

高等院校**财政金融专业**应用型教材

2015年度上海市优秀教材奖

行为金融学

(第2版)

陆剑清 主编

FINANCE

- ◎ **前瞻性** 紧跟财政金融专业教学改革步伐，将一些较前沿的课程加入教材建设
- ◎ **专业性** 紧密围绕财政金融专业核心课程，针对性更强，更能体现专业性
- ◎ **实用性** 学生在学完整套教材后，能够具备较强的财政金融业实践能力
- ◎ **科学性** 案例导入教学，案例点击与解析开阔视野



清华大学出版社

高等院校财政金融专业应用型教材

行为金融学

(第2版)

陆剑清 主编

清华大学出版社
北 京

内 容 简 介

行为金融学作为金融学科中的一个新兴领域,着重分析了传统金融理论难以解释的市场异象,促使现代金融理论研究跨越到崭新的阶段。

本书在系统阐述行为金融学的起源、内涵以及理论架构的基础上,系统介绍行为金融学的原理以及相关实验,深入探析了行为金融学的前沿应用领域,通过介绍神经科学在行为金融领域的研究方法及成果,进而清晰完整地构建起行为金融学的理论框架。

本书既可作为高等院校的金融学专业教材,又可供金融理论与实务工作者阅读、品鉴,亦可作为新兴学科知识的普及读本,以满足广大读者的学习需求。

本书封面贴有清华大学出版社防伪标签,无标签者不得销售。

版权所有,侵权必究。侵权举报电话:010-62782989 13701121933

图书在版编目(CIP)数据

行为金融学/陆剑清主编. —2版. —北京:清华大学出版社,2017
(高等院校财政金融专业应用型教材)

ISBN 978-7-302-44977-5

I. ①行… II. ①陆… III. ①金融行为—高等学校—教材 IV. ①F830.2

中国版本图书馆 CIP 数据核字(2016)第 213937 号

责任编辑:孟 攀

装帧设计:杨玉兰

责任校对:周剑云

责任印制:王静怡

出版发行:清华大学出版社

网 址: <http://www.tup.com.cn>, <http://www.wqbook.com>

地 址:北京清华大学学研大厦 A 座 邮 编:100084

社 总 机:010-62770175 邮 购:010-62786544

投稿与读者服务:010-62776969, c-service@tup.tsinghua.edu.cn

质量反馈:010-62772015, zhiliang@tup.tsinghua.edu.cn

课件下载: <http://www.tup.com.cn>, 010-62791865

印 装 者:三河市金元印装有限公司

经 销:全国新华书店

开 本:185mm×260mm 印 张:17.25 字 数:410 千字

版 次:2013 年 5 月第 1 版 2017 年 1 月第 2 版 印 次:2017 年 1 月第 1 次印刷

印 数:1~3000

定 价:38.00 元

产品编号:069381-01

伴随着行为金融研究和学习的深入,许多读者希望能够进一步了解影响个体行为金融决策背后的心理机制,而神经科学的迅速发展使之成为可能。事实上,近十年来,神经科学家和经济学家已开始互相涉足对方所熟知的领域,研究行为决策背后的神经机制,并提出了新的经济学以及金融学决策模型,这一跨领域的学科被命名为“神经经济学”。本书在此基础上进行了再版,并荣获了2015年度上海市优秀教材奖。

与时俱进、生生不息是学科发展的生命力。因此,编者以《行为金融学》再版为契机,一方面对第1版中原有各章节的内容进行修订、补充和完善,另一方面添加了新的一章“神经科学与行为金融”,进而对神经科学在行为金融领域的研究方法和成果进行介绍。

本书第2版共分九章:第一章为行为金融学导论、第二章为认知心理与行为实验、第三章为预期效用理论与跨期选择、第四章为前景理论——行为金融学的理论基石、第五章为金融市场中的从众行为、第六章为金融市场中的异质信念、第七章为行为金融与公司治理、第八章为神经科学与行为金融、第九章为行为金融学的新视角。

本书第2版的主编为陆剑清博士,参与本书的编写人员还有(以姓氏笔画为序):王翀、李婧、李瑞、陈曲、何芳、肖捷、裴鹤。在本书的编写过程中难免存在着缺点与不足,敬请广大读者批评、指正!

编 者

近年来,行为金融学作为金融学科中的一个新兴领域正迅速崛起,成为现代金融学的研究热点之一。行为金融学依据有限理性的人性假设,着重研究金融市场中的投资心理与行为决策,通过将心理学理论与方法应用于金融学研究,从而有效解答了传统金融理论难以解释的市场异象,对传统金融理论提出了挑战,促使现代金融理论研究跨越到了崭新的阶段。

本书通过抓住行为金融学与传统金融学的理论争论核心,即理性人假设以及市场有效性问题,在系统阐述行为金融学的起源、内涵以及理论架构的基础上,以系统介绍行为金融学的认知心理学原理以及相关行为实验为主线,深入探析了行为金融学的前沿应用领域,清晰完整地构建起行为金融学的理论框架,充分凸现了心理学与金融学相融合的特色。

本书共分八章:第一章为行为金融学导论、第二章为认知心理与行为实验、第三章为预期效用理论与跨期选择、第四章为前景理论——行为金融学的理论基石、第五章为金融市场中的从众行为、第六章为金融市场中的异质信念、第七章为行为金融与公司治理、第八章为行为金融学的新视角。同时,为了便于读者深入理解与掌握,本书还在各章内容前设置了“本章精粹”“章前导读”与“核心概念”,在各章结尾附以“复习思考题”,以供读者回顾与掌握,因而具有极强的学习指导性。

本书既可作为高等院校的金融学专业教材,又可供金融理论与实务工作者阅读、品鉴,亦可作为新兴学科知识的普及读本,以满足社会各层次读者的学习需求。

本书的主编为陆剑清博士,其他编委为(以姓氏笔画为序):王翀、李婧、李瑞、陈曲、何芳、肖捷、裴鹤。此外,在本书的编写过程中难免存在着缺点与不足,敬请广大读者批评、指正!

编 者

编 委 会

主 编：陆剑清

编 委：（以姓氏笔画为序）

王 翀 李 婧 李 瑞 陈 曲

何 芳 肖 捷 裴 鹤

目 录

第一章 行为金融学导论.....1

第一节 传统金融学的困惑.....2

一、“理性人”假设的由来及其相关 质疑.....2

二、有效市场假说的内涵及其相关 质疑.....4

第二节 行为金融学的源起.....8

一、行为经济学的兴起.....8

二、行为金融学与心理学的渊源.....10

三、行为金融学的诞生与发展.....12

第三节 行为金融学的内涵.....14

一、行为金融学的定义.....14

二、行为金融学对传统金融理论 假设的修正.....15

三、行为金融学的研究方法.....19

第四节 行为金融学的架构.....22

一、行为金融学的理论基础.....22

二、行为金融学的核心理论.....26

三、行为金融学的投资策略.....30

复习思考题.....30

第二章 认知心理与行为实验.....31

第一节 认知理论及认知的有限理性.....32

一、人的认知过程：信息加工 系统.....32

二、理性认知的分类与基本模型.....33

第二节 认知实验及认知偏差.....38

一、启发式偏差及其实验研究.....38

二、框定偏差及其实验研究.....45

三、心理账户及其实验研究.....49

四、过度自信及其实验研究.....53

五、证实偏差及其实验研究.....57

第三节 风险认知及行为决策.....59

一、思维的捷径：启发法.....59

二、个体对风险的认知法则.....62

三、情感心理与风险认知法则.....68

第四节 认知偏差对金融市场的影响.....81

一、心理账户与行为投资组合.....82

二、投资者情绪与证券市场.....85

三、过度自信和过度交易.....86

四、可得性偏差和本土偏好.....88

第五节 认知偏差对于投保决策的 影响.....89

一、投保决策及心理学启示.....89

二、保费框定与投保决策偏差.....90

三、保险权益的心理评价.....95

四、保险标的物认知中的情感 效应.....99

复习思考题.....102

第三章 预期效用理论与跨期选择.....105

第一节 预期效用理论及其假设.....106

一、预期效用理论的概念及发展.....106

二、诺依曼-摩根斯坦的预期效用 函数.....108

三、预期效用函数的公理化体系.....111

第二节 预期效用理论的行为实验 证伪.....115

一、确定性效应及其实验研究.....115

二、反射效应及其实验研究.....117

三、概率性保险及其实验研究.....118

四、孤立效应及其实验研究.....120

五、隔离效应及其实验研究.....122

第三节 贴现效用模型及其异象.....122

一、贴现效用模型的源起.....122

二、贴现效用模型的内涵.....124

三、贴现效用模型的异象.....124

四、贴现效用模型的延伸.....125

复习思考题.....127



第四章 前景理论——行为金融学的

理论基石.....129

第一节 前景理论的形成过程.....130

一、原有价值期望理论上的修正.....131

二、基于心理学视角的前景理论.....132

第二节 前景理论的主要内容.....133

一、个人风险决策过程.....134

二、价值函数及参考点.....136

三、决策权重函数.....139

第三节 前景理论的应用.....142

一、禀赋效应.....142

二、后悔厌恶与处置效应.....143

三、沉没成本效应.....145

第四节 前景理论的新发展.....145

一、累积前景理论.....145

二、心理账户理论.....147

三、面对多个期望时的决策.....148

四、面对跨期期望时的选择.....149

复习思考题.....149

第五章 金融市场中的从众行为.....151

第一节 从众行为概述.....152

一、从众行为的概念.....152

二、从众行为的心理分析.....153

三、从众行为的分类.....154

四、从众行为的层次划分和作用

机理.....155

第二节 从众行为的成因分析.....156

一、基于有限理性的从众行为.....157

二、基于信息的从众行为.....157

三、基于声誉的从众行为.....159

四、基于报酬的从众行为.....160

第三节 从众行为的市场效应.....160

一、对市场的稳定性影响.....160

二、从众行为的效率问题.....161

三、从众行为的测量方法.....162

复习思考题.....164

第六章 金融市场中的异质信念.....167

第一节 经验现象.....168

一、规模溢价.....168

二、长期反转.....168

三、价格比率的预测能力.....169

四、动量效应.....169

五、收入公告研究.....169

六、成交量与价格的互动.....169

第二节 异质信念模型.....170

一、心理学基础.....170

二、异质信念的形成机制.....171

三、异象与异质信念模型解释.....173

第三节 模型检验.....182

一、异质信念与动量效应.....182

二、异质信念与资产收益率.....183

三、异质信念与股市崩溃.....184

四、异质信念与资产泡沫.....184

复习思考题.....185

第七章 行为金融与公司治理.....187

第一节 行为公司金融理论的发展.....188

一、现代公司金融理论的缺陷.....188

二、行为公司金融理论的心理

基础.....189

第二节 基于行为金融视角的公司

投融资.....191

一、传统公司融资.....191

二、基于行为金融视角的公司

融资.....192

三、传统公司投资.....194

四、基于行为金融视角的公司

投资.....195

五、关于 IPO 的行为金融学分析.....197

第三节 基于行为金融视角的公司股利

政策.....201

一、股利无关论与红利之谜.....201

二、传统金融学对红利之谜的

解释.....203

三、行为金融学对红利之谜的

解释.....204

第四节 基于行为金融视角的公司

并购.....207

一、并购的概念.....	208	三、羊群效应的神经科学研究.....	232
二、并购的分类.....	208	四、投资者对于市场波动的生理反应	
三、并购浪潮.....	209	研究.....	233
四、传统金融学对并购浪潮的		复习思考题.....	236
解释.....	211		
五、行为金融学对并购浪潮的		第九章 行为金融学的新视角.....	237
解释.....	213	第一节 基于行为金融视角的开放式	
六、公司并购与赢家诅咒.....	214	基金.....	238
七、案例分析：阿里巴巴收购雅虎		一、开放式基金的概念.....	238
中国.....	215	二、开放式基金管理.....	239
复习思考题.....	217	三、开放式基金赎回异象.....	243
第八章 神经科学与行为金融.....	219	第二节 基于行为金融视角的期权	
第一节 神经科学在经济学与金融学		与商品期货.....	245
领域的应用.....	220	一、期权：使用、定价与反映	
一、神经科学与经济学及金融学的		情绪.....	245
渊源.....	220	二、商品期货：过度反应和无效	
二、神经科学在经济学和金融学		市场.....	251
领域的研究主题.....	221	第三节 基于行为金融视角的外汇	
三、神经金融的内涵及其与行为		交易.....	253
金融的关系.....	222	一、外汇交易的基本内涵.....	253
第二节 人脑结构与脑部兴奋追踪		二、外汇交易者的心理弱点.....	253
技术.....	223	三、外汇交易中的过度投机.....	254
一、人脑结构简介.....	223	第四节 基于行为金融视角的人民币产品	
二、人脑兴奋的衡量技术.....	225	中心建设.....	257
第三节 神经科学在行为金融领域的主要		一、人民币产品研发中的行为金融	
发现.....	228	要素.....	258
一、模糊性和风险决策的神经科学		二、行为金融理论在人民币金融产品	
研究.....	228	设计中的实例分析.....	258
二、短视损失厌恶的神经科学		复习思考题.....	259
研究.....	231	参考文献.....	261

第一章 行为金融学导论

【本章精粹】

- ◆ “理性人”假设的由来与内涵。
- ◆ 有效市场假说及其对有效市场的分类。
- ◆ 行为金融学与传统金融学在前提假设上的差异。
- ◆ 行为金融学与心理学之间的关系。
- ◆ 行为金融学的投资理论与传统金融学投资理论差异。
- ◆ 有限理性的内涵。
- ◆ 行为金融学的核心理论。



【章前导读】

长期以来,经济学似乎与理性严谨有着与生俱来的紧密关系,建立在理性基础之上的一系列严格的理论假设已成为主流经济学的基石,并统领着经济学科的各个分支。例如,建立在理性人假设和有效市场假说基础之上的传统金融学形成了由资产组合理论、资本资产定价模型、套利定价模型、期权定价理论等经典理论组成的传统金融理论框架。然而,自20世纪80年代以来,诸如规模效应、均值回复、期权微笑、反应不足、过度反应等金融市场异常现象的大量出现,使得人们对于建立在“理性人”假设和有效市场假说基础之上的传统金融学产生了质疑。

【核心概念】

“理性人”假设 有效市场假说 行为金融学 有限理性

第一节 传统金融学的困惑

一、“理性人”假设的由来及其相关质疑

“理性人”假设是传统金融学据以建立的最重要的理论基石。理性人假设源于“经济人”假设,而“经济人”假设则是现代经济学思想体系中的前提性和基础性假设,并作为其全部理论构架的逻辑起点以及方法论原则。

(一) “理性人”假设的由来

1. “经济人”假设

二百多年前,亚当·斯密(Adam Smith)提出了“经济人”的概念,他撰写了以下一段著名的言论:“每个人都在力图应用他的资本来使其生产的产品得到最大的价值。一般来说,他并不企图增进公共福利,因此也不知道自己所增进的公共福利是多少。他所追求的仅仅是其个人的安乐及利益。”显然,古典经济学家认为个人利益是唯一不变的、普遍的人性动机。所以,“经济人”的理性体现在个体是否出于利己的动机,是否力图以最小的经济代价获取最大的经济利益。“经济人”假设的主要观点如下。

(1) 人是有理性的。每个人都是自己利益的最好判断者,并在各项利益的比较过程中选择自我的最大利益。

(2) 利己是人的本性。人们在从事经济活动中所追求的是个人利益,通常没有促进社会利益的动机。

(3) 个人利益的最大化,通常只有在与他人利益的协调中才能得以实现。交换是在“经济人”的本性驱使下自然而然地发生的,人类的交换倾向是利己本性的外在形式和作用方式。

这种意义上的“经济人”假设一经问世便受到了不少人的指责,其理由是人并非在任何时候、任何条件下都是自私自利的。针对这种指责,“经济人”假设逐渐演化成为“理

性人”假设，其强调经济主体总是追求其目标值或效用函数的最大化，对于这种目标是利己的还是利他的则不作具体的界定。追求自身欲望的满足或追求快乐，作为人类从事各种活动的基本动机，并不意味着人一定是损人利己的。这种基本动机既可以表现为利己动机，通过利己但不损人的方式或者损人利己的方式来实现；也可以表现为利他动机，通过利他不损己的方式或舍己为人的方式来实现（即人们在某些特定场合中的舍己为人的行为同样是源于行为者追求欲望的满足）。基于基本动机的行为逻辑，通常可以把“经济人”分为两种表现类型：利己主导型和利他主导型，但在具体分析经济问题时则一般假设经济主体的目标或效用函数的主要内容是自私自利，即利己主导型。因此，经济学中的“经济人”假设事实上有两层含义，其根本的含义是“理性人”，其通常的含义则是自利人。

2. “理性人”假设

“理性人”假设包含了两层含义：一是投资者在进行投资决策时都是以效用最大化作为目标；二是投资者能够对已知信息作出正确的加工处理，从而对市场趋势作出无偏估计。效用最大化是经济学家对于人类天性的抽象和概括，使得理性人假设具体化为一整套以效用最大化为原则的现代经济理论体系，完全理性的经济人几乎成为标准理论的分析基础。效用最大化原则构成了现代经济学理论中最基础、最重要的前提假设，是微观经济学中各种经济主体的目标函数。经济学中的“理性人”假设进入传统金融学的各个领域，有其特定的内涵。

(1) 套利理论中的套利者根据资产的期望收益来估计每种资产，而期望收益是未来可能收益率的概率加权平均。在套利过程中，套利者是以客观和无偏的方式设定其主观概率的，即按“贝叶斯定理”不断修正自己的预测概率以使之接近于实际。除此之外，套利者还是最大效用追逐者，他们会充分利用每一个套利机会以获取收益。

(2) 现代投资组合理论中的投资者是回避风险型的理性人，他们在理性预期的基础上，以期望收益率和方差度量资产的未来收益和风险，并根据收益一定、风险最小或风险一定、收益最大的原则寻求均值和方差的有效性。

(3) 资本资产定价模型中除了指出投资者具有现代投资组合理论中理性人的所有行为特点外，还强调了其具有同质期望性(homogeneous expectation)，即所有的投资者对于资产以及未来的经济发展趋势具有相同的客观评价。

(4) 理性人假设假定投资者除了能对各种可获取的信息作出无偏估计外，还能迅速作出行为反应。

综上所述，传统金融学中投资者的心理与行为具有效用最大化、风险回避、同质期望性和理性预期这样四个特点，即投资者是“理性人”。

(二) 关于“理性人”假设的质疑

“经济人”或“理性人”作为一种高度抽象的理性模型，其固然使得经济学理论研究公理化、体系化、逻辑化成为可能，然而，基于心理学视角的经济学研究结果则不认同这一经济人理性。

首先，它不承认“经济人”这一前提。传统的主流经济理论把自利置于理论考察的中心，但事实表明，利他主义、社会公正等客观上也是广泛存在的，否则就无法解释人类社会生活中大量存在的非物质性动机(或非经济性动机)。行为经济学研究认为，人类行为不只

是自私的,它还会受到社会价值观的制约,从而作出不会导致个体利益最大化的行为决策。

其次,传统主流经济学理论认为由于人们会理性地自利,因而社会经济运行也具有其自身的理性。然而,行为经济学研究则认为由于人本身就不是理性的,因而社会经济活动也不是理性的。例如,证券市场中的股票价格通常并不是对公司的经营业绩作出反应,而是对投资者的市场情绪作出反应,因此,投资者的表象思维、心理定式、环境影响等心理与行为因素往往会导致非理性的决策错误的出现。当然,这里所谓的非理性是指非经济人理性,而不是彻底否定理性。

英国经济学家霍奇逊(Hodgson)从哲学、心理学角度论证了人的行为决策不可能达到全知全能的理性程度。他认为,经济学家在理性与非理性问题理解上的偏见是缘于其对于人脑信息加工处理原理缺乏认识 and 了解。“经济学家们常常在口头上关注‘信息问题’……但是,它是对信息本身的一次容易引起误解的、错误的处理,因而最终导致错误和混乱。”^①事实上,市场信息的获取和加工,一是要“感觉”材料,因为这些材料都是由大量杂乱的听觉、视觉材料所组成的;二是要理性分析框架,对信息进行有价值的筛选和提炼;三是要用约定俗成的知识加以补充并整合。在投资者的行为决策机制中,由于其认识和思维过程是一种复杂的多层系统,而行为决策本身又往往是在不同思维层次发生的,有的是经过深思熟虑后的理性行为决策,有的则是由无意识或潜意识状态所激发的非理性行为决策,因此,投资者的行为决策并非如古典经济学家所主张的那样理性。

二、有效市场假说的内涵及其相关质疑

有效市场假说是资本资产定价模型、套利定价理论等传统金融理论的重要基础。其成立与否直接决定了投资者对证券市场进行基本分析、技术分析、投资组合管理等金融工具的有效性。因此,有效市场假说一经提出,便立即引起了人们的广泛关注和深入研究。20世纪六七十年代的研究者对于有效市场假说多持肯定的态度,然而也有一些实证结果与有效市场假说不相符。20世纪80年代以来,与有效市场假说相矛盾的实证研究结果不断涌现,进而发现了金融市场中一些与之相悖的异常现象,即市场异象。市场异象说明金融市场在大多数情况下不再是有效的。

(一) 有效市场假说的内涵

有效市场假说认为,市场信息的获取对于每一个投资者来说都是平等的,且证券市场的竞争将驱使证券价格充分及时地反映所有相关信息。因此,投资者只能赚取风险调整后的市场平均收益率,而不可能持续获得超额利润。有效市场指的就是这种市场能够充分及时地反映所有相关信息,证券市场价格代表着其真实价值的情形。按照这一假说,如果投资者所接受的市场信息具有随机性,股票价格就会呈现出随机性。这正是导致股票的市场价格背离其基本价值的主要原因。

1. 有效市场假说的形成

最早提出有效市场假说这一理论的学者是吉布森(Gibson),他曾描述过该假说的大致思

① G. M. 霍奇逊. 现代制度主义经济学宣言[M]. 向以斌,等,译. 北京:北京大学出版社,1993.

想。波切利(Bachelier)于1900年最早描述且验证了随机游走模型,并认为证券价格行为的基本原则应是公平游戏,投机者的期望利润应为零。肯德尔(Kendall)于1953年给出了有力的实证证据,他通过进行与序列相关的分析发现,股票价格序列就像是在随机游走一样,下一周的股票价格是由前一周的股票价格加上一个随机数所构成的。然而,这些学者并没有对这些现象进行合理的经济学解释。十几年后,萨缪尔森(Samuelson)和曼德伯特(Mandelbort)通过研究随机游走理论,解释了预期收益模型中的公平游戏原则。法玛(Fama)是有效市场假说的集大成者,为该假说的最终形成和完善作出了卓越贡献,他不仅对有效市场假说的相关研究作了系统的总结,还提出了一个完整的理论框架。此后,有效市场假说得到进一步发展,最终成为传统金融学的基础理论之一。

2. 有效市场的基本形态

法玛将证券市场上的信息分为三类:①历史信息,通常指证券过去的价格、成交量、公司特性等;②公开信息,如红利派发公告等;③内部信息,指非公开信息。依据证券价格所反映的信息的不同,有效市场可以分为以下三种。

1) 弱式有效市场

弱式有效市场的证券价格包含了历史信息,例如以往的证券价格和收益率等。投资者无法利用过去的证券价格所包含的信息去评估错误定价的证券而获得超额利润,此时技术分析无效。

2) 半强式有效市场

半强式有效市场反映了所有公开可用的相关信息。这些相关信息不仅包括以往证券价格和收益率,还包括所有的公开信息,例如财务报告信息、经营状况的通告资料以及其他公开可用的有关公司价值的信息、公开的宏观经济形势和政策信息等。根据半强式有效市场假说,信息一经公布,所有投资者就会立即作出反应,从而使得价格反映所有公开信息。因此,投资者不仅无法从历史信息中获取超额利润,而且基于公开资料所进行的基本面分析也只能获得市场平均收益率。

3) 强式有效市场

在强式有效市场中,所有公开和未公开的信息都反映到了证券价格中。这些信息包括所有相关的历史信息 and 所有公开信息,以及仅为少数人(如董事、经理等)所知的内部信息。因此,在强式有效市场中,尚未公开的内部信息事实上早已泄露出来并反映在证券价格中。在这种情况下,投资者即使拥有内部信息,也无法获得超额利润。此时的投资者会采取消极保守策略,只求获得市场平均收益率。当然,事实上这是一种无法达到的理想状态。

3. 有效市场假说的理论基础

施莱弗(Shleifer)在总结前人理论的基础上认为有效市场假说基于以下三个基本理论假设。

(1) 假设投资者是理性的,因此可以理性地评估资产价值。此时,有效市场假说是由理性投资者相互竞争的均衡结果。如果投资者是理性的,就能够将资产价格确定为其基本价值。一旦投资者获得了关于基本价值的任何信息,就将据此进行积极交易。这样,在市场无摩擦、交易无成本的理想条件下,信息迅速地融入价格之中,价格必然反映所有信息,因此投资者根据信息所进行的交易将无法获得超额利润。萨缪尔森和曼德伯特指出,由于

在一个由理性的、风险中性的投资者所组成的竞争性市场中,证券的基本价值和价格遵循随机游走规律,因而投资收益不可预知。此后,经济学者又具体分析了风险规避型投资者对证券价格的影响:①风险水平随着时间的变化而变化;②风险水平随着投资者承受风险能力的变化而变化。而在更为复杂的模型中,证券价格则不再被认为遵循随机游走规律。可见,在完全由理性投资者所组成的市场中,有效市场假说意味着一个竞争性市场出现均衡时所得到的结果。事实上,有效市场假说成立与否并不依赖于投资者的理性。

(2) 即使部分投资者不是理性的,但由于其交易具有随机性,可通过相互冲抵而不至于影响资产价格。这样,就不会因为投资者的理性人假设不成立而致使有效市场假说不成立。在许多情况下,虽然部分投资者并非完全理性,但市场仍然是有效市场。这是因为非理性投资者的交易是随机的,如果市场中存在着大量的非理性投资者,且其交易行为并不相关,那么其交易行为对于市场的影响与干扰则会相互冲抵。即在这样的有效市场中,由于非理性投资者相互交易,即使交易量很大,也不会影响资产价格。

(3) 即使投资者的非理性交易行为并非随机且具有相关性,然而其在市场交易过程中将遇到理性套利者,后者将自然消除前者对于价格的影响。可见,即使投资者之间的交易策略相关,有效市场假说也成立(事实上,第二个假设的前提条件是非理性投资者的交易策略之间不具备相关性,这与实际情况并不吻合,因而具有一定的局限性)。可见,第三个假设是根据投资者之间的交易相关性提出的,其成立的前提是理性套利行为对于非理性投资者的交易影响具有冲抵作用。

总之,有效市场假说的理论逻辑性很强。如果投资者是理性的,市场根据逻辑推理自然是有效市场。即使部分投资者不理性,但由于大量交易是随机的,因而也不会形成系统性价格偏差。套利者的竞争行为保证了市场价格即使产生系统性偏差,也会回归其基本价值。如果非理性交易者在非基本价值的价位进行交易,最后受损失的只能是自己。可见,不仅理性投资者,而且金融市场的系统自身也会为其带来有效性。

(二) 关于有效市场假说的质疑

在投资者是理性人这一基本假设下,传统金融理论获得了巨大的发展,并建立起了明晰而严谨的科学化的理论体系。如果这些理论成果能够通过实证检验并获得市场认可,当然是一个相当完美的结果。然而,实际情况与传统金融理论的分析结果在某些方面相差甚远,甚至截然相反。这些领域的研究结果包括股票市场价格异常、股票市场上投资者行为异常等,致使有效市场假说的三个基本理论假设受到以下严峻的挑战。

1. “理性人假设”的非合理性

“理性人假设”是有效市场假说的基本前提。然而,由于并非所有的投资者都能严格地满足“理性人”的假设条件,因而建立在“理性人”假设之上的有效市场假说的正确性受到了前所未有的质疑。

2. “非理性投资者投资决策相互冲抵”假设的非合理性

有效市场假说认为,即使存在着非理性的投资者,由于其交易行为亦将随机进行,因而交易行为对于市场的影响则会相互冲抵。然而,心理学家卡尼曼(Kahneman)和特维茨基(Tversky)等人的研究表明,个体的行为并不是偶然地偏离理性,而是经常地以同样的

方式偏离。入市不深的投资者在多数情况下是按照自己的理念来买卖股票的,其交易行为之间具有很大的相关性。例如,由于受市场传言的影响,投资者会模仿周围他人的交易行为,因而会犯下相同的决策错误。即在大致相同的时间内,大家都试图买入或卖出相同的股票,从而表现为投资者的从众行为,致使非理性投资者投资决策呈现出一边倒的倾向。

除了个人投资者在投资决策上不符合理性要求之外,机构投资者表现得更为明显。因为在金融市场中,绝大部分资金是由为个人以及企业投资理财的基金经理人所掌控,受托理财的职业角色使其在进行投资决策时更容易表现出从众行为。例如,这些基金经理人所选择的投资组合会非常接近于评估基金业绩的指数所使用的资产组合,从而最大限度地避免因业绩水平低于该标准组合所造成的职业风险。即他们会随大流,买进其他经理人所买入的投资组合,以免业绩水平低于他人。基金经理人会在投资组合中增加近期表现不错的股票,抛弃那些表现欠佳者,以便在公布投资报告时给投资者留下良好的印象。因此,无论是个人投资者还是机构投资者,其投资决策都表现为明显的趋同性,而非相互冲抵性。

3. “套利者纠正市场偏差”假设的非合理性

有效市场假说认为,由于理性的套利者不存在心理偏差,因而其将消除非理性投资者的交易行为对于市场价格的影响,从而将证券价格稳定在其基本价值上。然而,事实上的套利行为不仅充满风险,而且纠偏作用有限。

一方面,套利行为的纠偏作用是否有效,关键在于能否找到被非理性投资者(俗称“噪声交易者”)错误定价证券的合适替代品。由于在大多数情况下,证券产品并没有特别合适的替代品,因而一旦出现了“定价偏差”,套利者将无法进行无风险的对冲交易,而只能是简单地卖出或减持风险已高的股票,以期获取较高的收益。当一个套利者依据相对价格的变化买进或者卖出某只股票后,他就要承担与这只股票相关的风险。例如,某行业存在三家主要的上市公司,套利者认为A公司相对于B、C公司来说其股价已经被高估,于是他卖空A公司股票而增持另外两家公司的股票。尽管其化解了该行业的一般风险,但却无法避免A公司会有出人意料的利好消息,以及B、C公司会有出人意料的利空消息所引发的风险及其损失。正是由于没有特别合适的替代品,套利活动也就充满了风险而并非有效市场假说所认为的无风险套利。

另一方面,即使能够找到特别合适的替代品,套利者也会面临其他风险。这种风险来自于未来卖出股票时其价格的不可预知性,且价格偏差有可能长期持续,即存在价格偏差的持续性风险。换言之,即使是两种基本价值完全相同的证券产品,价高者有可能持续走高,而价低者有可能持续走低。尽管两种证券产品的市场价格最终会趋同,但套利者在交易过程中将不得不遭受暂时的损失。如果套利者无法承受这一损失,其套利活动就将面临很大的约束。可见,看似完美的套利行为,其实质上风险重重,因而其纠偏作用也相当有限,所以“套利者纠正市场偏差”假设并不具有现实的合理性。

总之,上述分析对于有效市场假说中最为关键的三个基本理论假设提出了挑战与质疑,伴随着时间的推移,行为金融理论和实践的进展已经在深刻地动摇着有效市场假说在现代金融领域中的主导地位。



第二节 行为金融学的源起

一、行为经济学的兴起

多年以来,经济学界的不少学者对于经济学中人性假设的不现实性持续提出了严谨的批评,并提出了更贴近于社会经济生活现实的人性假设。这一更正视人类本性的经济研究理念在20世纪90年代得到了很大的发展,从而导致了行为经济学思潮的兴起,并最终促成了行为经济学的诞生。

(一) 行为经济学的发端

行为经济学的发端是由一些看似偶然的因素所促成的,其中一个主要因素是贴现效用模型(discounted utility model)和期望效用理论(expected utility theory)受到广泛质疑。在20世纪中叶,一方面,期望效用理论和贴现效用模型分别作为在“不确定条件”以及“跨时期选择”条件下计算效用值的工具,已经被众多的主流经济学家所接受;另一方面,一般意义上的效用概念非常宽泛,而期望效用理论和贴现效用模型是建立在众多精确假设之上的,这就很容易使之成为行为经济学家所攻击的对象。在这一争论中,有的论文是针对期望效用理论的反常规推论而写的,比如《风险、不确定性与原始的公理》^①和《财富的效用》^②等;还有的论文是对“贴现效用模型”指数形式的贴现函数提出异议,如《动态效用最大化中的短视行为和不连续性》。^③这些论文都对行为经济学的发展产生了深刻的影响。到20世纪半叶,卡尼曼和特维茨基的《预期理论:一种风险决策分析方法》^④和泰勒(Richard Thaler)的《动态非一致性的实验证据》等论文,不仅对“期望效用理论”和“贴现效用模型”提出了与前人相似的异议,还设计了有说服力的实验,从而使新的理论在一定条件下易于被证实。这标志着行为经济学的创立。

另一个促进行为经济学发展的因素是现代认知心理学的发展。过去心理学家曾认为“大脑”是一个“刺激-反馈”的机器,但从20世纪60年代开始,旧的比喻被逐渐舍弃,而将大脑比作一个“信息处理器”的理论开始主导认知心理学的研究。信息处理器的比喻又引出了诸如“问题解决”“决策过程”等新的研究课题,而这些新的心理学方面的研究课题与经济学中“效用最大化”的概念相关性颇大。随后有一大批的心理学家投身到经济学模型与心理学模型的对照研究之中。其中,影响最大的是卡尼曼和特维茨基的《预期理论:一种风险决策分析方法》和《不确定条件下的判断:启发式偏向》^⑤两篇文章。

继这两篇文章之后,行为经济学发展的另一个里程碑是1986年在美国芝加哥大学举办的一次学术论坛,很多优秀的行为经济学论文在这次论坛上发表。十年后,一本以收录行

① Ellsberg D. Risk. 1961. Ambiguity and the savage axioms. *Quarterly Journal of Economics*, 75: pp. 643-669.

② Markowitz H. 1952. The utility of wealth. *Journal of Political Economy*, 60: pp. 151-158.

③ Stroz R.H. 1955. Myopia and inconsistency in dynamic utility maximization. *Review of Economic Studies*, 23: pp. 165-180.

④ Kahneman D, Tversky A. 1979. Prospect Theory: An analysis of decision under risk. *Econometrica*, 47: pp. 263-291.

⑤ Tversky, A. & Kahneman, D. 1974. Judgement under uncertainty: Heuristics and biases. *Science*, 185(4157): pp. 1124-1131.