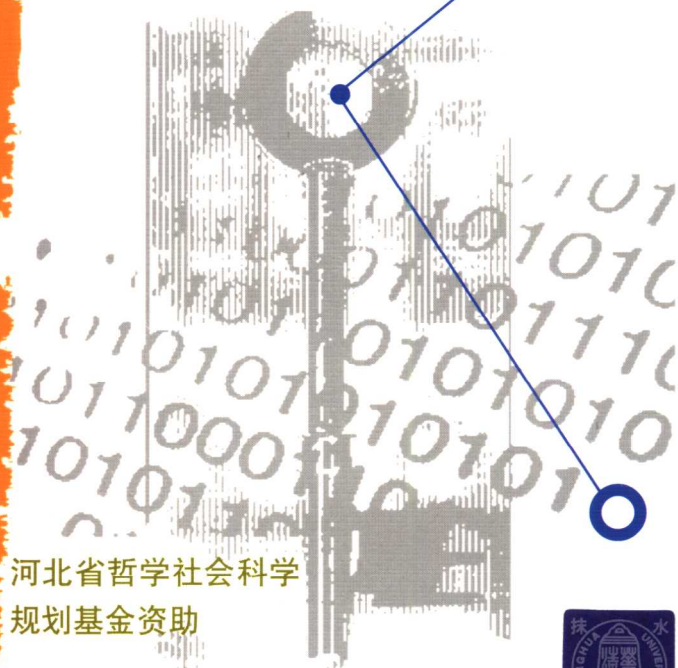


Behavioral Finance and
Game of Securities Investment

行为金融学 与证券投资博弈

石善冲 齐安甜 著



河北省哲学社会科学
规划基金资助

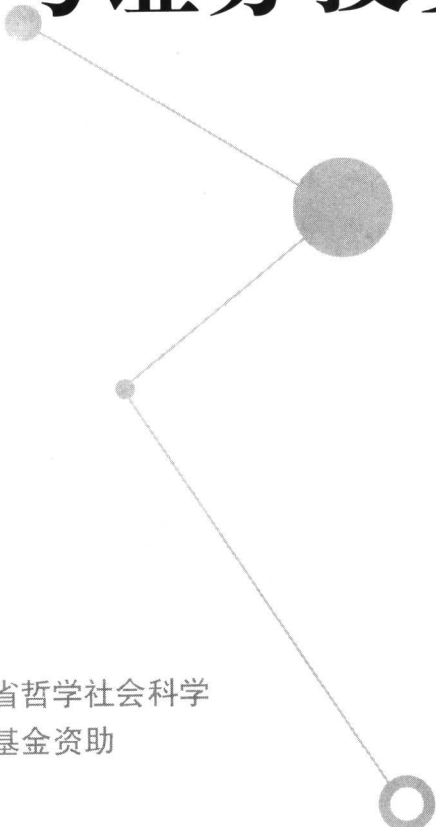


清华大学出版社

Behavioral Finance and
Game of Securities Investment

行为金融学 与证券投资博弈

石善冲 齐安甜 著



河北省哲学社会科学
规划基金资助

清华大学出版社
北 京

内 容 简 介

本书在对作为标准金融学基石的有效市场假说(EMH)进行系统论述的基础上,阐述了标准金融学与行为金融学的冲突与演变。随后,创新性地将行为金融学的理论体系分为两条主线,一是研究由于人们的认知偏差导致的心理因素,即认知心理学;二是研究由于从众、贪婪、恐惧等情绪因素导致的心理因素,即情绪心理学。通过这两个角度的论述,清晰勾画出行金融学的整体脉络。最后,通过将行为金融学与博弈论的结合,深入研究了证券投资博弈问题。本书具有实用性、系统性和前瞻性,为我国的证券投资实践提供了全方位的指导框架。

版权所有,翻印必究。举报电话:010-62782989 13501256678 13801310933

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。

本书防伪标签采用特殊防伪技术,用户可通过在图案表面涂抹清水,图案消失,水干后图案复现;或将表面膜揭下,放在白纸上用彩笔涂抹,图案在白纸上再现的方法识别真伪。

图书在版编目(CIP)数据

行为金融学与证券投资博弈/石善冲,齐安甜著. —北京:清华大学出版社, 2006.9

ISBN 7-302-13275-5

I.行… II.①石… ②齐… III.①金融—经济行为—研究 ②对策论—应用—证券投资—研究 IV.①F830 ②F830.91

中国版本图书馆CIP数据核字(2006)第070700号

出 版 者:清华大学出版社 地 址:北京清华大学学研大厦

<http://www.tup.com.cn> 邮 编:100084

社 总 机:010-62770175 客 户 服 务:010-62776969

责任编辑:高晓蔚

封面设计:灵智工作室

版式设计:灵智工作室

印 刷 者:北京四季青印刷厂

装 订 者:北京国马印刷厂

发 行 者:新华书店总店北京发行所

开 本:148×210 印张:11.5 插页:1 字数:273千字

版 次:2006年9月第1版 2006年9月第1次印刷

书 号:ISBN 7-302-13275-5/F·1568

印 数:1~4000

定 价:22.00元



前言

20 世纪 50 年代以来,金融对经济活动的作用急剧加大,经济学家们开始越来越多地研究资本市场的问题。对利率理论的深入研究意味着货币对经济的推动作用日益明显,价格理论的研究重心也从较为虚拟化的资金价格即利率,转为更加虚拟化的资产价格,表明以资本市场为轴心的现代金融已逐步成为现代经济的核心,金融市场越来越成为市场经济活动的重要组成部分。金融市场的活动吸引着成千上万的投资者,影响着宏观经济的发展,推动着金融理论的创新。

现代金融理论发端于 20 世纪 50 年代,发展于 60 年代,成熟于 70 年代并成为主流金融理论。1952 年,马科维茨(Markowitz)发表《证券投资组合选择》(*Portfolio selection*)一文成为现代金融理论的开端。该文提出了“投资组合”理论,把量化研究引入证券投资的预期收益和风险研究领域,对证券投资理论的发展作出了重大贡献。

继承前人研究的成果,夏普(Sharpe)(1964)、林特纳(Lintner)(1965)等人发展了资本资产定价模型(CAPM),罗斯(Ross)(1976)在因素模型的基础上突破性地发展了 CAPM,提出了套利定价理论。1970 年,法玛(Fama)发表了题为“Efficient Capital Market: A Review of Theory and Empirical Work”的文章,提出了著名的有效市场假说,认为一个有效市场中的价格反映了关于资产的所有信息。此后,布莱克(Black)、斯科尔斯(Scholes)和默顿(Merton)等学者提出期权定价理论,并被广泛地应用于实务,从而导致了金融产品的大量创新。

20 世纪 70 年代中期,以有效市场假说(EMH)为基础,以资本资产定价理论和现代资产组合理论为基石的标准金融理论已经发展成熟,具备了一个比较完备的理论框架,并确立了其在金融经济领域的正统地位。

金融学是致用之学,因此,任何金融理论在尽可能多地合理解释经济现象

的同时,还必须经受经济实践、实证研究和实验分析的检验。标准金融理论是建立在资本资产定价模型(CAPM)和有效市场假说(EMH)两大基石上的。这些经典理论承袭经济学的分析方法与技术,其模型与范式局限在“理性”的分析框架中,忽视了对投资者实际决策行为的分析。标准金融理论在对许多经济现象作出可信解释的同时,也遇到了许多困难。在不确定情况下,人们的行为、态度、偏好等并非完全是理性的。许多实证研究结果并不支持标准金融学的某些结论,出现了许多难以解释的“谜”,如日历效应、股权溢价之谜、期权微笑、封闭式基金之谜、小盘股效应,等等。随着金融市场上各种金融异象的累积,模型和实际的背离使得标准金融理论的理性分析范式陷入了尴尬境地。在此基础上,20世纪80年代行为金融理论悄然兴起,并开始动摇了CAPM和EMH的权威地位。行为金融理论在博弈论和实验经济学被主流经济学接纳之际,对人类个体和群体行为研究的日益重视,使得我们看到了金融理论与实际的沟壑有了弥合的可能。

行为金融学认为,投资者并不具有完全理性,而只具有有限理性,从而对上述异常现象进行了合理的解释。随着研究的深入,行为金融学形成了对传统金融学的重大挑战,在理论和实务界开始受到越来越多的关注。2001年素有小诺贝尔经济学奖之称的美国克拉克(Clark)奖授予了行为金融学家拉宾(Rabin)教授,2002年诺贝尔经济学奖又授予了行为金融学家丹尼尔·卡尼曼(Daniel Kahneman),这表明行为金融学已完全被主流经济学家认可,并代表了金融理论的发展方向。

因此,虽然经典金融理论体系比较完美,能够对大量的金融现象作出合乎逻辑的解释,但是其假设前提非常的苛刻,大量的异常现象的产生和一些心理学实证研究均表明标准金融学存在着根本的缺陷。行为金融理论注重对个体行为的研究,认为金融市场上的经济行为是社会人在相互作用的过程中,以客观的形式外在表现出来的,是对经济刺激的主观反应。行为金融理论广泛地吸收了现代心理学的研究成果,为金融研究提供了新的方法或者路径,这也许是行为金融学产生和发展的根本原因所在。

行为金融理论给现代金融理论带来了巨大的冲击,其主要成就包括预期理论(prospect theory)、过度自信(overconfidence)、反应过度(overreaction)和反应

不足(underreaction)理论、行为资产定价模型、行为资产组合理论等。不同的行为金融学家提出的理论比较分散,尚未形成一个完整的理论体系,基本上以由丹尼尔·卡尼曼(Daniel Kahneman)和阿莫斯·特沃斯基(Amos Tversky)提出的预期理论为核心。

从现代经典金融理论到行为金融学,是从研究金融市场“应该”怎样运行到研究金融市场“实际”是怎样运行的发展。行为金融学以心理学对人们决策行为的研究成果为基础,通过研究投资者的实际决策行为解释金融市场的实际运行机制。因而,尽管标准金融理论依然是对市场价格的最好描述,但行为金融学从对标准金融理论的假设与结论提出质疑,到对市场有效性、风险、资产定价模型等问题提出自己独特的观点,一直到提出自己的资产组合理论,它正在逐步向一个完善的金融体系发展,其研究无疑是很有意义的。由于它是一门边缘学科,随着心理学、社会学、行为经济学、决策理论等其他学科的进一步发展,其发展前景也将是十分广阔的。

作为一个新兴的理论体系,行为金融学距离一门成熟的学科或理论不可避免地还具有很大的距离。行为金融学的批评者指出,目前行为金融学模型研究的重点还停留在对市场异常和认知偏差的定性描述和历史观察上,尚不能像标准金融理论那样,从一些最基本的假设出发,在一个统一的框架下对金融市场的定价问题给出一个全面的、令人满意的解释。实际上,虽然目前行为金融学研究比较松散,但这是最终建立具有系统解释能力的统一的行为金融理论所不可逾越的阶段。经过这一阶段的积累,继续将心理学的研究成果应用于金融研究之中,以期建立一个统一的、系统的决策心理框架,根据这个框架发展出完整的行为金融理论,这将是行为金融学研究进一步的努力方向。

可以预见,虽然行为金融学完全替代标准金融理论还只是行为金融学家的一相情愿,但行为金融学必将对金融理论与实践产生越来越大的影响。需要指出的是,行为金融学是站在标准金融学的梯子上耕耘,它并不试图拆毁以往的理论,而只是拓展了标准金融理论的研究思路和研究方法,使其更加有效和完善。也许正如塞勒(Thaler)(1994)所说,终将有一天“行为金融学”作为一个名词将不再被人提起,人们在对资产定价时将很自然地考虑各种“行为金融”意义上的因素。从这一意义上讲,行为金融学与标准金融理论在争论与发展中不断

融合,形成新的更具实践性的标准金融理论可能会成为一种必然的发展趋势。

本书是作者在多年对行为金融学及博弈论在证券市场上应用研究的基础上整理而成的。行为金融学是近年来经济学界和实业界的共同热门话题,而证券投资博弈是整个投资过程的焦点。行为金融学是针对投资者心理的理论体系,有别于理论界其他行为金融学的相关论著注重研究行为金融学在证券市场上表象的特点,本书更加侧重于心理学角度上的论述,以清晰揭示行为金融学的真正内涵。这其中,更多的是对投资者个体心理行为的研究。最终,在证券投资中考虑交易对手的心理行为及由此导致的交易策略,通过将行为金融学与博弈论结合起来,研究在行为金融学基础上的证券投资博弈,才是证券投资研究的目的所在。

因此,本书在对作为标准金融学基石的有效市场假说(EMH)进行系统论述的基础上,阐述了标准金融学与行为金融学的冲突与演变。随后,创新性地将行为金融学的理论体系分为两条主线,一条是研究由于人们的认知偏差导致的心理因素,即认知心理学;另一条是研究由于从众、贪婪、恐惧等情绪因素导致的心理因素,即情绪心理学。通过这两个角度的论述,清晰勾画出行为金融学的整体脉络。最后,通过将行为金融学与博弈论的结合,研究了证券投资博弈问题。本书通过以行为金融学和博弈论为工具,以指导我国证券市场的投资实践为目的,在保证实用性的前提下,考虑到理论研究和应用的前瞻性,应用系统分析的方法,对行为金融学在证券市场中的应用问题进行了全面、系统的研究,为我国的证券投资实践提供了一个全方位的指导框架。

作者

2006年3月



石善冲 教授，1993年和2004年先后获得西安交通大学工学硕士和天津大学管理学博士学位，主要研究方向为金融工程与金融管理。曾主持各类科研课题10余项，发表学术论文30余篇。



齐安甜 管理学博士，应用经济学博士后，高级经济师，现任国家开发银行广东省分行评审处副处长。先后参与多项国家自然科学基金研究，在《管理科学学报》、《系统工程》、《管理工程学报》、《中国软科学》等国家核心刊物上发表学术论文30余篇。

内 容 简 介

本书在对作为标准金融学基石的有效市场假说(EMH)进行系统论述的基础上,阐述了标准金融学与行为金融学的冲突与演变。随后,创新性地将行为金融学的理论体系分为两条主线,一是研究由于人们的认知偏差导致的心理因素,即认知心理学;二是研究由于从众、贪婪、恐惧等情绪因素导致的心理因素,即情绪心理学。通过这两个角度的论述,清晰勾画出行金融学的整体脉络。最后,通过将行为金融学与博弈论相结合,深入研究了证券投资博弈问题。

目录

第一章 从诺贝尔经济学奖看金融学的发展	1
第一节 诺贝尔经济学奖溯源	2
第二节 金融理论的发展与前沿	7
一、一般均衡框架下的资产定价	9
二、投资组合理论和资本资产定价模型	10
三、期权定价公式	11
四、套利定价理论	12
五、行为金融学与市场微观结构理论	13
第三节 谁将是下一位金融的诺贝尔经济学奖得主	19
第二章 有效市场理论	23
第一节 有效市场理论的产生与发展	24
第二节 有效市场假说的含义及其三种形式	29
第三节 有效市场假说的理论基础	33
第四节 市场有效性假说的实证检验	35
一、市场有效性的实证检验方法	35
二、市场有效性假说的实证含义	41
第五节 有效市场假说的作用	42
第三章 标准金融学与行为金融学的冲突与演变	47
第一节 标准金融理论的基础及其缺陷	48
一、有效市场假说是标准金融理论的基石	48
二、有效市场假说的理论缺陷	50

第二节 行为金融学的产生与发展	55
一、行为金融学产生与发展的根本原因	55
二、行为金融理论的发展历史	56
三、行为金融学的理论基础	60
四、行为金融学主张的投资策略	66
第三节 标准金融学与行为金融学的理论冲突	67
第四节 标准金融理论存在的合理性	71
第五节 对行为金融学的客观认识	73
第六节 对两种金融理论的前景展望	75
第四章 证券市场异常现象及其行为金融学研究	79
第一节 证券市场对标准金融理论的偏离:股价异常现象	80
一、基本面异常	80
二、技术面异常	82
三、日期异常	85
四、规模异常	87
五、其他异常	88
第二节 证券市场对标准金融理论的偏离:投资者行为异常	95
一、投资分散度不足	96
二、过度自信与过度交易	97
三、避免遗憾与处置效应	99
四、注意效应与错误的过度买入	100
第三节 解释证券市场异常现象的行为金融基本理论	101
一、噪声交易理论	102
二、前景理论	108
三、过度自信理论	111

第四节	几个典型的投资行为模型	116
一、	BSV 模型	116
二、	DHS 模型	121
三、	HS 模型	127
四、	BCAPM 模型	129
五、	BPT 模型	131
第五章	预期理论	135
第一节	从数理预期到人类预期	136
第二节	以往的乐观主义和被忽视的预期	139
第三节	期望	141
第四节	预期和主观期望效用	143
第五节	预期形成模型	145
第六节	其他问题	147
一、	经济学中的预期理论	147
二、	预期和目标	150
三、	赌徒谬误和反回归行为	151
四、	金融市场中主观预期的作用	153
五、	社会对预期的影响	155
六、	金融预期可以被操纵吗	157
七、	前景理论	158
第六章	决策、不确定性和风险态度	163
第一节	复杂动态决策中的错误	164
一、	心理学中的决策概念	164
二、	在复杂系统中的决策	165
三、	复杂决策中常见的错误	167
第二节	风险和不确定性	169

一、风险的概念	169
二、风险态度	171
第三节 风险决策的传统理论:期望效用理论	172
一、基本内容	172
二、对期望效用理论的质疑	173
第四节 对期望效用理论的修正	175
一、后悔理论	176
二、前景理论	177
第七章 金融市场中的认知偏差	183
第一节 认知偏差产生的根源	184
一、基于人类信息处理过程产生的认知偏差	184
二、基于规律识别产生的认知偏差	187
第二节 认知偏差是否普遍存在:来自专业人士的证据	189
一、专业人士的特征	189
二、对专业人士认知的实证结论	190
第三节 认知偏差的形成方式	193
一、代表性法则	194
二、可得性法则	201
三、锚定与调整法则	204
第四节 金融市场上常见的认知偏差	207
一、过度自信	208
二、保守主义偏差	209
三、框定偏差	211
四、事后聪明偏差	213
五、小数定律偏差	217
六、损失厌恶与后悔厌恶	218
七、确认偏差与“阿 Q 精神”	221

八、心理账户	223
第八章 金融市场中的情绪、动机与自我控制	229
第一节 基于投资者情绪的金融市场异象:反应过度 与反应不足	231
一、反应过度与反应不足的概念	231
二、反应过度与反应不足的相关研究	234
第二节 金融市场中投资者情绪特征及影响	238
一、情绪的概念及特征	238
二、心态对投资的影响	241
三、过度反应的情绪指标——信心的影响	245
第三节 金融市场中的投资者动机	253
第四节 自控在证券投资中的应用	257
一、人类的需求与满足	257
二、自我控制的概念	259
三、心理学对自我控制的研究	263
四、金融市场中的自我控制	266
五、如何做到自我控制	268
第九章 证券投资博弈:散户跟风行为的博弈分析	271
第一节 博弈与均衡	273
一、纳什均衡(NE)	276
二、子博弈完美纳什均衡(SPNE)	277
三、贝叶斯纳什均衡(BNE)	278
四、完美贝叶斯纳什均衡(PBNE)	280
第二节 博弈论与证券投资	282
第三节 金融市场上的跟风行为:羊群效应	285
一、羊群效应	286

二、羊群行为的形成机理	288
三、理性羊群行为的几种理论模型	291
第四节 证券分析师羊群行为的博弈分析	296
第五节 证券市场反馈效应与投机泡沫的博弈分析	300
一、反馈理论:解释股市投机泡沫的新视角	300
二、信念、反馈效应与投资泡沫:一个不完全信息动态 博弈的模型	304
第十章 证券投资博弈:机构大户影响股票价格的博弈分析	313
第一节 机构投资者对股票价格影响的博弈分析	315
第二节 格罗斯曼—斯蒂格利茨悖论(模型)	317
第三节 多种风险证券的阿麦蒂模型	319
第四节 拉丰—麦斯肯模型:内幕交易人与市场有效性 假说	321
第五节 机构投资者定价策略的博弈分析	324
参考文献	335

诺贝尔经济学奖获得者 廿一第

第一章

从诺贝尔经济学奖看 金融学的发展

24.0

94.35

298.25

第一节 诺贝尔经济学奖溯源

诺贝尔奖是对世界范围内重大科学研究成果比较公正、最具权威的评价和最高金额的奖赏，是一个国家科学文化发达的象征。诺贝尔奖具有“最高意义”上的科学精神，它如同奥林匹克运动所体现的精神那样，是一种挑战意识。所不同的是，诺贝尔奖是向人类大脑智力的挑战。众所周知，以奖励“对人类幸福作出重大贡献的科学发现”为宗旨的诺贝尔奖，最早设立于1901年，其基金来自于诺贝尔捐献的920万美元。该奖的设立是为了纪念艾尔弗雷德·诺贝尔为人类的文明事业创造出来的“前无古人，后无来者”的光辉业绩。而诺贝尔经济学奖是1968年设立的，1969年首次颁奖，它的正式名称是“艾尔弗雷德·诺贝尔经济学奖”。与其他奖项不同的是，该奖奖金并非来自诺贝尔的捐献，而是来自于瑞典中央银行。起因是1968年瑞典中央银行在庆祝建行300周年时，该行总裁阿斯布林克倡议特设“瑞典中央银行300周年纪念基金会”。随后该行与管理诺贝尔基金并主办颁奖仪式的诺贝尔基金会以及负责颁发物理学奖和化学奖工作的瑞典皇家科学院联系，后经过科学院的讨论，特别是经过原瑞典国家计划委员会主席、1974年诺贝尔经济学奖获得者缪尔达尔的进一步推动，瑞典皇家科学院终于同意设立这项奖金。瑞典政府于1969年1月将发奖规则正式编入法典。法典规定：“此项奖应按1895年11月27日诺贝尔意图，每年发给在经济科学领域完成一项有杰出意义工作的人”，并于1969年10月中旬与其他各项诺贝尔奖同时公布。关于诺贝尔经济学奖的地位，其首届获得者丁伯根有过精辟的评价：“人类幸福会受到经济政策的影响，而经济政策领先经济学形成了它的洞察力。”因此，不管其奖金来自于何处，与其他奖项一样，诺贝尔经济学奖的宗旨同样是奖励“对人类幸福作出重大贡献