

# 行为金融指导下的风险投资决策

何俊德, 陈 威

(华中科技大学 管理学院, 湖北 武汉 430074)

**摘 要:**行为金融理论是自 20 世纪 80 年代兴起的金融学说。目前这一学说正是西方金融研究和实践的前沿领域, 同时也是热门领域。在简述了行为金融和风险投资的有关内容之后, 分析了二者的切合点, 最后介绍了行为金融理论从心理和决策角度对风险投资决策的建议。

**关键词:**行为金融; 风险投资; 决策

中图分类号: F830.59

文献标识码: A

文章编号: 1001-7348(2004)11-0118-02

行为金融理论(Behavioral Finance)是现代金融理论与决策科学、心理学等学科形成的交叉学科, 主要研究某些金融市场异常情形的过程中形成并不断完善起来的理论体系, 主要研究投资者怎样在判断、认识方面犯系统性错误的。行为金融的发展开始于 20 世纪 70 年代心理学领域对人思维的推理和决策过程的研究。Slovic(1972)研究了个体是如何对风险产生错误感知的。Tversky 和 Kahneman(1974)提出了个体决策过程中的启发式(heuristic)偏见。Kahneman 和 Tversky(1979)提出了个体决策中的框定(framing)效应。随后在 20 世纪 80 年代末和 90 年代, 上述学者和金融领域的学者(Robert Shiller, Richard Thaler, Meir Statman, Hersh Shefrin, Werner Be Bond 等)在行为金融方面进行了大量的探索性研究, 结合心理学对个体行为决策的研究成果, 尝试建立对于有效市场假设相抵触的金融市场上存在的异常做出解释的行为金融理论。至今, 行为金融已较传统金融学有影响力。

风险投资(Venture Capital)是指通过一定的机构和方式向各类机构或个人筹集风险资本, 然后将其投入到具有高度不确定性的中小型高新技术企业或项目中, 并以一定的方式参与所投资风险企业或项目的管理,

期望通过实现项目的高成长率并最终通过出售股权等方式获得高额中长期收益的一种投资体系。风险投资决策则是在对风险投资项目进行了科学评估的基础上, 对投资行为实施与否做出的一种选择。

与传统的投资相比, 风险投资的风险比较大, 有许多因素无法准确度量, 因此在风险投资决策过程中, 经验及主观判断往往占有相当的权重, 所以风险投资家也像一般的投资决策者一样不可避免在决策中存在一些心理上的偏差。

## 1 行为金融中的决策偏差与风险投资决策

行为金融学认为决策过程实际上是投资者在心理上计量风险与收益的过程, 因此决策结果必然会受到投资者心理认知偏差(Cognitive Bias)的影响。这些决策偏差基本上集中于 Tversky 和 Kahneman(1974)提出的个体决策过程中的启发式(heuristic)偏见以及 Kahneman 和 Tversky(1979)提出的个体决策中的框定(framing)效应。其后由心理学家和金融学家共同在对金融市场现象研究的基础上作了进一步的深化和扩展。常见的投资者心理认知偏差现象主要有以下几种:

(1) 过度自信(Over Confidence): 心理学

研究发现人们往往过高估自己的判断能力, 当人们对某事有 90% 的把握时, 成功的概率往往只有 70%。

(2) 参考点(Reference Point): 参考点是指人们评价事物时, 总要与一定的参照物相比较。在参考点附近, 人们的态度最有可能发生变化。

(3) 过度反应(Over Reaction)与反应不足(Under Reaction): 过度自信的另一个结果是过度反应与反应不足。

(4) 典型启示(Typical Inspire): 所谓典型启示是指人们喜欢把事物分成典型的几种类别, 然后在事件进行概率估计时, 过分强调这种典型类型的重要性, 而不顾其他潜在可能的证据。

(5) 损失厌恶(Aversion to Loss)与后悔厌恶(Aversion to Regret): 损失厌恶是指人们面对同样数量的收益和损失时, 认为损失更加令他们难以忍受。损失厌恶反映了人们的风险偏好并不是一致的, 当涉及的是收益时, 人们表现为风险厌恶; 当涉及的是损失时, 人们则表现为风险寻求。后悔厌恶是指当人们做出了错误的决策时, 会对自己的决策感到痛苦。

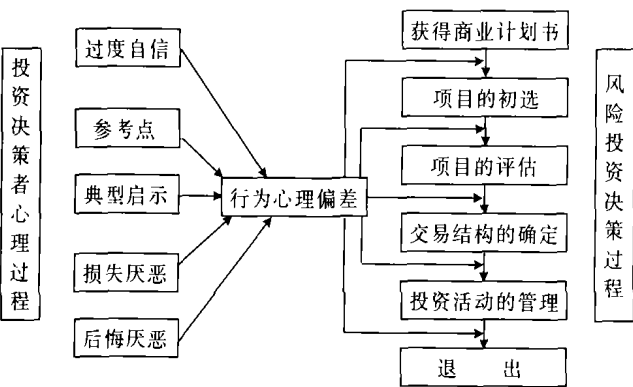
对于风险投资决策而言, 由于风险投资主体间的信息是不对称的, 风险投资的一系

收稿日期: 2004-03-09

作者简介: 何俊德(1949-), 男, 华中科技大学管理学院财务金融系副教授, 研究方向是财务及项目投资决策; 陈威(1981-), 男, 华中科技大学管理学院硕士研究生, 研究方向是财税金融管理。

列决策基本上都是不确定的,投资者对风险基金的投资,风险投资家对风险投资企业的投资,风险资本的退出等决策,行为人在决策前都不知决策结果的空间状态概率分布如何等,投资需要依赖经验和主观判断,需要进行一系列的心理过程,投资决策不可避免产生行为心理偏差。

风险投资决策是一个过程,多阶段性是决策过程本身的要求,风险投资决策也具有多阶段性。许多国外学者 (Tyebee and Bruno 1984, Hall 1989, Boocock and Woods 1997 等)都对风险投资决策过程的阶段进行了研究。风险投资决策过程大致可以分为以下几个阶段:获得商业计划书→项目的初选→项目的评估→交易结构的确定→投资活动的管理→退出。每个阶段的决策都存在行为心理偏差,在不同的决策阶段决策的内容、影响因素、决策方法、决策指标等都不完全相同,产生决策偏差的心理因素形式也有差别,同时影响的程度大小也不相同(如附图)。例如在项目评估阶段决策者可能会由于过度自信的影响而夸大项目的收益,或者忽视项目或企业潜在的风险,在评价项目时决策者往往会寻找一个比较项目或基准项目,这时也可能受到参考点作用的影响。在退出决策时也可能由于损失厌恶而过早地做出退出决策。这些行为心理因素使得风险



附图 投资者心理过程对风险投资决策的影响

投资家产生系统或非系统性的决策错误。

行为金融理论得出的结论认为投资者并不是理性的,而是相对理性的。即投资者的决策行为相对于其本身是理性的,而实质上可能是非理性的。这使得投资者的主观概率分布的期望值与客观概率分布的期望值产生了不同程度的偏差。决策偏差产生的成本在行为金融学中称为行为成本。风险投资决策过程中由于风险投资家的心理认知偏差而产生行为成本,风险投资家如何控制心

理障碍、如何减少行为成本?方法之一是投资者长期坚持一种严格的投资交易策略,制定特殊的标准以利于风险投资决策。另外 E. Russo 和 P.Schoemaker 在 1989 年的研究中发现,群体行为常常会扩大个体行为认知错误。因此降低行为成本方法之二是建立有效的群体决策过程。糟糕的群体决策会扩大个体的错误;相反,有效的群体过程会减少个体的错误。

## 2 行为金融的投资决策理论与风险投资决策

行为金融学是一门科学,从基本的公理出发,探求一种建立在公理基础上的理论来解释金融市场上的行为,并寻求理解和预测心理决策过程在金融市场上的系统含义,并着眼于运用心理学和经济学规律来改善金融决策。其中的一些理论对于风险投资决策有一定的借鉴意义。

### 2.1 行为投资组合理论与风险组合投资

行为投资组合理论(Behavioral Portfolio Theory, BPT)是由 Shefrin 和 Statman(1999)在 Markowitz 的现代资产组合理论(MPT)的基础上发展起来的。MPT 认为,投资者应把注意力集中在资产组合的总体风险和预期收益上,而不是单项资产的风险与预期收益

上,最优的组合配置是处在均值方差有效前沿(mean-variance-efficient frontier)上,这就需要考虑不同资产之间的相关性。BPT 认为在现实中大部分投资者无法估计或准确计算资产之间的相关性,他们实际构建的投资组合是一种金字塔形的行为资产组合,位于塔内各层的资产都与特定的目标和风险相联系,而各层之间的相关性却常被忽略。根据 MPT 理论,风险投资应该分散化,从而在获得同样高的收益的情况下降低非系统风险。降低风险的方法之一,是降低各风险企业之间的相关性,或者在选择风险企业时,尽量选正相关性小的企业或选一些负相关性的企业。但是按照 BPT 理论,现实中投资者所构建的风险投资组合常常不会去考虑组合之间的相关性,而根据一定的目标和风险选择风险企业,所构建的投资

组合也是一种金字塔形结构。

### 2.2 行为资产定价模型与风险投资决策评估

行为资产定价模型(Behavioral Asset Pricing Model, BAPM)是 Shefrin 和 Statman (1994)在资本资产定价模型(CAPM)的基础上提出来的。CAPM 假设所有投资者均为只关心投资回报和投资组合的协方差(风险),二者的均衡处便得到结论。而 BAPM 则将投资者分为信息交易者和噪声交易者两种类型。信息交易者是 CAPM 下的投资者,他们从不犯认知错误,而且不同个体之间表现有良好的统计均方差性;噪声交易者则是那些处 CAPM 框架之外的投资者,他们时常犯认知错误,不同个体之间具有显著的异方差性。另外, BAPM 还对在噪声交易者存在的条件下,市场组合回报的分布、风险溢价、期限结构、期权定价等问题进行了全面的研究。对风险投资而言,现实中,风险投资的运作程序,特别是其决定环节即项目评价,不仅是实践中首先要遇到的问题,而且也是风险投资成败的关键。项目的评估方法在传统上有 NPV(净现值)法,IRR(内部收益率)法,由于传统的方法在评价过程中存在明显的缺陷,Myer(1977)提出了实物期权(Real Options)的思想。现在实物期权法在国外已成为风险投资决策的重要依据,并在项目评价中得到了成功的运用。显然, BAPM 对于期权定价的研究成果为风险项目评估的实物期权法的进一步完善提供了研究方向。

### 2.3 行为金融的投资策略与风险投资策略

这些投资策略包括反向交易策略(contrarian investment strategy, CIS)、动量交易策略(momentum trading strategy)、成本平均策略(dollar-cost averaging strategy)等。这些投资策略的实质在于利用行为偏差,行为型投资经理尽力寻找由于行为偏差产生市场过度反应或反应不足而被市场错误定价的证券从而获得超额利润。这对于风险投资策略就有两个方面的启示。一是风险投资家在筛选分析风险项目或企业时,不仅仅需要收集更多的信息、利用更好的分析模型方法或者指标,而且要善于利用行为偏差,发现可能被错误估计了的投资机会;二是投资者在选择风险基金时,还要考虑风险基金管理者是否具有丰富的风险投资专业理论与实践知识,是否具有有良好的信息收集与信息分析处理

# 非正式金融与私营中小企业融资

王 谦

(浙江工业大学 经贸管理学院, 浙江 杭州 310014)

**摘 要:**在对非正式金融的概念进行界定的基础上,分析了我国中小企业进行非正式融资的原因,论述了非正式金融对促进我国中小企业发展的积极意义,提出非正式金融的存在与中小企业的融资活动有着密不可分的联系,如何正确对待非正式金融是建设我国私营中小企业融资体系中的一个重要问题。对非正式金融应进行正确引导和规范,同时深化金融改革,推动非正式金融制度变迁。

**关键词:**非正式金融;私营中小企业;企业融资

**中图分类号:**F276.3

**文献标识码:**A

**文章编号:**1001-7348(2004)11-0120-02

私营经济作为我国社会主义市场经济的重要组成部分,对加快生产力的发展,促进经济增长发挥着重要作用。在我国现阶段私营经济中,95%以上为中小企业,私营中小企业在发展初期离不开一个良好的外部融资环境,而现阶段非正式金融往往是中小企业在发展初期选择较多的融资渠道。对于非正式的金融活动,长期以来理论界和政策

制定者常持有较多的非议,许多人将非正式金融和非法的或“黑色”的金融活动等同起来。本文认为,非正式金融的存在具有一定的积极意义,它与中小企业的融资活动有着不可分割的联系,如何正确对待非正式金融是建设我国私营中小企业融资体系中一个重要问题,因此有必要对此问题进行深入探讨。

## 1 非正式金融的含义和目前存在的几种形式

一个国家的金融活动可以分为正式与非正式两部分,非正式金融是与正式金融相对应的一个概念。所谓的正式金融应该是指官方或法律框架内被登记、被管制和被记录的金融活动;而非正式金融是指官方或法定

能力,是否能避免由于自身的心理偏差而造成重大失误,是否能认识到市场中的行为偏差,从而做出更为合理的决策。

### 参考文献:

- [1]沈良峰,樊相如.基于层次分析法的风险投资项目评价与决策[J].基建优化,2002,(4):20.  
[2]PAUL G.JOSH.L.. An analysis of compensation

in the U.S.venture capital partnership[J].Financial Economics,1999,51(1):33-44

- [3]金雪军.行为金融理论中得决策偏差与相对理性[J].商业研究,第274期,109.  
[4]Shefrin H.and M.Statman (1994). Behavioral Capital Asset Pricing Theory[J].Journal of Financial and Quantitative Analysis.Vol.29, No.3 (September):323-349.

[5]Tversky,A. and Kahneman, D.(1974). Judgment under uncertainty:Heuristics and biases[J],Science,185,1124-1131.

[6]Gomper, P. A.. Optimal Investment, Monitoring, and the Staging of Venture Capital[J]. Finance, 1995, L[5]1461-1489.

(责任编辑:董小玉)

## Venture Capital Decision Making By Behavioral Finance Theory

**Abstract:**Behavioral Finance Theory arose since the 1980's, and is becoming the former and pop field of finance research and practice in west at present. In this paper after presenting the related content of Behavioral Finance and Venture Capital,then analyzed the joint of them,we introduced the advices to Venture Capital decision making given by Behavioral Finance Theory in the point of psychology and decision-making at last.

**Key words:**behavioral finance; venture capital; decision making

收稿日期:2003-12-25

基金项目:武汉市社会科学基金资助(03019)

作者简介:王谦(1963-),男,副教授,博士,主要从事金融市场方面的研究。