

# 行为金融理论的前沿发展

黄少军

**摘要:** 新古典框架下的金融理论或有效市场理论假说存在基本缺陷或无法解释的问题,行为金融理论在某些方面对其提出的挑战直接针对新古典微观理论的一些基本理论前提。与新古典金融理论的理性假定不同,行为金融理论依赖对各种非理性心理现象的分析,其基础是实验心理学近年来发展的一些理论。行为金融理论的发展已经完成了从批判到建设的关键一步,它已不再是纯粹的批判式理论。另一方面,该理论至今缺乏内部一致性和系统性。未来的发展将是逐步将传统金融理论和行为金融理论整合为较为统一的理论体系,并进一步获得实践的检验。

**关键词:** 行为金融 实验心理学 认知偏差 “迷团” 异常现象

在西方微观金融理论界,有效市场理论近年来遇到了实践检验方面的严重挑战。这种挑战推动了另一种金融理论范式的产生和兴旺,那就是“行为金融理论”。由于有效市场理论(EMH)的前提是投资者的完全理性,因此它有时也称为“理性范式”;行为金融理论的前提是投资者各种非理性的心理现象,因此有时也称为“心理范式”。

## 一、新古典金融理论的困境

有效市场理论实际是新古典微观经济学在金融领域的特殊表述。新古典微观经济学的哲学基础是理性个人,借助于偏好、效用和效用函数等概念,在理性假定的这个哲学基础上运用数学工具所建立的形式化的公理体系成为现代西方微观经济学的理论基石。但这些“天然成立”的基本假定近年来在实验经济学和心理学的实践检验中并没有得到一致性的确认。特别是金融领域所揭示的许多现象更是引起诸多争议。心理学与经济学的结合正在逐渐形成一门边缘研究领域——“行为经济学”。

因此,如同“行为经济学”对新古典微观经济学一样,行为金融理论并非简单针对有效市场假说,它在某些方面对传统金融经济学提出的挑战直接针对新古典理论的一些基本理论前提。因为牵涉到基础理论,争议非常大。可以说,行为金融的出现和成熟不是一种孤立的现象,它可能是一场经济学大变革中的一个序曲。

就现代金融理论而言,新古典框架下的金融理论或有效市场理论假说存在以下基本缺陷或无法解释的问题。

1. 公理体系不完备。新古典微观金融学的基础分析工具——预期效用理论——先天不足。预期效用理论的先天不足主要产生于对预期偏好的数学建模十分困难,为此理论家们必须进行严格的前提限制,这就使由此发展起来的一整套体系十分脆弱。例如,合乎理性原则的预期效用函数的导出在逻辑上不完全,存在所谓“阿莱斯悖论”;为保证效用函数的凹性以使最大效用均衡存在,要求经济主体在任何情况下都是风险厌恶的;等等。

2. 套利均衡的实现受到限制。有效市场理论实际就是金融市场的均衡理论。这个均衡有两个特点,一是瞬间均衡,二是一价定理或套利均衡。套利均衡是现代企业财务理论的基础。

套利均衡的存在保证了市场上投资者的竞争会推动市场价格回归于基本价值。行为金融学则认为市场是不可“无风险”套利的,这个观点成为行为金融理论立论的核心。套利本身不是“免费午餐”,它具有较高风险,因而套利行为对价格偏差的矫正作用有限;加上噪音交易者人数众多且相互关联的话,市场价格的非理性偏差将长期存在。

3. 股票市场的许多现象无法得到说明。在金融学上,所谓“迷团”或“异常现象”是指无法用现行的理性资产定价模型予以充分说明的稳定的金融市场上的统计现象,或称“程式化事实”。“经验金融学”所发现的各种迷团或异常现象可分为三类,第一类涉及“总量股票市场”,包括:股票市场溢价迷团、股票市场波动性迷团。第二类是股票市场可预测性迷团。第三类则涉及各种不同类型的股票的“异常现象”。按早期定义,“异常现象”仅指无法用CAPM解释的金融市场的现象。实际上现在已经发现有許多“异常现象”无法用任何理性定价模型予以说明。还有一种所谓“封闭式基金迷团”,也被行为金融学家认为是理性模型难以解释的。

4. 企业融资活动扭曲市场均衡。这可以表现为几个方面。其一,研究发现,上市公司会有意识地利用资本市场的非理性定价进行对企业有利的融资活动,从而扭曲市场的均衡。这方面的情形包括两类。一类是理性的经理人员利用非理性的市场调整企业融资的时机、结构和投资方向,另一类则是非理性的经理人员的决策对市场均衡的扰动。由于投资者和经理人员的信息不对称,第一类情形更为普遍。其二,上市公司分配红利的行为不能得到合理解释。最后,企业有时会通过调整会计报表“提高”短期赢利预期水平以便以偏高的价格进行IPO或SEO(增发股份)。

5. 其他理性模型无法解释的现象。(1)“家乡情结”。研究显示,投资者,尤其是个人投资者在分散化投资时有“家乡情结”,即将大部分资金投资于本国或本地股票。例如,美国、日本和英国的投资者分别将资金的93%、98%和82%投资于本国股票。“家乡情结”表明投资者并非完全依照基本因素的理性原则投资,投资的分散化程度不足。(2)“频繁交易”。由于股票的基本价值变化很小,按基本价值原则投资的理性投资者的交易应当是很不频繁的。事实却相反。在世界上的大多数交易所里,交易的频繁程度都远高于理性原则应当达到

的程度。(3)“出售效应”。研究发现,当投资者遭受损失时,他们一般不轻易出售股票以“实现”这种损失;而在有赢利时却比较愿意出售股票。由于信息是均衡分布的,这种现象不符合理性范式。事实上,平均而言,被投资者出售的股票在被出售后其股价表现强于投资者继续持有的其他股票。可见,“出售效应”违反理性原则。

## 二、行为金融的心理学基础

以上各种现象说明现有的金融理论存在重大缺陷,这是没有争议的。争论的焦点是如何看待这些现象。对于“理性范式”的拥护者来说,这些现象并不能证明现行金融理论的基础存在问题,而只是意味着两件事。一是,人们是理性的、市场是有效的,只不过我们的模型是错误的,或我们还没有找到说明这些现象的解释变量(风险因子)。二是,“迷团”或“异常现象”只不过是统计假象,如由于“数据选择”引起的统计假象。对于“行为范式”的拥护者来说,所有上述现象证明有效市场理论或新古典微观金融理论的理论基础存在问题。支持行为金融学家这些看法的主要是心理学中的一些理论,可以说,行为金融理论的基础是各种心理学理论,尤其是实验心理学近年来发展的一些理论。

1. 典型示范偏差。“典型示范偏差”是指人们对不确定事件进行判断时仅以部分现象(或典型现象)为依据。根据事件发生时所伴随的部分现象对所发生的事件进行推测,理性的原则是应当遵循贝叶斯法则。“典型示范偏差”指的是人们在估计后验概率时过于重视了条件概率,而忽视了先验概率。

与典型示范相关的一个认知偏差是“小数定理偏差”,指人们将小样本中某事件的概率分布认同于总体分布。它实际也是行为人夸大小样本对总体的代表性,忽略了先验概率,导致对事件概率的错误判断。“小数定理”认知偏差又可区分为两种情况。一种情况是人们不知晓事件发生的真实概率,而过于简单地将对不确定事件的判断建立在少量信息的基础上。另一种情况是人们知道事件发生的(客观)概率,但在主观上对已发生的小样本事件进行错误的估计,往往高估未发生的事件出现的概率,这也叫作“赌徒谬论”。例如,虽然人们都知道投掷硬币正反面出现的概率为50%,但如果连续出现多次正面时,人们总是认为接下来出现反面的概率很大。

2. 保守主义偏差。“保守主义偏差”是指在一定的环境下人们在面临新的信息时不愿意理性地更改他们的现有观念或信念。“保守主义偏差”表现为人们过于重视了先验概率,而忽视了条件概率。

“保守主义偏差”主要有两种表现。第一,“固执偏差”。人们对不确定事物进行判断和估计时通常会设定一个初始值,然后根据反馈信息对这个初始值进行修正。实验心理学表明,这种修正往往是不完全的,人们的观念似乎“抛锚”于初始值。第二,“偏执偏差”。“偏执偏差”指行为人不但不依据新信息对他初始信念进行修正,反而将新信息错误理解为对他的原有信念的进一步证明,进而强化他对原有信念的信心。例如,人们会对新信息进行选择性识别,或对新信息进行有利于维护原有观念的“筛选”。

“保守主义偏差”似乎与“典型示范偏差”矛盾。它们分别对应于人们对信息的反应不足和反应过度。Barberis和Thaler(2001)认为两者实际上是统一的。如果人们认为新信息具备典型性,他们就会高估新信息所包含的内容,出现“典型示范

偏差”;反之,如果人们认为新信息不具备代表性,则他们会忽略新信息,出现“保守主义偏差”。Hirshleifer(2001)认为环境因素会影响不同的判断偏差的产生。例如,稳定的环境会驱使人们倾向于保守主义,而变化的环境则使人们倾向于“典型示范”。因此,在运用行为模型解释金融现象时应当指出合理的心理环境。

3. 参照系偏差。“参照系偏差(Framing)”是指人们对不确定事件进行判断时往往使用特定的参照系。参照系选择的不同有时会严重影响人们的决策。人们选择参照系以对其各种决策及其后果的效用(心理价值)进行评价的过程称为“精神会计”。重要的“参照系偏差”有三种。(1)“赌场钱效应”。这种效应指人们将在博弈中赢得的钱计算为“独立账目”,与其他途径得到的财富相区别。因此,在博弈中,如果赢了钱人们会继续博弈;而如果输了钱则停止博弈。(2)“出售效应”。它指投资者对亏损的股票惜售、不愿实现亏损的心理。(3)“狭隘参照系效应”。这种心理效应指人们进行内心的“精神会计”时总是以第一层次为基础,即不将其他财富考虑进来。这种将参照系压缩的心理趋势加剧了人们“风险厌恶”的投资取向。人们进行“精神会计”越频繁、计算周期越短,风险越大,投资欲望越不强烈。这种状况也被称为“短视型亏损厌恶”。这个心理现象在投资理论中有很好的应用。“参照系偏差”心理效应的存在可以说明为什么大部分人不进行长期投资的。

4. 过分自信与其他心理现象。(1)过度自信与自我欺骗。有许多心理学研究成果显示人们倾向于对自己的判断过分自信,尤其是专业人士通常夸大自己的知识和能力,他们往往将事物发生的可能性沿自我意愿发展的方向夸大,缺乏对事物的客观评价。(2)突出经验。由于人类所注意、记忆和处理信息的能力有限,人们不可能对所有呈现在眼前的信息进行加工。所谓具有“突出经验”的信息指能够吸引人们注意或唤起人们联想的信息。只关注“突出经验”和习惯事物的心理现象会导致“爱屋及乌效应”,即关注与熟悉事物具有相似特征或关联的事物。这些心理现象可以解释如反应过度和“家乡情结”等非理性投资现象。(3)情绪与自我控制。情绪上的某些恐惧因素会影响人们的投资选择。对不确定性和模糊性事物的厌恶被认为是人们投资股票要求很高风险补偿(相对于回报较明确的债券而言)的心理原因。“风险厌恶”、“亏损厌恶”等都是指人们总是尽力避免“不愉快”的事发生。当被指出自己的信念或判断或决策是错误的时候人们内心的矛盾与不愉快感受在心理学上称为“认知不和谐”。上述各种逃避的愿望和前面提到的“偏执偏差”的产生很大部分原因是人们倾向于避免或减少“认知不和谐”。

5. “视野理论”。在标准的新古典金融理论中,消费者的偏好必须满足冯·诺伊曼-摩根斯坦形式化公理体系的一些基本要求,如必须满足:完备性、传递性、连续性和独立性等。行为金融理论对它们提出了一些质疑,其中最重要的挑战来自“视野理论”。“视野理论”主要由美国著名心理学家Kahneman和Tversky所发展。该理论的要点为:(1)在不确定性领域,偏好主要由财富增量而非总量决定,因而负消费(投资或博弈亏损)必须引入分析中。(2)效用函数对正的增量是凹的,但对负的增量是凸的;这反映了人们在面临亏损时不是“风险厌恶”的,而是“风险追逐”的心理现象。(3)投资者(博弈参与者)的预期效用函数不是(客观)概率的直接加权,而是

将概率转化为一种权重函数 (p),该权重函数具有“确定性效应”,即具有较大发生(客观)概率的事件被赋予更高的(主观)权重,反之具有较小发生(客观)概率的事件被赋予较小的(主观)权重。不像新古典模型那样作为“天然假设”,上述“视野理论”中的理论前提都是根据心理实验结果得出的。

这个理论的成功之处是它可以进行形式化描述并运用于金融理论分析。例如,在新古典模型中,投资者最大化目标为: $E[u(x)] = \sum_i u(x_i) p_i$ ;通常效用函数  $u$  是凹的。而在视野理论中,最大化目标为  $E[v(x)] = \sum_i v(x_i)$ ;其中  $v$  为权重函数, $v$  为价值函数,它在原点处有一个拐点。

### 三、行为金融理论对股票市场的若干分析

#### (一) 股票市场溢价迷团的行为解释

股票市场溢价就是投资股票的预期回报(风险投资回报)与投资债券回报(无风险投资回报)之差。所谓“股票市场溢价迷团”就是从金融市场历史看,(西方国家)股票市场的这个投资溢价太大,无法用 CAPM 等新古典金融学范式予以解释。这个问题最早由 Mehra 和 Prescott 在 1985 年的一篇文章中提出,其重要性不亚于资产定价的均衡模型,是投资理论的核心问题之一。

对于股票投资回报溢价,最自然的解释是股票风险高,高溢价是对这种高风险的补偿。如果从“均值-方差”的均衡定价方法看,问题确乎很简单。据计算,美国股票年回报的波动为 20%(标准差),而国库券的回报波动仅为 4%(标准差)。短期回报的变化确实说明股票的风险要远大于债券风险。但问题并非如此简单。根据“以消费为基础的资产定价模型”可以方便地推导出股票市场溢价等于风险厌恶系数和消费变动方差的乘积。根据这个推论,要获得较高的股票溢价,要么投资者对股票投资的风险厌恶系数极高,要么无风险债券年平均回报极高。而依据美国历史数据进行的推算,这两者均非现实。总之,按照新古典金融理论模型根本无法解释股票高溢价这个现象。

自股票市场溢价“迷团”被“发现”以后,有许多文章试图对之加以解释。可以说大多数优秀的金融学家均在这个问题上作过文章。“理性范式”的理论家主要通过修正 Mehra 和 Prescott 原文中的一些基本假定来对市场溢价做出更合理的解释:包括改变偏好、概率分布,引入生存偏差、不完全市场,用市场的不完备解释等。近年来行为金融理论家则多试图用行为模型对此进行说明。

1.“(消费和投资)习惯形成理论”。这个理论最初由 Constantimides 提出。Abel(1990)用“攀比心理”对此模型进行了修正。Benartzi 和 Thaler(1995)指出“习惯形成理论”缺乏深刻的心理学或行为学上的基础;而且,在美国,股票主要由一些机构投资者和富人持有,“习惯形成”和“攀比心理”都难以运用在他们身上。

2.“短视型亏损厌恶”。Benartzi 和 Thaler(1995)运用“视野理论”解释“股票市场溢价迷团”。他们的模型建立在两个行为理论基础上:(1)投资者不仅是风险厌恶的,更是“亏损厌恶”的;(2)即使是长期投资者,其“精神会计”也是非常频繁的;即前面所指的“短视型亏损厌恶”。如果投资者大部分是短视的话,以一年的时间看,股票的波动远大于债券的波动。加上人们对亏损的心理评价远高于赢利,在这种心理条件下,面对较大的短期风险,投资者自然要求较高的风险溢价。

3. 巴伯里斯—黄—桑托斯均衡模型(以下简称 BHS 模型)。Benartzi 和 Thaler 的文章只是描述性的,他们没有建立完整的均衡定价模型。Barberis, Huang 和 Santos(2001)则首次将“视野理论”融入资产的均衡定价模型中。模型心理学基础是“亏损厌恶”和“赌场钱”效应。他们认为不仅消费的绝对水平,而且人们(金融)财富的波动也决定人们的预期效用。对于后者,人们的效用评价服从于“亏损厌恶”的心理,亏损厌恶的程度则依赖于“赌场钱”效应。如果股票价格持续上升,投资者获利,“赌场钱”效应使他变得不那么风险厌恶而较积极进取,这样就会推动股价进一步上升;反之,如果股票价格持续下降,投资者亏损,“赌场钱”效应使他变得更为风险厌恶而较谨慎,这样就会推动股价进一步下降;这样一来股票价格的波动就很大。波动大意味着风险高,投资者要求较高的溢价。但这个模型实际上也是只能部分解释溢价“迷团”。根据合理推断,该模型可以推出夏普值(Sharpe ratio)是 0.11,为历史实际数据的 1/3(美国市场的数据为 0.37)。

到目前为止,尽管理论模型层出不穷,但它们都不能令人满意地解释股票溢价问题。另一些金融学家则怀疑股票溢价现象的存在性。在 Mehra 和 Prescott(1985)的计算中,预期回报是通过消费来计算的。法玛和 French(2002)最近的一篇文章则从一个全新的角度、从实际红利分配增长来计算预期回报,结果发现股票溢价大大缩小,仅为根据消费模型计算的溢价的一半。他们实际是倾向于否认股票溢价迷团的存在。

#### (二) 股票市场波动性迷团的行为解释

按照“基本因素”原则,股票价格的波动应当围绕理性预期的实际红利贴现值。Shiller(1981),Le Roy 和 Porter 在 1981 年分别发现,实际股票价格的波动远不能为这种理论所说明。所谓“股票市场波动迷团”就是股票实际价格的波动无法用红利变化、实际利率变化和跨期边际替代率变化等理性因素完全加以解释。

对这个迷团的一种行为理论解释是,如果投资者根据公布的红利分配对企业的前景作出预期,那么投资者实际的投资活动会夸大红利对投资的导向作用,从而加剧股价的波动。红利对投资的导向作用之所以被夸大,是因为存在“小数定理”效应,人们对红利的变化反应过度。例如,如果一个公司在一段时间内公布的红利政策或赢利增长都十分理想,投资者在“小数定理”作用下会以为这个公司发生了基本因素变化,进而高估该公司的价值,将股票价格推高到与它现有赢利状况不相称的地步;反过来也一样,结果就是股价波动远大于赢利或红利的变化。

另一种解释则是,投资者的“过度自信”会导致过度波动的股票价格。投资者通过自己的研究获得某些“信息”,对于这类个人信息,投资者容易产生“过度自信”的心理,它会推动价格过度地偏离实际价值。投资者还有可能基于非理性的心理将以往的经验过分外推至遥远的将来以形成他关于该股票的预期,这也会推动股价严重偏离实际价值。不仅如此,过度自信的人通常又有“偏执偏差”心理;如果公开信息与投资者自己的估计一致他的自信会进一步增强,推动价格进一步上升或下降;而如果公开信息与投资者自己的估计不一致他一般又不愿意承认自己的错误,使反应不足。总的来说就是,“过度自信”使投资者对私人信息反应过度、对公开信息反应不足。在这些条件下,可以证明:对于私人信息,过度自信将导致股票价格的(无条件的)过度波动。

Gervais 和 Odean(2001) 引入学习模型说明投资者在不断投资的实践过程中会产生并强化他的过度自信;心理学基础实际是“偏执偏差”。在模型中,投资者最初并不是过度自信的。在对投资实践的经验总结中,投资者往往只看到自己的成功而不太注意自己的失败;结果就导致了投资者的过度自信。这种过度自信会在投资者经验累积的过程中强化。过度自信会加强投资者的交易意愿,结果交易量上升;流动性的增加使做市商得以在更大的范围内设置价格,这将扩大股票价格的波动性。

### (三)“异常现象”的行为解释

用行为模型解释反应过度与反应不足是行为金融理论发展的主要领域。

1. 巴伯里斯—赫莱佛—维希尼模型(以下简称 BSV 模型)。Barberis, Shleifer 和 Vishny(1998) 的文章运用“典型示范”和保守主义两种心理偏差理论设计模型,用以说明反应过度 and 反应不足。“典型示范”效应会使投资者将短期现象错误判断为长期趋势或将小样本的偶然性当作母体分布,从而对事物的真实面貌产生错觉。假定企业的真实业绩表现服从随机游走;投资者并不了解这个真实情况(或者不愿意相信这是真实情况),他通常根据企业公布的各种信息判断企业业绩是处于“趋势”状态还是“回归”状态,并以此决定投资。例如,在一、二次连续的良好业绩公布后,投资者对该企业的赢利表现判断为处于“趋势”状态,他因此预期该企业在下一次业绩公布中还会出现良好表现,因而将股票价格推高。真实情况则是该企业只有 50% 的可能在下次业绩表现较好,合理的预期应当低于上面投资者所作的非理性预期,投资者反应过度。反过来,在保守主义的判断偏差下,投资者对某企业所公布的良好业绩会认为只是暂时现象,对企业表现判断处于“回归”状态,他会预期企业下次业绩会下降,结果将股票价格压低。实际则是该企业只有 50% 的可能在下次业绩表现较差,合理的预期应当高于上面投资者所作的非理性预期,投资者反应不足。

2. 达尼尔—赫莱佛—沙拉曼亚模型(以下简称 DHS 模型)。Daniel, Hirshleifer 和 Subrahmanyam(1998) 运用“过度自信”和“偏执偏差”等心理现象来构建模型,推理过程与 BSV 模型相近。区别是 DHS 模型分析的不仅包括公开信息而且包括私人信息。在 BSV 模型中,投资者根据公开信息来判断企业业绩处于哪种状态;而在 DHS 模型中,投资者拥有私人信息,并对此私人信息过度自信,这会引发反应过度;而在“固执偏差”的作用下,投资者对公开信息反应不足。所以,在他们的模型中,对私人信息的长期反应过度,而对公开信息则反应不足。另一方面,在“偏执偏差”的作用下,投资者根据公开信息对自己的私人信息进行调整时是不对称的:合乎私人信息的公开信息会加剧过度自信,而不合乎私人信息的公开信息则被忽略;结果就是短期的反应不足。由于区分了私人信息和公开信息,DHS 模型还认为公开信息不足的股票短期反应不足效应最强。

Odean(1998b) 对过度自信对市场产生的影响作了更为全面的分析。他除了运用“过度自信”外,还运用了“突出经验”这一心理偏差来分析不同形式的信息对投资者投资决策和市场定价的影响。例如人们对模糊的、突出的、能很快吸引注意力的信息(如突发事件、谣传、极端事件等)反应强烈,一般表现为反应过度;而对具体的、乏味的、经常接触的信息(如会计

信息)则反应不足。市场总体效果是反应不足还是反应过度则看受不同心理约束的投资者和理性投资者在市场上占的比重。新信息的特性可以引起投资者不同的反应。例如,IPO 因为是突出事件,人们对之往往就产生过度反应,其长期收益是负的;而会计信息的发布是经常性事件,投资者通常反应不足,就导致了短期反应不足。

法玛(1998)曾批评行为金融理论无法解释市场对不同事件的反应为什么有时反应过度、有时反应不足。BSV 模型确实不能很好说明这点。Odean 的模型似乎能较好地解决这个问题;他所依据的心理学理论也更有说服力。模型说明市场中确实存在非理性交易者,市场是无效的。

3. 洪—斯坦恩模型(以下简称 HS 模型)。BSV 模型和 DHS 模型都是将投资者的非理性行为基础建立在认知偏差上。Hong 和 Stein 在相近的时间里建立的一个行为金融理论均衡定价分析模型则以投资者的行为偏差为基础。在模型中投资者被分为两类,一类是“未来至上者”,一类是“过去至上者”。顾名思义,前者指可以观察到有关未来的信息、并仅据此作出预测和进行投资的投资者;后者指只根据过去股价走势进行投资活动的投资者。显然,他们仅使用有限信息进行决策,因此都是非理性的。

现在,假定“未来至上者”获得了企业未来基本因素的私人信息(例如通过自己的独特研究),并据此进行投资活动。假定私人信息是逐渐传播的,该投资活动对价格的影响将缓慢呈现出来,表现为反应不足。“未来至上者”反应不足的投资行为会使股价形成惯性趋势。这时候,捕捉到这种趋势的“过去至上者”将据此趋势进行投资。“过去至上者”的这种行为会进一步推动价格上升到超过真实消息所应当调整的价格水平,这就产生了反应过度。显然,这里的反应过度必须体现在长期回报序列中。

4. 巴伯里斯—黄模型(以下简称 BH 模型)。Barberis 和黄(2000) 结合运用“视野理论”、“狭窄参照系”和动态亏损厌恶所建立的模型可以产生长期反应过度。他们分析的不再是指数或资产组合而是个别股票。投资者可能拥有许多不同股票,“狭窄参照系”偏差会使他从单支股票的盈亏中获得效用。“赌场钱效应”使投资者的投资决策依赖于这支股票的过往表现。如果该股票过去表现好,投资者投资获利,他对该股票的信心增强,会继续买入,从而进一步推高该股票的价格,表现为反应过度。该模型主要要说明的是单个股票在心理因素作用下也会产生股价的过度波动等非正常现象。

5. 小市值效应与价值效应。在法玛的三因素模型中,小市值股票的回报要高于大市值股票;价值型股票的回报高于成长型股票。Barberis 和 Thaler(2001) 利用“精神会计”的概念对这个现象进行了解释。他们认为投资者有两层参照系,一个以单支个股为进行“精神会计”的参照框架,一个则以资产组合(如指数)为参照框架。以个股为进行心理会计的框架时,对单支个股的“亏损厌恶”和“赌场钱”效应会导致小市值效应和价值效应的产生。例如,成长型股票往往是价格持续上升的股票,投资者在以往的投资中已经获得了不错的收益;在“赌场钱”效应的作用下,投资者对该股票的亏损厌恶、风险评价下降,因而预期回报要求也较低。

他们分析认为,当投资者进行“精神会计”时所使用的参照系由狭窄向更大的范围扩大时,投资者的亏损厌恶程度会下降,所要求的风险补偿也下降。在这种分析框架下,进行组

合投资的投资者比只投资单一股票的投资者所承受的风险要小,他们所要求的预期回报也较小、他们所投资的股票的波动也较小、交易量也较小。由于小市值股票主要是个人投资者拥有,所要求的风险补偿必然较大,因此小市值股票的预期回报较大市值股票大,股价的波动也较大。另一方面,由于机构投资者往往进行组合投资,因此它们对风险的承受力较强,亏损厌恶程度低;当市场主要由机构投资者组成时,市场平均回报率将下降,市场的波动性也下降。由于1980年代以来在美国市场的参与者主要是互惠基金和养老基金,根据该模型,市场波动将变得平缓,小市值效应和价值效应会减弱。这与事实接近。

#### 四、对行为金融理论的预期

行为金融理论的发展已经完成了从批评到建设的关键一步,它已不再是纯粹的批判式理论。由于该理论所引用的主要是实验心理学的若干理论,而实验室与现实生活有较大差别,这是该理论的一个弱点,行为理论也因此似乎缺乏一致性。未来的发展将是逐步将现有理论模型整合为较为统一的理论体系,并进一步获得实践的检验。估计这两方面的研究将会是下一阶段金融理论的热点。

另一种可能的发展趋势则是将传统金融理论与行为理论结合。Barberis和Thaler指出,一种新的、可以包容两者的理论或许将替代“理性范式”与“行为范式”。Hirshleifer(2001)指出,“在过去的几年里,金融经济学家已经逐步接受不完全理性的解说。随着时间的推移,我相信纯粹的理性范式将被范围广泛得多的心理范式所取代,在新范式中,完全理性只是一个特例”。Daniel, Hirshleifer和Subrahmanyam(2001)基于投资者过度自信的心理偏差建立了一个融和新古典理性预期和行为金融非理性预期的模型,可说是朝这个方向的一种努力。

Brav和Heaton(2002)认为两种理论本质上是一致的。传统(新古典)金融理论的理性预期模型或有效市场模型乃建基于两个关于经济主体的最基本的假定:(1)拥有完全的、理性的处理信息的能力;(2)拥有完全的有关经济体基础结构的知识。对金融市场各种“迷团”和“异常现象”的解释如果是放松第一条假定而保留第二条假定,就是“行为范式”;如果是放松第二条假定但保留第一条假定则是“理性范式”。对于“理性范式”,要正确理解它们必须区分两种理性,一是所谓“公理理性”,一是所谓“预期理性”。“公理理性”指在可得信息范围内对信息的使用和处理是理性的,“预期理性”则指完全信息条件下对信息的使用和处理是理性的。他们在文章中称前者为“结构不确定性”。文章证明,面对结构不确定性,遵循贝叶斯法则的理性投资者也会表现出两种行为特征:“保守主义”和“典型认知”。他们发现,行为理论与“结构不确定”理论在数学结构和理论推论上具有相当的一致性。因此他们认为行为模型在认知上的非理性与结构不确定模型的信息有限性(或事物结构的不确定性)具有高度关联(例如,在非理性交易者较多的市场,结构的不确定性也更严重),从而实际上是把两种理论结合了起来。

#### 注释:

“总量股票市场”的概念由Campbell和Cocharne(1999)提出,指反映市场总体变动的指数的行为。

Barberis和Thaler(2001)把它们归为“平均回报的截面分析”。现有文献中对于“可预测性”、“异常现象”没有作明确分类,有时有些作者

将它们混用。Barberis和Thaler(2001)对可预测性的划分也不严格。我们这里将Barberis和Thaler(2001)的两类分类法扩展为三类。当然,这种分类本身并不十分重要。

有迹象表明企业会操控某些信息以达到某种目的。因为这是非法行为,理论上没有太多讨论的价值。

严格地说,“视野理论”不称之为效用函数,而是“价值函数”。

对“波动迷团”存在与否理论上有所争议。

#### 参考文献:

1. Abel, A. B., 1990. Asset Prices under Habit Formation and Catching Up with the Joneses. *American Economic Review*, 80, pp. 38 ~ 42.
2. Barberis, Nicholas and Ming Huang, 2001. Mental Accounting, Loss Aversion, and Individual Stock Returns. *Journal of Finance*, 56 (4), pp. 1 247 ~ 1 292.
3. Barberis, N., M. Huang, and J. Santos, 2001. Prospect Theory and Asset Prices. *Quarterly Journal of Economics*, 116(1), pp. 1 ~ 53.
4. Barberis, N., Andrei Shleifer and Robert Vishny, 1998. A Model of Investor Sentiment. *Journal of Financial Economics*, 49, pp. 307 ~ 343.
5. Barberis, N., and Richard Thaler, 2001. A Survey of Behavior Finance. In *Handbook of the Economics of Finance*.
6. Benartzi, S., and Richard Thaler, 1995. Myopic Loss Aversion and the Equity Premium Puzzle. *Quarterly Journal of Economics*, 110, pp. 75 ~ 92.
7. Brav, Alon and J. B., Heaton, 2002. Competing Theories of Financial Anomalies. *Review of Financial Studies*, 15, pp. 575 ~ 606.
8. Campbell, John Y., and John Cochrane, 1999. By Force of Habit: A Consumption - Based Explanation of Aggregate Stock Market Behavior. *Journal of Political Economy*, 107, pp. 205 ~ 251.
9. Constantinides, George M., 1990. Habit Formation: A Solution of the Equity Premium Puzzle. *Journal of Political Economy*, 98, pp. 519 ~ 543.
10. Daniel, K. D., D. Hirshleifer, and A. Subrahmanyam, 1998. Investor Psychology and Security Market Under - and Overreactions. *Journal of Finance*, 53, pp. 1 839 ~ 1 886.
11. Daniel, K. D., D. Hirshleifer, and A. Subrahmanyam, 2001. Mispricing, Covariance Risk, and the Cross Section of Security Returns. *Journal of Finance*, 56, pp. 921 ~ 965.
12. Fama, E., 1998. Market Efficiency, Long - term Returns, and Behavioral Finance. *Journal of Financial Economics*, 49, pp. 283 ~ 306.
13. Fama, E., and K. R. French, 2002. The Equity Premium. *Journal of Finance*, 57, pp. 637 ~ 659.
14. French, K., and James Poterba, 1991. Investor Diversification and International Equity Markets. *American Economic Review*, 81, pp. 222 ~ 226.
15. Cervais, Simon and T. Odean, 2001. Learning to Be Overconfident. *Review of Financial Studies*, 14(1), pp. 1 ~ 27.
16. Hirshleifer, David, 2001. Investor Psychology and Asset Pricing. *Journal of Finance*, LVI(4), pp. 1 533 ~ 1 597.
17. Hong, Harrison and Jeremy Stein, 1999. A Unified Theory of Underreaction, Momentum Trading, and Overreaction in Asset Markets. *Journal of Finance*, LIV(6), pp. 2 143 ~ 2 184.
18. Mehra, Rajnish, 2001. The Equity Premium: Why Is It a Puzzle? In *Handbook of the Economics of Finance*.
19. Mehra, R., and Prescott, Edward C., 1985. The Equity Premium: A Puzzle. *Journal of Monetary Economics*, 15, pp. 145 ~ 161.
20. Odean, Terrance, 1998. Are Investors Reluctant to Realize Their Losses. *Journal of Finance*, 53, pp. 1 775 ~ 1 798.
21. Odean, Terrance, 1998. Volume, Volatility, Price, and Profit When All Traders Are Above Average. *Journal of Finance*, LIII(6), pp. 1 887 ~ 1 934.
22. Rabin, Matthew, 1998. Psychology and Economics. *Journal of Economic Literature*, 36, pp. 11 ~ 46.
23. Rabin, Matthew, 2001. A Perspective on Psychology and Economics. *European Economic Review*, 46(4 - 5), pp. 657 ~ 685.
24. Shiller, R. J., 1981. Do Stock Prices Move Too Much to Be Justified by Subsequent Changes in Dividends? *American Economic Review*, 71, pp. 421 ~ 498.
25. Shleifer, Andrei, 2000. *Inefficient Market: An Introduction to Behavior Finance*. Oxford University Press.
26. Thaler, Richard H., 1999. Mental Accounting Matters. *Journal of Behavior Decision Making*, 12, pp. 183 ~ 206.

(作者单位:华南师范大学经济与管理学院 广州 510631)  
(责任编辑: N)