



西方行为财务理论的评价及运用

上海财经大学会计学院 张光

现代财务理论根植于两个核心假设：市场是高度有效的（有效市场假说）和投资人理性的（理性预期假设）。其中理性预期假设是有效市场假说的基础，因为如果投资人不理性，市场就不可能是有效的。理性预期假设（理性预期模型）又包含两个方面：一是完全理性地进行信息处理，二是完全知晓基本的经济结构。然而，相当多的研究发现，市场的参与者并非都是理性的，因此，财务研究者放弃了理性预期假设，提出了两类新的理论来解释现代财务理论所不能解释的财务异常情况。

第一类新理论是从20世纪80年代中期以来兴起的行为财务理论，该理论将认知心理学的知识引入到财务研究，放弃了理性预期模型的第一个假设。

第二类新理论保留了理性预期模型的第一个假设，放弃了投资人具有对经济基本结构完全知晓的假设。

在上述两类新理论中，行为财务理论更具代表性，并得到了更多的经验证据的支持，本文拟对其作以下评析。

一、行为财务理论的概念和内容

（一）行为财务理论的概念

行为是受思想支配的，是人类在日常生活中所表现出来的一切动作的简称。对于行为财务，目前尚无统一的看法，从字面上理解，就是将人的心理活动与财务理论结合起来进行研究。行为财务研究是从经济行为的产生、变化以及心理活动的特点和规律入手，探索一种经济现象与其他经济现象之间的必然联系，从而揭示经济现象的本质。

笔者认为，行为财务就是在内外财务环境的共同作用下，通过财务目标的驱动，由财务主体运用现代行为科学、管理学原理及计量方法作用于财务客体，同时受客体影响和制约的有目的的活动。行为财务的核心是财务主体的价值观念，对人们的动机形成、生产水平、决策行为、利益分配都会产生影响。

行为财务不同于财务行为。财务行为是指财务主体在其内在动因驱动和外在环境的刺激下，按照财务目标的要求，遵循一定的行为规则，利用特有的理论和方法对经济活动中的经济信息进行生产、加工并适时传递的一种实践活动。行为财务涉及的范围比财务行为广得多。在行为科学的影响下，行为财务不仅要要对过去的财务行为进行适时控制，还要对未来的财务行为进行预测和决策，从而实现全过程控制。

行为财务理论的基本观点有：①投资者不是理性的，而是普通人；②投资者不是同质的；③投资者不是风险厌恶型的，而是损失厌恶型的；④投资者的风险态度是不一致的、分类

的、变化的；⑤市场存在非有效性。

行为财务的理论基础主要涉及以下两个方面：

1.期望理论。1979年，Kahneman和Tversky（以下简称KT）在论文《期望理论：风险下的决策分析》中提出了解释人们在不确定条件下的决策行为的期望理论，它不同于传统的预期效用理论。通过调查，KT把违反传统预期效用理论的部分归纳为三种效果：确定效果、反射效果和分离效果。此外，KT也提出理论模型来解释个人在面对不确定性时是如何决策的，采用了两种函数来描述人的选择行为：一种是价值函数 $v(x)$ ，替代了预期效用理论中的效用函数；另一种是决策权重函数 $\pi(p)$ ，替代了预期效用函数中的概率，并推导出一些重要的关于期望理论的结论。1980年，KT又提出了期望理论中“参考点”的概念；1992年，KT针对概率转换问题，提出了累积期望理论。

2.心理学。心理学家们通过一系列的实验，证明个人在面临不确定条件时会表现出如下心理特征：①损失回避。个人对利得和风险的态度是不一样的，损失带来的影响是同样大小的利得的2.5倍。②心理账户。每个人根据自身的参考点制定出一个决策的方案。③过度自信。心理学家们发现人们对自己的知识和能力都表现出过分自信。④倾向于确认偏差。人们往往只是重视条件概率（即直接观察到的现象），而忽视了先验概率（已经存在的知识）。

（二）行为财务理论的主要内容

行为财务所涉及到的方面可概括为以下三点：一是人类行为对财务机制设计和运行的影响。这主要是政治背景、经济环境（包括资本市场）、风俗习惯以及管理层的态度、观念和行为方式对财务机制的设计和运行的影响。二是财务机制对人类行为的影响。这主要是财务机制对人们的行为动机、行为效率、决策手段、协作关系、目标的实现和协调等的影响，体现财务机制对人类行为的反作用。三是预测、控制人类行为的方法和策略。这主要是通过发展行为科学、运用财务机制来影响、预测人类行为，运用适当方式来改变现存的或潜在的不合理经济行为，从而达到优化经济行为、提高行为效率和效益的目的。具体包括以下内容：

1.决策特征。在提出行为财务理论之前，关于财务方面的研究几乎从未涉及到个人的决策行为。行为财务主体的决策程序随问题本质及产生问题的环境的变化而变化。因此，即使决策的复杂性、决策者的情绪、决策的可逆性与现存信息的形式之间仅存在细微的差别，也会对决策的程序产生重要影响。即使所有的投资者都获得了同样的信息，但信息的敏锐度、投

投资者自身心理状态和控制的差异都有可能影响决策程序。

决策特征主要有:决策者的偏好是多元化的,并且总是寻求令人满意而非最优的决策;决策者的偏好是易变的,并且仅在决策过程中形成。同时,决策具有适应性,决策的性质和决策的环境都会影响决策者对决策程序或技术的选择。决策者倾向于根据经验或直觉而非客观标准及偏好性信息来做出决策。决策程序是个性化的、具体的,并受情绪影响,所以复杂的带有结构性的决策在决策结果上有很大的区别。人们一般不是通过概率而是通过启发式的经验决策法则来处理问题。决策者具有“过度自信”倾向是“代表性启发”的一种表现。

经验表明,上述决策特征有助于解释财务市场上投资者的行为特点及其行为所引起的资本市场的变化等现象,如股票市场交易量的变动、带有噪声的股票价格、投资者的从众行为等。

2. 预期理论。现代经济学在风险决策问题上的著名理论模型为“期望效用模型”,其基本内涵是:决策者谋求的是加权评估后形成的预期效用的最大化。然而,该理论却在实验经济学的一系列赌博选择实验中面临着挑战。为此,KT提出了预期理论,构建了“价值函数”以替代“期望效用模型”。价值函数的表达形式是:

$$\sum_{i=1}^n W(P_i) V(X_i)$$

该式中, $W(P_i)$ 是决策权重,它是一种概率评价性的单调增函数,体现“编辑”效应。在编辑阶段,决策主体把预期编辑成一种简化形式,以便在评价阶段更易进行选择。 $W(P_i)$ 在真实概率 P_i 极低时,值为0;真实概率极高时,值为1。同时,对不太可能发生的事件(概率大于“非常小概率”)赋予大于真实概率的权值,对很可能发生的事件(概率小于“非常大概率”)赋予小于真实概率的权值,即人们夸大或缩小了相应事件发生的概率。“非常大概率”或“非常小概率”的具体范围是由个人的主观判断决定的,预期理论对此没有定论。

函数 $V(X_i)$ 是由决策者主观感受所形成的价值,它体现构架效应,偏好情况体现在围绕参照点的价值变化方面而不是价值的绝对值方面。 $V(X_i)$ 是对应变量 X_i (例如财富)的增函数,函数曲线上各点的斜率都是正的,但 $V(X_i)$ 在某参照点(其具体位置取决于个人的主观因素)的斜率是不连续的,这种非连续性意味着在该点左右人对风险的态度有巨大的变化,尽管影响决策的参数本身只有细微的变化。

预期理论以加权“价值函数”的形式,较好地将人的一些行为决策特性结合起来,因此引起了较多财务研究者的关注。预期理论表明,当可能遭受亏损时,人们倾向于追求风险。

3. 股票价格的异常变动。行为财务理论的观点是:现代财务模型还不能明确解释资本市场的现象。股票价格的变化在统计上是复杂的且是非线性的。股票交易可逆性越大,带有的情感因素越多;交易的时间压力越大,投资者决策越是依赖直觉和经验,股票价格变动也越大。因此,如果决策程序是可调整的,那么股票价格不仅随信息的不对称而变动,而且在决策程序上存在较大差别时股票价格也会有较大变动。

(1) 过度反应。过度反应是指某一重大事件使股票价格

发生剧烈变动,超过预期的理论水平(超涨或者超跌),然后再以反向修正的形式回归到其应有的价位上的现象。国家宏观经济政策某项内容的变动、公司年报的出台、分配方案的确定等均会导致外界对股票价格趋势的误解。

(2) 反应不足。金融市场中还存在一种与过度反应相对应的“反应不足”现象。市场上有重大消息时,股价波动平平,一些较大的股价波动反而会出现在没有重大消息的日子里。Cudtler和Summers在研究中还发现:许多重要的指数在较短期限内的短期收益具有正的自相关性。这种现象随着研究的逐步深入被越来越多的学者所证实。“反应不足”最常见的现象就是市场对刚公布的信息没有足够的反应能力,之后才逐步修正。

上述现象并不意味着人们对所有的信息都会过度反应或者反应不足,事实上两种效应通常是混合在一起的,它们从某种意义上是相互对立的。这两种现象的同时存在给行为财务研究者带来了困惑。Barberis和Shleifer最近提出的一个行为财务模型较好地协调了两者之间的矛盾。除此之外,西方行为财务的研究还包括以下内容:交易行为理论、腐败行为的财务分析、代理理论与公司治理结构的研究等。

二、行为财务理论的评价

(一) 行为财务理论的研究特点

行为财务学提供了理论与证据来解释是什么力量驱使证券价格偏离基本价值,以及为什么市场异常现象可以持续很长一段时间而不被消除等问题。

传统的财务理论把财务决策过程看做是一个动态均衡的过程,根据均衡原理,在理性人假设和有效市场假说条件下推导出各种财务决策的均衡模型。行为财务理论则是基于心理学原理,把财务决策过程看成一个心理过程,包括对企业外部市场和企业内部环境的认知过程等。在这个过程中,行为财务理论认为决策者是非理性人,这一过程往往可能产生系统性或非系统性的认知偏差或选择偏好。这些个体偏差再加之证券市场中可能存在的群体偏差或羊群效应,可能导致企业融资、投资和股利分配中的决策偏差,使资产价格偏离其内在价值,导致资产定价的偏差。而资产定价偏差往往会产生一种锚定效应或框定效应反过来影响决策者对资产价值的判断,这就形成了一种反馈机制。如果这种反馈机制受到市场其他因素的激励或强化,就会形成一种不断放大的所谓“自发性旁氏骗局”。

(二) 行为财务理论的科学性

行为财务理论的科学性在于:①突破了标准财务理论只注重最优决策模型,认为理性投资决策模型就是决定金融资产价格变化的实际投资决策模型的假设,开创了投资者是如何进行决策的研究领域,从而把人的行为模式建立在更加现实的基础上;②合理解释了市场异常现象。

(三) 行为财务理论的不足

1. 理论的系统性问题。迄今为止行为财务理论尚未形成一个完整的理论体系,缺乏专门的行为财务的分析工具来进行理论研究,很多研究还只停留在对市场异常现象的解释以及实证检验上。另外,行为财务理论目前只应用于微观领域,就连行为财务研究者也坦承自身对于解决政府的财政赤字

论会计信息的基本质量特征——公正性



首都经济贸易大学会计学院 傅 磊(教授) 马元驹(博士)

会计信息质量特征是对会计信息应具有的质量标准所作的
的具体描述或要求,是对会计信息质量进行评判的最一般和
最基本的依据,它对会计信息为实现会计目标应具备的质量
做出了具体规定(葛家澍,2003)。

学术界很早就对会计信息质量特征进行了研究,目前对
会计信息质量特征的表述主要有:有用性、可靠性、真实性、
相关性、客观性、及时性、可比性、一致性、可理解性、公允性
和充分性。

然而,学术界并没有就会计信息质量的这些特征的重要
性达成共识,没有从会计学的理论层面将上述会计信息质量
特征排出先后顺序。于是,会计信息质量特征和会计原则一
样存在着矛盾。例如,可靠性和真实性之间、有用性和相关
性之间内容重叠;及时性和可靠性之间、客观性和相关性之
间存在冲突。因此,会计信息的质量特征体系还有待进一步

问题以及克服有关通货膨胀问题“力不从心”,不能使疲软
的美元升值。

2.理论的一致性问题。目前的行为财务理论都是根据其
想解释的现象而发展起来的,所以仅能适用于其想解释的现
象,对于其他一些价格异常的行为就无法得到一致性的结
论。由于缺乏一致性,目前的行为财务理论都是对有效市场
假说正确性的质疑,尚无理论能取代有效市场假说。

3.理论基础的滞后和滥用问题。行为财务的研究重点是
结合心理学的研究成果来研究财务问题,但多数的行为财
务研究者可能只是财务学和心理学中某一领域的专家,这
就会成为他们结合研究的障碍。心理学对人的认知和行为
特征研究的相对滞后也影响了行为财务的发展。行为财务
学家 Shefrin(2000)认为,很多理论对投资人行为模式的假
设并没有以心理学为基础,只是断章取义地将一些投资人行
为的片段组合成自己对投资人行为动机的假设,如此一来,
结论的合理性就遭到了质疑。这是目前行为财务学理论研
究所面临的最大问题。

4.理论的本土化问题。不同地域的人在心理上具有共性
和特性两个方面的特点。行为财务学研究了心理共性对财
务理论和实践的影响,但缺少对心理特性影响的研究。我国
证券市场发展时间还不长,投资者心理不够成熟,非理性的
现象非常严重,所以不能将已成熟的理论应用于我国实践。

三、行为财务理论的运用

1.行为财务理论提出了很多有价值的理论和研究方法。行
为财务突破了现代财务将经济从文化中分离出来、将市场从

完善。

一、公正性是会计信息质量的基本特征

人们在长期的会计实践中总结出了若干条会计信息质量
特征。其中,会计信息质量的基本特征是公正性。

会计公正也被称为会计中立,是指在确认和计量会计事
项时,应该尽可能地基于客观事实或数据进行;在选择会计方
法时,应该保持价值中立、不偏不倚,不带主观倾向;在记录
和报告经营成果时,应该毫不歪曲地做出真实和准确的报告
或陈述。美国会计原则委员会第4号报告对中立性原则曾做
出这样的解释,中立的财务会计信息趋向于满足信息使用者
的共同需要,与信息的特定使用者的特殊需要及推断无关。
只有不基于特定使用者的特殊需要而进行的推定和计量,才
能增进信息的相关性。财务会计信息的提供者,不应试图增
加信息对少数使用者的有用性而伤害到可能具有相反利害关

经济中分离出来、将企业从市场中分离出来、将财务功能从
企业中分离出来、将资本结构决策从财务功能中分离出来,并
最终归纳出脱离历史与制度背景的资本结构定理(如MM
定理)。行为财务理论已由纯技术性的商业语言科学过渡到
人文性、社会性的行为科学上,研究领域也从“物”转变到
“人”,它提出的理论和方法为今后财务理论的研究和应用
打下了基础。

2.行为财务理论对企业的经营管理有重大影响。行为财
务理论通过运用数学模型对行为过程进行量化,有助于进行
科学财务决策、开展规范化管理。行为财务理论还有助于完
善委托代理制,明确双方的责任、权利和义务,建立合理的公
司治理结构。作业成本计算、预算控制和差异分析等都可采
用行为科学中的相关理论和方法进行研究,用来预测经济前
景、参与决策、规划未来和评价企业的经济活动。

**3.行为财务理论研究的开展有助于优化财务行为,整顿
财务工作秩序。**行为财务理论可以用来分析人们各种行为
产生的原因,并可寻求提高人的积极性的有利条件,促进国家、
企业和个人三者行为的相互协调,不断完善激励机制,从而提
高财务经济行为效率。

**4.行为财务理论有助于人们深刻认识日益复杂的资本市
场。**将行为理论应用于资本市场的观察和研究中,可能会获得
更符合市场真实情况、更具有确切内涵的财务理论;可以认识
股票等证券的价格变化规律,为资本市场投资者的投资决策
提供参考依据。同时对防止内幕交易行为、维护资本市场
秩序、促进我国证券市场的发展有巨大作用。□