

第一章 緒論



本章大綱

- 行為財務學之緣起
- 行為財務學的範圍
- 行為財務學的研究取向



行為財務學之緣起(1/8)

- 資本資產定價模型(Capital Asset Pricing Model, CAPM)與效率市場假說(Efficient Market Hypothesis, EMH)，是現代財務理論中最重要的兩大基石。但是近年來許許多多的實證研究都發現，真實世界中很多現象都違反了這二個基本理論。
- 愈來愈多學者對於無法以既有的財務理論提供圓滿解釋感到挫折與失望，卻也激起了廣化視野、深化思考的渴望，成為行為財務學崛起的強大動力。



行為財務學之緣起(2/8)

□ 理性預期

- 根據理性預期假設，經濟個體對於各種變數的預期，也就是所謂的主觀機率分布，十分接近理論所預期的客觀機率分布。換句話說，在理性預期下，個體的主觀預期是相當準確的。
- 此一假設之所以能被接受，是因其建立在一項更基本的假設上：經濟變數透過系統化過程產生，在形成過程中，經濟個體運用所有可以取得的資訊來學習該過程，因此隨著時間推移，個體得以明白變數的產生過程，並且據以形成對該變數的預期。



行為財務學之緣起(3/8)

□ 效率市場假說

- 所謂效率市場中的「效率」二字，指的是一種資訊效率。當市場上的價格可以不偏地反映出價值，就是效率市場。
- 價格之所以能反映價值，必須要有幾項前提：
 - 市場參與者可以輕易取得資訊
 - 投資人可以精準地研判該資訊對於公司價值的影響如何
 - 投資人會根據此一判斷做出買賣決策



行為財務學之緣起(4/8)

□ 資本資產定價模型

- CAPM是關於風險性資產期望報酬率（或稱必要報酬率）的理論模型。
- 此一理論模型背後的假設比效率市場更嚴格：
 - 市場是完美的。
 - 市場無摩擦(frictionless)。
 - 所有的投資人都擁有相同的先驗信念(homogeneous prior beliefs)，也都採取貝氏法則修正預期（當新資訊進入市場時，所有投資人修正預期的方法都相同）。
 - 所有的投資人都同時得到相同的攸關資訊（也就是會影響價格的資訊）。



行為財務學之緣起(5/8)

- 個別投資人在選擇投資標的時，只關心風險與期望報酬間的抵換（其他五花八門的因素都不在投資人關心之列，像是股利政策、公益形象、環保態度等）。
- 在此等嚴格的假設下，精簡迷人的定價模型CAPM於焉誕生，且迅速風迷於財務經濟學界，成為現代財務領域中最重要理論模型之一。



行為財務學之緣起(6/8)

□ 理性與非理性

- 對於財務經濟學家來說，效率市場假說或是資本資產定價理論之所以迷人，很重要的原因之一是，它對人的基本假設以及最適化的問題型態，正是經濟學家極為熟悉的，而且分析問題所需要的工具，在經濟學家的工具箱裡也都是現成的，這便難怪這二大基石能夠受到如此偏愛、從而屹立不搖了。
- 既然假設了理性，其他的心理因素被排除在外，就是一件自然而然、合理又邏輯的發展結果，因為理性講白了，其實就是又聰明又理智，即使是再複雜、再動態的問題，也可以用最快的速度充分瞭解掌握，在極短的時間內求出最適解，並且根據這個最適解做出理性決策。



行為財務學之緣起(7/8)

- 儘管現代財務理論的基本假設偏離現實，在解釋市場價量行為以及個別投資人的行為方面，也嚴重不足，不過現代財務理論仍有其無可取代的價值，因為現代財務理論的宗旨本來就不在於描述事實狀況，而在於提供應有的規範。
- 一個違反了理性模型的不理性行為，可按其基本原因分為二類，一類是有限心理所造成，另一類是目標不同所致。
- 要瞭解投資人的行為，有二種基本路徑，第一種是以理性模型為基礎，當發現真實狀況與理論預期間有所差距時，再設法提出各種可能的假說加以驗證。第二種是先檢視真實現象並加以描述，瞭解各種面向的平均趨勢與離散情形，再提出其背後可能的運作機制，此時自然不會執著於理性觀點，而是傾向於開放各種可能的解釋。



表1-1 行為財務學vs.現代財務學

	現代財務學	行為財務學
研究假設	人是理性的	人是有限心理的（包括有限理性、有限情緒等）
研究焦點	市場價量行為	行為者（包括個人，也包括眾多個人所形成的組織和市場，重視行為者本身及其所處環境等各種因素）
研究對象	以市場價量為焦點之財務相關行為，以公司理財為主	以人為焦點之財務相關行為，以個人財務行為為主，但亦漸擴及公司與市場。
研究取向	應然面	實然面



行為財務學之緣起(8/8)

- 小結：
 - 所謂行為財務學，其所研究的行為是財務相關行為，焦點集中在行為者（包括個人，也包括眾多個人所形成的組織和市場），舉凡促使行為者做出某特定財務行為的因素，都在研究範圍之列；發展初期的重點在於實然面，也就是真實現象的描述與解釋，而不在於應然面的討論。



行為財務學的範圍(1/4)

□ 個人投資行為的剖析

- 個人的行為受到各式各樣心理與社會因子所影響；如果目標不同、心理特質不同、人際關係不同，行為自然不同。瞭解人的財務行為模式及探索在其背後的驅動因子，已成為行為財務學的第一大主題。

□ 整體市場行為的解釋

- 市場是由理性力量所支配，在套利的強大驅動下，不理性的投資行為無法影響整體市場行為。換句話說，在現代財務學中，就算個人存在不理性偏誤，市場仍然是理性而效率的。注入其他領域的知識擴大視野，從新的觀點解釋整體市場行為，是行為財務學的第二大主題。



行為財務學的範圍(2/4)

□ 公司理財決策的分析

- 公司理財上的各種決策，必然都是出於諸如「淨現值大於0」之類的理性考量。但是，在公司理財的實證研究中，同樣發現許多遠非理性經濟因素所能解釋的異常現象。
- 行為財務學崛起後，開始有學者思索，種種的決策偏誤是否也可能來自經理人個人的心理偏誤，諸如過度自信、過度樂觀等。
- 行為財務學的第三項主題，即在於針對經理人的決策，引入行為觀點，探索其採取某些特定決策的背後原因，及其對公司價值的影響。



行為財務學的範圍(3/4)

□ 投資策略的探討

- 人既是有限心理的，受到各種思維偏誤與情緒偏誤的影響，而且常常是系統性的，因此其影響所及，除了投資人本身經常承擔了較大的風險或是獲得較差的報酬之外，也使整體市場變得不效率，出現定價錯誤、橫斷面報酬異常（有些股價過度高估、有些過度低估），或是縱斷面報酬異常（有時漲過頭、有時跌過頭）等現象。
- 從積極的角度來思想，如果能掌握系統性的心理傾向，就有可能用以創造投資策略據以獲取超常報酬。
- 行為財務學的第四項研究主題，就是尋找或驗證各種有利可圖的行為投資策略。



行為財務學的範圍(4/4)

- 簡言之，行為財務學最大的特色在於承認人是有限心理的，不但意志力不足、自我形象有所偏差、存在各種思維偏誤與情緒偏誤，還受到潛意識的影響，而且每個人可能因價值觀或風險態度的不同而有不同的目標。這些都是現代財務理論未能觸及的議題，須結合其他領域的知識來探討個人、廠商或市場的財務相關行為（包括投資、融資、股利、儲蓄、消費等），並進而瞭解此等行為所帶來的影響，甚或因勢利導善加利用，進一步設計行為投資策略來賺取超常報酬。



行為財務學的研究取向(1/5)

- 設法「證明」非理性投資行為的存在且具重大影響力
 - 由於現代財務理論認為不理性的投資人雖然存在，但為數有限，不會影響市場行為與市場效率，所以這一類的研究是先假設市場上存在若干非理性投資人，且會建構一些特定的投資策略進行投資，研究者將此一想法建構成數學模型，並推導出價量特質，再將該價量特質與實際市場的現象做比較，發現二者相當接近，因而「證明」市場上確實存在非理性投資行為，而且其影響力不容小覷。
 - 短期動能與長期反轉的市場行為，很可能就是來自非理性投資人採取正向回饋交易策略的結果。



行為財務學的研究取向(2/5)

- 在模型中直接納入心理偏誤「證明」市場偏誤來自心理偏誤
 - 市場經常處於過度反應與反應不足輪替的價格偏誤中，而 Barberis、Shleifer與Vishny建構一個承認投資人存在保守偏誤與代表性偏誤的數學模型，進而推演市場價格的特性，結果發現市場價格果然呈現過度反應與反應不足的型態；換言之，價格偏誤是這些心理偏誤下很自然的結果。
 - 簡言之，這一類型的研究，都是先承認某種行為或心理偏誤，建入模型中，再推導模型的價量特性，發現這些特性與真實市場中的某些非理性偏誤一致，從而推論這些市場上的非理性偏誤很可能就是這些個人的行為偏誤或心理偏誤所造成。



行為財務學的研究取向(3/5)

□ 不理性偏誤造成套利限制

- 現代財務理論中假設套利零成本，但是在真實市場上，此一假設鮮少成立，不但要付出成本，還要承擔許多風險。因此有些研究乃針對套利失靈進行分析，其目的旨在闡釋套利活動之所以無法有效消除金融市場偏離理性，主要是因為不理性偏誤在系統性的力道下，即使理性投資人從事套利交易，也無法矯正非理性投資人所造成的價值偏誤。
- 這一類型的研究要闡述的重點是：雜訊交易者的不理性傾向，本身就是造成有限套利的一大原因。



行為財務學的研究取向(4/5)

□ 實證研究

- 除了理論模型的建構外，更多的文獻是從事實證研究，也就是蒐集市場上真實的交易進出資料，分析其中是否呈現出哪些特定的心理偏誤或行為偏誤。
- 所採用的實證分析方法包括兩種主要類型
 - 透過特定的證券經紀商取得個人投資者的帳戶資料、或是由證券主管機關取得市場投資人的交易資料。
 - 以問卷調查方式取得第一級資料。



行為財務學的研究取向(5/5)

□ 行為套利

- 既然市場上充滿了因心理偏誤帶來的不效率，而心理偏誤又是一個很普遍的系統現象，那麼，能否利用這些系統性偏誤來賺取超常報酬呢？行為財務研究中有不少的主題就是針對這個想法而來。列舉如下：
 - 動能策略
 - 反向策略
 - 報表窗飾投資策略
 - 價值股投資策略
 - 成長股投資策略

