

## 投资者真的是理性的吗

——行为金融学对法玛的“市场有效假说”的质疑与挑战

○ 张元鹏

(北京大学 经济学院,北京 100871)

**[摘要]**美国著名经济学家尤金·法玛在1970年提出的“市场有效假说”是现代金融学的重要理论基石,而“理性经济人假设”是该假说的核心。但是,现实金融市场上诸多“异象”使得市场有效假说常遭人质疑和挑战。在这种情况下,以心理学和社会学等为基础,且以人的“有限理性”为研究对象的“行为金融学”对这些金融“异象”的解释与分析就显得相当有说服力,有效地解决了当代主流金融学理论的许多问题,并提出了今后金融学研究的方向和思路。

**[关键词]**行为金融学;市场有效假说(EMH);金融异象

市场有效假说(Efficient Markets Hypothesis, EMH)是现代金融学的核心理论。美国著名经济学家尤金·法玛(Eugene Fama)第一个提出了“有效市场”的概念<sup>[1]</sup>。他认为,所谓有效市场就是指这样一种市场,其存在着大量精明、理性的投资者,他们为了自身的利益都会积极地捕捉到市场上任何现实的,或潜在的重要信息。经过这些精明投资者的你来我往的竞争行为就会导致这样一种状况:不管任何时候,证券市场上呈现出来的股票价格及其走势都已经反映了已发生的、或者尚未发生、但市场预期会发生的事情和信息。1970年法玛在著名的《Journal of Finance》杂志上发表了具有划时代意义的经典论文《有效资本市场:理论与实证研究回顾》,该论文不仅对过去有关EMH的研究作了系统的总结,将有效市场定义为“总是充分反映所有可得信息的市场”,而且就“市场有效假说”提出了完整的理论框架。至此,“市场有效假说”作为现代金融理论的基础

---

作者简介:张元鹏(1965—),北京大学经济学院副教授,经济学博士,研究方向:西方经济学、行为经济学、财务管理等。

性地位正式确立。

市场有效假说虽然在现代金融学理论中居于无可争辩的核心地位,但是,人们通过对金融市场的大量实证研究表明,投资者在实际的投资活动中更多地表现为“非理性行为”,而且这种“非理性”会导致人类的决策行为系统性地偏离标准金融理论所预测的结果<sup>[2]</sup>。比如羊群效应、月末效应、规模效应和股权溢价之谜等等金融“异象”都是投资者“非理性”行为的结果和表现。

行为金融学从 20 世纪 80 年代起在国际学术界异军突起,其在标准金融学的分析框架之外利用心理学,人类学和社会学等研究手段,通过大量的心理学实验和实证研究对“市场有效假说”理论的基础假设——“理性经济人假定”提出种种质疑和挑战,并得出了许多具有建设性意义的结论,有力地推动了现代金融学理论的发展和完善。

本文将首先从法玛的市场有效假说的基本前提出发,介绍目前金融市场上常见的,但违背市场有效假说的一些“异常现象”,然后就行为金融学对这些金融“异象”的分析来阐述行为金融学对市场有效假说带来的种种质疑和挑战,最后对行为金融学的发展前景以及在我国的应用提出自己的看法。

## 一、法玛的“市场有效性假说”成立的前提假设及其遭遇的金融“异象”

依据前述法玛对“有效市场”的定义,假若一个市场是有效的話,那就意味任何想对市场价格的未来走势进行主观预期的努力都是徒劳的,而股价如同化学分子运动中“布朗运动”规律一样按照“随机游走”原则进行着。既然股价是随机游走的,从大数定理看,人们从交易中最后获取的期望收益就等于零。比如,如果你手上有一只股票亏损了 20%,那一定是你个人暂时的非理性决策失误导致的,而绝不是市场的失误。市场上发出的种种信号都是市场状况最真实的情况的表达;即使投资者此时的失误造成的这样那样的损失,也会被其他投资者的套利行为给弥补掉。因此,从整体上看,市场永远是会有效率的。

从理论逻辑角度看,市场有效假说支持者们的这种理论自信主要基于以下三个逐渐放松的假定之上的:

第一,从根本上讲投资者总是理性的。他们都能精确地估计证券的市场价值以及将来的价格,并能迅速地对新的信息对所估价格的影响做出应对与决策;

第二,即使有时投资者表现出非理性的情况,但只要它们的交易行为具有随机性和相互独立性等特征,从大概率角度看这些非理性交易是可以相互抵消的,其最终将无法影响资产价格;

第三,再退一步说,即使投资者属非理性的,且其行为并非随机且具有某种相关性,但市场中那些理性套利者会通过无风险“买低卖高”的套利行为来消除非理性行为对证券价格的“噪音”影响。其最终结果会使所有的投机套利机会消失殆尽,市场中的价格变化就只反映真实交易信息的变化。

对于 20 世纪 70 - 80 年代的国际学术界来说,对市场有效性假说的信念是

不可动摇的,就像亚当·斯密的“看不见的手”理论居于现代经济学的中心地位一样,市场有效性假说在现代主流金融学中也具有无可替代的核心地位。市场有效假说对金融学的许多理论的产生和发展影响巨大,比如,20世纪70年代以后产生的许多著名金融学理论模型——资本资产定价模型(CAPM)、套利定价模型(APT)、期权定价模型(OPT)等都有一个共同的理论基础——市场有效假说。

但是,进入20世纪80年代后,西方学术界在一系列针对金融市场的实证研究中发现了许多金融“异象(Anomalies)”,而这些“异象”使得人们对市场有效假说的真实性和有效性产生了极大怀疑,甚至提出了直接的颠覆性挑战。总结下来,主要有如下几个方面:

1. 价值错位。人们的研究发现,股市中那些不受关注的股票(即具有低市净率股、低市盈率和低历史收益的股票)通常都会比同时期那些广受股民关注的绩优股(即高市净率、高市盈率和高历史成长)的投资收益率要好很多。显然,这样的“价值错位”现象与市场有效假说倡导的价格波动的“随机游走”特征直接相违背。

2. 日历效应。Gibbons 和 Hess 等人的实证研究发现股票指数或股价与某个特定日期具有非正常波动(强势或低迷)的关系<sup>[3]</sup>。比如股票会在星期一的收益率通常为负值,而在星期五的收益率则明显高于一周内的其他交易日,这就是所谓的“周末效应”。其他还有诸如季节效应、月份效应、星期效应和假日效应等类似的现象。这些现象显然与市场有效假说相抵触。

3. 规模效应。Banz 在1981年研究发现,股票的未來价格变化与该股票所代表的公司的规模有着密切的关系,主要表现在小市值公司股票的收益率常比市场平均水准表现得更好,而且还要优于大公司股票<sup>[4]</sup>。这种现象在我国证券市场表现尤为突出(比如我国股市的创业板和中小板)。按理说,公司规模大小之类的信息是一种路人皆知的信息,市场有效假说下是不可能利用此类信息获取高额报酬的。

4. 处置效应。这是指投资者常常在股票投资操作中表示出的对于那些自己已经亏损的股票割舍不下且长期持有,但却会守不住那些能够使他赢利的股票的现象。这种人们对待风险的非对称性态度显然与人们的理性决策原则相悖。

5. 封闭式基金折价之谜。这是一个长期以来困扰市场有效假说的一个难解之谜。其意指封闭式基金常常溢价发行,但很快就在市场上以大幅度折价进行交易,如此明显的差异使得人们无法利用现有金融学理论进行令人信服的解释。

6. 股权溢价之谜。美国学者 Mehra 和 Prescott 在1985年通过对美国过去100多年的相关金融数据研究后分析发现,股票的平均收益率为6.98%,而相对应的无风险证券(主要是国债)的收益率仅为0.8%,股票收益率远远超过了国库券的收益率,溢价为6.18%<sup>[5]</sup>。进一步,他们又对其他发达国家1947-1998年的数据分析得到了同样的结论。股市如此之高的溢价率是现有以市场有效假

说为基础的资本资产定价理论所无法解释的。

除此之外,证券市场还存在其他一些“异象”,比如首次公开发行、股票回购、内部交易“异象”;期权微笑效应;标准普尔指数“异象”;新科技下的触网泡沫效应等等。

## 二、行为金融学对法玛“市场有效假说”的质疑以及对现代金融理论的发展

针对上述种种金融“异象”,经济学家曾试图在有效市场理论的框架之内进行解释和分析。如有学者将“日历效应”归因于诸如政府所制定的纳税规则所致,即在年末(月末)时投资者考虑其纳税要求而“调仓”导致的,但像澳大利亚、英国等国的财年周期与美国完全不同,但这些国家也存在相类似的“日历效应”现象。又比如,有人把“股权溢价之谜”存在的原因解释为一般的债券本身的风险低,因而其收益就该低,而投资股市所承担的高风险就需要相应的高收益来补偿。但现实中通过对股票与长期债券之间风险程度的差异估计,并没有发现两者风险的报酬之差如此之大的充分理由。

实际上,我们应该认识到,仅仅局限于以完全理想化的理性经济人假设为前提的“市场有效理论”是很难对金融市场中出现的诸多“异象”做出合理解释的,因为这种“完全理性经济人”在现实中根本就不存在,由此产生诸多“异象”就不奇怪了。这样,以2002年诺贝尔经济学奖被授予美国著名行为经济学家丹尼尔·卡尼曼(Daniel Kahneman)为标志,在学术界中兴起了一股从行为经济学方法论的角度研究现代金融理论的热潮,并由此产生了目前金融理论研究一个重要分支——行为金融学。

### (一)行为金融学对市场有效假说理论赖以存在的基本前提的质疑

首先,对于理性经济人假设,市场有效假说是必须坚持到底的,因为这是它的理论成立的前提。但是,从严格的逻辑推理看,如果坚持市场有效假说的话,理性经济人在信息收集、预测以及利用信息决策等方面就会出现前后逻辑矛盾的地方。比如,既然市场有效条件下的股价是经过各个理性投资者充分的信息收集、处理所得到的,而且已经充分反映了所有可获取的信息,那么,理性投资者在后面的决策中就没有必要花费一定代价去收集和處理信息了,也就没必要,也更不可能预测股价走势并重新作出买卖决策的判断了,因为此时他没有其他更多的需要更新的新信息了。如果这个推论成立的话,即如果每个投资者因为没有新的信息而不能或不需要对其预测进行修正的话,市场也就丧失了其卓越的预测能力的微观基础和来源,此时的股票价格也就难言其充分反映了可获取的信息,也很难变得“有效”了。这就是由“有效市场假设”理论本身所导致的逻辑“悖论”。

其次,市场有效假说认为,即使投资者是非理性的,但只要他们之间的交易是随机的,相互独立的,依据大数原理,投资者之间的种种“非理性”错误是会相互抵消的。对于此种观点,卡尼曼与特沃斯基(Amos Tversky)在1992年进行大

量心理学实验研究直接予以否定,他发现人们并不是偶然偏离理性,而是经常以某种“认知性偏差”的方式系统偏离理性<sup>[6]</sup>。

第三,市场有效假说认为,由于市场上有大量理性套利者,即使非理性投资者所产生的噪音而导致的与基本价值的偏离也会因理性的套利行为而消失。其实,这一观点有两个很强的前提存在,一是没有套利成本,二是套利行为没有风险。从现实看,这两个前提都是站不住脚的。在现实的证券市场上,任何情况下的套利成本都是存在的,因为寻找套利机会需要成本,进行套利投资也需要成本。这样,即使市场上出现了非理性的错误定价情况,有了套利的机会,套利者也不见得可以通过套利行为纠正掉这个偏离的情况,其原因在于要权衡该套利行为带来的超额回报是否能够弥补其套利成本。如果答案是否定的话,这种由错误定价而导致的偏离现象就可能在相当长的时间内存在着,此时的股价也就不一定等于其内在价值。

另外,当理性套利者进行套利时,不仅要面对套利过程中系统性风险,还要面对投资者随时发生的非理性预期变动下所产生的非系统性风险的影响。比如,套利者发现了某个套利机会,他因而采用相反的套利操作,希望在股价回归价值时取得超额回报。但是,在价格回归价值之前,由于投资者跟风行为或其他非理性情绪的推动而导致这个股票价格可能更大幅度地偏离股票基本价值,这样就会使套利者在短期内承担交易损失。如果因为交易规则而被强制平仓的话,就会使其前面短期损失变成真正的损失,丧失了本来可以得到的套利回报。因此,套利行为并不一定纠正掉市场上所有的错误定价和非效率情况。

## (二)行为金融学对投资者“非理性”行为和金融“异象”的解释与分析

### 1. 投资者“过分自信”和“自负”等心理情结对其投资者非理性行为的影响

很多心理学研究表明,人们对待自己决策的自我判断和结果的预期往往会表现得过分自信的,甚至自负。这在投资者面对自己极为看重、且须马上要决策的问题或任务时表现得尤为突出。比如在预测某家公司的目前或将来的股价走势并准备下手购买时,人们就会表现得更加过分自信。有时为了证明自己选择的正确性,投资者往往会过分自信地夸大有关某只股票的私人信息的准确性和价值所在,并总是力图寻求各种能够佐证这种价值的证据来支持自己的推理和判断。这些过分自信的表现,一方面会直接导致投资者过分依赖自己收集到的信息而轻视标的公司的财务报告所反映出来的客观信息,另一方面,还会在具体行动时表现失衡,即要么对那些能够满足自己自信心的信息反应过度,要么对那些可能会伤害自己自信心的信息反应不足。

经验表明,投资者的“过度自信”心理情结并不会随着时间的推移而减弱,相反年龄越大,这种过分自信的表现更为显著,最终演化成为一种“不撞南墙不回头,撞了南墙也不回头”的“自负”行为。股市中那些已经长期浸染的投资者都会或多或少具有某种有选择的“失忆”的本性,例如某人经历错误的投资决策后,虽然当时痛心疾首,但过了一段时间后他会“忘记”过去,还会重复同样的错



误,这当然会进一步加深了因自己自负而导致的困境。

与人们“自负”心理相关联的还有人的“虚荣心”。比如,“处置效应”中投资者不愿意卖出已经发生亏损的股票,其原因可能还有“虚荣心”在作怪。股市中对于未来走势的研判是一件极难做到的事情,但若他这个曾被人啧啧称道的“股市达人”的回答是“不知道”或“不清楚”时,就会让人觉得你是一个不合格的“会员”。这样,明明一种不靠谱的预测,基于“虚荣”的心理,就是不承认错误,死扛着做“死多派”。有些股评家在回答投资者个股咨询时,从不肯说“不知道”之类的话语。有时自己明明预测错了,却去找一些客观原因来“搪塞”投资者。

2. 人类的“启发性思维”偏差往往会导致投资者“盲从”或“错失良机”等非理性行为的发生

当人们面对一个既复杂而又前景不明的事件时,如果没有切实可行的办法,就会不自觉地走一些思维的捷径,比如,从过去类似的经历或自己熟悉的参照经验中得到某种“启发”,然后依此做出相应的主观推断。通常,这样“启发性”的思维方法主要有代表性推断法、可得性推断法、锚定推断法以及显著性和选择性关注等。这些方法有时能够帮助我们化繁为简,迅速地做出决断,但有时却会使得我们的判断出现很大的误差,亦即“启发式思维偏差”。

(1) 代表性推断法会导致人们投资“盲从”“跟风”行为的发生

代表性推断法是指当个体进行判断时,往往会倾向于根据过去传统或相类似的情况,对事件加以分类,然后在判断另一事件发生的可能性大小时,会过分相信历史重演的一种经验推断方法。这在金融市场上的投资者中表现得格外突出。比如,在经过一段时间的市场繁荣后人们对未来的股市走向的预测往往会很悲观;相反,如果在过去一段时间市场持续低迷之后,人们则对以后的市场预测又会过度乐观。很显然,这样判断行为都是人们基于过去已有的市场表现所进行的一种“赌徒谬误式”的决策偏差。

另外,在人们日常的心理活动中,除非有明确的信息加入,人的大脑总会把某些表面上看具有相同或某种相似特征和标志、而实际上内容迥异的东西归为一类,这也是事件的代表性思维推断法在作怪,它同样会引起投资者对那些偏差性的信息进行过度反应。比如在目前的互联网经济热潮中,以阿里电商为代表的互联网企业风起云涌,投资者只要看到马云的阿里公司准备投资于某一行业,与这些行业相关的公司都被视作很好的投资对象而盲目跟从。

(2) 可得性推断法对人的投资中“过度反应”行为的影响

可得性推断法是指人们往往容易受到身边经常接触到的信息或自己脑子中易记起的材料的影响而做出个体判断的一种经验推断方法。比如,当人们要估计事件发生的可能性大小时,往往会把那些自己司空见惯的事件置于最可能发生的位置,且认为该事件比其他那些虽存在、但自己脑海中不易想起的事件更可能发生。在金融市场上,投资者更易受到可得性推断法的影响而产生判断偏差,

比如,投资者往往对那些近期人们常谈论的所谓“热门股”颇感兴趣,并进行大量的关注;又比如对那些在媒体上经常被提及和推荐的股票会主观上认为更易上涨。这从另外一个角度看,有时股市所表现出来的非理性繁荣或低迷可能就是大众传媒对投资者的启发式判断偏好的影响所导致的过度反应的结果。这在某种程度上解释了“价值错位”的问题。

### (3) 锚定推断法对投资者反应不足的影响

人的大脑在面对一些复杂问题的解决时往往会不自觉地先选择一个初始参考点作为其推断出发点,然后再去收集其他信息来逐步修正其判断或推理结果。但是,一个很有意思的现象是,不管后来的修正如何进行,人们仍会过多地依赖于其最初所选择的参考点,这就是所谓的锚定推断法。金融市场上也存在大量“锚定推断法”。比如,即使某家公司突然宣布其“重大利好”,但其股价却并未相应上涨,其原因就在于投资者对这家公司的盈利前景的预判还被“抛锚”于过去的认知标准或判断基点上,此时的投资者往往会认为该公司“重大利好”是不可靠的、暂时的,这样一种“锚定推断法”就会使得投资者“踏空”而错失投资的良机。

### (4) 显著性认知偏差和选择性关注对股市波动的影响

一些心理学研究表明,虽然现实中某个事件实际发生的概率会很小,但该事件一旦发生将会对人们的利益产生巨大影响。对于这种小概率事件,人们在实际面对时通常会高估其发生的概率,这就是所谓显著性推断法。比如,现实中公司破产是一个小概率事件,但对某个投资于该公司的投资者来说面临的是血本无归的境地。因此,如果媒体刚报道了一起涉及某行业的公司破产事件,人们主观上就会认为该行业的其他企业也前景不妙,会预判这些企业破产概率也会很大,这样,投资者选股时对该行业的市场情绪就发生逆转。

在金融市场中,基于某一小概率事件而引发的“蝴蝶效应”屡见不鲜,甚至有时金融市场的突然崩溃就可能与投资者的选择性关注(Selective Attention)所造成的认知偏差有关。动荡不安的中东地区任何一件擦枪走火事件都会在国际股市上掀起波澜就是一个典型的例子。

## 3. 遗憾和后悔心理在投资者行为“羊群效应”等非理性行为中的作用

遗憾和后悔都是一般人在遇到事件结果的一种正常心理反应。心理学认为遗憾是人们在评估未来某件要发生的事项的一种心理情绪反应,比如消费者在选择去哪家饭店吃饭时往往很少选择去自己不熟悉的饭店,这是因为消费者心理上可能认为选择没去过的饭店造成感觉不好时的遗憾程度要比选择已经去过的饭店的遗憾要大。股票市场中选股也同样有遗憾心理在起作用,比如投资者往往会选择投资自己家所在地区或曾经作为该公司消费者并感觉不错的公司股票。

对于投资者回避卖掉价格已下跌的股票的行为也属于受遗憾心理的影响,因为他除了心存侥幸心理期望股价回升外,更多的是为了有意回避因自己曾经

做出的错误决策而产生的遗憾和将来向人报告投资损失时带来的尴尬。当然,投资者这里还有一种从众心理在起作用。因为当投资者想到有很多投资者也在同一股票投资上遭受损失时,他或许会降低其遗憾情绪的反应。有时,从众心理还会导致投资者跟风选择本周热门股或大家追涨的股票,这就就会导致股市中“羊群效应”的产生。

人们总是为自己犯下的错误,有时仅仅是小错误而“后悔”甚至责备自己,有时人们会因为自己的“后悔”心而采取“非理性”决策,出现所谓的“处置效应”。比如,人们有时会“犯傻地”拖延下跌股票的出售,坐视其账面亏损扩大;而有时又会在股票上涨的时候过早地出售,这其实也是为了避免“后悔”,即为了避免在股价下跌时因没抛售而“后悔”所采取的“落袋为安”行为。

### (三)行为金融学对现代金融学理论的发展

行为金融学不仅对市场有效假说的基石——理性经济人假设进行颠覆性批评,而且从人的“有限理性”理念出发,提出了自己一些金融思想与理论。

#### 1. 投资者的“心理账户”和“心理分隔”在投资者选择投资组合中的作用

心理账户(mental accounting),是芝加哥大学教授理查德·萨勒(Richard Thaler, 1985)正式提出的概念<sup>[7]</sup>。他认为,个人和家庭在进行评估或追述一项经济活动时往往会在人的头脑里有一个“心理账户”,即把客观上等价的收益或支出在心理上划分到不同的心理账户中,并以不同的态度来对待。

经济学家利用心理账户原理解释了“红利之谜”的问题。财务常识告诉我们,如果对公司红利所征的税大于对资本利得所征的税时,投资者更应该愿意公司不支付红利,因为未来他们的收益将更高。但是,在现实中,投资者却更希望公司支付红利。这就是所谓的“红利之谜”。之所以存在“红利之谜”,其原因就在于在投资者的“心理账户”中把红利和资本利得分开,并将它们框定为两个完全独立的心理账户,即红利账户属于低风险的收益有保障的账户,而资本利得则属于投资者寻求高风险、高收益的账户。这样,作为风险规避者的投资者来说,其股票价格的下跌只是心理上资本利得账户的损失,有心理准备和一定承受力,但公司不支付红利则是自己安全保障账户,即红利账户的损失,这是不能容忍的。正是由于投资者“心理账户”的存在,就导致了1973-1974年能源危机期间纽约城市电力公司的许多中小股东誓死捍卫自己的红利权益事件的发生。

与“心理账户”相关联的,投资者心理中还有一种“心理分隔”现象。所谓“心理分隔”就是指投资者会根据其所关注事件的表面特征而将事件分为不同部分或层次,并将它们分隔开来存储于不同的心理分隔室中,投资者会针对不同的心理分隔室分别做出判断。比如,在股票市场上,投资者在自己所选的“股票池”中主观地将其准备投资的股票分为:安全-稳赚类股票(即股价下跌风险小,收益稳定的股票)和风险-大赚类股票(即冒险且赢利)。投资者然后就可以依据自己的投资风险偏好配置这两类股票的数量。大多数人还是风险回避者,这也许可以解释为什么当一支股票被加入到权重股指数中时,这支股票的股



价就会立即上扬的原因。另外,为什么会出现“日历效应”这样的“异象”?或许是因为人们基于“心理分隔”而将新的一月前几天,或一年的头一个月视为一个新的开始,如每月之交要发工资奖金的兴奋心理、或新年要有新气象的心理情绪,这样就有可能使他们在一月(或一年)相交替的日子里作出与平常不同的决策行为。

## 2. 投资者对风险的“非对称心理赋值”与投资者决策模式的转换

卡尼曼与特沃斯基在 1992 年通过实验对比发现<sup>[8]</sup>,多数投资者并非是市场有效假说中总要规避风险的理性经济人,而是随着其财富(或收益)的变化其对风险的态度要发生变化。比如,投资者在发生自己利益损失时往往会成为风险偏好的,此时他原意冒险,再赌一把,而在其赢利时反而是风险规避者,此时的他会缩手缩脚,畏缩不前,具有“落袋为安”的心理。这样,投资者对风险的态度就呈现这种“非对称的心理赋值”现象。

利用特沃斯基和卡尼曼的这种理论可以解释被市场有效假说所无法解决的“股权溢价之谜”和“处置效应”等金融“异象”。比如,他们发现人们“厌恶损失的心理会导致一单位投资损失的效用减少是同样一单位收益带来的效用增加的两倍”,这样人们就会对股票投资要求过高的投资回报,而对债券要求了过低的投资回报,其结果就必然拉大股权收益与固定债券收益之间的差距,从而产生“股权溢价”。而在“处置效应”中,同样由于投资者对风险的“非对称心理赋值”使得其在盈利时属风险回避者,而处于亏损时是风险偏好者。这样在其处置股票时,就会拿不住赚钱的股票,提早抛售,而对赔钱的股票则长时间持有,这也被称为“出赢保亏”效应。

## 三、行为金融学对我国今后金融学研究的启示和前景预测

近些年来,行为金融学已得到我国学术界的广泛注意,在金融理论、投资策略研究等方面取得了许多很有价值的研究成果。但从整体上来说,现有的研究只能算是一个开端,我认为,今后我国行为金融学的研究方向主要体现在如下两点:

第一、把行为金融的研究成果应用于中国证券市场的实践活动中,为投资者提供理论把握的方向和决策指导。

我国的证券市场是一个以中小个人投资者为主体的新兴证券市场,投资金额在 10 万以下的中小投资者占 72%。投资者“非理性”特征尤其突出,金融“异象”层出不穷。可以这样说,迄今为止中国股市的过度投机与波动现象都与我国证券市场缺乏一个稳定、有效和理性的投资者队伍有关。

依据行为金融学理论,个体投资者很容易出现系统性启发性认知偏差,从而导致股价的非理性偏离。在这种情况下,如果有机构投资者进行逆向策略性操作就会带来相应的价值投资机会。从国外看,以行为金融学为理论基础的投资策略主要包括价值投资策略与反向投资策略、动量交易策略等等。许多国外大

的基金公司都利用此策略获取很高的收益回报。

因此,今后我国要大力发展机构投资者队伍,这是因为机构投资者可以利用强大的专业优势和自己专家队伍,对政策和市场前景的把握有一定的预见性。作为机构投资者,其稳健的投资风格,可以针对个人投资者的行为反应模式,采取诸如逆向投资、动量交易等策略,进行积极的波段操作,以维护股市的平稳发展。

第二、结合国外成熟的行为金融学研究成果和我国的现实经验,进一步发展和完善我国的金融学的理论体系。

应该指出的是,虽然行为金融学发展迅速,声势浩大,但其体系松散,没有一套成熟统一的理论体系,其研究的重点仍停留在对金融市场“异象”质疑和投资者心理认知偏差的定性描述和历史观察上。这些都是其致命的弱点,也是经常被人诟病的地方。

近来,行为金融学试图与主流金融理论进行融合以解决其理论体系不成熟的问题。比如借鉴主流金融理论中常用的资产定价模型,把“有限理性”的研究成果融入进来,形成了以行为资产定价模型(Behavioral Asset Pricing Model, BCPM)<sup>[9]</sup>和行为组合理论(Behavioral Portfolio Theory, BPT)<sup>[10]</sup>为代表的新的行为金融学理论体系。

对我国来说,作为新兴的金融市场,虽然发展迅速,但问题和困难重重。许多金融领域的问题都亟待需要理论界来解决。笔者认为,行为金融学在我国有着非常广阔的运用前景,特别是在规范发展股市,引导投资者理性投资等方面都可以得到有益的启发和经验总结,同时通过对我国投资者的金融行为的研究,既能提高我国的金融理论研究水平,也能为进一步发展和完善国际学术界的行为金融的理论体系做出我们应有的贡献。

### 注释:

[1] Fama, E. F., The Behavior of Stock - Market Prices, The Journal of Business, 1965, Vol. 38, No. 1, pp. 34 - 105.

[2][6] Tversky, A. and Kahneman D., Judgment Under Uncertainty: Heuristics and Biases. Science. 1974, Vol 185, pp. 1124 - 1134.

[3] Gibbons M. and Hess P., Day of the Week Effects and Asset Returns, Journal of Business. 1983, 54, pp. 579 - 596.

[4] Banz, Rolf W., The Relationship between Return and Market Value of Common Stock, Journal of Financial Economics. 1981, March, pp. 3 - 18.

[5] Mehra, R. and Prescott, E., The Equity Premium: A Puzzle, Journal of Monetary Economics. 1985, 15, pp. 145 - 161.

[7] Thaler R., Mental Accounting and Consumer Choice. Marketing Science. 1985, 4(3), pp. 199 - 214.

[8] Tversky, A. and Kahneman, D., Advances in Prospect Theory: Cumulative Representation of Uncertainty, Journal of Risk and Uncertainty. 1992, 5, pp. 297 - 323.

[9][10] Shefrin, H., Statman, M., Behavioral Capital Asset Pricing, Journal of Financial and Quantitative Analysis. 1994, Vol. 29, No. 3, pp. 323 - 349.