


中国机构投资者 投资行为研究

徐龙炳 等著

本书由上海财经大学资助出版
国家自然科学基金项目(70673056)“中国机构投资者投资行为及其监管研究”阶段性研究成果。

中国机构投资者投资行为研究

徐龙炳 等著

 上海财经大学出版社

图书在版编目(CIP)数据

中国机构投资者投资行为研究/徐龙炳等著. —上海:上海财经大学出版社,2011. 2

ISBN 978-7-5642-0925-4/F · 0925

I. ①中… II. ①徐… III. ①金融机构-金融投资-研究-中国
IV. ①F832. 48

中国版本图书馆 CIP 数据核字(2010)第 237444 号

- 责任编辑 张 健
- 封面设计 张克瑶

ZHONGGUO JIGOU TOUZIZHE TOUZI XINGWEI YANJIU
中国机构投资者投资行为研究

徐龙炳 等著

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

上海华业装潢印刷厂印刷装订
2011 年 2 月第 1 版 2011 年 2 月第 1 次印刷

787mm×1092mm 1/16 13.75 印张 215 千字
定价:29.00 元

前 言

中国证券市场上机构投资者队伍迅速壮大,机构投资者对市场的主导作用日益彰显。相比个人投资者,机构投资者在资金占有、信息搜集与处理等多个操作环节具有绝对优势。随着证券市场对外开放步伐的加快,中外合资证券公司、基金的成立,引入 QFII、推出 QDII 等举措,国内机构投资者的投资思路、操作手法越来越多地受到国外机构投资者投资行为的影响。因此,研究和分析机构投资者的投资行为具有非常重要的现实意义。

本书从多个角度对机构投资者投资行为展开研究,分析机构投资者投资行为特征,研究机构投资者的行为监管。首先,对国内外机构投资者投资行为进行综述性研究,分别从机构投资者行为特征、影响机构投资者投资行为的因素、机构投资者投资行为对市场产生的影响、投资者关注及其对投资者行为影响以及机构投资者与股票价格波动等多个方面对机构投资者行为进行全面研究和评述。其次,运用交易数据对机构投资者交易行为进行研究,分析机构投资者多账户交易行为和多账户交易动机,研究 IPO 股票上市初期投资者的交易行为。再次,从证券投资基金的经验证据来实证分析机构投资者投资收益和回避风险的能力,以及基金家族共同持股行为;然后,分析特殊投资者(高管、大股东等)的投资行为。最后,研究机构投资者行为对股票市场的影响。

本书研究的主要结论有:

在机构投资者交易行为方面发现,区别于个人投资者,机构投资者的交易行为表现出特殊性,多账户交易行为是中国机构投资者的典型特征,是机构投资者进行股价操纵的一种途径,是中国股票市场的特有现象;区别于国内以股票价格为对象揭示 IPO 股票特征的研究,本书以投资者为研究对象,发现中国 IPO 股票上市首日的高成交量与高换手率是由投资者逐利行为造成的;在上市后 3

日的交易中,个人投资者由于资金限制和信息获取能力不足等原因,对股票收益的判断能力明显弱于机构投资者,在交易中被机构投资者所利用。

在基金投资行为方面发现,中国开放式基金的业绩与资金流动的关系与成熟市场不同,呈现负相关且为凹形,说明投资者的选择未能发挥“优胜劣汰”机制,面临赎回压力较大的是业绩良好的基金而不是业绩较差的基金,同时收益的稳定性、分红、基金规模等因素也会影响投资者赎回;中国基金管理公司的家族共同持股行为严重,家族共同持股行为对基金管理公司业绩增长率和风险呈现倒U形的影响,说明基金管理公司通过家族共同持股来提高业绩的做法是以风险的增加为代价的;家族共同持股导致股票“变脸”,对单只基金业绩的影响扩散到整个家族,甚至引发整个家族业绩的突变,造成同一家族基金“一荣俱荣,一损俱损”,重仓股“变脸”引发基金家族危机的原因是家族高度共同持股,而基金治理中激励机制的安排可能是基金家族高度共同持股的诱因。

在特殊投资者投资行为方面发现,无论从短期还是长期来看,高管买入行为有显著为正的的市场效应,而卖出具有显著为负的市场效应,并且交易量越大、日内交易次数越多,市场效应越强烈,而终极控股股东控制权与现金流权分离导致更强的买入市场效应,法制环境则抑制了买入市场效应;我国上市公司定向增发中,定向增发折扣率与大股东认购比例呈正相关关系,与大股东认购比例和其原有持股比例之差显著正相关,大股东主导下的定向增发可能是大股东利益输送的重要途径之一。

最后,在机构投资者对股票市场的影响方面,发现被查处股票市场操纵案例中主要的操纵者是机构投资者,被操纵股票在操纵期间确实存在低Beta系数现象,有较高的收益率和人均市值,而在换手率、成交量、波动率和成交金额方面,操纵期间与操纵前后也有一定的差异,并构造了被操纵股票的判别模型。

本书第一章主要由徐龙炳、王春和赵娜负责;第二章主要由徐龙炳、陆蓉和徐智斌负责;第三章主要由陆蓉、陈百助、徐龙炳、谢新厚和赵乾明负责;第四章由陆蓉、刘亚琴和李良松负责;第五章由洪登永、俞红海和徐寿福负责;第六章由陆蓉和陈小琳负责。

目 录

| | |
|----------|---|
| 前言 | 1 |
|----------|---|

第一部分 国内外对于机构投资者相关研究的综述

| | |
|---------------------------|----|
| 第一章 国内外机构投资者相关研究综述 | 3 |
| 第一节 机构投资者投资行为的研究 | 3 |
| 第二节 投资者关注的研究 | 10 |
| 第三节 机构投资者与股票价格波动的研究 | 19 |

第二部分 机构投资者的交易行为研究

| | |
|----------------------------------|----|
| 第二章 机构投资者的投资行为:来自交易数据的经验证据 | 33 |
| 第一节 机构投资者多账户交易行为研究 | 33 |
| 第二节 IPO 股票上市初期投资者交易行为研究 | 48 |

第三部分 基金投资行为研究

| | |
|----------------------------|----|
| 第三章 开放式基金赎回现象研究 | 69 |
| 第一节 开放式基金赎回现象研究综述 | 70 |
| 第二节 中国开放式基金赎回异常现象的研究 | 77 |
| 第四章 基金家族共同持股行为研究 | 94 |
| 第一节 基金溢出效应研究新进展 | 94 |

| | |
|-----------------------------------|-----|
| 第二节 家族共同持股对基金管理公司业绩与风险的影响研究 | 104 |
| 第三节 共持重仓股“变脸”对基金家族的连锁效应研究 | 118 |

第四部分 特殊投资者投资行为研究

| | |
|----------------------------|-----|
| 第五章 特殊投资者投资行为研究 | 137 |
| 第一节 高管交易行为信息不对称与公司治理 | 137 |
| 第二节 大股东认购与定向增发折价 | 152 |

第五部分 机构投资者对股票市场的影响分析

| | |
|---------------------------|-----|
| 第六章 机构投资者对股票市场的影响研究 | 171 |
| 参考文献 | 186 |



第一部分

国内外对于机构投资者研究的综述

中国证券市场上机构投资者队伍迅速壮大,机构投资者对市场的主导作用日益彰显。相比个人投资者,机构投资者在资金占有、信息搜集与处理等多个操作环节方面具有绝对优势。随着证券市场对外开放步伐的加快,中外合资证券公司、基金的成立,引入 QFII、推出 QDII 等举措,国内机构投资者的投资思路、操作手法越来越多地受到国外机构投资者投资行为的影响。因此,研究和分析中外机构投资者的投资行为具有重要的现实意义。笔者将就国内外机构投资者投资行为研究的现状作一介绍,以期抛砖引玉,引起更多的对于机构投资者投资行为研究的关注,加强对国内机构投资者投资行为特殊性的研究,加强对高频数据应用等方面的研究。

第一章

国内外机构投资者 相关研究综述

第一节 机构投资者投资行为的研究

国外对机构投资者投资行为的研究起步较早,研究的深度与广度都远远超过了国内的相关研究。本节将分别从影响机构投资者投资行为的因素、机构投资者投资行为对市场产生的影响两个角度进行总结评述。从机构投资者行为特征、投资者行为及其投资心理、投资者交易行为对价格的影响、投资者日内行为等方面综述国内外相关研究。

一、国外相关研究情况

(一)影响机构投资者投资行为的因素研究

1. 交易方式对机构投资者的投资行为影响

Grinblatt and Keloharju(2000)利用1994年12月27日到1996年12月30日芬兰FCSD(Finnish Central Securities Depository)的交易数据,分析了六种不同类型投资者的交易行为,研究了过去收益在多大程度上决定买入和卖出,考察了不同的交易方式对机构投资者投资行为的影响。

2. 分析师对机构投资者的投资行为影响

机构投资者往往拥有较多的投资分析师,一些学者研究了投资分析师在市场信息发掘和信息传播中的作用。对分析师在投资

分析中所起的作用有不同的看法:

(1) 一些研究认为分析师的分析具有很高的信息含量。Womack(1996)认为投资分析师的预测(特别是卖出建议)具有很高的信息含量; Skinner(1990), Brennan, Jegadeesh and Swaminathan(1993)发现被广泛研究的股票向新信息调整的速度明显加快; Shores(1990), Bhushan(1989), Brennan and Hughes(1991), Brennan, Jegadeesh and Swaminathan(1993), Chung, McInish, Wood and Wyhowski(1995)则直接将投资分析师作为知情交易的替代变量。

(2) 另一些研究认为投资分析师的评论偏向好消息,因此分析师的评论可能成为信息噪音,甚至为卖出股票推波助澜。Easley, O'Hara and Paperman(1998)的研究则论证了投资分析师的建议大多基于公共信息而非私人信息。他们在交易量、价格水平和知情交易上的解释力微乎其微,因此不应作为知情交易的替代变量。

(二)机构投资者投资行为对市场产生的影响

1. 机构投资者投资行为对股票价格的影响

国外一些学者研究了机构投资者交易对股票价格的影响。这一研究可以用来分析股票的需求弹性,估计交易执行成本,评估市场流动性等。

(1) 机构投资者买入和卖出行为对股票市场的影响。Chan and Lakonishok(1993)用 37 家大型机构投资者的交易数据讨论了交易对股票价格的影响,指出买入和卖出行为对股票价格的影响是非对称的。

(2) 机构投资者的股票持有结构对股票市场的影响。Gompers and Metrick(2001)研究了机构投资者持股数量和持股结构的变化,1980~1996 年机构投资者的持股数量翻了一番,由于增加了对大公司股票的持有,结果使得大公司股票的价格上涨了接近 50%,这在一定程度上解释了小公司股票溢价现象的减少。

(3) 机构投资者持仓量变动对股票市场的影响。Sias, Starks and Titman(2001)发现机构投资者持仓量的变动与收益有正相关关系,机构投资者交易会产生产信息效应,因而引起了股票价格的变动。

2. 机构投资者的投资行为与市场异象有关

(1) 机构投资者投资行为与周末效应。Lakonishok and Maberly(1990)讨论了与周末效应问题相关的投资者交易方式,发现投资者在周一相对增加交易; Sias and Starks(1995)研究了机构

投资者在发生周末效应中的作用;Lakonishok and Smidt(1984)研究了根据规模划分的上市公司交易特征、年末效应。

(2)机构投资者投资行为与年末收益异象。许多研究发现了股票的年末收益异象(如 Rozeff and Kinney, 1976; Keim, 1983)。Dyl(1977)发现 12 月交易量异常升高;Givoly 和 Ovadia(1983)发现在上年末股价下跌的股票收益在 1 月异常升高;Reinganum(1983)发现小市值股票在上年末股价下跌下年初收益也异常升高。Roll(1983)指出年末效应是由买卖价差的测量误差所致。Keim(1989)证实年末效应是由于 12 月末的交易经常在卖价成交,而 1 月初的交易成交价经常靠近买价所致。年末收益异象可由两种效应解释:税收减少卖出效应(Tax-loss-selling)假设和橱窗粉饰效应(Window-dressing)假设。税收损失卖出效应假设与投资者的税收动机交易行为有关。在年末投资者倾向于卖出价格下跌的股票以实现税收减少,使得年末的交易价格靠近卖价;而第二年年初投资者没有实现税收减少的动机,因而交易价格将从卖价向买卖价差中点移动,使得收益为正。橱窗粉饰效应假设机构投资者在年末买进价格上涨的股票而卖出价格下跌的股票,以使得他们的年末投资组合更加好看。这样做的结果是机构投资者而不是个人投资者造成了年末异象。

(3)机构投资者投资行为与日末收益异象。研究者们发现日末也存在明显的收益异象。在一天的所有交易价格中,收盘价是最重要的一个价格。基金用收盘价来估值,交易成本用收盘价来衡量,研究员用收盘价来计算收益。收盘价之所以得到广泛应用是因为其方便而且被认为准确反映了每日末股票的价值。但是 Harris(1986), Wood, McInish and Ord(1985)指出每日尾盘价格有系统性的升高,特别是最后一笔交易。Harris(1989)研究了每日尾市交易价格异象,认为价格异象是日尾买价频率改变所致,而与买卖价差相对频率的改变无关,与月尾效应弱相关。由此可见,对机构投资者投资行为的深入研究离不开对日内交易行为的研究,目前对机构投资者投资行为的研究已进入对高频的数据挖掘阶段。

3. 机构投资者投资行为的高频数据研究

高频数据即指日与日内的数据,主要针对以小时、分钟或秒为采集频率的数据。而超高频数据则指对交易过程实时采集的数据(不等间隔的数据)。对机构投资者投资行为的深入剖析离不开对

高频数据(以下所指高频数据包括高频和超高频数据)的分析。高频数据可以对机构投资者投资行为的刻画精确到日内,反映机构投资者投资行为的各种特点。通过对高频数据的分析还可以发现机构投资者的隐性成本,反映日内市场流动性,对数量巨大的交易有很重要的意义。

(1)对市场流动性和交易成本的研究。关于市场流动性和交易成本问题的研究文献很多,比较有代表性的有:Tobin(1958)首先提出了金融资产流动性的概念;Black(1971)指出流动的市场是指买卖价差相当小,小额交易可以被立即执行而对价格产生较小影响的市场;Demsetz(1968)第一个研究买卖价差与交易成本之间的关系;Engle和Lange(2001)提出了一种市场深度的动态预测模型;Chordia、Roll and Subrahmanyam(2000)又提出了相对宽度和相对有效价差的度量方法;Angel(1997)运用交易数据对15个主要国家的股票市场的买卖价差进行统计分析,发现平均相对买卖价差等于0.65%;Domowitz、Glen and Madhavan(2000)通过对42个国家(包括发达国家和发展中国家)显性和隐性的交易成本研究,发现发展中国家的交易费用显著高于发达国家的水平;Lehmann and Modest(1994),Chan、Christie and Schultz(1995)分别研究了日本和美国股票市场价差的日内变化规律;Chakravarty、Harris and Wood(2001)通过建立成交价格、买卖价差、市场深度之间的VECM模型揭示了市场深度比买卖价差先反映市场信息;Heflin and Shaw(2000)研究了大股东所持有的股票与市场流动性之间的关系,认为有大机构入主的股票,具有更大的报价价差、有效价差及逆向选择价差和更小的报价深度。

(2)对交易方向及其应用的研究。高频数据给人们研究日内交易行为带来了方便。高频数据的交易方向(由买方驱动或由卖方驱动)具有很重要的研究价值。如果能判断交易的方向,则可以检验信息的不对称性(Hasbrouck, 1988);发生股市危机(如1987年10月的股市危机)时的订单不平衡性(Blume、MacKinlay and Terker, 1989)等。Harris(1989)用买单对卖单的比例升高来解释收盘价行为异象;Lee(1990)用买卖单的不平衡来度量市场对一个信息事件的反应。Chordia、Roll and Subrahmanyam(2002)用每天买单和卖单的总差额来度量交易活动,正的差额将导致市场下跌,而负的差额则相反,无论是正差还是负差都将降低市场的流动性,同步或滞后的买、卖单差额显著地影响市场收益。虽然交易方向

对研究具有重要价值,但交易方向并不能从交易数据中获得,这就需要一定的方法从交易数据中判断交易的方向。Lee 和 Ready (1991)详细探讨了如何从交易数据中判断交易的方向。

从交易方向判断价格趋势是微观结构研究的基础(Kyle, 1985; Glosten and Milgrom, 1985)。信息影响投资者对股票价值的判断,因而使得交易价格发生改变。市场参与者根据交易的历史来预测股价的变动趋势。超买单(买单多于卖单)可能预示着好消息,投资者将可能提高他们对股票价值的期望。超卖单(卖单多于买单)的影响则相反。

(3)对高频数据信息含量的挖掘。在标准的微观结构模型中(如 Kyle, 1985; Glosten and Milgrom, 1985),一般投资者(未获信息)的行为是序列不相关的,交易行为来自 0 均值的正态分布,多时期不相关,或在固定的总体中独立同分布。用这样的模型预测的一般交易行为是序列不相关的。因此任何交易的相关性就是由知情交易者的交易行为造成,基于所获信息,这些投资者只买不卖或只卖不买,造成交易的相关。Easley、Kiefer and O'Hara (1997a)提出如何用买卖数量、无交易的间隔来估计标准市场微观结构模型的参数。如果一般投资者的行为不能仅以知情交易行为所解释,则用标准微观结构模型就不恰当,容易导致结果的错误。Easley、Kiefer and O'Hara(1997b)使用交易的高频数据进一步研究了交易过程中的信息含量。他们的模型允许交易行为有更多的灵活性,如一般投资者的买卖决策可以依从历史的相关过程。运用极大似然估计他们发现交易额大小含有不同的信息含量,大额交易的信息含量几乎是小额交易的两倍。有些学者应用价格数据也同样发现了大额交易的显著影响(如 Keim and Madhavan, 1994; Seppi, 1992)。此外,Easley、Kiefer and O'Hara (1997b)还研究了大笔买单是否与大笔卖单具有相等的信息含量;在交易日里有些时段几乎没有交易发生,那么交易发生的时间是否对市场的观察者来说具有信息含量;有些时段有很多的买卖发生,交易次序是否提供了比单笔交易更多的信息等问题。

二、国内相关研究情况

(一)对机构投资者投资行为特征的定性描述

谢恒和马伯东(2002)对机构投资者定义并归纳了机构投资者的特征;朱建民(2002)讨论了券商证券投资行为的演变与趋势;刘

建洲和丁楹(2002)肯定了大力发展机构投资者的政策思路,详细阐述了机构投资者的发展对金融体系、证券交易、金融创新和公司治理等方面的正面影响。

(二)对投资者行为及投资心理的研究

一些学者对中国投资者行为、投资心理方面进行了有益探索。陈斌、李信民和杜要忠(2002)以问卷方式从证券市场一线获得约43.75万个调查数据,通过这些具有内在关联的数据所建立的数据库,分别从投资者的入市动机、证券投资知识、风险意识、投资理念、投资行为、影响投资行为的因素以及投资业绩七个方面着手考察;李心丹和王冀宁(2002)研究了影响个人投资者投资行为的各种心理因素;王垒、郑小平、施俊琦和刘力(2003)通过对全国7个城市的1063名投资者的问卷调查,研究了证券投资者的一般行为特征、心理特征以及两者之间的关系。

(三)机构投资者交易行为对价格形成的影响研究

一些学者考察了机构投资者的交易行为对价格形成的影响。平湖和李箐(2000)利用10家基金管理公司管理的22只证券投资基金的交易数据对其交易行为进行了研究,成为中国股市10年来第一份对机构投资者的交易行为的研究报告。赵涛和郑祖玄(2002)认为,中国股票市场中,由于在信息不对称情况下,机构通过操纵上市公司基本面信息来影响股票交易价格,使股票二级市场价格在短期内发生剧烈变化,以此获得超额收益。刘力、刘春旭、李维刚和赵瑜纲(2000)通过对中国沪深股市A股日内价格及交易量变动模式的实证分析,探讨了中国股市的交易机制对于价格发现过程的影响,以及存在价格操控情况下投机行为对价格形成过程的影响。施东晖(2002)研究了证券投资基金的行为特点及其对股价的影响。

(四)对机构投资者日内投资行为的研究

对买卖价差、深度之间信息含量的比较及其对投资决策的影响研究,对投资决策有着直接的参考价值。上海交通大学金融证券研究所—复旦大学管理学院联合课题组(2002),屈文洲和吴世农(2002)分别研究了上海、深圳股票市场的买卖价差的变动模式以及买卖价差的影响因素。徐龙炳(2002、2003),徐龙炳、杨智元和刘晓峰(2003)利用深圳股票市场部分日内高频数据挖掘了买卖价差和市场深度的信息含量,并提出了针对机构投资者的投资建议。

投资者行为研究常常受制于投资者交易数据库的获得,至今国外学者在这方面的实证研究几乎都依赖某些特别的数据来源。受数据所限,国内以交易数据来研究机构投资者行为的成果不多见,这也使得无法准确揭示中国机构投资者行为的一些重要特征。

有一些学者利用已得交易数据对机构投资者的投资行为进行了有益的探索。刘勤和顾岚(2001)利用深发展股票的高频数据研究了日内交易数据特征和波幅,考察了日内效应等问题;赵学军和王永宏(2001)通过某证券营业部共9 945个股票账户在1998~2000年的交易数据库,研究了投资者的处置效应,即投资者有太长时间持有亏损股票而太短时间卖掉盈利股票的倾向;李学(2001)利用该数据库对我国股票市场庄家的自买自卖等异常交易行为进行了概括,并利用6 205个股票账户1998~2000年的交易数据对各种异常交易行为进行了统计;徐龙炳(2005b)用证券营业部的交易数据(2002年1月1日~12月31日,样本为10 267 653条记录,基本确定82 825个股东账号为机构投资者账号)初步探索了机构投资者的多账户交易、关联交易等投资行为特征。

机构投资者投资行为研究有很强的现实意义。通过机构投资者投资行为的研究可以为监管部门、决策部门提供决策依据。如一些学者通过研究机构投资者的投资行为提出了改进交易机制的政策建议。刘逊和攀登(2003)研究了在封闭式集合竞价的“黑箱”过程中散户和庄家的交易策略,提出了变封闭式集合竞价为开放式集合竞价的政策建议;魏力和施东晖(2003)研究了最小报价单位对基金交易的影响,基金最小报价单位从2003年3月3日起由分改为厘。机构投资者本身也对投资行为研究有着很大的需求。以基金为例,市场流动性、大单冲击成本、巨额赎回及危机处理等都是迫切需要研究的问题。中国机构投资者投资行为与国外机构投资者投资行为的表现有所不同,如年末最后一个交易日的行为异象;新股上市首日流动性异象;日内流动性特征等,这些都是值得进一步研究的问题。目前国内理论界和实务部门对于高频数据的关注还不够。而高频数据往往最能够刻画机构投资者的投资行为,因为投资行为是发生在每个具体时点上的,采用低频数据无法捕捉到这些重要特征。对高频数据的分析与应用将是机构投资者投资行为研究的一个广阔领域。

第二节 投资者关注的研究

研究表明,人类在处理信息以及同时进行多项任务时存在着能力上的局限性,这表现为关注现象(Kahneman, 1973)。关注现象对决策过程的影响广泛存在于经济和心理研究领域。比如:在进行股票投资的时候,投资者在有限的时间和特定的股票池内需要考虑一定数量的股票。他们为什么要考虑这些股票而不是别的股票呢?国外近年来兴起的投资者关注研究能够较满意地解释金融市场中这种特定的异象(anomalies),并且其研究成果也被广泛地应用于解释公司金融、基金拆分等其他领域。投资者关注作为现实中投资者所存在的特定心理现象,在经济和公司基本面等其他状况没有发生根本变化的情况下,会对投资者投资决策产生重大影响。具体来说,投资者关注通过投资者投资行为的改变,影响公司股票的资产价格和成交量,继而引起股票价格在短时间内发生巨大波动。对于个人和机构投资者来说,了解投资者关注现象,可以有效地获利或者避免一定损失;对于监管部门来说,了解投资者关注现象,可以改进市场交易质量,抑制股票市场的过度波动。因而认识和介绍投资者关注这个流派的研究新进展就显得尤其必要。

一、股票市场上关注及其表现

现代金融理论认为股票市场是有效的,信息能够及时有效地反映到股票价格中。然而,20世纪80年代对金融市场的大量实证研究发现有许多现代金融理论无法解释的异象。原因是在有效市场理论中,个人应当是完全理性的。这包括两个方面:第一,信息是完全对称的;第二,个人能够迅速准确地理解上述信息。显然,实际金融市场参与者的知识、技能水平和注意能力是有限的,无法满足上述两个条件。这就使得有效市场理论在某种意义上成为金融市场理论中的参照系。为了解释金融市场上的这些异象,一些金融学家将认知心理学的研究成果应用于投资者行为分析,形成了金融理论中的行为金融流派。在这个流派的发展中,投资者关注(attention)无疑是引人注目的领域。目前,国外金融经济学家对投资者关注与股票市场的价格、投资者行为之间的关系怀有越来越