

行为财务学对传统财务学的冲击

刘章胜

(永州职业技术学院 湖南永州 425100)

【摘要】 行为财务学作为财务学研究的一个新领域,其研究视角越来越广泛。本文解析了行为财务学对传统财务学的冲击,认为行为财务学研究将会促进财务学理论的发展。

【关键词】 行为财务学 传统财务学 有效资本市场理论 非理性行为

一、行为财务学对传统财务学理论基础的冲击

有效资本市场理论是传统财务学的理论基石,它由三个逐渐弱化的假设组成:①假设投资者是理性的,那么投资者可以理性地评估资产价值;②即使有些投资者是非理性的,但由于他们的交易是随机的,因此能消除彼此对价格的影响;③即使投资者的非理性行为并非随机而是具有相关性,市场仍可利用套利机制使价格回复到理性价格。

行为财务学以期望理论为基础,通过大量心理学和行为学的研究发现,投资者并非都是理性的,其实际投资决策往往会系统地偏离传统财务学所设定的最优决策模式。这对传统财务学的有效资本市场理论形成了巨大的冲击。一是以真实行为取代理性行为。与理性假设不同,现实世界的人其实都是“有限理性”,是“天真的投资者”。实际上,许多投资者在决定自己对资产的需求时受到许多无关信息的影响。因此,行为财务学建议利用现实世界中投资者的真实行为模式来取代理性行为假设。二是投资者的非理性行为并非随机发生。传统财务学认为,投资者的随机交易使得非理性交易者对市场不造成影响。但行为财务学指出,非理性投资者的决策并不完全是随机的,常常会朝着同一个方向发展,不见得会彼此抵消。Kahneman和Riepe(1998)还指出,人们的行为偏差其实是系统性的。许多投资者倾向于在相同的时间买卖相同的证券,如果非理性投资者(也称噪声交易者)通过“流言”或者跟从他人的决策而决策时,这种状况将更加严重。三是套利会受到限制。传统财务学认为通过套利可以使市场恢复效率,因此价格的偏离是短期的现象。但是,套利的有效性取决于是否存在近似的替代资产。虽然通过金融衍生工具(如期货、期权)可以获得近似替代资产,但许多资产并没有替代资产,这时套利就不能维持价格水平,其有效性受到限制。即使存在完全替代资产,套利还面临来自未来资产价格的不确定性的影响。

二、行为财务学对传统财务学基本理论及模型的冲击

传统财务学主要采用数学模型来表述财务问题,即通过最优决策模型解释什么是最优决策和通过描述性决策模型探讨投资者的实际决策过程。传统财务学的基础是马柯维茨的投资组合理论和夏普的资本资产定价模型(CAPM),两者的

理论前提均是“投资者是理性的”。行为财务学则认为,部分投资者因非标准偏好的驱使会做出非理性的行为,而且具有标准偏好的理性投资者无法全部抵消非理性投资者的资产需求。基于此,Hersh Shefrin和Meir Statman(1994)对传统的CAPM进行了调整,提出了行为资本资产定价理论(BCAPT)。BCAPT认为,资本市场上除了严格按照传统的CAPM进行资产组合的信息交易者外,还有一部分处于传统CAPM之外的投资者(即噪声交易者),他们信息不充分,会犯各种认知偏差错误。Hersh Shefrin和Meir Statman(2000)以期望理论为基础建立了行为投资组合理论(BPT)。BPT认为,投资者的投资组合是一种基于对不同资产风险程度的识别和投资目的所形成的金字塔状的投资组合,位于金字塔各层的投资与投资者特定的期望相联系。

此外,DSSW模型解释了非理性投资者对金融资产定价的影响及噪声交易者为何能赚取更高的预期收益。BSV模型解释了投资者决策模型如何导致证券的市场价格变化偏离有效市场假说。DHS模型解释了股票回报的短期连续性和长期的反转。HS模型解释了反应不足和过度反应。“羊群效应”模型解释了投资者在市场上的群体行为及其后果。

行为财务学的上述模型能更好地解释和预测财务主体的实际决策过程(而不是最优决策模型)以及金融市场的实际运行情况,这种全新的研究范式对传统财务学的冲击是显而易见和强烈的。

三、行为财务学对传统财务学研究内容的冲击

传统财务学的研究内容主要有筹资管理、投资管理、营运资金管理及股利政策的制定等。传统财务学只适合在一个理想的市场上指导财务决策者实现企业价值最大化,对于现实中的一些异常现象,传统财务学难以做出有力的解释。而行为财务学将过度自信、损失回避、框架依赖等认知偏差引入研究范畴,对传统财务学的冲击无疑是巨大的。

1. 行为财务学与融资决策。传统财务学的融资理论是建立在有效资本市场假设和理性人假设基础之上的,管理者的筹资行为也是市场有效前提下的最优决策的结果。但行为财务学认为,在市场非有效的情况下,上市公司会有意识地利用

资本市场的非理性定价进行对公司有利的融资活动,从而偏离市场均衡。Stein(1996)指出,在股票市场非理性时,理性管理者可能采取的融资行为是:当公司股票价格被过分高估时,理性管理者往往会利用投资者的过度热情发行更多的股票;而当公司股票价格被过分低估时,理性管理者则会选择股票回购。现实生活中,无论是市场的短期惯性和长期反转,还是IPO(首次公开上市)股票的短期价格上涨和长期价格下跌,都是与有效资本市场假设相矛盾但又普遍存在的现象。对此,行为财务学从非理性行为个体的角度给出了解释。

此外,公司管理者自身的非理性行为也可能使其融资决策对市场和企业产生影响。过度自信的管理者会对企业的前景过度乐观,低估违约的可能性,从而选择债务负担过重的资本结构,并且消极采取风险管理措施。Heaton(2002)认为,过度自信和乐观的管理者更容易认为股票市场低估了公司的内在价值,以及股票融资成本太高,更可能遵循“优序融资理论”,即按照先内源融资、再债务融资、最后股权融资的顺序来选择融资方式。

2. 行为财务学与投资决策。传统财务学在进行投资决策时,往往根据投资项目的收益率与资本成本孰高孰低来决定取舍。传统财务学认为,如果一个公司的资本由债务和权益两部分组成,则其综合资本成本就等于债务成本与权益成本的加权平均值。其中,债务成本通过已知的债务利率与所得税税率确定,而权益成本作为投资者的机会成本,一般采用CAPM来确定,即: $K_c=R_f+\beta(R_m-R_f)$ 。当然,这种传统的方法要求市场价格必须是有效的。行为财务学将投资者行为作为分析的出发点,一方面对小公司效应与规模效应、1月效应、过度反应与反应不足效应、长期异常收益等一系列市场异常现象的研究发现,仅仅用 β 值来度量股票的风险是远远不够的;另一方面,由于不同投资者获取信息的能力以及投资的规模不同,且投资者往往具有认知上的偏差,所以不同投资者对投资收益的预期是不同的。

针对传统财务学的不足,行为财务学在市场价格非有效而管理者完全理性的条件下对实现公司价值最大化提出了指导性的原则。行为财务学还认为,公司管理者认知上的偏差也可以通过代理机制来消除,从而影响公司的投资决策,并对公司的价值产生影响。Malmendier和Tate(2001)认为,过度自信的公司管理层会高估投资项目的收益,并对外部融资的高成本耿耿于怀。但行为财务学的研究发现,相对于成功的项目来说,公司管理者往往会将更多的资金投向自己在其中负有重要责任的失败的项目,他们希望能够扭转亏损的局面来证明自己以前所做的决策是正确的。Conlon进一步研究还发现,公司管理者对失败项目增加投资的数目与沉没成本的规模大小无关,而责任越明显,管理者越倾向于向该项目投入更多的资金。这充分说明非理性行为对投资决策的影响。

此外,行为财务学认为,群体行为对公司投资决策的影响不容忽视。个体行为一旦失败,往往被视为能力不足并因此承担相应的后果;群体行为即使失败,外部市场也可能掩盖个体能力的不足而共同承担责任。由于群体行为的存在,公司在进

行扩张性投资决策时,群体行为经常扩大个体错误,从而导致投资失败。行为财务学还认为,投资者的非理性行为很可能扭曲公司的投资行为,从而降低资本配置效率。当投资者过度悲观时,公司股价被严重低估,外部融资成本过高,或者根本筹集不到股权资本,迫使公司不得不放弃一些好的投资项目;当投资者过度乐观时,公司管理者出于公司真实价值最大化而拒绝投资于那些事实上不能盈利但投资者认为可盈利的项目,投资者就会抛售股票而导致公司股票价格下跌,这时管理者会为了规避解雇风险而改变其决策。

3. 行为财务学与股利政策。作为公司财务管理活动的核心内容之一,股利政策是公司融资决策和投资决策的逻辑延续,也是公司在利润再投资与回报投资者两者之间的一种权衡。Modigliani和Miller(1961)提出MM理论,即在理想条件(无税、信息完备、无交易成本、资本市场理性有效和完全契约)下,公司的价值仅仅与资产的获利能力有关,而与公司的收益分配形式无关。MM理论在一个理想化的世界中或许是成立的,但现实中由于存在差别税率、信息不对称、交易成本等市场不完善因素,因此股利政策会对公司价值产生不容忽视的影响。行为财务学基于心理账户理论、自我控制理论和后悔厌恶理论等指出,投资者对股利的偏好影响了公司的股利政策。这在市场上表现为投资者对这些分配股利的股票的追捧以及由此导致的股票价格上涨。公司管理者在制定股利政策时为了降低融资成本,必然会迎合投资者的这一需求,选择发放股利的政策。这些都表明公司股利政策的制定会受到外部投资者行为的影响。为了寻找造成这种非理性股利分配状况的深层次原因,Bakerand Wurgler提出了公司股利政策迎合理论,认为投资者的情绪会影响公司股利政策的制定和变化。此外,行为财务学还认为,在选择股利政策之后,公司管理者在决定股利支付的合理规模时,也会受到心理因素和行为因素的影响。

四、结语

行为财务学突破了传统财务学只注重最优决策模型的局限,从而把人的行为建立在更加现实的基础上,同时也能合理解释市场异常现象。但行为财务学仍然存在诸多不足,迄今为止也没有形成一个完整的财务理论体系,其研究还停留在对市场异常现象的解释以及实证检验上。此外,心理因素的不确定性和不易量化也增加了行为财务学理论体系的构建难度。因此,行为财务学对传统财务学的冲击并不是试图将其取而代之,而是开拓财务学的研究思路 and 提供更多的方法,以求完善和修正财务理论,使其更加可信、有效。

主要参考文献

1. 洪敏.行为财务学:对传统财务学的挑战.安徽工业大学学报(社会科学版),2006;5
2. 吴伟,熊鹏.行为财务学述评及其发展趋向.财经理论与实践,2006;1
3. 刘志东,徐湘渝.行为公司财务理论对我国上市公司财务决策的启示.投资研究,2006;7
4. 傅元略.财务管理理论.厦门:厦门大学出版社,2007