

C1 概论

1. 经济人假设：①自利②以效用最大会为目标③对市场做出无偏估计
反驳经济人假设：①并非完全自利②理性程度有限③不能做出完全无偏估计
理性人假设：①按照贝叶斯法则来更新信念②追求期望效用最大化
反驳理性人假设：①有限理性②受制于心理规律与偏差
2. 行为金融学两大支柱：
 - 1) 有限套利
 - a) 构建套利组合的执行成本问题
 - b) 构建套利组合不得不承担基本面风险与噪声交易风险
 - 2) 心里偏差与非标准偏好
心理偏差：可得性偏差、代表性偏差、锚定偏差、保守偏差、过度自信
非标准偏差：确定性效应、模糊厌恶、分离效应、损失厌恶、私房钱效应、后悔厌恶

C2 有效市场假说及其面临的质疑

1. 有效市场假说：

- 1) 资本市场所有投资者都是理性人
- 2) 有投资者不理性时他们的交易策略可以彼此抵消
- 3) 非理性交易以相同方式偏离理性标准，理性套利者会消除其影响
- 4) 非理性交易者以非基本价格交易，财富逐渐减少，以致于无法在市场生存

2. 市场有效性

1) 弱式有效性

- a) 资产价格充分即使反映了与资产价格变动有关的历史信息
(历史价格水平、价格波动率、交易量、短期利率)
- b) 对任何投资者无法就历史信息赚取超常收益

2) 半强式有效性

- a) 资本市场所有与资产定价有关的公开信息对资产价格变动不会产生任何影响
- b) 任何公开信息都不具备获利价值

3) 强式有效性

- a) 不管公开还是未公开所有与资产定价有关信息，都充分即使反映再价格中
- b) 无法利用历史的、当前的、内幕的所有信息获得超常收益

3. 市场有效性的质疑

- 1) 投资者行为的系统性偏差 (风险态度、非贝叶斯规则预期、框架效应)

2) 套利的限制

- a) **基础风险**：找不到完美的对冲证券
- b) **噪声交易者风险**：噪声交易者使价格再短时期进一步偏离内在价值的风险
- c) **履约成本**：与套利相关履约成本包括佣金、买卖价差及借入卖空证券的费用
- d) **模型风险**：即使价格偏差出现，套利者未必能确定是否真正存在
- e) **时间跨度**：套利时间过长价格偏差时间大于套利者进行评价时间；融资需支付利息，价格过于不利于投资者，抵押物价值减少，面临清算风险。
- f)

4. 非有效市场证据

1) 一价律的违背

- a) 皇家格兰和壳牌公司股票价格的长期偏离
- b) 3Com 与 Plam 股权分立之谜
- c) 母公司之谜
- d) 封闭基金折价之谜

2) 股票收益的可预测性

(Coastast 公司股价对市场信息的滞后效应) -- (ps: 动量效应)

3) 股价对无信息事件的反应

- a) 1987 年股市崩溃
- b) 指数效应
- c) 无信息事件反应 (公司更名效应)

C3 期望效用理论及其受到的挑战

1. 经济人假设（具体）

- 1) 追求私利，以利己为原则，力图以最小的代价获取最大的经济利益。
- 2) 体现为竞争环境中以个人效用最大化为目标的行为模式。
- 3) 具有理性预期、风险回避和效用最大化这三个特点。

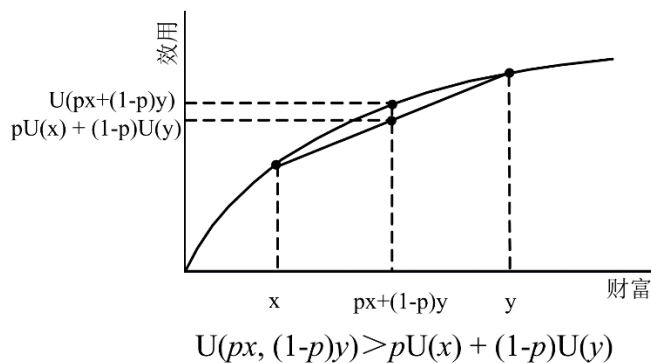
2. 期望效用理论及其假设

- 1) 期望效用理论是人们在不确定条件下进行决策时，理性预期、风险回避和效用最大化行为的模型化描述。
- 2) 性质
 - a) **优势性**：若选项 A 至少在一方面优于 B 而在其他方面都不劣于 B,则 $A > B$ 。
 - b) **恒定性**：各个选项的优先顺序不依赖于他们的描述方式。
 - c) **传递性**：只要 A 优于 B, B 优于 C,那么 A 就优于 C。
- 3) 假设一个人面对一个有两种可能结果的财富： $P(0 < P < 1)$ 概率获得财富 X, $1-P$ 概率获得财富 Y, 那么，期望效用值记作：

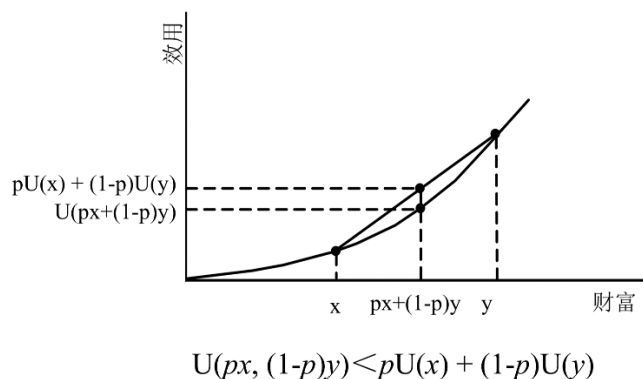
$$U(px, (1-p)y) = pU(x) + (1-p)U(y)$$

4) 图像

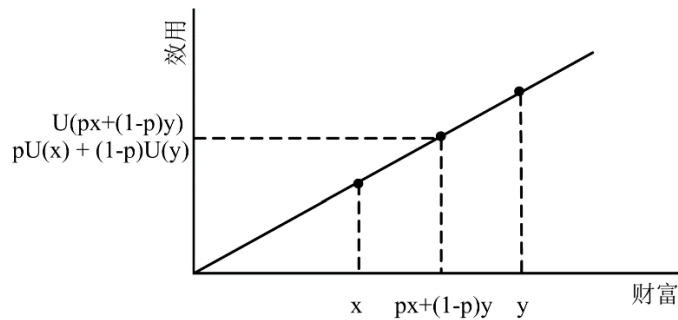
a) 风险厌恶效用函数



b) 风险寻求效用函数



c) 风险中性效用函数



$$U(px, (1-p)y) = pU(x) + (1-p)U(y)$$

3. 心理实验对期望效用理论的挑战

1) 阿莱悖论

- a) **确定性效应**: 与某种概率性收益相比, 人们赋予确定性收益更多权重
- b) 同比率效应: 对一组收益概率进行相同比率的变换会产生不一致选择
- c) 同结果效应: 情绪化的选择导致相同结果的不一致偏好

2) 埃尔斯坦伯格悖论 (模糊厌恶)

3) 反射效应 (损失性预期的偏好违背了期望效应理论)

理论上: 损失性预期的偏好与收益性预期的偏好成镜像

现实中: 现实中, 由于对确定性高估的心理, 预期正好反转了偏好的顺序, 收益区间的风险厌恶伴随着损失区间的风险寻求

4) 概率性保险

- a) 人们普遍购买保险以防止损失, 这是期望效用函数呈凹形的证据
- b) 概率性保险实验对效用函数呈凹形的假设提出了质疑
- c) 概率和收益相同的两种预期可能由于表达方式不同而具有不同效用

5) 孤立效应

- a) 违背了期望效用理论的恒定性原则
- b) 对预期不同的分解方式有时会导致不同偏好, 人们通常忽略选择中共有的部分

6) 偏好反转

- a) 决策者在不同诱导模式下, 对本质相同的方案选择偏好出现差异甚至逆转现象
- b) 反映了个体决策、偏好与定价的不一致情况
- c) 人们并不拥有事先定义好的、连续稳定的偏好
- d) 偏好受判断和选择的背景、程序的影响

4. 修正模型缺陷

- 1) 只是让现象适应理论, 不能让理论适应现象
- 2) 实验结果面前顾此失彼和相互矛盾, 在进一步实验面前也经不起验证
- 3) 人不是绝对理性也不是非理性, 而是有限理性或准确性

C4 前景理论

1. 理论基础：

- 1) 确定性效应
- 2) 反射效应
- 3) 孤立（分离）效应

2. 产生

- 1) 预期效用存在局限性
- 2) 改良的效用模型存在不足
- 3) Kahneman 和 Tversky 提出

3. KT 观点（提出了决策模型）

- 1) 人们更加看重财富的变化量而不是最终量（预期期望理论认为是期末财富）
- 2) 人们面临条件相当的损失（盈利）时倾向于冒险（接受确定性盈利）
- 3) 盈利带来的快乐与等量损失带来的痛苦不相等，后者大于前者

4. 预期效用策略不可能实现的原因

- 1) 外部环境变迁
- 2) 投资者知识水平的约束
- 3) 信息占有不对称
- 4) 分析判断工具的局限性
- 5) 自身心理素质

5. 决策模型

- 1) 编辑阶段
- 2) 评价阶段

$v(x)$ 衡量的是该结果远离参考点的程度，也就是收益或损失 x 的主观价值

$\pi(p)$ 表示与该结果概率 p 相对应的决策权重

前景理论将 π 和 v 结合起来

确定一般性期望总价值：

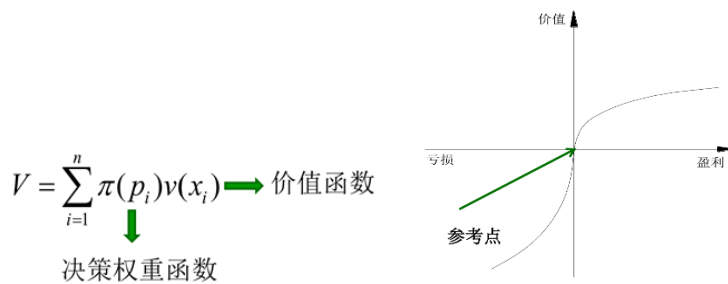
$$V(x, p; y, q) = \pi(p)v(x) + \pi(q)v(y)$$

特别地，当 prospect 严格
为正或严格为负时：

$$V(x, p; y, q) = v(y) + \pi(p)[v(x) - v(y)]$$

6. 价值函数

- 1) 前景理论中期望的价值由“价值函数”和“决策权重函数”共同决定：



价值函数的三个要素：参考点（依赖）、损失厌恶、反射性

2) 价值函数特征

- a) 任何情况下收益比损失好（单调递增）
- b) 收益或损失是相对于某参考点的（以参考点为原点）
- c) 根据“反射效应”，收益区间风险厌恶，损失区间风险偏好
- d) 面对损失和收益的风险偏好不一致，边际损失更敏感（损失厌恶）

3) 参考点

- a) 参考点是一种主观评价标准。
- b) 对比的参考物不同时，即使相同的事物也会得到不同的比较结果
- c) 对于风险收益的价值判断，人们依赖于收益或损失是以什么作为参考点的，而不是它最终会带来多少总价值
- d) 参考点动态变化、可能多个
- e) 参考点依赖理论:多数人对得失的判断往往根据参照点决定。

4) 损失厌恶

- a) 人们并非总是厌恶风险
- b) 人们在面对收益和损失的决策时表现出不对称性
 - (一) 面对确定的收益表现出风险厌恶
 - (二) 面对确定的损失表现出风险寻求(反射效应)同样数量的收益和损失时，损失影响更大
- c) 人们对损失的感受比对收益更敏感（定义）

5) 反射性

- a) 风险偏好的不一致性也表现为风险决策的反射性
 - (一) 为了避免确定的损失而倾向于冒更大风险
 - (二) 损失厌恶能被恐慌所抵消，使人们变得敢于冒险
- b) 反射效应
 - (一) 在确定的收益和“赌一把”之间，选择确定收益
(见好就收，落袋为安；二鸟在林，不如一鸟在手)
 - (二) 在确定的损失和“赌一把”之间，选择“赌一把”
(赢缩输赌；处置效应)

6) 价值函数模型

函数形式：

$$v(x) = \begin{cases} x^\alpha, & x \geq 0, 0 < \alpha < 1 \\ -\lambda(-x)^\beta, & x < 0, 0 < \beta < 1, \lambda > 1 \end{cases}$$

特征：

- (一) 单调递增的曲线关注相对于参考点的收益和损失，而不是期末总财富

- (二) 以原点为中心，向收益和损失两个方向偏离的反射形状
- (三) 损失区间的斜率比在收益区间的斜率更加陡峭

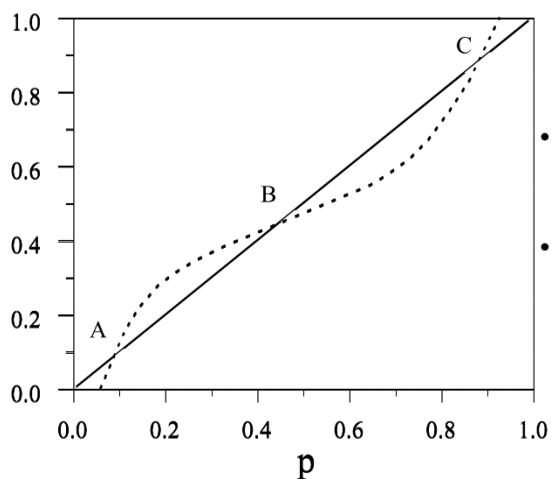
7) 决策权重函数

a) 定义:

- (一) 决策权重是人们对事件客观概率的主观判断
- (二) 主观判断基于对客观事物的认识、经验、偏好
- (三) 对自己偏好的结果会赋予较大的权重

b) 特征

- (一) 决策权重 $\pi(p)$ 与客观概率 p 相关，是 p 的递增函数
($\pi(p)$ 不是概率，是权重)
- (二) 个人对概率很小的事件会过度重视,而忽略例行的事
(p 很小，高估低概率事件； p 一般或较大，低估中高概率事件)
($\pi(p) > p$; 符合次可加性)
- (三) 各互补概率事件决策权重之和小于确定性事件的决策权重
(符合次确定性 $0 < p < 1, \pi(p) + \pi(1 - p) < 1$)
- (四) 在逼近确定性事件的边界时，个人对概率的评价处于突变状态，不稳定
(中间阶段人们对概率的变化相对不敏感)



- (人们有时把可能性极小的事件简单地视为不可能事件，决策权重赋为 0)
- (同时把极可能发生事件权重赋为 1)

C5 判断和决策中的认知偏差

1. 认知吝啬鬼

- 1) **原因：**人们总是在竭力节省认知能量，信息加工能力有限，试图采用把复杂问题简化
- 2) **决策特点**
 - a) 通过忽略一部分信息以减少认知负担
 - b) 过度使用其它信息避免寻找更多的信息
 - c) 接受一个不尽完美的选择

2. 快系统与慢系统

1) 快系统：

- a) 直觉系统
- b) 基于情感、经验与直觉
- c) 采用心理捷径，占用较少的心理资源
- d) 自动加工，不需要集中注意力
- e) 并行加工且速度较快
- f) 在未被系统审核时容易出现错误和偏差

2) 慢系统：

- a) 理性系统
- b) 基于算法与规则
- c) 费力，占用较多的心理资源，受到认知能量的约束
- d) 有意识加工，需要集中注意力，需要克服惰性才能运用
- e) 串行加工且速度较慢
- f) 将程式的、理性的、一致性的思维运用于系统所获得的素材

3. 代表性启发法定义

- 1) 在不确定情况下，抓住问题的某个特征直接推断结果，而不考虑这种特征出现的真实概率以及与特征有关的其他原因。
- 2) 所做的判断主要基于以下两点
 - a) 与总体特征相似程度
 - b) 样本产生过程的显著特征
- 3) 利用代表性启发式能够快速得出结论,但会忽略统计学原理或关键信息，从而导致决策错误

4. 代表性启发法偏差

- 1) 基准概率谬误（对“先验概率”不敏感）
- 2) 联合概率谬误
- 3) 样本容量偏差（对样本规模的不敏感、对偶然性误解、对均值回归的误解）
- 4) （对可预测性的不敏感、有效性幻觉）

5. 可得性启发法

1) 定义

- a) 过度依赖立刻回忆起来的信息的心理捷径称为可得性启发式。

- b) 根据认知上易得的程度来判断事件的可能性。

2) 成因

- a) 受记忆力或知识的局限, 人们大多利用自己熟悉的或能够凭想象构造而得到的信息。
- b) 易见的、容易记起的信息所占比重过大, 而忽略其他有助于形成正确评估的重要信息

6. 可得性启发法偏差

- 1) 由于例子的可获取性而导致的偏差
- 2) 由于搜索效率而导致的偏差
- 3) 想象力偏差
- 4) 相关性错觉

7. 锚定与调整启发法

- 1) 对做出判断时, 易受第一印象或第一信息支配
- 2) 要素特征
 - a) 模糊的情境
 - b) 凸显的值
 - c) 不充分的调整
- 3) 锚定导致的偏差
 - a) 不充分调整
 - b) 对联合和分离事件评估时的偏差

8. 情感启发法

- 1) 定义: 情感启发法是指在决断与决策过程中, 人们会利用自己对决策任务的主观情感反应来做出决策。
- 2) 原因: 人们在作出判断时, 其情感本身也是一种信息的来源
 - a) 运用经验、直觉和本能节省了决策的信息费用
 - b) 当用严格推理的费用极高的时候, 情感启发就是一种经济的决策方式

9. 框定依赖

- 1) 框架(frame)的定义: 用来描述决策问题的表达方式 (form)
- 2) 框架独立 (framing independence): 人们的判断是客观独立的, 不依赖于问题的描述方式; 是期望效用理论的公理化假设之一
- 3) 框定依赖定义: 人们对某一问题的判断很大程度取决于该问题的呈现方式
- 4) 成因:
 - a) 人们在认知和判断事物时存在对背景的依赖, 事物的表面形式会影响人们对事物本质的看法
 - b) 由框定依赖导致的认知与判断的偏差即为“框定偏差”
- 5) 框定依赖实验说明了人们在判断与决策中违背了恒定性原则
- 6) 框定依赖实验说明了人们在判断与决策中违背了优势性原则
- 7) 框定依赖导致诱导效应

C6 决策的心理偏差和偏好

1. 心理账户

- 1) 本质特征是“非替代性”
- 2) 人们把资金归到不同的心理账户中,并根据其所在的账户分别做决策
- 3) 心理账户是个人或家庭金融活动中普遍存在的认知特点
- 4) 心理账户的局部性使人们用相对值而不是绝对值来评价事物,从而产生了不同的决策结果。

2. 从众行为

- 1) 定义: 采用同样的思维活动、进行类似的行为,心理上依赖于和大多数人一样思考、行动,以减少采取行动的成本,获得尽可能大的收益。
- 2) 原因:
 - a) 信息的不对称、不完全
 - b) 推卸责任的需要
 - c) 减少恐惧的需要
 - d) 缺乏知识经验及其他个性方面

3. 过度自信

- 1) 成因: 知识幻觉、规律情节、控制幻觉
- 2) 定义:
 - a) 对主观概率的校准偏误
 - b) 对于自己的判断的信心高于实际情况
 - c) 对自己信息赋予的权重大于事实上的权重
- 3) 表现:
 - a) 自我优越感,容易高估自己的表现
 - b) 过分重视自己与他人相比的相对表现
 - c) 认为自己的表现高于平均水平夸大自己
 - d) 对不确定信息的判断精度
- 4) 后果:
 - a) 金融市场“过度交易”
 - b) 事后聪明/“后见之明”偏差

4. 证实偏差

- 1) 定义: 为自己的观点找理由或者说只关注和自己的观点一致的证据,而不关注也不收集和自己的观点相抵触的证据
- 2) 成因/后果:
 - a) 锚定效应,锚定于某些期望的证据而忽视反面证据。
 - b) 金融市场上的正反馈机制。
 - c) 信念坚持,以至在决策失误时不断扩大损失。

5. 禀赋效应与损失厌恶（损失厌恶在预期期望效用理论中自己找）

1) **定义:**

- a) 禀赋效应是与损失厌恶相关联的现象
 - b) 人们放弃所拥有物品的痛苦大于得到物品所带来的喜悦,因而在定价方面,同一种物品的卖价高于买价,这种现象被称为“禀赋效应”
 - c) 禀赋效应导致个人产生强烈的“安于现状的偏差”(避免失去禀赋)
- 2) 禀赋效应理论认为人们拥有一件东西之后,人们会倾向于认为,自己拥有的事物比别人拥有的同样的事物更有价值。
- 3) 例子:《菜根谭》

6. **后悔厌恶**

1) **定义:**

- a) 后悔是因为做出了错误决策时的情绪体验,是认识到自己本该做得更好而感到痛苦
- b) 后悔比受到损失本身更加痛苦
- c) “后悔厌恶”即当人们做出错误决策时感到痛苦,为了避免后悔而常常做出一些非理性的行为

2) **三个定理:**

- a) 在胁迫情形下采取行动所引起的后悔比非胁迫情形下的后悔要轻微
- b) 没有做引起的后悔比做了错误的行动引起的后悔要轻微
- c) 个体需对行动的最终结果承担责任情形下引起的后悔比无需承担责任情形下的后悔要强烈

7. **模糊厌恶**

- 1) **定义:**指人们在熟悉的事情和不熟悉的事情之间更喜欢熟悉的那个,而回避选择不熟悉的事情

2) **成因:**

a) **墨菲定律**

- (一) 凡是可能出错的事有很大几率会出错
(任何事都没有表面看起来那么简单;事情可能比你预计的时间长;会出错的事总会出错;如果你担心某种情况发生,那么它就更有可能发生)
- (二) 人总是倾向于往坏的方向去想模糊的事情
- (三) 人类具有轻微的偏执狂想症

b) **熟悉偏好**

- (一) 心理学上往往认为对待熟悉的人和事物,人们更具有安全感。
- (二) 现代心理测量学发现相对不熟悉的某类东西,人们更喜欢熟悉的一类,熟悉程度在对事物的喜欢程度中占重要作用。
- (三) 行为金融学认为熟悉偏好是投资者在进行投资时,根据对风险事件的熟悉程度而改变个人风险认知的一种倾向或偏见。

8. **时间偏好**

- 1) 人们倾向于推迟执行那些需要立即投入而报酬滞后的任务,而马上执行那些能立即带来报酬而投入滞后的事情,即表现出“时间偏好”
- 2) 拖延习惯与此密切相关。

C7 金融市场中个人投资者的行为

1. 处置效应

- 1) **定义：**投资者过早卖出盈利股票，而迟迟不卖出亏损股票
- 2) **价值函数解释：**
 - a) 投资者于收益域表现为风险规避，为避免价格下降的恐惧，人们倾向卖掉股票
 - b) 投资者于损失域表现为风险寻求，收益上升带来更大价值，人们倾向持有股票
- 3) **心理账户解释：**
 - a) 投资者对账面盈亏与实际盈亏的看法不一样，账面盈亏在另一个心理账户中
 - b) 投资者会不自觉的忽略股票的价值而总将股票价格与买入价相比
 - c) 投资者会存在后悔厌恶与自我控制心理，卖出损失股票代表确认自己的错误，这将产生极大的懊悔心理，产生自我辩护动机
- 4) **投资者情绪解释：**投资者对投资结果的关注是处置效应的前提
 - a) 卖出盈利的股票获得更多的喜悦与成就
 - b) 卖出亏损的股票将会使投资者变的懊恼、悲伤

2. 过度交易

- 1) **定义：**
 - a) 当投资者不是出于调整资产组合或实现收益需要而进行交易时
 - b) 当股票资产并未出现长期价值的上升（或下降）趋势，股票成交量发生异常时
- 2) **解释：**
 - a) **过度自信**
 - (一) 过度自信使投资者忽略其它因素，增加交易频率。
 - (二) 投资者对自己的信息处理能力和决策能力过度自信，会进行非理性交易。
 - (三) 男性会有更强的过度自信表现。
 - b) **自我归因**
 - (一) 将交易成功归结于自己的判断与能力；却将失败归结于他人与不好的运气。
 - (二) 过于夸大自己的才能与投资天赋，交易时会变的更加的频繁与活跃
 - c) **认知幻觉**
 - (一) 信息大爆炸使投资者误认为掌握了正确而有效的信息，因而产生预测信心。
 - (二) 过多冗余信息使投资者产生更为明显的过度自信，导致过度交易

3. 注意力驱动交易

- 1) **定义：**
 - a) 投资者只能对有限的股票或对某些股票投入有限精力
 - b) 有限注意力使投资者倾向于交易有“显着性”特征的股票
- 2) **偏差**
 - a) 注意力驱动交易导致了资产价格的偏离
 - b) 注意力分配，如根据信息的重要性的紧迫性按顺序逐条处理
(股票收益率的联动、盈余公告漂移（或盈余动量）)

4. 情绪驱动交易

- 1) **定义：**情绪产生于个人对客观事件的反应，而这种主观的反应极容易突破理性的框架而即时作用于其行为。

2) 新特征:

- a) 社交媒体广泛应用使投资者线上互动日趋频繁,这改变投资者的情绪变化过程
- b) 投资者之间的互动频率越高,资本市场的波动也越剧烈。

5. 投资组合的不充分分散

1) 理性投资分散特征:

- a) 资产组合包括风险资产与无风险资产,保证组合中各资产之间的相关系数小于1甚至接近于-1
- b) 只要风险溢价为正,则投资者总需要持有最优风险资产组合以实现资产增值

2) 分散化不足表现: 持有股票资产种类不足、本土偏差 (最直接特征)

3) 本土偏差:

- a) 过度自信的投资者具有更高的本土偏差
- b) 投资财富越多,受教育程度越高的投资者具有较低的本土偏差
- c) 知名度高、股票名称易读的股票容易被外国投资者持有

4) 原因:

- a) 过度自信等心理偏差
 - (投资者以为所持有的资产组合已经是最佳的资产组合,无需为再调整资产组合而付出更多的精力)
- b) 倾向性与信息幻觉、熟悉偏好等心理偏差
 - (一) 投资者认为其在本土、本国市场具有明显的信息优势,更了解靠近自己的公司。
 - (二) 投资者因自以为掌握了更为有效的信息而更加相信自己投资组合的最优性
 - (三) 投资者购买本国、本地以及本公司的股票是因为他们对这些公司更熟悉。
- c) 投资者自身的禀赋限制导致了居高的信息收集成本
 - (一) 投资者因教育程度与交易经验的不足,而难以对账户的股票组合作出最准确的判断
 - (二) 无法意识到一些资产的选择是否正确,无法实现有效的资产配置
 - (三) 信息不对称市场导致投资者无法根据所有信息来调整资产组合
- d) 风险偏好
 - (一) 在充满不确定性的市场环境中,投资者通常表现出极大的风险厌恶
 - (二) 投资者风险厌恶较高时,不会倾向于持有较多的风险资产
 - (三) 收入水平越高的投资者具有更高的分投资散化程度
 - (四) 收入水平越低则表现出分散化不足的现象

C8 金融市场的股票收益率异象

1. 股权溢价之谜

- 1) **定义：**股票收益高于短期国库券等无风险资产收益，但其差异是基于理性预期的传统定价理论所难以解释的
- 2) **理论解释：**
 - a) **标准理论解释**
 - (一) 股票投资存在风险溢价，所以收益更高
 - (二) 发现 1889~1978 年发现每年股票溢价率无法用风险溢价解释（“高得难以置信的风险厌恶系数”）
 - b) **行为金融解释**
 - (一) 短视的损失厌恶（决定性因素）：人们越是经常看自己的收益，越不愿意承担风险，原因在于看得越多，看到的损失越大。
 - (二) 前景理论解释：不同的投资期限使股票与债券的期望回报存在差异

2. 市场非有效的早期异象

- 1) **公司规模效应：**公司规模与公司股票收益率之间存在显著的负相关关系，即存在规模效应。
- 2) **账面市值比效应：**
 - a) 账面市值比(B/M)=股东权益/公司市值
股东权益(净资产)=资产总额-负债总额 (每股净资产 × 流通股数)
公司市值=流通股数 × 每股股价
 - b) 比值高的公司被称为“价值型公司”
比值低的公司则被称为“成长型公司”
 - c) 较高账面市值比公司的股票收益率高于低账面市值比公司的股票
(Fama 和 French：三因子模型；B/M=风险溢价=破产风险)
- 3) **日历效应：**除了上市公司的公开信息外，特定的日历时间也与股价表现存在相关关系

3. 动量效应与反转效应

- 1) **动量效应 (momentum effect)**

较短时间内表现好的股票将会持续其好的表现
表现不好的股票也将会持续其不好的表现
- 2) **反转效应 (reversal effect)**

表现差的股票有强烈的趋势在其后的一段时间内经历相当大的好转
表现好的股票则倾向于其后的时间内出现差的表现
- 3) **反应不足导致动量效应**
- 4) **反应过度导致动量效应**
- 5) **行为金融学观点 -**
 - a) **代表性偏差与保守性偏差 -**
 - (一) 代表性偏差使投资者过分重视近期数据
 - (二) 投资者对新信息过度反应
 - (三) 从而产生反转效应

b) 过度自信与归因偏差

- (一) 保守性偏差使投资者无法及时根据信息修正预期
- (二) 投资者对新信息反应不足
- (三) 从而产生动量效应

c) **过度自信**: 过度自信使投资者高估私人信号精度, 低估公共信号精度, 导致对私人信息的过度反应, 产生动量效应当越来越多的公共信息到来后, 反应过度的价格趋于反转

d) **归因偏差**: 是指当事件与投资者的行为一致 (不一致) 时, 投资者将其归结为自己的高能力 (外在噪声), 助长过度自信

e) 信息扩散

- (一) 市场上存在两种有限理性的投资者, 信息观察者和惯性交易者。
- (二) 信息观察者收到私人信息, 并且私人信息在信息观察者内部逐步扩散
- (三) 惯性投资者只根据最近的价格变化趋势决定其投资。
- (四) 两类投资者的相互作用就产生了动量效应与反转效应。

4. 投资关注与股票收益率现象

1) 注意力稀缺

2) 投资者过度关注与买入行为

3) 过度关注弱势

- a) 有限注意吸引投资者关注的特定事件导致对相关股票的过度关注, 引发股价过度反应
- b) 使该类股票出现短期价格上涨而长期股价下跌的均值回归现象

4) 投资者有限注意与反应不足

5. 投资者情绪与股票收益率现象

对收益联动解释:

1) 标准理论

- a) 股票同涨同跌的唯一原因来源于基本面的相关性
- b) 若不存在基本面相关, 则股价不会出同涨同跌
- c) 若存在基本面相关, 除非基本面变动, 否则股价也不应出现联动。

2) 行为金融理论解释

- a) 受种类偏好与本地偏好影响, 投资者同时买入或卖出可得资产
- b) 受到相同情绪影响的投资者间这种同时买入或卖出的行为使股票间产生“共同的影响因子”—投资者情绪, 从而导致股票间脱离基本面的联动性

C9 金融市场中的群体行为与金融泡沫

1. 泡沫

- 1) **定义：**是指一种或一系列的金融资产或被金融化的商品在经历连续的上涨之后，市场价格严重偏离实际价值的经济现象。
- 2) **过程**
 - a) 市场有大量投资者参与，其买卖行为直接对资产价格产生影响。
 - b) 投资者共同形成非理性乐观预期，资产泡沫逐渐诞生
 - c) 过度投资引起资产价格过度膨胀，导致经济虚假繁荣。
- 3) **影响：**泡沫由于缺乏内在价值的支撑而最终会走向破裂，并对社会和经济带来巨大的负面影响。
- 4) **早期经济理论的理性泡沫阐述：**
 - a) 理论上市场有效，则资产价格等于基础价值，泡沫不存在
 - b) 但真实世界中基础价值较难测度
 - c) 投资者不会依据资产的基础价值交易，而是基于投机性目的预期未来价格上涨获益
 - d) 价格可能持续地偏离基础价格，从而生成泡沫
- 5) **理性泡沫理论观点及不足**
 - a) 资产永续存在
 - b) 投资者拥有完美、同质的理性预期
 - c) 泡沫的增长率等于贴现率

2. 个体行为偏差作用

- 1) **噪声交易导致泡沫**
 - a) 市场存在理性交易者与噪声交易者，噪声交易者的出现则使资产交易更为频繁
 - b) 噪声信息掩盖真实信息，使真实信息被逐渐在价格中隐藏与累积，导致资产价格偏离真实价值
 - c) 在噪声交易者的乐观预期与知情交易者更高的风险溢价下，资产价格将快速上涨并偏离基础价值而形成泡沫
- 2) **缺乏经验的交易者**
- 3) **异质信念与卖空限制**
 - a) 不确定性条件下，投资者由于私人信息不对称和个人理解的双重差异，而对资产价值产生不同的预期，这种预期差异就是异质信念
 - b) 卖空约束导致悲观投资者预期不能被充分表达，市场更多反映乐观者的期望，导致资产价格被高估
 - c) 乐观投资者情绪和过度自信形成正反馈效应推动资产泡沫的膨胀
 - d) 噪声交易者和无经验交易者受乐观情绪传染而产生更高的投资预期与投机心理，导致泡沫进一步膨胀
- 4) **自我归因偏差（证实偏差）**
 - a) 心理学认为人们倾向于收集支持自己信念的信息，而将与其固有信念相反的信息视为噪声
 - b) 投资者会选择性的根据某些支持自己信念的噪声来修正自己的价值预期
 - c) 使价格朝着初始信号的方向运动，使价格偏离基础价值，从而导致泡沫的产生
- 5) **启发式偏差**

- a) 启发式偏差导致决策者偏离以贝叶斯理性为基础的信息处理过程
- b) 驱使投资者将更多的权重放在“吸引注意力”的消息上，从而导致过度反应
- c) 当股价连续几天上涨时，代表性启发法偏差使投资者认为自己找到了盈利增长的规律，产生未来股价还会上涨的预期，从而导致过度买入与股价上涨

3. 群体行为偏差推动

1) 信息瀑布

- a) 主体因信息不对称倾向于利用前面的决策者公布的决策信息，而放弃使用自己的私人信息，以致后面所有人的决策产生趋同的现象（定义）
- b) 信息瀑布导致公开信息缺乏信息含量。
- c) 倘若投资者放弃负面的私人信号，会使资产价格无法反映坏消息而推动价格高涨

2) 羊群行为

- a) 不确定条件下，为降低决策的风险与最大化投资收益，投资者认为选择与大多数人的决策保持一致是最优决策
- b) 当市场处于乐观状态时，羊群行为将推动社会乐观情绪的高涨，看涨的心理预期将推动资产价格上涨以滋生泡沫
- c) 羊群行为使理性投资者也转向以噪声交易为占优策略的从众投机，并进一步加剧资产价格对基础价值的偏离，从而加快泡沫的膨胀

3) 正反馈机制

- a) 泡沫的发生像是投资者自我实现的预期
- b) “价格上涨---价格上涨预期---抢购---价格进一步上涨---预期进一步增强”。形成金融泡沫膨胀过程中的正反馈循环
- c) “信心乘数效应”

4) 新投资者的持续涌入

- a) 每一轮泡沫中，资金少、敏感性最低的新手投资者最后跟进
- b) 新投资者并无经验，带有较高的乐观情绪与风险偏好，容易产生过度自信的交易行为而引发泡沫

4. 市场机制与制度缺陷的推动

1) 代理冲突

- a) 机构投资者作为代理人只承担有限风险，其存在内生的风险转嫁问题
- b) 当市场上很大比例投资者是代理人时，其内生的风险转嫁机制会使风险资产的均衡价格超过基本价值，导致泡沫
- c) 委托人监督约束的弱化造成代理人较强的道德风险
- d) 为获得更大的佣金收入，机构投资者利用资金与信息优势进行套利、内幕交易、暗箱操纵，从而推高市场乐观情绪与股价上涨

2) 机构投资者的羊群行为

- a) 声誉效应导致羊群行为：机构投资者为维持声誉（与薪酬）而选择与其他人的行为保持一致。即使失败，也可规避责任（“共同承担责备效应”“声誉效应”）
- b) 机构投资者羊群行为导致买卖压力超过市场所能提供的流动性，这种股票超额需求引发暴涨暴跌
- c) 基金经理的短期任期造成他为追求短期业绩与报酬，会选择更高风险的投资组合。这种冒险的投机行为可能导致金融市场泡沫的加速膨胀。

3) 机构投资者套利的有限性

- a) 机构投资者被认为是重要的理性套利者, 市场寄希望机构投资者来消除市场误定价
- b) 套利限制导致噪声交易者泡沫无法消除
 - (一) 噪声交易会吧套利者变成正反馈交易者
 - (二) 委托人约束机构投资者的套利行为
 - (三) 卖空约束

4) 机构投资者对资产价格的操纵: 机构投资者占尽资金、人力、信息、工具、舆论的优势, 能够应用资源操纵与拉升股价, 人为地制造“泡沫”

5. 社会环境因素推动

1) 口头信息传递: 当股票市场处于非理性繁荣时。赚钱诱惑力就会通过口头传播, 成为人们效仿的动力, 从而形成正反馈机制, 推动股价持续偏离

2) 媒体信息传递

a) 媒体的作用

- (一) 降低信息成本, 提高投资者依赖性
- (二) 受利益冲突, 而选择性报道信息 (媒体偏见)
- (三) 为吸引关注而对信息加工 (信息偏好)

b) 媒体助推泡沫

- (一) 强化投资者观点, 形成正反馈
- (二) 报道乐观预期, 宣传投机性价格
- (三) 提醒公众关注过去市场上繁荣

3) 社会情绪对金融泡沫的推动

- a) 繁荣初期, 市场处于上升情绪, 投资者普遍积极乐观。证实偏差使他们轻信利好信息, 忽略坏消息
- b) 不断上涨的价格强化投资者的初始判断, 肯定了其初始决策, 赚钱效应吸引更多的投资者加入
- c) 正反馈机制推动投资者乐观情绪达到顶峰, 变得过度自信的, 他们相信市场会继续向好
- d) 刺激泡沫破裂的因素出现后, 甚至可能并没有特定因素, 价格突然下跌, 投资者从怀疑到失望并进而陷入恐慌

C10 行为公司金融

1. 公司金融

1) 传统公司金融理论

- a) 假设：人是理性的；市场是有效的
- b) 研究公司的投融资及利润分配等财务活动，以实现公司价值最大化目标
- c) 包括企业投资、筹集资本、股利分配、运营资金管理以及财务分析等方面
- d) 公司财务活动依赖金融市场

2) 行为公司金融

- a) 将真实的、人的行为因素纳入公司金融理论分析框架中
- b) 提出问题：行为如何影响公司金融？
- c) 两个视角
 - (一) 投资者行为偏差影响公司金融活动
 - (二) 管理层行为偏差影响公司金融活动

2. 非有效市场驱动的公司金融

1) 非理性的投资者行为

- a) 对传统个体决策理性的系统偏离
- b) 如过度自信、损失厌恶、投资者情绪等
- c) 导致市场的错误定价

2) 公司政策

- a) 理性管理者利用市场的错误定价进行财务决策
- b) 市场驱动的融资、投资和并购等活动

3. 管理者非理性驱动的公司金融

1) 非理性的管理者行为

- a) 系统地偏离传统公司决策的理论模型
- b) 管理者背景、经验以及个人特征？如乐观主义、过度自信、自利等

2) 非标准的公司政策

- a) 投资者理性，但对管理层的监管有限。
- b) 管理者驱动的非理性融资、投资、并购等财务活动
- c) 公司治理

4. 市场非有效对公司投融资的影响

1) 市场非有效下的经理层目标

- a) 获取最大化公司内在价值即 $f(K) - K$, 其中 f 为 K 的增函数
- b) 最大化公司当前的股票价格
- c) 利用当前的错误定价为现有股东的长期利益服务
- d) 后果：
 - (一) 经理层短视：只关注最大化公司的股票价格；可能采取迎合短期投资者需要的决策方式
 - (二) 经理层关注现有长期股东的利益：一方面，通过增发或赎回来进行市场时机选择；另一方面，通过迎合短期投资者需要来提高股票价格

2) 错误定价时的融资时机选择

- a) 发行股票时机选择：当股价被高估时，发行股票能使长期投资的老股东获利。
- b) 股票赎回时机选择：当股价被低估时，赎回股票能维护股东的利益。

3) 错误定价时的公司投资热潮

- a) 投资者过分悲观——公司股价低估——股权融资成本高——放弃有利的投资机会——投资不足
- b) 投资者过分乐观——公司股价高估——乐观估计基本面——投资 NPV 为负项目——过度投资

4) 股价与公司投资

- a) 股权依赖型公司，投资受股票价格的影响更显著
- b) 市场估价对高估公司的长期及短期投资支出均具有显著的正影响
 - (一) 在市场估价高时，公司没有最优投资项目也会进行投资
 - (二) 管理层短视迎合投资者情绪配置资本的投资决策，将会损害公司长期健康发展

5. 非理性经理层的投融资行为

1) 非理性投资行为

- a) 认知偏差使经理人高估或低估未来现金流和风险，影响其对投资方案的评价。
- b) 面对不确定性和复杂性，有限理性的经理人总是采用经验法则进行判断
- c) 经理人由于过度自信或过于乐观，倾向于较早地接受并从事项目。
- d) 损失厌恶和证实偏差等亦影响着经理人的投资决策行为。

2) 过度自信和过度乐观的管理者

- a) 放大管理者控制范围和能力
 - (一) 乐观偏差(optimism bias)
 - (二) 规划谬误(planning fallacy)
 - (三) 乐观错觉(delusional optimism)
 - (四) 成本超支(cost overrun)
 - (五) 收益不足(benefit shortfall)
- b) 过度自信管理者高估企业价值

3) 对非优项目的过度投资

- (一) 对公司价值而言并非最优的投资机会
- (二) 净现值小于零
- (三) 降低资金配置效率
- (四) 过度投资后果
 - A. 过高的投资现金流敏感度
 - B. 过度的多元化投资
 - C. 过快的增长速度

4) 对失败项目的恶意增资

- a) 因对沉没成本的眷顾导致管理者在投资决策失误时产生“承诺升级”或“恶性增资”
 - (一) 已经投入大量资源
 - (二) 预计完成项目获得收益的可能性小
 - (三) 客观信息表明应该放弃
 - (四) 但管理者继续追加投资博取成功
- b) 恶性增资原因：框定偏差和证实偏差会造成对失败项目的恶性增资。

(一) 框定偏差

- A. 后续决策被初始决策所框定
- B. 被负面信息框定，处于损失区域，会倾向于风险寻求
- C. 被正面信息框定，处于盈利区域，会倾向于风险厌恶

(二) 证实偏差

- A. 乐于接受支持自己观点的信息
- B. 忽略不同于自己观点的信息
- C. 排斥与自己意见相左的信息

5) 竞争性项目的赢者诅咒

原因——过度自信：

- a) 忽视大量公司并购失败的案例
- b) 低估并购以后将面临的各种困难
- c) 高估对目标公司的了解乐观估计协同效应

1) 非理性融资行为

- a) 管理者更多是依据启发式方法，即经验法则来决定资本结构
- b) 更注重公司的财务弹性
- c) 过度自信、从众行为等心理偏差也会影响融资决策

2) 扩张冲动与融资结构

- a) 过度自信→扩张冲动
- b) 企业扩充越快资产负债率上升越快
- c) 管理者追求外延发展，过高估计自己的财务能力

(一) 过度负债融资

- A. 行为优序融资偏好
- B. 过高负债增加了公司的财务风险
- C. 过度自信导致管理者激进的负债行为

(二) 过高的短期负债比例

- A. VS 恰当的债务期限结构
- B. 过大的还本付息压力
- C. 过度自信导致管理者选择频繁发行短期负债

6. 公司股利分配的行为特征

1) 迎合市场的股利特征

- a) 经理层为获得股利溢价，通常迎合投资者的偏好制定股利政策。
- b) 当投资者偏好发放现金股利的股票，经理层就选择支付现金股利。
- c) 当投资者偏好股票股利，经理层就选择股票股利。

2) 平稳乐观的股利政策

- a) 保持股利政策的平稳性
 - (一) 管理者制定股利政策的核心要素
 - (二) 基于经验法则制定股利政策
 - (三) 历史股利政策锚定
 - (四) 受原有习惯影响
- b) 过度乐观自信管理者的股利政策
 - (一) 乐观估计公司未来现金流和资产价值，倾向支付较高现金股利

(二) 倾向过度投资，大部分盈余投资新项目，支付较低的股利

3) **股利政策的决定因素**：未来收益的期望水平、过去的股利发放模式和现金的可得性

4) **不降反升的股利支付**

a) 公司在收益下降后却提高了股利支付水平

b) 绝大多数管理者对未来盈利预期非常乐观

c) 然而，没有证据表明这些公司的盈利状况能达到较高的水平。