

第一篇

什么是行为金融学？

第 1 章

导 论

“与鲁基瑟畅游华尔街一周”节目的嘉宾 **Cappiello** 曾经解释道 因为“心理上的变化”而不是“基本面的变化”他改变了自己对于市场的看法，从积极调整为中立。¹**Cappiello** 有众多的同伴。流行的金融出版物经常引用专家和权威们对于市场心理的看法。但这些专家和权威们说了些什么？一个一成不变的回答是“恐惧和贪婪”。好了，是这样吗？那就是存在的所有市场心理吗？

不是。我们关于市场心理的知识现在已经远远扩展到恐惧和贪婪之外。以过去的 25 年间，心理学家们已经发现两个重要的事实。第一，决定风险承担行为的主要心理并不是恐惧和贪婪，而是恐惧和希望，这一点由心理学家 **Lopes** 在 1987 年指出。第二，尽管犯错是人之常情，然而，各类金融从业人员，从投资管理人到公司管理层却在重复地犯相同的错误。这些错误的根源在由心理学家 **Kahneman**、**Slovic** 和 **Tversky**(1982) 编辑出版的文集中得到了论述。

行为金融学是心理学在金融行为——金融从业人员的行为中的应用。我写这本书是关于从业人员的，也是写给从业人员的。从业人员需要知识 由于人性的原因 他们犯着一些特定类型的错误。这些错误可能代价昂贵。通过阅读这本书 从业人们将会学到：

- 认识到他们自己和其他人的错误
- 理解这些错误的原因
- 避免这些错误。

因为很多原因，从业人们需要像认识自己的错误一样认识到他人的错误。例如，金融咨询师如果对投资者心理有一个很好的掌握，就能更有效地帮助投资者。当然还有更深层的原因，一个投资者的错误可能成为另一投资者的利润。但一个投资者的错误也可能变成另一个投资者的风险！因此，投资者忽视其他人的错误对他自己是危险的。

谁是从业人员？这一术语包括了很大范围的人群：投资管理人、金融规划师和咨询师、投资者、经纪人、战略师、金融分析师、投资银行家、交易商和公司经理。他们都具有相同的心理特征。

I. 行为金融学的三大主题

行为金融的拥护者们 包括我自己 认为少数几种心理现象渗透了整个金融界。为了清晰表明这一点，我将这些现象组织成三大主题。这三大主题是什么？行为金融学如何与传统金融学不同地处理它们？² 答案按主题来编排。我将以一个定义性的问题来开始对每一主题的讨论。

1. 金融从业人员是否因为拇指法则而犯错误？行为

金融学回答“是”而传统金融学则回答“否”。行为金融学认识到从业人们运用被称为直觉推断法的拇指法则来处理数据。一个拇指法则的例子是：“过去的业绩是未来业绩的最佳预测指标，因此最好投资于具有最好五年纪录的共同基金。”拇指法则就像信封背面的计算——他们一般是不完美的。因此，从业人们持有使他们倾向于犯错误的有偏差的信念。由于这一原因，我将直觉驱动偏差的标签分配给行为主义的第一主题。与之相对，传统金融学假设从业人员在处理数据时使用精确无误的统计工具。

2. 形式与内容一样影响从业人员吗？我用形式意指一个决策问题的描述或框架。行为金融学假设在客观考虑之外，从业人员关于收益和风险的观念受到决策问题在何种框架内考虑的重大影响。因为这一原因，我将框架依赖的标签贴在行为主义的第二大主题上。与之相对，传统金融学假设框架无关，意指从业人员通过透明、客观的收益和风险视角来看待所有的决策。

3. 错误和决策框架影响市场上的价格形成吗？行为金融学主张直觉驱动偏差和框架效应导致市场价格偏离其基本价值。我将无效市场的标签分配给第三主题。与之相反，传统金融学宣称市场是有效的。有效性意味着每一种证券的价格与其基本价值一致变动，即使有的从业人员受到直觉驱动偏差和框架依赖的干扰。³

II. 行为主义现象普遍到何种程度

行为主义现象在金融的主要领域内起着重要的作用：证券组合理论、资产定价、公司财务及期权定价。这些领域与因

发展金融经济学而获得诺贝尔经济学奖承认的工作相一致。迄今为止，已有两次诺贝尔奖因为五位获奖者对金融学的贡献而授予他们。

1990 年 Markowitz、Miller 和 Sharpe 分享了第一次奖金。诺贝尔委员会认为，Markowitz 发展了证券组合理论，Miller 为公司财务理论奠定了基础，而 Sharpe 则发展了资本资产定价模型。1997 年，委员会又认同 Scholes 和 Merton 发展了期权定价理论。为了建立五位诺奖得主的工作与行为金融洞见之间的联系，我吸收了他们最近所作的评论。

Ⅲ. 为什么行为金融学对从业人员很重要

从业人们倾向于犯各自的错误。有的错误很小，而有的是致命的。行为金融学能帮助从业人们认识到他们自己及他人的错误。从业人们需要理解两者都很重要。下面是一个游戏，就是为了专门来突出这一点的，称为“取号游戏”。

1997 年 4 月《金融时报》根据经济学家 Thaler 的建议举行了一个竞赛。⁴ 该报宣布竞赛优胜者将获得两张从伦敦到纽约或芝加哥的英国航空公司的‘俱乐部级别’双程机票。读者被要求从 0 到 100 之间取一个整数。优胜的数字将是最接近平均取值的三分之二者。

为了帮助读者理解这一竞赛，《金融时报》提供了以下简短的例子 假设五个人参加游戏 他们分别选择了 10、20、30、40 和 50。在这种情况下 平均值是 30 其三分之二是 20。选择 20 的那个人将成为优胜者。

取号游戏的要点是什么 要点是 如果你要赢 你必须理解其他选手是怎么想的。假设由于 20 是例子中的优胜数字,你认为参加游戏的每个人都会选择 20。在这种情况下,你应该选择最接近 20 三分之二处的整数 即 14。

但你可能会对此思考片刻,并且怀疑是不是其他参与者也会顺着这条思路考虑,从而所有人都选择 14。在那种情况下,你的最佳选择将是 10 但如果你再持续地考虑你的选择 你最终将会选择 1。⁵ 而且,如果每个人都顺着这条线思考 最后的优胜将真是 1。

但在一群正常的 甚至是受过很好教育的人中 胜出的数字并不是 1。在《金融时报》组织的有两张越洋往返机票的竞赛中 胜出的选择是 13。⁶ 如果每个人都选择 1 则没有人在选择中犯错误。但如果 13 是胜出的选择 那么大多数人就犯了错误。这一游戏的实际意义是,合理决策要求你对其他选手所犯的错误有一个认识。

取号游戏说明了行为金融学三大主题中的两个。人们在决策过程中犯错误;这些错误导致证券价格与在没有错误的环境中应该有的证券价格不同。

Gompers 和 Metrick(1998)表明 在 1980 至 1996 年间,机构所有权和股权集中度有一个显著的上升。这一转变放大了小部分人所犯错误的可能的市场影响。正如下一个例子所表明的,从业人员忽视取号游戏中的道理是危险的。

考虑长期资本管理公司(LTCM)的案例,该对冲基金在 1998 年下半年间曾受到相当的关注。LTCM 中的三个合伙人是极端有名的人物——曾在所罗门兄弟公司固定收益套利中独领风骚的 Meriwether 和 Scholes 及 Merton 前面提到的两位诺奖得主。⁷ LTCM 在 1994 至 1997 年间曾获取很高的费用后收益。⁸ 在 1997 年末,LTCM 持有超过 70

亿美元的资产。

但 1998 年看来是灾难性的，LTCM 看着它的 70 亿美元缩水至 40 亿美元。那年 9 月 纽约联邦储备银行感到有必要组织一个私募的救助计划，其中共有 14 家大银行和经纪公司 贡献总金额达 36 亿美元，以换取 LTCM 股权的 90%。显然，事情出了极其严重的错误。

实际上，很多事情都做错了，下面的例子将突显这一点。LTCM 持有两个公司的大量头寸，即由皇家荷兰 / 壳牌持股的皇家荷兰石油和壳牌交通贸易。皇家荷兰石油和壳牌交通的股票在伦敦股票交易所和纽约股票交易所交易。在一个近期的案例研究中 Froot 和 Perolt(1996) 指出，一份将这两家公司联系起来的章程将皇家荷兰 / 壳牌的联合现金流量按照 60/40 的比例在两家公司间分配。按此推测，这应该锁定了两家公司股票交易的比率。在理论上，皇家荷兰的股票市值应该是壳牌交通市值的 1.5 倍。但正如取号游戏中那样，实际价格却明显偏离了其在没有错误的环境中应有的价格。⁹

有趣的是，壳牌交通的股票在传统上并没有按平价交易，而是在相对于买家皇家荷兰 18% 折扣率的价格上交易。当折扣扩大超过 18% 时，LTCM 做了一笔“套做”交易。他们在壳牌交通上持多头头寸而相应地在皇家荷兰上做空，以期在其折扣率回到其传统值时获取短期利润。但 LTCM 遇到了取号游戏中选择 1 的人相同的命运。这并不是一个获胜的战略。正如《商业周刊》1998 年 11 月 9 日报导的那样 折价率扩大而不是缩小了。

我们对长期资本管理公司的分析并没有完成。如我们在后面的章节中将会看到的那样，这家对冲基金的经历为我们提供了关于行为主义现象的很多说明。

IV. 行为金融学是怎样发展起来的

行为金融学萌芽于心理学家的工作进展进入到经济学家视野之际。如前所述，在这本书中用到的很多行为学概念都可以在 Kahneman、Slovic 和 Tversky(1982) 中找到。他们的著作在行为金融学领域中起着中心的作用。

Slovic 的工作强调了对于风险的错误观念。在早期，他就看到了行为学概念与金融的关联并在两篇文章中进行了讨论。第一篇是关于股票经纪人的，见于 1969 年的《应用心理学杂志》。另一篇是关于分析师和个人投资者的，发表于 1972 年的《金融学刊》。

Tversky 和 Kahneman 发表了对金融学具有深远影响的两篇文章。其中 1974 年发表在《科学》上的文章 Tversky 和 Kahneman 论述了直觉驱动偏差 而 1979 年发表在《计量经济学家》上的文章 Tversky 和 Kahneman) 则处理了框架依赖。

这两篇文章深刻地影响了我 和 Thaler 对自我控制和储蓄行为的工作 以及我与 Statman 关于‘红利之谜’的工作。论述红利之谜的那篇文章发表于 1984 年的《金融经济学期刊》 其后受到 Black 的赞誉。因为 Black 看到了传统金融学研究方法的局限，他热情地支持行为金融的发展。作为美国金融学会的主席 他选择了开设一个行为金融的讨论组 而我幸运地成为 1984 年年会的主持。

1985 年 7 月，《金融学刊》发表了在年会讨论组中的两篇论文。一篇是 De Bondt 和 Thaler 的应用 Tversky 和 Kahneman 关于典型性对于市场定价的观点。 De Bondt 和 Tha-

ler 认为投资者对好消息和坏消息都存在过度反应。因此，过度反应导致过去的输家价格被低估而过去的赢家价格被高估。第二篇论文是 Statman 和我的，将 Tversky 和 Kahneman 的框架概念用于损失实现。我们将这种现象称为处置效应，认为投资者倾向于将输家持有时间过长而将赢家过早抛出。这两篇论文定义了两个看待行为现象的不同途径，一个聚焦于证券价格，另一个分析投资者行为。

实际上，行为观点为已经在实践中存在一段时间的交易方法带来了系统的知识体系。De Bondt 和 Thaler 的工作属于 Graham 和 Dodd 的价值投资观念，它首先在他们 1934 年的经典著作《证券分析》中得到阐述。在 20 世纪 70 年代后期，货币管理专家 Dreman 因为拥护将市盈率 (P/E) 作为价值度量标准而名声大噪。

在 20 世纪 80 年代，学者们开始发现大量与市场收益由资本资产定价模型 (CAPM) 和有效市场理论决定的观点不相符合的经验结果。传统金融学的支持者们将这些发现看作异常的，现在被称为“异象”。异象从规模问题开始——例如，小公司效应——并且在继续发展。不久我们有了一月效应、周末效应以及假日效应。当学者们发现新的异象时，他们开始考虑传统金融学是否有能力解释什么决定证券价格。

V. 传统金融学的反应

行为金融与传统金融在三大主题上都有着显著的不同。对此，传统金融学的拥护者们有什么反应？首先考虑对框架依赖概念的反应。1985 年，也就是我与 Statman 关于红利之

谜的文章面世后的一年，芝加哥大学主办了一个讨论行为金融的会议。

诺奖得主 Miller 和 Modigliani 发展了关于红利的传统理论。在芝加哥会议上，Miller 讨论了 Shefri-Statman 方法。他承认我们的方法能应用于他自己的“迷你阿姨”——可能是一个有趣的故事，但仅是很多有趣故事之一。事实上，Miller 争辩道 这些故事太有趣了 它们分散了学者们去发现决定市场的基本力量的注意力。他在出版的会议文集中重复了这一点 (Miller, 1986)。

本书有一章处理了导致奥兰治县 (Orange Country) 破产——美国历史上最大的地方政府破产案——以及随后将美林证券及其他各方卷入其中的行为偏差。美林证券延长了 Miller 的服务期以帮助他们做好辩护。在 1997 年的一篇文章中，Miller 及其合作者 Ross 认为破产是完全可以避免的。他们可能是对的。但破产的确发生了——在很大程度上我会说是因为一系列的行为偏差。而且这导致我认为这些偏差并不太分散人们的注意力 至少 如果我们的目的是理解金融市场中的主要事件的话。

事实上，正如我希望在本书中通过大量故事的使用来说明的那样，行为现象既是普遍存在的，也是关乎大局的。普遍存在是因为你会在人们作金融决策的任何地方发现它；关乎大局是因为直觉驱动偏差和框架效应是极为昂贵的。

在 1987 年一篇关于市场效率的文献综述中，Merton (1987b) 从评论 Samuelson (1965) 的一篇经典论文开始，然后分析 Shiller (1981) 关于股票市场波动性的工作、De Bondt-Thaler 的过度反应效应和 Shefrin-Statman 亏损实现问题所带来的挑战。¹⁰ 当时，Merton 写道，反对市场有效性的证据是“不成熟的”。他指出了 Shiller 框架中的技术性困难，De

Bondt-Shiller 研究中的弱统计效应, 以及 De Bondt-Thaler 与 Shefrin-Statman 方案中的一个显然的矛盾。¹¹

Merton 可能是对的 在 1987 年反对市场有效性是不成熟的。然而, 自 1987 年后 学者们就波动性、过度反应和亏损实现等问题的研究做了大量的工作, 他们还解决了 Merton 提出的一些问题。例如, 在 1998 年的一篇文章中, Odean (1998a) 证实了 Shefrin-Statman 关于亏损实现的结论; 而且 Odean 对投资绩效的研究发现它与 De Bondt-Thaler 效应没有矛盾。¹² 当然, Merton 深陷其中的长期资本管理公司的经历显示了对坚信市场有效的一个偏离。但是, 我急于补充的是, 反对市场效率与已吸取行为金融的教训并不是同一回事。

而且, 有的人顽固地坚持市场有效的信念。作为有效市场假说工作的开创人, Fama (1998b) 对行为金融给市场有效性带来的挑战写过一个近期的综述。1998 年 他在芝加哥大学商学院的期刊上发表了其综述的一部分。文章标题概括了他的观点: “有效性逃过了异象之劫。” (Fama 1998a) 在这一因果关系中 我听到 Fama 将行为金融描述成仅仅是“异象挖掘”而已。

Fama 关于“异象挖掘”的说法提出了两个问题。第一, 正如第 7 章和第 8 章所述, 狭义上的问题在于市场是否是有效的。对于 Fama 关于市场无效性与行为金融的特殊关注, 我认为证据的权重是有益于行为主义观点的。第二, 广义上的问题是行为金融除了市场无效以后, 是否还包含其他的东西。换句话说 如果市场是有效的 直觉驱动偏差与框架依赖是否是无关的? 这一问题将在全书中得到讨论, 并且作者告诫无论是从业人员还是学者都无力承担忽视直觉驱动偏差和框架依赖的后果。这些错误太昂贵了。

VI. 故事与引用

Miller 和我都同意，金融中有太多有趣的故事。我们不同意的是如何处理它们。 Miller 认为我们应该忽视这些故事，因为他们将注意力从基本因素中吸引出来。我则认为我们应该采用这些故事，因为他们提供了影响金融决策和价格的心理学力量的洞见。

在该书中，我描述了少数行为主义概念和大量的行为主义故事。行为金融的力量在于少数关键概念却蕴含了大量不同的故事。这些故事涵盖了很多领域并阐明了直觉驱动偏差和框架依赖如何影响如下人群：

- 预测市场的华尔街战略家
- 推荐股票的证券分析师
- 选择股票的证券投资经理
- 进行货币交易的对冲基金经理
- 带领公司上市的投资银行家
- 为退休而储蓄的个人投资者
- 为投资者咨询的财务计划专家
- 收购其他公司的公司执行经理

故事是描述性的——它们将帮助读者获得对行为金融的洞察力。注意，我并没有将一般性结论建立在故事基础之上。相反，是反其道而行之。行为金融学文献包含了对一般现象的研究，我选择一些故事只为解释这些一般性发现。

我在故事中作了大量引用，大部分来自流行出版物。引用提供了深入到从业者思维过程的重要线索，从而可深入到相应的心理。人们说什么提供了他们如何思考的一个窗口，

而他们如何思考是行为金融学的核心。

VII. 本书的结构安排

我将本书按主题和应用来组织。第一篇的余下部分——第 2 章、第 3 章、第 4 章——论述了行为金融三大基础性主题：分别为直觉驱动偏差、框架依赖和无效市场。

我将该书的其余部分按特定的应用来组织。第二篇分配给对市场总体、股票市场和盈利的预测性应用。大多数该类应用与不同形式的直觉驱动偏差及这些偏差对市场有效性的影响密切相关。

第三篇讨论了与个人投资者有关的应用，例如亏损卖出、证券组合选择和退休金储蓄。这些应用主要与框架依赖和直觉驱动偏差相关。

在本书余下部分讨论的应用问题涉及到全部的三个主题。在第四篇，我集中分析了货币管理产业与他们服务的投资者之间的关系。这一篇处理机构投资者、开放型基金、封闭型基金、固定收益证券管理者和免税货币管理业。

第五篇考虑公司管理层和它们与分析师及投资者的关系。我在以下几个方面讨论这些关系：公司并购、首次公开发行、季节性股票发行及分析师盈利预测与股票推荐。第六篇则留给投资中的特殊主题：期权、期货和外汇。

从第二篇到第六篇依照特定的格式撰写。每一章都从用以阐述该章主要内容的一个小案例开始。然后在章节的余下部分中，我论述行为金融文献中如案例所揭示的一般发现。这一技巧的正面是它使行为主义概念在金融中的应用变得易于理解。该技巧的反面是后见之明偏差，一种行为偏差。易

于感染后见之明偏差的人在事件发生后，总将事件看作几乎是不可避免的。在阐述这些案例的时候，我从不希望表示他们一定会像它们所发生的那样。相反，它们仅仅是正巧这样发生。

VIII. 下一步是什么

我将所有的题目依赖特定的顺序排列。读者将会发现连续依次阅读各章的好处 但是 这不应该阻止一些人按照不同的顺序阅读。我在这样说的同时还有一条告诫。既然下面三章聚焦于行为金融的三大主题——直觉驱动偏差、框架依赖和无效市场——它们构成了本书的核心概念，我强烈建议投资者在转向应用部分之前完整阅读这三章。万事俱备，让我们先看第一主题。

注释

1. 这发生在 1998 年 8 月 18 日的“与鲁基瑟畅游华尔街一周”节目中。
2. 传统金融学的一个同义语是“标准金融学”。Statman(1995a)写了一篇有意思的文章 题目就叫“行为金融学与标准金融学”。
3. 传统金融学的拥护者们能接受对完全没有错误的信念和框架无关的小幅偏离，但认为这些错误在市场这个层面上能互相抵消。例如，过度乐观的投资者所犯的错误会被那些过度看空投资者的错误所抵消。因此，市场能恰当地找到自己的平衡基础。
4. “Financial Planning: Win a Flight to the U. S.” *Financial Times*, May 10, 1997.
5. 在这个模型中，零也是一个均衡选择。
6. 这场竞赛中共有 1 468 条回答 平均的回答是 18.91。共有 31

条记录与正确的赢家 13 猜得一样。

7. Scholes 从那时就离开了 LTCM。

8. LTCM 的回报率 1994 年为 19.9%，1995 年为 42.8%，1996 年为 40.8%，1997 年为 17.1%。

9. 皇家荷兰股票被纳入标准普尔 500 指数，而壳牌被纳入 FTSE（金融时报全股指数）。显然，皇家荷兰的股票价格受到影响标准普尔 500 指数的因素的驱动，而壳牌的价格则受到影响 FTSE100 指数的因素的驱动。

10. 诺贝尔奖得主 Robert C. Merton 是 Robert K. Merton 之子，而 Robert K. Merton 是著名的行为学家 他 1948 年的著作是在理解自我实现的预言方面的一个重要的贡献。

11. De Bondt-Thaler 开出的药方是买入输家，而 Shefrin-Statman 指出投资者都不愿意卖出输家。这使 Merton 认为是矛盾的，他表述说，一个“理性”的投资者会“发现自己被他的这种或那种认知错误所控告”。我记得 Merton 告诉我，他尤其感到震惊的是这两篇文章背靠背地出现在同一期杂志上这一事实。

12. 在 Shefrin-Statman 的框架中 输家是因组合而不同的 反映了投资者的原始购买价格。而在 De Bondt-Thaler 中 输家是在过去 36 个月中表现最差的股票。一个 Shefrin-Statman 意义上的输家可能不是 De Bondt-Thaler 意义上的输家 反之亦然。

第 2 章

直觉驱动偏差：第一主题

本章讨论下列问题：

- 易得性偏差
- 典型性、平均绩点、赢家和输家
- 均值回归与股票市场预测
- 赌徒谬误与股票市场预测
- 过度自信与专家判断
- 锚定—调整与盈利预测
- 模糊性规避

直觉推断 (heuristic) 一词的字典定义是指人们自己发现事物，并且通常是采用试错法的过程。试错法经常导致人们发展出一些拇指法则，但这一过程也常带来其他错误。行为心理学的一个主要进展就是辨认这些拇指法则背后的原理及与之相关的系统性错误。因此，这些拇指法则本身就被称为直觉推断法 (heuristics)。