

文汇讲堂

传播人文关怀 汇聚高端名流 讲得通俗易懂 堂中尽情交流

2013年10月13日 总第65期

文汇网:www.whb.cn 邮箱:whjt@wxjt.com.cn

公告栏

扫描二维码,关注文汇讲堂微信公众账号、加入文汇讲堂读者俱乐部。不仅将获得每期讲座信息,更有主题摄影、参观访问、新媒体训练营等活动邀您参与。



文汇讲堂
微信公众账号



文汇讲堂
读者俱乐部

中国股市如何健康发展



黄明
主讲嘉宾

现任中欧国际工商学院金融学教授、西班牙巴塞罗那储蓄银行金融学教席教授、美国康奈尔大学金融学教授。

1985年毕业于北京大学并获得物理学学士学位。此后在康奈尔大学和斯坦福大学分别获得理论物理学和金融学博士学位。

研究主要集中在行为金融学方面,尤其是认知心理学对金融资产定价的应用。与此同时他对信用风险、信用衍生工具、套现对资产定价的影响以及拍卖理论对收购的影响研究也颇有建树。近几年,针对中国的金融市场和公司财务开展了一系列广泛的研究课题,研究成果见诸于《政治经济学期刊》、《经济学季刊》、《美国经济评论》等。曾获1997年芝加哥商学院优秀教学奖以及长江商学院“2009年最佳研究奖”等荣誉。



胡汝银
对话嘉宾

现任上海证券交易所首席经济学家兼资本市场研究所所长,为中央直接联系专家、上海市特聘决策咨询专家、中国金融学会学术委员会委员与常务理事、全国社保基金理事会投资咨询专家。

1978年2月进入复旦大学经济系学习,1988年获复旦大学经济学博士学位。

作为国内外在公司治理、资本市场等方面有影响力的学者和中国上市公司治理与投资者保护运动的重要思想推动者,近几年在公司治理、公司法与证券法修改、证券市场制度建设与发展、上海国际金融中心建设等方面提出了一系列重要的研究见解,为证券市场决策和改革发展提供了重要的智力支持和思想库功能。先后出版了多部著作和在国内外发表了一系列有影响的论文。

后危机时代的金融学变革

每届诺贝尔经济学奖的评出通常都预示着学术界未来的研究方向,正如1997年默顿和斯科尔斯获诺贝尔经济学奖曾带动了金融工程学科的发展一样。2002年,瑞典皇家科学院首次将诺贝尔经济学奖授予了一位心理学家——美国普林斯顿大学丹尼尔·坎内曼教授,以表彰他在行为金融学领域做出的奠基性贡献,这也标志着行为金融学已被认可进入主流经济学的研究领域。这年的诺贝尔奖也带“火”了行为金融学。

可实践的脚步总有些跟不上前沿的理论研究,事实上,2007年次贷危机前,主流金融监管理念的理论基础的是新古典经济学、“理性经济人假设”……次贷危机恰好暴露出现代经典金融理论的局限性,告诉人们:不能忽视“非理性的行为因素”在金融危机中扮演的重要角色。作为金融学领域的“少数派”,一批研究行为金融学的学者将那场金融危机定义为金融学危机,可以预见,未来的金融学世界将经历一次不可阻挡的变革。

行为金融学的诞生与发展

早在1890年,英国著名经济学家阿尔弗雷德·马歇尔在其《经济学原理》中说过:“经济学是一门研究财富的学问,同时也是一门研究人的学问。”金融学作为经济学王国中最为璀璨的明珠,不能忽视人类的行为既有理性的一面,也有非理性的一面,因此,将心理学应用于金融学并解决现实中的疑难问题促成了行为金融学的诞生,它给经典、理性的金融学提供了一个变革性的视角——完整地看待人、研究人的经济行为。

行为金融学的发展经历了经济心理学、行为经济学和行为金融学三个阶段。最早强调心理因素在投资决策中作用的经济学家是凯恩斯,他在1936提出了股市“选美竞赛”和投资者交易行为充满了“动物精神”的观点。1979年,丹尼尔·坎内曼和斯坦福大学的阿莫斯·特维尔斯基共同发表文章《期望理论:风险状态下的决策分析》,提出了人类行为与经典投资决策模型基本假设的冲突表现在:风险态度、心理账户和过度自信,并将观

察到的现象称为“认知偏差”和“框架依赖”,成为行为金融研究史上的里程碑。而行为金融学成为一个引人注目的学派,是在20世纪80年代,其代表人物主要是芝加哥大学的塞勒和耶鲁大学的希勒。前者主要研究股票回报率的时间序列、投资者的心理账户等问题。后者主要研究了股票价格的异常波动、股市中的“羊群效应”、投机价格与流行心态的关系。

行为金融学对现代金融学的扬弃

经济学家豪根(1990)将金融理论的发展分三个阶段:“旧时代金融”、“现代金融学”和“新时代金融”。“旧时代金融”代表的是19世纪60年代以前,以会计财务报表分析为主的金融研究;而“现代金融学”,或者也称为“标准金融”,则主要以19世纪中期开始兴起的金融经济学为理论基础,它建立在有效市场假设(EMH)的基础上,以资本资产定价理论和现代资产组合理论为基石,着重研究理性假设条件下的价格发生机制和金融市场效率问题;“新时代金融”则以自20世纪80年代开始逐渐受到关注的行为金融学为代表,其研究主题为投资者的有限理性以及无效率市场。

正是由于行为金融学的研究成果能够解释“股权溢价之谜”、“封闭基金之谜”等“金融异象”,这门交叉学科逐步被学术界另眼相看。

另一方面,行为金融学对现代经典金融学仍是批判地继承。作为当代金融理论中最具生命力的一个分支,行为金融学是20世纪80年代刚刚兴起的一门学科,它是在经典金融理论与实证不断背离的困境中产生的。其理论框架由心理学认知偏差理论、期望理论和行为金融理论模型与投资策略三部分搭建。行为金融学注重投资者决策心理多样性的研究,为金融理论与实际沟壑的弥合提供了一个新的研究视角。

行为金融学面临的自我挑战

行为金融学使得我们看到了金融理论与实际的沟壑有了弥合的可能,然而,作为一个新兴的领域,加之涉及人类心理与行为研究的难度,行为金融学距离一个成熟的学派尚有距离。迄今为止,它还没能整合成一个系统的理论。在运用心理学、社会学等其他学科的方法与结合传统金融方法的道路上,也没有太多的成功案例和标志性的产物。其提出的理论框架更需要得到进一步的实证数据的支持,并且面临着要找出影响投资者心理最本质的因素,并建立一个统一的模型来解释不同心理状态下投资者的决策行为,这确实是一个最大的自我挑战。因为影响投资者心理最本质的那个因素是不是投资者共同具有的稳定的因素?如果是,那与经典金融理论的关于理性人的一般假设是不是同出一个逻辑?而用来解释不同心理状态下投资者的决策行为的“统一”的模型又能否建立起来呢?而如果建立起来,它的前提假设是人的一般性心理特征还是特殊性心理特征?总之,在寻找影响投资者心理最本质的因素并建立一个统一的模型来解释不同心理状态下投资者的决策行为时,行为金融学面临着严峻挑战。

行为金融学在我国的应用

尽管行为金融学还没有形成一个完善的理论体系,该理论在中国必然有很大的发展前景和现实意义。

我国的证券市场是一个新兴的市场,在许多方面尚未成熟,过度投机问题突出,其产生的最主要原因是众多中小投资者的种种非理性行为。“预期理论”或“期望理论”是行为金融学最基础的理论。其中包括研究微观经济主体以及监管当局的“过度自信”、“认知偏差”、“损失厌恶”等问题。若将行为金融学的研究成果运用到我国证券市场中,可合理引导投资者的行为。对于广大中小投资者,通过教育来使其趋于理性化,提高证券市场投资者的投资决策能力和市场的运作效率。对于机构投资者,也可提高其投资管理水平。

(本文整合文汇报记者赵芳来)

金融监管模式的国际比较

金融监管模式是指一国关于金融监管机构和金融监管法规的体制安排。发达国家往往较之其他国家有着更成熟的政治和法律环境,更发达的金融,更有效的监管手段。美、德、英代表了不同特色的金融监管法治。考察各国监管法治与改革历程,对于甄别与学习“最优”经验,具有积极意义。

美国模式

在混业经营前提下,美国采用分业监管模式,既没有合并各监管机构成立统一的监管当局,也没有设立专门针对混业经营的监管部门。在金融控股公司框架下,美国采取机构监管的方式,集团下属的银行子公司由原有的(联邦或州)主要银行监管机构进行监督和检查。为了从总体上对金融控股公司进行监督,《金融服务现代化法案》规定,美联储是金融控股公司的“伞型监管者”,从整体上评估和监管金融控股公司,必要时对银行、证券、保险等子公司拥有仲裁权。

德国模式

德国实行的是全能银行制度,即商业银行不仅可从事包括银行、证券、基金、保险等在内的所有金融业务,而且可以向产业、商业大量投资,成为企业的大股东,具有业务多样化和一站式服务的特点。德国的全能银行能够渗透到金融、产业、商业等各个领域,在国民经济中起着主导作用。为了减少和控制风险,德国政府对全能银行的经营行为进行了严格的监管和一定的限制。德国虽然实行全能银行制度,但仍实行分业监管。德国的联邦金融监管司下有银行、证券、保险三个监管局,独立运作,分业监管。德国银行监管的法律基础是《联邦银行法》和《信用制度法》(KWG)。

英国模式

英国的混业经营采用了金融控股集团模式。英国金融控股集团的母公司多为经营性的控股公司,且一般经营商业银行业务,而证券、保险等业务则通过子公司来经营。同时,英国的金融控股集团内部有较严格的防火墙制度,以防止各业务的风险在集团内部扩散。英国的监管体系已由分业监管过渡到统一监管。1998年,英国整合了所有的金融监管机构,建立了金融服务监管局,由其统一实施对金融机构的监管。2000年又颁布了《金融服务和市场法》,从而实现了由分业监管向统一监管的转变。2001年12月1日,FSA依照《2000年金融服务和市场法》规定,正式行使其对金融业的监管权力和职责,直接负责对银行业、保险业和证券业的监管。

比较以上三种模式,美国模式可称为“双元多头金融监管体制”,即中央和地方都对银行有监管权,同时每一级又有若干机构共同行使监管职能。联邦制国家因地方权力较大往往采用这种监管模式。德国、英国模式基本可以划为“单元多头金融监管体制”,其优点是,有利于金融体系的集中统一和监管效率的提高,但需要各金融管理部门之间的相互协作和配合。从德国、英国的实践来看,人们习惯和赞成各权力机构相互制约和平衡,金融管理部门之间配合是默契的,富有成效的。然而,在一个不善于合作与法制不健全的国家里,这种体制难以有效运行。而且,这种体制也面临同双元多头管理体制类似的问题,如机构重叠、重复监管等。

(本文来源:MBA智库)