



国家“十五”重点图书  
金融理论前沿丛书

*XingWei JinRongLun*

# 行为金融论

易阳平 著



上海财经大学出版社



# 行为金融论

易阳平 著



上海财经大学出版社

## 图书在版编目(CIP)数据

行为金融论/易阳平著. —上海:上海财经大学出版社, 2005. 8  
(金融理论前沿丛书/戴国强主编)  
ISBN 7-81098-377-6/F·336

I. 行… II. 易… 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 052045 号

XINGWEI JINRONG LUN

行为金融论

易阳平 著

责任编辑 何苏湘 封面设计 优典工作室

---

上海财经大学出版社出版发行  
(上海市武东路 321 号乙 邮编 200434)  
网 址: <http://www.sufep.com>  
电子邮箱: [webmaster@sufep.com](mailto:webmaster@sufep.com)  
全国新华书店经销

上海市印刷七厂一分厂印刷装订  
2005 年 8 月第 1 版 2005 年 8 月第 1 次印刷

---

850mm×1168mm 1/32 10 印张(插页:4) 232 千字  
印数:0 001—3 000 定价:26.00 元

## 主编寄语

传统的金融理论是以货币和银行为核心而建立起来的。这种理论构架充分反映了在市场信息不完全条件下,银行业受到垄断性保护、间接金融占压倒优势的实际情况。因此,传统的金融理论能适应 20 世纪 70 年代以前经济与金融发展的需要。

但是,随着信息技术的突飞猛进,金融管制逐渐放松,金融创新高潮迭起,利率市场化和金融自由化已成了当代国际金融业发展的主旋律。这些变化有力地冲击着原有的金融格局,直接金融迅速扩张,银行主宰金融市场的地位日渐削弱。面对经济环境和金融环境的巨大变化,传统的金融理论受到了极大的挑战。人们需要从理论上对这些变化给予解释和回答。20 世纪 40 年代和 50 年代就提出的,以金融市场为主要研究对象、以财务理论为主要研究方法的资产选择理论受到关注。许多经济学家和金融学家纷纷运用实证研究与规范的理论分析相结合的方法,以金融市场和理财为核心,构造当代金融理论,并取得了丰硕的成果。市场有效理论、金融契约理论、行为金融理论、金融约束理论、银行再造理论等相继

问世。这些学说和理论不仅注重宏观金融背景分析,而且更注重微观金融决策与管理的研究。近年来又涌现出一些新的研究方向:对金融泡沫的研究、对市场无效性的研究、对银行不稳健性的研究、对通货紧缩的研究,以及对金融心理学的研究等。在这些研究中,大量运用微观分析方法和心理学、计量经济学、预期理论、博弈理论、信息理论乃至动力学、混沌学的方法,对现实金融问题进行深入细致的分析与探讨,取得的成果有很强的实用价值,从而有力地推动了金融理论的创新与发展。

当前,我国正在进行深入的金融改革,改革需要理论指导,改革又推动了理论的发展。为了适应我国金融改革的需要,在上海财经大学出版社的大力支持下,我们本着认真学习的态度和勇于探讨的精神,推出这套金融理论前沿丛书。希望该丛书能抛砖引玉,为我国金融改革提供一些可资借鉴的材料,也为推动我国金融理论建设尽绵薄之力。

戴国强

# 序

半个世纪以来,资产定价问题一直是现代金融理论研究的前沿。从20世纪50年代初提出的证券组合选择理论、60年代完成的资本资产定价模型,到70年代形成的期权定价公式,再到80年代和90年代大量运用鞅和拓扑学方法研究资产定价问题,几乎在资产定价研究方面的每一个进展都引起人们极大的兴趣,受到广泛的关注。其原因就在于资产定价与投资收益及投资风险息息相关,资产定价决策直接影响投资的收益和风险。在一个存在着不确定性的市场中,应当依据什么样的模型或理论指导来进行资产定价决策,是一个几乎令所有投资者颇为费神的事情。

20世纪60年代芝加哥学派的E. Fama、M. Jensen等人通过对套利行为的分析与实证研究,提出了有效市场假说(EMH),这一假说是建立在三个假定条件之上的,即投资者是理性的,他们会对投资资产作出合理的评价;部分投资者的非理性行为会由于市场交易的随机性而相互抵消,不会影响投资资产的价格;尽管非理性投资者会作出非理性决策,但是市场中理性投资者的套利活

动会消除非理性投资者的错误决策对资产价格的影响。自从有效市场假说问世以后,这一学说便成为现代金融理论研究的出发点和基本命题,资产定价理论也不例外。

但是,证券市场现实状况却向有效市场假说提出了许多难以用有效市场假说来解释的问题。例如,按照有效市场假说,投资者既然是理性的,有价证券价格是合理的,投资者进入市场参与交易的主要目的是为了获得流动性,那么二级市场的交易量就应当是有限的。但实际上,二级证券市场的交易量却非常庞大。又如,投资者经过长时间思考作出的投资决策,在进入市场后,却常常会因为一些并不相关的信息而马上改变其深思熟虑后所作出的决定,而且事后证明这种改变往往是错误的。此外,市场中还存在许多被实证研究所确认的“期末效应”、“过度反应”、“小公司效应”、“锚定效应”、“羊群效应”等等。所有这些现象,都是和有效市场假说所阐述的原理相悖的。这自然会引起金融经济学家的思索和探讨,他们运用噪声理论、混沌理论、不完全资产市场理论、分形市场假说等来解释证券市场上的这些异常现象,虽然也有一定的说服力,但并没有对有效市场假说形成有力的挑战。而在 20 世纪 50 年代由俄勒冈大学的 O. K. Burrell (1951) 和 60 年代由 W. S. Bauman (1969) 发表的两篇论文奠定其基础,又经 P. Slovic (1972)、A. Tversky 和 D. Kahneman (1979)、R. H. Thaler (1985)、R. Shiller (1987) 等学者发展而形成的行为金融理论被很多人认为是对有效市场假说最有力的挑战。

行为金融理论以期望理论为基础,运用心理学、社会学和人类学的方法研究投资者的行为方式,进而研究资产的价格决定问题。该理论把人们的投资行为看成一个心理认知过程,认为这一过程不仅受人们认知偏差的影响,还会受人们的个性气质乃至情绪的影响。在行为金融理论看来,投资者并非理性的,市场也不是有效的,当然,资产价格的决定也就不会是理性的了。资产价格的决定要取决于其内在价值、市场信息的传递情况以及投资者的心理认知等多种因素。行为金融理论认为投资者的心理认知因素对价格和市场变化有重要影响。行为金融理论的重要代表人物,哈佛大学的 A. Shleifer 教授认为:“忽视投资者的心理变化及其在市场中的具体表现,我们是无法理解证券市场中的价格泡沫和其他异象的”(2002)。

尽管人们对行为金融理论所倡导的研究方法及其观点还存在不同的看法,并有较多的争论,但不容否认的是,行为金融理论在近几年所受到的关注越来越多。20世纪末,行为金融理论的研究成果开始引入我国,并在我国开始受到较多的关注,一些学者撰写的著作和论文已经陆续面世。易阳平博士奉献给读者的这本《行为金融论》就是其中之一。这本著作是易博士在潜心研究现有大量相关文献包括行为金融理论、有效市场假说,以及心理学、社会学等理论的基础上,紧密结合我国证券市场的实际进行深入分析与研究的成果。我相信此书对于那些有志于行为金融理论研究的读者会有很大的启发与帮



助;同时也有助于推动行为金融理论研究的深入开展,从而使我们能更好地认识证券市场及证券价格变化的规律,更好地发挥证券市场在我国资金融通中的作用。

**戴国强**

2005年6月

# 目 录

主编寄语 .....	(1)
序 .....	(1)
导论 .....	(1)
<b>第一章 标准金融理论及其困境 .....</b>	<b>(26)</b>
第一节 标准金融理论评述 .....	(27)
第二节 异常现象:对标准金融理论的质疑 .....	(43)
第三节 标准金融理论范式的局限 .....	(62)
<b>第二章 行为金融理论的微观基础探讨 .....</b>	<b>(74)</b>
第一节 行为偏好分析 .....	(74)
第二节 对推断决策机制的思考 .....	(85)
第三节 金融市场中的推断决策行为探讨 .....	(139)

<b>第三章 行为投资模型与实证分析</b> .....	(164)
<b>第一节 行为资产组合理论</b> .....	(165)
<b>第二节 行为资本资产定价理论</b> .....	(173)
<b>第三节 投资者情绪模型及其在我国证券市场的实证检验</b> .....	(184)
<b>第四节 羊群效应模型与我国中小企业板块羊群效应的         实证分析</b> .....	(215)
<b>第五节 噪声交易模型及其对我国封闭式基金折价交易         现象的解释</b> .....	(227)
<b>第四章 基于行为金融的投资管理探索</b> .....	(244)
<b>第一节 重视心理分析法</b> .....	(245)
<b>第二节 改善心智模式</b> .....	(255)
<b>第三节 寻找行为偏差中的投资机遇</b> .....	(267)
<b>第四节 行为金融基金在中国的未来实践展望</b> .....	(282)
<b>参考文献</b> .....	(289)
<b>后记</b> .....	(304)

# 导 论

近半个世纪以来发展起来的现代经济学,以其严密的逻辑和数学推理而有别于其他社会科学,被称为社会科学的皇冠,逐渐构筑起了现代微观经济学并由此展开了包括宏观、金融、计量在内的宏伟而又优美的理论大厦。尽管如此,现代经济学在发展中仍然不断面临两种主要的批评:第一种批评是认为它的研究领域狭窄。比如,认为现代经济学只研究市场运作,不研究非市场组织(如企业和政府)的行为;只研究资源配置问题,不研究政治经济学问题;只探讨效率,不注重研究公平。这种批评直接促成了“经济学帝国主义”的崛起——经济学家们四面出击,用经济学方法分析方方面面的人类行为。Gary S. Becker 就是因为运用经济理论解释政治、法律、犯罪、婚姻甚至爱情等各方面的问題,显示出经济学强大的威力而获得 1992 年诺贝尔经济学奖。第二种批评是关于诸多经济学模型中的假定,如信息对称、完全理性等。20 世纪 70 年代,这种批评直接促成了信息经济学的崛起,为信息经济学作出奠基性贡献的 G. Akerlof、M. Spence 和 J. E. Stiglitz 一起荣获了

2001年的诺贝尔经济学奖；几乎在同一时期，类似的批评又促成了行为经济学(behavioral economics)的崛起，其标志是2001年美国经济学会将该学会的最高奖——每两年一次、授予对经济学发展影响最大的40岁以下美国经济学家的克拉克奖章(Clark Medal)——颁发给为行为经济学基础理论做出开创性贡献的伯克利加州大学的Matthew Rabin；而2002年的诺贝尔经济学奖得主之一更是一位行为经济学的奠基者Daniel Kahneman。诺贝尔奖评审委员会认为，他的突出贡献在于“把心理学成果与经济学研究有效结合，从而解释了人类在不确定性条件下如何做出判断”。这些说明，经济学界已经对行为经济学给予了充分认可，同时也表明，行为经济学的兴起恐怕是20世纪90年代经济学基础理论发展历程中最有意义的事件。事实上，行为经济学先驱的研究已经激发起许多经济学家投入到这个领域的研究之中，成果也在日新月异。特别引人注目的是，在金融学领域里，一股前所未有的行为金融学研究热潮已经掀起，金融学已经处于范式转换之中(Hersh Shefrin, 2001)。

### 一、行为金融学的基本含义

就目前研究的现状而言，行为金融学是一门介于心理学与金融学之间的边缘学科，它立足于对人性的深刻认识，试图根据心理学的研究成果对传统经济理论假定进行修正，将非理性等复杂的人类行为分析融入所谓标准金融理论之中，以提高金融学对金融现象的解释力和预测力。既然行为金融理论是一个与标准金融理

论对应的范畴,那么,何谓标准金融理论呢?<sup>①</sup> 它是指其在发展中已经为人们理解金融世界提供的多个“参照系(Reference)”或“基准点(Benchmark)”,参照系的建立对任何学科的建立和发展都极为重要,金融学也不例外。普遍认为,金融学在近五十多年的发展中建立了一些使人们得以更好地理解现实的标尺,比如 H. M. Markowitz 的资产组合理论、W. F. Sharpe 的资本资产定价理论、E. F. Fama 的有效市场理论等,这些参照系及其相关范畴都已被经济学家与金融学家用作他们分析的基准点,遂成了所谓的标准金融理论。标准金融理论假定人的行为是理性的、自私的,追求自身效用的最大化,行为金融理论却认为人的行为及其所追求的远不仅限于此。目前在行为金融学的研究中,标准金融理论还是中心,行为金融理论着重分析金融市场中由于心理因素引起的投资者的失误偏差和市场的反常,但认知心理分析则是研究过程中的整体催化剂。因此,从本质上看,行为金融学是从人的观点来解释金融学和投资是什么、为什么是这样以及怎样形成的,并进而研究影响个人、群体和机构投资决策过程的种种心理乃至社会因素,其中特别强调投资者独特的内在特质——一个存在于他们头脑中的市场与外在金融市场上的压力及影响之间的关系。

## 二、行为金融学范式的特点

范式是 Kuhn 在《科学革命的结构》中提出的一个概念,主要用于描述一个领域内研究者们共同遵守的学术规范,解决该领域

---

<sup>①</sup> 所谓标准金融理论是目前为大多数人所采用的一个概念,尽管这一概念并不精确,但是在没有更好的概念取代其之前,本书还是采用这一说法。

研究什么和用什么方法研究的问题。本书以为,较之标准金融理论研究,行为金融学研究范式的特点在于有限理性研究和实验研究两个方面。

#### (一)有限理性研究

在研究内容上,行为金融学质疑传统的“理性人”假设,可以说是一种“有限理性金融学”。标准金融理论中的投资者——经济行为人被视作“理性人”(rationals)，“理性人”假设是现代金融理论的一个重要基石。这里的“理性人”的假设主要有三个方面的含义:一是行为具有完全意志能力,能够保证其效用函数具有有序性和单调性。有序性保证行为人在不同行动方案下得到的效用是可以比较的。单调性则保证行为人能够在不同的效用之间判断出偏好程度的差异,并进行排列。二是行为具有充分计算能力。即使存在不确定性,行为也可以通过概率判断各种可能行动方案的预期效用,并比较它们之间的大小。三是行为具有完全记忆能力,对影响决策的一切因素具有完全信息。在“理性人”的假设前提下,一个必然的推论便是证券的价格反映了一切可以得到的公开信息。因此,如果投资者没有特殊的私人信息,那么无论他多么明智,他都不能够获得与其所承担风险不对称的额外收益,这便是 Fama 的有效市场假说的核心内容。Markowitz 的资产组合理论则认为理性的投资决策是人们把可供选择的资产作为一个集合,根据限定的条件求出一个期望值一定、方差最小或方差一定、期望值最大的解。现代博弈论更是认为人在无限次博弈中每一步均按照个人效用最大化进行博弈。

尽管以“理性人”为假设前提的“理性选择”分析框架一直在金融理论分析中占据主导地位,但长期以来,关于“理性人”假设的合

理性一直受到许多经济学家的质疑。毕竟,在现实的金融活动中,并不是所有的市场参与者都能严格满足“理性人”的假设条件。而且,决定资产价格的因素千万,影响资产风险测度的因素万千,资产的价格在不断的变化中,人们何以能在限定的时间内找到一个最优的解?更遑论现实中的人不可能如同计算机一样做出精确的计算来进行博弈,并且,博弈的机会也永远是有限的。

早在 20 世纪 50 年代,Herbert A. Simon 就指出,人类仅具有“有限理性”,因此人类的行为有时会偏离经典经济学所假定的最优化模式。对人类“完全理性”和“追求最优化”行为模式的怀疑,随着一系列心理学成果的涌现及其被经济学家的逐渐了解,终于导致了行为经济研究的兴起。在行为金融研究中,典型的经济行为人是“正常人”(normals),被称为“行为投资者”——而非“理性投资者”,这种行为投资者的基本属性有以下内容。

### 1. 有限理性

行为经济学表明在许多情况下,行为人并不总能实现最大化,甚至也不追求最大化,不根据成本与收益比较,而是根据其他依据进行决策。当现实过于复杂或事物意义模糊时,人们就采取了多种不同于理性选择的决策方式,此时,启示或偏见是这些决策方式的基础。对未来事件的判断,需要行为人在获知基础概率的基础上,在根据可得的特定环境下关于特定事件的信息调整基础概率,得出事件发生的判断概率。但是在利用信息对基础概率进行调整时,会产生误差。“启示”是指直接影响行为入决策的、行为入具有的、关于事件发生概率的片段性认识。“偏见”则是使行为入的概率判断出现偏差的、行为入具有的认知特性。过于自信偏见说明的就是行为入总是认为自己的幸运概率高于平均的幸运水平,而



倒霉的概率低于平均的倒霉概率。并且人们的偏见一旦形成就具有自我加强性质,使行为人只按照自己的兴趣或已有的观念来解释这些信息,固执己见,不能客观地进行概率判断。启示和偏见虽使人们的认知受到外界因素的影响而产生错误,但它简化了决策过程,降低了信息收集的决策成本,使行为人在复杂的世界中可以决策,而不是一筹莫展。并且它们也确实是人们遵循的一些规律性的东西。

### 2. 有限意志

理性选择理论认为行为人对己的效用函数有着清醒的认识,并能使之符合最大化要求,行为人具有完全的意志能力。但是行为人的效用不一定是社会所认可和激励的效用,甚至与行为人自身的整体、长期效用也是相违背的,更多的情形是:一是某些短期、局部效用成为主导效用,使行为人难以对自己的长期、整体效用进行控制。习惯、传统、嗜好、生理欲望都是暂时性的主导效用,极有可能不符合行为人的整体或长期效用的最大化,但却常常被行为人所优先选择,这和常说的“感情战胜了理智”是一致的。二是因为行为人同时具有多个效用目标追求而难以对它们进行排序,即多重自我。多重自我问题在跨时期决策上有着充分的体现,未来的自我将和本位的自我产生冲突。行为人的意志力是有限的。

### 3. 有限自利

理性选择理论认为行为人追求的是自我利益,但是行为经济学显示:一是自我利益并没有得到追求,更多的情况是社会规范界定了行为人在社会中应当表现出来的行为。遵守社会规范,而不是追求自我利益是许多行为的选择依据。二是行为人追求自我利