

B Behavioral Finance

行为金融学

尹海员 主编



陕西师范大学出版总社

211院校研究生规划教材系列

Behavioral Finance

行为金融学

尹海员 主编



陕西师范大学出版总社

图书代号 JC15N0913

图书在版编目(CIP)数据

行为金融学 / 尹海员主编. —西安: 陕西师范大学
出版总社有限公司, 2015.9

ISBN 978-7-5613-8256-1

I. ①行… II. ①尹… III. ①金融行为—高等
学校—教材 IV. ①F830.2

中国版本图书馆 CIP 数据核字(2015)第 202048 号

行为金融学

XINGWEI JINRONGXUE

尹海员 主编

策划编辑 / 张俊胜

责任编辑 / 张俊胜 郭 媛

责任校对 / 李 恒

封面设计 / 鼎新设计

出版发行 / 陕西师范大学出版总社
(西安市长安南路 199 号 邮编 710062)

网 址 / <http://www.snupg.com>

经 销 / 新华书店

印 刷 / 北京京华虎彩印刷有限公司

开 本 / 787mm × 1092mm 1/16

印 张 / 19.875

字 数 / 350 千

版 次 / 2015 年 9 月第 1 版

印 次 / 2015 年 9 月第 1 次印刷

书 号 / ISBN 978-7-5613-8256-1

定 价 / 38.00 元

读者购书、书店添货或发现印刷装订问题,请与本社高教出版社联系。

电 话:(029)85303622(传真) 85307864

前 言

传统金融理论遵循均衡思想来解决现代经济的核心问题——如何在不确定的环境中对资源进行跨期最优配置。从投资者行为完全理性和完美市场两个假设出发,传统证券理论按照效用最大化的目标对投资者的决策行为进行研究,并得出结论:证券价格能充分反映市场上全体投资者对信息的把握和理解,价格波动过程是随机过程,没人能获得长期超额收益。

但不可否认的是,这种将投资者具体决策过程完全忽略的做法值得商榷。从20世纪中期开始,金融学开始引入认知心理学、社会心理学等学科的研究成果,考虑个体决策的个性背景及信息处理过程,并且将个人融入社会群体乃至文化环境中去。罗伯特·A.哈根将金融理论的发展分为三个阶段:旧时代金融(old finance)、现代金融(modern finance)、新时代金融(new finance)。旧时代金融是指20世纪50年代之前,以财务和会计分析方法为主的金融研究;现代金融是指从马柯维茨的资产组合理论开始的,在理性假设下投资者风险效用衡量和价格决定理论;新时代金融是20世纪80年代开始兴起的以行为和心理学分析为主的行为金融理论。在新时代金融阶段,学者开始审视传统证券理论的缺陷,从投资者实际心理活动和决策行为出发,分析证券市场的运作过程和价格决定。

投资者的决策是心理上的风险与收益的衡量过程,人的行为因素是重要而不可回避的。从西蒙在管理理论中提出“有限理性”的概念开始,人的行为分析被大量地运用到管理学、经济学和社会学研究中。证券市场上影响价格的主要因素是信息,人的认知有限性决定了投资者在信息搜集、信息处理、信息反馈过程中的有限性。除此之外,情感、文化、价值观等因素都会影响投资者的决策过程,更多情况下,投资者追求的是心理效应最优而非结果最优。更进一步讲,人处在复杂的社会环境系统中,社会群体的信息传递、趋势影响、社会习惯等也会大大地影响个人决策。具体来说,行为分析的理论基础主要有:

(一) 行为主义

20世纪初,心理学上的行为主义(behaviorism)开始兴起,这不仅是心理学发展史上的一次革命,也为经济学(包括金融学)研究范式的转变奠定了理论基

础。在此之前,心理学的研究主要依靠人的“内省”,这种“内省”的人类素质是通过对影响人的行为动机而观察得出,并不是通过对人类活动和动机的本身观察得到的。这样从影响行为的因素到行为本身的传递过程就成为一种无法准确把握的“意识过程”,从而也就使心理学无法成为像自然科学一样精确的学科。而行为主义者主张摒弃传统心理学研究中意识、内省等主观的东西,忽略认知过程的研究,直接对影响人的行为的外部刺激进行设置,观察人在不同情景中的反应,这些外部刺激的变量和人的反应是可以控制并测量的。此后数十年间,行为主义研究强调用实验的技术,如定量刺激、行为矫正等手段对人的行为规律进行研究。这也成为早期行为金融理论先驱者的主要研究方法,比如最早的阿莱在20世纪50年代对投资者的实验,表明投资者具有“确定性心理效应”,后来的卡尼曼等人在20世纪70年代对投资者的心理实验,发现投资者存在“反射性效应”等心理误差,并提出了迄今为止最为成功的前景理论。

(二)个体认知心理学

从20世纪50年代开始,认知心理学开始在西方兴起,这也是与行为金融理论联系最紧密的心理学领域。在认知心理学看来,决策行为实际上是一个高级的心理认知过程:外在各种经济变量的表象特征作为信息源进入投资者脑海,并根据自身的风险和收益计算进行加工,根据加工结果做出投资决策,并在投资效果出现后进行反馈修正,如此周而复始地进行。认知过程可以分为四个阶段:信息获取;信息加工;信息输出;信息反馈。在任何一个阶段,信息的处理如果出现偏差就会造成决策的偏差,而恰恰这四个阶段中的任何一个都会出现不同程度的认知偏差。

(三)群体社会心理学

证券市场是无数投资者的场所,投资者的心理形成过程除了受个体因素的影响外,还会受群体中其他成员的影响。在群体中,个体容易受群体情感和行为的影响,倾向于放弃自己的偏好和判断,忽略自身可获得的信息而采取与群体相近的行为。这种统一的群体行为的一个重要特点就是其理性要远远低于个体理性。此外,群体心理还有极端性和服从性的特点:极端性是指将会形成比个体力量综合还要大得多的力量;服从性是指群体比个体更容易产生对权威的崇拜和服从。群体心理的这些特质在证券市场中表现得非常明显,比如投资者盲目听从所谓专家的意见、跟庄行为等等,这些行为严重时可能会导致市场泡沫的发生。目前,运用群体社会心理学对证券市场的研究主要集中于“信息瀑布”和“羊群效应”两个方面,前者指个体的信息在市场的交互影响下会不断丢失,最终汇成大家统一的信息和看法,形成相似的信念;后者指投资者的行为相互模仿、传染,最终通过不断地外部刺激达到高度一致。需要指出的是,这两

者是有区别的,“信息瀑布”从认知偏差的角度刻画群体心理,而“羊群效应”从情感方面刻画群体行为。

截至2014年年底,中国资产证券化率在我国已经达到72.36%左右。但是,与发达国家证券市场经过100多年的市场机制哺育不同,我国证券市场是在政府行政强势主导下迅速建立起来的,转轨和新兴是不可回避的两大特征。异常的价格波动、过度投机、庄家情结、政策市等问题始终困扰着投资者和政府监管部门,并阻碍了证券市场的进一步发展。更为严重的是,如果任其发展,这些不仅会损害投资者和上市企业的利益,更会腐蚀证券市场作为向实体经济输送金融资源的纽带功能。引入行为分析理论来分析我国证券市场,不论对于投资者还是监管者都具有现实意义:对于投资者来说,运用行为分析方法了解证券市场参与者,能更好地认识投资规律,培养理性的投资理念;对于监管者来说,保持市场良性、稳定的运作发展,应该从更微观的“人”的因素做起,在把握微观主体的投资心理和行为规律的基础上,实施更有效的引导和监管策略,推动证券监管体制的完善。应该说,行为分析的研究方法从传统的“理性范式”向“行为范式”演变;从“机械的、动力性的研究方法”向“基于人的行为的、心理的研究方法”演变;从“线性的”向“非线性”的研究模式演变。这些研究范式的进步为我们考察市场的运行问题提供了一个全新的视角。

本书的编写工作分工如下:第一章:尹海员、乔小乐;第二章:赵德丽;第三章:白洁;第四章:赵佳欣;第五章:代飞飞;第六章:陈敏;第七章:李梦格;第八章:张宇;第九章:王宁静;第十章:刘莎;第十一章:尹海员、华亦朴;第十二章:司文娟;第十三章:杨甜;全书由尹海员进行统稿。在出版过程中得到了陕西师范大学出版总社编辑张俊胜、郭媛的大力协助,在此,谨对上述各位表示衷心的感谢!

由于编者水平有限,加上时间仓促,本书难免存在不足之处,恳请广大学界同人和读者不吝赐教,多提宝贵意见。

尹海员
2015年3月

目 录

第一章 绪论	(1)
第一节 微观金融学发展历程	(1)
第二节 传统微观金融学缺陷及行为金融学的诞生	(6)
第三节 行为金融学的理论基础	(10)
第四节 行为金融学研究的实验方法	(23)
第二章 投资者风险偏好	(29)
第一节 投资者效用与无差异曲线	(29)
第二节 投资者风险与收益均衡	(43)
第三章 行为金融学对传统金融理论的挑战	(55)
第一节 市场有效性假说及质疑	(55)
第二节 投资者理性与有限理性	(63)
第三节 证券市场异象	(68)
第四章 投资者人性论与认知偏差	(78)
第一节 人性与投资	(78)
第二节 人性的自然与文化属性	(80)
第三节 认知的信息加工过程	(86)
第四节 信息加工过程中的偏差	(89)
第五章 预期效用理论与前景理论	(104)
第一节 预期效用理论	(104)
第二节 心理实验对预期效用理论的挑战	(108)
第三节 前景理论	(119)
第四节 价值函数与决策权重函数	(123)



第六章 金融市场中的个体心理	(133)
第一节 投资者需求分析	(133)
第二节 投资者心理过程	(135)
第三节 投资者特质与情绪	(141)
第七章 金融市场中的个体行为偏差	(149)
第一节 处置效应与恶性增资	(149)
第二节 过度自信与过度交易	(154)
第三节 心理账户和证实偏差	(163)
第四节 本地偏好与时间偏好	(170)
第八章 金融市场中的群体心理	(184)
第一节 社会心理学基础	(184)
第二节 投资行为中的从众	(194)
第三节 相反意见理论	(199)
第四节 投资中的信息与流言	(202)
第九章 金融市场中的群体行为偏差	(206)
第一节 羊群效应的形成及效应	(206)
第二节 金融市场泡沫	(213)
第三节 群体行为的推动因素	(220)
第十章 行为资产定价理论与资产组合理论	(225)
第一节 基于效用函数修正的行为资产定价理论	(225)
第二节 基于投资者异质性的行为资产定价理论	(231)
第三节 行为资产组合理论	(238)
第十一章 投资者心理塑造与矫正	(252)
第一节 投资者的气质与性格特征	(252)
第二节 投资者心理素质	(254)
第三节 投资者挫折与心理调节	(259)
第四节 投资者应激及应对	(263)

第十二章 基于行为分析的证券市场监管	(272)
第一节 证券市场行为监管的要素	(272)
第二节 金融市场监管的心理与行为基础	(277)
第三节 我国证券市场行为监管	(281)
第十三章 行为金融学的发展前景	(291)
第一节 行为金融学研究领域的扩展	(291)
第二节 行为金融学研究手段的丰富	(297)
第三节 行为金融学与其他学科的融合发展	(299)
参考文献	(307)

第一章

绪论

导言:

行为金融 (behavioral finance) 是 20 世纪 80 年代中期开始兴起的全新金融学研究领域。目前,国外相关理论与实证研究相当丰富,但国内的有关研究仍处于起步阶段。在理论上,行为金融是对现代金融理论的挑战、补充和发展,为金融市场上涌现出来的大量异常现象提供了新颖、有效的解释,为金融学提供了全新的研究视角;在实践上,它有助于完善与规范金融市场,减少或者避免投资者错误,提供有效的投资组合与策略。本章系统地分析了行为金融的基本理论和应用,尝试构建一个较完善的行为金融理论框架。

第一节 微观金融学发展历程

根据罗伯特·A·哈根 (Robert A. Haugen) 的观点,微观金融学的发展经历早期微观金融学、现代微观金融学和新微观金融学三个阶段。20 世纪 50 年代以前即“旧时代金融”,当时主要是通过会计财务报表分析来研究金融;“现代微观金融学”则是以有效市场假说、资本资产定价理论和现代资产组合理论建立起来的金融经济学,着重分析价格发生机制和金融市场效率问题;20 世纪 80 年代“新金融”产生了,依赖于行为金融学理论,主要研究投资者的有限理性以及市场的失效问题。

一、早期微观金融学

早期的金融研究包括李嘉图 (David Ricardo) 在 1821 年对整体市场价格水平和相应的货币供求问题以及利率决定等问题的研究,维克赛尔 (Wicksell) 在

1898年通过利息理论把宏观金融问题与经济增长和经济危机等结合起来考虑。当凯恩斯革命引致的现代宏观经济学诞生时,宏观金融学也相应形成,核心即货币经济学,它随着人类社会的发展从封闭的研究环境逐渐拓展到开放的经济环境,国际金融问题也逐渐成为重要内容。而最初的微观金融仍主要停留在道琼斯式的简单数据采集、统计分析和经验法则水平上。经过经济学家们的努力,它与正统经济学结合并向严格的经济科学发展。

微观金融思想源于克来默(Gabriel Crammer)和伯努利(Daniel Bernoulli)在不确定环境下的最初思考,200多年后这些思考的火花成为微观金融学的基础。20世纪早期,费雪(Fischer)、希克斯(Hicks)、凯恩斯(Keynes)等开始重新审视不确定环境下的决策问题。马夏克(Marschak)在1938年就试图用均值-方差空间中的无差异曲线来刻画投资偏好,拉姆齐(Ramsey)开创性地提出了动态的个人(国家)终身消费/投资模型,这使得主流经济学家们的视野再次聚焦到时间和不确定性的问题上。传统微观金融学的代表作是本杰明·格雷厄姆(B. Graham)和戴维·多德(D. Dodd)的《证券分析》以及亚瑟·斯通·丢寅的《公司金融政策》,其分析范式是用会计和法律工具来分析公司的财务报表以及金融要求权的性质。

二、现代微观金融学

现代微观金融学的启蒙是冯·诺依曼(Von Neumann)和摩根斯坦和(Morgenstern)的期望效用体系。博迪(Bodie)和默顿(Merton)认为“微观金融学是一门研究人们在不确定环境下如何进行资源跨期配置的学科”。20世纪50年代,马柯维茨(Markovitz)的均值-方差理论成为现代微观金融学的标志,也是整个现代金融理论的奠基石。之后,夏普(Sharpe)、林特纳(Lintner)、莫辛(Mossin)建立了一个由期望效用公理体系出发的单期一般均衡模型——资本资产定价模型(capital assets pricing model, CAPM)。70年代后,布莱克(Black)和斯科尔斯(Schoels)的期权定价理论标志着一个新的金融时代的开始。

现代微观金融学的基础是金融经济学,其核心是单只证券或若干证券组成的资产组合定价。遵循一条逐渐背离经济学的一般均衡思想的路径,主要体现在三大理论模型中:

- (1) 资本资产定价模型,一般均衡条件下,市场由所有同质当事人组成,个体当事人的约束条件下的最大化的均值-方差效用,即两基金分离定理;
- (2) 布莱克-斯科尔斯期权定价理论,其价格遵循几何布朗运动,它构造一个期权资产组合,该组合正好把随机的布朗运动给消除,结果是无风险的,在

“无套利”的情况下,它的收益率必然等于无风险利率;

(3) 罗斯(Ross)套利定价理论,罗斯将布莱克-斯科尔斯期权定价理论中“无套利”条件扩展为一个一般性的“资产定价基本定理”——无套利假设等价于存在对未来不确定性的一种“等价鞅测度”,可是,本质来说依然是一种均衡理论,即关于当事人的理性行为导致无套利均衡的理论。

现代微观金融学的方法论:无套利均衡分析,是采用组合分解技术,利用基本的金融工具(如远期协议、期货、期权及互换等)组装成具有特定流动性和收益/风险特性的金融产品,或者分解金融风险,又或者是分解后加以重新组合,本质上是用一组金融工具来“复制”另一组金融工具的技术,即无套利均衡分析方法的具体化。最早引入无套利思想的微观金融学理论是MM定理,随后布莱克-斯科尔斯利用无套利思想成功地给出了欧式期权(European option)的解析定价公式。它通过无风险的自我融资(self-financing)交易技术,证明了不包含任何风险的布莱克-斯科尔斯偏微分方程,并引导大家对金融和实际投资内有权益分析方法以及实物期权方法的深入研究。1976年科克斯(Cox)和罗斯开创了风险中性定价方法,将无套利思想推向深入。此后,哈里森(Harrison)、克雷普斯(Kreps)和普里斯克(Pliska)进一步证明了一个无套利的均衡体系可以由等价鞅测度来获得,从而使得无套利的金融直觉在严格的金融研究中得到验证。

总体来说,微观金融从单期到跨期、从个体决策到市场动态一般均衡的拓展,依赖于无套利分析方法,建立起一个学科体系,在不确定环境下、在时间和风险约束下,获得资源的最优配置和市场均衡,并对资产进行定价。

三、新微观金融学

20世纪80年代中期,随着计算技术的进步和金融市场数据库的建立,金融学家们从不同角度对金融理论进行了广泛的实证检测。新的研究发现基本否定了传统资产定价研究的结论:单个资产、资产组合、基金和投资策略的平均收益与其贝塔系数不相称等等。CAPM并非衡量风险的最优模型,其他诸如股息率、短期债券收益率、长短期国债收益率差、金边垃圾债券收益率差、商业周期指标等,在某些程度上可以预测股票收益的时序变化。法玛(Fama)和弗伦奇(French)证明了三因素模型,包括市场因子(market factor)、规模因子(size factor)和价值因子(value factor),能够解释70%~80%的美国股票收益变化。在其他市场(包括中国在内的新兴股票市场)也发现了类似的实证证据。

新微观金融学就是用统计学、计量经济学和心理学来研究非有效的市场。罗伯特·A.哈根认为,新微观金融学分析范式的核心就是建立“归纳性”的特别因素模型,他认为预期收益模型仅仅就单只证券来分析其特有的影响预期收益的因素,罗斯等的风险因素模型,能够寻找那些能够说明股票收益同通货膨胀率、GDP等之间相关性的因素,而丹尼尔·卡尼曼(Daniel Kahneman)和阿莫斯·特沃斯基(Amos Tversky)开创的行为微观金融学,主要可以分析当事人在收益和风险之间,时而精确计算时而又陷入情绪冲动的行为。

从实证方面来看,1951年,布鲁尔(Burrell)首次将行为心理学结合在经济学中来解释金融现象,开创了将投资模型与人的心理行为相结合的金融新领域。1979年,卡尼曼和特沃斯基正式提出了预期理论,其假设更接近现实,严重动摇了传统微观金融学所依赖的期望效用理论,并为行为金融学奠定了坚实的理论基础。20世纪80年代以后,行为金融学发展很快,并在90年代获得了非常大的突破。塞勒(Thaler)研究了股票回报率的时间序列、投资者心理会计等问题。希勒(Shiller)主要研究了股票价格的异常波动、股市中的“羊群效应”、投机价格和流行心态的关系等,并成功预测了2000年由于网络股泡沫破灭引起的历史上最大的一次股灾。1994年,舍夫林(Shefrin)和斯塔特曼(Statman)提出了行为资产定价模型。2000年,两人又挑战资产组合理论,提出了行为资产组合理论。此外,里特(Ritter)对于IPO的异常现象的研究、卡尼曼对反应过度 and 反应不足切换机制的研究,都引起了研究者们对行为金融理论的高度关注。

然而,新微观金融学理论仍存在争议的地方。比如,在麦基尔(Malkiel)的《漫步华尔街》中,市场表现出大量的同有效市场假说相对的异常现象,但是,法玛在1998年《市场效率、长期收益和行为金融学》中,反驳在对市场异常现象研究中,没有明显证据表明长期收益具有系统性的反应过度或反应不足,而长期收益反转如同长期收益持续那么频繁。因此,非有效的市场和有效的市场可能都不完全正确。同时,新微观金融学的致命缺点是用归纳推理而不是演绎推理,将归纳推理用于案例分析、计量模型是无可厚非的,但是,想“归纳”出一个理论则缺乏基本的逻辑基础。行为金融学模型缺乏在一个统一的框架下,对金融市场的定价问题给出一个全面的、令人满意的解释。

四、比较与启示

现代微观金融学和行为金融学的研究内容是统一的,两者都是研究如何在

不确定的环境下通过资本市场对资源进行跨时期的最优配置,重要的任务都是资产定价。斯塔特曼认为“两者本质上没有很大的差异,都试图在一个统一的框架下,利用尽可能少的工具构建统一的理论,解决金融市场中的所有问题。唯一的差别是行为金融学利用了与投资者信念、偏好以及决策相关的认知心理学和社会心理学的研究成果”。

现代微观金融学和行为金融学的不同点主要表现在:

(1)现代微观金融学承袭了传统经济学“理性人”的基本分析假定,但忽视了对微观个体实际决策行为的分析。而行为金融学以心理学、社会学、人类学的行为理论为基本分析工具,视野更加开阔,对金融行为理性与否的定性既涉及偏好的形成过程,也涉及决策和判断的形成过程。行为金融学认为人类特有的认知方式的传导过程使得投资者产生过度自信、过度反应等认知偏差,并产生严重的系统性错误,从而导致非理性行为的发生。

(2)市场是否有效是行为金融学与现代微观金融学理论冲突的核心。行为金融学的噪音交易模型把投资者划分为理性套利者和噪音交易者(非理性投机者)两类,理性套利者在一定程度上可以转化为噪音交易者,从而加大了风险资产的价格波动并削弱市场效率。

(3)行为金融学与现代微观金融学的不同在于是否以人们的“实际”决策行为为研究的起点。人的实际决策行为受环境、状态、心理状况等许多因素的影响,对同一现象或同一信息,人们在不同的状态下会给出不同的解释,并做出不同的决策。

行为金融学 and 现代微观金融学有许多分歧,主要分歧在于前提假设中的投资个体理性与否。行为金融学认为,通常情况下概率和效用评估等主观判断、决策行为依赖于有限的可供利用的信息,而这些依据直观推断和经验规则得到的信息会产生系统性偏误。但当错误的结果重复地出现时,人们就会从中学习,许多不确定情形下人类判断的认知偏差就会逐步消失,再加之适当的引导,即使人们的初始行为是非理性的,其最终的行为方式也会逐渐变得理性起来。所以,从时间延续、场景重复、信息逐渐完备的意义上看,行为主体是趋于理性的。而且,行为金融学 and 现代微观金融学的一些基本模型和结论是一脉相承的。比如,行为金融学的行为资产组合理论一般被看作是现代微观金融学中现代资产组合理论的扩展。可见,两种理论又是可以调和的。

第二节 传统微观金融学缺陷及行为金融学的诞生

一、有效市场假说与市场异象

有效市场假说(efficient markets hypothesis, EMH)是经典金融学中最重要的命题之一。有效市场假说的概念由萨缪尔森(Samuelson)首次提出,经过法玛和詹森(Jensen)等学者的努力,将其发展成一套认识金融市场的理性分析框架。有效市场假说在20世纪70年代达到顶峰,并一直是经典金融学的主流思想。有效市场假说的经典定义来源于法玛,即“价格总是完全反映(fully reflect)了所有可得信息(all available information)的市场被称为是有效的”。他同时列出了有效市场的三种类型:弱有效市场,即价格完全反映了包含在价格历史记录中的信息;半强有效市场,即价格不但反映了历史记录中的价格信息,而且反映了与之相关的所有公开信息;强有效市场,即价格反映了所有与其有关的信息,不仅包括公开信息还包括私有信息。

有效市场假说的理论基础是什么?施莱弗(Sheilfer)认为有效市场假说基于三个逐渐放松的假定之上:首先,投资者被认为是理性的,他们能对金融资产做出合理的价值评估;其次,在某种程度上某些投资者并非理性,但由于他们之间的交易是随机进行的,他们的非理性会相互抵消,因此,价格不会受到影响;最后,在某些情况下,非理性的投资者会犯同样的错误,但是他们在市场中会遇到理性的套利者,后者会消除前者对价格的影响。也就是说,如果金融市场中存在理性投资者,非理性投资者行为将微不足道,金融资产价格由理性投资者决定,市场就可以达到有效。那么,理性投资者的存在为什么可以成为价格充分反映信息的原因呢?经典金融学为有效市场假说建立了一般均衡模型,来描绘信息有效的机理:格罗斯曼(Grossman)等人在不同的条件下论证了竞争性理性预期均衡价格能够完全揭示私人信息,使理性预期均衡模型成为人们更好地理解完全竞争的金融市场有效性的理论基础。

在理性预期均衡的框架下,交易者都是完全理性的,他们所掌握的信息会充分体现在对资产基本价值的估计中,在有效市场中资产的实际市场价格等于其基本价值,而基本价值由经典金融学的均衡定价模型所决定;交易者的套利行为是促使市场回到基本价值的力量。在有效市场条件下,“市场总是正确的”:如果市场是有效的,那么,任何基于可获得信息的交易策略将无法获得预

期收益以上的超额收益。换句话说,在一个有效市场中,无论是机构还是个人投资者,均不能期望长期战胜市场。

有效市场假说提出之后的10年中,金融学在实证检验方面取得了巨大的成功。有效市场假说的主要实证检验对象是有效市场假说的一个推断,即信息不会创造超额利润。对于弱有效市场假说,检验金融资产价格的历史信息对未来价格的预测性;而对于半强有效市场假说,应用“事件研究”的方法检验公开信息,发布对金融资产价格的影响。总体来看,早期关于弱有效和半强有效的实证检验结果几乎都是支持假说成立的。

随着金融学研究的深入,在理论和实证方面有效市场假说均遇到了挑战。理论方面,格罗斯曼和斯蒂格利茨(Stiglitz)的模型显示,在完全竞争的市场中,如果不确定性仅仅来源于未来收益的随机性,则完全揭示的竞争性理性预期均衡不具有稳定性,甚至不存在。完全竞争市场中的交易者是价格接受者,如果均衡价格完全揭示私人信息,那么,交易者都有“搭便车”的动机,即不愿意自己搜寻有成本的私人信息,而只想从价格中推测信息,当全体交易者都不搜寻私人信息,价格就没有什么信息可汇总、传递;如果大家都不搜集信息成为共同知识,个人又有搜集私人信息的动力,这就是所谓的格罗斯曼-斯蒂格利茨悖论。当然,在理论研究的推动下,有效市场假说自身也在不断发展,法玛认为“价格完全反映了所有可得信息”是市场有效假说的简单表述,但援引格罗斯曼和斯蒂格利茨的观点:信息和交易成本为0是有效市场强式表述成立的前提。法玛同时指出,有效市场假说在经济学上更合理的说法是詹森的“价格反映信息的程度正好使得获取信息的收益不超过边际成本”。

对于有效市场假说的挑战主要来自于金融学的实证研究。在股票收益的历史可预测性方面,按照弱有效市场的观点,投资者无法利用历史价格信息来构造投资策略获得超额利润(按照资产定价模型进行风险调整以后的收益)。从1980年开始,很多研究发现股票收益是可预测的。例如,德·邦特(De Bondt)和塞勒发现股票长期的历史累计收益与未来的长期股票收益负相关,基于这个现象构造的投资策略可以获得超额收益,这个现象称之为“长期反转”。而杰格迪什(Jegadeesh)和提特曼(Titman)的研究显示股票中期的历史累计收益与未来的中期股票收益正相关,基于这个现象构造的投资策略也可以获得超额收益,这个现象称之为“中期惯性”。在公开信息对股票收益的影响方面,按照半强有效市场的观点,投资者无法利用市场公开信息来构造投资策略获得超额利润。然而,许多研究发现在控制了诸多风险因子之后,股票收益与公司规模、账面市值比、盈利价格比等特征有关。另外,有关盈余公告的事件研究发

现, 股票价格对盈余公告先“反应不足”后“反应过度”。在市场总体特征方面, 在有效市场条件下, 股票价格由“未来红利的预期净现值决定”, 因此, 股票价格的波动应该可以由这个贴现模型来解释。而希勒有关股市波动的研究发现, 股价的波动幅度要远远高于贴现模型所能够解释的程度, 这也被称为“波动率之谜”。在个人投资者投资行为方面, 如果市场有效, 投资者虽然很难获得超额收益, 但同时也很难获得超额亏损。但相关研究发现, 个人投资者的投资收益要远低于资产定价模型所决定的“正常收益”, 原因在于投资者的过度交易和“处置效应”(过早卖掉盈利的股票而长期持有亏损股票)。

实证检验所发现的异象极大地推动了金融学的发展。接下来, 金融学从两个方面来进行更深入的探讨:

一方面, 在经典金融学的思想框架下, 寻求更为完善的资产定价模型。我们知道, 所有对有效市场假说的实证检验都是一个联合检验, 因为我们总是要确定一个定价模型来描述所谓的正常收益。因此, 当实证检验不支持有效市场假说时, 并不能断言“市场无效”, 因为检验运用的资产定价模型有可能是不合适的。早期的实证研究都是应用 CAPM 作为风险调整的基准, 因此, 市场异象虽然不能由 CAPM 解释, 也许可以由其他多风险因子的模型解释, 法玛和弗伦奇的研究就是这个思路。

另一方面, 金融学对更为基本的问题进一步思考。有效市场理论基于理性经济人的假设, 而现实中的投资者能否如此“理性”? 投资者非理性行为的影响是否微乎其微? 这些实证研究发现的市场异象也许是投资者非理性行为的结果。对于行为人的决策, 心理学具有大量的研究, 其研究发现现实中人们的决策行为与经济学的理性假设有一定的差异。因此, 根据心理学的研究成果来放松理性经济人假设, 并以此为基础来研究金融问题, 这就产生了行为金融学。

二、理性与非理性

理性经济人假设是经典金融学的核心假设。金融学考虑的是不确定性条件下的资源分配问题。关于不确定性条件下的决策, 经典金融学的方法是假设行为人根据自己掌握的信息, 为未来的不确定性赋予一个概率分布(称之为信念), 并追求期望效用最大化(称之为偏好), 如果有新的信息到来, 行为人的信念更新遵从贝叶斯法则。因此, 理性经济人假设包括两个重要的元素, 即期望效用最大化的选择偏好以及信念更新的贝叶斯理性。经典金融学正是在这个假设基础上构建理论的大厦, 并取得丰硕的成果。

如果我们狭义地将服从理性经济人假设称为“理性”, 那么, “非理性”则是