得史巴克(Spock)嗎？企業號那個半人半怪的副艦長。還記得他怎麼也搞不懂那些情緒化同僚的行為嗎？對於這個全然理性的第一副艦長來說，那些艦上的夥伴似乎是無可救藥的不合邏輯，被不理性的情緒所驅動著。

在古典財務學的世界裡，充滿了史巴克這一類的人。在市場中的參與者都被假設為全然理性的，能夠在瞬間解決各種複雜的動態最適化問題，但是，你是不是還記得，有多少次寇克(Kirk)艦長、本斯(Bones)、史考蒂(Scotty)總在千鈞一髮之際，急中生智、排難解厄，讓邏輯大師史巴克目瞪口呆？

這就是行為財務學的世界，一個被人類的情緒所支配的世界。在這個世界裡，邏輯固有其一席之地，但是驅動市場的因素，除了像是公司的資產負債表之類的資訊以外，還有許多心理因素。那些在古典財務學底下孕育成長的人，總是以「各種珍貴模型背後的假設是無關緊要的，真正重要而應詳細探索、檢驗的是預測效度」，來做為回應。

即使是像筆者這樣一個充滿懷疑精神的人，也認為這樣的觀點似乎很合理。畢竟，如果物品沒有壞掉，就不需要修復啊！如果古典財務學模型對於市場功能的運作具有切合實際的描述力，而且可以用來做為預測工具的話，就不需要尋求其他的方法。

問題是，古典財務學模型存在嚴重瑕疵，它們的預測與我們在真實的金融市場上所觀察到的現象，連大致符合都談不上。我們在第二章將會討論到，即使是古典財務學中最基本的主張——套利，也不是像傳統學派所假設的那般無風險。由於市場均衡必須仰賴這個套利機制才能達到均衡，它一旦失靈，就意味著市場可能會長時間悖離基本面。

當然，現在我們需要瞭解，是什麼原因使得市場偏離其基本價值。答案很簡單，就是人類的行為。心理學家已經指出，人類的決策過程中，有多項特質會使思考程序偏離全然理性。幾乎每個人都有這些特質，因而使得市場呈現出可預測的情緒波動。這些特質將在第一章中深入討論。

這讓我們進一步提出兩個議題：第一，為什麼效率市場學派在學術圈具有這麼大的支配力（特別是在英國）？其次，如果行為學派能夠很成功地解釋緣由，為什麼沒有更多的人藉以獲利？

一個最圓滿的解釋是，效率觀點是用以做為衡量市場不效率程度的基準。但是，我們常常發現，當某個想法一旦變成學術圈認定的福音之後，就很難再破除它的壓制了，這些想法將變得根深柢固而難以打破；然後，其他的不同看法就會被視為異端，而不是被看成另外一種可能性；接著，甚至變成正統學派捍衛者攻擊的標靶，以致沒有機會獲得公平的檢視。

效率市場觀點有一個好處，就是與經濟學家的工具箱特別「速配」，運用起來得心應手。理性人與最適化問題正是經濟學家的基石。效率學派所使用的數學，優雅、美麗、甚至性感，保證可以教經濟學家非常愉快。就如同前美國總統雷根說過的：「經濟學家就是那些在觀察事實後，會好奇地想要知道這些事實在理論上是否行得通的人。」

在總體經濟學的領域中，以新興凱因斯學派(New Keynesian approach)為中心^①的共識已漸漸形成，但是財務學的歧異仍大。這實在教人困惑，因為在經濟學的領域中，財務學是特別實證導向的一支，但是，在效率市場與行為學派之間，意識型態的溝渠至深，連一般來說很是無聊的計量經濟學方法論中都可見到兩者間的爭論（參見第七章）。

在過去的10~15年間，追隨行為財務學的人不斷增長。1990年代後期，許多年輕聰明的學者開始探討心理學、有限套利與金融市場三者之間的互動關係，他們的研究愈來愈重視投資人在真實世界中所關切的議題。

筆者的朋友兼同事 Albert Edwards 曾以「冰河時期」(The Ice Age)，來描述權益報酬率並不比債券報酬率高出多少的狀況（參見第六章）。如果這個假說是正確的（而且我確信如此），基金經理人將必須尋找各種方法來創造價值。許多行為財務學的文獻均著重在探討橫斷面的報酬變異，而不是解釋時間序列的報酬變化，也就是說，如何在一定的時間內（而不是在跨越不同期間的情況下）獲得卓越的績效增加價值。本書所引用的學術性論文，很多都運用了以零投資組合為基礎的檢視方法，也就是買進與放空相同部位的投資組合（避險基金）。在一個低通貨膨脹的環境中，最重要的應是絕對報酬而非相對報酬，因此，關注的重心轉向橫斷面價值創造的

① 值得一提的是，在總體經濟學中，價格僵化的假設常常造成扭曲。美國聯準會的 John Roberts 指出，實際資料與期望僵化（也許相當於定錨效應）較為吻合，而非價格僵化(Roberts, 1998)。事實上，現在總體經濟學家的佼佼者 Greg Mankiw 最近與 Riess 合著的論文(Mankiw and Riess, 2001)即指出，利用有限理性觀點在理論與實證上有其優勢。

績效，似乎具有高度可能性，而行爲財務學將有助於此一路徑的展開。

但這也帶來第二個問題：如果行爲財務學在瞭解市場方面是一個強而有力的典範，爲什麼沒有更多的人採取這個觀點？效率市場的支持者最喜歡引用在積極管理的基金產業中，那令人震撼的績效統計了：平均有 75%~90% 的基金經理人，績效比基準指數的報酬還低。

當然，有識之士立刻可以看出，這種績效不佳的事實並不能做爲支持效率市場假說的論證，它所反映的可能只是（且我們確信如此）投資人尚未學習到行爲財務學所提供的功課罷了。根據筆者的個人經驗，可以非正式地說，一般而言，在倫敦金融市場的基金經理社群對於行爲財務學派所提供的觀點，興趣愈來愈濃厚。

本書章節

本書章節如下：第一章與第二章包含瞭解後續內容的必要基礎。第一章是有關判斷與決策的心理學之概要介紹，特別強調在心理學家中最爲一致的實證發現，同時也試著提供一些財務應用，讓關注實務的讀者可以看到此種方法的立即效益。

第二章係探討金融市場的套利失靈。即使是在最純淨的例子中，都可以發現一價法則(law of one price, LOOP)經常失靈（一價法則是指在扣除資訊成本與交易成本之後，相同的資產不能以不同的價格賣出）。而這種種套利上的限制，使得不理性的可以在市場上維持相當長的時間。事實上，有些模型顯示，略微不理性的最後會支配整個市場。

讀者一旦讀完前兩章之後，便能輕易理解本書其餘各章的大部分內容。第三章是關於風格投資，主要探討價值股、成長股，以及它們與動能間的互動關係，並導引出一項結論：瞭解由心理偏誤所驅動的風格輪動，可能是最佳的投資方法。

第四章係處理與分析師有關的議題，包含的內容從評價技術與盈餘分析，到構建資金成本的衡量指標。

第五章是針對風險管理者與投資組合建構者而設計，探討的主題包括非對稱相關（半相關性(semi-correlations)）與變異一共變矩陣之估計，並藉著說明市場崩盤事實上是一種離群的局外事件(outliers)，而非位於機率分布厚尾部分的極端事件，來探討欲藉由風險值(value-at-risk, VaR)方法進行風險控制所面臨的限制。此外，資產配置者也會發現本章包含了一些研讀下一章所必要的背景知識。

第六章的資產配置，主要探討與股票／債券選擇有關的傳統技術議題，包括戰術性的（短期）和策略性的（長期）資產配置；此外，本章也繼續談到如何利用行為面的方法來強化此一過程，像是加入權益發行資料之類的。最後，我們討論在新興的物理財務學(phynance)（或稱物理經濟學(econophysics)）中，利用結構失靈模型與地震模型來預測隱約出現的股票市場崩盤的若干研究發現。

第七章則以公司理財為探討主題。許多真實世界中的公司理財現象，從古典財務學的觀點看來是沒有什麼道理的（諸如分支股票(tracking stocks)^②、權益分割、權益發行循環等等）。本章將探討與

② 譯註：分支股票係普通股的一種，以公司某特定部門的財務績效為請求標的，在市場上單獨交易。即使當公司整體的表現不佳，只要該部門績效良好，分支股票的股價仍可上揚，反之亦然。

行為學派有關的兩個典範。首先是不理性經理人／理性市場模型，它可以解釋融資順位與多角化式微等現象；接著，轉向理性經理人／不理性市場模型，藉由此種模型我們可以瞭解，經理人如何以發行新股和股票購回的方式來利用市場的不效率。最後，本章以開始探討不理性經理人／不理性市場互動的呼籲做為結論。

第八章將關鍵性的衡量變數做彙總整理，此等變數是那些有興趣鑽研行為學派的人所應該瞭解與追蹤的。

讀者應該選擇那些最感興趣的章節來讀。以下即針對不同的潛在讀者，列出了閱讀各章順序的建議：

- 基金經理人：第一、二、三、四、六、七章。
- 策略師：第一、二、三、四、五、六、七、八章。
- 資產配置者：第一、二、五、六、八章。
- 風險管理者／投資組合建構者：第一、二、五章。
- 公司財務主管：第一、二、七章。
- 分析師：第一、二、三、四、七章。

