

● 新世纪高校经济学管理学新学科教材 ●

◎ 饶育蕾 刘达锋 著

行为金融学

XINGWEI

J
I
N
R
O
N
G
X
U
E

 上海财经大学出版社

新世纪高校经济学管理学新学科教材

行为金融学

饶育蕾 刘达锋 著



上海财经大学出版社

图书在版编目(CIP)数据

行为金融学/饶育蕾,刘达锋著. —上海:上海财经大学出版社,
2003.5

(新世纪高校经济学管理学新学科教材)

ISBN 7-81049-847-9/F·732

I. 行… II. ①饶…②刘… III. 投资-经济行为-影响-金融市场-研究 IV. F830.9

中国版本图书馆 CIP 数据核字(2002)第 110498 号

☐ 责任编辑 王永长

☐ 封面设计 周卫民

XINGWEI JINRONGXUE

行为金融学

饶育蕾 刘达锋 著

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

全国新华书店经销

上海第二教育学院印刷厂印刷

上海浦东北联装订厂装订

2003 年 5 月第 1 版 2003 年 5 月第 1 次印刷

787mm×960mm 1/16 16.25 印张 327 千字

印数: 0 001—4 000 定价: 28.00 元



饶育蕾

管理学博士，教授，现任中

南大学商学院金融系主任。全国青年联合会委员、湖南省金融学会常务理事，1994年被破格晋升为副教授，1997年被列为中国有色金属工业总公司“跨世纪学科带头人”，1999年获得中南工业大学十佳青年教师称号，2000年晋升为教授，2002年被选为湖南省社会科学研究“新世纪百人工程”培养对象，同年被选为“湖南省高等学校学科带头人”培养对象。主要从事公司治理结构、企业资本结构、行为金融学等领域的研究，主持教育部人文社科研究重大项目“行为金融学理论与实证研究”，以及“投资者保护对上市公司治理结构影响的研究”等3项国家自然科学基金项目，获霍英东青年教育基金资助项目1项，获省部级鉴定成果4项，省部级科技进步奖3项，发表论文50余篇，出版专著2部。

序

金融是现代经济的核心,金融市场是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。

随着金融市场的发展,传统的金融学理论面临着严峻的挑战。金融市场中的大量异象以及投资者的非理性实验,表明传统金融学存在严重缺陷。于是,一个新的金融学应运而生。20世纪90年代迅速发展起来的行为金融学以其逼近真实市场行为的理论分析展示出广阔的发展前景。饶育蕾教授的《行为金融学》一书适应了金融理论与金融市场的发展与创新。本书系统全面地向读者介绍了行为金融学的来龙去脉,把心理学的研究成果运用于金融投资市场,建立了一个全新的金融市场研究框架和研究理论体系,选题前沿,内容新颖,是一本国内行为金融研究领域的前沿性著作。

本书的主要创新之处主要有如下几点:

第一,解释了传统金融学理论的缺陷,提出了行为金融学的实践依据、概念、具体内容与发展前景。作者认为,随着有效市场假说和理性人假设受到理论和实践的挑战,传统金融学对金融市场的解释力越来越受到怀疑。本书对传统金融理论的缺陷做了深入分析,揭示人们在金融市场上存在的诸多行为认知偏差;广泛吸取了心理学、社会学、人类学,尤其是行为决策科学的研究成果,重新解释了金融市场上的异常现象;深刻剖析了行为金融学与传统金融学的根本差异,把心理因素引进投资决策领域。作者认为,现实投资者是带有各种认知偏差、情绪波动与独立意志的真实的人,其心理因素是影响投资决策和资产定价的

重要因素。该书从真实心理过程和交易行为出发,探讨影响金融市场交易行为和金融产品定价的因素,力图揭示市场的真实奥秘。该书研究的问题,有助于人们更深入地了解市场波动的深层原因。

第二,研究了证券市场存在的异常现象和偏差行为,提出了行为金融投资模式的预期。行为金融理论发现,人类总是以一贯的态度偏离理性,这使得基金经理人得以利用这种行为所造成的估价反常现象获利。传统金融理论难以指导正确的投资决策,因此国外已有很多投资机构开始采用行为金融投资策略。这种投资策略的基本内容是为避免投资过程的非理性投资行为,通过计算机动态数量分析模型,为投资人有效掌控投资风险与完整的资产组合,筛选出最低风险的投资标准,在众多的非理性投资行为下创造稳定报酬。本书在这方面做了深刻独到的分析。

第三,揭示了我国证券市场存在的深层矛盾,为判断证券市场基本走势和制定合理的监管政策提供依据。我国证券市场创立的时间不长,投资者所表现出来的跟庄、推崇股评、高换手率等非理性行为和市场非有效的情况相当严重。因此,以行为金融学理论深入探讨投资者的心理状态和市场效率问题十分重要。随着我国证券市场开始步入新的发展阶段,过去基于操纵市场、套取内幕消息等投资手段不再发挥效力;随着入世后实力雄厚的国际投资机构在中国证券市场的加盟,中国证券业面临前所未有的挑战。严峻的形势迫使我们尽快寻求新的投资策略。行为金融学理论将使我国宏观管理层能够更合理地预期证券市场的走势,制定合理的政策。

第四,本书研究起点高,系统性强。目前有关行为金融学的研究一般集中在理论综述、某个理论问题的论证或某种市场异象的实证研究上,本书则从传统金融学原理及其存在的缺陷入手,系统而深入地论证了行为金融学的形成过程、心理学基本原理及应用与发展等核心内容,主线清晰,逻辑严谨,推理与论证

充分,构建了行为金融学的基本框架,为有志于行为金融学研究的学者搭建了一个良好的基础平台,是一部优秀的学术著作。

行为金融学作为一门新兴的学科,在我国刚刚起步,需要研究的问题很多,应用前景十分广阔,希望饶育蕾教授继续深入研究,取得更多的研究成果,为我国金融理论创新和金融市场的规范发展作出更大的贡献。

萧灼基

2002年12月于北京大学

前言

有效市场假说(EMH)认为,金融产品的价格中已经包含了所有的信息,因此,在任何时候,都可将价格视为真实的投资价值。有效市场假说是基于理性人假设的,理性人总是能够极大化其预期效用,并能掌握处理所有可用信息,而收益的正态分布以及股票市场价格的随机游动则是 EMH 的合理推论。EMH 体现了经济学家们一直梦寐以求的竞争均衡,它实际上是亚当·斯密“看不见的手”在金融市场的延伸。该假说自提出以来,已成为当代金融理论研究的基础。它和据此发展起来的现代资产组合理论、资本资产定价模型、套利定价模型、期权定价模型等一起构成了现代标准金融理论的核心内容。

标准金融学的基本观点是:①投资者是理性的,他们可以基于所获得的信息做出最优投资决策,对信息可以做出无偏估计。②投资者是同质的。投资者之间无差别,他们是一样理性的,对未来经济的预测均是客观、公正的。③投资者是风险厌恶型的。即投资者在投资过程中针对既定的收益总会选择风险最小的投资组合。④投资者面对不同资产的风险态度是一致的。⑤市场是有效的。市场上各种资产价格充分反映了所有信息,此时资产的价格称为理性价格。

如果市场有效,那么任何可用于预测股票表现的信息已经在股价中反映出来了,股价只对新的信息做出上涨或下跌的反应,而新信息必然是不可预测的。这样,随信息变动的股价变动应是随机且不可预测的,这就是股价“随机游走”论点的本质。然而大量实证研究和观察结果表明:人们并不总是以理性态度做出决策,在现实中存在诸多的认知偏差,这些偏差不可避免地

要影响到人们的金融投资行为,进而影响到资产定价。亚洲金融危机和一系列金融事件如长期资本管理基金(LTCM)的破产保护、老虎基金的倒闭等,更加深了人们对市场有效性及投资理性的怀疑。在学术研究和金融实务中,正有越来越多的人认识到,人的行为、心理感受等主观因素在金融投资决策中起着不可忽视的作用。一些金融市场的异象对有效市场假说提出了挑战,如市盈率效应、小公司效应、账面市值比效应、动量效应、反转效应等等。而实证研究表明,这些异象在世界各国普遍存在。经济学家们为此做了许多解释,但理性的解释都不能令人满意。

由于标准金融学无法解释现实中的大量异象,行为金融学作为一门独立学科迅速发展起来了。行为金融学主要从实证的角度研究人们如何理解和利用信息,并做出投资决策,以及在此过程中,人的行为认知偏差对决策的影响。行为金融学研究表明,金融市场参与者的行为模式并不是理性的、可预期的和无偏的,事实上,他们的行为经常出现谬误。

行为金融学把投资过程看成是一个心理过程,包括对市场的认知过程、情绪过程和意志过程,在这个心理过程中由于存在系统性的认知偏差、情绪偏差而导致投资者决策偏差和资产定价的偏差。行为金融学试图研究金融市场上人们行为认知偏差的心理学原理,并从心理学、社会学、人类学的角度来认识金融市场上的异象。与标准金融学的基本观点相反,行为金融学认为:①投资者不是理性人,而是普通的正常人。行为金融学通过实证研究认为,投资者不能理性、无偏地反映信息。由于认知偏差的存在,投资者不能客观、公正、无偏地加工信息。②投资者不是同质的。投资者由于个性气质和特质不同,导致偏好与行为方式不同,因而对未来的估计也有所不同。③投资者不是风险厌恶型的,而是损失厌恶型的,投资者面临收益时表现为风险厌恶,而面临损失时则表现为风险追求,投资者实际上是厌恶损失而不是厌恶风险。④投资者的风险态度不是一致的,不是要么保守,要么冒险,而是可以同时兼有冒险和保守两种心理特征。比如,投资者既买

保险又买股票。⑤市场并不是有效的。市场中资产的价格也不是理性的。行为金融学认为,资产的价格不仅仅由资产的内在价值决定,还由投资者的心理、情感因素决定。这些因素在投资决策的制定以及资产定价方面发挥重要作用。

作者较早就开始关注,并全面开展行为金融学研究。在近两年的时间里,全面收集了与行为金融学有关的相当丰富的文献资料,如:《Inefficient Markets—An Introduction to Behavioral Finance》(Andrei Shleifer)、《Beyond Greed and Fear: Understanding Behavioral Finance and the Psychology of Investing》(Hersh Shefrin, 2000)、《Choices, Values, and Frames》(Daniel Kahneman and Amos Tversky, 2000)、《Advances in Behavioral Finance》(Richard H. Thaler, 1993)等,也收集了大量心理学、社会学方面的著作和文献,包括《认知心理学》(王甦、汪安圣, 1992)、《社会性动物》(埃利奥特·阿伦森著,郑日昌等译, 2001)、《The Psychology of Judgment and Decision Making》(Plous, Scott, 1993)等,以期从深层次上把握行为金融学的精髓。为撰写本书,作者全文翻译了《超越贪婪与恐惧》(Beyond Greed and Fear)、《非有效市场》(Inefficient Markets)两部著作,以及大量文章,作为写作的主要文献基础,完成了“中国机构投资者能否有效预测股票市场”、“中国机构投资者是否存在认知偏差”、“中国封闭式基金折价交易现象”三个实证研究。本书构建了一个系统的逻辑框架,从标准金融学的理论与实证缺陷入手,全面介绍了行为金融学的产生与发展、内容与心理学原理,以及行为金融学在金融市场的应用前景和发展方向。本书除了强调理论逻辑以外,也特别注重结合市场实际,对一些投资者知其然但不知其所以然的问题进行了心理学解释。如对股票溢价之谜、股利之谜、规模效应、账面市值比效应、日历效应等市场异象的产生原因进行了论述。对投资者判断与决策中的心理特征与表现进行了系统阐述,让投资者知道可能出现的认知偏差、选择偏好和从众行为等,以避免作出非理性投资决策,或利

用别人的不理性行为使自己获利。而书中的行为资产定价模型及行为组合投资理论也试图为专业投资者提供指导,使投资者能够理性地判断资产定价,构造出更接近实际的投资组合,满足投资者不同的投资心理需求。本书还结合行为金融学理论,对我国金融市场进行了实证研究,从行为金融学角度对我国封闭式基金的折价交易进行解释。通过对中国机构投资者认知偏差的实证研究发现,我国的机构投资者带有系统性的启发式偏差和框定依赖,通过对中国机构投资者能否有效预测市场的实证研究,发现机构投资者的预测既不能作为正向指示器,也不是国外流行“反向指示器”,其预测与股市未来的趋势没有明显的相关关系,这些结论对我国金融实务界有一定的指导意义。

在本书完成之际,2002年度诺贝尔经济学奖授予美国普林斯顿大学的行为经济学家丹尼尔·卡纳曼(Daniel Kahneman)和美国乔治—梅森大学的实验经济学家弗农·史密斯(Vernon L. Smith)。这给了我们极大的鼓舞和信心,而教育部社会科学研究与思想政治工作司将作者所申报的“行为金融学理论与实证研究”项目批准为2002年度的人文社科研究重大项目,更为我们的研究提供了巨大的精神激励和资金支持。

然而,毕竟这是我国第一部系统论述行为金融学的著作,写作时间比较仓促,在写作过程中,没有系统的、现成的逻辑范例可资借鉴,行为金融词汇的收集、翻译和解释也只是一种尝试,这些词汇涉及到心理学、社会学等很多交叉科学的内容,往往难以驾驭和把握,不可避免地存在许多不准确、不完整、不成熟甚至是错误的观点和内容。写作确定是一项遗憾的工程,它最终总是会留下太多的遗憾给自己,留下更多的空间给别人。希望此书能起到抛砖引玉的作用,也希望广大的研究工作者在阅读时对书中存在的问题给予谅解,并恳请提出宝贵的批评意见。

作者

2002年12月28日于长沙

目 录

序/萧灼基

前言/1

第 1 章 概论/1

- 1.1 行为金融学的产生与发展/1
- 1.2 行为金融学的研究基本思路/5
- 1.3 行为金融学的应用前景/8
- 1.4 本书的内容与结构安排/12

第 2 章 有效市场假说及其缺陷/16

- 2.1 标准金融学的起源与发展/16
- 2.2 有效市场假说/18
- 2.3 有效市场假说的缺陷/24

第 3 章 证券市场中的异象/31

- 3.1 股票溢价之谜/31
- 3.2 股利之谜/33
- 3.3 股票价格对基础价值的长期偏离/34
- 3.4 赢者输者效应/36
- 3.5 弗里德曼—萨维奇困惑/38
- 3.6 规模效应/38
- 3.7 账面市值比效应/39

- 3.8 日历效应/40
- 3.9 价格对非基础信息的反应/41

第4章 预期效用理论及其受到的挑战/44

- 4.1 理性人假设/44
- 4.2 预期效用理论及其公理化假定/45
- 4.3 心理实验对预期效用理论的挑战/50

第5章 期望理论/59

- 5.1 预期效用理论的修正/59
- 5.2 期望理论的形成/61
- 5.3 期望理论的内容/63

第6章 判断与决策中的认知偏差/74

- 6.1 判断与决策中的信息加工过程:认知心理学/74
- 6.2 启发式偏差/76
- 6.3 框定偏差/86

第7章 金融市场中的认知与行为偏差/97

- 7.1 过度自信/97
- 7.2 信息反应偏差/101
- 7.3 损失厌恶/104
- 7.4 后悔厌恶/107
- 7.5 心理账户/108
- 7.6 证实偏差/111
- 7.7 时间偏好/113
- 7.8 羊群行为/115
- 7.9 反馈机制/116

第 8 章 行为资产定价理论/119

- 8.1 噪音及噪音交易者/120
- 8.2 噪音交易者的交易模型/121
- 8.3 噪音交易者风险/128
- 8.4 行为资产定价模型/130

第 9 章 行为资产组合理论/133

- 9.1 现代资产组合理论/133
- 9.2 行为资产组合理论/135
- 9.3 行为资产组合的金字塔结构/140

第 10 章 封闭式基金折价交易现象及中国的实证研究/144

- 10.1 封闭式基金折价交易的困惑/144
- 10.2 封闭式基金折价交易的传统解释/145
- 10.3 封闭式基金折价交易的行为金融学解释/148
- 10.4 中国封闭式基金折价交易现象的实证分析/150

第 11 章 对中国机构投资者认知偏差的实证研究/156

- 11.1 研究思路/156
- 11.2 样本选择/157
- 11.3 锚定启发法的实证研究/158
- 11.4 框定依赖的实证研究/166
- 11.5 实证结论/170

第 12 章 对中国机构投资者预测市场能力的实证研究/172

- 12.1 研究思路/172
- 12.2 样本选择/173

4 行为金融学

- 12.3 投资者情绪水平与未来收益率的相关关系/174
- 12.4 投资者极端情绪水平与未来收益率的相关关系/181
- 12.5 实证结论/184

附录 行为金融学有关词汇及其解析/186

参考文献/219

后记/239

第 1 章 概 论

1.1 行为金融学的产生与发展

1.1.1 行为金融学的基础:基于实验和心理研究的经济学

传统意义上的经济学被广泛认为是一种非实验科学,大多数的经济学研究依赖于各种合理的假设,这些假设在决策中具有重要意义。然而,现今越来越多的研究人员开始尝试用实验的方法来研究经济学,修改和验证各种基本的经济学假设,这使得经济学的研究越来越多地依赖于实验和各种数据的搜集,从而变得更加可信。这些研究大多数扎根于两个有着明显区分但目前却融会在一起的领域,即认知心理学家有关人的判断与决策的研究和实验经济学家对经济学理论的实验性测试。

对投资者心理和证券市场效率的研究源于对一般经济主体的心理和商品市场的价格的研究。早在二百年前,亚当·斯密(Adam Smith)提出“经济人”的原始含义,认为经济个体是效用最大化的理性人,个体的行为均是基于理性心理的结果。这种观念一直流行至 20 世纪初,之后才开始有了关于非理性的研究。1902 年,法国心理学家 Tarde 出版了《经济心理学》一书,书中强调了经济现象的主观方面,并提出了主观价值论和心理预期的观点,标志着经济心理学的诞生。经济心理学是关于经济心理与行为研究的学科,它强调经济个体的非理性方面及其重要影响。如 1942 年 Reynaud 在其著作《政治经济学和实验经济学》中提出,人的行为

并不是严格合乎逻辑的,而往往存在非理性因素;被誉为美国经济心理学之父的 Katona 则在 20 世纪五六十年代,通过对消费者心理的研究后指出,消费者动机、倾向和期望是影响周期性经济变动的重要因素,并提出消费感情指标(CSI)这一心理预期指标;此外,Dichter、户川行男分别对人类行为的非理性和商品购买行为的动机进行了研究。然而直到 20 世纪 80 年代,经济心理学的研究并未引起人们的广泛关注,仅有少量研究成果面世。而且综合来看,这段时期的研究主要集中在对消费者心理的研究上,理性心理的观念仍在整个经济界占据着主导地位。

实验经济学(experimental economics)是在可控的条件下,针对某一现象,通过控制某些条件,观察决策者行为并分析实验结果,检验、比较和完善经济理论,目的是通过设计和模拟实验环境,探求经济行为的因果机制,验证经济理论或帮助政府制定经济政策。实验经济学的发展经历了两个阶段。第一阶段是 20 世纪 30~50 年代,有三大标志性的经济实验类别:第一类是检验个人选择理论的实验,试图通过实验手段了解影响个人效用偏好的因素和规律;第二类是关于博弈理论假设的实验,从著名的囚徒博弈为起点,包括信誉效应、公共品抉择、议价过程等;第三类是关于产业组织的实验,主要特征是构建虚拟市场和组织形式,在不同的信息和市场条件下,研究人的行为和组织结构的变化,尤其是对市场价格的影响。第二个阶段是 20 世纪 60 年代至今,实验经济学得到了飞速的发展,设计和构思不断创新,方法不断完善,结论和证据与传统经济学的结论相去甚远,对传统经济理论提出了挑战。实验经济学对现象与问题的解释依赖如下过程:构造模型、设计实验、进行实验、归纳统计、得到结果,这就为我们设计模型,依据数学公式、经济概念解释实验结果提供了方法。实验经济学作为一种方法论为行为经济学和行为金融学研究提供了研究路径。该路径为:(1)根据实验现象推测假设模型;(2)对模型进行实证检验;(3)采用合适的模型对异常现象作出解释。

心理学的实验结果发现,在某些情况下人的决策与经济学的理性假定有系统性偏差。行为经济学(behavioral economics)是伴随着实验经济学、经济心理学而产生的,它是运用心理学、社会学、决策科学等理论和方法研究个人或群体的经济行为规律的科学。从 20 世纪 50 年代起,行为经济学的研究工作在美国等西方国家迅速地发展起来。行为经济学具有三个重要的特点:(1)它的出发点是研究一个国家中某个时期的消费者和企业经理人员的行为,以实际调查为根据,对在不同环境中观察到的行为进行比较,然后加以概