

北大投资银行学丛书

INVESTMENT BANKING LIBRARY OF PEKING UNIVERSITY

何小锋/主编

# 行为金融学

Behavioral  
Finance

崔 巍/著

中国发展出版社

北大投资银行学丛书

INVESTMENT BANKING LIBRARY OF PEKING UNIVERSITY

何小锋/主编

# 行为金融学

Behavioral  
Finance

崔 巍/著

中国发展出版社

## 图书在版编目 (CIP) 数据

行为金融学/崔巍著. —北京: 中国发展出版社, 2008. 6

(北大投资银行学丛书/何小锋主编)

ISBN 978-7-80234-230-9

I. 行… II. 崔… III. 金融—经济行为—研究 IV. F830

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2008) 第 087457 号

书 名: 行为金融学

著作责任者: 崔 巍

出版发行: 中国发展出版社

(北京市西城区百万庄大街 16 号 8 层 100037)

标准书号: ISBN 978-7-80234-230-9/F·756

经 销 者: 各地新华书店

印 刷 者: 北京大地印刷厂

开 本: 670 × 990mm 1/16

印 张: 20.5

字 数: 330 千字

版 次: 2008 年 6 月第 1 版

印 次: 2008 年 6 月第 1 次印刷

印 数: 1—6000 册

定 价: 45.00 元

联系电话: (010) 68990630 68990692

购书热线: (010) 68990682 68990686

网 址: <http://www.develpress.com.cn>

电子邮件: [bianjibu16@vip.sohu.com](mailto:bianjibu16@vip.sohu.com)

---

版权所有·翻印必究

本社图书若有缺页、倒页, 请向发行部调换

# P 总·序 Preface

在经济科学中，金融学无疑是最显赫的富矿，而以研究资本市场的运作为主旨的投资银行学，则是其中最璀璨夺目的宝石。然而这门学科引进中国不过十年时间，其华丽的外表、复杂的内涵，至今让人难识真面目，有待于莘莘学者去不断挖掘。

作为一门新兴学科，投资银行学在理论上研究投资学、公司财务、资本市场理论、金融中介理论、金融发展理论、公共政策理论、金融工程理论等学科；在业务上，投资银行学研究证券的发行与交易、并购重组、信托投资基金、资产管理、金融衍生工具、资产证券化、财务顾问等内容；在方法上，投资银行学运用各种经济计量与统计分析、经济与财务分析、比较分析等复杂手段。可以说，投资银行学是创新性与实用性高度结合、专业性与多样性和谐统一的典型知识领域。

纵观中国资本市场 15 年的发展历程，走的是一条渐进式的改革模式。什么是“渐进式”？坊间有很多描述和总结。在我的眼里，就是利益格局平衡与不平衡的交替发展的过程，即在对现有的利益格局不满意的情形下，作出某些资本市场的“创新”，从而形成一种新的利益格局；新的利益获得者自然要维护这个利益格局，因此维护一定时期的稳定性；但由于此格局的发展充满矛盾和变化，暂时平衡的格局又自我演化出越来越多的不平衡因素，新格局又被越来越多的不满动机所突破，从而又通过资本市场的创新形成新的利益格局。

这种渐进式是“螺旋式上升”的发展，是哲学上的“否定之否定”

的辩证关系。非身在其中，难以知味；但陷在其中，又往往不觉其味。

何以见得？最典型者表现在证券发行市场上。几年前我曾经提出“IPO 悖论”，正是股票发行市场的自相矛盾、似是而非现象的总结。中国某个地方的真正优秀的企业如果要争取上市，眼前横亘着两大关口，一道是政府审批关，一道是市场考验关，往往过了前一关，第二关的“天时地利人和”的时机失去了，能够过了两大关的企业可能只有1%的成功率，真是“一将成名万骨枯”。

就谈第一道关：政府审批关。某个优秀的地方企业面对的是三座大山：第一座是包括中央政府的各个机构；第二座是省、市一级政府的各个机构；第三座是有关中介机构（如审计机构、评估机构、法律机构、承销机构、公关顾问等），他们都依附在政府身上享有某些行政特权。就谈第一座大山，一般由三座山峰组成（例如三个政府部门），每个部门都会有三级机构（例如部、局、处级机构）“经手”申报企业的材料，其中一级（例如“处”）就会有三个平行机构的话语权，每级又会有三层级别的人（例如处长、副处长、主办人）过手；要“活动”每一个人都要经过三个左右的“中间人”穿针引线；每结识一个人都要应酬三次，每次应酬（连吃、喝、玩、乐带出差费用）平均在3000元以上。这样就要花费 $(3^7 \times 3000 \text{元}) = 6561000 \text{元}$ 。

这就是我所总结的“溜不溜”（谐音“656”万元）现象。企业就像一条狗被人们反复“遛弯儿”。这656万元只是台面上花的钱，都是有发票可报销的。如果加上台底下花的钱，则可能要加10倍（且看“王小石事件”）。如果这个企业“溜顺”了，有幸成功上市，那么这笔几千万的费用或者入发行主体的账，就必然引起做假账；或者入控股股东的账，就必然要“侵占”上市公司的利益，以符合其经济利益补偿的原则。这些费用（或收益）都是围绕“行政特权”展开的，在经济学上就叫做“租金”，整个过程就叫做“寻租”（Rent Seeking）。

上市公司花费了“租金”，必然就要争取“超额利润”。于是乎，整个体制被设计为：发行价（计划价）与交易价（市场价）之间必须有巨大的“价差”（Price Spread）。既得利益阶层就可以从中各得其利，从而维持一种利益平衡。至于企业，在现有体制下只能“愿打愿挨”。

一个真正优秀的公司要申请上市，在证明其“真正优秀”的过程中，被

这么反复“遛弯儿”（其实是一种折磨），人财物颇有损耗，等到证明完毕——批准上市时，这个企业已经是满身伤痕，它已不是“真正优秀”的企业了。所以这个冠冕堂皇的“证优”过程其实是“证伪”过程——这就是“IPO悖论”！

假如这个企业真有“不败之身”，能够持续优秀，从而符合“配股”条件，则其大股东（国有股、法人股的股东）则可能要花10元/股的价格（稍低于市场价，后者可能是12元）买配股；但是如果他以后要卖这些股，只能以3元/股的价格（以每股净资产考虑定价）。这么离奇的事，在我们的制度框架下，被各方认为是“无异议”的。这种格局显然蕴藏着不平衡的因素，因而是暂时的，必然要被新的格局所取代。时代毕竟是进步着的，不断的创新是资本市场的生命力，我们的资本市场只能用这么一句话来总结：“前途是光明的，道路是曲折的。”

总体上的“螺旋式上升”，不排除在局部上可能表现出某种倒退。例如，中国产业投资基金的“创新”路程就更艰难。某种程度上说，与其说目前中国产业投资基金有待“创新”，还不如说有待于“复辟”。因为，现在基本上是空白状态的产业投资基金在13年前就已产生，当时以“淄博基金”为代表的“老基金”就有60多个，分布在全国各地。“中农信淄博乡镇企业投资基金”是1992年由国家主管部门——中国人民银行批准成立的、在上海交易所上市的产业投资基金，我曾经是它的策划人、申报文件的主要起草人之一。而现在正在难产的产业投资基金管理办法，即使出台了，也做不到13年前的公募发行和上市交易。这是为什么？说白了，利益——特权格局已经变化了，僵住了。

什么是大学问？研究史无前例的中国特有的资本市场的原创性理论，能够扎扎实实地解决中国的实际问题的策略，就是大学问。这是中国经济学家的历史使命和挑战。套用一句马克思引用《伊索寓言》的话说：“这里就是罗陀斯，就在这里跳吧！”

从90年代初开始，北京大学的教师和研究生们就开始研习投资银行知识。他们不仅如饥似渴地吸吮来自外国的相关知识，研究中国资本市场的特性，甚至亲赴实践领域学习操作，推动中国资本市场的拓展。正是这种长期“只顾耕耘，不问收获”的精神，使投资银行学在北京大学的课堂上，成为一门以理论的原创性和案例的亲历性相结合的经典课程。我们总

结的“以资产经营的一般模式为基石，以对企业和资产的现金流进行分析为中心，以广义资产证券化和企业重组为两条主线，以投资银行的内部管理和外部监管为两条辅线”的投资银行学理论体系和框架，声名渐远，广受认同。

本丛书包含投资银行学最具特色的几个专题，作者群是北京大学的教授、博士生导师和金融学博士的组合，亦是长期的理论研究和实践经验的结晶。我们推出这套丛书，作为北京大学金融学研究生、本科生和进修生重要课程的总结，祈望与同行们及有志者交流，并得到积极的反馈和升级。

感谢中国发展出版社的编辑们的辛勤工作以及广大读者的热心支持！

何小锋

于未名湖东畔

# 目·录

# Contents

前 言	1
第一章 概论	5
1. 从标准金融学到行为金融学	6
2. 行为金融学的发展历程	8
【1】 经济学与心理学的历史渊源	8
【2】 现代行为金融学	10
3. 行为金融学与标准金融学的本质区别	12
【1】 行为金融学与标准金融学的两大争论	12
【2】 行为金融学的理论基石	14
4. 行为金融学发展史上的重要人物	15
第二章 资本市场的有效性	17
1. 有效市场假说	18



【1】 有效市场假说的理论基础 .....	19
【2】 有效市场假说的三种形式和实证研究 .....	20

## 2. 资产定价理论 ..... 24

【1】 资本资产定价模型 .....	25
【2】 Fama 和 French 的三因素模型 .....	26

## 3. 有效市场假说面临的挑战 ..... 30

【1】 理论上的挑战 .....	30
【2】 实证上的挑战 .....	32

# 第三章 行为金融学的心理学基础 ..... 36

## 1. 认知上的偏差 ..... 37

【1】 过度乐观 .....	37
【2】 过度自信 .....	38
【3】 证实偏差 .....	40
【4】 保守主义偏差 .....	42
【5】 锚定效应 .....	44
【6】 代表性偏差 .....	45
【7】 易得性偏差 .....	47
【8】 模糊厌恶 .....	48
【9】 后悔厌恶 .....	50

## 2. 偏好上的差异 ..... 51

【1】 框架偏差 .....	51
【2】 损失厌恶 .....	54

# 第四章 展望理论 ..... 55

## 1. 预期效用理论与面临的挑战 ..... 56

【1】 预期效用理论 .....	56
【2】 预期效用理论面临的挑战 .....	57
2. 展望理论 .....	64
【1】 决策过程中的两个阶段 .....	64
【2】 展望理论中的价值函数 .....	66
【3】 展望理论中的权重函数 .....	68
3. 对展望理论的讨论 .....	71
【1】 人们对风险的态度 .....	71
【2】 参照点的变化 .....	72
第五章 套利行为的有限性 .....	75
1. 套利行为的概念 .....	76
2. 噪声 .....	77
3. 套利行为的风险和成本 .....	79
【1】 基本面风险 .....	79
【2】 噪声交易者风险 .....	79
【3】 模型风险 .....	96
【4】 履行成本 .....	97
【5】 影响套利行为的其他因素 .....	97
4. 套利行为有限性的案例研究 .....	98
【1】 孪生股票 .....	98
【2】 新增入 S&P 500 指数的股票 .....	100
【3】 股权分割中的股票 .....	102

【4】 长期资本管理公司的案例研究 .....	103
-------------------------	-----

## 第六章 整体股票市场的异象与行为金融学的解析 105

### 1. 整体股票市场的异象 106

【1】 股权溢价之谜 .....	106
【2】 股票市场的波动性 .....	108
【3】 股票市场的可预测性 .....	108

### 2. 传统金融学对整体股票市场异象的解析 110

### 3. 行为金融学对整体股票市场异象的解析 112

【1】 对股权溢价之谜的解析 .....	112
【2】 对股票波动性之谜的解析 .....	115

## 第七章 个体股票收益的异象与行为金融学的解析 117

### 1. 个体股票收益的异象 118

【1】 规模溢价 .....	118
【2】 价值溢价 .....	119
【3】 动量效应 .....	119
【4】 长期逆转趋势 .....	119
【5】 分发红利和扣除红利的事件研究 .....	120
【6】 股票回购的事件研究 .....	120
【7】 首次股权发行和增发股权的事件研究 .....	121
【8】 收入公告的事件研究 .....	121

## 2. 行为金融学对个体股票收益异常的解析 124

【1】基于信念的解析 ..... 125

【2】基于偏好的解析 ..... 128

## 第八章 封闭式基金之谜 130

## 1. 封闭式基金的概念 131

2. 封闭式基金之谜的典型案例分析：纽文（Nuveen）  
封闭式债券基金 131

## 3. 封闭式基金之谜的内容 133

## 4. 传统金融学对封闭式基金之谜的解析 136

【1】代理成本 ..... 136

【2】资产的非流动性 ..... 137

【3】资本利得税赋理论 ..... 138

5. 行为金融学对封闭式基金之谜的解析：投资者的  
心态分析 138

【1】噪声交易者风险 ..... 138

【2】个体投资者心态 ..... 140

【3】套利行为 ..... 141

【4】封闭式基金之谜和投资者心态 ..... 142

【5】一些其他的启示 ..... 143

## 6. 封闭式基金之谜的实证研究 144

【1】实证研究的样本数据 ..... 144

【2】实证研究的研究结果 ..... 145

7. 封闭式基金之谜的其他案例研究 152

第九章 金融市场中的投资者行为 154

1. 分散化不足 155

2. 简单分散化 157

3. 过度交易 158

4. 卖出的决策：处置效应 160

【1】 处置效应产生的原因 160

【2】 处置效应的实证研究 164

【3】 “扳平症”的案例研究 167

5. 买入的决策 168

第十章 金融市场中的羊群行为 170

1. 羊群行为的概述 171

【1】 羊群行为的概念 171

【2】 羊群行为的分类 172

2. 羊群行为产生的原因 174

【1】 基于不完全信息的羊群行为 174

【2】 基于声誉的羊群行为 181

【3】 基于补偿机制的羊群行为 183

### 3. 羊群行为的实证研究 183

【1】 股票市场中的羊群行为 ..... 184

【2】 投资分析师的羊群行为 ..... 185

## 第十一章 行为资本资产定价理论 187

1. 行为资本资产定价的基本模型 188

2. 对收益异常的解析 190

3. 行为资本资产定价模型的基本结论 192

## 第十二章 行为资产组合理论 194

1. 安全第一资产组合理论 195

2. SP/A 理论 196

3. 单一心智账户下的行为资产组合理论 198

【1】 行为资产组合理论中的资产组合选择 ..... 198

【2】 最优 BPT-SA 资产组合的特征 ..... 200

【3】 收益为正态分布下的 BPT-SA ..... 202

4. 多重心智账户下的行为资产组合理论 205

5. 现实的金融市场中的资产组合 207

## 第十三章 公司的首次公开发行 209

1. 首次公开发行的案例研究 210

- 【1】 波士顿烤鸡公司的案例研究 ..... 210
- 【2】 网景通讯和其他互联网股票的案例研究 ..... 211

2. 首次公开发行的“三个现象”与解析 ..... 213

- 【1】 新股抑价发行 ..... 213
- 【2】 热卖市场 ..... 219
- 【3】 长期业绩不佳 ..... 221

3. 对“三个现象”的讨论 ..... 224

- 【1】 基于“三个现象”的一些预测 ..... 224
- 【2】 适时增发股票 ..... 225

第十四章 公司的兼并与收购 ..... 227

1. 传统金融学对兼并与收购的解析 ..... 228

2. 行为金融学对兼并与收购的解析 ..... 228

- 【1】 理性的管理者、信息对称和有效的价格 ..... 228
- 【2】 非理性的管理者和有效的价格 ..... 229
- 【3】 无效的价格和收购溢价 ..... 230
- 【4】 不对称信息 ..... 230
- 【5】 赢家诅咒 ..... 231

3. 兼并与收购的实证研究 ..... 232

4. 兼并与收购的案例研究 ..... 234

- 【1】 美国在线收购时代华纳的案例研究 ..... 234
- 【2】 AT&T 收购 NCR 的案例研究 ..... 236

## 第十五章 行为公司金融：一个综述 239

### 1. 非理性的投资者和理性的管理者 240

- 【1】 非理性的投资者和理性的管理者：一个理论框架 ..... 241
- 【2】 非理性的投资者与投资决策 ..... 244
- 【3】 非理性的投资者与融资决策 ..... 246
- 【4】 非理性的投资者与股利政策 ..... 249
- 【5】 非理性的投资者与公司的其他决策：公司名称的更改 ..... 251

### 2. 非理性的管理者和理性的投资者 252

- 【1】 非理性的管理者和理性的投资者：一个理论框架 ..... 253
- 【2】 非理性的管理者与投资决策 ..... 254
- 【3】 非理性的管理者与融资决策 ..... 255
- 【4】 管理者的有限理性 ..... 256

## 第十六章 金融市场与流言 258

### 1. 流言 260

- 【1】 流言的基本特征 ..... 260
- 【2】 消息、信息与流言 ..... 260
- 【3】 流言与闲言 ..... 262

### 2. 金融市场与流言 263

- 【1】 金融市场：流言传播的温床 ..... 263
- 【2】 金融市场中的流言的种类 ..... 264
- 【3】 金融市场中的流言的实证研究 ..... 265

### 3. 金融市场中的流言与内部交易 267



【1】 流言与内部交易 .....	267
【2】 内部交易的模型 .....	268

#### 4. 金融市场中的流言的问卷分析 ..... 270

【1】 问卷调查的内容与对象 .....	271
【2】 流言的形成 .....	273
【3】 流言的传播 .....	279
【4】 对流言的相信程度 .....	282
【5】 流言与信息网络 .....	285
【6】 基于流言的交易 .....	288
【7】 流言与信息的交易差别 .....	291
【8】 结论 .....	293

#### 参考文献 ..... 296

#### 后 记 ..... 309