

® 行为金融学研究 ®

行为金融学的发展与探索*

姜波克 薛斐

(复旦大学 经济学院, 上海 200433)

[摘要] 本文通过对行为金融相关文献的回顾,指出了当前研究的不足,并探索了行为金融理论的发展需要解决的难题及未来研究的方向。同时,本文指出了行为金融理论作为一门独立学科应具备的基本条件,为行为金融理论整合为一门学科提出了自己的意见。

[关键词] 行为金融 有效市场假说 展望理论 资产定价模型

[中图分类号] F830.2; F830.9 [文献标识码] A [文章编号] 0257-0289(2004)05-0057-006

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 actor)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,现代金融学已经成为一门逻辑严密的具有统一分析框架的学科。

但是,20世纪80年代对金融市场的大量实证研究发现了许多现代金融学无法解释的异象(anomalies),为了解释这些异象,一些金融学家将认知心理学的研究成果应用于对投资者的行为分析,至90年代这个领域涌现了大量高质量的理论和实证文献,形成最具活力的行为金融学派。1999年克拉克奖得主马修(Matthew Rabin)和2002年诺贝尔奖得主丹尼尔·卡尼曼(Daniel Kahneman)和弗农·史密斯(Vernon Smith),都是这个领域的代表人物,为这个领域的基础理论做出了重要贡献。将这些奖项授予这个领域的专家也说明了主流经济学对这个蓬勃发展的领域的肯定,更促进了这个学科的进一步发展。国外将这一领域称之为behavioral finance,国内大多数的文献和专著将其称为“行为金融学”。我们认为:作为蓬勃发展的新兴领域,行为金融学依然存在很多缺陷;要在现代金融学领域中形成一门独立的学科,未来必须在以下几个主要方面进行理论创新和探索。

* 本文在姜波克教授主持的讨论会基础上成文。参与讨论者还有:朱云高、李天栋、杜昌勇、郑祖玄、郦彬、彭洁。执笔人为薛斐。

[收稿日期] 2003-11

[作者简介] 姜波克(1954—),男,上海人,复旦大学经济学院教授,博导,复旦大学金融研究院常务副院长。
薛斐(1977—),男,山西人,复旦大学经济学院博士生。

第一,需要建立新的基本理论框架

行为金融学发现,人在不确定条件下的决策过程中并不是完全理性的,会受到过度自信、代表性、可得性、框定依赖、锚定和调整、损失规避等信念影响,出现系统性认知偏差。而现代金融学是基于理性人假设,认为理性人在不确定条件下的决策是严格依照贝叶斯法则计算的期望效用函数进行决策的;即使有些人非理性,这种非理性也是非系统性的,会彼此抵消,从而在总体上是理性的;如果这种错误不能完全相互抵消,套利者的套利也会淘汰这些犯错误的决策者,使市场恢复到均衡状态,达到总体理性。

行为金融学以 Kahneman 和 Tversky 的展望理论(prospect theory)(1979)取代了传统金融学的期望-方差理论,将“芝加哥人”假设扩展为“K-T人”假设。这不仅是对传统金融学的挑战,也是对经济学理论基础的挑战。但是,行为金融学的展望理论迄今还未成为一个统一的理论基础,还未成为一个公理化标准。不同的研究者往往依据特定的心理假设,建立自己的模型和理论。这使得行为金融学的不同研究者无法在公理化标准下进行讨论,从而限制了行为金融学的科学化。一门学科若想建立完整的体系,不仅要有“破”而且要有“立”。行为金融学需要在形成新的、规范化的对行为人的假设的基础上,建立一个类似于传统金融学中有效市场假说地位的核心理论框架,作为对金融市场现象和人的行为的分析基础。

在没有学科核心基础理论和统一的新的假设前提条件的情况下,学科体系不可能完整和内在统一,也不可能对资产定价、公司金融等问题进行理论重构,从而不可能建立起有特色的独立学科。我们认为,新的基础性理论应当是在理性人假设放松的前提下,构建的更贴近市场现实的理论,同时也将旧理论作为新理论的一个特例包含于其中。

第二,需要建立统一、独特、具有严密内在逻辑的分析范式

作为一门学科,必须有区别于其他学科的独特分析范式,如信息经济学是以道德风险和逆向选择为分析范式,制度经济学是以科斯定理为分析范式。行为金融学将认知心理学对人的行为的研究成果应用于对投资者的行为分析固然是其特色,但是行为金融学目前还不具有严密的内在逻辑体系。例如,一种金融现象的产生是受哪类心理因素影响的?哪些心理因素对投资者行为具有基础性或决定性影响?其影响机制是什么?这种机制是否会随着人的认识而消失等。

例如,对于“反应过度”和“反应不足”这两种相互关联现象的解释。Barberis、Shleifer 和 Vishny (1998) 引入代表性(representativeness)和保守性(conservatism)来解释,Daniel、Hirshleifer 和 Subramanyam(1998)则引入过度自信(overconfidence)和自我归因(self-attribution)来解释。Hong 和 Stein (1999)则从趋势交易者和套利者的相互作用机制来解释。对于一个现象在一个学科内出现了多种完全不同的解释,到底哪种心理因素占主导地位,各影响因素相互之间的关系是什么,传导机制如何,依然没有好的解释,这说明对行为人的假设没有建立一个规范化和公理化标准,学科基础理论并不牢靠,也说明行为金融学还没有建立一个具有严密内在逻辑的分析框架。

同时上述模型也无法解释为什么对于有些事件是正的反应,如收益公告(Bernard-Thomas, 1990)、股利发放(Michaely-Thaler-Womack, 1995)等;而对于另外一些事件却是负的反应,如新股上市(Dharam-Ikenberry, 1995)、代理权之争(Ikenberry-Lakonishok, 1993)等。有效市场假说的坚定支持者 Fama (1998)认为,这些所谓异象是由偶然因素造成的,产生的异象在反应过度和反应不足之间

参见 McFadden, 1999, Rationality for economist? Journal of Risk and Uncertainty, 19, 73-105.

“芝加哥人”指自由市场经济理论的理性人,因芝加哥大学为市场经济理论的重镇而得名。“K-T人”指 Kahneman 和 Tversky 展望理论中的行为人。

是随机分布的,这与有效市场假说是一致的。正是因为没有一个统一的、具有严密内在逻辑的分析框架,行为金融学无法对“Fama 批评”进行有力的回应。

第三,需要建立新的基于行为的核心模型

行为金融学尽管取得较快的发展,但却由于缺乏基于其基本理论框架的核心资产定价模型,故无法对现代金融学的核心基础进行颠覆。例如,在对市场是否有效的争论中,现代金融学因其严密的内在逻辑体系和资产定价理论不断发展,在争论中并没有处于下风。

Fama(1970)认为对市场有效性的检验必须是对期望收益的联合检验。Fama(1998)认为,之所以出现反应不足和反应过度现象是由于坏模型(bad model problems)和技术问题造成的。坏模型是由于原有的CAPM模型没有反映所有的风险和模型预测的系统性偏差。在限制坏模型方面,Fama、Fisher、Jensen和Roll(1969)采用市场模型来研究公司特有的事件对市场价格的影响,创立了新的事件分析的研究方法;Fama和French(1996)建立三要素模型来代替CAPM模型。在技术问题上,主要的争执是采用累计超额收益(CARs)还是采用购买并持有超额收益(BHARs);统计偏差,是采用价值权重还是等值权重等方面。Fama的结论是如果采用不同的资产定价模型来衡量收益并采用不同的统计方法,这些所谓的长期收益异象就会消失,市场依然是有效的。

尽管Shefrin和Statman(1994)建立于行为资产定价模型(BAPM),将CAPM中的 β 值扩大为噪音交易者风险和传统 β 值之和,但是由于噪音交易者风险难以衡量,所以模型并没有被广泛接受。由于行为金融学没有出现核心的基于行为的资产定价模型,因此在对于市场有效性进行检验时只能通过实证来说明特定市场在检验期的非有效性,并不能对市场进行理论描述,来说明金融资产的定价机理。未来行为金融学的核心模型可能是将有限套利理论和基于展望理论的投资者的非理性心理信念有机结合的模型。

只有建立新的基于行为的资产定价模型,才能改变行为金融学实证多,核心理论模型少,缺乏解释力;描述性的多,定量分析的少,指导性差的现状;才能推动对市场有效性的检验,有力回应Fama批评(1998)。如果没有建立基于行为的资产定价模型,就不能从理论和实证上充分说明现代金融学核心理论的有限性,就不能使行为金融学得到广泛的认可。

第四,需要确立明确的研究对象和研究方法

心理学及其研究方法在行为金融学中的地位 and 作用是需要界定的,这决定了行为金融学是属于经济学还是属于心理学的分支。大体来说,心理学是对人的心理的研究,而行为金融学是以认知心理学对不确定条件下行为人的决策的研究成果为基础的,研究人的心理对资产组合和定价的影响。但是行为人的心理是什么,以及如何影响资产组合和定价,影响到什么程度等,这些问题都很复杂。在这个新兴的领域里,没有成熟的成果可以利用,这就给学科的发展和确定明确的研究对象带来了困难。

学科研究对象的确立是学科理论体系构建和框架安排的基础。比如国际金融学就是从货币金融角度研究开放经济下内外均衡目标同时实现问题的一门独立学科。行为金融学的研究对象是什么呢?是解释在金融市场中人的实际行为的学科,或是对异象进行解释的学科,还是解释金融市场现象的学科,这个问题还需要深入探讨,以使行为金融学的研究能够有明确的主线。只有这样,学科才能得以迅速的发展,有较大的创新。

同时,行为金融学的很多研究方法是采用实验经济学中的实验方法,这种研究方法在行为金融学的方法论中的性质、地位和作用也需要界定。行为金融学在实证中采用的方法大都是传统金融学理论框架下的方法,这些方法有些是与传统金融理论相适应而发展的,或者是以传统金融学的前提为基础的。行为金融学在新的假设前提的基础之上,建立了新的基本理论和分析范式,这就要求行为金融学创新出新的基于其核心理论的研究方法,以适应新的分析范式的需要,并形成特色鲜明的方法论。

在学科研究对象和方法确定后,哪些理论属于本学科的研究范围,哪些理论不属于本学科的研究范围就明确了,这也就确定了一门学科的研究边界。学科研究边界的确立会促进学科的建立和快速发展。

第五,需要有明确的研究主线和独特的知识点

在行为金融学的研究对象和研究方法确定后,就可以厘清其研究主线了。研究主线意味着各个研究课题之间的逻辑顺序。哪些知识属于基础知识,哪些属于重点理论,各课题之间的关系如何,逻辑体系如何,依什么样的逻辑层层展开,步步深入等。

任何一门学科都有其独特的知识点(包括基本概念和基础理论)。例如微观经济学中的弹性、无差异曲线、消费者选择等;宏观经济学中的总供给、总需求、国民收入等。行为金融学已经形成部分独特的知识点,如展望理论、有限套利理论、噪音交易者理论、反馈理论、人在决策中的各种信念和心理、反应不足和反应过度等,但是这些知识点如何通过研究主线将其联系起来,进行合理安排,达到逻辑严谨、条理清晰的目的,仍然是值得探讨的。例如,有限套利理论和投资者的心理和信念是行为金融学中最重要的两个理论支柱,但是两者的关系如何并没有清晰的界定。再例如,展望理论提出可得性、代表性、锚定和调整三个信念偏差,这些基本的知识点和过度自信、模糊规避、乐观主义等知识点之间的关系和逻辑并不十分清楚。

第六,需要对行为金融范式作进一步的拓展

现代金融学在研究对传统的金融资产(如股票、债券等)进行定价的同时,也扩展到对公司金融和对期权等衍生品的定价上。行为金融学尽管已经有研究成果证明投资者心理和行为对公司活动和期权等衍生品的价格有影响,但是用行为金融学的理论体系和分析范式来分析公司活动和期权等衍生品的定价依然需要进一步展开。

例如对于公司金融领域的分析,Shefrin 和 Statman(1984)利用行为金融的方法对投资者偏好现金股利的现象给出了自我控制解释、心理账户解释和避免后悔解释。Roll(1986)对于公司的兼并给出了经理层狂妄自大的假说。但是在公司金融上的行为分析依然不够。在传统金融学中投资者是无差异的理性人,市场是有效的,所以才有公司金融的核心基础理论——MM 定理的出现,即在一定条件下,公司价值和资本结构无关。但如果投资者是非理性的、市场是无效的,那么不同条件下投资者的不同行为对公司价值的影响是什么;这种影响是否会改变公司的投融资决策;以及改变的机制如何;公司和投资者的互动是否会对市场产生影响,是否会对宏观经济产生影响,这些问题都需要在拓展行为金融范式的情况下作出进一步的解释。

再例如对于期货期权等衍生品的定价,传统金融学建立了二叉树模型、布莱克-肖模型等来对衍生品进行定价。尽管 Shefrin(1999)就分析了框定依赖、参照点、启发式偏差等投资者情绪对期权交易和价格的影响,但是并没有用行为金融的分析框架建立新的衍生品定价模型。

以上几个问题是行为金融学作为一门独立学科所必须要逾越的障碍,也是对行为金融领域有兴趣的研究者未来主要的探索方向。在这些问题尚未较好解决的情况下,以行为金融“学”来表述这个领域,似乎不够严谨。

在这个新兴领域蓬勃发展的过程中,我国的金融学者有可能为行为金融学未来的探索作出较大的贡献。

1. 利用后发优势,抓住关键问题进行突破。由于行为金融学真正快速发展是 20 世纪 80 年代末期以后,至今尚没有建立其新的基本理论框架、统一的独特且具有严密内在逻辑的分析范式、基于行为的核心模型、确立明确的研究对象和研究方法、明确的研究主线和独特的知识点等。我国金融学者完全可能在这个学科快速发展的过程中,利用后发优势,抓住新学科快速发展的机遇,在以上关键问题取得突破。

2. 我国转轨经济特征和新兴金融市场特点,为行为金融学在我国的快速发展提供了外部环境。行为金融学目前的研究主要是针对美国成熟的金融市场,而在转轨时期的中国,市场经济刚刚起步,金融市场的建立还远未成熟,金融资产价格的形成是怎样的?投资者的心理是什么?对金融资产价格的影响如何?是否有其特殊性?这些问题都有待我国的学者来解答。金融市场创立之初,投资者的投机情绪较浓,对金融资产价格的影响也较为明显,正是对行为金融理论进行检验和发展的良好实验室。在中国金融市场对行为金融学的检验和发展,可以在时间跨度上对行为金融理论的普适性和在空间和制度跨度上的特殊性进行检验。

3. 在我国对投资者行为进行研究更容易取得成果。行为金融学开创了一个新的研究领域,就是对投资者行为的研究。传统金融学假设所有的理性人是同质的,那么投资者的行为对金融资产的价格就没有什么影响,也就没有研究的意义。对理论假设的有效性进行直接检验在经济学中并不很常见,这可能是受弗里德曼著名论断的影响(弗里德曼曾经指出,对理论的评价应该是基于其预测的有效性,而不是假设的有效性),所以长期以来对行为人的行为一直没有有效的研究。在行为金融学中,投资者的心理和行为会影响金融资产价格,因此对投资者行为进行研究有着非常重要的意义。对于投资者行为的研究可以更准确地把握行为人的行为方式,为建立更贴近现实的行为人公理化假设提供依据。例如 Odean (1998) 就通过投资者的个人账户数据发现投资者具有处置效应,即相对于亏损的股票,投资者更倾向于卖出赢利的股票。行为金融学发现的各种信念在我国投资者身上表现得较为明显,投资者情绪对金融资产价格的影响也较为显著。所以,对我国投资者的行为进行研究就具有更重要的意义,也更容易取得成果。

行为金融学是理论性、实践性和技术性结合非常密切的一门学科,理论研究和实务操作的密切结合和互动对于学科的发展和完善具有重要作用。行为金融学是以金融市场中行为人的行为研究为起点的,所以就必须要更深入地理解行为人的行为方式和规律,这样才可以准确把握行为人对金融资产价格的影响和有效解释金融市场现象。这就要求理论研究者更密切地与实践相结合,一方面将理论应用于实践,接受实践的检验;另一方面,在实践中加深对市场的理解和培养研究直觉,进一步推动理论创新。同时对金融市场实践的参与可以为行为金融的实证提供大量难得的一手数据,推动行为金融学的理论发展。行为金融领域的大师们大多和市场有密切的联系,如这个领域的领军人物 Thaler 就是 Fuller & Thaler 资产管理公司的合伙人之一,公司管理着最早将行为金融理论应用于基金投资策略的基金;LSV 资产管理公司是以三位行为金融专家 Lakonishok、Shleifer 和 Vishny 的名字命名的,其应用行为金融理论管理着近百亿美元的金融资产;Shiller 等其他行为金融专家也大多拥有自己的资产管理公司。行为金融专家参与金融市场对于理论创新有重要作用,同时也促进了研究方法和研究技术的提高。我国行为金融学的研究要取得迅速发展,也应该和金融市场的实践密切结合。

[参 考 文 献]

- [1] Barberis, N. , Shleifer, A. , Vishny, R. , 1998, "A model of investor sentiment" *Journal of Financial Economics* 49, 307—343.
- [2] Bernard, V. , Thomas, J. , 1990, "Evidence that stock prices do not fully reflect the implications of current earnings for future earnings", *Journal of Accounting and Economics* 13, 305.
- [3] Daniel, Kent, David Hirshleifer, and Avanidhar Subramanyam, 1998, "Investor Psychology and Security Market Under- and Overreactions." *Journal of Finance*, 53, 1839—85.
- [4] Dharan, B. , Ikenberry, D. , 1995, "The long-run negative drift of post-listing stock returns", *Journal of Finance* 50, 1547—1574.
- [5] Fama, Eugene F. , 1970, "Efficient Capital Markets: A Review of Empirical Work," *Journal of Finance*, 25, pp. 383—417.
- [6] Fama, E. , Fisher, L. , Jensen, M. , Roll, R. , 1969, "The adjustment of stock prices to new information", *International Economic Review* 10, 1—21.
- [7] Fama, E. , French, K. , 1996, "Multifactor explanations of asset pricing anomalies", *Journal of Finance* 51. 55—84.
- [8] Fama, Eugene F. , 1998, "Market Efficiency, Long-Term Returns, and Behavioral Finance," *Journal of Financial Economics*. 49, pp. 283—306.

- [9] Hong, H. , and J. Stein , 1999 , “ A unified theory of underreaction , momentum trading , and overreaction in asset markets ” , Journal of Finance 54 : 2143 —2184.
- [10] Ikenberry, D. , Lakonishok, J. , 1993 , “ Corporate governance through the proxy contest : evidence and implications ” . Journal of Business 66 , 405 —435.
- [11] Kahneman, D. and A. Tversky , 1979 , “ Prospect Theory : An Analysis of Decision Under Risk. ” *Econometrica* , vol. 47 , No. 2 (March) : 263 —291.
- [12] Michaely, R. , Thaler, R. , Womack, K. , 1995 , “ Price reactions to dividend initiations and omissions ” . Journal of Finance 50 , 573 —608.
- [13] Odean, T. , 1998 , “ Are investors reluctant to realize their losses ? ” , Journal of Finance 53 :1775 —1798.
- [14] Roll, R. , 1986 , “ The hubris hypothesis of corporate takeovers ” , Journal of Business 59 : 197 —216.
- [15] Shefrin Hersh, and Statman Meir , 1984 , “ Explaining Investor Preference for Cash Dividends , ” with M. Statman , Journal of Financial Economics , 13.
- [16] Shefrin Hersh , and Statman Meir , 1994 , “ Behavioral capital asset pricing theory ” . Journal of Financial and Quantitative Analysis , vol. 29 , No. 3.
- [17] Shefrin Hersh , 1999 , *Beyond Greed and Fear : Understanding Behavioral Finance and the Psychology of Investing* , Boston , MA : Harvard Business School Press.

A Study of the Development of Behavioral Finance

Jiang Bo-ke Xue Fei

(*School of Economics, Fudan University, Shanghai 200433*)

Abstract : This thesis reviews the literature on behavioral finance , points out the defects of the current research work , and studies the difficulties and trend of behavioral finance. Meanwhile , here lists out the fundamental conditions for behavioral finance as an independent branch , and gives authors ' own opinions on the integration of behavioral finance theories.

Key Words : behavioral finance , efficient market hypothesis , prospect theory , asset-pricing model

[责任编辑 吕晓刚]

(上接第 50 页)

[参 考 文 献]

本文引文除注明出处的以外,皆见《蒋孔阳全集》

- [1] 哲学笔记. [M],人民出版社 1974 年版,第 161 页.
 [2] 见拙作.美学与实践[M].73 页.

Aesthetic Theory : Seeking the Breakthrough in Essentialist Way of Thinking ——A Third Exploration of Jiang Kong-yang's Aesthetic Ideology

Zhu Li-yuan

(*Department of Chinese, Fudan University, Shanghai 200433*)

Abstract : As one of the series of these exploring Jiang Kong-yang's aesthetic ideology , this paper focuses on the exploration of Jiang's aesthetic theory. It holds the view that essentially his theory does not answer the question of “ What is beauty ? ” , which is an existent innate issue of the essence of beauty. Rather , it centers round the issue of “ How beauty comes into being ? ” By employing the theory of “ multi-layer accumulation , breakthrough and creation theory ” , he expounds the key proposition of “ Beauty lies in creation ” , which embodies the breakthrough and transcendence in the way of thought and the approach of traditional essentialism.

Key Words : Jiang Kong-yang's aesthetic ideology , aesthetic theory , established theory , generative theory , essentialism , breakthrough

[责任编辑 张 兵]