华南农业大学学报(社会科学版)
2004 年第 2 期 (第 3 卷) JOURNAL OF SOUTH CHINA AGRICULTURAL UNIVERSITY (SOCIAL SCIENCE EDITION) No .2 2004 (Vol .3)

行为金融学发展研究

程 昆, 潘朝顺

(华南农业大学 经济贸易学院金融系,广东 广州 510642)

摘 要: 20 世纪 80 年代以来,有效市场假说在理论和实践上受到了严峻的挑战,行为金融学逐渐兴起。文章在国内外研究的基础上阐述了行为金融学产生的历史背景、发展阶段,分析了行为金融学的理论基础,概括了行为金融学的主要模型并指出行为金融学未来的发展方向。

关键词: 有效市场假说; 行为金融学; 发展

中图分类号: F830 文献标识码: A 文章编号:1672 - 0202(2004)02 - 0054 - 08

一、行为金融学产生的历史背景

行为金融学是在对有效市场假说(EMH)质疑的过程中产生的。EMH 的雏形可以追溯到法国数学家巴契里耶(Louis Bachelier)1900 年的博士论文《投机理论》[1]。在这篇论文中,Bachelier 认为股票的价格是无法预测的,在任何时候,股价上涨和下跌的概率都相等,当市场不再认同原有的价格时,价格会发生变化,但没有人知道市场何时会变,朝什么方向变化。Bachelier 认为在短期内,股价变动的幅度很小,长期内,变动的幅度会扩大,股价波动的幅度与时间区间长度的平方根成正比例关系,类似于随机过程中的布朗运动。Bachelier 的论文当时没有产生什么影响并一度遗失,直到 20 世纪 50 年代才被萨缪尔森发现。1934 年沃金(Holbrook working)发现商品期货价格变化是随机的[1],1953 年肯德尔(Maurice Kendall)在《经济时间序列分析》中分析了期货和股票价格的变动,得到了和沃金一样的结论[1]。之后罗伯兹(Harry Roberts)、奥斯伯恩(Mosborne)等人发表文章,指出股价变化遵循随机游走规律,就像“醉汉走步一样”。沃金等人的实证发现具有革命性意义,但由于他们不是经济学家或金融学家,没有进一步探讨价格随机波动的原因,因此也没有引起经济学界和金融学界的注意。

1952 年马克威茨(Harry .Markowitz)在《财务学杂志》上发表了《资产组合的选择》一文[1],提出了不确定性条件下理性投资者进行资产组合投资的理论和方法,奠定了投资理论发展的基石,开创了金融分析中“理性人”这一首要假设条件的先河。1958 年莫迪利安尼和米勒(Modigliani .F and M .H .Miller)在《美国经济评论》上发表《资金成本、公司金融和投资理论》[1],提出了 MM 定理,奠定了现代公司金融理论的基本框架。在这篇论文中,莫迪利安尼和米勒在研究企业资本结构和企业价值关系的同时提出了“无套利”分析方法,开创了现代金融学方法论上的革命。至此,有效市场假说的理论基础——理性人和套利定价——开始定型。

遵循前人的研究方法,1965 年法马(Eugene Fama)在《商业经济》中发表《股票市场价格行为》[2]一文,首次提出了有效市场理论。有效市场在文中被定义为“在一个有大量不断互相竞争,尽量提高利润的理性玩家的市场,每一个玩家在这里都尝试预测个别证券的未来市场价值,任何

收稿日期:2004 - 02 - 24

作者简介:程 昆(1965 -),男,管理学博士,副教授,硕士生导师,研究方向为资本市场和金融发展 .

重要的即时信息都差不多是可以免费取得……,有效市场内的竞争会令新信息对内在价值的影响立刻在价格上反映出来”。1970 年法马在《金融杂志》上发表了《有效资本市场:理论和实证研究回顾》[3]一文,对过去有关 EMH 的研究作了系统性总结,并且提出了研究 EMH 的一个完整的理论框架。法马在对与资产定价有关的信息分类的基础上提出了有效市场的三种不同形态:(1)弱式有效市场:资产价格充分及时地反映了与资产价格变动有关的历史信息,任何企图利用资产价格历史信息的投资者都不能获得超常收益;(2)半强式有效市场:证券价格反映了所有公开的信息,任何已公开的信息都不具有获得超额利润的价值;(3)强式有效市场:所有与资产定价有关的信息,不管是公开的或内部未公开的信息都已充分及时地包含在资产价格中。根据 EMH 的理论含义可知:如果市场有效,那么任何可用于预测股票价格的信息一定充分及时地反映在股价中了,股价只对新的信息作出上涨或下跌的反应,由于新信息是不可预测的,随新的不可预测的信息变动的股价必然是不可预测的,即股价应遵循一个随机游走的规律。在文中法马把 EMH 理论建立在三个逐渐放松的假定上:第一,投资者是理性的,他们能对证券做出合理的价值评估;第二,即使投资者在某种程度上是非理性的,但由于他们之间的证券交易是随机进行的,他们的非理性会相互抵消,不影响证券价值;第三,即使非理性的投资者的影响不能相互抵消,但市场上理性的套利者会利用非理性套利者的错误消除非理性对价格的影响。如果市场上一种证券由于被入市不深或非理性的投资者相互关联的抢购哄抬,价格超出基本价值,理性的投资者或套利者就会卖出甚至卖空这种高价证券,同时买进本质相似的其他证券进行风险对冲,结果被高估的证券价格回到其基本价值上。如果可替代证券存在,套利者之间的逐利竞争又使得他们的行动非常高效迅速的话,证券价格是不可能较大地偏离其基本价值的,套利者也无法获得很多超额收益。如果一个证券价格被低估,同样的套利机制会使证券价格不会较大地偏离其基本价值。

EMH 的提出引起了经济学家们的极大兴趣。自亚当·斯密以来,人们一直在论证“市场”这只“看不见的手”的神奇功能,而 EMH 正是经济学家们梦寐以求的神奇功能在金融市场上的具体体现。20 世纪 30 年代的世界经济大危机后,自发调节资源配置的市场机制受到责难,倡导政府政策干预的凯恩斯主义登上舞台,但 20 世纪 70 年代的世界经济危机使得凯恩斯主义陷入困境,主张发挥市场机制的理性预期主义广为流行。就在同一时期,在金融市场领域也出现了理性预期异曲同工的结果 EMH,信奉市场机制的自由主义者深受鼓舞,对市场有效性进行实证检验也大量涌现。1965 年法马发现股票价格大体遵循随机游走规律,支持市场弱态有效。帕蒂特(Pettit)检验了红利政策对股市的影响[4]。福斯特(Foster)发现了股市对每股期望收入的反应[5],这些研究支持了市场半强态有效。1972 年斯科尔斯(Scholes)运用事件分析法对一些公司内大股东之间的大宗股票交易对股价的影响进行了检验[6],发现股价对于大宗股票买卖反应平淡,斯科尔斯的解释是个别股票的密切替代品在起作用,套利机制运行良好,市场因而在任何时候都是有效率的。逻辑严密的理论和广泛的实证检验使得 EMH 成为 20 世纪经济学研究中值得骄傲的成果之一,也使得 EMH 达到其影响力的顶峰,以至于迈克尔·詹森(Michael Jeson)1978 年声称:“迄今为止,没有任何一个经济学命题能像 EMH 那样获得如此坚实的实证检验的支持”[7]。

然而,1980 年代以后,EMH 在理论与实证检验两方面同时受到挑战。最初的挑战来自于实证检验,对 EMH 的实证检验通常从两个方面进行:一是股票收益是否可以被投资者预测,投资者是否可以因此获得超额利润。经济学家从两个方面对此进行检验:(1)随机游走检验。根据 EMH,如股市是有效率的话,股票收益变化在统计上应是随机游走。Michnel S .Rozeff、William R .Kinney 和 Kenneth R .French 发现了 1 月效应和周日效应[8],1985 年德·帮德和塞勒(De Bondt and Thaler)发现了股票长期收益反转现象[9],Jegadeesh 和 Titman 发现“动量运动”[10],股票收益的非随机游走

否定了市场弱式有效。(2)基于价值参数和公司特征的时间序列和横截面预测模式的检验。Mehra 和 Prescott 提出了“股票溢价之谜”[11],Fama 和 Freneh 发现了可以通过红利收益来预测股票未来收益[12],1992 年二人又提出“账面市值比效应”,这些异常现象都不能用 EMH 来解释。二是股票价格的变动是否及时准确地反映了新的信息,股票价格是否存在过度反应与反应不足。希勒(Robert J.shiller)认为在众多的实证检验中,股票价格的过度易变性(excess volality)对 EMH 破坏力更大[13],因为股票的过度易变性暗示着股价在基本因素没有变化甚至没有信息变化的条件下会发生变化,这直接与 EMH 的定义相违背。希勒发现股价波动的幅度远不是由“价格由未来红利的预期净现值而决定”模型所能解释的[14]。由于希勒以一个不变的贴现率和对分红过程的一些特别假定来计算未来红利的净贴现,所以对他的反驳也集中于此,但是后来用随时间变化的利率或消费的边际替代率作为贴现率也得不到支持 EMH 的证据。希勒的解释是,市场上存在的大量噪音影响着价格变动。

更大的挑战来自于理论方面。首先,将投资者假定为完全理性的是难以让人信服的,现实中的证券投资者常常对无关的信息做出反应。或者不理性地对某些信息做出反应。心理学研究证明,人们在决策时不是根据 Von Neumann-Morgesten 的预期效用去行动,因此在实际中会产生各种各样的偏差[15]。其次,投资者之间的交易并非是随机进行的,他们的错误不仅不会相互抵消,而且通过某种机制被放大,这时的情况就较为严重了,心理学研究(阿伦森 2001)也证明人类存在某种程度的从众行为[16]。第三,套利机制是不完善的,因而不能发挥消除非理性影响的作用。套利机制发挥作用的关键是要找到受噪音交易潜在影响的证券的近似替代品,在大多数情况下,证券并没有明显合适的替代品,从而使套利活动充满风险。即使能找到完全的替代品,套利者也面临其他更多风险。如未来再次出让时价格的不可预知性即价格偏差什么时候不再错下去,如果套利者能承受亏损,他最终会补亏为盈,但有时他无法熬过亏损期。因此,从表面上看近乎完美的套利实际上风险重重,以套利为基础的有效市场难以实现。

随着理论研究的深入和越来越多的实证积累,现代金融学理论构建的宏伟大厦 EMH 开始摇摇欲坠,新的研究领域——行为金融理论露出水面,它弥补了现代金融学的内在缺陷,解释了 EMH 不能解释的金融现象,并使金融研究更加贴近真实世界。

二、行为金融学发展的阶段

有效市场假说的衰落和行为金融学的崛起是一个渐近的过程,就行为金融学发展的过程来说,它经过了三个阶段。

(一)早期阶段

19 世纪 Gustave lebon 的《群众》和 Mackey 的《非凡的公众错觉和群体疯狂》是两本研究资产市场群体行为的经典之作[17]。凯恩斯的《通论》则是研究资产市场的现代行为金融学的开始[18]。凯恩斯最早提出了基于心理预期的股市“选美竞赛”理论和基于投资者“动物精神”的股市“叫停递物占位游戏”。他曾作过这样的比喻:“职业投资就像选美比赛,在这种比赛中,参赛者要从报纸上发表的一百张照片中选出最美的 6 个人,谁的选择结果最接近于所有参赛者的平均偏好,谁就获奖”,“从事职业投资好像是玩叫停递物占位等游戏,谁能不先不后说出停字,谁能在游戏终了以前把东西还给邻座,谁能在音乐终了时占到一个座位,谁就是胜利者。”[19] Purrell 在其《以实验方法进行投资研究的可能性》的论文中,开拓了用实验方法将投资模型与人的心理行为特征相结合的金融新领域[17]。

(二)心理学行为金融阶段(1960 年至 1980 年代初期)

1969 年 Bauman 发表了《科学的投资分析:科学还是幻想》,呼吁关心投资者非理性的心理[17]。1971 年,Lichtenstein 和 Slovic 发表了《投机决策中投标和选择间的偏好反转》[20]。1973 年 Kahneman 和 Tversky 发表了《预测的心理研究》[21]。这些研究为行为金融学的发展打下了基础。1979 年行为金融学取得突破性进展,Kahneman 和 Tversky 发表了《期望理论:风险状态下的决策分析》[15],以崭新的期望理论取代预期效用理论。1982 年,Kahneman、Slovic 和 Tversky 发表了著作《不确定性下的判断:启发式与偏差》[22],行为金融学的理论基础开始奠立。在这段时期里,行为金融的进展主要局限于心理学领域,原因在于标准金融学尤其是 EMH 处于巅峰时期,不管是在理论方面还是经验方面 EMH 都获得了广泛的支持;其次,金融学家对人类决策的心理规律及其重要意义还缺乏深入的了解。

(三)金融学行为金融阶段(1980 年代初至今)

1970 年代 EMH 达到顶峰后,越来越多的研究转向实证方面以获得 EMH 的经验支持。在 1980 年代,人们运用计量经济学方法对总体股票市场的股票价格、红利和所得特征进行检验以考察有效市场的一致性,结果却发现上述大量异常现象。行为金融学家们开始对 EMH 产生怀疑。为此,EMH 的拥护者和质疑者展开激烈的辩论。1981 年希勒在《美国经济评论》上发表了《不能被随后的红利变化所证明的股票价格的过度运动》,具有历史意义。1985 年 De Bondt 和 Thaler 在《金融杂志》上发表《股票市场反应过度了吗》,行为金融学的研究蓬勃开展起来。进入 1990 年代后,行为金融家们的研究重点由 1980 年代对 EMH 的质疑转向对金融市场造成影响的心理分析上,开始从个体决策的心理过程方面寻找 EMH 不能解释的异常的内在原因,为行为金融学构造理论基础。这一时期的行为金融学研究成果不断涌现:1996 年 Campbell .Lo 和 Mackinlay 出版了《金融市场计量经济学》,2000 年 Hersh Shefrin 出版了《超越贪梦和恐惧:对投资心理和行为金融的理解》,Andrei Shleifer 出版了《并非有效的市场——行为金融学导论》,2001 年 Hersh Shefrin 出版了《行为金融》,2003 年 Richard H .Thaler 出版了《行为金融学的进展第二集》。

三、行为金融学的理论基础

行为金融学的理论基础包括两个方面,一是投资者决策理论,二是有限套利理论。

(一)投资者决策理论

EMH 的理论基础是投资者是理性的,这种理性在投资者决策过程中表现为追求自身效用最大化,在不确定条件下表现为投资者追求预期效用最大化,在跨期动态决策过程中表现为投资者按照贝叶斯规则实现预期效用最大化。1947 年冯·纽曼和摩根斯坦(Von Neumann and Morgenstern)以及 1954 年萨维奇(Savage)在继承 18 世纪数学家丹尼尔·伯努利(D .Bernoulli)对“圣·彼得堡悖论”(St .Petersburg Paradox)解答的基础上将投资者的这种决策行为模型化,形成“预期效用模型”[23],但是预期效用模型中的效用与 D .Bernoulli 解答中的效用有很大的不同。D .Bernoulli 解答中的效用具有心理因素,而预期效用模型中的效用将心理因素过滤掉了,这无疑拔高了投资者决策的理性能力,使得预期效用无法解答投资者实际决策中的行为。针对预期效用的缺陷,行为金融学家在继承预期效用理论的基础上,恢复了 D .Bernoulli 解答中效用的心理因素并有所发展,从而使投资者的决策更加接近现实的人,具体表现在:

1. 在决策目标上,行为金融学认为投资者不仅追求预期效用的最大化,而且追求主观价值的最大化

1979 年,Kahheman 和 Tversky 在前景理论(Prospect theory)中提出价值函数(Value function)。$V = \sum \pi(P_i)\, V_i(\triangle W_i)$,$P_i$ 是财富 W_i 最终实现的概率,$\pi(P_i)$是决策的权重,$\triangle W = W_i - W_0$ 是财

富 W_i 相对于一个参考水平 W_0 的偏离值,$V_i(\triangle W_i)$是第 i 种情况下$\triangle W_i$ 的价值,投资者决策时努力使价值最大化。虽然值函数 V 与期望效用 $EU=\sum PiUi(w_i)$的形式十分相近(W_i 为第 i 种情况下的财富,$u_i(w_i)$为 W_i 的效用值,P_i 为 W_i 出现时的概率),但两者在内容具有很大的不同。首先,值函数 $V_i(\triangle W_i)$是财富变化量的函数,投资者不仅关心最终财富的绝对水平,而且关心最终财富的相对于参考水平的变化△W,即财富的损失和收益。参考水平可以是投资者的初始财富,也可以是投资者在现有财富和对未来预期基础上渴望达到的水平,而在预期效用模型中,投资者的效用仅是财富的函数,而与财富的变化无关。Kahneman 和 Tversky 在前景理论中把投资者的决策分为两个阶段:编辑阶段和估值阶段。在编辑阶段,投资者建立适当的参考水平,将决策所造成的结果大于参考水平的部分定义为收益,小于参考水平的部分定义为损失。在估值阶段,投资者依据价值运算公式进行计算并做出最终的决策。第二,值函数 $V_i(\triangle W_i)$的特性与效用函数 U(W)不同,效用函数 U(W)被假定为凹函数,而值函数 $V_i(\triangle W_i)$是收益的凹函数和损失的凸函数,价值函数在损失和收益两个方向上呈现递减的敏感度,在参考水平附近,损失的斜率大于收益的斜率,参考水平即值函数为 0 处为值函数的拐点。值函数的这些特征反映了投资者对收益是风险厌恶的,但对损失是风险喜好的,损失给投资者带来的价值是负值。而效用函数中投资者仅对财富是风险厌恶的。第三,决策权重函数 $\pi(P_i)$是 P_i 的函数,该函数是单调递增的,在逼近不可能事件 $P_i=0$ 和确定性事件 $P_i=1$ 处,人们的评价能力受到限制,决策权重难以确定。在 P_i 较小的地方 $\pi(P_i)$取相对较大的权重,在 P_i 较大处 $\pi(P_i)$取相对较小的权重。各种互补事件决策权重之和小于确定事件的决策权重,即投资者偏好于确定性事件。虽然预期效用理论和前景理论差异很大,但在投资者决策过程中,两者不是相互排斥的。Kahneman 和 Tversky1986 年在《理性选择和决策框架》中指出期望理论和前景理论都是人们决策过程中所必需的理论指导,预期理论适合于描述理性行为,前景理论更适合于描述实际行为。

在期望理论和前景理论中,情绪没有作为影响决策目标的一个因素。在 Kahneman 和 Tversky 1979 年出版《前景理论》之后,Loomes、Sugden 和 Bell 同时分别提出了“后悔理论”[23],说明了预期情绪在决策中的作用。该理论假设:如果投资者意识到自己选择的结果不如另一种选择的结果好时,就会产生后悔情绪,反之就会产生愉快情绪。这些预期情绪将改变效用函数,投资者在投资过程中力争将后悔降至最低。几年之后 Bell 和 Loomes and Sugden 又提出失望理论[23]:当一种决策同时产生几种结果,而自己的结果较差时所产生的失望情绪,预期到的失望情绪通过改变效用函数影响决策,投资者也会尽力避免失望情绪的产生。

2. 行为金融学认为,在投资者决策过程中,人的认知和行为要受到情绪、认知方式、群体等因素的影响

在投资者决策的形成过程中,EMH 假定投资者是完全理性的,每个人都会尽力做到不犯错误,坚持正确的观点和信念。在不确定条件下跨期决策时,投资者会依照贝叶斯规则行事,做到理性预期。然而,投资者要做到理性预期必须具备两个条件:一是投资者能获得准确、完备的信息;二是投资者拥有对这些信息进行准确、完全的加工能力。行为金融学认为这两个条件在投资者实际决策中都是难以满足的。人们的认知和行为会受到三个方面的影响:①情绪。心理学研究表明,情绪不仅影响投资者的效用,如厌恶后悔、损失等,而且还会作用到投资者的决策过程。投资者在决策过程中存在着过度自信和保守主义,过度自信指投资者对自己的能力和未来的前景表现得过于乐观,当决策结果好时归功于自己的能力,当决策结果不好时归因于外部环境而不反省自身行为,过度自信使得投资者难以“吃一堑,长一智”,结果同样的错误在不同情况下、不同时间内再次发生;保守主义反映了投资者思想的惰性,改变个人原有的信念非常困难,从而导致新信息对旧信

息修正不足。情绪可以作用于人的认知过程,进而影响人的行为,也可以不以认知为中介直接作用于人的行为。在通常情况下,情绪和认知可以协调,在特殊情况下,情绪却与认知相冲突,使决策行为产生异常。②认知方式。心理学家认为,人们用于加工信息的资源是有限的,因而常常用一种简明快的启发式(经验法则)而非贝叶斯规则来解决问题。启发式主要有三种:代表性启发法、可得性启发法、锚定与调整法则。代表性启发法指人们在决策时,抓住一事物与另一事物的相似性,以所知的一事物来推断另一事物。这种方法在很多情况是有效的,但有时也会产生严重的误差,如忽视结果的先验概率,以小样本代替大样本,把偶然性当作必然性等等,代表性启发法反映于新信息与过去信息的联系。可得性启发法指人们倾向于根据一信息在知觉和记忆中的可得性来判断事件发生的可能性,对于最容易进入并停留在大脑中的信息,人们认为其发生的可能性最大。锚定与调整启发法指最先进入大脑中的信息会产生锚定效应,制约对事件的估计。人们通常以初始值为开端进行评估和调整来获得问题的解决方案,不同的初始值常常会产生不同的后果。③群体对个人决策的影响,包括认知的系统偏差,信息串流和羊群效应等。认知的系统偏差指社会特有的因素和文化背景、收入差异、地域差异等对人的信念的影响。信息串流指人们在决策时参考其他人的选择,忽略了自己已有的信息,从而形成共同的意识与行为。信息串流常造成大量信息丢失。羊群效应指人们的决策通过情绪和行为的相互模仿而形成的共同信念和行为。在股市上常常表现为盲目地跟进,从而使股市出现长期高涨与低迷状况。

(二)套利机制的有限性

EMH 认为即使投资者不是理性的,投资者之间的非理性不能相互抵消,市场上的套利者仍然能消除非理性的影响,从而使整个金融市场能够达到有效。行为金融学认为,现实中的套利机制是不完善的。首先,套利者找不到完全相同的替代品,当套利者依据股票价格的相对变化购进或卖出股票时,他要承担与这种单只股票相关的风险。其次,即使找到了完全的替代品,套利者仍然面临其它风险。套利者难以确定价格偏差什么时候能结束,如果他的资金不能使他熬过亏损期,套利者被迫平仓,将遭受巨大损失;如果套利者是投资者的代理人,投资者不能忍受套利者的暂时亏损,不仅套利者的资金能力受到限制,而且套利者的收入也受到影响甚至减少,这一方面限制了套利者资金运作能力,另一方面也减少了套利者套利的积极性,从而套利机制受阻,不能消除较长时间错误定价。当套利者能预测到错误定价结束的时间时,套利者可能转变为噪声者,主动推动价差,使股价进一步偏离基本价值,在股价接近反转之际,猛赚一笔,逃之夭夭。原先的套利者不仅不能稳定市场,反而加剧了市场的波动。

四、行为金融学模型

行为金融学家们曾建立大量的模型来分析 EMH 不能解释的异象,大致说来,行为金融学理论模型可分为如下几个类型:

1 基于投资者情绪和认知偏差模型

Barberis、Shleifer 和 Vishny1998 年建立了一个投资者情绪模型,分析了由于投资者认知情绪在代表性和保守性之间变化而造成的过度反应与反应不足。Dahiel、Hirshleifer 和 Subrahmanyam1998 年建立了一个过度自信和有偏的自我归因模型[24],为动量现象和长期均值逆转现象等提供了理论基础。Hong、Harrison 和 Stein1999 年建立了一个统一模型[25],分析了资产市场反应不足,动量交易和过度反应。

2 基于群体影响的羊群效应模型

如 Scharfstein1990 年建立的委托——代理模型中的声誉效应羊群模型[26],Bikhchandani1992

提出的信息流羊群模型,Banerjee 1992 年提出的外生排序羊群模型,Admati, Pfleiderer1998 年提出的收入流羊群效应模型。Wermers 1999 年在分析机构投资者羊群行为时将这些理论模型归结为三种:一是经理人不想冒然失去名声风险而采取的羊群行为;二是经理人获得信息的一致性;三是经理人具有同样的偏好[27]。

3 基于市场机制缺陷模型

De Long、Shleifer、Summers 和 Waldmann1990 年发表了《金融市场中的噪音交易风险》一文,提出了受噪音交易者风险限制的套利模型,并以此来解释封闭式基金贴水现象。1997 年 Shleifer 和 Vishny 发表《有限套利》一文,提出了代理关系下的有限套利模型,较好地说明了由于套利机制不完善而导致的市场无效。

五、行为金融学展望

近二十年来,行为金融学取得惊人的发展,但关于 EMH 的争论仍在继续。随着时间的流逝,行为金融学的观点和方法将逐渐深入到金融研究的各个层面,以至于最后"行为金融学"这一名词将消失,基于"理性人和完全套利"的标准金融学将成为金融理论中的一个特例。

未来行为金融学的发展可能将在四个方面展开:

第一,投资者的决策心理与证券价格。投资者为什么会进入证券市场,他是如何评估风险的,又采取什么样的投资策略;泡沫是如何形成的,又是如何消失的;证券价格是如何决定的。

第二,市场机制的缺陷。为什么套利者所需要的证券不存在,套利机制为什么不能发挥作用,市场制度是如何影响投资的心理和行为的,完善的运作良好的市场机制需要什么样的制度保证。

第三,投资者的心理对实体经济的影响。投资者的心理是如何影响公司行为的,资本市场如何影响消费、投资乃至整个宏观经济的。

第四,政府如何发挥作用。政府什么时候干预市场,如何减少、防止噪音交易而不影响市场正常运行,如何帮助投资者克服心理偏见等等。

参考文献:

[1] 滋维·博迪,亚历克斯·凯恩,艾伦·J·马库斯.投资学[M].北京:机械工业出版社,2002.

[2] Fama, Eugene. The behavior of stock market prices[J] Journal of business, 1965,38:34 - 106.

[3] Fama, Eugene. Efficient capital markets:A review of theory and empirical work[J] Journal of Finance, 1970,2.

[4] Pettit, R.R. Dividend announcements, security performance, and capital market efficency[J] Journal of Finance, 1972,27.

[5] Foster, G. Stock market reaction to estimates of share by corporate officials[J] .Journal Of Accounting Research, 1973,11.

[6] Scholes, M. The market for securities:Substitution versus price pressure and information on share prices[J] Journal of Business, 1972,45:179 - 211.

[7] 安德瑞·史莱佛.并非有效的市场——行为金融学导论[M].北京:中国人民大学出版社,2003.

[8] Michael S. Rozeff and William R. Kinney. Capital market seasonality:the case of stock returns[J] Journal of Financial Economics, 1976,3(4):388; Kenneth R. French. Stock return and the weekend effect[J] Journal of Financial Economics, 1980,8(1): 58.

[9] De Bondt, W.F.M. and R. Thaler. Does the stock market overreact? [J] .Journal of Finance, 1985,(40):793 - 999.

[10] Jegadeesh, N. and S. Titman. Return to buying winners and selling loses:implications for stock market efficiency[J].

Journal of Finance,1993,(48):65 - 91 .

[11] Mehra,R .and E .Prescott . The equity premium:A puzzle[J] .Journal of Monetary Economics, 1985,(15):145 - 161 .

[12] Fama,Eugene and K .French . Dividend yields and expected stock retuns[J] .Journal of Financial Economics, 1988,(22):3 - 25 .

[13] Shiller,R . From efficient markets theory to behavioral finance[J] .Journal of Economic Perspectives, 2003,(17):83 - 104 .

[14] Shiller,R . Do stock prices move too much to be justified by subsequent changes in dividends ? [J] . American Economic Riview, 1981,(71):421 - 436 .

[15] Kahnman,D .and A .Tversky . Prospect theory: An analysis of decision under risk[J] . Econometrica,1979,(47): 263 - 291 .

[16] 埃利奥特·阿伦森 .社会性动物[M] .北京: 新华出版社,2001 .

[17] 饶育蕾,刘达铎 .行为金融学[M] . 上海:上海财经大学出版社,2003 .

[18] 乔治·阿克洛夫 .行为宏观经济学和宏观经济行为[J] .比较 .2002,(3) .

[19] 凯恩斯 .就业利息货币通论[M] .北京:商务印务馆,1983 .

[20] Lichtenstein S, Slovic P . Reversals of preference between bid and choice in gambling decision[J] . Journal of Experimental Psychology,1971,(89):46 - 45 .

[21] Kahnman, D ., and A .Tversky . On the psychology of prediction[J] .Psychological Review, 1973,(80):237 - 291 .

[22] Kahnman,D .,P .Slovic,and A .Tversky . Judgment under uncertainty: heuristics and biases[M] .Cambridge University Press,1982 .

[23] 庄锦英 .情绪与决策的关系[J] . 北京:心理科学进展,2003,11(4) .

[24] Daniel,K .,D .Hirshleifer, and A . Subrahmanyam . Inverstor psychology and security market under and over reactions[J] Journal of Finance, 1998,(53):1839 - 1886 .

[25] Hong, Harrison and Jeremy Stein . A unified theory of underreaction, momentum trading and overreaction in asset markets[J] .Journal of Finance, 1999,(54):2143 - 2184 .

[26] Scharfstein,R .S .and J .C .Stein .Herd behavior and investment, American Economica Review[J] .1990,(80):465 - 623 .

[27] Wermers ,R . Mutual fund herding and the impact on stock prices[J] .Journal of Finance, 1999,(54):581 - 623 .

Development on the Behavioral Finance

CHENG Kun, PAN Chao-shun

(*College of Economics and Trade, South China Agricultural University, Guangzhou* 510642, *China*)

Abstract: While efficient market hypothesis was faced with great challenges in both the theory and its practice since 1980, behavioral finance has been booming . This paper elaborates the background and development stages of behavioral finance and generalizes its theory bases and major models . Finally it discusses and points out its prospects .

Key Words: efficient market hypothesis; behavioral finance;the development of finance