

# 行为金融学：理论探讨和现实运用

杨惠敏 魏斌

行为金融学是金融学中的一个新兴领域，近年来，它得到了越来越多的重视，许多学者都将目光投向其理论研究及研究成果在实际中的应用。本文将对行为金融学的产生、发展及基本理论作一概述，并通过用行为金融学的研究成果来解释股票市场的过分波动来例证行为金融学对于理解和研究资本市场问题的意义和价值。

## 一、行为金融学的产生

行为金融学，顾名思义就是将心理学尤其是行为科学的理论融入到金融学中。它是从微观个体行为以及产生这种行为的更深层次的心理、社会等动因来解释、研究和预测资本市场的现象和问题。行为金融学并不是最近十几年才出现的，它的产生几乎与日前被称之为经典或现代金融学相同步。但由于种种原因，它一直没有受到重视。下面笔者将从现代金融学的发展过程来考察行为金融学产生和发展进程。

金融学既属于经济学范畴，更是一门社会科学，然而使许多社会科学家吃惊的是除了行为金融学之外，我们所称为的现代金融学很少甚至没有从个体决策的角度加以研究，从这一点来说，金融学与它的母体理论——经济学是一致的：即演绎占据着统治地位，决策过程被看成一个黑箱。1952年，H·马柯维茨发表了《证券投资组合选择》一文，被视为现代金融学的开端，在其后的25年中，现代金融学得到了迅速发展，产生了一系列像资本资产定价模型、套利定价模型和期权定价模型等著名的理论模型。它们都有一个共同的假设基础：每个人都是无所不知、理性十足，以追求自身效用最大化为目标的经济人。现在看来，现代或经典理论的兴起有其历史必然性，首先在那个热衷于军事竞争和宇宙探索的年代中，以强调数量方法和推崇最优原则为特征的“硬科学”占据着主导地位。同时，在心理学领域认知心理学还处于其形成状态。其次是金融学家们一直认为金融学是一门严谨的科学，而不同意其只是商业管理应用技术这一提法。因此为了强化金融学的严谨性，理论界力图从其源头——经济学那里借鉴和引入更多的概念和方法。在这种情况下，不仅许多经济学家忽视了心理因素的影响，他们中的一些还混淆了“理性”和“主观预期效用（SEU）”这两个经济学概念的内涵。这使得以后发展起来的一些理论模型成为不可证伪的，即暗含真实的经济信息总是可以可靠获悉并立即反映于价格中，同时也暗含着所有理性决策者都遵循着一特定的规范的决策程序。

非常具有讽刺意味的是改革的第一丝迹象，即经典理论大厦的第一道裂缝是经典金融理论先驱在运用已被认为是完美的经济计量模型时所发现的。早在1977年，罗尔（Richard Roll）就发现现代金融理论的基石——资本资产定价模型可能

是无法验证的。20世纪八九十年代的许多统计资料表明，现在的这个模型如果不是错误的，那么一定是不完善的。研究还发现，股票收益过分易于波动，容易产生泡沫，贝塔系数——这一经典财务理论的核心概念，实际上只与股票收益有着微弱的联系。更令人感到疑惑的是投资者对信息的反应不是具有“逻辑性”，而是显得过分自信，当决策信息发生一些表层的变化时，投资者就改变了他们的选择。尽管经典理论的卫护者争辩道由于计量失误及资料收集上的偏见使得观察的数据充斥着“噪音”而不具有可信性。但经典理论的缺陷和不足都是无法回避的客观事实。1992年，资本资产定价模型的奠基人之一——E·法麻（Eugene Fama）宣布他不再支持该理论模型。1994年4月，甚至经典理论的先驱米勒（Merton Miller）在接受《经济学家》采访时承认传统理论没能解释资产价格是如何确定的。1995年，经济学家邦特（Werner De Bondt）写到，可悲的事实是：现代金融理论只提供了一系列不存在现实支撑的资产定价模型和一系列没有理论支持的实证事实。

最早要求将心理学与金融学合到金融研究中的呼声是来自美国俄勒冈大学巴伦（O. K. Burren）教授。他于1951年发表了题为“投资研究中运用实践方法的可能性”，探讨了用构建实验室来验证理论的必要性。随后1967年又一位俄勒冈大学的金融学教授巴曼（Bauman）发表了《科学投资分析：是科学还是幻想？》一文。这两位学者在各自文章中都批评了金融研究一味地过分强调数量模型的风气，并且指出了将金融学和行为科学的方法相结合加以研究将是一片极具研究价值的新领域。在1969年俄勒冈大学的心理学教授斯诺维奇（Paul Sovic）发表了一篇从行为角度来研究投资过程的报告。在1972年巴曼和斯诺维奇继续这一方面的研究，并且斯诺维奇于该年发表了一篇对以后的研究产生很大影响的研究成果，即《人类判断行为的心理学研究》。

行为金融学其真正兴起是在20世纪80年代末。威斯康星大学的邦特等许多学者都发表了各自金融行为学的研究成果。这一研究高潮的到来主要是受以下三个因素的影响：一是越来越多的实证经验发现现有的金融理论在某些基本方面存在着缺陷，因而对现实中的某些问题无法给出合理的解释；二是预期理论在这一时期的发展，该理论主张用建立在更为现实的行为假设上的模型来代替建立在主观预期效用理论上的模型；三是70至80年代中，会计理论研究者对心理活动对财务决策的影响上作了非常广泛的研究，为80年代末行为金融学的兴起奠定了基础。我们知道，财务活动是微观的金融活动，会计理论研究在传统上就注重研究个人和企业，而不是市场。这一点大约可以解释为什么会计理论者在这一领域研究中“先行一步”。

## 二、行为金融学的概念及理论

行为金融学是针对现在被称之为现代金融理论或经典金融理论的缺陷而提出来的,它并不是要取代它,相反它的出现正是要弥补经典理论在个体行为分析上的不足和缺陷。同时,行为金融学也是一门自成体系、相对独立的科学,它以一系列基本的公理为基础,研究建立在这些公理之上的理论,是否可以解释资本市场上的行为状况。与传统理论不同的是行为金融学并不试图定义什么是合理的行为,什么是不合理的行为,也不给决策贴上正确或错误之类的标签。它研究的是理解和预测个体心理决策程序对资本市场的影响以及如何运用心理学和经济学原理来改善决策行为。

作为一门新兴的科学,迄今为止,行为金融学还没有形成一套系统、完整的理论。目前绝大部分的研究成果都集中在确认那些会对资本市场产生系统性影响的决策行为的特征上。尽管这一全新的概念框架还需要不断完善,但已经发展和确认了一系列具有公理性的决策行为特征。这些特征包括:决策者的行为是多元的、易变的,并且通常只在决策过程中形成,即我们通常所说的临时作出决策;决策者具有很强的适应性,也就是说,决策的性质和决策环境都将对决策者的选择决策程序和方法产生影响;决策者更倾向于满意原则,而不是最佳原则等等。尽管这些决策行为特征本身还具有不确定性,它们在现实中的运用也不是尽善尽美,但实证研究已证明它们对解释下列资本市场现象具有很大的相关性,这些现象包括:(1)形式上处于混乱状态下的股票价格(股票价格难以预测);(2)股票价格过分波动和价格中的泡沫成份;(3)投资者中盲目追随和一哄而上的现象;(4)对于损失风险的错误估计;(5)过早地出售成功的投资和过晚出让失败的投资;(6)投资者对现实股利的偏好颇为不同;(7)投资者相信风险会随着时间的推移而减弱;(8)投资者将好的公司误认为好的投资;(9)资产定价总是显得对市场信息反应不足或反应过度。

尽管对决策行为特征的研究才刚刚起步,但是这些研究成果已经表示出了普遍的适用性。尼斯比特(Nisbett)等人发现这些决策行为特征既可以解释为什么人们在面临复杂问题时往往作出了正确的决策,也可以解释为什么在日常简单的判断上却容易犯错误。他们认为人的行为并不像纯理论科学家所认为的那样,为了追求真理可以不惜一切代价,而是像一个应用科学家,不仅仅要受到所谓客观的、正确的知识的引导,还要受到他人的行为和观念的影响。因此纯理论的方法在现实情况下通常都是无用武之地的。尼斯比特等人同时也指出人们的决策行为可以通过正式的教育和培训来加以优化和完善,但这种完善过程是永无止境的,也就是说决策行为不可能达到最优。

心理进化论的近期研究成果表明,上述的决策行为特征所具有的普遍性和适用性根源于人类的进化过程。巴罗(Borow)认为人类普遍的天性主要决定于人类的心理进化机制,而这种机制则受到自然选择的影响。目前人类的心理状况如从生物进化的缓慢进程来看,更适宜于原始社会采集和狩猎式的生活。从这一点可以认为,决策行为特征中诸如在压力下更关注不利事件和损失以及偏好具体信息而不是抽象信息等等,之所以具有意义是因为它们体现了人类求生存的本能。与此相类似,辛普森(Simon)等人指出基因对人类的行为有着重大的影响。人类文化的发展同人类心理进化机制有着千丝万缕的联系,而人类进化过程又同广泛的社会现象相关。当人类进化的目标不是使个体的行为最优,甚至不是个人的生存,而是整个物种的生存和延续时,自然选择就在人类决策行为发展中扮演着重要的角色。有一篇题为《金融风险承受力评估:生

物学视角》的文章指出那些身体内一元胺氧化酶(它使一元胺去氨氧化并通过氧化断裂一元胺神经递体而影响神经系统)水平较低的人更易于承受经济风险。另一关于人类生理风险承受力的研究也得出了相似的结论。

## 三、股票价格波动的行为金融学解释

实证研究表明金融资产定价实际上是无法用经典理论模型加以解释的,它呈现出的是一种复杂的、非线性的定价过程。彼特斯(Peters)认为股票价格和收益具有周期性特征,短期内难以正确预测,长期内更无法预测。这种非线性的甚至是混乱的状况与人们总是随着时间推移,不断地根据正面回馈信息来调整自身行为有关。有关个体经济决策程序的研究发现决策过程的自然特征与资本市场上的正面回馈效应及资产定价的这种非线性行为有着直接的、密切的联系。例如:研究表明当决策者面对一项复杂的购买的决策时,他倾向于盯住资产价值的指示信号。决策者还倾向于高估近期信息,这使得在预测股价变动趋势上缺乏连续性,同时他们还过分相信大众舆论的价值,总是力图寻求“肯定”的证据,有着强烈的从众心理,这些都加剧了正面回馈效应以及资产定价的非线性行为。

在股票价格是否存在过分波动这一问题上,理论者曾进行过热烈的讨论,但所讨论的价格是建立在现行价格、理性经济人和有效市场这些假设基础之上的。有关股票价格过分波动的可靠例证很少,是因为实证研究所使用的数据都暗含着研究者或多或少了解投资者所使用的估价模型(实际上不可能知道)以及假设在模拟市场和真实市场中投资者的行为是相类似的。但是金融经济学家们都一致认为:股票价格和成交量的变动与投资者观点的分歧有着直接的联系。在这一点上,经典理论无法解释为什么投资者观点会有巨大的差别和分歧,他们试图求助于信息经济学中的不对称信息理论。但是对于在公开市场上的大量、普遍交易的股票来说,投资者之间信息不对称的可能性很小,也就是说不存在能使股票价格产生较大波动的信息不对称问题。行为金融学对此提出了见解独到并具有说服力的解释。行为金融学认为股票价格波动的根源在于投资者在处理信息以及估价时所采用的决策程序,佩恩(Payne)的研究支持了这一观点。他认为决策者的决策行为对所面临的问题以及产生该问题的环境具有很强的“适应性”。特别需要强调的是,决策者的情感世界,决策所用时间,对决策复杂的认识以及决策信息传递所采用的形式上的差异都会对决策过程产生重要的影响。正由于决策程序的这种“适应性”,使所有的投资者都面临着相同的市场信息,他们对信息的认识、筛选和处理都会有着千差万别。在这种情况下,资本市场的波动不仅仅只与信息不对称有关,它将更多地受到决策程序差异的影响。

在投资者的决策过程中,股票估价成为了最核心、最复杂、最令人难以捉摸的任务。而在社会科学领域,占据统治地位的就是这类“复杂而难以捉摸的任务”。这类任务就像预先下好的赌注,缺乏为达到一个特定而明确的目标所需要的一系列系统的方法和信息。尽管知道有许多决定因素,但却无法清楚地知道是如何决定的。许多关于职业投资经理业绩的研究表明绝大多数投资专家所使用的策略没有什么超人之处,即使有,也是偶然性的。投资组合管理既不是艺术也不是科学,它是在一系列游戏规则中,在一个充满了不确定性、可能性以及不完备甚至错误信息的一个不断变化的世界中,为了达到一个目标最可靠最有效的途径。

正是这类“复杂而难以捉摸的任务”使得决策结果的易变性大大增加了。因为它使人们更多地依赖于经验和直觉,习惯于运用个人独有的、具体的、感性的信息和方法来作出决策。佩

恩 (Payne) 认为决策者总倾向于在决策准确性和决策所费精力中做选择。当面临复杂决策时, 决策者转向运用实用但并非精确的方法, 因为这样所花费的成本较小, 而当精确预测很难达到以及责任难以分摊落实时, 追求花费较少精力策略的动机更为突出。这种情况在股票估价及交易中是非常普遍的。实证研究发现决策过程越是依赖经验和直觉, 决策则越容易趋向于可逆转化 (既结果完全可以相反)、感性化。因此, 当一支股票交易具有上述特征时, 则其价格波动越明显。另外, 如米勒 (Miller) 所指出的: 除非套利机会不存在了, 否则人们观念的巨大分歧将不仅导致更大的价格波动, 而且会导致更高的市场均衡价格。

#### 四、金融学的未来展望

有人认为金融学已经面临僵化和停滞的危机, 因为它已经将自己禁锢在一个普遍化的概念框架中 (数学模型) 和一个特定的概念框架中 (基于经济理性的有效市场假说)。不可否认的是, 金融学与经济学的结合为金融学的发展带来了极大活力。正是由于资本资产定价理论, 套利定价理论和期权定价理论的发展, 才使我们对投资组合、市场均衡、资产定价这些概念有了更深入的了解。然后, 人们或早或晚都会意识到这一规律, 边际报酬总是递减的。就像当年去经济学那里寻求金融学发展的新动力一样, 那些想推动金融学发展进程的人们也应当去学科之外寻求新的发展源泉。有些传统理论卫护者对心理学、行为学这些似乎与金融学、经济学毫不相干的学科“入侵”而焦虑不安。其实, 这完全没有必要。金融学家们早就发现有必要提供数字结果背后的行为解释, 这表明金融学领域的行为研究不仅是重要的, 而且是值得的。近年以来, 传统理论开始向代理理论和企业治理理论扩展, 表明个人和集体行为已经成为一些金融学家们的研究兴趣所在。传统理论近来还强调信息所扮

演的角色, 尤其是不对称信息在市场行为和资产定价中所起作用。而这些正与行为金融学不仅注重决策本身, 更注重形成决策的信息不谋而合。

哈佛大学的兰格 (Ellen Langer) 在她《思考式学习的力量》一书所提出的三点可以作为衡量推动金融学研究动力的评价标准: (1) 不应当将数据当成一成不变的商品, 而是应看成蕴含创造性思维的不确定和机会的源泉; (2) 某一个人所构建的对客观世界的看法只是千千万万个构想中的一种; (3) 那些掌握了大量信息但又不拘泥于某一个特定角度看问题的人最有可能成为推动学科发展的先驱。

#### 注释:

Roll Richard: "A Critique of the Capital Asset Pricing Theory's Tests." *Journal of Financial Economics* Vol 4 No 2 (June) 1997, pp. 129~176

De Bondt, Werner F. M.: "Investor Psychology and the Dynamics of Security Prices", In *Behavioral Finance and Decision Theory in Investment Management* Edited by Arnolds Word Charlottesville VA: Association for Investment Management and Research 1998 (8).

Rebert A. Olsen: "Behavioral Finance and its Implications for Stock-Price Volatility", *Financial Analyst Journal*, March/April 1998, pp. 10~18

Miller, Edward: "Risk, Uncertainty and Divergence of Opinion." *Journal of Finance* Vol 32 No 4 (September) 1977, pp. 1151~1168

(作者单位: 南京大学国际商学院硕士生 南京 210093  
澳门南光 (集团) 有限公司 澳门)  
(责任编辑: 陈永清)

(上接第 52 页) 不断实现和发展自己的利益要求提供了能力基础。

另一方面, 利益的内容也在不断发展。在人们生产和生活的特定时期和特定阶段, 利益总是有其具体的内容, 因而是有限的。比如, 三百年前的大财主只能想到田多地广, 而却不可能想到包租一架飞机周游世界。可是, 在社会实践中, “已经得到满足的第一个需要本身、满足需要的活动和已经获得的为满足需要用工具又引起新的需要。”<sup>17</sup> 这种新的需要和新的利益要求即意味着人们的利益不断丰富。为什么会如此? 这是利益的基本特性——自我实现要求所决定的。马克思说: “人不仅为生而斗争, 而且为享受, 为增加自己的享受而斗争……准备为取得高级的享受而放弃低级的享受。”<sup>18</sup> 这就使得利益的内容具有无限发展的前景。

显然, 利益的具体有限性和利益发展的无限性使得“经济人”呈现若干具体形态, 并随着社会不断发展而不断扩大其内涵。然而, 这一过程是在利益的自我实现要求即“经济人”自利本性的驱使下来完成的。

从以上的分析可知, 斯密的经济人假说深刻反映了利益这一社会现象的特性与内在矛盾, 符合人类的内在必然性。

#### 注释:

14 17 19 25 亚当·斯密:《国民财富的性质和原因的研究》, 下卷, 27、67、198~199、260、252页, 北京, 商务印书馆, 1974。

11 27 《马克思恩格斯选集》, 中文 1 版, 第 1 卷, 32、32、35、32 页, 北京, 人民出版社, 1972。

《马克思恩格斯全集》, 中文 1 版, 第 25 卷, 926 页, 北京, 人民出版社, 1974。

《马克思恩格斯全集》, 中文 1 版, 第 6 卷, 486 页, 北京, 人民出版社, 1961。

《马克思恩格斯全集》, 中文 1 版, 第 46 卷 (上), 102~103 页, 北京, 人民出版社, 1979。

《马克思恩格斯全集》, 中文 1 版, 第 1 卷, 439 页, 北京, 人民出版社, 1956。

12 《马克思恩格斯全集》, 中文 1 版, 第 18 卷, 307、307 页, 北京, 人民出版社, 1964。

13 15 16 20 21 22 24 26 亚当·斯密:《国民财富的性质和原因的研究》, 上卷, 60、12、353、354、12、15、80、242、298 页, 北京, 商务印书馆, 1972。

10 《马克思恩格斯全集》, 中文 1 版, 第 3 卷, 286 页, 北京, 人民出版社, 1960。

18 《马克思恩格斯选集》, 中文 1 版, 第 2 卷, 94 页, 北京, 人民出版社, 1972。

23 马克思:《资本论》, 中文 1 版, 第 1 卷, 92 页, 北京, 人民出版社, 1975。

28 《马克思恩格斯全集》, 中文 1 版, 第 34 卷, 163 页, 北京, 人民出版社, 1972。

(作者单位: 上海大学国际工商与管理学院 上海 200126)  
(责任编辑: 陈永清)