

行为金融学的创新

饶育蕾, 马吉庆

(中南大学商学院, 湖南长沙, 410083)

摘要: 原理创新和实践创新构成行为金融创新体系。具体包括原理创新、技术创新、意识创新、市场创新和管理创新等。原理创新是对理性人基本假设及其相应推论的挑战; 技术创新是基于人类有限理性的技术创造; 意识创新是创新应用的前提、再创新的引导; 市场创新是创新的源头和终点。管理创新是创新过程中各要素之间的协调和整合机制。

关键词: 行为金融学; 创新理论; 心理学

中图分类号: F830.9 文献标识码: A 文章编号: 1672-3104(2003)04-0491-04

标准金融学是建立在理性人假设和有效市场假说两大基石之上的, 它承袭经济学的分析方法与技术, 形成了比较完美的理论体系。但其模型与范式局限在“理性”的分析框架内, 忽视了对投资者实际决策行为的分析。直到 20 世纪 80 年代, 心理学在研究人的非理性行为方面有了重大发现, 金融学便借鉴了心理学、社会学等研究成果形成了创新的行为金融学^[1]。

一、行为金融学的创新体系

创新 (innovation) 一词是来源于拉丁语 (innovatus), 意思是更新 (new) 和改变 (alter)。它是基于现存事物的一种创造性活动。美籍奥地利经济学家约瑟夫·阿罗斯·熊比特 (Joseph Alois Schumpeter 1912 年) 将创新拓展到经济领域^[2](167)]。在他的创新理论体系中, 创新是新工具或新方法的实施, 它不仅是一种经济机制或技术过程, 也是一种社会现象。一个构想要真正演变成创新, 必定会经历各种配合技术聚合的阶段。行为金融学是金融学、心理学和社会学等多学科的整合, 已从实验检验走向了金融市场, 具有根本性创新和过程创新的特点。(1) 从根本性创新 (Radical Innovation) 的角度来看, 标准金融学认为投资者是理性的, 而行为金融学认为投资者是普通的正常人。正常人具有丰富的心理世界, 其情绪和意志都不可能是稳定的, 其偏好和动机

也不是连续一致的, 会随着背景的不同而改变。行为金融学对标准金融学的修正都是在此基础上展开的。(2) 从过程创新 (Process Innovation) 的角度来看, 行为金融学注重投资过程中投资者的心理、行为因素对投资决策、资产定价的影响, 侧重研究人在接受、处理以及输出信息过程中, 可能引起的一些认知偏差和非理性行为。行为金融学研究的是人的信息加工过程, 并利用心理学的发现与金融学技术整合而诞生的新的理念来提高决策的质量。

具体到金融理论与实践, 行为金融学的创新意义广泛, 可以包括原理创新、技术创新、意识创新、市场创新和管理创新, 我们可以归纳出如图 1 所示的

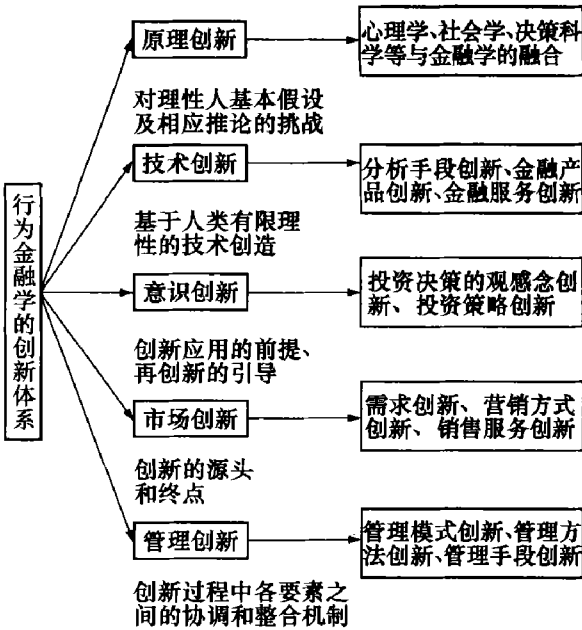


图 1 行为金融学的创新体系

收稿日期: 2003-01-18
基金项目: 教育部人文社会科学研究重大项目 (02JAZD790010)
作者简介: 饶育蕾 (1964-), 女, 四川资中人, 中南大学教授, 博士, 主要研究方向: 公司理财、公司治理、行为金融学。

行为金融学创新体系。

行为金融学的创新具有根本创新和过程创新的特点,意味着它将从理论创新走向实践创新,从技术创新走向市场创新。原理创新是创新的源头,实践创新是动力,它又反过来促进理论的进一步发展和创新。

二、行为金融学的原理创新

金融理论要解决的核心问题是在不确定条件下如何建立最优决策模型和如何描述实际决策过程。在不确定决策中,决策者只能控制自己的行动空间,而状态空间被视为是稳定的。但是,当决策者自身可以创造性地行动,或外界“工具”的创新使他的可替换行动增加时,决策者的选择就有可能发生根本性的变化。因为决策者的决策基准和决策方式,都具有背景依赖性(Background Dependence),而且这种依赖性不是连续一致的。依赖的背景包括状态空间和行动空间,可统称为决策空间。背景依赖有两种表现形式。(1)行动空间的改变,尚未引起决策准则的变化,但最后决策仍可能改变。例如,原本决策者以一定的决策准则在行动空间 $A_0 = \{a_1, a_2, \dots, a_m\}$ 选择行动时,他选择 a_i ,但是当行动空间变为 $A_1 = \{a_1, a_2, \dots, a_m, a_{m+1}, \dots, a_{m+n}\}$ 时,即使投资者仍采用先前的投资策略,但此时他选择的行动未必就是 a_i ,有可能是 A_1 中的 a_j ,并且 a_j 不在 A_0 中,即 $a_j \in A_1$,且 $a_j \notin A_0$ 。由此可见,可替换行动的创新会影响决策行动的选择。(2)行动空间改变,直接引起决策者所遵循的决策准则的改变,从而改变选择。行为金融学对它们的解释是:对于不确定下的感受,人们是凭过去的经验来理解和判断的。随着不同状态的出现,人们进入与之相应的背景,并在其中形成自己的感觉和判断。正是这种决策空间的相对性导致了决策主体和客体的变化,并且变化不一定是显性的。

行为金融学广泛吸收了现代心理学、社会学、决策科学等多学科的研究成果,为金融和经济研究提供了新的方法或路径。心理与行为研究发现,人的认知系统和情绪系统在人体的调节系统下相互影响,可导致一些认识偏差和非理性行为的产生。而认知系统本身也会导致系统性偏差的产生。知觉和判断的基本原理表明:人的感觉器官是随着对变化或偏离的估计(而不是绝对数量的估计)来调整的,并且遵循敏感性递减的规律。当我们对诸如亮度、响度或者温度这些属性做出反应时,过去和现在的经验联系起来,形成一个参考点。人们在认知过程中所表现出来的系统性偏差和决策过程表现出来的系统性偏好,使预期效用理论和市场有效性假说受到挑战,从而使金融学从理论上到实践上都产生新

的起点、新的理论逻辑和新的发展。行为金融学认为市场上的经济行为是正常人在现实社会的相互作用过程中,表现出来的对经济刺激的主观反应,因此,可使投资者在判断、认识方面出现系统性偏差。例如,标准金融理论在研究经济主体行为时,假定他们是风险厌恶的,但是实际经济决策和投资决策中,风险寻求(Risk Seeking)的现象也大量存在。拉斯维加斯的繁荣,澳门赌城的疯狂,香港赛马的热闹都是人们追求风险的例证。行为金融理论告诉我们,在研究经济主体的行为特征时,要对投资者的个体行为特征进行深入的研究,这在分析方法上充分体现了个性化的思想。行为金融学认为要形成高度个人化的决策基准和高度量化的分析方法,努力发展更好的行为资产定价模型,这个模型要不仅能够反映效用特征,还要包括价值感受特性。

Barber & Odean 认为,人们倾向于系统地偏离最优的判断和决策,行为金融学通过将人类本性的诸多方面引入到金融模型中丰富了经济学含义^[3]。Mullainathan 和 Thaler 重申“行为经济学”的概念,认为行为经济学是心理学和经济学的结合,用以研究人们在市场上表现的有限理性和复杂的行为。我国学者林毅夫也提出了“个性化经济学”的思想^[4]。无疑,当行为金融理论的应用价值在实践中得到充分的体现时,现代经济学的研究必将做出相应的调整,以构筑大统一理论体系的研究思路将被多样化的更加务实的个性化经济学所取代。

三、行为金融学的实践创新

(一) 技术创新

技术创新是企业家抓住市场的潜在盈利机会,以获取商业利益为目标,重新组织生产条件和要素,建立起效能更强、效率更高和费用更低的生产经营系统,推出新产品、工艺,开辟新市场,建立企业新的组织。技术创新是人类财富之源,是经济发展的巨大动力。行为金融学的技术创新包括分析手段创新、金融产品创新和金融服务创新等内容:

(1) 分析手段创新:行为金融理论从人的心理和行为特征研究入手,把投资过程看作一个心理过程,Kahneman 和 Tversky 认为这一过程体现了人类行为的诸多选择偏好与认知偏差。如:在不确定条件下,决策的价值函数和决策权重,判断与决策过程的认知偏差(Cognitive Bias),如代表性偏差(Representative bias)、可得性偏差(Availability bias)、锚定与调整(Anchoring and adjustment)、框定依赖偏差(Framing dependence bias)等,对待风险的可变态度(Varying Attitudes toward Risk)、后悔厌恶(Regret Aversion)、自控缺陷(Imperfect Self-control)以及效用特征和价值感受的

偏好(Preference to Utilitarian and Value-expressive)等等^[5,6], 这些心理特征影响着投资者的决策行为并影响着资产的价格。在对这些心理特征分析的基础上研究金融市场和投资决策将更贴近实际和趋于理性。

(2) 金融产品创新: 虽然投资者的长远目标是在保证本金安全的情况下, 使其收益最大化, 但是行为金融研究发现: 随着决策环境或背景的变化, 投资者的心理预期和偏好以及对待风险的态度等一系列的心理特点也相应发生变化, 因此他们的投资目标在各个时点上或者各个时间区间就可能大不一样了。金融产品要在投资者心理的变化基础上进行创新, 金融市场上投资者的兴趣偏好就是金融产品创新的标准。例如可以成立针对年轻的白领阶层的退休基金, 这种基金专门从事风险较大的投资, 其可能带来的巨大收益作为年轻人将来的退休费用。这种退休基金何以会受年轻人的青睐呢? 首先, 行为金融学中的“框定效应”(对问题的描述形式影响对问题的判断)在这里可以发挥作用: 尽管退休基金实际上和别的投资一样, 但是对年轻人而言, “退休”还是一个很遥远的事情, 这些年轻人可能根本不考虑极端损失的情况, 因为他们相信以后几年里的收益能够补偿这次购买基金所可能遭到的损失。其次, “退休基金”关闭了遗憾之门——投资损失在最近就是不可实现的账面损失, 因为年轻人得不到退休费用, 这只是将来的事情, 现在看不到损失就不会有太多的遗憾。

(3) 金融服务创新: 行为金融学证实了投资者击败市场的可能性, 为专业投资或咨询人士寻求获得超额收益机会带来了信心。他们要从客户的趋利特性(Utilitarian, 如对购买成本、替代物价格的分析)和价值感受(Value-expressive)的需要出发进行创新服务。例如金融咨询师要向投资者解释, 虽然从直觉上, 成长股比价值股具有更好的价值感受特征, 但是从效用特征来看, 成长股并不一定能提供更高的预期回报率。投资者也需要寻求金融咨询师的帮助, 来加强他们微弱的自我控制能力。例如一般中老年人承受投资风险的能力不高, 那么退休保险可能是他们存放额外资金或收入的好地方, 但是这些投资者的自我控制能力一般较差, 他们会把大笔额外收入投资到股票或是基金, 因为他们从价值感受的角度看来, 基金是个投资品种, 而退休保险只不过就是存款, 但如果从效用价值的角度看, 比如, 开放式退休基金并不一定能给投资者带来高于退休保险的收益。

(二) 意识创新

现实生活中的人是正常人, 会不断犯认知错误, 导致决策失误。为此, 在金融市场上投资者要进行

观念创新和策略创新。

(1) 投资决策的观念创新: 行为金融学中的投资者追求的是满意的而非最优的解, 因为他们的偏好和动机是多方面的, 除了追求利益, 还对公平、互利和报复等其他社会动机存在偏好, 而且这些偏好和动机通常是在决策过程中形成的, 因此他们对于变化是开放的; 决策者是情景适应性的, 决策的性质和背景影响决策过程、决策技术和决策方式的选择。投资决策中存在这种对背景的依赖、选择的偏好和判断的偏差时, 就容易出现决策失误。对投资者来说, 意志力和制度规则是很好的自我控制工具。行为金融学带来的观念创新, 有助于决策者学会如何随着决策环境的改变, 提高决策的有效性, 减少决策失误。

(2) 投资策略创新: Fuller 认为, 作为资产管理者或个人投资者, 发现其他人的认知错误所导致的证券定价错误, 可以得到获取超额投资利润的机会^[7]。其投资策略是: 在大多数投资者认识到这些错误之前投资于这些证券, 而后当大多数投资者意识到这些错误并投资于这些证券时卖出这些证券。投资者对新信息的过度反应或反应不足可能导致证券定价错误。事实上, 一些职业资产管理者正在应用行为金融学的精髓来制定交易策略, 如反向投资策略(Contrary Investment Strategy, CIS)、动量交易策略(Momentum Trading Strategy)、成本平均策略(Dollar-cost Averaging Strategy)和时间分散化策略(Time-diversification Strategy)等。

(三) 市场创新

它是创新的源头和终点。创新理论告诉我们, 创新是一个经济范畴, 它始于研究开发, 终于市场实现, 因此技术的创新必然导致相应的市场创新。而市场创新要求进行营销方式和销售服务的创新, 以增加投资者对金融产品的需求。

(1) 需求创新、营销方式创新: 从基金管理公司的角度看, 投资者的投资需求和投资偏好是不断变化的, 风险承受能力各有不同。因此可据此开发出不同品种的基金, 以适应不同的投资者, 或同一投资者在不同时点和区间上的投资需求, 或者成立具有类似功能的家庭基金(Family Funds)。投资者都有根据某只基金近来的业绩去简单外推它将来之表现的倾向, 因此, 基金管理公司就要在投资基金信息披露日附近调整投资头寸, 以提升基金和经理自身在市场公众中的形象, 并为最近获利不菲的基金作宣传。Rabin 认为投资者易受“小数定律”(the law of small numbers)的误导, 即用总体样本的概率特征去推断小样本的概率特征^[8]。认为一年的业绩足以说明证券分析师的市场技能, 投资者在参照分析师的专业分析之后, 会更加相信自己的决策, 因为分析师为他们

提供了“后援炮弹”(Booster Shots),同时也帮助他们克服和转移了“后悔”(Regret)情绪。投资者偏爱最近盈利较高的公司股票,也偏爱或钦佩大众喜欢的公司的股票,而分析师不可能跟踪分析所有的股票,因此,上市公司要努力给市场一个最近或者不久的将来有很大盈利的印象,可以促使其股票有良好的表现。

(2) 销售服务创新:耶鲁大学罗伯特·希勒的“大众模型”以及投资者的行为模式表明:股票价格受社会心理尤其是投资者潮流和时尚的广泛影响^{[9] (136)}。例如,在通信日益发达的今天,仍有很多人到证券大厅去看大盘走势,就是因为在家庭中炒股缺少临场指挥的氛围。因此,可以成立类似于网上聊天室或者留言版的投资俱乐部,甚至可以进行投资社区建设,开展社区经营服务。但 Barber 和 Odean^[3]发现 60% 的俱乐部平均盈利水平比市场低了 3.8%。这是因为大部分个人投资者感情用事,只注重投资对象的价值感受(如对公司的关爱、公司的成长性)等一些外在特征,而不管风险和收益之类的效用特征。因此,证券服务机构可以指定一位“社区促进者”(Facilitator)或代理人来引导话题,刺激讨论,并对这些投资俱乐部倡导投资理念,引导其合理投资。

(四) 管理创新

是指创新过程中各要素之间的协调和整合机制,包括以下几个方面的创新。

(1) 管理模式创新:投资者是金融市场的主体,如何使投资者满意,如何取得他们的需求、偏好和其他有关的知识,从而进行传递、共享和研究开发金融产品,变得非常重要。此外,投资者的意见和建议对于金融产品的创新也有重大指导意义。建立投资信息管理系统,可以实现金融市场上各个主体的信息互助和良好沟通。比如建立投资者意见征询系统,调查了解投资者的欲望和多变、多样化的需求,让他们参与金融产品和金融服务的研究开发。

(2) 管理方法和手段的创新:行为金融理论有助于在非理性的世界里进行理性的资本管理和预算。

例如,股利政策的制定不仅仅取决于公司的盈利水平,很大程度上还要取决于人们的心理账户(Mental Accounting),即投资者如何在思想上将资金按照投资目的来分类,将股利和资本利得区别对待。又如后悔理论(Regret Theory)告诉我们:克服后悔的方法之一就是转移责任,这种责任可被转移给呆板的制度,那么基金管理公司就要进行管理创新,如改变只对盈利进行奖赏,对损失进行惩罚的制度;在已造成既定损失的前提下,可以对投资经理采取减少损失的行为给予一定的奖励或减轻惩罚。这样投资经理就不会因为后悔厌恶而长期持有已经亏损但是价格在一段时间里又很难上涨的股票。

基金经理除了具有传统金融理论所要求的良好信息分析与处理能力等相关因素之外,还要有行为金融理论以及决策科学方面的知识,了解市场中的投资者和自己会产生什么样的心理和行为偏差以及会对市场造成什么影响,并能够采取相应的投资策略。

参考文献:

- [1] Meir Statman. Behavioral Finance: Past Battles and Future Engagements [J]. Financial Analysts Journal, 1999, 55(6) (November/December): 19-27.
- [2] 熊比特. 经济发展理论[M]. 北京:商务印书馆, 1990.
- [3] Barber, Brad M, Terrance Odean. Too Many Cooks Spoil the Profits: The Performance of Investment Clubs [R]. Working paper, University of California, 1998.
- [4] Mullainathan S., Richard H. Thaler. Behavioral Economics [R]. NBER Working Paper No. 7948, 2000, (10).
- [5] Kahneman D., Tversky A. Prospect Theory: An analysis of Decision Making under Risk [J]. Econometrica, 1979, 47(2): 263-291.
- [6] 饶育蕾, 刘达锋. 行为金融学[M]. 上海:上海财经大学出版社, 2003.
- [7] Fuller R J. behavioral Finance and the Sources of Alpha [J]. Journal of Pension Plan Investing, 1998, (2): 291-293.
- [8] Matthew Rabin. Psychology and Economics [J]. Journal of Economic Literature, 1998, Vol. XXXVI, March: 11-46
- [9] 罗伯特·J 希勒著. 廖理, 施红敏译. 非理性繁荣[M]. 北京:中国人民大学出版社, 2002.

The Innovation of Behavioral Finance in Theory and Practice

RAO Yir-lei, MA Jir-qing

(School of Business, Central South University, Changsha 410083, China)

Abstract: From the innovative aspects of technology, an innovative system of behavioral finance is established. The system includes the innovation of theory, technology, notion, market, and management. The theoretical innovation promotes the research on decision-making under uncertainty and accelerates the development of modern economics. The technological innovation is the creation in technology based on bounded rationality of human. The innovation of notion is the premise of application and guide of re-innovation. The innovation of market is the source and end of innovation. The innovation of management harmonizes and conform all factors in the process of innovation.

Key words: behavioral finance; the theory of innovation; psychology