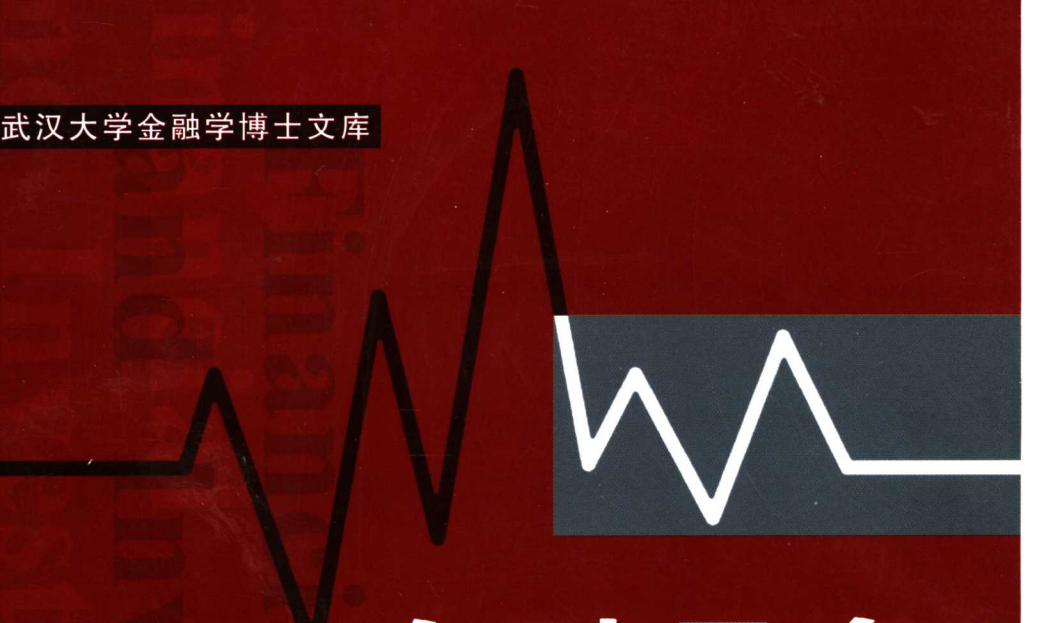


武汉大学金融学博士文库



金融异象 与投资者心理

**Financial Anomalies
and Investors' Psychology**

■ 胡昌生 著

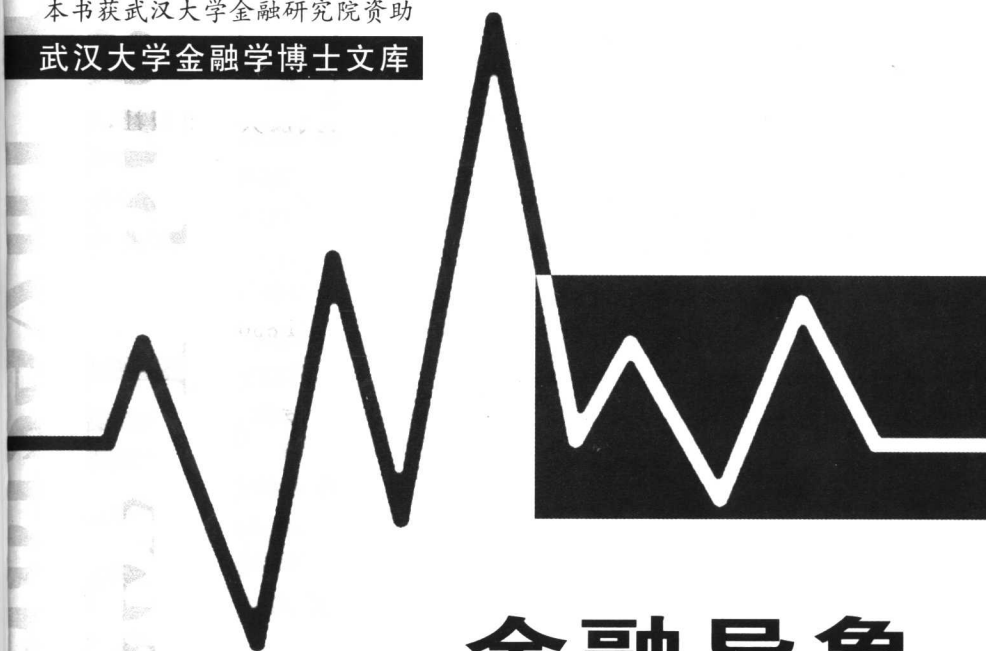


WUHAN UNIVERSITY PRESS

武汉大学出版社

本书获武汉大学金融研究院资助

武汉大学金融学博士文库



金融异象 与投资者心理

Financial Anomalies
and Investors' Psychology

■ 胡昌生 著



WUHAN UNIVERSITY PRESS

武汉大学出版社

图书在版编目(CIP)数据

金融异象与投资者心理/胡昌生著. —武汉:武汉大学出版社,
2005.7

武汉大学金融学博士文库

ISBN 7-307-04567-2

I. 金… II. 胡… III. 投资—经济心理学 IV. F830.59

中国版本图书馆 CIP 数据核字(2005)第 052031 号

责任编辑:沈建英 责任校对:王 建 版式设计:支 笛

出版发行:武汉大学出版社 (430072 武昌 珞珈山)

(电子邮件:wdp4@whu.edu.cn 网址:www.wdp.com.cn)

印刷:湖北恒泰印务有限公司

开本:880×1230 1/32 印张:12 字数:254 千字

版次:2005 年 7 月第 1 版 2005 年 7 月第 1 次印刷

ISBN 7-307-04567-2/F·922 定价:19.00 元

版权所有,不得翻印;凡购买我社的图书,如有缺页、倒页、脱页等质量问题,请与当地图书销售部门联系调换。

武汉大学“金融学博士文库”编委会名单

(按姓氏笔划为序)

叶永刚 卢汉林 田 玲 江 春
刘思跃 李 琼 何国华 张东祥
赵何敏 胡炳志 黄 宪 潘 敏
魏华林

总 序

20 世纪末期以来,随着信息技术的快速发展及其在金融领域的广泛应用,国际金融市场上金融创新层出不穷,金融管制日益放松,全球金融体系发生了深刻的变化:传统的以商业银行为主体的金融中介机构在全球金融体系中的地位相对下降,经济主体的金融活动越来越趋向于市场化,资本市场在金融体系中的地位和作用迅速提高。与此同时,现代经济学理论也发生了根本性的变化:传统的以完全竞争为前提的市场均衡理论逐渐被不完全竞争下的市场均衡理论所取代,信息经济学、交易费用经济学、博弈论、代理理论、契约理论等经济学理论和研究方法获得了快速的发展。

金融活动的市场化和金融体系的变化,经济学理论和研究方法的发展及其在金融学理论研究中的广泛应用,改变了传统金融理论的分析范式和框架,丰富和发展了现代金融理论的内容:一方面,不同经济主体在不确定性条件下如何进行跨期的最优资源配置决策的研究日益成为现代金融学理论探讨的主题,资产定价、公司金融、有效市场、行为金融、银行管理和风险管理等成为现代金融理论最为核心的内容,金融理论的研究日益市场化和微观化。另一方面,以经济主体投融资行为决策为主要研究内容的微观金融理论的发展也对传统的宏观金融理论提出了挑战,货币经济理论、汇率理

论、金融中介理论、金融监管理论以及金融与经济发展等宏观金融理论在吸收现代微观金融理论新的研究成果和研究方法的基础上,也取得了长足的发展。

我国的经济及金融正处于巨大变革的重要历史时期,实践的变革和发展需要理论的指导,并为理论研究提供动力和源泉。本着学习、吸收和借鉴现代金融学研究成果和研究方法的态度和勇于探索、严谨求实的精神,在武汉大学出版社的支持下,我们金融学学科团队编辑和出版了这套丛书,以期能够为我国金融学理论研究和改革实践的创新及发展有所裨益。

武汉大学金融学有着悠久的历史。中华人民共和国成立前后,以留学归国的杨端六教授(伦敦大学)、李崇淮教授(耶鲁大学)和周新民教授(哥伦比亚大学)等为首的一批学者在当时国内金融学界具有较高的学术地位。1952年,受中国人民银行总行委托开办的银行专修科专业标志着武汉大学金融学科的正式创建。改革开放后,武汉大学是国内综合性大学中最早恢复金融学科的重点大学之一。在中国银行总行的支持下,武汉大学于1983年开办了“国际金融”专业,随后又相继开办了“货币银行学”、“保险学”以及“投资经济”等专业,从而形成了完整的金融学科群,并迅速恢复了在国内学术界的影响力。这一时期,周新民教授是国内欧洲货币体系及国际收支问题研究领域的权威学者,李崇淮教授在20世纪80年代初提出“黄金非货币化”的观点和论述,在国内学术界产生了巨大的影响,并成为这一学派的代表人物。

从20世纪80年代起至今,武汉大学金融学科中的中青年学者迅速成长,经过长期不懈的努力,本学科已形成了一支具有“群体优势、团队优势、学历优势、年龄优势”的学科团队。在制度金融理论、金融中介理论和银行管理、金融工程、国际金融、公司金融、金融市场及保险理论和保险精算等方

面构建了较为完整的学术梯队,形成了稳定的学术方向,取得了一系列在国内学术界较有影响的学术成果。迄今为止,本学科共承担国家自然科学基金及国家社会科学基金项目数十项,并多次荣获全国普通高校人文社会科学优秀科研成果奖、全国普通高等学校优秀教材奖、国家级教学奖以及湖北省社会科学优秀成果奖。

目前,武汉大学金融学科共设有金融学、金融工程、数理金融和保险学四个本科专业,拥有金融学、金融工程硕士学位和金融学博士学位授予权,2003年被湖北省批准为省级重点学科。为进一步凝练学术方向、整合学术队伍、建设创新学术团队,经武汉大学批准,2004年通过整合校内外学术资源,我们组建了“武汉大学金融研究院”,作为武汉大学人文社会科学重点研究基地,进行金融理论的创新和应用研究以及高级学术人才的培养。

本套丛书的作者均为本学科中最近几年在国内外获得金融学博士学位的年轻学者,其选题来源于他们的博士论文。在丛书的编辑过程中,作者们对其博士论文作了大量的修改和补充,力求反映其研究领域相关研究的最新发展趋势和自己的最新研究成果。尽管每位作者在其各自的研究领域中都做出了艰辛的努力,但我们深知,其研究成果中的不足也是在所难免的。正因为如此,我们希望他们能够在其各自的研究领域继续大胆探索,勇于创新,以此推动我国金融学理论研究的发展。我们也希望该丛书能抛砖引玉,以期有更多的学者加入到我们的学术团队之中,并不断关心、支持和推动武汉大学金融学科的发展。

武汉大学“金融学博士文库”编委会

中 文 摘 要

证券市场是典型的信息非对称市场,影响证券价格的因素错综复杂。传统的金融理论传承了新古典经济学的自然选择的进化思想,采用了尽可能少的分析工具,假设:第一,投资者是理性的,因此可以对资产价格进行正确的评估;第二,即使投资者个体非理性,但由于交易随机地产生,交易相互抵消,而不至于影响资产的价格;第三,即使投资者的非理性行为并非随机产生,而是有相关性,他们在市场中将遇到理性的套利者,后者将消除前者对价格的影响,因此,市场最终是有效的。然而,现实的市场并非如理性理论描述的那样有效地运行,金融市场中大量“异象”的存在成为困扰人们的不解之“谜”,所谓金融异象一般是指金融市场中资产的实际收益偏离资本资产定价模型和有效市场假说的异常现象。这些异象的存在影响了金融市场的效率,市场经常表现得并不那么有效,理性理论遇到前所未有的挑战。不仅如此,投资实务界与理性理论的冲突从来就没有停止过,华尔街的投资大师 Lynch、Buffet、Templeton 和 Neff 等人的职业记录显示,他们的优异绩效难以和有效市场假说调和(泰纳斯,1997)。从投资理论和投资实践两方面看,我们对金融资产价格行为的理解还是十分有限的。行为金融的出现为我们

理解金融异象和金融市场效率提供了新的分析工具。虽然,行为金融理论在国内传播只是近几年的事情,基于行为理论的实证研究在国内也才刚刚起步。本书选择“金融异象与投资者心理”这一主题,一方面试图在现有行为金融理论文献的基础上理出一个完整的分析框架,连贯地研究资产定价问题;另一方面是以行为理论为指导对我国证券市场中的金融异象进行实证研究,提供来自中国市场的经验证据。本书作者在上述两个方面进行了有意义的探索。

De Bondt 和 Thaler(1985)发现资产收益存在长期反转效应,价格过度反应现象,震惊了金融理论界并引发了一场旷日持久的理论之争,继 De Bondt 和 Thaler 之后, Jegadeesh 和 Titman(1993)发现了资产价格的短期动量效应,这又一次构成了对理性理论的挑战。从现有文献看,金融异象的发现相对集中地出现在 20 世纪的八九十年代。除了以上两个著名的异象以外,此间被发现的其他有名的异象有:规模效应、账市值比效应、股息之谜、股票回购之谜、初始发行与增发之谜等。由于这些异象都是资产收益横截面上的统计计量的结果,因此又被统称为横截面异象。与横截面异象相对应的是总量市场异象,具体包括:股权溢价之谜、波动性之谜和可预测性之谜。有必要指出的是,当 Shiller(1981), Le Roy 和 Porter(1981)首次提出价格/股息比不能解释投资者理性和贴现率为常数假设下的资产收益的历史波动性时,同样也产生了震惊业界的效果。此外,金融市场中出现的资产收益的联动性、个体投资者行为和羊群行为等都偏离了传统的理性理论的预见。种种迹象表明,当理性理论的大厦作为金融理论的主流在 20 世纪 70 年代中期建立完成之后,很少有人会怀疑它的正确性,有效市场假说的创立者之一 Jensen(1978)

曾声称：“迄今为止，没有任何一个经济学命题能像有效市场假说那样获得如此坚实的实证支持。”然而，事实无情地否定了 Jensen 的说法，80 年代以后发现的大量金融异象表明，理性理论对金融市场的现实问题缺乏有效的解释力，存在致命的缺陷。

传统的金融理论把个体的决策过程看成是一个“黑箱”，把投资者简单地假设为“理性人”，一旦理性人出了问题，变得不那么理性了，市场中的理性套利者将会赢得更多的财富，把非理性的投资者淘汰出局，资产价格最终还是由理性的边际套利者所决定，这也是理性理论要牢牢把守的最后一道防线。传统的金融理论与现实的矛盾再一次证明 Friedman 的“假设不重要，只要预测正确”的经济学方法论是不可取的。因此，从方法论的角度看，我们注意到，最近二十多年来发生在金融理论上的争论就是因为实证与理论的不符，所以也许是到了应该关注其假设的时候了 (Barberis 和 Thaler, 2003)。行为金融借鉴心理学的研究成果在开启个体决策行为的“黑箱”上进行了不懈的努力，给经济学研究赋予了原本的行为意义。行为金融的发展大致经历了以下三个阶段：

1. 早期阶段。20 世纪经济学大师凯恩斯 (1936) 是最早强调心理预期在投资决策中作用的经济学家，他基于心理预期最早提出股市的“选美竞赛”理论；而 Burrell 则是现代意义上最早的行为理论研究者，在其 1951 年的《以实验方法进行投资研究的可能性》一文中，他开拓了应用实验将投资模型与人的心理行为特征相结合的金融新领域。后来的 Bauman 和 Slovic 等人继续进行了一些人类决策过程的心理学研究。

2. 心理学行为金融阶段。从 20 世纪 60 年代至 80 年代中期。这一阶段的行为金融研究以 Tversky 和 Kahneman 为代表,他们共同提出了“预期理论”,使之成为行为金融研究中的代表学说。但是当时的行为金融的研究还没有引起足够重视,一方面是因为此时理性理论风行一时;另一方面是因为人们普遍认为研究人的心理和情绪对于金融研究来说是不科学的。

3. 金融学行为金融阶段。从 20 世纪 80 年代中期至今。随着金融市场不断发现的异象引起金融学界的关注,大量的证据表明传统的理性理论尚不完善。加之,预期理论得到广泛的认可和经验求证,所以这个时期的行为金融取得了突飞猛进的发展。与上个时期相比,这个时期的行为理论研究的焦点是对市场中发现的各种异象加以解释,同时注重把心理学的研究成果和投资决策结合起来。此外,各种基于信念和偏好的资产定价模型也在这一时期大量出现,其中比较著名的有:BSV 模型、DHS 模型、HS 模型、DSSW 模型、BSW 模型和 BHS 模型等。

现实的金融决策多数是在不确定条件下做出的。传统的理性人假设认为个体有无限的信息处理能力,能够迅速地对所得信息做出正确的反应,从而进行最优的决策。事实上,在不确定条件下个体的信息处理能力和认知能力是有限的,为节约认知决策过程中的成本,个体采用代表性典型启示进行思维,因而只能做出令他们满意而非最优的投资决策。心理学家 Slovic(1972)等人很早就看到了这一点,呼吁在金融研究中要注重心理因素的影响。Kahneman 和 Tversky(1974,1979)分别对投资者在不确定条件下的信念和偏好的描述构成了行为金融的理论基础,尤其是预期理论的提

出以其更加接近现实的假设,动摇了传统的理性理论赖以存在的主观预期效用理论,因此,心理学是行为金融的两块基石之一。

自从 Shiller 等人(1981)发现资产收益的波动性之谜后的二十多年中,大量的基于行为的研究成果如雨后春笋般涌现,它们采用“行为金融理论试图解释实证研究发现的与传统金融理论不符的异象”(Fuller,2000)。行为金融的出现堪称金融理论发展史上的一次科学革命。在过去的二十多年间,金融理论研究在许多领域取得了重大突破和进展,其中,最明显的莫过于对市场异象的全新诠释,驱使这一改变的动力来源于许多方面,包括对套利限制的理解、与日俱增的资产收益可预测性的发现、相同资产在不同地点交易却有不同的价格,以及无法理解的总量资产价格的巨幅波动和溢价之谜等。本书从投资者的认知偏差和对风险的态度角度出发,对资产价格为何会偏离基本价值进行了行为经济学分析。本书的基本逻辑是,影响资产价格的因素除了传统的基本因素外,还包括个体心理或行为方面的因素。因此,基于这一点,资产价格可以用下述函数式表达: $P=F(V,B)$ 。其中, P 代表资产的价格; V 为资产的基本价值; B 为影响资产价格的心理或行为因素; F 说明资产的真实价格受到基本价值和行为因素的双重影响。该表达式的核心思想体现在 B 中,它说明正是由于投资者受到基于信念的偏差和基于偏好的偏差影响,才使得资产价格长期偏离基本价值。金融异象是行为金融与传统的理性理论争论的焦点。心理学的发现丰富了我们有限理性的理解。本书的分析表明,有限理性模型不仅可以描述投资者的行为,而且能够比理性模型更准确地描述投资者的行为。行为金融与理性理论的最重要的

差异在于,前者是一种描述性的归纳推理范式,而后者是一种严格意义上的演绎推理范式。然而,行为金融对于金融市场,至少对传统理论面临的难题提供了一种新的分析框架。为了更准确地预测投资者的行为,行为理论吸收了一般行为模型常采用的形式,假设市场中的投资者一部分是非理性的,即噪音交易者。行为分析范式在理论上要搞清楚的第一个问题是,投资者究竟在多大程度上偏离贝叶斯法则或违背主观预期效用理论。虽然迄今为止,由于非均质信念在技术处理上的困难(Ross,1976),行为金融尚未建立起统一的演绎推理模型,用以解释所有的金融异象。但所幸的是,行为经济学家们已经提出了许多归纳推理的模型。现有的研究思路基本上沿着两条线索展开:一条思路是研究投资者的认知偏差(信念)与资产价格异象之间的关系;另一条思路是研究投资者的偏好对价格异象的影响。这两个因素最终都有可能影响金融市场的效率。

金融异象的长期存在不仅证明了投资者的有限理性,而且也证明了套利的有限性。此外,本书的分析还说明了职业的套利者本身也存在认知偏差,他们消除错误定价的能力是受限的(Shleifer 和 Vishny,1997)。二十多年前,金融经济学家通常会认为,有效市场假说由于套利的驱动必然是正确的。这一观点在今天看来显得颇为幼稚,在一个理性和非理性交易者相互作用的经济中,由于套利者所面临的风险和成本限制了套利的有效性,非理性可以对价格产生巨大而长期的影响(De Long *et al.*, 1990a, 简称 DSSW)。行为金融中套利限制这一点非常关键,如果套利不受限的话,那么,行为金融的第一个基础就会失去意义。甚至,在很多情况下,套利者不会去进行对冲交易,他们会反其道而行之,诱发正反馈

交易,加剧价格错误(De Long *et al.*, 1990b, 简称 DSSW)。这就是为什么在现实的市场中价格异象是常态,而正确定价是“异象”。换句话说,一个理论上有利可图的投资策略,由于套利风险和成本的存在,并不见得就能消除错误定价。错误定价的存在并非意味着有利可图的套利机会。因此,套利限制理论构成了行为金融理论的第二块基石。

长期收益反转和短期动量是两种有代表性的横截面异象,弄清这两种异象有助于我们对其他所有横截面异象的理解(这也是本书为什么没有将所有的横截面异象统统都加以解释的原因)。如果资产收益存在长期反转效应,投资者就可以构造一个反向投资策略,通过卖出过去的赢家、买进过去的输家获得风险调整超额收益;同样,如果存在短期动量效应,投资者可采用相对强势策略,通过买进过去的赢家、卖出过去的输家亦可获得风险调整超额收益。行为金融将反转和动量归咎于投资者对公司基本信息的反应过度和反应不足,并用实证结果证实了它的预见性。Barberis, Shleifer 和 Vishny(1998, 简称 BSV)模型将反应过度和反应不足归因于心理学上两个重要的认知偏差:代表性典型启示和保守性;Daniel, Hirshleifer 和 Subrahmanyam(1998, 简称 DHS)模型则认为它们是由投资者的过度自信和自我归因偏差引起的。Hong 和 Stein(1999, 简称 HS)模型与上述两个模型都不同,它并没有以专门的心理学发现作为基础,而是将考察的重点放在两类有限理性人:消息观察者和动量交易者的相互作用上,私人信息的缓慢传播,导致消息观察者对基本信息的反应不足,动量交易者的趋势外推导致了反应过度。De Long 等人(1990b, 简称 DSSW)的模型没有如以上三个模型那样同时解释反应过度和反应不足,它只是利用正反馈交易者的跟风买进行为简洁地说明了反应过度现象。在两

种策略利润的来源问题上,传统的理性理论和行为理论长期以来存在着争议。理性理论认为策略利润是更高的系统风险的结果,Fama 和 French(1996)专门为此构造了一个著名的三因素模型企图纳入所有异象,但实证结果显示,该模型只能解释反向利润,却不能解释动量。

在现实的市场中,联动性和封闭式基金折价之谜恐怕是投资者情绪因素影响价格的最典型的证据之一。传统的理性理论认为,资产收益的联动性和封闭式基金折价之谜取决于基本因素的驱动。然而,天才的经济学家凯恩斯(1936)早就注意到心理因素之于投资者决策的影响,他在《通论》中写道:“还有其他不稳定因素起因于人性特征。我人之积极行为,有一大部分,与其说是决定于冷静计算,不如说是决定于一种油然而发的乐观情绪”。“大多数决定做此事者,大概只是受一时血气之冲动——一种油然而发的驱策,想动不想静”。与凯恩斯的观点不谋而合,行为金融认为除了基本因素外,“一种油然而发的驱策”,即交易诱导因素亦是影响资产收益的重要因素。Lee, Shleifer 和 Thaler(1991,简称 LST)的投资者情绪理论为封闭式基金折价之谜提供了一种简明的行为解释。Barberis, Shleifer 和 Wurgler(2002,简称 BSW)发展的一个双因素驱动的资产定价模型可以合理地解释诸如,封闭式基金折价联动、指数样本股调整效应等联动性异象。

在现实的资产市场中,高股权溢价和高波动性是两种常见的总量异象。对于现实的数据,传统的理性理论无法从一个基于消费的效用模型中做出合理的解释。行为金融从信念和偏好的角度(尤其是偏好)同时解释了这两种总量之谜。Benartzi 和 Thaler(1995,简称 BT)首次运用不确定条件下投资者的损失厌恶和心理会计这两个偏好上的特征,将两者结合在一起(称为短视性损失厌恶)成功地解释了股权溢价之

谜。在 Benartzi 和 Thaler 工作的基础之上, Barberis, Huang 和 Santos(2001, 简称 BHS)将投资者的动态风险厌恶加上狭窄框架引入到传统的效用函数的分析中, 投资者不仅从消费中获得效用, 同时, 也从资产价格的变动中获得效用。揭示了在不同条件下投资者风险态度的变化与资产收益间的内在联系。

个体投资者与机构投资者相比, 通常被认为是愚笨的和无知的, 在市场中处于信息劣势并深受心理偏差的困扰。他们在资产选择行为上往往表现为分散化不足和单纯的分散化, 这一行为特征与经典理论要求投资者具备完全分散化的思想大相径庭。不仅如此, 个体投资者还在资产交易行为上表现为过度交易和非理性的买卖决策, 在一个由理性人构成的世界中, 人们显然无法理解现实市场中的交易量之谜。行为金融为我们理解个体投资者的行为特征提供了有力的分析工具: 代表性典型启示、过度自信、心理会计、熟悉偏好、后悔厌恶、损失厌恶、私房钱效应等。采用这些工具有利于我们从不同的侧面理解投资者在资产选择和交易上的非理性。

在金融市场上, 不仅投资者个体行为会表现出非理性而且集体同样也会出现非理性。许多有关羊群行为的研究表明, 影响投资者决策的因素错综复杂。从表现形式上看羊群行为是投资者决策的社会一致性, 他们可能因为基本因素、决策程序因素、信息串联因素和委托代理的驱动而产生所谓的理性羊群行为, 这种行为的共同目的是追求投资利润的最大化, 仅从这一点看理性理论是颇具解释力的。然而, 在许多情况下投资者的决策是建立在对羊群的感觉基础上而不是建立在严格的基本分析基础之上。几个世纪以来, 金融市场一直都是非理性羊群行为的一个典型范例, 投机狂热时有发生。羊群行为以及由此推动引发的市场波动使全球资本市场经常处于过度的非理性繁荣和危机交替的状态, 投资者

因此遭受巨大的损失。行为金融从投资者群体行为的社会一致性的角度,用大量的事实证明羊群行为归根结底还是一种心理现象,确切地说是一种社会心理现象。

我国的证券市场作为新兴的证券市场,是全球市场的一个组成部分。对我国证券市场的异象开展实证研究,找到我国投资者的行为特征和心理规律有极强的现实意义。一方面可为行为金融的理论研究提供发展中市场的经验证据;另一方面还可为我国证券市场的长期、健康、稳定发展提供政策依据。本书在国内现有实证研究的基础上,选择了短期反转利润来源、封闭式基金的联动效应、180 指数样本股调整效应、封闭式基金折价、损失厌恶与评价周期、处置效应、羊群行为这七个问题进行了实证研究,七个结果共同发现(包括国内其他的研究),在发达国家(如美国)市场出现的金融异象,在我国股票市场不仅存在,而且其表现程度更加剧烈。这些结果从不同的侧面反映了我国投资者心理素质不高,市场欠规范的特点。

发生在我国股票市场的异象特征也可为我们带来一些政策上的启示。回顾我国证券市场十四年来的发展,一个突出的特点就是政策对股价的直接干预过多,而对关乎市场发展的制度建设则显得相对不够。由于缺乏对投资者保护的法规制度和行之有效的配套举措,投资者的合法权益得不到有效的保障。大量的事实表明,忽视对投资者的有效保护会产生非常严重的负面后果。能对股东和债权人中的弱势群体提供有力的法律保障的国家,一般在资本市场的广度和深度上都有很大的发展,不仅公司规模大,而且上市筹资的公司也多,甚至在控制公司规模的情况下公司的股东分布亦较广泛(ECGN,1997;La Porta *et al.*,1997,1998;La Porta *et al.*,1999)。这些国家的市场也更有效,价格更能准确地反映各个公司的基本价值(Morck *et al.*,2000)。相应地,当对投