

[DOI]10.12315/j.issn.1673-8160.2020.21.003

行为金融学的投资者风险偏好探析

郭颖君

(农行天津南开熙汇支行,天津 300000)

摘要:传统的金融理论基础过于“理性”,对于金融市场中的各种“异象”不能够很好地进行解释。行为金融学以行为科学理论为基础,是对传统金融理论的创新性发展。该文主要从理论基础、投资人的风险偏好以及基于行为金融学的对投资人风险偏好理性偏离的心理学基础三方面展开。

关键词:行为金融学;投资者;风险偏好;理性

一、从金融理论讨论投资者“理性”和金融市场“异象”

投资者偏好和投资者对风险投机的评价原则是各种对资产定价、交易行为等模型进行解释的必要因素。当前金融理论主要是关于决定证券价格的理论,主要表现在对于投资组合的决定中如何获得最优解以及在均衡发展的市场状态两方面。国外经济学家马科维茨的投资组合理论、以及夏普等人的资本资产定价理论都是以经典金融理论为基础,同时这些理论也是当前金融经济体系的核心所在。

对于投资者“理性”一次,在经典金融理论中有着特定的含义,主要表现为以下几种观点。首先,投资者基于其所获得的大量信息,并遵守到一定的原则,从而得到投资和决策的最优方案,通过理性的判断达成完美交易。其次,投资者对于未来的经济趋势有着趋同的评价,客观的对资产在未来的经济趋势进行相同的期望,可认为是投资者“理性”的一种表现。另外,投资者普遍理性的厌恶风险,在投资的过程中,投资人往往规避风险,对于不同的投资组合在收益相同时通常选择最小风险的方案。最后,投资人往往都有较为一致的对待风险态度,表现在不同的资产投资方面。综上所述,在经典金融理论中,投资人表现为更加理性的判断,更加统一的投资方向把握等特点,同时对于风向,投资人往往十分谨慎,有较好的规避风险意识。同时,在金融市场中,还存在着不能用现有的理论模型解释的“异常”现象,通过对金融市场中的种种“异象”的研究,主要可将“异象”分为投资人的行为异常、价格异常两方面。具体对“异象”进行解释,可表现为“波动率异常”“股利之谜”“股权溢价问题”以及“处置效应”等。^[1]

二、行为金融学投资人的风险偏好

由上文可知,经典金融理论以投资人的“理性”为前提,存在着一定的局限性,并不能很好的解释市场中的各种“异象”问题。在此种背景下,行为金融学应运而生。行为金融学作为金融学科的一门新兴的边缘型分支,将心理学的知识,主要是行为学科相关理论融入于金融学中,是对传统金融学理论的创新性发展。行为金融学主要从20世纪50年代开始发展,通过对金融科学的科学的审视和反思,在20世纪80年代后得到了迅速的发展,也在学术界有了一定的地位,对于经典金融理论也造成了一定冲击。不同于传统金融理论以“理性”为基本原则,行为金融学将市场中的正常投资人作为基础,主要的观点有以下几点。第一,投资者由于自身对信息等的认知不同,在金融市场中很难做到人人“理性”,投资者首先是普通正

常人,并不能做到完美的理性,也就不能对市场有无差别的判断、预估等。第二,每个投资人都有其自己的思想和判断模式,这些不同都会导致他们有不同的偏好、行为方式等,所以对于未来趋势的估计和把握也将不尽相同,很难达到理性的一致性。第三,投资者一般在针对确定的收益时往往选择较低风险的投资组合,表现为风险回避,但对于确定的损失是,投资者往往会追求风险,表现为损失回避。第四,针对金融市场中不同的选择环境,不同的投资者对于不同资产都有着不同的效用判断,对风险的偏好表现为多种多样,而且对于不同的选择框架,也会有一定程度的变化。综上所述,在实际环境下的投资者对于风险的偏好,是和经典金融理论中基于“理性”的预设相背离的。^[2-3]

三、行为金融学投资人风险偏好理性偏离的心理学基础

(一)期望理论

在20世纪70年代,国外金融学家阿莫斯·特韦尔斯基以及丹尼尔·坎内曼通过发表的论文“Prospect Theory: An Analysis of Decision under Risk”提出了期望理论这一概念。他们以大量的心理观察数据和实验研究为基础,对经典金融理论中关于个人行为的“理性”偏好发起挑战,在期望理论概念中,人们的行为模式、风险态度等都表现出了一定的变化和不同,主要受到不同人心理因素、社会因素等影响,总体表现为“非理性”,主要从以下两方面体现。第一,在面对风险选择时,人们更加重视收益、损失等,主要从财富变化量方面进行风险选择,这也是期望理论中重要的核心基础。通常人们对不同事物进行评价或进行选择的时候,会采用对比的方法来辅助判断,通过不同的对比参照物,对于同一件事情的判断往往能得到不同结果,表现为参考的主观评价标准。阿莫斯·特韦尔斯基和丹尼尔·坎内曼曾之处人们可以通过不同的参考点来对人们的决策进行控制,比如在市场中的促销时,往往是通过标高原价,以凸显现价的便宜程度,来诱导消费的行为。更重要的是,参考点并不是一成不变的,参考点充满了个人的主观性,对于不同环境中、不同时间下、不同的人来说,参考点都有着不同的变化。在行为金融学中,投资人通过参考自己当前的财产水平,来对投资行为的收益、损失等进行判断,同时也可能针对不同的期望表达手段、对未来的预测变化等考虑对当前的参考点进行改变,从而更好地立足于实际环境。第二,阿莫斯·特韦尔斯基和丹尼尔·坎内曼通过“价值函数”来描述人们在充满未知的环境中进行决策时的心理特征,主要表现

为更关注收益、损失的决策出发点,以及对于确定性收益的偏爱两方面。人们往往在有所收益时会更加的规避风险,而在发生损失时,则更加的追求风险,仿佛临危的病人愿意取冒险挽救自己一样。另外人们更受损失的影响,通常在同样数目下,损失会带来更多的烦恼。所以人们对于预期损失的估值约高于预期收益两倍作为。最后,人们对于偶然性的获利有着较高的期望,也就是更加的厌恶严重损失这一概率事件。通常表现为追求不太可能盈利的风险,而对于不太损失事件,则表现为对风险的厌恶。这与现实生活中的很多情景都较类似。^[4-5]

(二)认知偏差理论

认知偏差理论是期望理论的基础,通过社会学、心理学、行为学的相关理论,将投资决定的过程认为是支配心理的一种表达。不同的投资者对于市场信息等都有不同的认识,也由于不同投资人对于市场的判断的偏差,会导致人们风险偏好较理性的预设有很大程度的偏离。主要可分为启发式偏差、框架依赖两方面。首先,对于启发性偏差,主要包括代表性偏差、易得性偏差以及锚定调整偏差三方面,简要对其进行介绍。代表性偏差表现为过分的关注事件之间的相似性特征,将其看作主要的可能性的行为,往往对于其他的潜在可行性不去关注。易得性偏差表现为对于容易联想的相关时间,会更加高估其概率,而对于不容易想到的事件,则会低估其概率的现象。锚定调整偏差于决策的参考点有一定程度上的相似,主要指代受到初始影响出现的固有的认知偏差。人们对于事件发生概率的估计往往需要初始值来进行调整,初始值不同,则也直接导致了不同程度上估计值的差别。其次,对于框架依赖,表现为由于不同的情景、问题表达等而对于同组选项有偏好区别,故做出不同的选择的行为。通常用框架来表示事物形式及表述方式。在对同一个问题进行研究时,由于不同的表达方式,使得对问题的着重点发生改变,从而导致偏好性的区别。阿莫斯·特韦尔斯基和丹尼尔·坎内曼通过大量的研究也表明,当同样预期效用如何选择确定性收益和非确定性收益,需要看从哪方面进行切入。当更加强调整保证收益的方式时,会优先选择确定性收益,表现出风险规避的行为。同样的,对于同样预期效用时的确定和非确定性损失来说,当更加强调整损失不可避免时,行为更倾向于选择非确定性损失,从而表现为追求风险。由上在行为金融学中人们对风险的态度会受到框架依赖的影响,所以个人的判断往往随着框架的改变而不同。^[5-6]

四、投资者对金融市场的差异化的心态表现

投资者由于自身对信息等的认知不同,在金融市场中差异化的心态表现即不同。首先,每个投资人都有其自己的思想和判断模式,有的投资者表现为过度自信,主要是是因为对于自身的判断过度自信,从而在市场交易中过度反应和交易。其次,投资人表现为更加理性的判断,往往十分谨慎,在市场交易中较为保守,尤其是专业投资人或证券分析师认定某一价格为基准后,对于后续判断很难改变,造成对新信息不能及时做出调节反应。最后,在经典金融理论中,投资人有更加统一的投资方向把握等特点,对于利益和损失能精确进行计算。而行为金融学认为,投资者们对市场环境和不同的资产能进

行差异预期,从而对自身的投资策略进行相应的投资组合和决策,称之为心里账户。因此,投资者们用不同的心理账户去面对不同的投资。^[7-8]

五、结语

总的来说,我国现阶段金融市场相对很不稳定,研究金融学能够更好地了解在金融市场中投资人的投资心里,为更好地建设健康投资市场环境有很大意义。该文从金融理论的角度,以投资者“理性”为中心,对投资人的风险偏好及从心理学角度的原因进行讨论,对完善发展我国的金融市场有重要意义。

参考文献

- [1]宋唯实.网络借贷市场中投资者风险偏好与行为特征研究[D].山东大学,2019.
- [2]贺志芳,周方召.投资者风险偏好的动态特征——来自国际股票市场的实证证据[J].系统科学与数学,2018,38(03):348-363.
- [3]杨敏利,党兴华,涂宴卿.基于投资者不同风险偏好的风险投资决策研究[J].科技管理研究,2008,28(8):194-196.
- [4]于晓光.行为金融视野下的证券投资风险对策[J].环渤海经济瞭望,2020(07):24-25.
- [5]丁歆.商誉减值、投资者关注与股价崩盘风险[D].南京大学,2020.
- [6]唐稷江.重庆中小投资者理财风险偏好及影响因素的调查研究[D].西南大学,2020.
- [7]宋唯实.网络借贷市场中投资者风险偏好与行为特征研究[D].山东大学,2019.
- [8]贺京同,付婷婷.行为金融学框架下的实验金融研究评述[J].上海金融,2018(04):48-53.