

新金融系列教材

BEHAVIORAL
FINANCE

行为
金融学

李国平 著



北京大学出版社
PEKING UNIVERSITY PRESS

新金融系列教材

F830
L164

BEHAVIORAL
FINANCE

行为
金融学

李国平 著

图书在版编目(CIP)数据

行为金融学/李国平著. —北京:北京大学出版社, 2006. 1

(新金融系列教材)

ISBN 7-301-09720-4

I. 行… II. 李… III. 金融-经济行为-研究生-教材 IV. F830

中国版本图书馆CIP数据核字(2005)第109029号

书 名: 行为金融学

著作责任者: 李国平 著

责任编辑: 张迎新 马也坤

标准书号: ISBN 7-301-09720-4/F·1229

出版发行: 北京大学出版社

地 址: 北京市海淀区成府路205号 100871

网 址: <http://cbs.pku.edu.cn>

电 话: 邮购部 62752015 发行部 6275672 编辑部 62752926

电子信箱: cm@pup.pku.edu.cn

排 版 者: 北京高新特打字服务社 82350640

印 刷 者: 北京宏伟双华印刷有限公司

经 销 者: 新华书店

730毫米×980毫米 16开本 28.75印张 485千字

2006年1月第1版 2006年1月第1次印刷

印 数: 0001—4000册

定 价: 39.00元

未经许可,不得以任何方式复制或抄袭本书之部分或全部内容。

版权所有,翻版必究

前 言

行为金融学是近三十年来西方金融经济学研究的主要方向之一。行为金融学的核心理论“展望理论”(Prospect Theory)在20世纪70年代末就已经提出,将心理学理论应用于金融经济学的研究则主要始于20世纪80年代,行为金融学的大部分研究成果是在20世纪90年代中后期取得的。自2002年诺贝尔经济学奖授予美国普林斯顿大学心理学家与经济学家丹尼尔·卡耐曼(Daniel Kahneman)以来,行为金融学正成为未来金融经济学研究的主流。

长期以来,金融经济学的研究继承了微观经济学的“理性”假设。但是,最近数十年心理学的研究表明,人类并不具备无限的理性,人们的理性受到自己的生理与心理能力的限制。人类理性的有限性导致人们在认识与判断上出现系统性偏差,而在不确定条件下人们的决策也因此而违背优化原则。同时,金融经济学的研究表明,金融市场上存在大量异常现象,因此金融市场并非效率市场。在过去数十年中,金融经济学家将心理学的研究成果应用到金融经济学的研究中,并发展出行为金融学这一旨在替代传统金融学的金融经济学新理论。

行为金融学的兴起是金融经济学领域的革命性发展,因为行为金融学的研究成果动摇了微观经济学的“理性”这一基本假设,建立在更现实的“有界理性”基础上的行为金融学可以取代建立在“理性”假设基础上的传统金融经济学。行为金融学的研究挑战了效率市场假说、同一价格法则、套利理论等传统金融学的基本理论与基石。

本书旨在全面系统地构建现代西方行为金融学理论体系,并将这些理论应用于解释金融市场中存在的传统金融学难以解释的现象,以及投资者个人在投资活动中以及公司管理者在公司理财中表现出来的决策行为。全书由三部分组成。

第一部分“市场的非效率性”,主要介绍金融经济学研究中迄今已经发现的金融市场上存在的主要异常现象,以说明市场的非效率性。效率市场假说是传统金融学的核心理论之一,而发现并解释市场的非效率性是行为金融学得以发

展起来的实证基础。

第二部分“行为金融学的理论基础”，介绍迄今已经发展起来的行为金融学的基本理论：套利的有限性理论、关于人类信念与偏好中的非理性现象的心理学理论、羊群行为以及有界理性等理论。

第三部分“行为金融学理论的应用”，应用行为金融学理论解释金融市场中存在的异常现象、投资者个人投资决策与公司理财决策行为。本部分首先解释金融泡沫、股市的过度波动等市场总体上的异常现象，然后解释投资者个人在金融市场中的异常决策行为。最后，本部分分别在投资者非理性模型与管理者非理性模型下分析公司理财决策。

目前国内很多高校的金融、工商管理、投资等专业希望开设研究生层次的行为金融学课程，但迄今国内尚没有可以作为教材及教学参考书使用的关于行为金融学的著作。在本专著的写作过程中，笔者在全书的结构等方面考虑了上述对行为金融学教学用书的需求，因此本书可以作为金融、工商管理、投资等专业行为金融学课程的教材。此外，由于行为金融学研究的是个人投资者与公司管理者在金融市场上的决策，因此本书也可以用做投资、公司理财等课程的补充教学内容。希望作为北京大学出版社推出的新金融系列研究型教材之一，本专著的出版能够对国内行为金融学等金融学前沿理论的研究起到一定的推动作用。

李国平

2005年10月于中央财经大学

目 录

第一部分 市场的非效率性

第一章 什么是行为金融学	3
第一节 贪婪与恐惧	3
第二节 2002 年诺贝尔经济学奖与行为金融学	6
第三节 早期的行为金融学研究	8
第四节 什么是行为金融学	12
第五节 传统金融学理论	14
本章小结	20
思考与练习	20
第二章 市场异常	22
第一节 赢者的诅咒	22
第二节 金融泡沫	27
第三节 股市的季节性现象	32
第四节 股票溢价之谜	38
第五节 股票价格的过度波动性	42
第六节 股市的可预测性	46
第七节 20 世纪 90 年代的网络股异常	51
本章小结	56
思考与练习	56

第二部分 行为金融学的理论基础

第三章 套利的有限性	59
第一节 套利的成本约束	60

第二节	套利的风险约束	62
第三节	套利者激励结构的约束	69
第四节	政治、制度规则与文化约束	74
第五节	套利有限性的证据	78
本章小结	.....	93
思考与练习	.....	94
第四章	心理学(上):信念	95
第一节	经验法则	95
第二节	过度自信	106
第三节	过度乐观	109
第四节	控制力幻觉	112
第五节	信息幻觉与专家幻觉	114
第六节	对随机性与回归平均值的误解	117
第七节	事后聪明与低估偶然性的作用	125
第八节	自我归功与过度自信	126
第九节	自我控制	128
第十节	一厢情愿思维	129
本章小结	.....	132
思考与练习	.....	134
第五章	心理学(下):偏好	135
第一节	展望理论	135
第二节	厌恶损失	142
第三节	厌恶模糊与寻求模糊	145
第四节	框架效应	149
第五节	心理会计	156
第六节	偏好逆转	168
第七节	原赋效应与维持现状偏好	174
本章小结	.....	177
思考与练习	.....	179
第六章	羊群行为	180
第一节	羊群行为现象	181

第二节 对羊群行为的解释	183
本章小结	189
思考与练习	189
第七章 有界理性	190
第一节 什么是有界理性	191
第二节 为什么理性是有界的	193
本章小结	202
思考与练习	203
 第三部分 行为金融学理论的应用 	
第八章 对股市整体异常的解释	207
第一节 股票溢价	207
第二节 股市回报的过度波动	216
第三节 金融泡沫的形成	224
本章小结	239
思考与练习	240
第九章 股市横向回报之谜	241
第一节 股市横向回报之谜	241
第二节 传统金融学的解释	261
第三节 行为金融学的解释	264
本章小结	275
思考与练习	276
第十章 封闭式基金折扣与股市同步	278
第一节 封闭式基金折扣之谜	278
第二节 股市的同步走向现象	291
本章小结	300
思考与练习	301
第十一章 个人投资者的非理性投资行为	302
第一节 风险分散不足	303
第二节 交易行为	313

第三节 本地偏好	328
第四节 共同基金投资及业绩评估中的偏差	342
本章小结	347
思考与练习	349
第十二章 投资者非理性行为与公司理财	350
第一节 证券发行、资本结构与投资决策	350
第二节 公司股票上市之谜	368
第三节 分红之谜	384
本章小结	396
思考与练习	398
第十三章 管理者非理性行为与公司理财	399
第一节 购并	399
第二节 公司管理者的非理性与公司理财	416
本章小结	424
思考与练习	425
参考文献	426

第一部分 市场的非效率性

第一章

什么是行为金融学

行为金融学不是传统金融学的一个分支,而是一个新的研究领域。一些学者认为,行为金融学试图或者将来可能取代传统金融学。行为金融学同传统金融学的主要区别在于,行为金融学在接受传统金融学以数学模型为基础的资产定价模型的同时,也考虑人们的心理、行为等因素对资产价格的影响。行为金融学在 20 世纪 70 年代后期与 20 世纪 80 年代初开始发展起来。最近数年中在理论研究与将理论应用到对金融市场现象的解释方面,行为金融学家们取得了很多重要成就。但是,早在 20 世纪初期,约翰·凯恩斯(John Keynes)等一些 20 世纪最伟大的经济学家们在他们的研究中就考虑了人们的心理因素在金融市场中的作用。本章在解释什么是行为金融学的同时,将介绍这些早期的行为金融学理论与概念。

第一节 贪婪与恐惧

传统金融学中充斥了数学模型。传统金融学的奠基理论现代资产组合理论就是以数学模型以及大量的数学计算为基础的,其后的 CAPM 资本资产定价模型、BS 期权定价模型都建立在复杂的数学模型之上。行为金融学在接受传统金融学以数学模型为基础的资产定价等模型的同时,也考虑人们的心理、行为等因素对资产定价的影响。

一、问题的提出

什么是“行为心理学”?要回答这一问题,请先阅读并回答下面这个简单问题:

在一场篮球比赛中,A、B、C 是同一个球队的队员。假定到目前为止,A 投

篮5次,并且全部命中,B也投篮5次,但全部落空。再假定,现在篮球在C手中,并且在他的半场,A与B处在完全同等有利的投篮位置,C是应该将球传给A,还是将球传给B呢?

绝大部分人会认为,C当然应该将球传给A,因为他目前5次投篮全部命中,是一个“神投手”,他的下一次投篮命中的概率会因为他前面5次都投中而提高,B下次投篮命中的概率会因为他前面5次都投失而降低。但事实上,从概率统计的角度来说,不存在“神投手”的问题,A第6次投篮命中的概率并不会因为他连续5次都命中而增加,B第6次投篮的命中概率也不会因为他此前5次投篮全部落空而降低

显然绝大多数人发生了认识上的误差,为什么?因为他们误解了随机概率(关于“神投手”概念及对随机性的误解,本书第四章将有详细讨论)。

那么,这个球场上的问题如何同金融联系起来呢?设想一下,基金管理人A连续三年的业绩都超过指数基金,而基金管理人B连续三年的业绩都比指数基金差。假定在其他方面,基金管理人A管理的基金同基金管理人B管理的基金都具有可比性,那么投资人C应该将自己的投资交给基金管理人A去管理,还是交给基金管理人B去管理呢?大多数投资人在这种情况下会认为应该将投资交给基金管理人A管理,因为管理人A似乎具有超出别人的投资才能。显然,持如此看法的投资人心理上发生了同篮球场上一样的认知上的误差(对于基金业绩的评估,本书第十一章第四节将有详细讨论)。

当然,影响金融市场的远不只是上述投资人认知上的偏差。例如,大众心理对金融市场的影响之大无论怎么估计也不会过分。一切经济、金融活动的主体都是人,因此,人们的情绪、心态、判断等等各方面的心理因素不可避免地影响他们的金融活动与金融决策。2001年诺贝尔经济学奖得主之一的美国经济学家乔治·阿克洛夫(George Akerlof, 1984)说,“像法国厨师制作食品一样,经济理论家们设计了一些模式化的模型。这些模型的成分受到某些不成文的规则的限制。如同传统的法国烹饪不使用海带与生鱼一样,新古典经济学模型没有依据心理学、人类学或者社会学而发展出的假设。对于任何将经济学模型的组成部分限制在某些方面的规则,我都持反对意见。”^①

二、“贪婪是个好东西”与20世纪90年代金融泡沫

在西方,人们常说,推动股市变动的有两个力量,一是贪婪(Greed),一是恐

^① George Akerlof, 1984, “An Economic Theorist’s Book of Tales”, 转引自 Dirk Hackbarth, 2002。

惧(Fear)。这一说法认为,由于贪婪,人们进入股市,购买股票,并推动股票价格的上涨,进而导致金融泡沫;由于恐惧,人们卖出股票。特别是在股市暴跌的时候,人们争先恐后地抛售股票,导致股市恐慌与股票价格的进一步暴跌。虽然这一说法有失偏颇,但它确实能够解释金融市场上的很多重要现象。而更重要的是,如果我们把这一说法理解成投资者心理、情绪——不仅仅是贪婪与恐惧,而且包括投资者所有的喜怒哀乐——影响股市的话,那么行为金融学家认为,这一说法无疑是绝对正确的。

1987年奥斯卡获奖影片《华尔街》(*The Wall Street*)中,迈克尔·道格拉斯(Michael Douglas)扮演的男主角戈登(Gordon Gekko)是华尔街投资家。作为投资家,戈登为自己创造财富的主要方式就是收购公司,而且主要是恶意收购,然后将公司拆散,将其有价值的资产出售。戈登在影片中说了一句日后在20世纪90年代流行全美国的名言,这句名言就是:“贪婪是个好东西”(“Greed is good”)。影片中,在一次股东大会上,在华尔街能够呼风唤雨的他说,“先生们,女士们,我要指出的就是:贪婪是个好东西。贪婪是对的;贪婪管用;贪婪揭开层层面纱而直接揭示革命精神的精髓;各种各样的贪婪——对生命的贪婪、对金钱的贪婪、对爱情的贪婪、对知识的贪婪等等——都是人类奋发上进的标志。贪婪不仅仅可以拯救我们公司,而且可以拯救那个正运作不良的公司,而那个公司就叫‘美国’。”

美国在20世纪80年代经历了它历史上的第四次购并潮,那次购并潮的主要特征之一就是由戈登这种毫不掩饰地宣称“贪婪是个好东西”、被称为“公司侵略者”(Corporate Raider)的投资者推动的恶意收购及购并中被收购的公司被拆散出售。我们固然可以为购并及购并潮的出现找出很多经济动机,但贪婪等心理因素无疑是购并及购并潮出现的推动力之一(关于购并及购并潮的出现,第十三章第一节有详细讨论)。

“贪婪是个好东西”在20世纪90年代流行全美国,而20世纪90年代也正是美国历史上股市前所未有的繁荣时期——事后被证明是空前的泡沫,这恐怕不完全是巧合。当时,很多投资人虽然已经在股市获利甚巨,尽管一些经济学家与杰出的投资家已经发出了警告,但很多投资人仍然不愿退出股市,仍然认为股价会不断攀升,从而将给自己带来更多财富。这种心态无疑是泡沫形成的原因之一,而2000年股市下跌之后的恐慌则带来了泡沫的破裂,甚至传奇式的

投资家乔治·索罗斯(George Soros)与朱利安·罗伯逊(Julian Robertson)^①都深受其害。乔治·索罗斯明知股市是个泡沫,却将大量资金注入,特别是高科技股,结果他创立并领导的“量子基金”(Quantum Fund)损失惨重,而朱利安·罗伯逊则因为知道股市是泡沫而拒绝将资金投入股市,特别是投资于高科技股,结果他创立并管理的“老虎基金”(Tiger Fund)的投资人纷纷退出,导致该基金关闭(关于乔治·索罗斯与朱利安·罗伯逊在20世纪90年代后期的股市投资,第八章第三节将详细讨论)。

第二节 2002年诺贝尔经济学奖与行为金融学

2002年10月9日,瑞典皇家科学院宣布,将2002年诺贝尔经济学奖授予美国普林斯顿大学(Princeton University)心理学教授丹尼尔·卡耐曼(Daniel Kahneman)和美国乔治·梅森大学(George Mason University)教授弗农·史密斯(Vernon Smith)。

一、丹尼尔·卡耐曼与阿莫斯·特韦尔斯基

瑞典皇家科学院在同时发布的新闻公报中说,丹尼尔·卡耐曼将心理学上的精辟见解与经济学有机地结合起来,从而为一个新的研究领域奠定了基础。丹尼尔·卡耐曼的主要贡献是关于人们在不确定条件下是如何决策的;在这一领域中,丹尼尔·卡耐曼的研究显示,在不确定条件下,人们的决策可能系统性地背离按传统经济学理论所作出的预测。他同前同事阿莫斯·特韦尔斯基(Amos Tversky)^②一起提出了“展望理论”(Prospect Theory)作为传统经济学中预期效用理论的一种替代理论。展望理论可以更好地解释现实生活中事实上观察到的人们的决策行为。丹尼尔·卡耐曼与阿莫斯·特韦尔斯基同时发现,在决策时,人们有可能依靠直觉或经验走捷径,而这种捷径可能系统性背离最基本的概率统计学原理。

瑞典皇家科学院新闻公报说,丹尼尔·卡耐曼与阿莫斯·特韦尔斯基的研

① 朱利安·罗伯逊是美国投资史上的传奇人物之一。他于1980年以800万美元创建对冲基金——老虎基金(Tiger Management Corp.),到20世纪90年代后期,该基金管理的资产达到80亿美元,最高的时候达到260亿美元。从20世纪80年代中期到1998年,基金投资者的年回报达到32%,而S&P500指数同期回报率只有18%。他本人被称为华尔街奇才。

② 阿莫斯·特韦尔斯基为前斯坦福大学教授,于1996年去世。他与丹尼尔·卡耐曼经常合作发表研究成果。

究已经激励经济学与金融学领域的新一代研究者利用认知心理学上的发现去丰富现有的经济学理论。在褒奖词中,瑞典皇家科学院称,将经济学奖授予丹尼尔·卡耐曼是奖励他“将心理学上的研究发现,特别是他关于人们在不确定条件下如何作出判断与决策方面的研究同经济学一体化”。

二、“归根到底还是人”

英国著名经济期刊《经济学家》(*The Economist*) (2002b)在2002年10月12日的一期中对丹尼尔·卡耐曼与弗农·史密斯获得该年度的诺贝尔经济学奖发表评论文章《归根到底还是人》(*All too Human*),评论的副标题是,“今年的诺贝尔经济学奖将人置于了舞台中心”。

该评论的第一句话就是,“再见,那些自从亚当·斯密以来就一直被经济学家们用作经济学模特的那种心肠冷酷的人。他(总是被称为‘他’)毫无可爱之处:他自私到了极点,仅靠脑袋就可以进行复杂的数学运算,并且他的知识之渊博到了让人难以忍受的程度。现在,让我们见见这位新的、感情敏感的‘经济人’:他(也可能是‘她’)显得自在得多,他(或她)靠直觉与经验作出决定,而且并非总是无所不知。”

《经济学家》的上述评论说,2002年的诺贝尔经济学奖颁发给丹尼尔·卡耐曼,而丹尼尔·卡耐曼的“整个学术生涯就是提醒经济学家们,他们的那些被理想化的研究对象归根到底还是人”;丹尼尔·卡耐曼并非传统意义上的经济学家,而是一位心理学家,但“他对人类在面对不确定与风险时是如何决策的分析创立了一门经济学新分支”。“对于瑞典皇家科学院来说,今年的经济学奖颁发给丹尼尔·卡耐曼与弗农·史密斯是一个令人耳目一新的变化”,而“丹尼尔·卡耐曼与他的已故同事阿莫斯·特韦尔斯基对经济学这一学科的影响应该受到我们的欢迎是不言而喻的。”评论指出,在最近数年中,在“行为金融学”与“行为经济学”这两门新兴但蓬勃发展的学科中,丹尼尔·卡耐曼与阿莫斯·特韦尔斯基的研究成果常常被引用。

传统意义上的经济学理论一直建立在“经济人”这个假设上,这个“经济人”的行为是由追求自我利益决定的,这个“经济人”的决策也都是建立在理性基础上的。经济研究常常假定经济活动的主体——人们——的活动主要是由物质利益驱动的,而且以理性的方式进行决策。经济学家们也常常对人们作出如下假定:他们按照标准的统计学原则对已知的信息进行处理,进而评估经济现状以及他们的活动可能产生的影响。经济研究的这种方法被定理化,成为普

遍接受的“预期效用理论”(Expected Utility Theory)在对不确定环境下决策的研究中,“预期效用理论”一直是主宰性理论。

在心理学上,特别是认知心理学上,通行的观点是将人视为一个系统,这个系统能够以自觉的方式对已知的信息进行编码,并进行解释;但同时,其他的非自觉性的因素也以某种互动的方式影响人们的决策。这些非自觉的因素包括感知、对特定环境进行解释的心理模型、情绪、态度、对以前已作出的决定及其后果的记忆等等。

在基于调查与实验之上进行的一系列涉及面非常广泛的研究中,丹尼尔·卡耐曼、阿莫斯·特韦尔斯基与其他一些心理学家对某些环境下的经济学中人类活动的理性假定提出了质疑。他们发现,在现实生活中,常常出现如下情况,即决策者并不总是按照概率法则评估不确定事件,而且并不总是按照“预期效用最优化”理论作出决策。

同样,如前所述,股市投资者常常有如下错误认识:如果某个基金管理人连续数年在业绩上比指数基金优秀,那么该基金管理人就会总比一般投资人更能干,虽然从真正的统计学角度来看,这种认识并没有多少依据。人们在解释数据方面表现出来的这种短视有助于解释金融市场中众多长期以来通行金融经济学模型难以解释的现象。

正是将心理学上的发现应用于解释金融市场的运行,行为金融学这一个新的研究领域才正式确立并迅速发展起来。

第三节 早期的行为金融学研究

20世纪90年代,行为金融学开始在很多学术期刊、商业期刊甚至一些地方报刊中频繁出现。虽然直到丹尼尔·卡耐曼与阿莫斯·特韦尔斯基公布了他们对人类判断与决策的研究结果之后,认知科学才真正成为独立的学科,也才真正比较全面地被应用到经济学与金融经济学等方面的研究中,虽然瑞典皇家科学院2002年才将诺贝尔经济学奖授予行为经济学家与实验经济学家,但事实上,将心理学、行为学的研究发现应用到经济学、金融经济学上的努力早已存在。

行为金融学的产生事实上可以追溯到150多年以前。19世纪末20世纪初出版的一些创造性著作是这一学科的起源。麦凯(C. MacKay, 1980)最初于1841年出版的著作《极端流行的幻想与大众的疯狂》(*Extraordinary Popular De-*