

# 我国行为金融学研究的 心理学思考

王筱璐<sup>1</sup> 时 勘<sup>1,2</sup> 宋逢明<sup>2</sup> 陈卓思<sup>2</sup>

(1.中国科学院心理研究所,北京 100101;2. 清华大学经济管理学院,北京 100084)

**摘要** :防范和化解金融风险是我国社会经济转型期的重大课题之一。本文提出了从心理学角度开展我国证券市场的行为金融学研究的必要性以及目前的相关研究现状。本文建议从生理、认知和行为三个水平系统探索市场异象等投资者行为与决策的心理机制问题,并主张多学科结合,发挥综合优势,充分考虑我国社会经济转型时期的独特性,共同探索我国行为金融学的若干理论问题,从心理学研究的角度为建构我国的行为金融学的科学体系做出贡献。

## 我国开展行为 金融学基础研究的必要性

### 1、防范金融风险—我国证券市场管理所面临的尖锐问题

随着我国经济体制改革和深化,加入 WTO、与国际市场的不断融合,我国面临着前所未有的发展机遇,而信息化的高速发展又加快了这一社会经济转型的进程。我国经济去年增幅达到 9.1%,有分析指出,银行信贷是我国经济的主要推动力,规模达 1.4 亿美元的我国经济的将近一半增长来自于投资,因此,我国金融体系作为经济发展的关键正步入一个改革密集区,国有银行上市、人民币汇率制度的调整争议、资本市场的激活和规范等等问题,使得我们

对高速发展中的金融安全问题越来越关注。正因为如此,中央领导在有关 2004 年金融工作的指导方针中,明确要求各级部门提高对防范和化解金融风险重要性的认识,把防范金融风险作为关系国家安全全局的大事来抓。

“金融是现代经济的核心”,作为经济发展的润滑剂、催化剂——金融市场在面对风险和不确定性程度越来越大的经济环境时,如何更有效、更稳健地运作与管理,是关系到我国经济持续稳定发展的关键问题之一。从 1990 年底我国大陆第一家证券交易所——上海证券交易所敲锣开业至今,证券市场已经成为国民经济发展的重要组成部分之一,在建市 10 年时,证券市场已占到我国 GDP 的 15.1%。不过,我国证券市场与西方成熟市场相比,还处在初步发展

基金项目:教育部人文社科重点基地 2002 年重大项目资助(02JAZJD630002)

作者简介:王筱璐,中国科学院心理研究所硕士研究生;时勘,中国科学院心理研究所研究员,教授;宋逢明,清华大学经管学院教授;陈卓思,清华大学经管学院博士研究生。

阶段,这是因为我国的上市公司多数从国有企业改制而来,为了保证国有控股权,可流通股在总股本中的比例一般都小于50%,这些独特性导致了股票的不完全流动性,公司最终决策权掌握在实际管理者手中,而不是股东手中,从而使证券市场出现功能定位的偏差。比如,人们会更看重筹资功能,而不是评估企业价值和优化资源配置功能,这样的市场最终只能是公司“圈钱”、股东投机的市场;另一方面,我国证券市场监管尚不成熟,由于职能定位不清,政策缺乏连续性和稳定性,容易导致严重的“政策性”投机。此外,我国上市公司业绩普遍缺乏持续成长性,不少公司决策层违规行为严重,公司管理呈现短期行为倾向和机会主义倾向。在股利政策上,也表现出与股东利益背离的现象<sup>[1]</sup>。总之,与国外证券市场相比较,我国证券市场投机氛围更为浓重,投资者的风险认知普遍偏低且短期行为盛行<sup>[2]</sup>。因此,在一个金融市场不够完善的投资环境中,如何管理投资的高风险是解决我国金融市场监管决策和健康发展的关键。同样,对于发达成熟的西方证券市场来说,虽然有着较为完善的信用体系和市场监管体系,但仍面临着股灾的巨大风险,例如,NYSM(纽约股票交易所)在1929年,1987年和2000年三次出现股票市场坍塌。因此,对金融市场的风险管理也是整个金融界共同关心的重要问题。

## 2、行为金融学:对于传统金融学的挑战

要解决风险管理这一难题离不开金融学理论的指导,但是,目前金融界居主导地位的仍然是新古典主义金融学(Neoclassical Finance),事实表明,它的理论体系已不能适应社会经济发展的要求。新古典主义金融学主要有两个基本假设作为支柱:一个基本假设是人的无限理性(unbounded rationality),其主要构件是期望效用最大化和源于贝叶斯法则的理性预期;另一个假设是市场机制的万能性,认为即使经济个体存在非理性行为,市场机制也会把这种非理性行为排斥在外,从而使个体行为“好像”在验证经济理性的假设。但是,从20世纪70年代末期开始,随着背离有效市场假说——理性资产定价这两个新古典金融经济学理论的实证证据不断涌现,例如“权益溢价之谜”<sup>[3]</sup>等,一些学者将之称为市场异象(anomaly),人们开始对传统理论提出了疑问和批评。与此同时,基于一系列心理学证据,金融学者们逐渐发现,投资行为作为市场现象的基本构成元素,并不是无限理性的。1978年获得诺贝尔经济学奖的

Simon提出的有限理性(bounded rationality)理论认为,人的记忆、思维等方面是存在局限性的,这种知识储备空间的有限性约束了人的认知与决策,从而产生认知的巨大偏差<sup>[4]</sup>;而认知心理学家Kahneman等人于2002年获得诺贝尔经济学奖的原因,则是在解释、演示这些约束条件上做出了贡献,他在前景理论(prospect theory)中描述了期望效用理论所无法解释的人们在认知选择中出现的系统性偏差<sup>[5]</sup>,并发现个体的认知策略,如易获得策略(Availability Heuristic)、代表性策略(Representativeness Heuristic)、锚定调整策略(Anchoring/adjustment Heuristic)会极大地影响人的推理绩效<sup>[6]</sup>。Slovic等人也在民众对风险事件的认知方面发现了类似的偏差<sup>[7]</sup>。这些证据使得学者们对新古典主义金融学理论的可靠性提出了质疑:理性范式下的金融学能否很好地解释和指导证券市场的运转和发展以控制风险?行为金融学(Behavioral Finance)的诞生为解决这些重大难题提供了契机,它将金融学、心理学、行为科学、人类学、社会学等学科融合在一起,来探索投资者的真实投资决策过程中的行为规律及其心理机制基础,并据此对金融市场上出现的种种现象(包括“异象”)进行解释、建立了行为金融模型<sup>[8]</sup>,如研究金融资产市场价格的形成和波动过程,特别是在这一过程中作为金融活动主体的投资者的行为产生、发展和变化的机制和规律,为金融市场的有效管理和规范提供了理论基础方面的支持。到目前为止,比较成熟的行为金融模型大致可分为两大类。第一类是以信念偏误(包括过分自信、代表性经验推断)为前提的信念导向(belief-based)模型,其中,著名的行为金融模型包括Barberis-Shleifer-Vishny模型(1998)、Daniel-Hirsleifer-Shleifer模型(1999)、Hong-Stein模型(1999)和De Long-Shleifer-Summers-Waldman模型(1990)等,这些模型试图能够同时解释反应过度 and 反应不足并存的现象。第二类是以偏好偏误(包括损失规避、思维分帐以及体现这些思想的前景理论)为基础的偏好导向(preference-based)模型,其中著名的模型包括Benartiz-Thaler(1995)模型、Barberis-Huang-Santos(2001)模型以及Barberis-Huang(2001)模型,这些模型主要是针对权益溢价之谜而展开的。

## 3、开展投资者心理行为机制研究的必要性

我国证券市场是社会经济转型期中的新兴市场,市场监管机制有待完善,所以,作为市场运作主体,投资者的有限理性行为对市场所产生的影响会

更大。相对于理性范式下的传统金融理论,行为金融理论更适合于指导和支撑我国证券市场的管理需求;不过,已有的行为金融理论大多是基于西方金融市场和西方投资者的风险决策规律,而一些在美国从事经济行为和心理研究的华人学者发现,中国人的风险决策特征与 Kahneman 等人的研究结果也有相当不一致的地方,例如,奚恺元(2001),彭凯平(2003)与李抒(2004)等发现,中国人比美国人有着更高风险的寻求和过于自信,时勘等人(2001)在 SARS 期间对民众心理反应机制的研究中也发现,中国人具有特有的风险认知特征<sup>[7]</sup>。此外,时勘等人(2001)在股民研究中还发现了基于我国证券市场的独特心理现象,例如,政策性信息对股民的风险认知有显著的影响,获利或者被套牢原资金的 30%,是股民对风险心理承受力波动的警戒线<sup>[2]</sup>。我们以为,这些差异既可能来源于东西方的文化差异,也可能与我国社会经济正处于计划经济向市场经济转型这个独特的(但并不短暂的)阶段有关。因此,直接套用西方行为金融理论来解释和预测我国投资者的行为规律是不适宜的。只有从系统的角度,探索我国证券市场投资者行为和决策的心理机制,才有助于促进行为金融学理论在我国证券市场管理中的应用,以防范和规避未来的金融风险。这些研究和探索对于行为金融理论的发展,特别是像我国证券市场一样的新兴市场的国家,探索投资者行为心理机制会比成熟市场有更大的意义<sup>[8]</sup>。

## 我国投资者心理行为机制的研究构思

首先,行为金融学中心理学研究的核心就是揭示证券市场金融异象的本质动因,如投资者的有限理性的认知规律等问题。基于对我国证券市场的异象研究,我们建议以风险认知为核心,尝试探索我国投资者行为和决策的心理机制假设模型,获得我国投资者的风险表征模式,以及风险偏好、风险认知策略偏差对其风险决策认知的影响规律。

其次,在证券市场中充斥着大量关于证券价格走势以及关于投资风险的信息(证券信息类型),一方面,证券投资者可能会从各种渠道(如政府、证券营业部、大众媒体、股评人士及技术分析等)获得这些信息。这里,渠道的不同可能会影响到这些信息在投资者风险认知过程中的影响作用;另一方面,投资者在对这些信息的加工过程中,还受到自身主观状态(包括对信息不对称的认知,对自身投资能力的信

心)的影响,时勘等人(2001)的调查发现,股民们普遍认为,信息不对称现象是一种我国证券市场客观存在的事实,另一些股民则认为,这对于投资行为存在较大风险,我们认为,这些问题处理不好,会降低民众对风险的正确知觉水平<sup>[2]</sup>。

再次,当投资者面对充斥着大量信息(风险事件)的股票市场时,会使用不同的有限理性认知策略(如代表性启发式等),并在自我风险承受能力认知的调节下,产生认知评价(对价格走势的风险认知)和情绪反应(高兴或害怕等),最后影响投资行为和投资满意度。奚恺元(1999)发现,人们在联合评价(joint evaluation)和分别评价(separate evaluation)下有着不同的效用价值曲线,在联合评价下的人会更看重量性因素,而在分别评价下(即缺乏可比物)则更看重质性因素,从而导致人们在做决策时产生系统性偏差<sup>[9]</sup>。因此,我们假设投资者所处的投资阶段(即选股阶段和持股阶段),会对投资者的决策产生很大影响,例如,选股时更看重风险,而持股时反而更看重公司价值。投资者的幕景分析特征会通过影响投资者对自我风险承受能力的判断从而影响风险认知。另外,投资者自身的性质差异(机构投资者或者个体投资者)、投资者的个体差异也会影响其风险认知评价过程。

最后,还需指出,我国历史、传统文化和转型时期管理制度的特异性将以不同方式渗透在金融市场的投资行为表现及其内在机制中,这可能会使我国行为金融学研究成果有别于西方行为金融学的发现。如我国文化中的集体主义趋向可能会对于群体水平、组织水平的投资决策行为产生深刻的影响;当政府高于市场自由竞争机制发布支持某一参与者的信息时,或者颁布降低市场系统风险的政策信息时,其后果可能是,降低投资者的信息不对称认知,导致投资者关注政府动向,而非上市公司本身的投资价值,甚至助长短期投机气氛增加。

## 投资者心理行为机制的研究内容

基于以上研究构思,我们认为,要从生理、认知和行为各个层面来系统研究我国投资者的心理行为机制,即考察我国投资者在风险决策过程的生理机制,研究我国投资者的风险偏好特征,并试图建构投资效用曲线,为解释市场异象和建立金融均衡理论模型提供依据,发现与国外行为金融研究发现的共性和差异。

### 1、投资者的风险决策的生理机制

投资者的风险决策行为是否受制于最基本的某些脑功能机制?这是一个有重大挑战意义的研究,目前还没有行为金融研究者涉足这个领域。所以,我们建议基于投资者在从属关系、年龄、性别、股龄等方面的个体特征差异,探索不同类别投资者在投资风险认知过程中的脑生理机制的差异,并探寻投资者在对不确定模糊事件的认知决策的心理学证据。

### 2、投资风险的內隐认知表征

传统金融学的研究都隐含了投资者是以概率形式表征投资风险的假设,这一假设缺乏充足的实证支持。在有关贝叶斯推理的认知心理学研究中发现,当成人或者儿童被试以自然频率格式来表征不确定事件时,能进行更快更准确和贝叶斯推理<sup>[10]</sup>,这说明了自然频率格式可能是人对风险的內隐表征模式。因此,对于投资者的风险表征格式需要进行专门研究,不仅会影响投资者的决策认知过程,而且会在很大程度上影响投资者对投资风险判断的准确性,这是行为金融理论建模的重要基础之一。

### 3、投资者(个体和机构)投资过程效用函数

K-T在有关前景理论的研究中,设置了两个经典决策情境,在第一种情境下,被试面对两种方案,一种是完全有把握得到一笔奖金,只是数目小些;另一种是可能得、也可能得不到一笔钱,如果得则数目远大于第一种方案;在第二种情境下,被试要么百分之百会损失一笔钱,要么冒险采取某措施,成功则一分不失,失败则损失远大于不采取措施所损失的钱。通过操作以上两种情境中得益和损失量的大小以及风险可能性的大小,我们可以比较人们在这两种情境中的决策行为,获得人们风险偏好的特征规律<sup>[5]</sup>。借鉴以上K-T前景理论的研究方法,我们建议,基于投资者的风险表征格式,对投资过程中两阶段的效用函数分别进行研究,为行为金融的定价模型和市场均衡模型提供理论基础。

### 4、风险投资决策的综合认知过程

风险投资决策的综合认知过程将探索个体投资者是如何采用各种风险认知策略(包括个体风险认知策略、群体风险认知策略)及其局限性,它们又如何影响投资者对投资事件的风险判断。此外,还要测查在不同情绪状态的调节下形成的风险态度和投资行为的差异。这将从更深层次探索我国投资者的投资行为的心理学机制。当然,还可以采用多种研究范式进行探索。

### 5、对我国投资行为机制综合模型的验证

基于以上研究基础,研究者可以编制投资者心理行为调查问卷,通过全国性的追踪调查来验证投资心理行为机制的假设模型,并监控我国证券市场变化过程中各因素对于投资者心理行为的影响,不断完善调查网络、工具和方法,形成调查网络,为未来金融行为的追踪和预测提供依据。

## 开展我国行为金融学研究的几点建议

根据以上分析和其他相关的研究进展,我们认为,要搞好我国的行为金融学研究,应关注以下四方面问题:

### 第一、探索基于中国文化背景的行为金融理论模型

我们多次强调,直接引用基于西方成熟市场的行为金融理论模型来解释、指导和解决中国证券市场的金融问题是不适宜的。其根本原因在于,首先,中国处于社会经济转型时期,其管理制度和经济政策均有一定特殊性。国外的已有的行为金融研究没有涉及这个独特背景。其次,中国有自己几千年历史所繁衍的独特文化、民族传统,它将深刻地影响我国投资者的金融行为范式。再次,中国金融市场尚未成熟,处于变化之中。基于以上三点,我们必须质疑国外行为金融模型假设在中国是否完全成立、是否适用。比如,投资风险的內隐表征格式是否有差异;在此基础上人们的投资效用特征规律是否会受到文化、历史和管理制度的差异的影响,需要从一般个体到群体、组织层面,对于投资者的行为机制及其心理偏误进行系统的探索。总之,我们需要系统探索中国背景下的市场行为金融模型及其与国外模型的异同。

### 第二、从心理学实证研究角度探索行为金融研究的方法和手段

目前,我国学术界对于行为金融学研究涉足尚浅,在研究方式上多采用经验研究和理论研究,这样产生的研究结论难免肤浅和片面。我们建议,除了沿用行为金融在经验研究、实证研究和理论研究相结合的方式之外,应该考虑从生理学机制、认知心理学实验、动态情境模拟(包括虚拟网络沟通)和问卷调查、关键行为事件访谈等多层次的角度,系统考察投资者(包括个体和机构)投资行为的心理机制,为我国行为金融学理论基础的探索提供坚实的依据。

## 第三、开展多学科结合的联合攻关

行为金融学本身就是跨学科的产物,不过,目前我国管理学界、金融学界在行为金融的合作研究还处于试探性阶段,目前,还远没有做到金融学、经济学与心理学的专家的全面配合和协助,这可是妨碍行为金融学发展的一个症结。为此,建议采用以金融学与心理学的专家为主,并吸收社会学、认知科学神经科学学者组建研究团队的合作模式,采用各学科互为基础、相互渗透的研究范式,使得研究的各项内容、实施环节尽量不出现因学科差异带来的脱节或封闭的现象。例如,对投资者的风险偏好、决策心理机制的研究,在自变量、因变量的设计方面,可以具体采用一些金融学的刺激指标,揭示行为金融的理

论发现对市场建立均衡、形成价格的影响;再如,在金融学者构建股票市场的行为金融的均衡模型时,要考虑投资者心理行为模型对其的补充和完善作用,以体现学科之间的实质性合作。

## 第四、开展投资者(个体与机构)的干预培训研究

基于我国行为金融研究的成果,形成证券市场投资者的培训方案及训练材料,并与有关证券公司、新闻部门和政府配合。通过开设危机管理和决策行为讲座,提高投资者风险管理的能力;另一方面,对于监管部门、宣传部门也要开展针对性的培训,并提供监管措施的理论依据,以系统提升管理者的人力资源素质,建设一个健康型组织,以促进我国证券市场的稳定发展。

## 参考文献:

- [1] 宋逢明. 短期行为-为什么买卖频繁. 诊断与治疗:揭示我国的股票市场. 成思危主编.北京:经济科学出版社,2003年3月第1版:275-312页
- [2] 时勤等. 提高素质-个体投资者心理行为研究. 诊断与治疗:揭示我国的股票市场. 成思危主编.北京:经济科学出版社,2003年3月第1版:465-516页
- [3] Mehra, R., and E. Prescott (1985), "The equity premium: A puzzle," *Journal of Monetary Economics* 15, 145-161
- [4] Simon, H. (1986), "Rationality in Psychology and Economics," *Journal of Business* 59 (4), S209-224
- [5] Kahneman, D., and A. Tversky (1979), "Prospect theory: An analysis of decision under risk," *Econometrica* 47, 263-291
- [6] Kahneman, D., and A. Tversky (1982), "The Simulation Heuristic". In: D. Kahneman, P. Slovic, & A. Tversky eds. *Judgment Under Uncertainty: Heuristics and Biases* New York: Cambridge University Press, 201-208
- [7] SHI Kan, LU Jiafang, FAN Hongxia, JIA Jianming, SONG Zhaoli, LI Wendong, GAO Jing, CHEN Xuefeng, and HU Weipeng (2003), "The Rationality of 17 Cities' Public Perception of SARS and Predictive Model of Psychological Behaviors," *Chinese Science Bulletin* Vol. 48 No. 1, SCI: 1-7
- [8] Barberis, N., and R. Thaler (2002), "A Survey of Behavioral Finance," *Handbook of the Economics of Finance*
- [9] Hsee, C. K., and G. F. Loewenstein (1999), "Preference Reversals Between Joint and Separate Evaluations of Options: A Review and Theoretical Analysis," *Psychological Bulletin* Vol. 125 No. 5, 576-590
- [10] Gigerenzer, G., and U. Hoffrage (1995), "How to improve Bayesian reasoning without instruction: Frequency formats." *Psychological Review* 102, 684-704

In this paper, we discuss the dynamic properties of an asset pricing model with the existence of market makers, and analyze the stability of fundamental and non-fundamental equilibrium and the bifurcation phenomenon that appears when the price adjustment speed of market makers varies. We find that suitable restriction to the adjustment speed of market makers is significant for avoiding fluctuation of asset price.

*Behavioral Asset Pricing Model Based on Conservism Bias* ..... *Chen wei* 35

From the perspective of "Posterior Mean" of asset return, the paper constructs "the Behavioral Asset Pricing Model Based on Conservism Bias" by the methods of Economics of Information, Microstructure Theory and Dynamic Stochastic Control. The model proves that the conservatism bias, due to the psychology of investors, will lead to mispricing. Firstly, we prove "an Asset Pricing Model Based on Perfect Rationality" under the assumption of the random walk of dividend. Then, we use static Bayesian Learning to describe how information is integrated into the posterior mean about asset return. Lastly, we construct a Behavioral Asset Pricing Model Based on Conservism Bias. Our model can explain some anomalies in capital market.

*A Study of Behavioral Finance to the Irrational Dividend Policy of Chinese Listed Companies*

..... *Huang Guo and Chen Shou* 40

This paper uses the catering theory in behavioral finance to analyze the irrational dividend policy of Chinese listed companies. The conclusion is that the irrational behaviors of investors and managers are direct reasons. The paper also combines China's special market environment into deeper discussion, and points out that the behavioral finance researches on dividend policy is quite promising in China.

*EMH: Behavioral Finance Versus Modern Financial Theory* ..... *Chen Ruigang and Yang Ruyan* 46

This paper addresses the effectiveness of EMH, the test of market efficiency and the original theory sketch by which the test was applied. The authors briefly review various theories and empirical work, the formation of equilibrium capital price that uncovers information involved and, the problems that traditional empirical work of EMH makes stock market more efficient but the joint-hypothesis results in the fact that its conclusion is incredible. We conclude that the valuable question before us is not the technique itself but the theory development which could improve the effectiveness of criterion to test and the justice of stock market.

*An Empirical Study on the Rational and Irrational Herd in Chinese Stock Market*

..... *Guo Lei and Wu Chongfeng* 53

The limitation of traditional herding measure restricts the empirical herd research on the testification of herding existence. According to herding measure with cross-section deviation of factor loading of asset pricing model and based on Capital Asset Pricing Model Integrating Firms and Market, this paper proposes measures of rational and irrational herd in stock market. Through the test on Chinese stock market, the dynamic characteristics of herd in stock market are revealed.

*A Psychological Perspective on Behavioral Finance in China*

..... *Wang Xiaolu, Shi Kan, Song Fengming and Chen Zhuosi* 58

Behavioral Finance is a burgeoning area in western financial research, and how to prevent and diversify financial risks in Chinese Securities Markets is crucial to the development of Chinese economy in the period of socioeconomic transition. Conducting the researches of Behavioral Finance will help provide the theoretical basis for the policy-making of market management to control the investment risks and insure continuous development in Chinese stock markets. This paper seeks to investigate the psychological mechanism of Chinese investors from the physiological, cognitive and behavioral levels, so as to contribute, by means of psychological study, to the researches of Behavioral Finance in China.