

第 11 章 证券组合管理理论

第 1 节 证券组合管理概述

1. 证券组合的含义和类型【掌握】:

投资学中的“组合”一词通常是指个人或机构投资者所拥有的各种资产的总称。

证券组合按不同的投资目标可以分为避税型、收入型、增长型、收入和增长混合型、货币市场型、国际型及指数化型等。

避税型证券组合通常投资于市政债券，这种债券免交联邦税，也常常免交州税和地方税。

收入型证券组合追求基本收益（即利息、股息收益）的最大化。能够带来基本收益的证券有付息债券、优先股及一些避税债券。

增长型证券组合以资本升值（即未来价格上升带来的价差收益）为目标。投资于此类证券组合的投资者往往愿意通过延迟获得基本收益来求得未来收益的增长。这类投资者很少会购买分红的普通股，投资风险较大。

收入和增长混合型证券组合试图在基本收入与资本增长之间达到某种均衡，因此也称为“均衡组合”。二者的均衡可以通过两种组合方式获得：一种是使组合中的收入型证券和增长型证券达到均衡；另一种是选择那些既能带来收益，又具有增长潜力的证券进行组合。

货币市场型证券组合是由各种货币市场工具构成的，如国库券、高信用等级商业票据等，安全性很强。

国际型证券组合投资于海外不同的国家，是组合管理的时代潮流。实证研究结果表明，这种证券组合的业绩总体上强于只在本土投资的组合。

指数化型证券组合模拟某种市场指数。信奉有效市场理论的机构投资者通常会倾向于这种组合，以求获得市场平均的收益水平。根据模拟指数的不同，指数化型证券组合可以分为两类：一类是模拟内涵广大的市场指数；另一类是模拟某种专业化的指数，如道琼斯公用事业指数。

例题：（单选题）

1.（ ）证券组合通常投资于市政债券，这种债券免交联邦税，也常常免交州税和地方税。

- A. 避税型
- B. 收入型
- C. 增长型
- D. 货币市场型

【正确答案】 A

例题：（多选题）

2. 证券组合管理的意义和特点【熟悉】:

证券组合管理的意义在于：采用适当的方法选择多种证券作为投资对象，以达到在保证预定收益的前提下使投资风险最小或在控制风险的前提下使投资收益最大化的目标，避免投资过程的随意性。

证券组合管理特点主要表现在两个方面：

(1) 投资的分散性。证券组合理论认为，证券组合的风险随着组合所包含证券数量的增加而降低，尤其是证券间关联性极低的多元化证券组合可以有效地降低非系统风险，使证券组合的投资风险趋向于市场平均风险水平。因此，组合管理强调构成组合的证券应多元化。

(2) 风险与收益的匹配性。证券组合理论认为，投资收益是对承担风险的补偿。承担风险越大，收益越高；承担风险越小，收益越低。因此，组合管理强调投资的收益目标应与风险的承受能力相适应。

3. 证券组合管理的方法和基本步骤[掌握]:

(一) 证券组合管理的方法：被动管理和主动管理

所谓被动管理方法，指长期稳定持有模拟市场指数的证券组合以获得市场平均收益的管理方法。采用此种方法的管理者认为，证券市场是有效率的市场，凡是能够影响证券价格的信息均已在当前证券价格中得到反映。

他们坚持“买入并长期持有”的投资策略。

所谓主动管理方法，指经常预测市场行情或寻找定价错误的证券，并借此频繁调整证券组合以获得尽可能高的收益的管理方法。

(二) 证券组合管理的基本步骤

例题：(多选题)

基金的投资组合管理过程主要由()构成。

- A. 确定投资政策
- B. 修正投资组合
- C. 投资组合业绩评估
- D. 进行证券分析

【正确答案】 ABCD

4. 现代证券组合理论体系的形成与发展[掌握]:

(一) 现代证券组合理论的产生

1952年，哈理·马柯威茨发表了一篇题为《证券组合选择》的论文。这篇著名的论文标志着现代证券理论的开端。

马柯威茨分别用期望收益率和收益率的方差来衡量投资的预期收益水平和不确定性(风险)，建立均值方差模型来阐述如何全盘考虑上述两个目标，从而进行决策。推导出的结果是，投资者应该通过同时购买多种证券而不是一种证券进行分散化投资。

(二) 现代证券组合理论的发展

马柯威茨提供的方法面临的最大问题是其计算量太大，这严重阻碍了马柯威茨方法在实际中的应用。

1963年，马柯威茨的学生威廉·夏普提出了一种简化的计算方法。这一方法通过建立“单因素模型”来实

现。在此基础上后来发展出“多因素模型”，多因素模型已被广泛应用在证券组合中普通股之间的投资分配上。

夏普、林特耐和摩辛 3 人于 1964 年、1965 年和 1966 年提出了著名的资本资产定价模型（CAPM）。

1976 年，理查德·罗尔对这一模型提出了批评，因为该模型永远无法用经验事实来检验。史蒂夫·罗斯突破性发展了资本资产定价模型，提出套利定价理论（APT）。

理查德·罗尔和史蒂夫·罗斯在 1984 年认为这一理论至少在原则上是可以检验的。

例题：（多选题）

提出了著名的资本资产定价模型(CAPM)是()。

- A. 夏普
- B. 林特耐
- C. 摩辛
- D. 罗尔

【正确答案】 ABC

第 2 节 证券组合分析

1. 单个证券的收益和风险[熟悉]:

（一）收益及其度量

任何一项投资的结果都可用收益率来衡量，通常收益率的计算公式为：

收益率 = (收入 - 支出) / 支出 × 100%

投资期限一般用年表示；如果期限不是整数，则转换为年。在股票投资中，投资收益等于期内股票红利和价差收益之和，其收益率计算公式为：

$r = (\text{红利} + \text{期末市价总值} - \text{期初市价总值}) / \text{期初市价总值} \times 100\%$

通常情况下，收益率受许多不确定因素的影响，因而是一个随机变量。

（二）风险及其度量

如果投资者以期望收益率为依据进行决策，那么他必须意识到他正冒着得不到期望收益率的风险。实际收益率与期望收益率会有偏差，期望收益率是使可能的实际值与预测值的平均偏差达到最小（最优）的点估计值。可能的收益率越分散，它们与期望收益率的偏离程度就越大，投资者承担的风险也就越大。因而，风险的大小由未来可能收益率与期望收益率的偏离程度来反映。在数学上，这种偏离程度由收益率的方差来度量。

2. 证券组合的收益和风险[掌握]:

（一）两种证券组合的收益和风险

我们用期望收益率和方差来计量单一证券的收益率和风险。一个证券组合由一定数量的单一证券构成，每一只证券占有一定的比例，我们也可将证券组合视为一只证券，那么，证券组合的收益率和风险也可用期望收益率和方差来计量。不过，证券组合的期望收益率和方差可以通过由其构成的单一证券的期望收益率和

方差来表达。以下讨论两种证券的组合。

- (一) 两种证券组合的收益和风险
- (二) 多种证券组合的收益和风险

3. 证券组合的可行域和有效边界[掌握]:

- (一) 证券组合的可行域

1. 两种证券组合的可行域

如果用前述两个数字特征——期望收益率和标准差来描述一种证券，那么任意一种证券都可用在以期望收益率为纵坐标和标准差为横坐标的坐标系中的一点来表示；相应地，任何一个证券组合也可以由组合的期望收益率和标准差确定出坐标系中的一点。这一点将随着组合的权数变化而变化，其轨迹将是经过 A 和 B 的一条连续曲线，这条曲线是证券 A 和证券 B 的组合线。可见，组合线实际上在期望收益率和标准差的坐标系中描述了证券 A 和证券 B 所有可能的组合。

根据式 (11.1) 和式 (11.2) 及 $X_A + X_B = 1$ ，A、B 的证券组合 P 的组合线由下述方程所确定：

$$E(r_p) = X_A E(r_A) + (1 - X_A) E(r_B) \quad (11.5)$$

$$\sigma_{2p} = X_A^2 \sigma_{2A} + (1 - X_A)^2 \sigma_{2B} + 2X_A(1 - X_A) \sigma_A \sigma_B \rho_{AB} \quad (11.6)$$

给定证券 A、B 的期望收益率和方差，证券 A 与证券 B 的不同的关联性将决定 A、B 的不同形状的组合线。

- (1) 完全正相关下的组合线。
- (2) 完全负相关下的组合线。
- (3) 不相关情形下的组合线。
- (4) 组合线的一般情形。

2. 多种证券组合的可行域。

- (二) 证券组合的有效边界

投资者普遍喜好期望收益率而厌恶风险，因而人们在投资决策时希望期望收益率越大越好，风险越小越好。这种态度反映在证券组合的选择上可由下述规则来描述：

(1) 如果两种证券组合具有相同的收益率方差和不同的期望收益率，即 $\sigma_{2A} = \sigma_{2B}$ ，而 $E(r_A) \neq E(r_B)$ 且 $E(r_A) > E(r_B)$ ，那么投资者选择期望收益率高的组合，即 A。

(2) 如果两种证券组合具有相同的期望收益率和不同的收益率方差，即 $E(r_A) = E(r_B)$ ，而且 $\sigma_{2A} \neq \sigma_{2B}$ ， $\sigma_{2A} < \sigma_{2B}$ ，那么投资者选择方差较小的组合，即 A。

这种选择原则，我们称为投资者的共同偏好规则。

例题：多选题

投资者的共同偏好规则是指()。A.如果两种证券组合具有相同的收益率方差和不同的期望收益率，投资者选择期望收益率低的组合 B.如果两种证券组合具有相同的收益率方差和不同的期望收益率，投资者选择期望收益率高的组合 C.如果两种证券组合具有相同的期望收益率和不同的收益率方差，投资者选择方差较小的组合 D.人们在投资决策时希望期望收益率越大越好，风险越小越好

答案：BC

4.最优证券组合[掌握]:

(一) 投资者的个人偏好与无差异曲线

偏好不同的投资者，他们的无差异曲线的形状也不同。尽管如此，对于追求收益又厌恶风险的投资者而言，他们的无差异曲线具有如下六个特点：

- (1) 无差异曲线是由左至右向上弯曲的曲线；
- (2) 每个投资者的无差异曲线形成密布整个平面又互不相交的曲线簇；
- (3) 同一条无差异曲线上的组合给投资者带来的满意程度相同；
- (4) 不同无差异曲线上的组合给投资者带来的满意程度不同；
- (5) 无差异曲线的位置越高，其上的投资组合带来的满意程度就越高；
- (6) 无差异曲线向上弯曲的程度大小反映投资者承受风险的能力强弱。

(二) 最优证券组合的选择

例题：(判断) 无差异曲线向上弯曲的程度大小反映投资者的满意程度。()

【正确答案】 错

第3节 资本资产定价模型

1.资本资产定价模型的原理[熟悉]:

(一) 假设条件

资本资产定价模型是建立在若干假设条件基础上的。这些假设条件可概括为如下三项假设：

(二) 资本市场线

- 1.无风险证券对有效边界的影响。
- 2.切点证券组合T的经济意义。
- 3.资本市场线方程。
- 4.资本市场线的经济意义。

(三) 证券市场线

- 1.证券市场线方程。
- 2.证券市场线的经济意义。

(四) β 系数的涵义及其应用

1. β 系数的涵义。
2. β 系数的应用。

例题：(单选题)

()是反映证券或组合的收益水平对市场平均收益水平变化的敏感性。

A.证券组合的期望收益率

- B. 证券各自的权重
- C. 证券间的相关系数
- D. β 系数

【正确答案】 D

2. 资本资产定价模型的应用[掌握]:

资本资产定价模型主要应用于资产估值、资金成本预算以及资源配置等方面。这里，就资本资产定价模型在资产估值和资源配置两方面的应用作简要介绍。

(一) 资产估值

在资产估值方面，资本资产定价模型主要被用来判断证券是否被市场错误定价。

根据资本资产定价模型，每一证券的期望收益率应等于无风险利率加上该证券由 β 系数测定的风险溢价：

$$E(r_i) = r_F + [E(r_M) - r_F] \beta_i$$

一方面，当我们获得市场组合的期望收益率的估计和该证券的风险 β_i 的估计时，我们就能日算市场均衡状态下证券 i 的期望收益率 $E(r_i)$ ；另一方面，市场对证券在未来所产生的收益流（股息加期末价格）有一个预期值，这个预期与证券 i 的期初市场价格及其预期收益率 $E(r_i)$ 之间有如下关系：

$E(\text{股息} + \text{期末价格})$

$$E(r_i) = \frac{\text{股息} + \text{期末价格}}{\text{期初价格}} - 1$$

期初价格

在均衡状态下，上述两个 $E(r_i)$ 应有相同的值。因此，均衡期初价格应定为：

$E(\text{股息} + \text{期末价格})$

$$\text{均衡期初价格} = \frac{E(\text{股息} + \text{期末价格})}{1 + E(r_i)}$$

$1 + E(r_i)$

于是，我们可以将现行的实际市场价格与均衡的期初价格进行比较。二者不等，则说明市场价格被误定，被误定的价格应该有回归的要求。利用这一点，我们便可获得超额收益。具体来讲，当实际价格低于均衡价格时，说明该证券是廉价证券，我们应该购买该证券；相反，我们则应卖出该证券，而将资金转向购买其他廉价证券。

当把 (11.15) 式中的期末价格视作未来现金流的贴现值时，(11.15) 式也可以被用来判断证券市场价格是否被误定。

例题：A 公司今年每股股息为 0.50 元，预期今后每股股息将以每年 10% 的速度稳定增长。当前的无风险利率为 0.03，市场组合的风险溢价为 0.08，A 公司股票的 β 值为 1.5。那么，A 公司股票当前的合理价格 P_0 是多少？

首先，根据股票现金流估价模型中不变增长模型，得出 A 公司股票当前的合理价格 P_0 为：

0.5

$$P_0 = \frac{0.5}{0.03 - 0.08 \times 1.5}$$

$k=0.10$

式中：

k ——必要收益率（或风险调整贴现率）。

其次，根据证券市场线有：

$$k = r_f + [E(r_M) - r_f] \beta_i$$

$$= 0.03 + 0.08 \times 1.5$$

$$= 0.15$$

最后，得出 A 公司股票当前的合理价格：

$$0.5 \quad 0.5$$

$$P_0 = \frac{0.5}{k-0.10} = \frac{0.5}{0.15-0.10} = 10 \text{ (元)}$$

$$k=0.10 \quad 0.15-0.10$$

（二）资源配置

3. 资本资产定价模型的有效性[熟悉]:

资本资产定价模型表明： β 系数作为衡量系统风险的指标，其与收益水平是正相关的，即风险越大，收益越高。由于资本资产定价模型是建立在对现实市场简化的基础上，因而现实市场中的风险与收益是否具有正相关关系，是否还有更合理的度量工具用以解释不同的收益差别，就是所谓的资本资产定价模型的有效性问题的。

最近几十年来，资本资产定价模型的有效性一直是广泛争论的焦点。最初测试表明， β 系数与收益呈正相关，因而用 β 系数度量风险具有合理性，尽管存在其他度量风险的工具（如方差能解释实际收益的差别）。然而，1977 年，罗尔（R.Roll）指出，由于测试时使用的是市场组合的替代品，对资本资产定价模型的所有测试只能表明该模型实用性的强弱，而不能说明该模型本身有效与否。

例题：（多选题）

资本资产定价模型主要应用于（）。

- A. 资金成本预算
- B. 资产估值
- C. 套利定价
- D. 资源配置

【正确答案】 ABD

第 4 节 套利定价理论

1. 套利定价的基本原理[熟悉]:

（一）假设条件

与资本资产定价（CAM）模型相比，建立套利定价理论的假设条件较少，可以概括为三个基本假设。

假设一：投资者是追求收益的，同时也是厌恶风险的。

假设二：所有证券的收益都受到一个共同因素 F 的影响，并且证券的收益率具有如下的构成形式：

$$r_i = a_i + b_i F + \varepsilon_i \quad (11.16)$$

假设三：投资者能够发现市场上是否存在套利机会，并利用该机会进行套利。

上述三项假设各有各的功能：第一项是对投资者偏好的规范；第二项是对收益生成机制的量化描述；第三项是对投资者处理问题能力的要求。

(二) 套利机会与套利组合

(三) 套利定价模型

例题：(单选题)

套利定价理论的基本假设不包括()。

- A. 投资者能够发现市场上是否存在套利机会，并利用该机会进行套利
- B. 所有证券的收益都受到一个共同因素的影响
- C. 投资者的投资为复合投资期
- D. 投资者是追求收益的，同时也是厌恶风险的

【正确答案】 C

2. 套利定价模型的应用[掌握]:

套利定价模型在实践中的应用一般有两个方面：

1. 事先仅是猜测某些因素可能是证券收益的影响因素，但并不确定知道这些因素中，哪些因素对证券收益有广泛而特定的影响，哪些因素没有。于是可以运用统计分析模型对证券的历史数据进行分析，以分离出那些统计上显著影响证券收益的主要因素。

2. 明确确定某些因素与证券收益有关，于是对证券的历史数据进行回归分析以获得相应的灵敏度系数，再运用公式预测证券的收益。

第 5 节 有效市场假设理论及其运用

1. 有效市场的基本概念[掌握]:

有关有效市场假设理论的论述可以追溯到巴奇列的研究。巴奇列认为，商品价格是随机游走的，即价格变动是随机且不可预测的，今日的商品价格是未来价格的最好预测。而现代文献中有关 EMH 的论述以美国芝加哥大学财务学家尤金·法默对有效市场假设理论的阐述最为系统。有效市场假设理论认为，证券在任一时点的价格均对所有相关信息作出了反应。股票价格的任何变化只会由新信息引起。由于新信息是不可预测的，因此股票价格的变化也就是随机变动的。在一个有效的市场上，将不会存在证券价格被高估或被低估的情况，投资者将不可能根据已知信息获利。

有效市场理论下的有效市场概念指的是信息有效，它既不同于通常所指的资源有效配置的帕累托有效，也不同于马柯威茨关于组合均值——方差有效组合的概念。

在一个高度竞争的市场，有效市场假定具有直观的合理性：由于市场上存在大量的投资者，这些投资者都在努力寻求一切获利机会，都在把自己掌握的信息用于投资活动。因此，人们有理由期待股票价格将充分反映所有已知信息，新信息会立即在股票价格中得到反映。

尽管如此，在市场是否有效的问题上，争论一直在持续：如果市场是有效的，那么追求优越的投资表现就变得毫无意义。但反过来，如果没有人去追求优越的投资表现，市场就不可能变得有效。这就是所谓的“有效市场悖论”。

例题：（单选题）

有效市场假设理论的论述可以追溯到()的研究。

- A.马柯威茨
- B.巴奇列
- C.罗斯
- D.夏普

【正确答案】 B

2.有效市场形式[熟悉]:

法玛首先将信息分为历史价格信息、公开信息以及全部信息（包括内幕信息）三类，并在此基础上将市场的有效性分为三种形式：弱势有效市场、半强势有效市场以及强势有效市场。图 11-22 中，最外层的区域表示全部可获知的信息，包括全部历史价格信息、全部公开信息以及内部信息、私人信息等所有可对证券价格带来影响的信息；中间区域则仅包括全部公开信息；最内层则包括了全部历史价格信息。三层信息的关系是外层信息包括了全部内层信息。

弱势有效市场假设认为，当前的股票价格已经充分反映了全部历史价格信息和交易信息，如历史价格走势、成交量等，因此，试图通过分析历史价格数据预测未来股价的走势，期望从过去价格数据中获益将是徒劳的。也就是说，如果市场是弱市有效的，那么投资分析中的技术分析将不再有效。

半强势有效市场假设认为，当前的股票价格已经充分反映了与公司前景有关的全部公开信息。公开信息除包括历史价格信息外，还包括公司的公开信息、竞争对手的公开信息、经济以及行业的公开信息。因此，试图通过分析公开信息是不可能取得超额收益的。这样，半强势有效市场假设进一步否定了基本分析存在的基础。

强势有效市场假设认为，当前的股票价格反映了全部信息的影响，全部信息不但包括历史价格信息、全部公开信息，而且还包括私人信息以及未公开的内幕信息等。这是一个极端的假设，是对任何内幕信息的价值持否定态度。

例题：（判断题）

半强势有效市场假设认为，当前的股票价格已经充分反映了与公司前景有关的全部公开信息。（）

【正确答案】 对

3.反应不足与反应过度[熟悉]:

如果市场是严格有效的，一旦有新信息出现，证券价格就应立即作出“一步到位”式的正确反应。但实际上，市场不会是严格有效的，因此其对新信息的反应速度和程度就会存在不同。

4.市场异常现象[掌握]:

对有效市场理论的一大挑战来自一些无法解释的市场异常现象，即表明市场无效。异常现象可以存在于有效市场的任何形式之中，但更多的时候它们出现在半强势市场之中。市场异常可以被分为日历异常、事件异常、公司异常以及会计异常等。

(一) 日历异常

日历异常是一类与时间因素有关的异常现象。如，周末异常：证券价格在星期五趋于上升，在星期一趋于下降；假日异常：在某假日前的最后一个交易日有非正常收益等。

(二) 事件异常

事件异常是与特定事件相关的异常现象。如，分析家推荐：推荐购买某种股票的分析家越多，这种股票越有可能下跌；入选成分股：股票入选成分股，引起股票上涨。

(三) 公司异常

(四) 会计异常

例题：(单选题)

()是一类由公司本身或投资者对公司的认同程度引起的异常现象。

- A.事件异常
- B.日历异常
- C.会计异常
- D.公司异常

【正确答案】 D

5.有效市场理论对投资管理的影响[掌握]:

对市场有效性的看法，直接影响着投资策略的选取。如果认为市场是有效的，那么就没有必要浪费时间和精力进行积极的投资管理，而应采取消极的投资管理策略，有效市场理论也就成为指数基金产生的哲学基础。如果认为市场是无效的，那么积极的投资管理就有其重要的价值。

即使在有效市场中，不同投资者的风险偏好不同，仍需要选择适合自己的最优组合，而有效的证券选择仍有利于风险的分散，因此资产组合管理仍有其存在的价值。

第6节 行为金融理论及其应用

1.行为金融理论的提出[掌握]:

行为金融理论兴起于 20 世纪 80 年代，并在 90 年代得到较为迅速的发展，它是在对现代投资理论的挑战和质疑的背景下形成的。该理论以心理学的研究成果为依据，认为投资者行为常常表现出不理性，因此会犯系统性的决策错误，而这些非理性行为和决策错误将会影响到证券的定价，投资者的实际投资决策行为往往与“应该”（理性）的投资行为存在较大的不同。因此，建立在理性投资者假设和有效竞争市场的假设基础之上的现代投资理论，也就不能对证券市场的实际运行情况作出合理的解释。

行为金融理论充分考虑了市场参与者心理因素的作用，为人们理解金融市场提供了一个新的视角，现已成为金融研究中非常引人注目的领域。但目前行为金融理论尚未形成一个完整的理论体系，其研究仍主要集中在对一些市场异常现象的讨论上。

2. 投资者心理偏差与投资者非理性行为[熟悉]:

行为金融的研究表明，投资者在进行投资决策时常常会表现以下一些心理特点：

- (一) 过分自信
- (二) 重视当前和熟悉的事物
- (三) 回避损失和“心理”会计
- (四) 避免后悔心理

投资失误将会使投资者产生后悔心理，对未来可能的后悔将会影响到投资者目前的决策。因此，投资者总是存在推卸责任、减少后悔的倾向。委托他人代为投资、随大流、追涨杀跌等从众投资行为，都是力图避免后悔心态的典型决策方式。

- (五) 相互影响
- (六)

3. 行为金融模型[熟悉]:

(一) BSV 模型

BSV 模型认为，人们在进行投资决策时会存在两种心理认知偏差：

- 一是选择性偏差，即投资者过分重视近期实际的变化模式，而对产生这些数据的总体特征重视不够；
- 二是保守性偏差，即投资者不能根据变化了的情况修正增加的预测模型。

这两种偏差常常导致投资者产生两种错误决策：反应不足或反应过度。

(二) DHS 模型

DHS 模型将投资者分为有信息与无信息两类。无信息的投资者不存在判断偏差，有信息的投资者则存在着过度自信和对自已所掌握信息过分偏爱两种判断偏差。证券价格由有信息的投资者决定。

过度自信导致投资者不切实际地高估了自己对股票价值判断的准确性；而过分偏爱自己所占有的私人信息往往使投资者对自已掌握的信息反应过度，而对公开信息反应不足。在这两种判断偏差作用下，就会导致股票价格短期过度反应和长期的连续回调。

例题：（判断题）

选择性偏差，即投资者不能根据变化了的情况修正增加的预测模型。

【正确答案】错

4.行为金融理论对有效市场理论的挑战[熟悉]:

除市场异常现象的存在对有效市场理论带来挑战外，行为金融理论也对有效市场发起了挑战。

行为金融理论认为，投资者由于受信息处理能力的限制、信息不完全的限制、时间不足的限制以及心理偏差的限制，将不可能立即对全部公开信息作出反应。

投资者常常会对“非相关信息”作出反应，其交易不是依据信息而是根据噪声作出的。在这种情况下，市场也就不可能完全有效。此外，行为金融理论从投资者行为入手对许多市场异常现象作出了解释，认为异常现象是一种普遍现象。这从另一个方面说明市场是无效的，而不是有效的。

5.行为金融理论的应用[掌握]:

行为金融理论认为，所有人包括专家在内都会受制于心理偏差的影响，因此，机构投资者包括基金经理也可能变得非理性。如基金经理也可能进行跟风操作，以避免使自己过于与众不同，进行追涨杀跌操作等。

行为金融的一个研究重点在于确定在怎样的条件下，投资者会对新信息反应过度或不足。因为这些错误会导致证券价格的错定，这就为采用行为金融式的投资策略奠定了理论基础：投资者可以在大多数投资者意识到错误之前采取行动而获利。

过去投资者总是希望能够通过掌握比别人更多的信息获利，但随着信息时代的到来，运用这种方法获利已变得越来越困难。然而行为金融则可以利用人们的心理及行为特点获利。由于人类的心理及行为基本上是稳定的，因此投资者可以利用人们的行为偏差而长期获利。

例题：（单选题）根据行为金融理论，投资者可以利用()而长期获利。

- A.人们的爱好
- B.投资者的素质
- C.人们的行为偏差
- D.投资者的地域差异

【正确答案】 C

“参与证券从业考试的考生可按照复习计划有效进行，另外高顿网校官网考试辅导高清课程已经开通，还可索取证券考试通关宝典，针对性地讲解、训练、答疑、模考，对学习过程进行全程跟踪、分析、指导，可以帮助考生全面提升备考效果。更多详情可登录高顿网校官网进行咨询。”