

行为金融视角下的公司理论

杨胜刚 吴立源

摘要: 有关公司理论的代理人激励机制、公司融资决策和公司投资决策等方面的研究虽已很多,但行为金融的出现使我们能够从一个全新的角度重新考虑这三个问题:代理人本身的心理偏差很可能导致设计良好的激励机制失效;公司的融资决策和公司价值最大化的目标是密切相关的,即从行为金融角度重提资本结构相关论;非理性的投资者导致错误定价,会进一步影响到公司的项目投资决策(资本预算)。

关键词: 认知偏差 激励机制 资本结构 资本预算

一、行为金融对传统公司理论的新思考

行为金融理论对传统的公司理论有着重要的意义。传统公司理论建立在三个假设之上:(1)理性行为;(2)资本资产定价模型(CAPM);(3)有效的市场。但行为金融认为心理力量会干扰这三个假设:心理方面的因素会阻碍决策者作出理性的决定;证券风险溢价也不是完全由 决定;证券的市场价格也常常偏离其基本价值。

因为股东拥有并控制公司,公司的管理者应该为股东的利益进行决策,公司财务管理的最终目标就是使股东财富最大化,但管理者的直接管理对象是公司,所以,我们采纳“系列合同理论”(set of contracts viewpoint)的观点:公司制企业力图通过采取行动提高公司股票的价值,以使股东财富最大化。可见,公司价值和股东财富是联系在一起的,最大化股东财富也就意味着要最大化公司价值。

在价值最大化的过程中有两个关键的行为阻碍因素,一个来自于公司内部的管理人员,一个来自于公司外部的投资者。前者我们称之为行为成本,行为成本减少价值创造,它是由经理人的认知偏差和情绪波动所造成的。后者则源于投资者和职业证券分析师的行为偏差。它们导致证券市场价格背离证券基本价值,并干扰经理人的决策制定。

1. 干扰价值最大化过程的第一个因素来自于公司内部经理人方面的行为障碍。代理人问题至今仍然是经济理论家和业界人士关注的焦点,代理人问题的关键是委托人与代理人之间在利益上的不一致,为了使代理人按照委托人的利益行事,委托人(股东)设计了一系列的激励机制,减少代理人(经理人或管理层)背离委托人利益。激励机制的作用就是使委托人和代理人的利益取得一致,代理人要最大化自身价值就必须使股东财富最大化。因此,价值型管理的支持者强调设置合理的激励机制以使经理人最大化股东财富和公司价值。但事实上,可能由于行为成本巨大,导致激励机制失效。可以这样理解,激励机制就是要使委托人和代理人的利益一致,以促使代理人按照委托人的利益行事,但作为行为人的代理人却可能由于认识方面的偏差没有意识到这种

一致性而做出偏离激励机制意图的决策,在损害股东利益的同时也损害了自身的利益。下文我们会通过代理人和委托人合一的例子证明这一观点。

2. 干扰价值最大化过程的第二个因素来自于公司外部的行为障碍。行为金融认为 CAPM 并没有正确地风险定价,证券市场价格也常常偏离证券的基本价值。遵循价值型管理方法的经理人通常都是在这样的认定基础上进行决策的,即认定证券的基本价值和市场价值是一致的。但是,当两者背离时,寻求基本价值最大化的经理人会发现他们的行动减少了公司的市场价值。那么,在这种情况下经理人又该如何行事呢?比如说,当基本价值用未来现金流的净现值计算时,经理人应该怎样调整经济附加值(EVA)法呢?在传统 EVA 分析方法中,EVA 中使用的折现率就是 CAPM 中计算出的风险报酬率。但是,当证券分析师和投资者导致错误定价时,经理人又应该如何调整其中的折现率以反映这种价格偏差的影响呢?

下面我们首先介绍几种在后面分析中会用到的行为决策过程中的认知偏差和行为特征及其影响,以利于后面主体部分的分析。

第一,回避损失。对于收益和损失,投资者更注重损失带来的不利影响,实证研究也具体表明,行为人对损失赋予的权重是收益的两倍,而这造成行为人在投资决策时是按照心理上的“赢利”和“损失”,而不是按照实际收益和损失采取行动,并且在赢利区域表现出风险厌恶,在损失区域表现出风险偏好。即往往导致行为人不愿意承认已有的损失,在已经出现亏损时还继续增加投入。

第二,框架效应或者决策对问题构想和表达方式的敏感性。行为人在做出决策时,会受到问题的框架方式的影响,说得更明白极端一点,对一个既定问题行为人的选择不同是因为该问题呈现给他们的表达方式不同,因此每个人也就用不同方法去解决问题。所以明明两个最终结果一样的问题,但由于两者提问的方式不同,结果造成行为人在选择时有所偏向。

第三,过度自信。行为人在决策中总是倾向于过高估计

自己的判断力,从而表现出过分的自信。心理学研究发现,如果人们声称对某件事抱有 90% 的把握时,成功的概率大约只有 70%,特别是在金融活动中此项心理特质表现的尤为明显,如过分相信自己的信息和作出的判断,即使出现与自己判断或想法相反的象征,仍固执己见、一意孤行,因而容易造成证券市场过度反应或反应不足。

第四,确认偏差 (confirmation bias)。在对不确定后果进行预期时,行为人的行事原则常常会违反贝叶斯原则和其他概率最大化理论。往往把小样本中的概率分布当做总体的概率分布,夸大小样本的代表性,对小概率加权过重,犯了“小数法则偏差”错误。常常表现为对其愿意相信的可能寻找证据,一旦找到则赋予其过高的权重,夸大发生的可能性,而忽视这些事件发生的偶然性。

下面我们利用上述行为人的认知偏差和行为特征来分析它们对代理人激励机制和公司的融资、投资决策造成怎样的影响。

二、行为金融对代理人激励机制的影响

正如委托 - 代理理论所说的,在委托代理关系中,委托人和代理人的利益不一致,而代理人往往为了自身的利益而违背代理合同的要求,不仅不按照委托人的利益行事,甚至还损害委托人的利益。为了避免这样的问题,委托人设计出了激励机制,激励机制使委托人和代理人的利益取得一致,迫使代理人为了自身的利益必须按照委托人的利益行事。但要达到这样的效果,代理人必须能够认识到激励机制的存在已经使得他和委托人的利益结合在一起了。但事实上,代理人作为行为人的认知偏差和行为特征往往使他们认识不到这一点,从而导致激励机制失效。由于直接设计这样的模型有一定的难度,因此我们采用一种变通的方法,利用一个委托人和代理人合二为一(经理人同时也是大股东)的案例,通过证明这样的代理人也无法避免作出损害委托人和其自身的利益来说明激励机制作用的有限性。

我们选取的案例是索尼公司的。索尼公司是 Masaru Ibuka 和 Akio Morita 在 1946 年建立的,1957 年后,索尼公司致力于开发彩色电视机。1961 年 3 月,Masaru Ibuka 和 Akio Morita 在纽约的一次展销会上发现了一种高质量的彩色显象管。Morita 与彩色显象管的拥有者协商获得了用它来生产彩色电视机的技术许可证。1964 年 9 月,Ibuka 组队成功制造出了模型,但还没有找到经济可行的制造程序。但 Ibuka 是乐观和自信的,他在索尼公司展示厅演示了这一产品,并且消费者反映良好。随后索尼公司决定投资新建产房安装这一新型彩色显象管的生产线,Ibuka 还宣称这种彩色显象管会是索尼公司最大的优势,他为这条生产线投入了 150 人,但最终生产出来的彩色电视机只有千分之三的合格率。彩色电视机的零售价是 \$ 550,但生产成本却两倍不止,这时,Morita 想结束这一项目,Ibuka 则想坚持下去,最后索尼公司仍继续生产这种彩色电视机,最终卖出 13 000 台,但每一台都是亏本的。终于,1966 年 11 月,索尼公司的财务总监宣布索尼公司即将破产,直到这时 Ibuka 才同意终止该项目。

那么现在我们来分析看看这个案例中是否有行为因素在起作用呢?很明显,是的,而且至少有两个:过度自信和损失厌恶。过度自信是显而易见的,因为在索尼公司的工程师找出有效的生产方法之前,Ibuka 就轻率地决定大批量生产这种彩色电视机。而损失厌恶则主要反映如下:在损失开始出现并逐渐增大时,Ibuka 仍坚持继续投资于该项目而不愿接受一个确定的损失金额,反而愿冒更大的风险赌赌看是否会出好的解决方法,这正是投资者由于损失厌恶在损失区域表现出来的风险偏好的行为特征。

如果我们仔细分析一下,还可以发现另两个行为偏差:框架依赖和确认偏差。我们知道索尼公司的大部分损失来自于对新生产线的投资,这就是所谓的沉淀成本。大多数有关财务管理的教科书都教导我们,沉淀成本是已经发生的不可逆的现金流,不会再被接受或拒绝某项决策所影响,因此在考虑其他决策时是可以被忽略的。但实际上从行为金融学的观点来看这是框架依赖问题。简单说明一下,有 A 和 B 两个选择,A:确定的损失 \$ 2400,B:75% 的机会失去 \$ 3200,25% 的机会失去 \$ 0。通常行为人都选择 B,但实际上 A 和 B 的期望值是一样的,只不过因为表达的方式不同,让行为人有了一种有偏向的选择。具体到索尼公司的案例来看,对新生产线的投资已经是确定的损失,再继续投资期望值也不会改变,但由于同样的亏损用另一种方式来表达,导致 Ibuka 作出继续生产的决策。而 Ibuka 的继续生产的决策也表现出一种确认偏差,Ibuka 曾经组队成功地试制出样品,他将这一偶然发生的小概率事件的概率分布当做总体的概率分布,夸大它的代表性,盲目地扩大生产造成巨大的损失,犯了确认偏差的认知错误。

很明显,在上面索尼公司的案例中,经理人 Ibuka 既是公司的创立者又是大股东,可以说委托人和代理人的利益完全取得了一致,但即使是这样的身份也没能阻止他作为代理人的过度自信和损失厌恶以及确认偏差和框架依赖,所做的错误决策最终减少了公司价值和股东财富。当然,激励机制毫无疑问是很重要的,但索尼公司的案例同时又说明激励机制并不能完全克服行为因素的负面影响,这为我们思考委托代理问题提供了一个新的思维空间。

三、行为金融对公司融资政策(资本结构)的影响

1. 资本结构无关论——资本结构与公司价值无关吗

公司的价值为负债和所有者权益之和,可用公式表示为:

$$V = B + S$$

V:公司的价值

B:负债的市场价值

S:所有者权益的市场价值。

公司管理当局的目标就是尽可能地使企业增值,那么就应该选择一个使 V 尽可能大的 B - S 比,这就是我们通常所称的资本结构理论。资本结构理论是西方公司财务管理理论中的三大核心理论之一,1958 年 Franco Modigliani 和 Merton

Miller 的 MM 理论标志着现代资本结构研究的新开端,他们对公司的价值和资本结构的关系进行了严密的分析。

MM 定理认为,在无税的情况下,给定公司投资策略不变的前提,公司的市场价值不受公司资本结构的影响,杠杆企业的价值等同于无杠杆企业的价值。因为市场有效,证券市场价格就是该公司未来现金流的现值,那么不管发行的是何种证券,权益性证券也好,债务性证券也好,它们的市场价值之和一定等于该公司的未来利润的现值;而市场有效时的无风险套利活动也使得资本结构的不同变得毫不重要,因为如果两个本质完全相同的公司由于资本结构的不同而有不同的市场价值,理性的套利者就会购入价值被低估公司的所有证券,出售价值被高估公司的所有证券,最终通过这种套利活动使两者的价值趋于一致。而在有税的情况下,公司则应将该 100% 的负债。

当然,这与我们在证券市场实际看到的情况完全不同,就行业来说,如银行业就几乎都是选择高负债 - 权益比,所以巴塞尔协议才力图使银行业的资本充足率达到 8%;而其他行业如制药业则往往采用低负债 - 权益比,而且如果真是这样,又何来如火如荼的金融创新呢!事实上,学术界和公司财务经理对这种资本结构无关论一直就是抱怀疑态度,至今为止也已经有许多学者提出了批判,而本文则是从行为金融的角度重新进行思考,并就公司融资行为提出一些建议,角度不同因此并不重复。

2. 行为金融——资本结构相关论的支持者

行为金融理论建立在两大基石之上:非理性行为(心理认知错误和行为偏差)与有限套利。前者主要包括框架依赖、确认偏差、过度自信和回避损失,我们在前面已详细地解释过,不再赘述。这里主要介绍一下有限套利理论,行为金融认为,现实中的套利不仅充满风险,而且作用有限。因为套利作用的发挥,关键要看能否找到受噪声交易者潜在影响证券的完全或近似替代品,但事实上,对大多数证券来说,这种替代品几乎是找不到的,套利者无法在发现某种证券出现错误定价时及时地买进或卖出替代品,只能简单的卖出或买进错误定价的证券,再加上考虑到套利者的风险承受能力,套利者就很难把大量证券的价格维持在基本价值的水平上;即使有完全的替代品,但由于价格偏差在消失前可能继续错下去,低者继续下降而高者则继续走高,尽管价格最终还是回到基本价值,但套利者是否能够承受这种暂时的损失呢,特别是当资金具有借入性质时?因为套利者面对的是较短的时间平台“time horizon”。所以,套利是有风险的,是有限的,公司证券的价格可能长期高于基本价值,也可能长期低于基本价值,并不总是停留在基本价值附近。

这个结论对公司资本结构理论有着重要的意义,因为套利是有限的,所以主动去考察选择什么样的融资政策,去权衡发行债券还是发行股票并考虑如何去市场推销,都是极为重要的。

投资者的心理偏差会导致公司证券市场价格的高估和低估,而有限套利又无法纠正这种错误定价。也就是说,不同的现金收入流量对不同的投资者的吸引力各不相同,对于

他们感兴趣的证券愿意支付高价,对于不感兴趣的证券则只愿意支付较低的价格。如,市场中有部分投机者极为看好某公司的未来经营状况,而市场中的绝大多数投资者认为其经营状况只是一般,这时,该公司在融资时就可以向前者发行高风险的股票而向后者发行风险较低、收益固定的债券,从而形成高负债 - 权益比,若情况相反则形成低负债 - 权益比;或者当公司股票市场价格被高估时,趁机高价发行本公司的股票,以现金形式持有或投资于市价公平的证券而不是用于项目投资(假设此时经理人追求的是长期价值最大化),因为理性的经理人知道投资者高估了未来的现金流。低估时,则应趁机回购证券,但不用撤回已有的项目投资,因为理性的经理人知道投资者低估了该投资项目的未来现金流,很明显,这里也改变了公司的资本结构;也就是说要注意利用投资者的心态改变融资结构,努力创造满足投资者需要的证券,投资者需要什么,我们就发行什么,金融创新正是依据这样的理念而成功的,各种各样的满足投资者不同需要的金融工具层出不穷,不仅债务性资本与权益性资本的比例在不停的变化,就是它们各自内部的结构也在不断变化;股利政策也不再是无关紧要的,而是可以成为一种向市场投资者推销本公司股票的重要营销策略,当市场非有效,投资者存在认知偏差时,公司就可以利用股利政策来推动对自己证券的需求,因此,应慎重确定股利政策,避免变化无常,一方面要利用非理性的投资者根据表面现象作出的决策,另一方面又要防止非理性的投资者仅仅根据表面现象作出对公司不利的错误决定;总之,作为头脑清晰的公司管理人员必须牢记:市场投资者非理性,因此,可以利用这一点改变资本结构来最大化公司价值和股东价值。

四、行为金融对公司投资策略(资本预算)的影响

公司的持续经营就是不断的获取资本(融资)、使用资本(投资)的过程,要使股东财富增值就需要对获取的资本寻求最佳的投资方向,资本预算简单来说就是关于固定资产投资决策的过程。但是非理性的投资者和证券分析师往往干扰投资决策。比如说,我们都知道收益的增长和价值的创造是两回事,即一个公司的收益在增长的同时经济价值可能正在急剧减少(Brealey and Myers, 2000),而一个公司进行并购活动常常只是增加每股收益(EPS),并不能增加公司价值(G. Millman, 2000)。但如果市场是无效的,投资者具有认知偏差,由于框架依赖不能理性地认识到这一点,作为公司管理层又该怎么办呢?比如说,当你采用 EVA 分析法进行决策,并且这样做能够最大化股东财富,但你却发现市场的投资者和证券分析师却在向你施加压力促使你进行购并活动以提高每股收益,而这一并购活动从长期来看其实是减少了公司价值。

在传统的公司财务理论中,都是使用 CAPM 中的风险报酬率作为资本预算中的折现率,但 CAPM 是在市场有效的假设之上建立的,在市场无效、投资者非理性时,使用 CAPM 中的风险报酬率作为净现值(NPV)中的折现率很明显就不太恰

当了。那么,在市场价格失真时,理性的经理人是否应该重新确定一个适当的折现率呢?回答当然是肯定的,我们在后面会详细说明。

一般来说,考虑投资者的认知偏差对投资决策(资本预算)的影响时,需要考虑两个因素:一个是经理人寻求价值最大化的时间平台(time horizon),一个则是市场价格失真时,资本结构和资本预算之间的关系,当资本结构不受限制,或者即使资本结构受到限制,但是投资决策不对其造成影响,自然没有什么问题,但是,如果资本结构由于某种原因受到限制,而投资决策对资本结构又有影响,这时我们就需要注意资本结构反过来又是怎样限制了投资决策的。

1. 如果资本结构不受限制,单从时间平台的角度来看,市场价格高估时,对公司来说最佳的策略就是发行新股。而是否进行投资就要看经理人价值最大化的时间平台:由于投资者过分乐观会高估投资项目的现金流,投资于新项目会在短期内增加股票的市价,但从长期来看却会减少公司的价值,如果经理人价值最大化目标是短期的,那么,经理人就会将发行股票的收入进行项目投资,牺牲公司的长期价值使当前的公司市场价值最大化。如果经理人最大化的是公司的长期价值,那么,经理人就只会持有发行股票的收入或购买其他市价公平的证券,而不会进行项目投资。一般来说,最大化公司长期价值更具典型性。

而市场价格低估时,也就意味着投资者可能过分悲观,低估项目投资带来的现金流,这时如果没有资本结构的限制,公司应该回购低估的股票并同时进行项目投资,因为理性的经理人知道项目投资实际上能够带来比投资者预期要高的回报。以上都是在公司的资本结构不受限制的基础上作出的判断,如果资本结构受到限制,情况是完全不同的。

2. 如果资本结构受到限制,当市场价格高估时,公司的项目投资决策与资本结构不受限制时是一样的。只有当市场价格低估时,公司的项目投资决策才会受到资本结构受限的影响,因为在这种情况下资本预算中的折现率可能需要调整,从而可能影响到项目投资决策。我们将其归纳为两条指导性的行事原则:

(1) 假如投资于某项目对资本结构没有溢出效应,即资本预算决策和资本结构相互独立,且经理人追求长期价值最大化时,CAPM中的风险报酬率就可以作为资本预算中的折现率。经理人只需要用该折现率反映投资项目本身的风险。

这条原则很容易理解,即使由于某种原因,某公司的资本结构受到限制,但投资项目的选择不会对资本结构造成影响(比如说拥有超过需要的现金,进行项目投资时不需要再度融资),理性的经理人知道股价最终会回归到基本价值,长期回报率就可以由CAPM中的来决定,这时,用CAPM中的风险报酬率作为资本预算中的折现率来确定投资项目的净现值以决定是否投资于该项目就是较为合理的。

(2) 假如投资于某项目对资本结构有溢出效应,那么经理人就应该调整风险报酬率以反映股票错误定价的程度,即资本预算决策和资本结构相关时,适当的折现率就是一种加权平均利率(CAPM中的风险报酬率和反映市场错误定价的

回报率的加权平均利率),权重由公司的资本结构决定。

这种情况有些复杂,因为必须考虑项目投资和资本结构两者的互动关系。当某公司的资本结构受到限制,而项目投资决策又会对资本结构造成影响,经理人就on须考虑资本受限产生的影响并将其反映到折现率中去。

为了解释清楚,我们来举一个例子:假设某公司股票被低估,受限制的债务-权益比为0(可能是由于公司所面临的破产风险过大),同时公司只持有低于需要的现金,这时,公司最明智的做法就是回购股票并对外投资,因为非理性的投资者低估了未来的现金流,但要注意,这时的公司资本结构受到了限制,经理人在进行资本预算时被迫使用一个较高的折现率,导致该项目的NPV变小,因此,只有放弃投资项目而选择股票回购。

这个一般性的结论在受限制的债务-权益比为正时也仍然成立。只不过公司现在可以以部分借债的方式进行项目投资。这时,以借债方式融资的部分预期回报率可以是CAPM中的风险报酬率,而以权益方式融资的部分就是权益资本的预期回报率,因为此时投资人过分悲观,预期回报率显然要高于CAPM中的风险报酬率,因此,总的折现率是两者的加权平均数,权重由债务资本比和权益资本比决定,仍然还是一个较高的折现率,同样还会影响到投资决策。例如,假设某公司的债务权益比为1.0,CAPM的风险报酬率为10%,错误定价导致公司股票的预期回报率为20%,则合适的折现率为15%(10%×50%+20%×50%)。

以上分析说明投资者非理性造成的错误定价与投资决策之间有着密切的联系。错误定价对资本结构受限制公司的资本预算中使用的折现率和公司的投资决策的影响要大于资本结构不受限制的公司。西方公司的航空业就是资本结构受到严格限制的行业,因此,当市场投资者对航空业过分悲观时,航空公司就不得不提高折现率,减少项目投资,甚至对外出售资产,而当投资者变得乐观时,航空公司就可以降低折现率,并购回各种资产。

五、结论

代理理论、资本结构和资本预算都是公司理论长久所着力研究的问题,本文则试图从行为金融的角度对它们提出新解。委托人为了保障自身的利益,设计了诸多完美的激励机制促使代理人按照他们的利益行事,但遗憾的是,代理人作为行为人的认知偏差使激励机制的作用大打折扣;MM定理是资本结构理论的核心内容,它主张资本结构无关论,即以何种方式融资对公司的价值完全没有影响,本文则支持资本结构相关论,并用有关行为金融的理论说明:选择恰当的融资方式可以最大化公司价值;非理性投资者的认知偏差会干扰公司的投资决策,他们导致股价偏离基本价值并影响资本预算中的折现率从而对公司的投资决策产生间接的影响。

注释:

是指一项股票投资组合(或单一股票或外汇交易合同)与有关表现指标于一段特定时期内的线性回归比率。贝塔值用于衡量投

投资组合风险与市场的关系。简单而言,贝塔值表示若指数变动百分之一,则该股股价会变动为贝塔值之数值(此数值应为百分数)。

证券基本价值(fundamental value):即证券未来的现金收入流量(cash flow)经风险折价调整后的净现值。

经济附加值(Economic Value Added, EVA)是一种体现股东财富最大化目标的财务指标。经济附加值的定义为: $EVA = NOPAT - (C\%) \times (TC)$ 或: $EVA = NOPAT - k_w \times (NA)$,式中: $NOPAT$ 为税后经营利润, $C\%$ 为资本成本在总成本中所占的比例, TC 为总成本, k_w 为企业加权平均资本成本, NA 为企业资产期初的经济价值。EVA的计算结果,反映为一个货币数量。如果其值为正,就表示公司获得的税后营业收入超过产生此收入所占资产的成本;换句话说,公司创造了财富。如果其值为负,那么公司就是在耗费自己的资产,而不是在创造财富。因此公司的目标应该是最大限度地创造正的、不断增加的EVA。

本文所称的投资决策主要是指与资本预算相联系的有关于固定资产的投资,不包括证券投资。

贝叶斯原则:概率论中的贝叶斯法则指当分析样本数接近总体数时,样本中事件发生的概率将接近于总体中事件发生的概率。

这样实际上就相当于当委托人和代理人不同时,激励机制使委托人和代理人的利益取得了一致的情况。

资本结构指债务性资本和权益性资本的比例,那么资本结构不受限制就是说公司采用那种融资方式不受限制,而实际上往往不允许过多的利用债务方式融资,以减少投资者的风险。

溢出效应:这里指作出某项目投资决策会影响公司债务性资本和权益性资本的比例,即改变了公司的资本结构。

参考文献:

1. Shleifer, Andrei, 1994. "Introduction to Behavioral Finance." *Managers*, No. 4.
2. Shefrin, Hersh, 2002. "Behavioral Corporate Finance." Santa Clara University, Working Paper.
3. 斯蒂芬·罗斯等:《公司理财》,中文版,北京,机械工业出版社,2001。
4. 安德鲁·史佛莱:《并非有效的市场——行为金融学导论》,中文版,北京,中国人民大学出版社,2003。
5. 饶育蕾、刘达锋:《行为金融学》,上海,上海财经大学出版社,2003。
6. 哈泽尔·约翰逊:《资本预算决策——公司价值最大化》,中文版,北京,机械工业出版社,2000。
7. 蒋屏:《公司财务管理》,北京,对外经济贸易出版社,2002。
8. 汤谷良、王化成:《企业财务管理学》,北京,经济科学出版社,2001。
9. 杨胜刚、刘昊拓:《西方行为金融理论与中国证券市场噪声交易过度问题研究》,载《经济学动态》,2001(5)。
10. 杨胜刚:《行为金融、噪声交易与中国证券市场主体行为特征研究》,载《经济评论》,2002(4)。
11. 杨胜刚、吴立源:《非理性的市场与投资:行为金融理论研究述评》,载《财经理论与实践》,2003(1)。

(作者单位:湖南大学金融学院 长沙 410079)
(责任编辑:Q)

(上接第53页)会学、历史学、人类学、认知科学,甚至包括社会心理学等学科的领域内,用制度一统天下。(2)关于新制度经济学的方法论。一是个人主义。二是反设事实,科斯、诺思在论述经济学发展走向时,对反设事实的方法论甚为推崇。近来,新制度经济学方法论上的最新进展是解析性叙述(Analytic Narratives)。(3)互惠制度的形成。研究产权、交易费用、公共选择及新经济史等问题都涉及到互惠制度是怎样形成的问题。有人把这称之为制度的微观基础研究。不少学者认为,所谓经济人还需要更为具体化的研究,人类的行为演化和互惠行为之间是一种“同等的互惠关系”和“同等经济主义”。(4)演化制度分析,也就是把演化论纳入制度变迁分析中来。(5)国家理论。新制度经济学中有诺思、巴泽尔等人的国家理论,在巴黎新制度经济学年会上举行的纪念奥尔森的专题会议上,许多人提出按照奥尔森的思想,用现代制度的构建、演化和分析方法来构建一个新制度主义的国家理论。(6)技术变迁与制度变迁的关系。以上是新制度经济的几个前沿问题。有些我们在前面作了分析。但是,新制度经济学最重要的学科基础是微观经济学基础。新制度经济学既需要雄厚的微观经济学基础,同时也需要一套历史、哲学的支撑。从某种意义上讲,新制度经济学在一定程度上恢复了古典经济学的传统。

注释:

约翰·伊特韦尔等编:《新帕尔格雷夫经济学大辞典》,中文版,第2卷,931页,北京,经济科学出版社,1996。

转引自[日]青木昌彦:《比较制度分析》,中文版,18页,上海,

上海远东出版社,2001。

[美]詹姆斯·A·道等编著:《发展经济学的革命》,中文版,10~11页,上海,上海三联书店,2000。

秦海:《制度的历史分析》,见吴敬琏主编:《比较》(第四辑),192~193页,北京,中信出版社,2002。

主要参考文献:

1. [冰]思拉恩·埃格特森:《新制度经济学》,中文版,北京,商务印书馆,1996。
2. 秦海:《制度的历史分析》,见吴敬琏主编:《比较》(第四辑),北京,中信出版社,2002。
3. [美]詹姆斯·A·道等编著:《发展经济学的革命》,中文版,上海,上海三联书店,2000。
4. [日]青木昌彦:《比较制度分析》,中文版,上海,上海远东出版社,2001。
5. [德]柯武刚、史漫飞:《制度经济学——经济秩序与公共政策》,中文版,北京,商务印书馆,2000。
6. 诺思:《经济史中的结构与变迁》,中文版,上海,上海三联书店,上海人民出版社,1994。
7. 约翰·伊特韦尔等编:《新帕尔格雷夫经济学大辞典》,中文版,第2卷,北京,经济科学出版社,1996。
8. [美]迈克尔·迪屈奇:《交易成本经济学》,中文版,北京,经济科学出版社,1999。
9. 张五常:《交易成本范式》,见张五常著:《经济解释——张五常经济论文选》,北京,商务印书馆,2000。
10. 卢现祥:《马克思理论与西方新制度经济学》,载《马克思主义研究》,1996(6)。

(作者单位:中南财经政法大学经济学院 武汉 430060)
(责任编辑:Q)