

# 211

西南财经大学“十五”“211工程”建设项目

陈野华 著

# 行为金融学

XINGWEI JINRONG XUE

西南财经大学出版社

211

西南财经大学“十五”“211工程”建设项目

陈野华 著

# 行为金融学

XINGWEI JINRONG XUE

西南财经大学出版社

## 图书在版编目(CIP)数据

行为金融学/陈野华著. —成都:西南财经大学出版社,2006.6

ISBN 7-81088-420-4

I. 行... II. 陈... III. 金融—经济行为—研究  
IV. F830

中国版本图书馆 CIP 数据核字(2005)第 154215 号

## 行为金融学

陈野华 著

责任印制:杨斌  
责任编辑:彭志慧  
封面设计:杨红鹰

出版发行:	西南财经大学出版社(四川省成都市光华村街 55 号)
网 址:	<a href="http://www.xcpress.net">http://www.xcpress.net</a>
电子邮件:	<a href="mailto:xcpress@mail.sc.cninfo.net">xcpress@mail.sc.cninfo.net</a>
邮政编码:	610074
电 话:	028-87353785 87352368
印 刷:	西南财经大学印刷厂
成品尺寸:	148mm×210mm
印 张:	14
字 数:	350 千字
版 次:	2006 年 6 月第 1 版
印 次:	2006 年 6 月第 1 次印刷
印 数:	1—3000 册
书 号:	ISBN 7-81088-420-4/F·376
定 价:	26.00 元

1. 如有印刷、装订等差错,可向本社营销部调换。
2. 版权所有,翻印必究。

# 前 言

## 一

西南财经大学中国金融研究中心是教育部人文社会科学百所重点研究基地之一。2000年9月中心正式挂牌以来，紧紧围绕“四个基地三个库”的建设目标，一手抓理论基础、科学研究，一手抓学科建设、人才培养，以科研促教学，在创建全国一流的金融人才库和人才培养基地方面进行了一些有益的探索。

根据教育部在人才培养方面的指示精神，为了让学生了解金融学研究的最新动态、跟踪学科前沿，中心为硕士研究生开设了“金融学前沿研究”课程，带领学生详细归纳和整理近年来学术界关于金融学发展趋势与金融学学科建设的研究成果，启发学生思考20世纪后半叶以来世界经济金融化与金融经济学发展的内在联系，关注金融学微观化、数学化与工程化的发展趋势和最新成果，强调中国金融高层次人才培养与国际接轨的重要性。与此同时，注重金融学作为应用经济学的特征，引导学生理论联系实际，紧跟中国金融改革的实践，并从转型经济理论高度认识中国金融改革的一些深层次问题，将我校“十五”“211工程”重点学科建设项目“中国转型时期的金融理论与实践”的部分研究成果充实教学内容。由此形成的一系列的研究专题，都由任课教师带领不同的学习小组完成。从选题开始，到文献资料的搜集整理，研究方法的选择，调查提纲与研究大纲的拟订，再到研究报告或课程论文的撰写，学生们在参与专题



研究的全过程中，不仅掌握了所研究专题的内容，更重要的是提高了分析问题、解决问题的能力和对金融创新敏锐的洞察力，在研究范式的转换上了解了什么是学科前沿。

奉献在读者面前的，正是上述教学实践的成果之一。2003年，我们在对2002级硕士研究生“金融学前沿专题”课程的教学中，开设了“行为金融学的基本理论框架”专题。行为金融学是近年来西方金融理论发展的一个新分支，其特点是应用心理学、社会学的研究成果与方法对主流金融学的理论进行修正。行为金融学在资本市场研究方面的影响与日俱增，但对硕士生来讲内容较深，有相当的难度。本专题首先由我介绍近年来国内外学术界对主流金融学主要研究成果的争议，在此基础上引导学生就行为金融学的形成、行为金融学的特点、行为金融学的理论基础与心理学基础、行为金融学的行为模型与交易策略、行为金融学在家庭理财与公司金融等领域的运用以及行为金融学与主流金融学的分歧与融合等多个方面对行为金融学基本理论框架进行概括。在搜集整理国内已有的中文资料的基础上，通过查阅国外第一手资料，不仅使学生们在文献检索、资料翻译、观点提炼、数据分析与整理等方面得到一定的锻炼，培养了学生的自学能力和团队合作精神，更重要的是历时近一年的工作让学生们经历了跟踪学科前沿的全过程，完成的小组作业长达12万字，其中对行为金融模型资料的收集和整理在当时国内已公开披露的中文资料中尚不多见。<sup>①</sup>本书即是在这12万字作业基础上补充加工完成的，从这个意义上讲，本书可以看作是学生们的一个习作。但它又不是一般意义上的作业，它是西南财大中国金融研究中心在研究生培养模式探索中由师生通力

---

<sup>①</sup> 2003年11月底在南京召开的关于行为金融学的讨论会上，有一份尚未正式出版的征求意见稿有相同的内容。

合作完成的一项成果。

一开始,我仅仅是想引导学生对行为金融学有一个大致的了解。但随着工作的展开,值得研究的问题越来越多。主流金融理论在以“理性人”和有效市场为其理论假设的基础上,发展了现代资产组合理论(MPT)、资本资产定价模型(CAPM)、套利定价理论(APT)和期权定价理论(OPT)等一系列经典理论,它承袭了经济学“理性范式”的研究思路,取得了重大成功。但它忽视了对投资者实际决策行为的研究。随着理论研究的深入,越来越多的证据表明:人的行为、心理感受等主观因素在实际投资过程中起着不可忽视的作用。人们并不总是以理性的态度做出决策,对理性决策的偏离是系统性的。在现实中往往存在着心理账户、“过度自信”等认知偏差和不完全理性的现象,证券投资行为中会表现出各种偏激和情绪化特征,在证券市场上则表现为股票价格的种种异象,如“股票溢价之谜”、“股利之谜”、“规模效应”、“账面市值比效应”、“一月效应”等。实际上,证券市场由完全理性的投资者主宰需要很严格的条件,在实际中不能得到满足(Delong, Shleifer, 1990)。传统的“理性人”假定已经无法解释现实中人的经济行为。与此同时,有效市场假说也存在着假设、检验以及套利有限性等诸多缺陷,以投资者理性和有效市场假说为支撑的主流金融理论开始受到人们的质疑。正是在这样的背景下,行为金融理论研究悄然兴起。对金融学来说,行为金融最大的贡献就在于其基本完成了金融学理论研究范式的转变。它不再局限于一个狭窄的理论框架,初步建立了结合金融学、心理学、行为学、社会学、人类学等多种学科在内的分析框架,从而拓宽了金融学的发展空间。行为金融理论以心理学研究成果为依据,揭开了投资者实际决策过程这一“黑箱”,比较系统地揭示了人们在不确定状态下的实际判断和决策过程;并且创造性地提出由于套



利的限制，非理性投资者可以长期在市场上生存且对股价有长久的影响。这也就是行为金融的两大理论成就——投资者心态 (investor sentiment) 和有限套利 (limits to arbitrage) 的实际意义。

回顾经济学研究的历史长河，我们可以发现，行为金融的兴起绝非偶然。行为金融研究在很多时候都是对传统主流金融理论的修正和扩展：传统金融理论的理性经济人假设、完全市场假设和随机交易假设在行为金融中分别由非理性（或有限理性）行为人、存在套利限制的市场和投资者的群体行为相对应；预期效用理论对应于期望理论 (Prospect Theory)；CAPM 对应于行为资产定价 (BAPM)。主流金融学在对现实问题解释上的种种尴尬导致学者们不得不从另外的角度去思考问题，从假设前提、理论基础、分析工具、模型推导、实证检验等不同的方面展开对问题的研究，其结论是缤纷多彩的，其过程是值得我们深思的——某一种观点的提出，某一种方法的运用，某一项假说的证实或证伪……，思想在这样的过程中得以升华，理论在这样的过程中得以创新。带领学生对这一过程的探索，不仅得益于现成的研究结论，更重要的是启发我们去思考：新的理论、新的学说、新的流派是怎样诞生的？如何从不同的角度去研究中国的经济、金融问题？如何为构建对中国经济、金融现象最有阐释力的经济、金融理论而添砖加瓦？

## 二

正是在这样的指导思想下，本书自始至终将行为金融学与主流金融学的主要内容进行对比研究，从学术界关于主流金融学主要结论的争论中，以及主流金融学在对现实经济现象阐释的矛盾中，去探寻行为金融学的理论精髓。

研究中我们发现，对投资者心理的研究并不发端于行为金

融学，而在早期投资理论中便有痕迹。以查尔斯·道（Charles Henry Dow）的道氏投资理论为基础的技术分析（Technical Analysis）作为一种完全根据市场行情变化来进行分析的方法，对投资者心理投入了相当的关注，而这种关注在技术分析的三个基本假设中都有充分的体现：①市场价格涵盖一切。价格作为市场交易行为的结果，已经将一切可能影响价格的因素全部反映，其中也包括心理的因素。正如道氏理论的一个基本原则所言：“任何人所了解、希望、相信和预期的任何事都可以在市场中得到体现。”②价格沿趋势演进，直到有新的力量迫使趋势停止甚至反转。趋势只是交易价格涨跌在图形上的表现形式，而透过图表探究，促使这种趋势运动的根本动因却是投资群体的心理贪婪与恐惧本能。③历史会重演。过去在一定条件下发生的事情如果现在条件具备，类似的事情会再次发生。股市不断变化，但投资者趋利的动机永远不会变，其贪婪、恐惧等心理会在投资者决策时反复出现，从而在市场中呈现出一些典型的形态。显然，这些典型形态重现的背后是投资者心理状态的不断重现。同样，以本杰明·格雷厄姆（Benjamin Graham）为代表的重视基本面分析的价值投资理论也对投资者心理给予了充分的关注，这种关注主要体现在股票价格与内在价值之间的偏差。价值投资理论认为，每只股票都有一个内在价值，市场的情绪波动使得价格总是会高于或低于内在价值，因此投资者就可以通过寻找价值被低估的股票，买进并长期持有，通过价格向价值的回归实现获利。为了研究股价过分偏离股票内在价值的原因，格雷厄姆创造了一个“市场先生”的角色来分析市场投资者之间的报价博弈行为，隐喻投资者心态对证券价格的影响。

以有效市场理论（EMH）为基础的现代投资理论以其完整的理论框架和精美的数理模型而在金融学的发展史上具有非常





重要的学术地位。对于市场可能存在的非理性投资者与情绪化交易，现代投资理论仅仅用一个“套利机制”就否定了它对证券价格波动的系统影响。但在随后的几十年中，EMH理论无论在理论基础还是实证检验证据上都受到了挑战，投资者理性的假设也越来越受到人们的质疑。虽然至今行为金融理论还是无法确定在众多心理因素中究竟哪种因素起关键作用，其提出的行为组合理论和行为资产定价模型的有效性依然尚待检验和论证，但投资者心理对投资决策的影响却已引起了学界的广泛关注。如果说早期的投资理论对于投资者心理的关注只是局限于人性中的贪婪与恐惧的狭隘范畴，只是对投资者心理的朴素描述的话；那么行为金融学的发展则是对投资活动心理分析的科学化和理论化，是心理学与金融学两大学科的融合，它体现了金融投资理论“否定之否定”的理论发展过程，遵循了波浪式前进、螺旋式上升的哲学规律。

### 三

也正是在这样的指导思想下，本书的应用部分详细介绍了国外理论和实务界如何以行为金融理论指导金融投资实践，其中部分内容已经涉及操作层面。这些内容是目前国内其他同类书籍较少涉及的。中国证券市场向来以其不成熟、不完善为人所诟病，但由于人类心理从本质上来说具有相似性，可以预计在其他国家发现的大部分行为金融规律同样能够应用到中国。这样，在照搬西方传统金融理论难以解释我国证券市场种种现象的同时也为行为金融的应用留下了巨大的空间。因此，该部分内容不论对国内理论界还是实务界都具有一定的参考价值。

在本书应用部分有关股票估值的章节，我们还运用行为资产定价模型结合我国证券市场实际交易数据进行了实证研究。在行为资产定价的实证领域，目前国内已知的文献屈指可数，

并且由于计算的复杂性和数据量的庞大，使有关研究者采用了近似替代的办法来计算，其方法的理论合理性和实证结果的精确性很难保证。在掌握理论精髓的基础上，我们在实证中以符合理论的计量分析技术进行实现，在实证方法上，借鉴但不照搬国外学者的做法，大胆地做出了一些尝试改进，给出了改进方法的理论解释。

行为资产定价模型的关键是市场组合的构建。在传统金融学的研究范畴内，一般采用整个证券市场的所有证券作为市场组合，用市场指数收益率代表市场收益率。而在行为资产定价模型中，必须考虑到市场上噪声交易者的影响来重新构建市场组合，为此，Vikash Bora Ramiah 和 Sinclair Davidson (2003) 提出了动量指数概念。构建动量指数的主要依据是证券的交易量，以证券的交易量作为反映投资者情绪的标准，交易量反映了不同投资者对某种证券未来价格的不同看法。交易量在平均值以上的证券被认为是被交易者偏好的，存在噪声交易者的可能性也更大。

大量实证研究表明，噪声交易会导导致交易量上升。但反过来，交易量上升并不一定就是由噪声交易引起的。因此，只是简单的以原始交易量的大小作为选择标准，从逻辑上说并不成立，其实证结果必然误差较大。为此，我们将原始交易量分为两部分：非信息交易量（流动性交易）和信息交易量（非预期交易量），以信息交易量作为噪声交易量，从原始交易量中分离出与噪声交易有关的部分，该部分的变化才能更好地描述市场中噪声交易状况，体现噪声交易者风险的大小，从而使 BAPM 的回归分析更合理、有效。研究结果表明：由于我国证券市场存在很高的噪声交易者风险，这造成了价格对基本价值的系统性偏离，传统的资产定价模型无法适用于我国证券市场。

在具体实证过程中我们使用了工程技术软件 Matlab 进行大



规模的数据处理和运算，对运算的结果运用计量分析软件 Eviews 进行分析，得出了具有统计和经济意义的分析结果。运用这两种软件，各取所长，联合在一起进行实证，实现的过程很艰难，但也是本书的一大特色。

#### 四

本书各章内容具体安排如下：

第一章，绪论。本章从研究范式和理论体系框架的角度，比较说明了行为金融学与传统金融理论的不同之处，目的在于使读者能够从整体上把握行为金融研究的特点——即以实际经济生活中的人而非“理性人”为出发点的分析，这种分析是实证性的（即人们到底是如何决策和行动的）而不是规范性的（对“理性人”的公理性假设）。此外，本章还探讨了行为金融学发展的局限性以及行为金融学与传统金融理论两者相互融合的趋势，这也是本书对二者关系的一个界定，即二者不是互相排斥而是互补的。

第二章，行为金融学的心理学基础。行为金融学利用了与投资者信念、偏好以及决策相关的认知心理学和社会心理学的研究成果，突破了现代金融理论只注重理性投资决策模型对证券市场投资者实际决策行为进行简单测度的范式，以“非理性或者有限理性”的投资者实际决策心理为出发点，研究投资者的投资决策行为规律及其对市场价格的影响。本章对认知心理学、社会心理学等心理学分支中与行为金融研究相关的内容进行了清晰而细致的梳理、介绍，并在附录中配以案例说明，使读者能够对人类非理性行为的表现及其成因有一个系统而清晰的认识。

第三章，预期效用理论与期望理论。传统的资产组合和资产定价理论均是基于预期效用理论而建立，它给出了不确定条

件下的决策行为的简单而精确的描述。但是，现实中总是存在的系统背离独立性假定以及概率线形效用的现象对“预期效用理论”产生了质疑，进而对现代金融理论形成了巨大冲击。由此产生了两个研究方向：其一是越来越多的学者尝试放松个人决策和偏好的有关公理性假定，试图从技术上对原有预期效用理论进行修正或替代，如扩展效用模型、非传递性效用模型和非可加性效用模型；其二是部分学者独辟蹊径，寻求对现象的合理解释以替代预期效用理论，具有代表性的就是 Kahneman 和 Tversky 在 1979 年所创立的期望理论。本章先简要介绍了预期效用理论，然后提出了现实生活中违反预期效用理论的种种悖论和异常现象，进而自然地引出了行为金融对预期效用理论的修正——期望理论。

第四章，行为金融模型。传统金融学认为，套利在维持市场有效性方面发挥着关键作用。即使市场中存在非理性的投资者使证券价格偏离基本价值，套利机制会自动消除非理性投资者对价格的影响，使证券价格回复到基本价值水平。但是行为金融学却认为，由于受到没有完全替代品、噪声交易者风险、时间、出资人等因素的限制，从表面上看近乎完美的套利，在维持市场有效性方面只能发挥有限的作用。对此，行为金融学者提出了噪声交易者模型进行解释。同时，有限套利虽然解释了为什么在噪声交易者干扰下市场会处于非有效状态，但是它无法告诉我们这种非有效性到底采取了哪种具体形式，为此需要建立行为金融学的第二个理论基础——投资者心态分析。针对证券市场上存在的两类最主要的异象——反应过度和反应不足，行为金融学者在心理学的基础上，提出了一些投资者行为模型，对其进行解释。其中最重要的三个模型是 BSV 模型、DHS 模型和 HS 模型。

第五章，金融市场中的群体行为。现代金融理论还包涵一

个重要的假设，即投资者之间的随机交易，但行为金融认为投资者之间的交易并不都是随机的，在某些特定的情况下会表现出一些现代金融理论不能很好解释的群体行为现象。本章首先介绍了羊群行为，包括羊群行为的概念、分类、形成机理及相关的实证研究。然后对资本市场的泡沫理论作了一个介绍。对这两种现象，现代金融理论和行为金融理论都作出了相应的解释。我们认为，在对现象的解释上，两者不是对立的，并且行为金融很多时候能够从不同的角度解释一些传统理论所无法解释的现象，因此，二者应该能够互补。同时，我们应该注意的是，即使有时候个体的行为符合传统的理性假设，但拓展到群体甚至市场层面的时候却可能表现为一种非理性的行为聚集。从这个角度来说，行为金融并非只研究投资者行为的非理性一面，也考虑了理性与非理性的相互作用甚至是从理性出发导致的非理性结果。

第六章，行为资产定价模型与行为组合理论。BAPM 和 BPT 的提出是完全对应于传统金融学中的 CAPM 和 MPT，因此在行为金融学的理论框架中具有相对独立性。鉴于此，我们将它单独列为一部分，作为与 CAPM 和 MPT 的对照介绍，置于群体行为之后，行为金融应用之前。

第七章，金融市场异象及其行为金融解释。对有效市场假说的疑问和实证研究的异常现象由来已久，但迄今为止，尚没有一个更好的理论或假说能够取代效率市场说对证券市场价格行为的解释。行为金融理论是第一个较为系统地对效率市场假说提出挑战并能够有效地解释证券市场价格异常的理论。本章先对目前出现的异象做逐一介绍，然后再阐述行为金融学对这些异象的解释。

第八章，基于行为金融理论的交易策略。近年来，随着行为金融理论的发展，各国特别是美国理论界和投资界在报刊杂

志上对行为金融理论和投资策略的大力推荐，使得行为金融交易策略已广为人知。在本章我们仅选取行为金融策略中较有代表性的动量交易策略、反转交易策略、成本平均策略和时间分散化策略分别予以介绍。

第九章，风格投资。基于不同风格的资产而不是单个资产进行选择的投资组合分配称为“风格投资”（style investing）。传统金融学告诉我们：每个我们想去了解的证券都充分而且完全地被仅仅两个数字——均值和方差——所描述了。谈论风格意味着转到经典金融学提供的框架之外。本章将运用行为金融理论对不同的投资风格进行分析，并指出死守一种特定风格的做法很可能是次优的，而风格轮换（style rotation）抓住了收益最大化的关键。在此基础上，本章还提供了一系列的指标作为在实际投资决策中把握风格轮换时机的参考。

第十章，股票估值。对投资者和分析师而言，做出投资决策的关键是如何对公司的股票进行估值，而其中的一个核心问题就是如何决定公司股票的基本价值。为此，分析师们付出了不懈的努力试图从公司的财务报表和其他有关数据中去挖掘所谓的“公平价值”。在本章中，我们将介绍如何运用行为金融的一些观点和成果来增进股票分析师的估值技术。同时，本章还运用行为资产定价模型对我国证券市场的实际交易数据进行了实证分析，得出结论认为：由于我国证券市场存在很高的噪声交易者风险，造成了价格对基本价值的系统性偏离，传统的资产定价模型无法适用于我国证券市场。

第十一章，组合构建和风险管理。本章运用行为金融理论对组合构建和风险管理的中的两个关键指标——方差和相关性（协方差）进行了分析，指出了这两个指标在实际运用中的局限性及其如果失效会带来的影响。

第十二章，行为公司金融。行为金融学的崛起对传统金融

理论的基本假设提出了挑战，行为金融学与传统公司金融学的融合，逐渐引出了“行为公司金融理论”（Behavioral Corporate Finance）。理论界主要以两种方式研究源于行为范式的公司金融。第一种是假定公司的经理们都受支配于几乎相同的心理偏好（理性市场，非理性经理）。另外一种是将经理们假定成理性的人，利用他们的理性来发现由于市场中的错误定价而形成的机会（理性经理，非理性市场）。本章研究了在这两种假定条件下出现的传统公司金融理论难以解释的现象及其行为金融学解释。将行为金融的研究方法应用于公司金融领域，也是行为金融学向外延伸取得的最新成果之一。

第十三章，我们的思考。本章的写作试图将早期的投资理论、现代经典投资理论及行为金融学建立在一个统一的框架内，以心理学作为贯穿全章的主线，从而揭示出现代经典投资理论与行为金融学的异同。

## 五

本书力求用通俗易懂的语言去阐释行为金融学的理论，为学者提供可读的参考。以前的行为金融著作对心理学部分的内容一般限于对投资者非理性行为以心理学术语加以解释、说明，而缺乏对这些心理现象的层次及相互关系的清晰界定。本书对认知心理学、社会心理学等心理学分支中与行为金融研究相关的内容进行了系统而细致的梳理、介绍，并在附录中配以案例说明。这样做，一方面可以避免读者由于对心理学相关知识的缺乏而对行为金融理论中出现的众多心理学术语茫然不知所措；另一方面，也可使读者在阅读该部分内容时，自我诊断容易在心理过程的哪个阶段犯错。对其他同类书籍已加以详细介绍的内容，本书在具体写作过程中做了详略方面的取舍，有的部分采取了文献综述的形式。这样做既避免了重复，也使全书

的脉络更加清晰，而文献综述也为进一步研究提供了文献基础。

本书是西南财经大学“十五”“211工程”重点学科建设子项目“金融高层次人才培养的国际比较研究”的成果之一。项目负责人为陈野华，项目组成员及分工情况如下：陈野华负责课题的总体设计、定稿的总纂与前言的执笔，苟宇负责第5、9、10、11章，王磊负责第1、2、3章，刘菲菲负责第6、7、8章，刘正负责第4、12、13章。宋鸿羽、高增银、夏辉也参与了部分资料的搜集整理工作。本书在编写过程中参阅了大量国内外作者的著述，我们在参考文献中也一一列出，在此一并表示衷心的感谢！由于是一种尝试，能否达到我们预期的目标，也只有由读者来评说了。真诚地欢迎广大读者对书中的不足与错误提出批评。

陈野华

2005.11.24 于光华园



# 目 录

第 1 章 导论 .....	(1)
1.1 简要回顾 .....	(1)
1.2 不同研究范式的比较 .....	(9)
1.3 不同体系框架下的比较研究 .....	(13)
1.3.1 预期效用理论与期望理论 .....	(17)
1.3.2 有效市场理论及其挑战 .....	(18)
1.4 行为金融学发展的局限性 .....	(22)
1.4.1 从“狭义”有限理性到“广义”有限 理性 .....	(24)
1.4.2 从“完美”贝叶斯规则到“有限”贝叶斯 规则 .....	(24)
1.4.3 从预期效用理论到期望理论 .....	(25)
1.4.4 进一步的思考 .....	(26)
1.5 关于两者相互融合的趋势探讨 .....	(27)
第 2 章 行为金融学的心理学基础 .....	(31)
2.1 心理学基础导读 .....	(32)
2.2 认知心理学 .....	(34)
2.2.1 信息获取阶段的认知偏差 .....	(37)
2.2.2 信息加工阶段的认知偏差 .....	(39)
2.2.3 信息输出阶段的认知偏差 (过度自信) ..	(51)
2.2.4 信息反馈阶段的认知偏差 .....	(55)