

# 行为财务理论对现代财务理论的发展

\*\*\*\*\* 湖南商学院 郑玲 \*\*\*\*\*

**【摘要】** 行为财务理论及其实际应用对我国公司财务活动实践具有重大的指导意义。本文分析了行为财务理论的研究方法及其意义,对行为财务的理论基础和理论模型进行了梳理,在此基础上分析了行为财务理论和现代财务理论的关系,旨在认清行为财务理论的实质和主要特征,为进一步研究行为财务的现实应用铺平道路。

**【关键词】** 行为财务理论 期望理论 现代财务理论

## 一、行为财务理论的研究方法及其意义

行为财务理论是利用行为经济学的分析框架,通过对行为主体在金融市场上真实行为的观察,探索行为主体在决策过程中的心理因素和行为特征,并以此来解释和预测其在金融市场中的真实行为。它将心理学、决策学、经典经济学等学科的理论融合于财务学中,以试图解释资本市场中投资者的实际决策与现代财务理论相违背的异常现象,研究投资者是如何在决策时产生系统性偏差的。

## 二、行为财务的理论基础及理论模型

### (一) 行为财务的理论基础

**1. 期望理论。**期望理论是应用于经济研究的最为重要的行为决策理论,也是行为财务理论的重要基础。长期以来,预期效用理论是解释人们在不确定情况下所做选择的标准理论。但是,大量的实证研究表明,人们会背离预期效用理论。期望理论把违反预期效用理论的现象归结为三个效应:一是确定效应;二是反射效应;三是分离效应。

**2. 认知心理学。**期望理论的提出者 Kahneman 教授从本科到博士阶段一直接受心理学训练。虽然他在对行为经济学、行为财务学研究的规范化以及将它们融入到主流经济学的研究中起了极大的推动作用,但 Kahneman 教授更多地认为自己是一个心理学家。他从自己的认知心理学出发,结合西蒙对人类问题解决与决策过程中“有限理性”的观点,进一步将自己的研究领域从认知心理学拓展到经济心理学。

### (二) 行为财务的理论模型

**1. 行为资产定价模型(BAPM)。**BAPM 对传统的资本资产定价模型(CAPM)进行了调整。BAPM 指出,金融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,还有一部分投资者并不按传统的 CAPM 行事,由于他们获得的信息不充分,因此会犯各种认知偏差错误。

**2. 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不同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。而且,Hersh Shefrin 和 Meir Statman 构建了一个两层的投资组合模型,每一层代表不同的风险偏好:底层代表避免贫穷和破产,规避风险;高层代表为了一朝

致富而追逐风险。

**3. 噪声交易理论模型。**噪声即市场中虚假或误判的信息。该模型认为,市场中存在理性套利者和噪音交易者两类交易者,后者的行为具有随机性和不可预测性,由此产生的风险降低了理性套利者进行套利的积极性。这样,金融资产的价格就会明显偏离其基本价值。而且噪声会扭曲资产价格,但噪音交易者也可因承担自己创造的风险而赚取比理性投资者更高的回报。

**4. BSV 模型。**该模型认为,投资者在决策时存在两种心理偏差:选择性偏差和保守性偏差。由于收益变化是随机的,因此上述两种偏差会使投资者做出两种错误的判断:一种判断是投资者认为收益变化是一种暂时现象,故没有及时调整自身对未来收益的预期,即反应不足;另一种判断是投资者认为近期股票价格的同方向变化反映公司收益的变化是趋势性的,并将这一趋势外推,导致反应过度。

**5. DHS 模型。**该模型认为,市场中的投资者分为无信息和有信息两类,前者不存在判断偏差,后者表现出过度自信和自我偏爱两种判断偏差。过度自信导致投资者夸大了私人信息对股票价值判断的准确性;自我偏爱导致投资者对私人信息的反应过度和对公共信息的反应不足。因此,股票价格在短期内会保持连续性,但从长期来看,当投资者所获得的私人信息与公共信息不一致时,股票价格会因前期的反应过度而回升。

**6. HS 模型。**与 BSV 模型和 DHS 模型不同的是,HS 模型把市场中的投资者分为消息观察者和动量交易者两类。在对股票价格进行预测时,消息观察者完全不依赖当前或过去的价格,而是根据其获得的关于股票未来价值的信息;动量交易者则将其预测建立在一个有关历史价格的简单函数的基础上。

**7. 羊群效应模型。**该模型解释了投资者在市场中产生群体行为的原因及其后果,把投资者的群体行为产生的原因归于效用最大化的驱使以及“群体压力”等情绪的影响。该模型分为序列型和非序列型两种。在序列型模型中,投资者通过典型的贝叶斯过程从市场噪声和其他个体的决策中依次获取信息,投资者一次只做一个决策,即决策具有序列性。在非

序列模型中,假设两个投资者之间的仿效倾向是固定且相同的。当倾向较弱时,市场总体表现为收益服从高斯分布;当倾向较强时则表现为市场崩溃,这与传统的零点对称、单一形态的厚尾分布不一致。

### 三、行为财务理论和现代财务理论的比较分析

#### (一) 行为财务理论和现代财务理论的区别

1. 假设基础不同。基于价值管理的现代财务理论是建立在理性行为、资本资产定价模型和有效市场假说三个假设基础之上的。然而,大量的实践观察和实证研究表明,心理因素会干扰这三个基础。基于此,行为财务理论从两个方面对有效市场理论提出了质疑:①人的完全理性;②理性投资者的套利行为。因此,行为财务理论框架是从这两个方面构建的:从心理学、社会学、人类学的角度分析人的有限理性;套利行为的局限。

2. 理论基础不同。现代财务理论的理论基础是预期效用理论,它是解释人们在不确定情况下进行选择的标准理论,很少涉及不确定情况下的真实行为。虽然有其优点,但该理论至少在一定程度上系统性地误导了人类行为。期望理论解释了人们在不确定条件下的决策行为,并用价值函数和权重函数来描述人的选择行为,是行为财务理论的理论基础。

3. 解决的问题不同。现代财务理论本来要解决两个问题:①通过最优决策模型解释什么是最优决策;②通过描述性决策模型探讨投资者的实际决策过程。现代财务理论已很好地解决了第一个问题,但是,由于该理论未充分考虑实际情况,投资者的实际决策并不一定是最优决策,因此其在解决第二个问题时遇到了困难。

行为财务理论的创始人 Kahneman 与 Tversky 把心理学的研究成果与经济学融合到了一起,对不确定状态下人们如何做出判断和决策进行了研究,描述了不确定情况下人类进行决策判断的实际过程,解决了现代财务理论未能解决的第二个问题。

4. 对公司投资的认识不同。现代财务理论把投资过程看成是一个动态均衡过程,根据均衡原理,在理性人假设和有效市场假说下推导出证券市场的均衡模型。行为财务理论基于心理学原理,把投资过程看成是一个心理过程,包括对市场的认知过程、情绪过程和意志过程。投资者在这一过程中可能产生系统性的或非系统性的认知偏差或选择偏好。这些个体偏差加上金融市场上可能出现的群体偏差或羊群效应,可能导致投资中的决策偏差,使资产价格偏离其内在价值,从而导致资产定价的偏差。

#### (二) 行为财务理论和现代财务理论的联系

虽然行为财务理论和现代财务理论在假设基础、理论基础、解决的问题等方面存在差异,但是我们应该看到,其研究问题的核心内容始终是一致的。所以,它们之间必然有着千丝万缕的联系,我们绝不能将两者割裂、独立开来。

1. 行为财务理论是现代财务理论的拓展和延伸。行为财务理论并没有否定主流财务学理论,而是在接受人类行为具有效用最大化倾向的前提下,以人类行为有限理性为基础,对其进行修正和补充,丰富其分析问题的视角。因此,我们在对行为财务理论进行研究时必须将行为分析理论与经济运行

规律进行有机结合,使人们重新回到财务分析当中。

2. 行为财务理论以现代财务理论为基石。现代财务理论假定投资者和管理者都是理性的,并在此基础上讨论管理者的机会主义行为、市场上的信息不对称等带来的资源配置效率变动问题。而行为财务理论则以有限理性为出发点,强调参与财务活动的一方或几方都是具有有限理性的,都会出现认知偏差。斯特恩等人探讨了管理者理性和投资者非理性的情况,海顿等人在 Kahneman 等人的理论研究基础上经验性地研究了管理者非理性和投资者非理性的情形,而管理者非理性和投资者理性的情况还有待研究。由此我们可以构造出不同假设基础下两种理论的区域分布关系图。

管理者非理性	行为财务理论 (暂无)	行为财务理论 (海顿等)
管理者理性	现代财务理论	行为财务理论 (斯特恩等)
	投资者理性	投资者非理性

如图所示,通过对财务活动的参与人——管理者和投资者的理性程度进行划分,形成了四个区域。其中,管理者和投资者充分理性的区域就是现代财务理论的研究范围,其他三个区域是行为财务理论的研究范围。现代财务理论虽然仅占 1/4 区域,但在理论上起着基础性的作用,占有 3/4 区域的行为财务理论是对现代财务理论的拓展和完善,因此其更具预测力,更接近真实市场行为。所以两者实际上是紧密联系的,在分析、研究和实际应用中应当予以全面考虑,不能将两者割裂开来。

3. 行为财务理论和现代财务理论密不可分。从以上分析可以看到,尽管行为财务理论是在对现代财务理论的质疑中提出来的,但行为财务理论实际上是对现代财务理论的深化和拓展,我们不能将两者简单地对立起来。同时还应该看到,由于有限理性假设的复杂性和心理因素的不可度量性,行为财务理论尚不能对金融市场中的各种现象做出普遍的解释,所以在研究和应用行为财务理论时,应该保持清醒的头脑,以科学的态度将两者结合起来进行研究,这能使我们在探寻科学的道路上少走弯路。

国外学者对行为财务理论已经进行了较长时间的研究,我国的研究尚处于起步阶段。在全球经济一体化的背景下,面对财务国际化的现实要求,我们要结合我国传统文化对投资行为产生的影响和我国现阶段的实际情况,对我国财务活动参与者的财务行为进行本土化研究,努力构建适合我国实际情况的行为财务理论框架。

#### 主要参考文献

- ①周业安,陈彦斌.公司金融理论的新进展——契约观和行为观的竞争.经济理论与经济管理,2004;8
- ②余明江,谭小梅.行为财务理论:综述与启示.新疆财经,2004;4
- ③饶育蕾.行为金融学的意义与应用前景.管理评论,2003;5
- ④饶育蕾,刘达锋.行为金融学.上海:上海财经大学出版社,2003
- ⑤王治安.西方行为财务学最新研究简介.广西会计,2001;3