

金融前沿论丛

投资者情绪与投资者 行为研究

薛 斐 著

上海财经大学出版社

图书在版编目(CIP)数据

投资者情绪与投资者行为研究/薛斐著. —上海:上海财经大学出版社,2008.1

(金融前沿论丛)

ISBN 978-7-5642-0112-8/F·0112

I. 投… II. 薛… III. 投资-研究 IV. F830.59

中国版本图书馆 CIP 数据核字(2007)第 143092 号

□ 责任编辑 江 玉

□ 封面设计 周卫民

TOUZIZHE QINGXU YU TOUZIZHE XINGWEI YANJIU
投资者情绪与投资者行为研究

薛 斐 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

上海第二教育学院印刷厂印刷

上海远大印务有限公司装订

2008 年 1 月第 1 版 2008 年 1 月第 1 次印刷

890mm×1240mm 1/32 7.625 印张 212 千字

印数:0 001—1 500 定价:15.00 元

前 言

现代金融理论认为在理性人假设前提下,市场是有效的,投资者个体行为对市场没有影响,即使存在犯错误的投资者,也会被套利者所淘汰,在这个理论框架下对投资者行为的研究就没有太大的意义。

但是现代金融理论无法合理解释金融市场中的现象。这些现象包括金融市场的暴跌事件,比如1987年10月19日美国股票市场的崩盘事件,比如我国股票市场在2007年2月27日的暴跌,当日上证综指单日下跌268.81点,跌幅达8.84%,深证成指下跌近800点,跌幅超过9%,均创下历史最大单日下跌点数,下跌个股1500家,其中超过1300只跌停,上涨个股仅72家;也包括金融产品的价格差异,如皇家荷兰股票和壳牌公司股票的价格差,比如封闭式基金折价等;还包括投资者自身的损失厌恶、心理账户等。

行为金融理论放松理性人的假设,在传统金融理论的基础上提出更贴近现实的解释,认为投资者的行为和决策会影响资产定价和金融市场,市场不是有效的。在这个框架下,研究投资者的决策模式和特征,受什么因素影响,投资者的行为会产生什么样的影响就显得非常重要。

本书从投资者情绪研究出发,尝试探索投资者情绪对其行为的影响机理,在投资者情绪影响下投资者行为对资产定价和资本市场以及实体经济的影响机制,通过实证研究方法寻找能够更好衡量我国投资者情绪变化的指标,最后在这个分析框架下以我国投资者的过度自信信念为例进行实证,分析这种信念的影响。

本书主体分四部分。

首先,论述投资者情绪对其行为的影响。主要从认知结构、信息

处理过程和决策动机三个方面来研究投资者的决策模式。人的决策主要由直觉系统和推理系统做出,推理系统对直觉系统的监控是松懈的,这就使得启发式判断有了可能。投资者在接受信息后并不总是进行贝叶斯推断,而是首先经过简化、心理账户、可得性和忽略等方式降低信息的复杂性,这个处理过程往往使得其判断产生系统性偏差。投资者的决策动机并不只是收入或者财富的最大化,其往往会为了心理的满足而付出收入的代价,这种心理的满足主要有两种:避免认知失调和满足控制欲。

其次,论述在以上决策模式影响下的投资者行为对资产定价和金融市场的影 响。通过建模的方法说明在以上决策模式影响下的噪音交易者在和套利者进行博弈的过程中未必会被淘汰,这时投资者选择情绪投资策略可能更加明智。在以上决策模式影响下的噪音交易者行为形成噪音交易者风险,这会增加资产价格的波动性,减少实体经济的融资量。从宏观调控的角度看,可以采取三种措施来降低噪音交易者的交易:公开市场操作;征收交易税;征收短期资本收益税。在噪音交易者和套利者的博弈过程中,套利者的作用并不总是稳定性的,当套利者可以理性预期到噪音交易者的行为模式时,会通过正反馈交易来获利,这会加剧市场的波动性。

再次,通过比较自己编制的加权平均和算数平均的封闭式基金折价指数、国家统计局发布的消费者信心指数、深圳证券信息公司调查获得的个体投资者信心指数等指标,以实证的方法得出结论:消费者信心指数是衡量我国投资者情绪的最佳变量。以封闭式基金折价来衡量我国投资者情绪并不合适,这主要是因为 在市场状况变动或者封闭式基金持有人结构变动等情况下,封闭式基金折价指数(尤其是加权平均的封闭式基金折价指数)衡量投资者情绪的效度会降低。深圳证券信息公司的个体投资者信心指数虽然目前的效度较好,但因为其编制的时间较短,需要进一步接受检验。

最后,在以上理论分析框架和实证检验的基础上,以我国投资者的过度自信信念为例,通过对网上交易者和非网上交易者的历史交易账户进行比较,以实例来说明投资者的情绪对其行为的影响。发

现:我国网上交易者相对于非网上交易者更加过度自信,这种情绪导致其交易的更加频繁,这种过度交易降低了其的收益率。交易者的交易方式从非网上交易转向网上交易以后,其情绪会变得更加过度自信,这使得其交易频率相对于其上网交易前更加频繁,这种过度交易也会降低其收益率。

在主体部分之后,本书对研究结论作了归纳和总结,指出本书研究的局限性和今后研究的努力方向。

ABSTRACT

The agent is rational and the market is efficient in the Modern Financial Theory (MFT). So the investor behavior has no influence on financial market, even if there are irrational investors, they will be wash out by the arbitrageurs. So it is not significance to research on investor behavior. But the Behavioral Finance Theory (BFT) relaxes the rational agent hypothesis and gives the explanation more close to the reality than MFT. The investor behavior has more influence on asset pricing and financial market in BFT.

The book focuses on investor sentiment and the influence of investor sentiment on investor behavior and tries to find the mechanism of the investor behavior based on investor sentiment influencing the asset pricing and economy. The book tries to measure the investor sentiment with the empirical studies through the compares of closed-end fund discount index, consumer confidence index, the investor confidence index. The book tests the framework through the overconfidence belief in Chinese online trader.

The book contains four main parts.

First, the mechanism of investor sentiment to behavior is focus. The book research investor decision-making model through cognition structure, information processing and decision motives. The agent decision-making is constrained by intuition system and reasoning system. The monitor of reasoning system to intuition system is lax. So the agent makes the heuristic judgments. When

the agent gets the information, he will reduce the complexion through simple, mental accounting, availability and ignorance. The information process makes systematic biases. The agent decision motives is not only the income or wealth maximization, the psychology satisfactions is one of the most important motives. The psychology satisfactions are avoiding cognitive dissonance and satisfying the control feeling.

Second, through the model construction, a conclusion is got that the noise trader cannot be washed out by the arbitrageur in the game between the noise trader and the arbitrageur. In this situation the sentiment investment strategic may be the best strategic. More noise trader can create more noise trader risks, more volatility of asset price and less financial quantity. From macro control aspects, three measures should be taken to reduce the noise trade: open market operation; trade tax and short-term capital income tax. In the game between noise trader and the arbitrageur, the role of arbitrageur is not always stabling. When the arbitrageur expectation the behavioral model of noise trader and take positive feedback strategic to make the money, the action will increase the market volatility.

Third, through comparing the closed-end fund discount index, consumer confidence index and investor confidence index, we get the conclusion that consumer confidence index is the best measure to investor sentiment. The closed-end fund discount index is not suitable because the validity will fall when the market situation changes or the fund-holder structure changes. The individual investor confidence index made by ShenZhen Security Information Company has the good validity, but the time-horizon is short, so the future examination should be taken.

To apply the analysis framework, we compare the history

trade account of online trader and the non-online trader, and get the conclusion that the online trader is more overconfidence than the non-online trader, this situation makes the online trader over-trade, so get the low return. When the trader mode changes from non-online to online, the trade frequency will increase. The over-trading low the return.

At the end of the book, the conclusion, the limitation and the future works of the book are giving.

目 录

前言.....	1
ABSTRACT	1
1 导论	1
1.1 问题的提出	1
1.1.1 行为金融学的产生	1
1.1.2 行为金融学未来的研究方向	3
1.1.3 一个新课题——投资者情绪对行为的影响.....	11
1.2 行为金融学发展回顾.....	12
1.2.1 现代金融学在实证领域面临的挑战.....	13
1.2.2 现代金融学在理论领域面临的挑战.....	15
1.2.3 行为金融学已有的研究成果.....	17
1.3 本书研究的主要内容和方法.....	17
1.3.1 本书研究的主要内容和方法.....	17
1.3.2 本书研究的目标和预期贡献.....	18
1.4 研究框架和结构安排.....	19
2 投资者情绪对行为的影响.....	22
2.1 投资者行为假设比较.....	22
2.1.1 新古典经济学派的理性假设.....	23
2.1.2 西蒙的有限理性概念.....	26
2.1.3 超边际分析学派的有限理性.....	28
2.1.4 个体理性和集体理性.....	29
2.1.5 金融市场中的理性与非理性概念.....	30

2.2	投资者的认知结构.....	31
2.3	投资者的信息处理.....	33
2.3.1	简化.....	34
2.3.2	心理账户.....	35
2.3.3	信息的可得性.....	36
2.3.4	忽略信息.....	38
2.4	投资者的决策过程.....	39
2.4.1	决策动机 1:避免认知失调	39
2.4.2	决策动机 2:满足控制欲	42
2.4.3	启发式判断.....	48
2.4.4	决策行为描述.....	52
2.5	本章小结.....	67
3	基于情绪的投资者行为的影响.....	69
3.1	基于情绪的投资者行为对套利者的影响.....	69
3.1.1	噪音交易者和套利者的博弈.....	71
3.1.2	新投资者模仿条件下噪音交易者和套利者的博弈	76
3.1.3	投资策略的选择.....	79
3.2	基于情绪的投资者行为对金融市场和实体经济的影响	82
3.2.1	噪音交易者对金融市场的影响.....	82
3.2.2	噪音交易者对实体经济的影响.....	85
3.2.3	降低噪音交易者的政策建议.....	89
3.3	投资者情绪在投机性泡沫产生过程中的作用.....	93
3.3.1	泡沫的产生.....	93
3.3.2	投资者情绪影响下套利者的非稳定性作用.....	95
3.3.3	不同情况下理性套利者对市场价格的影响.....	98
3.4	本章小结	102

4 我国投资者情绪指数的选择	104
4.1 投资者情绪指数的选择 1:封闭式基金折价	105
4.1.1 封闭式基金之谜	106
4.1.2 对封闭式基金之谜的解释	107
4.1.3 封闭式基金之谜的投资者情绪解释	109
4.1.4 对投资者情绪假说的质疑	111
4.1.5 其他由客观市场数据计算获得的投资者情绪指数	113
4.2 投资者情绪指数的选择 2:消费者信心指数	117
4.2.1 消费者信心指数介绍	117
4.2.2 两个消费者信心指数之间的关系	120
4.2.3 消费者信心指数和股票市场收益	121
4.3 投资者信心指数的选择 3:对金融市场调查编制的指数	122
4.3.1 希勒的调查问卷	123
4.3.2 泡沫预期指数的构建	125
4.3.3 投资者信心指数的构建	126
4.3.4 希勒的调查结果及其方法的评价	128
4.4 投资者信心指数的选择 4:其他指数	134
4.4.1 投资者智能指数	134
4.4.2 消费者信心指数和投资者情绪指数之间的关系 ...	134
4.4.3 投资者乐观指数	135
4.4.4 其他调查指数	137
4.5 我国投资者情绪指数选择的实证检验	138
4.5.1 我国学者的研究	139
4.5.2 数据来源和方法	142
4.5.3 统计特征	148
4.5.4 各情绪指标相关性	150
4.5.5 封闭式基金折价相关性分析	156
4.5.6 封闭式基金上市时机的选择	157

4.5.7	投资者情绪指数和不同规模股票组合收益的关系	159
4.6	本章小结	167
5	我国投资者情绪的实证研究——以过度自信为例	170
5.1	过度自信理论	170
5.1.1	过度自信特征的形成	170
5.1.2	金融市场中的投资者具有过度自信的特征	172
5.1.3	过度自信对金融市场的影响	173
5.1.4	过度自信对交易量的影响	174
5.1.5	过度自信对市场效率的影响	174
5.1.6	过度自信对波动性的影响	175
5.1.7	过度自信对投资者期望效用的影响	175
5.1.8	过度自信与市场反应	176
5.2	过度自信对公司金融的影响	177
5.2.1	过度自信投资者对公司金融的影响	178
5.2.2	过度自信经理对公司金融的影响	182
5.3	我国网上交易者过度自信的实证研究	185
5.3.1	引言	185
5.3.2	文献综述	185
5.3.3	网上交易者的特征分析	188
5.3.4	交易者的交易方式对其收益的影响	193
5.3.5	结论	198
5.4	本章小结	199
6	结论	201
6.1	本书的研究结论	201
6.2	本书研究的局限性	204
6.3	今后研究的努力方向	204

参考文献..... 205

后 记..... 221

图目录

图 1—1	本文研究框架	19
图 1—2	投资者情绪和行为分析框架	21
图 2—1	理性与有限理性假设区分对照图	23
图 2—2	两个认知系统的比较	32
图 2—3	现代金融学与行为金融学投资者决策过程比较	40
图 2—4	避免认知失调的分析思路	40
图 2—5	满足控制欲的分析思路	43
图 2—6	期望效用理论中的决策者选择	55
图 2—7	价值函数	57
图 2—8	决策权重函数	62
图 3—1	噪音交易者比例对噪音交易者和套利者预期收益之差的影响	78
图 3—2	基本风险条件下噪音交易者比例对两类投资者收益之差的影响	80
图 3—3	无噪音信号下套利者对价格的影响	99
图 3—4	不完全信息信号下套利者对价格的影响	102
图 4—1	投资者信心指数的分类	104
图 4—2	希勒调查得到的泡沫预期指标和泡沫预期指数	129
图 4—3	希勒调查得到的负泡沫预期指标和负泡沫预期指数	129
图 4—4	希勒调查得到的投资者信心指标和投资者信心指数	130
图 4—5	希勒调查得到的泡沫预期指标和其他投资者情绪指标的比较	130

图 4—6	希勒调查得到的泡沫预期指数和其他市场情绪指标的比较	131
图 4—7	希勒调查得到的一年信心指数	131
图 4—8	希勒调查得到的下跌后购买信心指数	132
图 4—9	希勒调查得到的崩溃信心指数	132
图 4—10	希勒调查得到的价值信心指数	133
图 4—11	我国消费者信心指数的变化	153
图 4—12	我国基于金融市场调查的投资者信心指数的变化	154
图 4—13	我国封闭式基金折价指数的变动	155
图 4—14	我国封闭式基金折价指数的变动(去除异常点以后)	155
图 4—15	我国封闭式基金上市时机选择与封闭式基金折价变动	158
图 4—16	我国封闭式基金上市时机选择与封闭式基金折价指数变动	158
图 4—17	1999~2004 年上证 A 股指数走势图	160
图 5—1	网上交易组和非网上交易组的交易额比较	192
图 5—2	网上交易组和非网上交易组每月的总交易频率比较	193
图 5—3	网上交易组和非网上交易组每月的日平均交易频率比较	194
图 5—4	网上交易前后的超额收益率变化	197

表目录

表 2—1	决策动机——避免失调感和满足控制欲比较	48
表 2—2	反射效应实验结果对照表	57
表 2—3	权重函数特征及其数学表达式	61
表 4—1	2004 年 5 月 26 日中信风格指数划分的流通市值上下限	148
表 4—2	各情绪变量描述	148
表 4—3	投资者信心指数变动和封闭式基金折价变动之间的 相关性	150
表 4—4	投资者情绪指数变动和消费者信心指数变动之间的 相关性	151
表 4—5	消费者信心指数变动和封闭式基金折价指数变动 之间的相关性	152
表 4—6	封闭式基金折价相关系数的统计	157
表 4—7	算术平均的封闭式基金折价指数变动率的回归结果	160
表 4—8	加权平均的封闭式基金折价指数变动率的回归结果	161
表 4—9	消费者信心指数作为代理变量的回归结果	164
表 4—10	基于调查的投资者情绪指数作为代理变量的回归结果	165
表 5—1	我国网上交易方式的发展	189
表 5—2	我国网上交易者与非网上交易者的特征对比	190
表 5—3	网上交易者与非网上交易者交易费用比较	191
表 5—4	网上交易组和非网上交易组的收益率比较	196

1 导 论

本章首先介绍本书选题的背景和意义,简述行为金融理论对传统金融理论的挑战,说明本书的研究对象、研究范围、研究方法以及试图创新之处,并图示本书的分析框架。

1.1 问题的提出

1.1.1 行为金融学的产生

20 世纪 50 年代,冯·纽曼和摩根斯坦(Von Neumann-Morgenstern)在公理化假设的基础上建立了不确定条件下对理性人(rational agent)选择进行分析的框架,即期望效用函数理论。阿罗和德布鲁(Arrow-Debreu)后来发展并完善了一般均衡理论,成为经济学分析的基础,从而建立了现代经济学统一的分析范式。这个范式也成为现代金融学分析理性人决策的基础。

1952 年,马克威茨(Markowitz)发表了著名的论文“portfolio selection”,建立了现代资产组合理论,标志着现代金融学的诞生。此后莫迪戈里安尼和米勒(Modigliani-Miller)建立了 MM 定理,开创了公司金融学,成为现代金融学的一个重要分支。20 世纪 60 年代夏普和林特纳等(Sharp-Lintner)建立并扩展了资本资产定价模型(CAPM)。20 世纪 70 年代,罗斯(Ross)基于无套利原理建立了更具一般性的套利定价理论(APT)。20 世纪 70 年代,法马(Fama)对有效市场假说(EMH)进行了正式表述,布莱克、斯科尔斯和莫顿(Black-Scholes-Merton)建立了期权定价模型(OPM),至此,现代金