

行为财务学是 20 世纪 80 年代出现的关于财务(金融)研究的新领域,主要研究证券市场中人们在投资决策时对其决策行为的影响。研究者对传统意义上的有效市场假说提出了挑战,进而讨论并解释了投资者的决策和投资行为对证券价格的影响。

第一节 行为财务学概述

瑞典皇家学院将 2002 年度诺贝尔经济学奖授予美国普林斯顿大学的丹尼尔·卡纳曼(Daniel Kahneman)和美国乔治·梅森大学的弗农·史密斯(Vernon L. Smith),以表彰他们在结合经济学和心理学理论来研究人们的决策行为方面所做出的贡献。这一举动引起了人们对一门新兴学科——行为财务学的极大兴趣。

我们可以看到传统财务理论主要包括马科维茨的均值-方差模型和投资组合理论(1952),夏普、林特、莫森的资本资产定价模型(1964),法玛的有效市场理论(1970)和布莱克、斯科尔斯、默顿的期权定价理论(1973),然而这些理论都是建立在有效市场假设之上的,有效市场假设是传统财务理论的基石。但有效市场理论在解释实际财务、金融现象时又遇到了很多问题,如阿莱悖论、日历效应、股价溢价之谜、期权微笑、封闭式基金之谜、小盘股效应等。

面对这一系列财务异常,人们开始质疑有效市场理论和传统财务理论。由于行为财务学能解释这些现象,因此,原先不受重视的行为财务学也开始受到越来越多学者的关注。行为财务学认为,投资者并不具有完全理性,而只是具有有限理性,这一假设更贴近实际。随着研究的深入,行为财务学形成了对传统财务学的重大挑战。2001 年,素有小诺贝尔经济学奖之称的美国克拉克奖授予了行为财务学家拉宾教授,2002 年的诺贝尔经济学奖又授予了行为财务学家丹尼尔·卡纳曼,这表明行为财务学已完全被主流经济学家认可,并代表了财务理论的发展方向。

一、历史回顾

国内学者一般认为,行为财务学的产生以 1951 年 Burrell 教授发表的《投资战略的试验方法的可能性研究》一文为标志,该文首次将行为心理学运用到经济学中来解释财务金融现象。

1969 年, Bauman 和 Burrell 发表了《科学投资方法:科学还是幻想》。他们认为,更为贴近实际的方法是把财务金融学研究领域的重点放在数量模型和传统的行为方法的结合上。1972 年, Slovic 教授和 Bauman 教授合写了《人类决策的心理学研究》,这篇文章为行为财务学理论做出了开创性的贡献。

1979年，Daniel Kahneman 和 Amos Tversky 发表了《预期理论：风险决策分析》，正式提出了预期理论。预期理论更加贴近现实的假设，严重冲击并动摇了传统金融学所依赖的期望效用理论，并为行为财务学奠定了坚实的理论基础。

二、定义和理论出发点

1. 定义

Robert J. Sholler (1997) 从几个层面定义了行为财务学：行为财务学是心理学、决策理论、经典经济学和金融学四门学科的结合；行为财务学试图解释在市场中实际观察到的或是文献中论述的与传统财务理论相违背的那些现象；行为财务学研究投资者如何在决策时产生系统性偏差。

Lintner (1998) 把行为财务学研究定义为“研究人们如何解释以及根据信息做出决策”的学科。

Olsen (1998) 声称“行为财务学并不是试图去定义什么是‘理性’的行为或在决策上打上偏差或错误的印记，行为财务学是寻求理解并预测市场心理决策过程的系统。”

2. 理论出发点

和大多数经济研究领域一样，现代财务学需要解决两个问题：利用最优决策模型刻画人们的最优决策问题；通过描述性决策模型来讨论投资者的实际决策过程。在解决第一个问题方面，现代财务学已取得了很好的成绩，但是在第二个问题上，如果人们的实际决策过程就是一个最优的过程，那么现代财务理论模型也提供了很好的描述性模型。但正是因为人们的实际决策过程并不像最优决策模型所描述的那样，所以，最优决策模型并不能全面地描述和讨论人们的实际决策过程，进而不能对证券市场的实际行为状况给予合理的解释。

现代财务学关于投资者行为的两个假设是：投资者是理性的和风险回避的；市场是有效的。第二个假设充分地反映了财务理论的研究脉络。Shleifer (2000) 认为有效市场是建立在三个不断弱化的假设条件上的，投资者是理性的，也就是说投资者可以理性地评估证券价格；投资者的行为是具有随机性的，能抵销由于非理性的行为对价格的影响；市场可以利用“套利”行为使价格恢复理性。

然而，行为财务学认为，投资者在市场上的实际投资行为与上述基本假设不相符合，主要表现在以下方面。

第一，大量心理研究证明，人们的实际投资决策并不是理性的。人们总是过分相信自己的判断，并且更多地根据自己对决策结果的盈亏状况的主观判断进行决策。正因为投资者的这种特性，所以对理性决策的偏差是系统性的，进而人们的总体决策也就自然偏离了现代财务学的理性决策假设。例如，Lich Tenstein 和 Slovic (1971) 所做的一个实验显示，当要求被测试者分别描述各种赌博游戏相当于确定条件下的价值量时，被测试者给出的评估确定价值往往都偏低，不符合期望效用理论。1969年美国政府开始提供一种洪水保险，其价格远低于其内在价值。根据风险规避原则，人们应该竞相购买这一保险，而事实却是该保险根本无人问津。

第二，行为财务学的研究者认为，假设证券市场上的投资者由两种类型的人组成：一种是完全理性的投资者；另一种是不那么理性的投资者。如果由完全理性的投资者组成证券市

场,则需要满足一些条件:在 T 时刻,证券的真实价值应该被投资者所了解;在足够长的时间内可以无成本地卖空;投资者的投资将包含在 T 时刻的情况;基本上没有“不那么理性的”投资者;只有理性的投资者才会卖空。

在实际市场中,人们并不不知道什么时候才会实现证券的真实价值;不存在长时间的无成本卖空;投资者的投资期间也是不确定的,是否能持续到可以反映证券的真实价值的时刻是不确定的。在现实的证券市场上,完全理性的投资者是没有的,即使有,也就是一小部分而已,大部分的人都是非理性投资者。而且在现实中我们也可以看到,往往非理性投资者会得到更高的收益。如果根据达尔文的“进化论”,把“理性”看成一个选择过程的话,则不论人们做出的决策如何,只要投资者可以在证券市场上生存下来,就说明了他们的决策是“理性”的。但是证券市场上大多数人都是非理性的,因此,少数的理性投资者在证券市场上靠理性也未必能得到收益,特别是在短期内,理性投资者得到的收益可能就更少了。比如,一家创新型企业因为研究和开发投入大量的资金而造成短期内的业绩下降,但从长期来看,这家企业会有很好的业绩。但非理性投资者看不到未来情况,因此,非理性投资者不看好这只股票,导致其价格下降;直到很长的时间后,企业的业绩好转后价格才能重新上升。虽然理性投资者可以预计到未来的收益,相信长期持有该种股票定会获得一定的收益,但在如此长的时间内,投资者的投资流动性受到了很大的影响。

我们可以看到,行为财务学具有以下一些特点。

① 以心理学和其他学科的研究成果为依据。

② 突破了传统主流的财务理论,不只是注重用理性投资决策模型对证券市场投资者实际决策行为进行监督测度的范式,而是强调了投资者在更多时候是非理性或有限理性的。

③ 以人们的实际决策心理为出发点,研究投资者的投资决策行为规律及其对市场价格的影响。

行为财务学通过实验的手段,从决策行为非理性的角度得出以下基本结论:证券的市场价格并不单单是由证券自身包含的一些内在因素所决定的,而是在很大程度上受到各种参与主体行为的影响。如何建立一套能够正确反映投资者的实际决策行为和市场运作状况的描述型的模型来讨论投资者是如何决策的,证券的市场价格实际上是如何确定的以及资本市场的价格发生、预测等重大问题,初步形成了行为财务学独特的研究框架。

第二节 行为财务学的基本理论

一、行为财务学关于投资者决策行为特点的研究

20世纪初,行为主义心理学兴起,不少文献将此作为行为财务学最早的理论根源。行为财务学认为,原先心理学与经济学一样都依赖于内省的办法,而心理学之所以没能像数学和化学等学科那样成为一门不容争辩的自然科学,是因为心理学只关心一些看不见、摸不着、无法准确把握的东西——意识。因此,行为财务学是从研究人们采取决策行为时的实际心理活动入手讨论投资者的投资决策行为的,行为财务学通常根据心理学实证研究结果,把投资决策模型建立在对人们投资决策时的心理因素的假设的基础上。行为财务学研究发现,在现实的证券市场上,投资者在进行投资决策时常常表现出一些心理特点。

1. 过分自信

心理学研究发现，人们在决策中总是倾向于过高估计自己的判断力，过分相信自己的经验和能力，并加以夸大。如果某件事情成功的概率只有大约 70%，人们常常就会表现出对这件事情抱有 90% 的把握，并且在金融活动中，此种心理特质表现得尤为突出。瑞士有一项对汽车司机的调查表明，在被调查的司机中有 90% 的人认为自己的驾驶水平要“高于平均水平”；一项在学校里进行的心理调查试验表明，在一个班级里有 30% 的人认为他们的期末考试成绩可以排在全班人数的前 5%。另外一些心理学研究也表明，研究对象中的绝大多数都认为自己的人际交往能力好于大多数人，特别是在实际预测能力未改变的情况下，人们更加相信自己对较熟悉的领域所做出的预测。这些例证都说明了人们在很多事情上的过分自信。

2. 非贝叶斯预测

传统财务学的最优决策模型是要求投资者按照贝叶斯规律修正自己的判断并对未来进行预测（即按照贝叶斯概率确定各种信息在预测中的作用）。但是，心理学家发现，人们并不是遵循贝叶斯规律不断修正自己的预测概率的，而是常常对最近发生的事情和自己的最新经验给予更多的比重，而对事件的背景及当前信息的样本规模不够重视，这就导致人们在决策和判断时过分看重近期事件的影响。Kahneman 和 Tversky 曾做过试验来检验人们的这一心理现象，他们分别要求被测试者通过阅读几段关于几位实习老师在某处教学课上出现的问题的方式来给这几位实习老师在实习课上以及未来 5 年的表现进行排序。结果证明，两种排序基本上一致。所以，我们可以看出，虽然我们难以对未来可能发生的事件做出合理的估计和预测，但是在如前面例子所说的长达 5 年的预测期间内，完全不考虑后来又可能发生的事情，仅凭目前的一次体验就判断以后的情况，必然会产生判断上的偏差。

3. 厌恶损失

对于收益和损失，心理学研究表明，人们往往更注重损失带来的不利影响，而不是把收益和损失赋予同等的权重来考察，不按照实际收益和损失来采取行动。马科维茨首先注意到了人类的这种行为方式，后来的研究也进一步表明，人们在从事金融交易中，其内心对利害的权衡是不均衡的，赋予“避害”因素的考虑权重常常是“趋利”因素的 2 倍。因此，投资者们对待利害关系的选择在经济活动中应该是首先考虑如何避免损失，其次才是获取收益。比如，如果某投资者拥有 A、B 两只股票各 2000 股。两种股票当前的市场价格均为每股 20 元，但其中 A 股票的买入价为每股 10 元，而 B 股票的买入价为每股 25 元。如果投资者需分别出售两只股票，出于不愿意遭受损失的考虑，他将保留 B 股票。但如果投资者将两只股票同时出售，由于会有净收益产生，将大大削弱分别出售时遭受损失的感觉，甚至不认为投资遭受了损失。投资者的这种心理活动将对其投资决策产生影响，使得他们依据有关信息进行估计时出现偏差，而法玛所讲的投资者理性就不可能完全实现。

4. 心理定式

心理定式是指对同一问题的不同描述将会影响人们的判断。或者说，人们对同样的事情会给出与自己原想法不同的判断。例如，曾经做过一个临床实验，被测主体是有着丰富经验的外科医生，要求被测试者从治疗癌症的手术疗法和激光疗法两种疗法之中选择一种给病人

治病,相比之下,手术疗法的危险较大,但是治愈率高。第一次,被测主体被告知的数据是以手术中和手术后不同时期的病人存活率的形式表示的;第二次,被测主体被告知的数据是以手术中和手术后的死亡率的形式来表示的。两次的的数据相同,但测试的结果却是同意进行手术疗法的人由第一次的 84%下降到第二次的 50%。

5. 避免后悔性

投资者在投资决策失误后,难免有后悔的心情。因此,即使面对同样的后果,如果某种决策方式可以使得投资者的后悔心理相对于其他的决策方式来说轻一些,那么这种决策方式将优于其他决策方式。减少决策失误后的后悔心态的决策方式有多种,如委托他人代为进行投资决策、仿效多数投资者的投资行为进行投资(即“羊群效应”)。这样的投资者行为与夏普的理性决策是背道而驰的。

6. 要求更高的收益率

对马科维茨的投资者风险回避理论的修正表明,投资者如果准备接受更大的风险,他们就必须得到更高收益率的补偿。研究表明,在面对潜在的获利时投资者优先考虑回避风险,但是一旦涉及亏损,投资者往往会倾向于追求风险,他们往往会有赌一次的想法,因为赌博有可能使他们的亏损减少到最低的限度。例如,一个投资者在肯定可以拿到 8 万美元或是有 80%的机会得到 10 万美元但有 20%的机会什么也得不到之间做出选择,大多数人会选择肯定得到的收益。虽然从期望收益的角度看,两者的情况是完全一样的,但是此时人们都是倾向于回避风险的。然而,特威尔斯基把情况掉转过来看,假设一个投资者现在是在肯定亏损 8 万美元或是有 80%的机会亏损 10 万美元和 20%的机会不盈也不亏之间做出选择,虽然两者的期望收益还是相同的,但是人们会选择赌一把,即使有很大的可能人们亏损得更多,但是较少亏损的机会还是比肯定亏损更可取,这时,人们变得追求风险了,因为赌博的性质改变了。

二、行为财务学的实证研究对有效市场假说的质疑

1. 小公司现象

如果一个行业存在以下两个特点,那么这个行业就存在着“小公司效应”:一是公司的核心能力在于个人而不是组织;二是这一行业的比较竞争优势很容易战胜持续竞争优势(核心能力),导致这一行业的领导者拥有的主要是比较竞争优势,而不是核心能力。

一些实证研究表明,如果排除了风险因素,小公司股票的收益率往往明显高于大公司股票的收益率。Banz(1981)在《金融经济学杂志》上发表《公众股市值与收益率的关系》一文,首先提出了“小公司效应”。他发现,总收益率和风险调整后的收益率都有随着公司相对规模(由其现有资产净值的市值表示)的上升而下降的趋势。他将纽约证券交易所上市的股票根据公司规模的大小分为 5 组,最后发现规模最小的一组的普通股票的平均收益率比规模最大的一组的普通股票的平均收益率高 19.8%。Keim(1983)和 Reinganum(1983)等的后续研究证明了“小公司效应”显著地发生在 1 月份,特别是 1 月份的前两个星期,所以,又称为“小公司 1 月份效应”。将纽约证券市场的上市公司按其资产净值升序排列,并按公司的规模分成 10 组资产组合,计算最小规模和最大规模公司组合在 1963—1979 年间的月平均超额收益率的差额,Keim 的研究成果显示,1 月份小公司的平均超额收益率异常引人注目,平均每天

的升水达 0.741%，尤其在 1 月份的前 5 天，小规模公司的升水幅度更是超过了 8.16%。Fama 和 French (1992) 发现 1963 年 7 月至 1990 年 12 月的每一类型普通股票的市场价值与账面价值之比最小的一组的平均月收益率为 1.65%，而市场价值与账面价值之比最大的一组的平均月收益率却为 0.72%。可以看出，这几组数据之间存在着显著的差异。

而哥尔太肯 1983 年对世界其他主要证券市场进行的分析发现，日本、新加坡、美国、加拿大、澳大利亚、英国、德国、法国、意大利、丹麦、挪威、瑞典、荷兰、比利时、奥地利、瑞士和西班牙等国家的股市在 1959 年 1 月至 1979 年 12 月的 20 年间，以市场指数为基础计算出来的平均收益率在 1 月份都异常高，而 1 月份小公司对股票收益的贡献率最大，因而得出结论：就整体来说，“小公司 1 月份效应”是全球主要股票市场的一种带有规律性的倾向。

2. 期间效应

期间效应是美国证券专家 French (1980) 在对牛肉证券交易所上市的 SXP500 股票 1953—1977 年的收益状况的研究中发现的一种现象，即这些股票在星期一的收益率明显低于一周内的其他几个交易日，且为负值，其研究的统计结果如表 2-1 所示。

表 2-1 一周内收益率的变化与比较

1953—1977 年	星期一	星期二	星期三	星期四	星期五
均值	-0.168	0.0157	0.0967	0.0448	0.0873
标准差	0.8427	0.7267	0.7483	0.6857	0.66
T 检验	-6.82 ^A	0.746	4.534 ^A	2.283 ^B	4.599 ^A
观察数	1170	1193	1231	1221	1209

注：A——0.5%置信区间；B——5%置信区间。

行为财务学对这个现象进行了解释，认为一般情况下，那些要公布坏消息的企业总是在星期五闭市后才发布消息，显然坏消息的公布会导致股票价格的下跌。但是企业为什么一般会选择星期五公布坏消息呢？因为企业希望人们利用周末闭市的两天时间更好地考虑一下这些消息，避免做出冲动的行为，给当天企业股票的价格带来过大的影响。按照传统的财务理论的假设前提，如果市场是有效的话，人们应该很快就能发现这一现象，利用它来谋利而使得这一现象消失。但是我们却在真实的证券市场上发现这一现象长期存在。另一种对于这个现象的解释是由于市场关闭带来的“闭市效应”，也就是说，人们在闭市期间发生了心理上、情绪上的变化而引起开市后冲动的行为。但是在对所有因假日闭市后又开市的现象做了研究后，发现除假日后的第一个营业日是星期二之外，其他各天作为假日后的第一个营业日，股票收益均为正值，因而排除了“闭市效应”的可能性。还有一种解释，认为利用此消息谋利的收益额不足以弥补其付出的成本，因此，也就没有人愿意利用这一机会谋利。但也正是因为如此，这种现象也可以在某种程度上认为是市场的无效，因为人们可以在星期一买股票而在星期五之前出售此股票即可获得收益，而不是说一定要在星期一就售出此股票。

三、行为财务学针对市场非有效性的对策

1. 反向投资策略

反向投资策略 (Contrarian Investment Strategy, CIS)，简单来说，就是买入过去表现差的

股票而卖出过去表现好的股票从而进行套利的一种投资方法。反向投资策略是行为财务学发展至今最为成熟也是最受关注的观点之一，其依据主要来源于人们对信息的反应过度，而其依据的主要是投资者的心理定式和过度自信的特征。以往的一些研究表明，选择那些不被市场看好的股票进行投资可以明显地获得超额的投资收益，如 Basu (1977)、Fama 和 French (1992) 的研究均发现选择低市盈率 (P/E) 的股票反而可以获得高额的收益。

反向投资策略最初是 Debondt 和 Thaler (1985, 1987) 在对股市过度反应进行实证研究时提出的。在这项实证研究中，他们把股票根据其过去 5 年的投资业绩分组，发现过去 5 年表现最差的一组（“失败”组，由最差的 35 只股票组成）在未来 3 年的收益率要比表现最好的一组（“胜利”组，由最好的 35 只股票组成）平均高出 25%（累计收益），因此，得出结论为：选择股票市场价值与账面价值比值低、历史收益率低的股票常常可以得到比预期收益率高很多的收益。而这一结论提示人们：应采取“反向”投资策略选择那些最近表现不好的股票，放弃那些近来表现优异的股票，可以获得超额的投资收益；这些超额收益不是短期的现象，而是要经过一段较长的时间才能反映出来，这种现象也被称为“长期异常收益”。此后，一系列研究 (Jegadeesh, 1990; Lehmann, 1990; Chopra et., 1992; Lakonishock et., 1994) 也都对“股票市场的过度反应”及“长期异常收益”的看法提供了支持。而更多的研究学者发现在很多事件中都存在着“长期异常收益”现象。例如，Cusatis, Miles 和 Woolridge (1983) 发现公司分拆后存在着正的长期异常收益；Desai 和 Jain (1997), Ikenberry, Rankine 和 Stice (1996) 发现公司股票分割前后都存在着正的长期异常收益。因此，财务理论认为，这种现象是由人们预测时的一些心理偏差造成的。对企业未来收益状况进行预测是一件很困难的事情，人们通常很难指出如何才能较为可靠地预测未来，而且仅根据企业的近期表现和经验进行预测也是不充分的。然而，在很多实际的投资决策中，投资者却恰恰过分注重证券发行者的近期表现，而仅仅根据企业的近期表现，通过一种简单外推的方法来对其未来的业绩做出预测，从而导致对公司近期业绩的状况做出了持续过度的反应，对近期业绩较差的企业持有过分悲观的预测，而对近期表现好的企业则持有过分乐观的态度，从而造成了预测的系统性偏差，为实现反向投资策略提供了可能。尽管有效市场理论认为反向投资策略所指出的异常应该解释为投资的风险报酬，并不是真正意义上的超额收益，但行为财务学的支持者认为实证研究并不能发现相应的风险因素。

2. 惯性交易策略

惯性交易策略是指分析股票在过去相对较短时期内（一般是指 1 个月到 1 年之间）的表现，事先对股票收益率和交易量设定“筛选”条件，只有当股票满足条件时才买入或卖出的投资策略。一般是购买过去几个月表现良好的股票，卖出过去几个月表现糟糕的股票，与前面所说的反向交易策略恰好相反。惯性交易策略主要是针对投资者的反应不足和保守性心理因素，对股票中期收益延续性的研究。对于惯性交易策略研究较为著名的是 Jegadeesh 和 Titman (1993)，他们认识到学术上发现的可以获取显著超额收益理论的反转策略要么是长期的（即 3 至 5 年），要么就是短期（1 周或者 1 个月内），所以他们用赢家减去输家的组合法，以 3 个月到 1 年为间隔构成了股票组合，发现其收益会呈现出延续性，即价格有向同一方向持续变动的惯性效应。

对于惯性交易策略可以获得利润这一现象存在着很多解释。一种解释是收益惯性，即当

股票收益的增长超过投资者预期,或者当投资者一致认为股票未来的收益会有所增长时,股票的收益会趋于上升,而惯性交易策略获得的利润就是由股票基本价值的变动所带来的。另一种解释是基于收益惯性和价格的反应不足获得超额利润。收益惯性策略是基于对公司短期前景的反应不充分而最终获得短期收益;而价格惯性策略则是利用了对公司价值有关信息的反应迟钝和在短期收益中未被近期收益和历史收益增长所充分体现的公司的长期前景。另有学者认为,这是源于单个证券平均收益的截面变化或是由于特定公司的行为惯性所导致的。

3. 成本平均策略与时间分散化策略

成本平均策略是指投资者在将现金投资于股票时,通常总是按照预定的计划来根据不同的价格分批买入或卖出,以备不测时可以分摊成本,从而规避一次性投入而可能造成的较大风险。这种做法与投资者行为中的投资者有限理性、厌恶损失及思维分隔有关系。

时间分散化策略是指承担投资股票风险的能力可能会随着投资期限的延长而降低,因而专家建议投资者在年轻的时候可以让股票在其资产组合中占有较大的比重,而随着年龄的增长,股票在其资产组合中所占的比重应该是逐渐下降的。这个做法也与投资者行为中的投资有限理性和思维分隔相关。

成本平均策略与时间分散化策略是个人投资者和机构投资者普遍采用的投资策略,但尤其是收益较差的投资策略,这点与传统的主流财务学的预期效用最大化原则相背离。而行为财务学认为,成本平均策略和时间分散化策略都体现了投资者的感受和偏好对其投资决策的影响力,属于行为控制策略。Stratman(1995, 1999)和 Fisher 运用了行为财务学中的期望理论、认知偏差、悔恨厌恶和不完善的自我控制等概念,分别对成本平均策略和时间分散策略进行了系统的解释,指出了其存在的合理性,并提出了实践中加强自我控制的改进建议。

第三节 传统财务学与行为财务学的比较

传统财务学认为资本市场上资源的有效配置体现在“支配着公司资源的管理者们都是以股东价值最大化为目标来理性地配置资源的”。一般而言,管理者都是投资于现值大于零的项目的。而且,传统财务学中,一般都提到3个基本假设条件:①理性的投资者;②资本资产定价模式;③市场是有效的。但是,Herch 和 Shefrin(2001)认为,人们心理方面的影响因素对以上3个条件的成立有着极大的影响作用。首先,投资者是每时每刻都以理性的方式进行投资,而不存在什么心理偏差;其次,经济学家们早在20世纪90年代就质疑过 β 是不是“死去”,从而表明证券市场的风险溢价并不是完全由证券的 β 值来决定的;最后,在现实的市场上可以看到,股票价格通常会偏离股票的基本价值。

Hersh 和 Shefrin(2001)认为,在现实工作中,两个主要行为的阻碍导致了价值最大化管理难以有效实施:一个来自公司内部,由于公司的决策者在某些方面的非理性认知,以及管理者们感情影响所导致的决策失误;另一个来自公司外部,大多数广大的投资者和分析师们对实际情况的认知和判断的偏差使得公司的股票价格偏离公司的内在价值,而使得管理者在面对这种投资者的非理性问题时难以合理地做出自己的资本配置决策。

面对公司内部问题和公司外部问题,传统财务理论和行为理论的做法有什么区别呢?

一、公司内部问题

针对公司内部问题，传统财务学致力于设计和实施有效的激励机制来协调公司管理人员和股东之间的利益关系，从而进一步提高公司内部治理的有效性。但是，我们同时也注意到，如果经理人员的非理性行为会给公司带来巨大的成本，那么这种激励措施并不一定能够发挥很大的作用，特别是如果经理人员关于自身利益观点受到扭曲，或者经理人员错误理解了最大化股东价值的概念，那么很多激励措施都很难起到相应的作用。

行为财务学从管理者非理性的角度来研究问题，认为尽管公司治理结构及各种各样的激励措施可以在一定程度上导致经理人员以公司价值最大化为目标进行管理和决策；但是，不仅仅是代理问题会导致经理人员决策出现偏误，更多的原因出自经理人员本身的非理性因素。正是经理人员自身的认识偏误和情绪影响等非理性缺陷，使得即使经理人员采用基于价值的管理模式，也难以达到真正理性的界限。

心理学研究发现，大多数人较多地表现出过分自信，他们过分相信自己的能力和经验，并且习惯于夸大自己的能力和经验。过度自信可以说是人类最为显著的心理特征之一。经理人员的过度自信，使得他们过分乐观地估计公司投资项目收益而忽视投资风险，从而错误地认为股票市场低估了公司的内在价值，这就导致了股权融资成本过高，导致两种非理性的投融资行为：一方面，经理人员选择了风险较高但是实际收益较低的项目，同时采用了激励的财务政策，利用债券的融资方式来支持投资，但是，我们可以看到，这种做法大大增加了公司的财务风险；另一方面，Heaton (2002) 和 HackBarth (2002) 都认为，经理人员的过度自信会使得他们认识到采用股权融资的方式会导致融资成本过高，但是他们又不愿意通过债务融资的方式来筹集足够的外部资金流，从而导致公司被迫放弃一些有价值的投资项目。从长远来看，这两种情况对公司都是不利的。

公司财务领域研究的大量兼并收购案例表明，经理人员过度自信的情况也是较为多见的。Roll 早在 1986 年就提出了“狂妄假说”，用来解释兼并收购事件中并购方经理人员的非理性行为。Roll 认为，由于经理人员对自身能力的过度乐观，他们会实施频繁的并购活动并且出价过高。因此，很多的实证研究都表明在考察兼并收购绩效方面，兼并收购实际上并没有给兼并方带来收益。

另外，股票市场上的投资者和分析师们的心理偏差及错误预期导致股票价格与真实的公司内在价值存在严重的偏离。更为重要的是，股票市场上存在的这种非理性同时会诱导公司管理者的进一步非理性行为。例如，投资者的过度乐观导致管理者对投资项目的盲目乐观，从而更加盲目积极地进行高风险的投资。Schultz 和 Zirman (2001) 发现，在网络股概念流行的时候，很多网络上市公司的高级管理人员并不认为他们自己的公司存在着股票价格被高估的经济泡沫，最终，公司管理人员和投资者们的双重非理性行为加快了股票市场泡沫的形成、膨胀和破灭。

二、公司外部问题

针对公司外部问题，传统财务理论首先认为追求价值最大化的经理人员总是假设股票价格是股票价值的真实反映，因此，他们得到的结论是：要最大化股东的价值，就是要最大化股票价值。但是，在现实中，很多实证研究都表明，股票价格是明显偏离于公司的内在价值

的。传统的财务学常常把这个缺陷解释为“信息不对称”，因此，经理人员常常误认为只要加强信息披露，减少信息的不对称使得外部投资者具有充分的信息，就可以让投资者正确地评估公司价值。而行为财务学却认为，股票价值的错误定价并不仅仅是信息的不对称造成的，更主要的原因是投资者的认知和心理偏差及心理情绪等问题的影响，使得他们难以对股票的价格进行精确、公正的定价。

Shefrin(2001)认为，行为财务学主要从两个角度分析非理性行为对公司资本配置及其绩效的影响：管理者的非理性和投资者及分析师的非理性。一般而言，传统的公司财务学研究的是理性的管理者和理性的投资者及分析师之间的关系，这是一种理想状态，其中排除了代理问题、信息不对称等干扰非有效市场假设的因素。而行为财务学主要研究下面3个问题：①理性的管理者和非理性的投资者及分析师之间的关系；②理性的投资者及分析师和非理性的管理者之间的关系；③非理性的投资者及分析师和非理性的管理者之间的关系。

公司中的很多日常经营活动都与财务相关，其中主要包括公司的投资、融资、股利分配问题等。在本章中重点阐述两个问题：一是投资者的非理性行为使得公司股票价格相对内在价值的扭曲对于公司正常财务活动的影响问题；二是有关“红利政策”的问题。

在公司的资本配置问题上，也就是投资活动(包括与业主相关的投资、多元化经营兼并收购)中，在正常情况下，理性的经理人员都是将资金投入那些净现值最大的项目中($NPV > 0$)，但是，如果股票价格没有正确地反映公司的内在价值，经理人员又是如何配置公司资本的呢？Stein(1996)研究了在非理性的股票市场中致力于实现公司真实价值最大化的理性的经理人员的投资行为后认为，如果投资者错误地认为公司拥有很多有价值的投资机会而导致股票价格被高估的情况下，经理人员往往倾向于增发股票，但是理性的经理人员应该很清楚地知道募集来的资金是不能投到新的项目中的，因为那些被投资者认为有价值的投资机会实际上是不会产生真正的净现值的。同样的道理，在经理人员认为公司的股票被低估的时候，这些项目往往能够带来真正的收益。因此，从Stein模型中，我们可以得到这样的结论：如果以公司的真实价值为出发点，非理性的投资者和资本市场只能影响公司的资本配置行为。事实上Stein研究的仅仅是一种比较理想的特殊情况，投资者的非理性行为在很大程度上还是能够影响公司的资本配置的。对于大多数的公司来说，由于缺乏大量的内部资金或者缺乏借债能力，经理人员就只能依赖股票市场；在这种情况下(如股票价格被严重低估)，如果投资者过度地非理性投资，公司的融资成本将会非常高，这样一来，即使公司有不少好的投资机会，经理人员也不得不放弃。再者，我们要考虑经理人员自身的因素(如经理人员害怕被解雇的风险)，如果投资者对公司的股票过度追捧，经理人员从股东利益最大化的角度考虑而拒绝投资那些事实上没有盈利的投资项目的话，投资者就很可能大量抛售股票导致公司的股票价格大幅下跌，从而使经理人员面临被解雇的危险。因此，投资者的行为在一定程度上对经理人员的决策也会有很大影响。

目前，已经有很多的实证研究结果证明了投资者非理性行为对公司投资行为的影响。Polk和Sapienza(2001)证明，股票价格被高估的公司往往比其他公司投资更多。Baker、Stein和Wurgler(2001)证明，股权依赖型公司的投资行为对股票价格的波动更为敏感，如他们发现现金余额较低的公司对股票价格的敏感程度是非股权依赖型公司的3倍。Shleifer和Vishny(2001)提出了一个解释股票市场定价对美国不同时期并购行为特征的影响的模型，他

们认为，不同时期的并购都是由股票市场对公司定价的偏差所引起的，或者说是公司经理人员对股票价格偏差的理性反应。

同时，投资者的非理性行为所引起的股票价格偏离真实价值也在很大程度上影响了公司的筹资、融资行为。Stein(1996)研究这个问题时提出了一个假说：如果股票市场中投资者是非理性的而经理人员的行为是较为理性的，并且经理人员的工作目标是公司真实价值的最大化，那么当股票价格被投资者高估的时候，经理人员应该利用投资者的这种非理性狂热行为发行更多的股票，为公司筹集更多的资金；而当股票价格被投资者低估的时候，经理人员应该回购股票。这个假说也就是企业融资的“市场时机假说”(Market Timing Hypothesis)。

Stein的“市场时机假说”认为：市场的时机对企业资本结构具有显著的影响，而公司一般都会选择在股票市场行情上涨阶段实施增发；在股票价值被低估的时候，公司倾向于延迟增发，直到股价上涨到适当的水平。由此，对于上市公司来说，就会存在最佳融资时机和融资窗口问题。在美国，有大约60%的公司财务主管把股票市场对公司股票价格的评估作为公司融资行为的重要考虑因素。也有大量的实证研究证明，公司证券的发行与“市场时机假说”相关。例如，IPO和SEO后，股票的长期回报率下降，而宣布回购股票的公司的长期回报率却是上升的。学者Baker和Wurgler(2000)的研究解释了这种情况：股票增发常常是未来股票投资回报的可靠性预测指标，增发价格高往往预示着低的甚至负的未来回报率。这一点与公司管理者(经理人员)选择市场时机(如当股价回落到时机价值之前)高位增发股票的行为是相吻合的。

研究者在“市场时机假设”的基础上进一步提出了“基于市场时机假说的资本结构理论”。该理论认为，公司的资本结构是较长一段时间内公司财务决策行为结果的表现。假设A、B两个公司在规模、盈利能力等各个传统财务理论认为会影响资本结构的因素方面相似，同时过去一段时间内A公司的市场价值与账面价值比要高于B公司，那么就可以认为，A公司的管理者必定已经利用市场时机增发了股票，从而导致A公司目前必定有更多比例的股权资本。Baker和Wurgler(2002)通过实证研究也发现，在其他条件相似的情况下，公司的历史市值与账面价值之比的加权平均值(越靠近发行时间的年份，比重越高)可以用来较好地预测公司当前股权资本的份额。

第四节 行为财务理论模型与实证研究

一、BSV模型

投资者情感模型(Model of Investor Sentiment)是Barberis、Shleifer和Vishny(BSV, 1998)提出的。该模型是从人们进行投资决策时的两种心理判断偏差出发来解释投资者的决策模式如何影响证券的市场价格变化偏离效率市场的假说。这两个偏差是：保守主义和选择性偏差。投资者很容易对单独的收益变动反应不足，而对同方向收益的连续变动过度反应。

1. BSV模型的心理基础

(1) 保守主义

很多心理学家证明，人们一般会很缓慢地改变其信念，虽然他们会不断根据新的信息调

整其想法,但这种调整通常是不充分的。保守主义者常常会忽视一个收益(或其他公开的)公告完全的信息,或者他们认为这个数字包含很大一部分暂时的因素,因此,他们至少偏向于部分地坚持他们之前对收益的估计,而对公告不会做出充分的反应,最终导致投资者不能及时根据变化了的情况修正自己的预测模型。

(2) 选择性偏差

Tversky 和 Kahneman(1974)指出,遵循选择性偏差的投资者在评价不确定事件或一个样本时,主要依赖投资者将要判断事件的基本特征和总体相似的程度,并且判断在多大程度上反映了产生这一事件的过程的显著特点。例如,如果对某个人性格的具体描述很符合大多数人对从事某一特定职业的人的了解,那么主体倾向于高估这个人从事某一特定职业的概率。

选择性偏差的一个重要表现是:人们认为他们在随机的过程中发现了某些模式,即投资者认为应重视近期数据的变化模式,而对产生这些数据的总体特征重视不够。例如,尽管一家公司几年来收益一直增长,而事实上,这种收益增加可能并不会重复。

Griffin 和 Tversky(1992)对保守性偏差和选择性偏差进行了统一的描述,在他们的框架中,使用了新信息的力度(信息的显著性和极端性)和权重或可信度(统计信息,如样本大小等)。他们用推荐信的例子对这两个概念进行了解释:力度是指推荐人对被推荐人肯定的程度;权重是指推荐人的声望及其推荐在多大程度上可信。因此,运用到财务概念——收益上,收益的力度可能是其大小,而权重则是该收益对预测下期收益的意义。通常情况下,投资者在修正他们的预测时,过多依赖信息的力度,而对信息的可信度缺乏重视。人们在面对力度小、权重大的信息时,会比较保守;而当面对力度大、权重小的信息时,会产生与选择性偏差相符合的过度反应行为。

2. BSV 模型运用

基于以上两种投资者的认知偏差,研究者建立了投资者的情感模型。在 BSV 模型中,收益是随机游走的,但是投资者们并没有意识到。他们错误地认为存在两种收益范式 A 和 B,在范式 A 中,收益是均值回归的;在范式 B 中,收益具有某种同方向的趋势。收益在不同的范式中由不同的模型决定,在每个模型中, t 时期收益的变化只依赖于 $t-1$ 时期的收益变化,两个模型唯一的区别在于转移概率。在模型 A 中,收益变化可能在下个时期反转,因此一个负的收益变化可能跟随一个正的收益变化,而不是另一个负的收益变化。在模型 B 中,一个正的收益变化之后出现的是另外一个正的收益变化。

假设 t 时期的收益为 $N^t = N^t + y^t$, y^t 是 t 时期的收益变化,取值 $+y$ 或 $-y$ 。投资者相信 y^t 值是由模型 A 和模型 B 之中的一个决定的,依赖于经济所处的“状态”或“范式”,两个模型收益变化的比较如表 2-2 所示。

表 2-2 A、B 两种模型收益变化的比较

模型 A(均值回归)	$y_{t+1} = y$	$y_{t+1} = -y$
$y_t = y$	Z_1	$1 - Z_1$
$y_t = -y$	$1 - Z_1$	Z_1
模型 B(趋势)	$y_{t+1} = y$	$y_{t+1} = -y$
$y_t = y$	Z_1	$1 - Z_1$
$y_t = -y$	$1 - Z_1$	Z_1

这里的关键是 Z_1 、 Z_h 的大小, Z_1 在 $0 \sim 0.5$, Z_h 在 $0.5 \sim 1$ 。换句话说, 在模型 A 中, t 时期一个正的收益变化在 $t+1$ 时期持续性的可能性较小, 更可能的是反转; 在模型 B 中, t 时期一个正的收益变化很可能在 $t+1$ 时期持续。投资者确信他们知道参数 Z_1 和 Z_h , 而范式的转移概率在投资者的头脑中是固定的。转移矩阵为: S_t-t 时期所处的范式, 参数 V_1 和 V_2 决定从一个范式转换到另一个范式的概率。

3. 参数估计

学者们检验了基本参数 Z_1 、 Z_h 、 V_1 和 V_2 值的范围, 使得其同时满足过度反应和反应不足。从 $V_1=0.1$ 和 $V_2=0.3$ 开始, 用小的值来保证范式转换并不是经常发生, $V_1>V_2$ 表示投资者相信实际情况是更经常地出于范式 A。如表 2-3 和图 2-1 所示, 图 2-1 (a) 中的阴影部分表示满足条件的 Z_1 和 Z_h 。图 2-1 (b) 和图 2-1 (c) 可以告诉我们, 在取值范围内, 当 Z_1 和 Z_h 都比较大或都较小时, 不能同时满足过度反应和反应不足。原因如下: 假设 Z_1 和 Z_h 都很大, 这意味着无论是哪个范式, 投资者都认为之后较可能是另一个同方向的收益变化。其结果当然能产生过度反应, 但是不一定会产生反应不足。在一个正的收益变化之后, 投资者预期另一个正的收益变化, 而由于真正的过程是随机游走的, 平均回报是负的。因此, 一个正的收益变化之后的平均回报比一个负的变化之后的平均回报低, 这是过度反应而不是反应不足的特点: 如果 Z_1 和 Z_h 同时取较小值, 无论哪个范式, 投资者都相信收益变化更可能反转。这会导致反应不足, 却可能没有过度反应。当 V_1 和 V_2 取其他值时, 研究表明, 上述关于 $(Z_1、Z_h)$ 取值范围的结论同样成立。

表 2-3 S_t 与 V 值之间的关系

项目	$S_t+1=1$	$S_t+1=2$
$S_t=1$	$1-V_1$	V_1
$S_t+1=2$	V_2	$1-V_2$

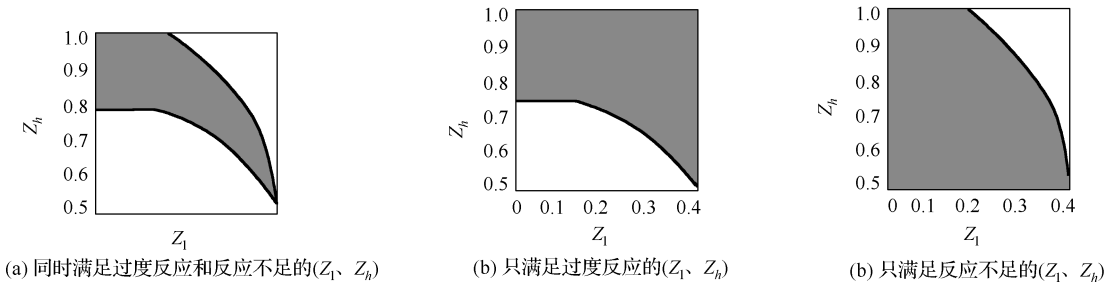


图 2-1 Z_1 、 Z_h 的取值与投资者反应

二、DHS 模型

Daniel、Hirshleifer 和 Subrahmanyam (DHS, 1998) 提出了另外一个关于过度反应和反应不足的行为模式。DHS 模型将投资者分为有信息的和无信息的两类, 其中无信息的投资者不存在判断偏差, 而有信息的投资者存在着过度自信和过分偏爱自己掌握的信息这两种判断偏差。证券价格常常是由有信息的投资者所决定的, 但是因为有信息的投资者容易受到上述两种认知偏差的影响, 从而导致对私人信息的过度反应和对公开信息的反应不足。

1. DHS 模式的心理学依据

(1) 过度自信

大量的研究发现,很多领域都存在着过度自信现象,而且有一些证据显示,专家比相对缺乏经验的人更倾向于过度自信。在金融市场上,分析师和投资者通过一系列方式来获取信息(如分析财务报表、会见公司的主管人员、检验传言),而这些方式都在不同程度上涉及技巧的问题。如果投资者过高地估计其处理信息的能力或识别被他人忽略的现有数据的能力,往往就会低估其预测的错误。DHS 把将过度自信的投资者定义为高估其私人信息的准确性而很少存在对公开信息的准确性过度自信的投资者。

(2) 过分偏爱自己掌握的信息

人们在观察其行为结果时,对自己的能力会不恰当地自信。根据 Bem 的归因理论,人们会过分强调将证实其行动正确性的事件归因于自己的能力,而将证实其行动错误的事件归因于外部的噪音或破坏。当公开信息和投资者自己的信息一致时,投资者的信心增加;但是当公开信息与其私人信息相矛盾时,投资者并不是等量地减少对自己能力的否定,而是更倾向于将这个结果归因于不好的运气或其他外在因素。因此,如果投资者一开始对其能力的估计是无偏的,一般来说,新的公开信息能确认私人信息的准确性。这就意味着公开信息能够引发对之前一个私人信息的过度反应。这种持续的过度反应会导致证券价格的动量,但是随着公开信息的进一步增多,价格将逐渐回归到基本价值,动量最后就会反转。因此,过分偏爱自己掌握的信息意味着短期的动量和长期的反转,如图 2-2 所示。

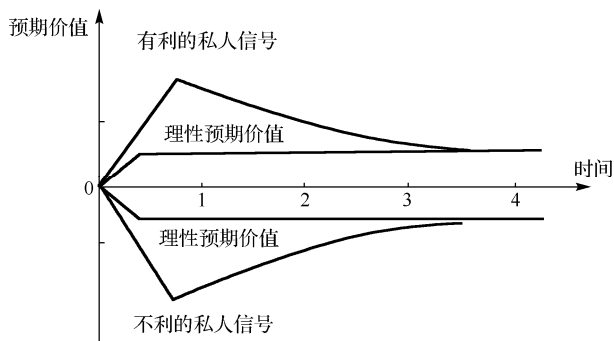


图 2-2 由过分偏爱自己掌握信息的投资者决定的价格函数曲线

所以,我们知道,过度自信会导致投资者过分相信自己股票价值判断的准确性,即他们对于自己对股票价值判断能力的信心超过其实际判断能力。而过分偏爱自己掌握的信息,则会使投资者在判断股票价格时对自己掌握的信息做出过度反应,对公共信息却反应不足,即投资者会低估公共信息在判断股票价值时的作用,当公共信息与投资者的个人信息相一致时,投资者的信心增加;但当公共信息与投资者的个人信息不一致时,投资者信心的降低幅度较低。

2. DHS 模型

DHS 模型说明了投资者对私人信息的过度反应和对公开信息的反应不足。当私人信息包含了有利信息时,股价上升过高;而当私人信息包含了不利信息时,股价下跌过低。但是如果随后的公开信息确认了私人信息,则会导致进一步的过度反应,如果后来的公开信息最终

显示股价过高或过低，就会出现价格调整，但是价格调整比之前的过度反应缓慢得多，这导致了长期的反转。

(1) 自信不变时的预期价格路线

图 2-2 描述了 DHS 模型的主要内容。在时间 1 时，知情者得到一个有噪音的私人信号，过度自信导致他对这个信号过度反应，股价高于合理水平。在时间 2，有噪音的公开信号到来，部分地修正了偏离的价格。在时间 3，确定的公开信号到来，价格完全被修正。时间 1 之前所对应的部分称为“过度反应阶段”，之后的部分称为“修正阶段”。

与这样一个普遍的看法不同，即正的回报自相关是对新信息反应不足的表现，而负的回报自相关是对新信息过度反应的表现，DHS 认为正的回报自相关可以是持续过度反应的结果，之后是长期的修正。这样，短期正的自相关与长期负的自相关相符。

研究者把这一模型与对许多事件研究的成果联系在一起发现，事件后的平均异常价格趋势和事件日平均的初始价格反应有相同的信号。这种现象通常被解释为市场对事件反应不足。但 DHS 认为，对这种基于事件的回报可预测性来说，对新的公开信息反应不足，既不是一个充要条件，也不是一个充分条件。只有当这个事件是针对市场错误定价而采取的一种对策时，反应不足才能产生可预测性。例如，我们假设时间 2 的信号不是公开的，而是公司经理人员或是分析师自我获得的私人信息。然而，他们采取行动（“事件”），并被公众观察到。当经理人员发现公司价格被低估时，他们通过股票回购或提供“债转股”等方式来“获利”，最后市场上的投资者从这一公开信号的暗示看到该公司的股票价格是被低估了，所以股价开始缓慢地调整。而当某一事件并不是知情者（如经理人员）对市场错误定价的反应，并且银行可以满足资本金的要求而采取行动，最后就不会产生事件后的价格变动，因此不存在可预测性。

(2) 自信依赖于行为结果时的预期价格路线

心理学研究表明，行为的结果影响自信。过分偏爱自己掌握的信息这一心理模式反映到模型中，由于投资者过分偏爱自己掌握的信息，公开信息总体来说增加了投资者的信心，强化了过度反应，所以当时间 2 有噪声的公开信息到来时，股价并未得到修正，而是进一步过度反应，进一步偏离合理的价值，直到重复的公开信息将价格拉回基本面。在这种情况下，价格变动可以被看做噪声的公开信息到来之后持续的过度反应，或者是对之前错误定价的反转。

在这种判断偏差指导下的投资行为会导致市场对近期股票价格的过度反应和远期回调，因此，DHS 模型较好地解释了股票价格过度反应的问题。同时，DHS 模型还对证券价格和企业融资方面的其他一些实证研究结果（如 Opler 和 Titman 提出的“资本结构之谜”）做出了自己的解释。

三、行为财务学对股价过度反应的实证研究

行为财务学在很大程度上是由于实证研究对有效市场假说的疑义而提出的，而股价过度反应是行为财务学最重要的实证研究结果之一。这个实证研究是由 DeBondt 和 Thaler(1985)提出的，他们认为，投资者对股票价格的信息存在过度反应，主要表现在：①在股票价格的剧烈变动之后往往会伴随着反向的变动；②股票最初的价格变动越剧烈，之后股票价格的反向调整也越强烈。

众所周知，次强有效市场的检验主要采用事件研究的方法，即考虑在时点 $t=0$ 时发生的

某些可能影响证券收益的事件，同时考察这一事件的发生对证券收益的影响。如果存在较明显的异常差异，则说明次强有效市场的假设成立。而 DeBondt 和 Thaler 研究的基本思想与上述研究的方法基本一致，只是做了一些改动。首先，DeBondt 和 Thaler 选择那些在事件发生前就存在异常收益 ($t < 0$) 的证券的组合，考察这种组合在事件发生后 ($t < 0$) 是否仍然存在某种系统性的差异收益。换句话说，就是要考察那些曾经有过较大收益或损失的股票在 3 年或 5 年以后会是怎样的。与一般的事件研究不同的是，这一研究所考察的会导致未来异常收益的因素不是 $t=0$ 时发生的事件，而是 $t < 0$ 时存在的异常收益。

上述研究设想用公式表示为：

$$E(R_{jt} - E_m(R_{jt} | F_{t-1}^m | F_{t-1})) = 0$$

而有效市场的情况为：

$$E(\tilde{\mu} | F_{t-1}) = 0$$

式中， F_{t-1} —— $t-1$ 时点的全部信息；

R_{jt} ——证券 j 在 t 时点的收益；

$E_m(R_{jt} | F_{t-1}^m)$ —— $t-1$ 时点的预期。

股价反应过度表现为：

$$E(\tilde{\mu}_w | F_{t-1}) < 0$$

式中，下标 w 代表 Winner，即以往绩效较好的股票。

或

$$E(\tilde{\mu}_l | F_{t-1}) > 0$$

式中，下标 l 代表 Loser，即以往绩效较差的股票。

DeBondt 和 Thaler 具体研究过程如下。

选取纽约股票交易市场 1926 年 1 月至 1982 年 12 月的股价信息。挑选那些至少有连续 85 个月交易信息的股票 (第 1 个月至 85 个月)，从 1930 年 1 月 (第 49 月) 开始计算股票收益残差 X ，每只股票由第 49 月计算至第 120 月，这一过程重复 16 次，每次开始计算的月份分别是 1930 年 1 月、1933 年 1 月……1975 年 1 月 (1933 年起算的股票至少要在 1929 年 1 月就有收益记录)。对第一组数据 (1930 年 1 月起算的)，1932 年 12 月为 $t=0$ ，计算累计异常收益 (平均残差) X 。这一过程也要重复 16 次， $t=0$ 的月份分别为 1932 年 12 月、1935 年 12 月……1977 年 12 月。

然后对 16 组的 X 分别进行排序。列在第 35 位的股票称为 Winner，按平均加权法构成证券组合 W ；列在末 35 位的股票称为 Loser，按平均加权法构成证券组合 L 。这样 $t < 0$ 时具有系列异常收益的证券组合就构成了。

第一组测试期为 1933 年至 1935 年 12 月 ($t=1$ 至 $t=36$)，其他各组也类似。分别计算各组的 W 、 L 证券组合在测试期 36 个月中的累计平均残差 X ， X_0 。最后对 16 个月 $t=1$ 至 $t=36$ 的 CAR 取平均值得出 X ， X_0 。

股价过度反应假说要求： $t > 0$ 时， $X > 0$ ， $X_0 < 0$ 。

通过一系列的检验，结果是只符合股价过度反应假说的，Loser 证券组合在构成之后的 36 个月后的绩效要好于市场平均值 19.6%，而 Winner 证券组合则在构成之后的 36 个月之后的绩效差于市场平均值 5.0%。

在上述检验结果中有以下几个问题值得注意：

- ① 过度反应是不对称的，Loser 的反应明显要大于 Winner。
- ② 大部分的过度反应都是在 1 月份实现的 ($t=1$, $t=13$ 和 $t=25$)。
- ③ 几乎大部分的过度反应现象均发生在测试期的后两年。

本章小结

行为财务学是 20 世纪 80 年代出现的关于财务(金融)研究的新领域。它与心理学、决策理论经济学和金融学等学科相结合，解释在市场中观察到的或是文献中论述的与传统财务理论相违背的现象，研究投资者如何在决策时产生系统性偏差。它是研究人们如何解释以及根据信息做出决策的学科。它是寻求理解并预测市场心理决策过程的系统行为财务学，认为投资者决策行为的特点主要是：①过分自信；②非贝叶斯预测；③厌恶损失；④心理定式；⑤避免后悔性；⑥要求更高的收益率。行为财务学针对市场非有效性的对策是：①反向投资策略；②惯性交易策略；③成本平均策略与时间分散化策略。

行为财务理论模型主要有：①BSV 模型；②DHS 模型。

复习思考题

1. 什么是行为财务学？现代财务学关于投资者行为的两个假设是什么？
2. 行为财务学具有哪些特点？
3. 行为财务学的实证研究对有效市场假说的质疑是什么？
4. 如何理解行为财务学针对市场非有效性的对策？
5. 我们如何对传统财务理论与行为财务理论进行比较？它们有哪些异同点？
6. 行为财务学是如何概括投资的心理特征的？
7. 行为财务学是怎样从管理者非理性的角度来研究问题的？
8. DHS 模型将投资者分为哪两类？有信息和无信息对投资有何影响？