

XINGWEIJINRONG YU ZHONGGUO ZHENGQUANSHICHANG DE
ZAOSHENG JIAOYI YANJIU

行为金融与中国证券市场的 噪声交易研究

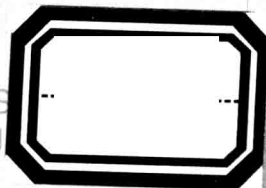
张 乐 编著



A101A10.8 20203 13

中国社会科学出版社

XINGWEIJINRONG YU ZHONGGUO ZHENGQUANS
ZAOSHENG J



行为金融与中国证券市场的 噪声交易研究

张 乐 编著

中国社会科学出版社

图书在版编目 (CIP) 数据

行为金融与中国证券市场的噪声交易研究/张乐编著. —北京:
中国社会科学出版社, 2013. 11

ISBN 978 - 7 - 5161 - 3597 - 6

I. ①行… II. ①张… III. ①金融行为—研究 ②证券交易—
研究—中国 IV. ①F830. 2 ②F832. 51

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2013) 第 265677 号

出 版 人 赵剑英
选题策划 卢小生
责任编辑 卢小生
特约编辑 李舒亚
责任校对 周 昊
责任印制 李 建

出 版 中国社会科学出版社
社 址 北京鼓楼西大街甲 158 号 (邮编 100720)
网 址 <http://www.csspw.cn>
中文域名: 中国社科网 010 - 64070619
发 行 部 010 - 84083635
门 市 部 010 - 84029450
经 销 新华书店及其他书店

印 刷 北京市大兴区新魏印刷厂
装 订 廊坊市广阳区广增装订厂
版 次 2013 年 11 月第 1 版
印 次 2013 年 11 月第 1 次印刷

开 本 710 × 1000 1/16
印 张 18
插 页 2
字 数 304 千字
定 价 56.00 元

凡购买中国社会科学出版社图书, 如有质量问题请与本社发行部联系调换
电话: 010 - 64009791
版权所有 侵权必究

序

在2013年的诺贝尔经济学奖颁给著名行为金融学家、美国耶鲁大学的罗伯特·希勒教授后，作为行为经济学研究最活跃和成果最丰富的分支的行为金融，立刻吸引了众多国内学者和业内人士的目光。

行为金融学（Behavioral Finance）是行为经济学的一个分支，是以新的人性模式来研究不确定性环境下投资者决策行为的科学，它以金融市场中投资人的真实行为为基础，研究人们在面对不确定性时如何进行资源的配置，并以此来了解和预测投资人的心理决策过程及动作机制。以标准金融学对金融市场的大量异象无法解释的境况，表明了标准金融学的局限性，而近年来迅速发展起来的行为金融学以其更加逼近真实市场行为的理论分析展示出广阔的发展前景。

行为金融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着系统性的认知偏差、情绪偏差而导致投资者的决策偏差和资产定价偏差。行为金融学试图通过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、人类学角度来认识金融市场上的异象。

眼下，行为金融在国外已经渗透到金融经济学的许多领域，受到越来越多的学者和业内人士的关注，成为金融研究的热点领域，正从金融经济学研究的边缘迅速转变成主流。然而在国内的相关研究才刚刚起步。当前国内的相关研究主要集中在理论译介与综述、某个问题和现象的理论论证或实证研究上，缺少全面系统的研究成果。如何将行为金融理论系统化地引入中国，促使金融学界和业界关注这一领域的理论成果和前沿问题，推动行为金融理论在中国的发展和应用，是摆在中国经济学界面前的重要问题。

本书是笔者长期研究行为金融理论，追踪学科前沿问题的阶段成果的总结。全书抓住了行为金融理论和现代金融理论争论的基础与核心，即投

资决策行为与市场有效性问题,在系统分析不确定条件下投资者实际判断与决策行为的基础上,以非有效市场为主线,从个人投资者、机构投资者、公司理财及整个市场等层面着手,全面探讨了行为金融的基本理论、应用及前沿发展,构建了一个比较完整的研究框架,并使用此理论框架研究了中国证券市场的噪声交易行为,为国内学界系统认识行为金融理论的基本内涵、发展应用和前沿问题提供了重要参考。本书也有助业界了解证券市场微观机制及波动的深层原因,在纷繁复杂的市场变化中找到前进方向,对规范与完善证券市场、纠正投资偏差、选择有效投资组合与策略等都有重要参考价值。

由于时间仓促,加上教学工作的影响,本书稿一直处于修改和完善过程中,笔者每次阅读都能发现不少需要改进的地方。尽管深知本书尚有许多不成熟乃至错误的地方,但“丑媳妇总要见公婆”,权当抛砖引玉,将这本尚不成熟的拙作拿出来,借此机会与广大同仁交流与学习,恳请各位同仁批评、指正。

张 乐

2013 年 10 月

引言

标准金融学起源于 1952 年马科威茨 (Markowitz) 的证券组合理论, 其模式与范式基本上局限在理性分析框架之中, 理性人假设是标准金融学的第一个理论假设。标准金融理论是以投资者追求效用最大化为前提的, 指出由于投资者的理性而使证券市场至少达到弱势有效, 即所有证券应当是被有效定价的, 不可能长时间存在异常超额收益。进入 20 世纪 80 年代以来, 传统金融理论面临着越来越大的挑战, 一方面, 在理论上, 两大理论支柱资本资产定价模型 (CAPM) 和有效市场假说 (EMH) 存在着“联合假设”问题, 即两个假设互相依赖, 使得它们实际上不可检验; 另一方面, 在实践上, 出现了大量传统金融理论无法解释的市场异象, 如股票价格的异常波动与股价泡沫, 股价对市场信息的反应不足与反应过度, 格罗斯曼-斯蒂格利茨悖论等, 这使人们对投资者完全理性的假设产生怀疑。理论与实践的双重挑战使得传统金融理论不得不寻找有效的替代理论。

随着心理学中的个体认知偏差研究引入金融经济学和信息经济学的发展, 噪声的概念被引入金融市场分析上来, 随即产生了行为金融学派。行为金融理论是迄今为止传统金融理论最为成功的替代理论, 其区别于传统金融理论的主要假设是: (1) 投资者是有限理性的, 是会犯错误的; (2) 在绝大多数情况下, 市场中理性投资者和有限理性投资者 (噪声交易者) 共同起作用 (而传统金融理论中的非理性投资者最终将被赶出市场, 理性投资者最终确定价格)。行为金融学的发展大体上遵循两条路径, 一是研究行为心理学在金融市场上的直接运用; 二是研究非理性行为对市场总体行为的影响, 在这一方面最主要的成果就是噪声交易理论。

标准金融理论的另一理论假设是有效市场假说。有效市场假说是有关价格对各种影响投资者的信息反应能力及速度的解释, 是关于市场效率问题的研究, 它意味着市场价格变动必然遵循随机游走规律, 并服从正态

分布。噪声交易理论则认为信息在不同交易者之间的分布是不对称的,而且交易者也并非都是理性的,金融市场上的交易者可以分为理性交易者和噪声交易者两种。传统的市场选择理论 (Alternative Market Mechanisms) 基于理性人假说和有效市场假说得到三个基本推论: (1) 投资者是理性的, 不会永远将价格定于偏离“基本价值”的水平。(2) 如果存在“噪声交易者”, 他们的价格判断也可以相互抵消, 总体效果不影响均衡价格。(3) 即使“噪声交易者”之间的非理性定价不会相互抵消对均衡价格的影响, 理性套利者会通过这种价格偏差进行套利, 进而将价格推回均衡的理性水平, 最终使发生错误的噪声交易者被淘汰出市场并逐渐消失, 市场中的获利者只能是理性投资者。但是噪声交易理论对此提出了相反的观点: 认为噪声交易者的错误定价是一种系统性风险, 众多噪声交易者对股票的错误定价具有方向上的一致性, 不会互相抵消。迪龙、施弗、萨默斯和尼尔德曼 (DeLong、Sheifer、Summers and Waldmann, 1990) 构筑了一个完全竞争市场条件下的噪声交易者生存模型 (DSSW 模型), 该模型不仅证明了非理性交易者是在能够与理性交易者的博弈中生存下来, 而且, 由于噪声交易者承担了更大的市场风险, 他们还将有可能获得比理性投资者更高的风险溢价。为了考虑非理性交易者对证券价格的影响, 谢弗林和斯塔曼 (Shefrin and Statman, 1984) 在行为金融理论的框架下提出了行为资产定价模型 (BAPM 模型), 将证券市场上噪声交易者的影响计入资产定价模型之中。

行为金融理论较为系统地对现代主流金融理论提出挑战并有效地解释了众多市场异常行为, 它突破了传统金融理论研究的窠臼, 在心理学研究成果的基础上, 从投资者的实际决策心理出发, 重新审视主宰金融市场的人的因素对市场的影响。行为金融理论深入被传统金融理论忽略的投资人的决策黑箱, 注重投资人在投资时的实际心理决策, 并且认为投资决策是投资人的一种心理上计量风险与收益, 并进行决策的过程, 因此很容易受投资人的心理特征影响。投资人的决策属性除了投资人经常出现认知偏差外, 还有投资决策经常受情感、心理因素影响; 投资人对风险的态度是易变的; 投资人同时偏好功利因素和价值显示因素; 投资人并非追求最优决策结果而是追求满意的决策结果等, 这与传统金融理论中的投资人行为只关注预期收益和收益方差的假设是不一致的。行为金融理论使人们对投资者行为的研究由“应该怎么做决策”转变到“实际是怎样做决策”, 它揭

示了投资者心理因素在决策行为以及市场定价中的作用和地位,从而使得研究更接近实际。

由于发展的时间较短,同时涉及人的心理和行为的研究具有相当难度,相关学科也正处于发展和完善之中,因此目前行为金融理论仍然存在很多缺陷。实际上,放弃传统的预期效用假设,就意味着动摇了新古典经济学理论大厦的基础。新的替代模型能否承担起基石的重任尚待检验。迄今为止,经济学家还未找到一个能够解释各种“悖论”的统一框架。但这种回归经济行为研究本源的探索毫无疑问是顺应科学研究范式转换趋势的,并且已经显示出了强大的生命力。近年来主流经济学对行为金融和噪声交易分析方法越来越尊重和认可,这充分显示出行为金融与噪声交易理论在未来学科发展中不可忽视的位置。

一 本书的目的和意义

中国证券市场和世界上其他新兴证券市场一样,引起了许多金融研究者的注意。其中的一个原因是,异常的股票价格波动现象在这些市场内俯拾皆是。任何人都可以很容易举出一些事情来表明中国证券市场不是有效的。比如,缺乏透明度、少数人控制市场、内幕交易、内部人控制、关联交易,等等。我们同样很难相信,在这个市场内,信息能够完全被包含在股价中。“尽管有些学者正为中国市场不符合市场有效性的概念而大伤脑筋,急需解决的问题却是,如何解释市场上的种种异常现象。把异常现象综合起来,并得出中国证券市场并非有效的结论简直是易如反掌的事情,但根本的目标是要找出每一个市场异常现象背后的原因,要更深入了解中国证券市场,就必须深入研究投资者行为。”在这个意义上,行为金融学给我们研究中国证券市场提供了很好的研究视角和工具。

引入行为金融理论对我国的证券市场加以分析,不论对监管当局还是对交易者本身都具有现实意义。对于市场监管部门而言,如果希望保持市场的良性、稳定的发展,应该从最基本的“人”的工作做起,在提高市场参与者的素质、培养投资者的理性投资理念上下工夫。因此,研究证券市场中的投资者行为对于从微观层面管理金融市场,推进经济金融体制改革具有积极的意义。同时,行为金融理论是针对市场参与者(包括证券从业人员和投资者)自身投资决策心理的研究,这对于市场参与者更好地认识自我,培育理性投资观念无疑具有重要的理论指导意义和实际应用价值。

另外,转轨与新兴的双重特征,文化与社会的特质使得中国证券市场

具有明显的特殊性。笔者认为,对于中国证券市场的问题,行为金融学较传统主流金融理论具有更好的解释力和更强的预测能力。在目前中国证券市场不成熟的条件下,照搬西方传统主流金融理论的一些成果(比如衍生工具定价、市场有效性检验)似乎无多大意义。而从投资者本原问题入手,探索“中国化”的行为金融理论更能切合中国实际。中国金融理论研究的重大原创性成果也可能出现于此。

中国学者对行为金融学的研究近两年迅速增多,相关的研究和文献综述在学术期刊上也时有所见,这对行为金融学在中国的发展起到了很好的引导和推进作用。笔者早在几年前就开始接触行为金融理论,并且被其深深吸引,同时逐渐开始结合中国的数据进行一些研究。在收集资料过程中,作者发现相比国外浩如烟海的资料,国内有关的文献和研究非常少,而且比较凌乱,这不能不说是一个遗憾。

2013年诺贝尔经济学奖获得者、美国耶鲁大学的行为金融学家罗伯特·希勒为行为金融作出了开拓性的贡献,使得行为金融开始在主流经济理论中占有一席之地,这给了笔者写作本书的信心和动力。

二 本书的结构安排

本书是一本系统介绍行为金融、噪声交易思想,构建行为金融理论分析框架,并使用该理论框架分析研究中国证券市场噪声交易行为的金融类专业书籍。全书分为两大部分,第一部分从第一章到第七章,主要介绍行为金融学的一些基本理论和研究方法,目的在于构建比较完整的行为金融理论分析框架,为第二部分的实证研究打好理论基础;第二部分从第八章到第十一章,主要使用第一部分所构建的比较完整的行为金融理论框架,研究中国证券市场的噪声交易行为,包括实证分析、计量检验和模型研究等。

各章具体内容安排如下:

第一章,行为金融概论。介绍行为金融学的含义、研究的内容,从认知、决策和社会心理学等角度分析了行为金融学的心理学、社会学基础。最后在传统主流金融学和行为金融学对比分析的基础上,介绍了行为金融学的研究框架以及研究行为金融的意义。

第二章,非有效市场。从传统主流金融学的起源和发展入手,探讨了有效市场假说的发展、理论基础和经验检验。传统主流金融学是建立在理性投资者和有效市场假说两个基础上的,因此,本章随后主要从有效市场

假说方面分析了传统主流金融理论的缺陷。在此基础上,介绍了行为金融理论的产生。

第三章,不确定条件下的决策。行为金融学发展到现在,其中最有影响最为学术界所公认的理论就是前景理论了。卡尼曼和特维斯基正是凭借该理论,奠定了他们在行为金融领域的领袖地位。前景理论基于个体决策和偏好的心理学实验结果,对期望效用理论做了进一步完善。本章从期望效用理论方面分析了传统主流金融学的缺陷,随后引出了期望效用理论的替代理论——前景理论,介绍了前景理论的主要内容,以及与前景理论相关的一些研究。

第四章,金融市场中的个人投资者行为。本章主要从行为投资组合理论、投资者交易行为和投资者退休储蓄行为等角度介绍了对金融市场个体行为的研究。

第五章,金融市场中的群体行为。以往很少有学者对投资者的群体行为特别关注,笔者认为对群体行为的研究实际上是行为金融中非常重要的一部分,因此本章将其单列出来。笔者从三个角度介绍了群体行为的研究,包括羊群行为、信息瀑布和种群动力研究。其中种群动力研究借用生物学中的种群思想,根据不同投资者的行为特征,将种群间合作、竞争和捕食机制作为研究对象,建立动力学模型,分析市场的波动和演化特性,用以阐释和模拟真实的金融市场。

第六章,金融市场中的公司理财行为。公司理财行为研究是近年来金融领域的热点问题之一,公司理财主要涉及的领域是投融资和资产管理。到目前为止,行为金融大部分研究都集中在资产定价领域,而在公司理财领域研究很少。已有研究主要从两个角度分析了非理性行为对公司资本配置及绩效的影响。一个是假定公司经理是理性的,并开发市场非理性即错误定价的机会。另一个是假定公司经理遭受直觉偏差和框架依赖的影响,而市场是理性的。本章主要从第二个角度对微观金融主体在证券发行、投融资决策、公司兼并与收购行为及股利政策等方面进行了分析。

第七章,金融市场噪声交易理论模型的介绍与分析。本章详细介绍了行为金融学的主要理论模型——“噪声交易者模型(DSSW模型)”。模型化是学科发展并走向成熟的标志。行为金融学不仅仅对传统主流金融理论加以批判,而且对一些现象从理论建模上加以解释。针对传统资产组合理论和资本资产定价模型,行为金融也提出了相应的理论和模型,这标志

着行为金融理论开始形成一定的自有体系。

第八章,我国证券市场噪声交易存在性的实证研究。本章是对我国证券市场噪声交易问题的实证研究,主要是对我国证券市场噪声交易存在性的实证分析(分别从羊群效应、换手率、市盈率、噪声系数、上证综指波动幅度、封闭式基金折价率、政策市等分析角度予以分析说明)。

第九章,我国证券市场的“机构噪声交易者—散户噪声交易者模型”。本章是全书的创新之处,主要是在 DSSW 基本模型的基础上结合我国证券市场的实际情况,推导出一个我国证券市场的“机构噪声交易者—散户噪声交易者模型”来分析说明我国噪声交易者的生存机制及对证券市场的影响。

第十章,噪声交易对中国证券市场的影响。本章从市场效率、价格波动、操纵行为、内幕交易和泡沫经济等方面评述噪声交易可能对我国证券市场产生的影响。

第十一章,我国证券市场噪声交易的成因分析及政策建议。本章说明了噪声交易理论对中国证券市场应用的重要性,初步探讨了噪声的形成原因及如何降低证券市场上过量的噪声交易以提高市场效率,并对如何发展、完善我国证券市场提出了一些政策建议。

目 录

引言	1
第一章 行为金融概论	1
第一节 市场参与者的认知心理	1
第二节 市场参与者的决策	10
第三节 对于理性前提的行为学分析	14
第四节 市场参与者行为理论的应用	22
第五节 研究行为金融的意义	27
第二章 非有效市场	31
第一节 有效市场假说	31
第二节 金融未解之谜与市场异象	40
第三节 对有效市场假说的挑战	48
第四节 有效市场假说对金融异象解释乏力	58
第五节 行为金融学的产生	61
第三章 不确定条件下的决策	64
第一节 期望效用理论简介	64
第二节 对期望效用理论的挑战及修正	74
第三节 前景理论	88
第四节 前景理论的相关问题	100
第五节 风险选择的两因素理论	107
第六节 前景理论的应用及相关研究	109

第四章 金融市场中的个人投资者行为	116
第一节 行为投资组合理论	116
第二节 金融资产投资组合的特点	119
第三节 市场参与者的交易行为	124
第四节 市场参与者的退休储蓄行为	128
第五章 金融市场中的群体行为	131
第一节 羊群行为及其市场效应	131
第二节 股票市场交易群体行为的微观基础	147
第三节 股市有限理性投资者模型	150
第四节 GLV 模型	161
第六章 金融市场中的公司理财行为	165
第一节 公司证券发行与投融资	165
第二节 公司兼并与收购	173
第三节 行为公司财务框架下的公司股利政策	175
第四节 股利政策的实证分析	177
第七章 金融市场噪声交易理论模型的介绍与分析	182
第一节 噪声理论综述	182
第二节 DSSW 理论介绍	197
第三节 DSSW 模型的前提和假设	198
第四节 DSSW 模型的描述	199
第五节 DSSW 模型的分析及运用	206
第八章 我国证券市场噪声交易存在性的实证研究	209
第一节 “羊群现象”及换手率分析	209
第二节 上证综指波动幅度及市盈率分析	216
第三节 噪声系数及“政策市现象”分析	219
第四节 封闭式基金折价分析	225

第九章 我国证券市场的“机构噪声交易者—散户噪声交易者模型”	231
第一节 模型的引出、描述及分析	231
第二节 运用模型对我国金融市场中一些“异象”的解释	236
第十章 噪声交易对中国证券市场的影响	242
第一节 噪声交易使股票交易成为可能并对市场效率产生影响	242
第二节 噪声交易造成价格过度波动	244
第三节 噪声交易的存在掩盖了市场操纵行为和内幕交易行为	245
第四节 过度噪声交易会造成泡沫经济和经济危机	245
第十一章 我国证券市场噪声交易的成因分析及政策建议	247
第一节 我国证券市场噪声交易的成因分析	247
第二节 对我国证券市场噪声交易的政策建议	257
第三节 小结	261
附录	262
2012 年第三季度基金持股变动一览（前一百位）	262
2012 年第三季度中国证券市场封闭式基金折价情况一览	265
参考文献	267
后记	273

第一章

行为金融概论

行为金融理论开辟了反对将人类视为完全理性的概率演算者的战场，基于心理学原理，把金融投资过程看成一个心理过程，包括对市场的认知过程、情绪过程和意志过程，这些过程在许多方面偏离了标准金融理论模型所假定的机制。它们不涉及大量运算，也不需要精确计算概率和反复权衡事物的效用，往往在情绪助推下，仅使用有限时间和知识进行推断，它们是一种有限理性模型。这样，行为金融理论从基础层面上极大地丰富了金融理论的内涵，使得金融理论研究的范围得到进一步拓展。

第一节 市场参与者的认知心理

在行为金融学兴起之前，金融学领域占据主导地位的理论是以投资者理性和市场有效为前提的主流金融学。主流金融学范式是很多现代金融理论的基础，这种范式其实是以一种理性代理人的模式去理解完全有效的金融市场的，理性假说和有效市场假说是主流金融学的两个基本的原则。

主流金融学中的“理性”一词有两层含义：

(1) 代理人的信念是正确的，他们用于预测未知变量，未来实现的主观分布就是那些从实际数据测量中所得出的分布。

(2) 根据他们的信念，在与“主观期望效用”概念一致的意义，代理人可以做出正常的、可以被普遍接受的选择。

主流金融理论框架的逻辑性以及概括性是建立在数据实证基础上的，因为在实际应用领域以数据检验为基础的实证分析是验证一个理论是否成功的最好方法。但是，主流金融理论对于一些基本的事实，例如金融资本市场的价格波动与泡沫、收益率以及个别交易者行为等方面所存在的异常

现象,其说服力并不是那么有效。

卡尼曼正是在不断修正代理人基本假设的过程中,看到了理性前提的缺陷,也就发现了单纯的外在因素并不能解释复杂的决策行为,由此正式将心理学的内在观点和研究方法引进了金融学。卡尼曼最重要的成果是关于不确定情形下人类决策的研究,他证明了人类的决策行为如何系统性地偏离标准金融理论所预测的结果。

行为金融学作为研究金融市场的一种新方法,至少是在一定程度上专门针对主流金融学范式所面临的种种困难应运而生的。首先,行为金融学认为用“某些代理人非完全理性”的模式可以更好地理解某些金融现象。其次,行为金融学认为市场并不总是有效的。尤其当我们放宽构成理性金融学所有观点的这两个原则或其中之一时,行为金融学可以用来分析将要发生的现象。

在某些行为金融学模式中,代理人持有不完全正确的信念,这大多是因为不恰当地应用贝叶斯法则。而在另外一些模式中,代理人持有正确的信念,却作出了明显令人质疑的决定,这些都是与“主观期望效用”不相一致的。

行为金融学所研究的内容是人们在投资决策中的认知、信念、感情、态度等心理特征,以及由此引起的市场异常现象或市场非有效性。行为金融学在修正理性人假设的同时,指出了由于认知过程的偏差和情绪情感偏好等心理方面的原因会使投资者无法以理性人的方式做出无偏估计。在实际投资决策过程中,为了做出清晰的预测,行为金融学模式通常需要确定代理人的非理性形式,研究人们究竟是如何误用贝叶斯法则或偏离“主观期望效用”的。

基于这样的思路,行为金融学的研究者们主要求助于由认知心理学家编制的实验数据。这些数据与人们形成信念时潜在的偏差、人们的偏好以及人们在确定的信念下如何做出决策等有关,这些研究发现也引起了对于投资者行为和心理研究的普遍关注。行为金融学的基石也正是在投资者行为和心理假设基础上逐渐发展起来,并在此基础上进一步融入了发展起来的套利限制的观点和前景理论。

投资者的行为具有连续、复杂、差异、普遍以及博弈的特点,行为金融学在其发展过程中已经对许多潜在的具有公理性的心理学决策做出了鉴别。例如决策者的偏好是多样化的,对外界的变化是开放的;决策者具有

适应性,决策的性质和环境影响着过程和技术的选择;同时,决策者寻找的是一个满意的次优解。

从狭义上来说,决策行为还包括损失厌恶、小样本偏差以及显著性偏差,而且在面对压力的时候,决策者的选择会表现出更大的不一致。在投资活动中,外界信息冲击会对投资者本身的心理和行为产生影响,投资者的心理和行为又会反过来影响信息冲击带来的结果。在整个过程中,投资者的行为是非常复杂的,与心理活动密切相关。

在不确定条件下进行决策,投资者除了面对市场的不确定以外,还有投资者自身认知的不确定性,这一不确定性是导致投资者非理性的主要原因。在金融资本市场中,尽管各类投资者都试图以理性的方式进行决策,但他们认知的不确定性以及由此引起的各种心理和行为的偏差导致金融市场上的非理性偏差。

对于行为金融学理论框架的划分,不同的行为金融学家表达了不同的看法。拉斯·特维德(1999)认为,可以将“行为金融学”的概念改为“心理金融学”,他认为“心理金融学”可以包括“行为学派”、“完形学派”、“认知学派”以及“精神分析学派”。而谢弗林(2000)则将行为金融学的研究领域划分为三个部分:启发式偏差、框架依赖和无效率市场。本节先介绍启发式偏差,框架依赖和无效率市场的内容将在后面的小节里加以介绍。

在认知心理学上,启发式是指一种个体在解决问题时所采用的决策程序,个体在决策时依靠启发将复杂的概率推断和信息处理转化为相对简单的判断过程。因而,启发式是利用经验处理问题的一种决策和信息处理方式,这种经验模式往往会导致判断失误。在行为金融学中,启发式偏差主要有以下几种表现方式:

一 代表性偏差

代表性偏差(Representative Bias)是大脑用来对事物迅速进行分类的一种工具。大脑会事先根据经验和已有知识假定具备某些相似特点的食物或同样的事物,在实际中这些依据或事物可能与现实条件或因素相差很远,但这并不妨碍代表性快速处理大量的资讯的功能。当然,它也是一种会导致投资者对于陈旧信息反应过度的依赖途径。

卡尼曼和特维斯基(1974)认为,对于事件A和事件B,如果假设事件A属于事件B,当人们试图确定由B生成A的概率时,他们通常会