



塞勒与米勒关于投资者情绪的争论*

张 琦 李仁贵

〔摘 要〕本文主要介绍和评述塞勒与米勒在 20 世纪 90 年代初关于投资者情绪的争论。双方争论的核心是,封闭式基金折价变动(封闭式基金之谜)与小盘股(小企业效应)超额收益之间相关性在统计上和经济上的显著性。塞勒认为,投资者情绪可以很好地解释封闭式基金之谜的全部四个部分;而且通过实证检验表明,封闭式基金折价幅度与小企业股票收益之间存在显著的负相关关系,因此封闭式基金折价反映了投资者情绪。而米勒通过实证检验表明,封闭式基金折价与小企业股票收益之间的关联是微不足道的,所以投资者情绪在经济上并不重要。塞勒和米勒争论的实质,是正统金融学理论中“有效市场假说”与行为金融理论的正面交锋,也是经济学中理性主义和行为主义之争的一个缩影。

关键词:塞勒 米勒 投资者情绪 封闭式基金

JEL 分类号:B31 G12 G23

2017 年 10 月 9 日,瑞典皇家科学院宣布,将 2017 年诺贝尔经济学奖授予美国经济学家、芝加哥大学教授理查德·H. 塞勒(Richard H. Thaler),以表彰他在“行为经济学方面的贡献”。塞勒获奖的消息公布后,中外媒体和自媒体都做了大量的报道和介绍,帮助人们了解他的理论贡献和学术观点。关于塞勒,中国经济学界其实并不陌生,他的几本重要著作也都出版了中译本,如《赢者的诅咒》、《助推》、《“错误”的行为》,以及他主编的《行为金融学新进展 II》^①。进一步细分的话,塞勒的学术贡献主要体现在行为经济学和行为金融学两大领域,前者主要包括他和合作者提出的禀赋效应、心理账户、社会偏好、自我控制等行为的相关理论,后者主要是指他和合作者对金融市场上行为心理相互影响所作的理论和实证研究^②。在行为金融学领域,理查德·塞勒与 2012 年诺贝尔经济学奖得主罗伯特·席勒(Robert Shiller)一道,被视为行为金融学之父。

本文主要介绍和评述理查德·塞勒和 1990 年诺贝尔经济学奖得主默顿·米勒(Merton H. Miller)在 20 世纪 90 年代初关于投资者情绪的争论,这场争论可谓是行为主义者和理性主义者在金融学领域的一次巅峰对决,特别是对于行为金融学的发展具有里程碑式的意义。多年以后,塞勒本人在回忆起这场争论时也说:“在最后两轮争论中,双方都宣称自己获胜了。我不知道谁是赢家,但我很清楚这次史无前例的无聊争论吸引了很多人的注意。数百位金融经济学家阅读了我们

* 张琦,中国社会科学院经济研究所,经济思想史研究室副主任,副研究员,经济学博士;李仁贵,中国社会科学院经济研究所,《经济动态》编辑部副主任,研究员,经济学博士。本文为国家社科基金重点项目“经济思想史的知识社会学研究”(14AZD109)的阶段性成果。

① 这些中译本将他的名字 Richard H. Thaler 都译成了“理查德·泰勒”,其实更准确的译法是“理查德·塞勒”。因此本文在正文中一律使用“塞勒”译名,但在引用中译本文献时,仍沿用“泰勒”的译名,读者只要知道二者指的都是 Richard Thaler 就可以了。

② 关于理查德·H. 塞勒的学术贡献,诺贝尔经济学奖委员会给出了长达 39 页的详细综述,详见 https://www.nobelprize.org/nobel_prizes/economic-sciences/laureates/2017/advanced-economicsciences2017.pdf。



最初的那篇论文,这都要感谢米勒教授。米勒虽然在批评我们,但却帮了我大忙。如果不是米勒,《金融杂志》的很多读者可能都不会注意到那篇有关封闭式基金的论文。总之,什么都比不上一场漂亮的争论能够吸引的注意力多”(泰勒,2016)。

一、塞勒与米勒争论的缘起和背景

(一) 争论的前奏——1985 年芝加哥大学讨论会

放在主流经济学和行为经济学之争的大背景下来看,20 世纪 90 年代初爆发于米勒和塞勒之间关于投资者情绪的争论,至少可以上溯到 20 世纪 80 年代中期在芝加哥大学举办的一次讨论会。也就是说,米勒和塞勒的这场争论,其实质是正统金融学理论中“有效市场假说”与行为金融理论的一次正面交锋,当然也属于更广泛的理性主义与行为主义之争的重要内容。

1985 年 10 月,芝加哥大学商学院举办了一次讨论会,参会的经济学家包括理性主义者和行为主义者两大阵营。理性主义者团队由罗伯特·卢卡斯(Robert Lucas)和默顿·米勒(Merton Miller)带队,成员主要有尤金·法玛(Eugene Fama)和塞勒的硕士导师舍温·罗森(Sherwin Rosen)。我们知道,卢卡斯、米勒、法玛后来都获得了诺贝尔经济学奖,而经济学界公认,如果罗森没有过早去世的话(罗森于 2001 年去世),早晚也会获得诺贝尔奖。而行为主义者团队则由赫伯特·西蒙(Herbert Simon)、丹尼尔·卡尼曼(Daniel Kahneman)和特沃斯基(Amos Tversky)带领,成员主要有罗伯特·希勒和理查德·塞勒,并且有成名已久的肯尼斯·阿罗(Kenneth J. Arrow)坐镇。这个名单里,除了当时已经获得诺贝尔经济学奖的阿罗和西蒙之外,卡尼曼、希勒、塞勒也都在后来获奖,而特沃斯基如果不是过早去世(1996 年去世),也完全有资格获得诺贝尔经济学奖。从这些名字可以看出,参会两方的阵容可谓强大。讨论会的形式主要有两种,一是宣读自己的论文,二是对他人的论文进行评论。塞勒本人被安排发言的内容,是对三篇论文进行点评,其中两篇论文的作者分别是西蒙、卡尼曼和特沃斯基,剩下一篇的作者是席勒尔·艾因霍恩(Hillel Einhorn)和罗宾·霍格思(Robin Hogarth)。不难看出,这些论文作者基本上属于行为主义者阵营,所以同一阵营的塞勒如何展开有意义的评论确实是个难题。用塞勒本人的话说:“我基本上同意这几篇论文作者的观点,所以不知道该说些什么。……我还要时刻谨记,我在这里只相当于小学生的水平,因为讨论会上有两位诺贝尔经济学奖得主(阿罗和西蒙),观众中也有几位,还有六七位后来获得了诺贝尔奖。我怎样才能在这些一流学者面前清楚阐述自己的观点,又不显得自负呢?”(泰勒,2016)。最后,塞勒在会议发言中以其特有的幽默方式,列出了一些他经常听到的关于行为经济学的评论。他认为,这些评论其实是有意或无意曲解别人的观点,而就这些评论展开讨论和反驳纯属浪费时间。其实,塞勒是以一种十分幽默的方式“提前堵住别人的嘴”,以防讨论会变成误解和反驳误解的无意义之争。

而米勒在这次会议上宣读的论文以及发言,却十分值得玩味。米勒的论文,是针对赫什·舍夫林(Hersh Shefrin)和迈尔·斯塔特曼(Meir Statman)合写的一篇行为金融方面的论文而作的。舍夫林本人也是一位行为金融学家,同时也是塞勒的长期合作者之一,而斯塔特曼则是舍夫林的同事。舍夫林和斯塔特曼的论文,从行为经济学的角度解释了现实经济中的一个怪现象:股份公司为什么会给股东派发现金红利(Shefrin and Statman, 1984)。之所以说是怪现象,是因为按照美国当时的税法,资本利得税税率要比股票红利税率低得多。如果股东是理性经济人的话,那么他就不会接受股票分红,而只会赚取资本利得,即在股价上涨时卖出股票赚取差价,因为面对同样的收益,后一种形式缴纳的税款要少得多。然而,现实中公司分红却广泛存在。舍夫林和斯塔特曼的论文,主要运用“心理账户”的概念对此“怪现象”给出了解释,即人们会将股票分红和资本利得归入不同的“心理账户”:前者被认为是额外的收入,花起来没什么心理压力,而后者在人们心里则更像是“本

金”，最好轻易不动用。米勒在发言中，其实并不认同舍夫林和斯塔德曼的解释思路，并且丝毫不掩饰自己的不屑，他说这种行为主义方法可能适用于研究他姑妈之类的人，但也仅限于此（泰勒，2016，p. 185）。而在提交给会议的论文中，米勒却并未完全否认股票分红现象中的行为和心理因素。他在论文中承认，对于持有一定数量股票的个人投资者来说，可能的确涉及到心理和行为因素；但在构建经济学模型时，却需要将这些现象抽象掉；这并不是因为这些现象无趣，正是因为它们太有趣了，反而会使我们分心，难以将注意力主要集中在无处不在的市场力量上。米勒在论文中总结说，他这篇论文的目的在于说明，金融领域中基于理性的市场均衡模型，包括具体到关于股票红利的模型，仍然是适用的，或者说，至少不比其他模型更差（Miller, 1986）。从米勒提交给会议的这篇论文来看，似乎他并不反对行为主义的思路，难怪塞勒说自己“搞不清楚米勒到底站在哪一边”（泰勒，2016）。其实米勒对于行为金融的看法可以概括为：这些所谓的反常现象都是微不足道的，不足以动摇建立在理性人假说之上的经济学大厦，对这些现象进行研究没有太大的意义。后面我们会看到，米勒的这种态度，始终贯穿于他和塞勒的争论的过程当中。

在1985年芝加哥大学的这次讨论会上，米勒和塞勒并未直接交锋，但却埋下了日后争论的伏笔。塞勒本人回忆道：“对于研究行为金融学的人与支持有效市场假说的人来说，他们双方的辩论才刚刚开始，并且自此之后一直持续了30年。从某种意义上说，这场辩论就开始于那天下午的芝加哥大学”（泰勒，2016）。

（二）争论爆发的导火索——《投资者情绪与封闭式基金之谜》

在芝加哥大学讨论会过去六年之后，塞勒与两位合作者查尔斯·李（Charles Lee）和安德瑞·史莱佛（Andrei Shleifer）共同发表了《投资者情绪与封闭式基金之谜》一文（后来被简称为LST，取三人姓的第一个字母），这篇论文长达35页，刊登在美国金融学会主办的《金融学期刊》（*Journal of Finance*）1991年第1期（Lee et al., 1991）。正是这篇论文，直接引发了米勒和塞勒关于投资者情绪的争论。而且，在这篇论文发表之前，米勒曾游说当时的期刊编辑René M. Stulz，要他拒绝发表塞勒等人的论文。而Stulz不仅接受了塞勒等人的论文，并告诉米勒，如果他不同意塞勒等人的研究结果，就应该按照惯例撰写批评文章，并公开发表（泰勒，2016）。由此，后来才有了米勒和塞勒的两轮争论。关于双方争论的具体内容，塞勒在其学术回忆录《“错误”的行为》中说：“在这里我就不详述双方争论的内容了，免得让大家生厌，因为其中涉及的大多是技术细节”（泰勒，2016）。而本文感兴趣的正是双方争论的具体内容。那么，塞勒等人的《投资者情绪与封闭式基金之谜》一文，到底说了些什么呢？

简言之，塞勒等人的这篇论文，从实证研究的角度，用投资者情绪解释了封闭式基金之谜。投资者情绪的概念并非塞勒等人首创，封闭式基金也并非塞勒等人最早进行研究。但是，首先用投资者情绪来解释封闭式基金之谜，并且进行实证研究的，当属塞勒等人的这篇论文。顺便说一句，塞勒等人的这篇论文发表后，我国经济学界在2000年左右也涌现出一大批研究封闭式基金的研究成果，但大多属于简单套用其方法对塞勒等人的结论重复论证；国外经济学界大多也是对其进行修补或质疑的文章，无论是赞成还是反对，近20年来都未取得突破性进展（伍燕然和韩立岩，2007）。由此可见塞勒等人这篇论文在行为金融学发展史上的重要地位。

首先来看什么是封闭式基金之谜。所谓封闭式基金（close-end fund），是相对于开放式基金（open-end fund）而言的，二者都属于共同基金（mutual fund）的一种形式。与开放式基金不同的是，封闭式基金发行的股份数量是固定的，这些股份可以在证券市场上进行交易。但是，投资者若要将手中持有的封闭式基金变现，即换成流动性，就只能将其出售给其他的投资者，而不能像持有开放式基金那样，能够以等于每股净资产价值（NAV）的价格卖给基金本身。通俗地讲，封闭式基金是“不回收的”。而所谓封闭式基金之谜是说，从经验数据来看，封闭式基金股权的售价，通常并不等于该基金所持有的每股资产的市场价值。总的来看，相对于净资产价值而言，折价出售的封闭式基



金要比溢价出售的封闭式基金更常见。这一现象,是封闭式基金之谜最重要的表现形式之一(博迪等,2016)^①。之所以说它是“谜”,是因为按照“有效市场假说”,如果投资者都是理性的,那么长期来看基金的成交价格必然等于其净资产价值;而封闭式基金总体上却以折价出售居多,所以就违背了“有效市场假说”^②。不过,在塞勒等人看来,“封闭式基金折价出售居多”只是封闭式基金之谜的一部分,而不是全部。塞勒等人提出的封闭式基金之谜,包括“折价出售”在内,共有四个部分。记住这一点非常重要,后面我们会看到,塞勒等人之所以认为其他解释都不如投资者情绪解释得更好,原因就在于其他的思路无法解释封闭式基金之谜的全部四个部分。

相较于封闭式基金之谜,投资者情绪的概念比较好理解,但却不好定义。从塞勒等人论文中的含义来看,投资者情绪指的就是投资人非理性的乐观或悲观心态。

下面我们来看塞勒等人这篇论文的主要内容。

二、塞勒论文的主要内容

从结构上来看,塞勒等人的论文分为七个部分,如果进一步归总的话,其实可以分为三大部分。第一部分是对基本事实的描述,以及对已有研究成果的评述;第二部分是对投资者情绪理论的分析;第三部分是指标的构建与实证检验,最后给出结论。

(一)封闭式基金之谜的刻画与以往研究的缺陷

塞勒等人首先给出对封闭式基金之谜的事实刻画,提出这一谜团由四个部分组成,且这四个部分不可偏废。这四个部分是:(1)新发行的基金往往溢价出售,而现有的基金往往折价出售,为什么投资者在能够以折价买到现有基金的情况下,却要付出溢价购买新基金?(2)为什么封闭式基金通常都以相对于其净资产价值相当大的折价交易?(3)为什么基金的折价率,在不同时间、不同基金之间的波动非常大,而且不同基金的折价率出现同步运动的现象?(4)为什么当封闭式基金进行清算或转为开放式基金时,基金成交价格会上升、折价幅度会缩小?换言之,为什么当封闭式基金转为开放式基金时,交易价格就趋向于回归净资产价值(Lee et al.,1991)?

随后,塞勒等人对以往关于封闭式基金之谜的研究进行了评述,并说明为什么这些研究都不足以解释封闭式基金之谜。通常提到的有三种因素:代理成本说、资本利得税以及资产的非流动性。

代理成本理论认为,基金运营过程中产生的管理成本非常高,又或管理绩效可能不达标,因而降低了资产的价值。由于存在代理成本,所以封闭式基金往往折价出售,相当于给基金买方的一种让利,使其弥补代理成本。但是,代理成本说充其量只解释了封闭式基金之谜的四分之二:基金为什么折价交易,以及当封闭式基金转为开放式基金时,折价就于消失。但却无法解释其他两个部分。其一,代理成本无法解释折价率为什么会有大幅的波动,因为代理成本通常是净资产价值的一个固定比例,而且,代理成本说也无法解释不同基金的折价率为什么会有很大的差异;其二,代理成本说无法解释,为什么投资者在能够以折价买到现有基金的情况下,却要付出溢价购买新基金。

应缴资本利得税的解释思路是,针对封闭式基金未实现的升值部分的资本利得税,并未纳入到标准的净资产价值计算当中。也就是说,对于持有封闭式基金的投资者,或打算购买封闭式基金的投资者来说,由于资本利得税的存在,使得未实现增值的基金价值小于净资产价值,因此基金应当

^① 以美国的数据来看,塞勒等人论文中给出1965-1985年封闭式基金的平均折价率为10.1%,而博迪等人在《投资学精要(第九版)》中给出2011年的数据也与此类似,折价幅度最高的一只封闭式基金的折价率为-13.81%,折价率最低的为-4.77%,11只基金中溢价交易的只有2只,且溢价率均在1%以下。

^② 对于坚持“有效市场假说”的人来说,可能并不认同这种说法。因为我们后面谈到的代理成本说、税负因素、资产非流动性因素,实质上就是在坚持“有效市场假说”的前提下对封闭式基金之谜进行解释。





折价出售。同样,这一因素充其量只能解释基金折价交易这一部分,却仍然无法解释封闭式基金之谜的其他部分。甚至,这一因素连折价本身也不能完全解释,因为有研究表明,应缴资本利得税最多只能解释不高于6%的折价率(Malkiel,1977)。而观察到的折价率显然高于这一水平。更重要的是,按照税收这一思路,当市场价格总体上涨时,未实现的资本增值部分就不断增加,需要缴纳的资本利得税也就越高,那么基金的折价幅度就应该扩大。然而塞勒等人在这篇论文中,通过实证检验得出的结果却与此相反。

资产非流动性之说是指,由于某些基金持有受限制的或未登记的证券,而这些证券的交易是受限制的,因而在净资产价值的计算当中,这些资产的价值被高估了。由于实际资产价值要比计算出的净资产价值低,所以封闭式基金往往折价销售。然而这一理论的解释力其实更弱,因为它无法解释为什么有些基金完全不包括受限制的股票,但同样具有很高的折价率。而且,受限股票之说也无法解释封闭式基金之谜的其他几个部分。

所以塞勒等人给出的评价是,这些解释都符合逻辑,且都能部分地解释观察到的基金折价销售,然而这些因素加在一起,也不足以解释大部分现有事实。需要指出的是,上述三种解释思路,本质上仍然坚持了理性人假说和有效市场假说,只不过加入了成本因素或预期成本因素,力图通过对市场有效假说的修正来解释封闭式基金之谜。

(二)投资者情绪的理论分析

塞勒等人在论文中说:“本文的首要目的在于,通过经验研究,评价关于封闭式基金之谜的另一种解释,即茨韦格(Zweig,1973)和德隆等人(Delong et al.,1990)提出的投资者情绪理论”(Lee et al.,1991)。塞勒等人提到的德隆等人的论文,是由德隆(J. Bradford De Long)、史莱佛(Andrei Shleifer)、劳伦斯·萨默斯(Lawrence H. Summers)和瓦尔德曼(Robert J. Waldmann)四人合写的(后来这篇论文也被简称为DSSW,取四人姓的第一个字母)。萨默斯当时在哈佛大学任教,后来曾出任美国财政部长,他的叔叔就是大名鼎鼎的经济学家保罗·萨缪尔森,他的舅舅是同样大名鼎鼎的肯尼斯·阿罗,叔叔和舅舅都是诺贝尔经济学奖得主,可谓家学渊源。而德隆、史莱佛、瓦尔德曼当时都是萨默斯指导的研究生。当然,史莱佛也是塞勒这篇论文的合作者之一。德隆等人的论文只构建了理论模型,并未进行实证研究。而塞勒等人的这篇论文则主要借鉴了德隆等人的理论。下面来看德隆等人这篇论文的核心内容。

德隆等人(Delong et al.,1990)在论文中构建了一个资产定价模型,模型中有两类投资者:理性投资者和噪声交易者(noise trader)。所谓理性投资者,是指能够对资产收益形成理性预期的人。与此相对,噪声交易者关于资产收益的预期则受情绪的影响:他们有时会高估预期收益(相对于理性预期而言),有时又会低估预期收益。也就是说,噪声投资者会对无意义的信号(噪声)做出反应。任一时期,理性投资者和噪声交易者都基于各自的信念进行资产交易。因为资产总是有风险的,而所有投资者都是风险规避的,那么均衡价格就反映了理性投资者和噪声交易者的看法。

德隆等人随后给出两条关键假设:第一,假定理性投资者的投资期限很短,因而他们关注的是所持资产的期内转售价格,而不是仅仅关注股息收入的现值。当个人投资者经常产生流动性需求而需要卖出资产时,证券投资经理便受到经常性的、阶段性的估值约束,从而使其缩短投资期限。而且,如果必须借入现金或资产来进行交易,那么理性投资者保持其交易开放状态的时间越长,累积的交易成本也就越高。尤其是从长期来看,卖空(short sale)操作都是很困难的,而且成本很高。这些套利成本的存在,缩短了投资者的交易期限,从而使他们关注期内转售价格。这实际上是说,存在着时间约束下的有限套利。

德隆等人给出的第二条假设是,假定噪声交易者的情绪是随机的,并且无法被理性投资者完美预知。尤其是当理性投资者想要卖出资产时,他无法完全预知噪声交易者有多么乐观或悲观。由



于理性投资者关心资产的转售价格,噪声交易者情绪的不可预知性便带来了他们所交易资产的额外风险。该额外风险是指,当理性投资者想要卖出资产时,噪声交易者很可能认为熊市将至,从而拉低资产价格。这种噪声交易者带来的额外风险,是理性投资者和噪声交易者都要承受的。

应当说,德隆等人提出的这两条假设都很符合现实。其中第二条假设意味着,必须对噪声交易者带来的额外风险有所补偿,才能使理性投资者愿意购买资产;也就是说,资产价格必须折价出售。这是否足以解释封闭式基金折价现象?还不能。这是因为,如果不同的噪声投资者在各种资产之间进行交易时是随机的,那么其情绪产生的风险就是可分散的;正如传统资产定价模型中的非系统性基本风险一样,是可以分散的。也就是说,即便噪声交易者的情绪是随机的,充其量也只能导致折价交易现象在各种资产交易中随机出现,不能保证某种资产(例如封闭式基金)的折价幅度长期偏离基本面。如果同样的噪声交易者情绪波动影响到许多资产,并且这种情绪波动在噪声交易者之间具有相关性,那么情绪波动引发的风险就不可分散。正如基本风险一样,随机的投资者情绪产生的噪声交易者风险也会反映在均衡价格当中。因而结果便是,受到噪声交易者风险影响的资产,与不受该风险影响的资产相比,将获得更高的预期收益。也就是说,相对于其基本价值,这些资产的价格会作价低估(*underpriced*)。所以,噪声投资者的情绪是随机的,而他们在各种资产之间进行交易却不是随机的,才能保证某些资产的折价幅度长期高于其他资产。

这就意味着,如果要用德隆等人的模型来解释封闭式基金之谜中的折价现象,仅有噪声交易者存在是不够的,还要求封闭式基金中噪声交易者的比例,高于其他资产中噪声交易者的比例。也就是说,相较于其他类型的资产组合,要求封闭式基金当中具有更多的(不是绝对数量,而是相对来说占比更高)噪声交易者。换言之,对于投资者来说,持有基金要比直接持有资产组合面临更高的风险,而且这种风险是系统性的,因此以基金股份形式持有的资产所需的回报率,平均而言必须高于直接购买同样资产组合所需的回报率。也就是说,平均而言,基金必须相对于其净资产价值折价出售,才能诱使投资者持有基金股份。而且,这一结论并不需要假定噪声交易者平均而言对基金抱有悲观心态;封闭式基金在平均意义上作价低估,只需源自这一事实,即持有基金要比持有证券组合风险更高。这样的话,投资者情绪理论就解释了封闭式基金最主要的谜团——基金折价出售。

接下来的问题就在于,何以保证噪声交易者的占比,在封闭式基金中比其他资产组合中更高?塞勒等人提出了这样的推测:个人投资者要比机构投资者更加接近于“噪声投资者”,如果封闭式基金更多地由个人投资者而不是机构投资者持有,那么就可以保证上述条件成立。从数据来看,事实正是如此。塞勒等人在文中指出,1988年初样本中的封闭式基金,机构持股份额平均仅有6.6%,而纽约证券交易所市值最小的10%的股票样本,平均机构持股份额达到了26.5%,市值最大的10%的股票样本,平均机构持股份额更是高达52.1%。因此有充分的证据表明,封闭式基金主要由个人投资者持有和交易(Lee et al.,1991)。

而且,投资者情绪理论也能解释封闭式基金的其他三个谜团。如果噪声投资者对未来收益感到乐观,那么他们就会以溢价买入新发售的基金,哪怕这些基金在随后不久便折价出售。也就是说,噪声投资者的存在,可以解释塞勒等人提出的第一个谜团。当噪声投资者的情绪发生变动时,封闭式基金的折价率也会发生变动;而且同样的情绪会影响本质上不相关的基金和投资组合,因此折价率会出现同步变动,这就解释了第三个谜团。而一旦封闭式基金宣布清算或转为开放式基金,噪声交易者带来的额外风险就不复存在了,因此基金折价幅度会减小甚至消失,这就解释了第四个谜团。至此,加上前面已经解释了的第二个谜团即折价出售,塞勒等人提出的封闭式基金之谜,通过投资者情绪理论全部得到了解释。

塞勒等人还提出,投资者情绪理论除了能够解释封闭式基金之谜以外,还可以引申出其他的推论。其一,不同基金的折价幅度和折价变动,应该是高度相关的。因为同样的投资者情绪对所有基



金都会产生同样的影响。其二,当现有基金溢价出售或折价幅度减小时,应该就是新基金发售之时。因为基金溢价或折价幅度减少,意味着投资者情绪变得更加乐观。其三,投资者情绪既然能够影响封闭式基金,必然也能够影响其他与封闭式基金完全无关的资产。尤其是小企业或小盘股的股价,因为小盘股和封闭式基金的共同特点就是个人投资者占比很高。

(三)实证检验和主要结论

塞勒等人在这篇论文中用到的指标并不复杂,主要是价值加权折价指数(value-weighted index of discounts, VWD),分年度和月度水平。VWD 的定义如下:

$$VWD_t = \sum_{i=1}^{n_t} W_i DISC_{it}$$

其中, W_i 为权重,

$$W_i = \frac{NAV_{it}}{\sum_{i=1}^{n_t} NAV_{it}}$$

其中, NAV_{it} 为基金 i 在时期 t 末期的净资产价值,折价定义为:

$$DISC_{it} = \frac{NAV_{it} - SP_{it}}{NAV_{it}} \times 100$$

其中, SP_{it} 为基金 i 在时期 t 末期的股票售价(市价), n_t 为 t 时期末能够获得 $DISC_{it}$ 和 NAV_{it} 数据的基金种类。

此外,另一个主要指标是价值加权指数的变动(ΔVWD),定义为:

$$\Delta VWD_t = VWD_t - VWD_{t-1}$$

其实,这里指标设计背后的逻辑很简单,任一时期,不同的封闭式基金有不同的折价率,那么怎样来计算平均折价率?简单的算术平均肯定是不合适的,因为不同基金的净资产价值不同,因此按照各自的净资产价值占全部净资产价值的比重作为权重,之后进行加权平均,就是顺理成章的做法。

论文的实证研究部分,塞勒等人共给出 12 张表格和 4 张图示。限于篇幅,我们在此只择其要者进行归纳介绍。这部分内容,最重要的是对前面提到的三条引申含义给出实证结论。

其一,关于不同基金的折价幅度和折价变动的相关性。从数据计算结果来看,平均而言,美国国内基金年末折价率的两两相关系数达到 0.497,投资于美国股票的基金,折价率变动的年平均两两相关系数达到 0.389。从月度数据来看,平均而言,不同基金折价率两两相关系数为 0.530,折价率变动的月平均两两相关系数达到 0.248。这就证实了,不同基金折价率和折价变动,受到相同的投资者情绪的影响。

其二,关于新基金的发售。实证检验结果表明,有新基金发售的年份,年初平均折价率为 6.4%,而没有新基金发售的年份,年初平均折价率为 13.64%。这一结果大体上也符合理论推断,即折价幅度减小时,应该就是新基金发售之时。

其三,关于封闭式基金折价变动与投资组合收益之间的关系。塞勒等人对这一点的论证比较复杂,而且也是米勒等人猛烈攻击的所在,所以我们稍微详细介绍。

前面说过,投资者情绪理论能够做出这样的预测,即封闭式基金折价率的变化,应当与一篮子股票的收益率相关,而这一篮子股票与基金本身无关。为了验证这一点,塞勒等人的思路是,分别考察不同市值的企业组合,分析它们的收益率与封闭式基金折价率变动之间的关系。其背后的逻辑是,对于小盘股来说,个人投资者是最重要的持股者和交易者,因此他们的情绪将影响封闭式基金,同时也影响小盘股。而对于大盘股来说,由于机构投资者所占份额较高,因而受到投资者情绪的影响较小。具体做法是,首先用价值加权折价的变动(ΔVWD),作为折价变动的代理变量;其次,用纽约证券交易所(NYSE)股票的价值加权指数(VWNY)来衡量股市收益率;最后,将证券组合按





照规模分为十分位组,第一个十分位组(Decile 1),包括纽交所上市的股票中股权价值最低的那些股票,数量占全部股票数的10%;第十个十分位组(Decile 10),包括了那些股权价值最高的10%的股票。

回归结果表明,保持市场收益率不变的情况下,所有分组的收益(VWNY)与VWD的变动(即 ΔVWD)之间存在相关性。第十个分组(Decile 10)即最大的那些企业,当封闭式基金折价幅度收窄时,股价表现得很差。而其他九个分组,当折价幅度收窄时,股价则表现良好。也就是说,当个人投资者对封闭式基金和小盘股感到乐观时,这些股票表现就很好,而且折价幅度也缩小;当单个投资者对封闭式基金和小盘股感到悲观时,小盘股表现就很差,而且折价幅度也扩大。而且,随着股票组合的规模由小到大(从Decile 1到Decile 10),其收益率(VWNY)与价值加权折价指数变动(ΔVWD)之间的相关系数也由大到小,呈单调递减的趋势。也就是说,越是小盘股,就越像封闭式基金那样,更多地受到投资者情绪的影响;反之,越是大盘股,就越不容易受到投资者情绪的影响。于是,这就验证了前面提到的投资者情绪理论的第三条引申含义。

塞勒等人这篇论文中的其他内容,将在后面谈到他们与米勒的争论时进行介绍,此处不赘。

三、米勒的批评与双方的第一次争论

(一)米勒的批评

塞勒的论文发表后,米勒接受了《金融学期刊》编辑Stulz的建议,组织人手开始写批评文章。最终,米勒和Nai-Fu Chen以及Raymond Kan合作写出了题为《封闭式基金折价是情绪指标吗?》一文,刊登在《金融学期刊》1993年第2期,正式挑起了塞勒—米勒之争。

文章开头,米勒就直截了当地抛出自己的观点:“在《投资者情绪与封闭式基金之谜》一文中,塞勒声称要解决两个、而不是一个长久以来的谜团——封闭式基金折价以及小企业效应。据塞勒所说,这两个现象都是由同样的小投资者情绪波动所引发的。若他们能够成功做到这一点,那么用一块石头击中两只难以把握的飞鸟,不失为一妙招。但是,他们做不到。正确地衡量的话,基金折价与小企业收益之间的同步变动,既不够强有力、也不够稳健地支持他们所谓的共同情绪理论(common sentiment theory)”(Chen et al., 1993)。

随后,米勒就开始详尽地批判塞勒的论文。而且,这些批判全都集中在塞勒的实证研究部分,对理论分析部分则完全放过。这样做的好处有两点,一是可以避免纯理论推演的无谓之争;二是一旦将实证结论推翻,那么由实证研究支撑的理论假说也就不攻自破。

米勒的批评内容十分详尽,但最重要的批评围绕着塞勒论文当中“封闭式基金折价变动与投资组合收益之间的关系”,具体而言,也就是塞勒等人对小盘股收益(小企业效应)与封闭式基金折价变动之间关系的实证研究。下面我们主要介绍米勒对这一问题的批评。

首先,米勒对塞勒论文中“当单个投资者对封闭式基金和小盘股感到乐观时,这些股票表现就很好,而且折价幅度也缩小”以及“当单个投资者对封闭式基金和小盘股感到悲观时,小盘股表现就很差,而且折价幅度也扩大”的结论提出质疑。前面说过,塞勒等人之所以得出这一结论,正是通过回归发现,保持市场收益率不变的情况下,所有分组的收益(VWNY)与VWD的变动(即 ΔVWD)之间存在相关性。米勒的质疑是,这些观察到的基金折价与小企业收益之间的相关性,是否有可能仅仅是随机抽样波动(chance sampling fluctuation)?

其次,米勒对泰勒论文中的稳健性检验也表示质疑。在塞勒等人的论文中,曾将样本分为两半(即进一步将样本分为1965-1975和1975-1985前后两个时期),对每一半再次单独进行回归,以此来检验稳健性。回归结果表明,十分位第一组(Decile 1)当中, ΔVWD 的相关系数在第二个子时期内(即1975-1985)下降了80%;而且,在绝对水平上,降到了比零高出约一个标准误的大



小。其他规模的分组当中,也都出现了类似的衰减。米勒据此认为,基金折价与小企业收益之间的相关性,在1975年后实际上已经消失了。于是不无讽刺地写道:“面对这一事实,换做其他人可能就放弃了共同情绪假说。但塞勒等人却仍不放弃。对其稳健性检验,他们非但不视作驳倒其解读的论据,反而将其视作支持论据”(Chen et al.,1993)。

再次,米勒的批评集中在塞勒论文中关于“机构持股份额”的处理方面。塞勒论文的数据显示,1980年到1988年,十分位第一组(Decile 1)中机构投资者的持股份额增长到了三倍多。塞勒等人对此的判断是:“个人投资者情绪,仍然反映在封闭式基金的折价中,只是不再像更小的股票定价中反映得那么强”(Lee et al.,1991)。为了证实这一假说,塞勒等人构建了一个新的样本,即选择纽约证券交易所上市公司中机构持股份额低于10%的所有公司。之后回归结果表明,即便是在1975年到1985年存在争议的后半个样本时期,基金折价与机构持股份额较低的样本企业收益之间的相关性仍然很强。

米勒认为,塞勒等人如此煞费苦心地论证“机构持股份额”与“投资者情绪”之间的关系,完全没必要如此间接。而且,这样做还有可能将“机构所有权份额”和其他可能的特殊因素混在一起。这是因为,塞勒等人选择纽约证券交易所上市公司中机构持股份额低于10%的所有公司构成的新样本,其中超过三分之二都是公用事业公司。那么问题就在于,回归结果显示出的“基金折价与机构持股份额较低的样本企业收益之间的相关性仍然很强”,究竟是因为“机构持股份额较低”,还是因为“公用事业公司”?随后米勒在文章中给出了检验结果(但并未给出检验过程),即检验机构持股份额超过10%的公用事业公司证券组合得出的结论,与塞勒等人选择的机构持股份额低于10%的样本得出的结论相比,本质上并无不同。也就是说,塞勒等人希望通过这种方式分离“机构持股效应”,是不成功的。

而米勒随后给出了“更加直接的检验”,并认为这样才能够分离出“纯粹的机构持股效应”。米勒等人的做法是,将小企业构成的十分位第一组(Decile 1)进一步分为两个分组:一组是机构持股份额低于10%的小企业,另一组是机构持股份额超过10%的小企业。如果基金折价对于机构持股份额较低的小企业来说是“情绪指数”,那么两个分组各自的表现应该大不相同才对。对于机构持股份额较低的企业来说,基金折价与收益之间的关系,在两个时期应该都很强;对于其他企业来说,这一关系在两个时期都应很弱。米勒等人的回归结果表明,对机构持股份额较低的企业来说,十分位第一组的相关系数,比第二个样本时期低58%;但是,即使是机构持股份额超过10%的子样本,十分位第一组的相关系数在第一个子时期内也明显很强。从数据来看,封闭式基金的折价对小企业收益的反应,无论是对机构持股份额低于10%的那些小企业,还是高于10%的小企业,都没有什么差别。米勒据此认为,塞勒等人所谓的“机构持股份额”并不足以成为决定“投资者情绪”的因素。

总之,米勒认为塞勒等人的核心观点是站不住脚的,即“有证据表明,封闭式基金折价的确是投资者情绪的指标,而且同样的情绪会影响小盘股以及其他由个人投资者持有并交易股票的收益。”因为在任何绝对的意义上,小盘股的收益与封闭式基金的关系并不强,而且并不比大盘股与封闭式基金的关系更强。而且,塞勒等人将其后半一半样本中共同情绪关联的消失,归结为1975年之后机构投资者在小盘股当中持股份额的上升。这种解释并不成立。

文章最后,米勒写道:“我们认为,学界恐怕仍然要面对塞勒等人试图破解的、早已存在的这两个谜团。好了,让我们重头开始吧”(Chen et al.,1993)。

(二) 塞勒的回应

米勒的批评文章发表后,塞勒很快做出了回应。这篇题为《没错,封闭式基金折价就是情绪指标》的回应文章,除原班写作人马之外,又加入了乔普拉(Navin Chopra),同样发表在《金融学期刊》1993年第2期(Chopra et al.,1993)。



从这篇文章的题目即可看出,塞勒的回应文章旨在正面回答米勒的质疑。因此在文章一开头,针对米勒文章中的指责,塞勒针锋相对地写道:“米勒指责我们妄图一石二鸟——封闭式基金之谜和小企业效应,认为我们一只鸟都没有击中。他们的办法是,把手中能用的石头一股脑地砸过来,大概希望总有一块儿能命中。然而我们这篇回应文章表明,他们的石头一块儿都没有击中”(Chopra et al.,1993)。

塞勒首先回答了米勒关于原论文中“机构持股份额”与“投资者情绪”之间关系的质疑。即在原论文中样本的后半部分,当封闭式基金折价与小企业收益之间的关系弱化之后,机构持股份额较低(低于10%)的股票收益,与折价变动之间仍存在显著的相关关系。前面说过,米勒对此的质疑是,由于这一样本中大多数机构持股份额较低的股票,都属于公用事业公司(超过三分之二),那么何以保证相关关系不是源自“公用事业公司”,而是源自“机构持股份额较低”?针对这一质疑,塞勒利用米勒批评文章中提供的数据,将所有的公用事业公司分为三个组,每组企业数量相同,按机构持股份额低、中、高划分。然后对每个组进行回归。回归结果表明,与机构持股份额较高的公用事业公司相比,机构持股份额较低的公用事业公司,和封闭式基金折价表现出更强的同步变动特征(也就是说,对于给定的折价下降幅度,它们的收益更高)。并且无论对于全样本还是子样本来说,这一差异在统计上都是显著的。这就意味着,即便对于公用事业公司来说,较低的机构持股份额,与折价变动的负相关性也更强。

我们看到,通过这一检验,塞勒就回答了米勒的质疑:即便只考虑公用事业公司,“机构持股份额”及其背后的投资者情绪,也仍然起作用。那么,米勒批评文章中的检验结果“机构持股份额超过10%的公用事业公司证券组合得出的结论,与塞勒等人选择的机构持股份额低于10%的样本得出的结论相比,本质上并无不同”,又当如何解释?这里的关键因素在于样本的选择。米勒批评文章中的样本,是“机构持股份额超过10%的公用事业公司”,并将它的回归结果,与塞勒原论文中“纽约证券交易所全部上市公司中机构持股份额低于10%的企业”的结果作比较(Lee et al.,1991)。而塞勒回应文章中的样本,是“纽约证券交易所全部上市公用事业公司”。其实,塞勒回应文章中对这一样本按照机构持股份额低、中、高分组之后,从公司股票收益对封闭式基金折价变动的回归结果来看,“低”分组和“中”分组的系数分别为0.377%和0.332%,即折价变幅度下降1%,公司股票收益分别增加0.377%和0.332%(Chopra et al.,1993)。也就是说,“低”分组和“中”分组的差别并不显著(回归结果显示到“高”分组时才显著)。所以,米勒批评文章中所谓“超过10%和低于10%……本质上并无不同”也是完全有可能的,但这并不足以否定“机构持股份额”及其背后的投资者情绪的作用。

接下来,塞勒在文章中回应了米勒关于“机构持股份额”与“小企业”之间关系的质疑。前已述及,米勒将塞勒原论文中的十分位第一组(Decile 1)进一步分为两个分组:一组是机构持股份额低于10%的小企业,另一组是机构持股份额超过10%的小企业。回归结果发现,封闭式基金折价变动,与“高”机构持股份额的小企业之间的相关性,和与“低”机构持股份额的小企业之间的相关性一样,都很强。米勒认为这表明,“机构持股份额”及其背后的投资者情绪,其实并不重要。对此,塞勒首先敏锐而机智地回应道:“很高兴看到他们对我们先前发现的认可,即封闭式基金的折价变动与小企业的收益高度相关”(Chopra et al.,1993)。随后表示,米勒所作的这一检验,检验过程和结果本身并无不可,但米勒对检验结果的解读是有问题的。这是因为,即便是米勒等人所谓的“高”机构持股份额的那些企业,事实上机构持股份额也很低。例如,1970年,米勒所谓的“高”机构持股份额样本的平均份额只有16%,相比之下,纽交所上市公司的机构持股份额平均为26%。1985年,米勒所谓的“高”机构持股份额的平均值为24%,而纽交所上市公司的平均份额为35%(Chopra et al.,1993)。也就是说,米勒认为两个样本(即十分位第一组中以机构持股份额10%为界一分为二)大不相同,其实二者非常相似,因为这些都是个人持股占绝对优势的企业。所以,米勒





等人的回归结果并不足为怪,即无论是“高”机构持股份额、还是“低”机构持股份额的小企业,与封闭式基金的折价变动同步程度都非常强。

不难看出,这里其实涉及到一个简单的逻辑问题。塞勒的意思是,“机构持股份额低于10%”可以叫做“个人持股份额高”,但这并不等于说“机构持股份额高于10%”就可以叫做“个人持股份额低”。而米勒的批评中实际上暗含了这样的推断。

或许是怕这样纯逻辑的论证还不够让人信服,塞勒为了进一步证明“机构持股份额”与“封闭式基金折价变动”之间的关系,构建了一个新的数据库,并再次进行验证。新的数据库除纽约证券交易所之外(NYSE),还加入了美国证券交易所(AMEX),样本为1981年到1990年两市所有的上市公司。回归结果再次表明,与机构持股份额居中、较高的企业相比,机构持股份额较低的企业与基金折价变动的同步性更强。使用新的数据库,同样得到了与原论文中一致的结论,而米勒等人质疑这种结论只是“随机抽样波动”,就很难说得通了。

因此,塞勒在这篇回应文章中写道:“米勒等人投出的石头,看起来似乎没有一块儿击中目标”。而且,“米勒等人显然是有选择地从我们的原论文中挑毛病——既包括我们自己的证据,也包括我们引用他人的证据,而他们挑的这些毛病,其实是最弱的”(Chopra et al., 1993)。塞勒为什么这么说?因为他敏锐地意识到,与投资者情绪有关的其他重要证据,米勒等人却故意忽略掉了。例如,当季节性基金溢价或低幅度折价出售时,封闭式基金新股发售,即封闭式基金之谜的第一部分。前面说过,塞勒一开始就提出,要解释封闭式基金之谜,必须完整地解释它的所有四个部分,而能够做到这一点的,只有投资者情绪理论。米勒的批评显然只集中在“封闭式基金折价变动与投资组合收益的关系”这一点上,而不及其他。

针对米勒批评文章文末提出“回到原点重新开始”的说法,塞勒这篇回应文章结尾处写道:“这并不是说投资者情绪假说显然就是正确的,或者说完全可以解释封闭式基金折价之谜。正如米勒所说,正确的做法是回到起点,继续考察证据。但是,并不是回到‘旧的’起点。我们需要考虑投资者情绪以及其他新的假说,而不是回到金融的‘石器’时代”^①。

四、双方的第二次争论

与第一次争论相比,塞勒和米勒的第二次争论就简单得多了,双方的答辩和总结差不多都只有一页纸的篇幅。塞勒对米勒的批评做出回应之后,米勒写了《答辩》(a rejoinder),塞勒又写了《总结》(summing up),都发表在《金融学期刊》1993年第2期上。塞勒和米勒之间关于投资者情绪的两轮争论就此结束。

双方第二次争论的内容,其实主要是对第一轮争论内容的争论,而不是对塞勒原论文的争论。前面在介绍第一轮争论时,我们有意省略了一部分内容,即米勒和塞勒关于“价值加权折价变动”和“股票组合收益率”回归方式的争论。我们把这部分内容放在这里,才能更清楚地理解第二次争论的内容。

第一次争论中,米勒在批评文章里提到,如果将塞勒原论文中关于“价值加权折价变动”和“股票组合收益率”之间的回归倒转过来,即用“价值加权折价变动”对“股票组合收益率”做回归的话,结果就表明,基金折价与不同规模证券组合收益之间的联系,明显非常微弱。而且,要想进一步考察基金折价与企业规模之间的关系,可以将折价重新表述为收益率的形式,即基金的价值加权收益

^① 塞勒在这里使用“stone”一词,运用了“双关”的修辞手法,再次展现了自己的幽默。在米勒的批评文章中,使用stone这个词来形容塞勒等人妄图一石二鸟,所以塞勒在此要做出回敬;同时,塞勒使用stone age即石器时代这一说法,也暗含了对米勒等人拘泥传统、食古不化的讽刺。



与基金的价值加权净资产价值收益(RNVA)之差。将净资产价值移到方程的右侧,就可以看到,封闭式基金的收益有多少反映了净资产价值的“基本面”,以及与不同规模组合收益相关的解释力究竟有多大。结果是,净资产价值收益解释了绝大部分封闭式基金股价的收益(72.8%)。米勒指出,其实这就是所谓的封闭式基金之谜。给定净资产价值的情况下,企业规模变量的边际贡献,只能解释封闭式基金收益变动的不到4%。而且,小企业的边际贡献也并非总是高于中型企业、甚至是大盘股(Chen *et al.*, 1993)。

针对米勒的这一批评,塞勒在第一次的回应中也给出了相应的解释。塞勒认为,米勒“反转回归”的做法存在的问题是,未能正确地限定基金的价值加权净资产价值收益(RNVA)的范围,而理论上讲应将其限定在1以内,即封闭式基金的市场价值应随着净资产价值一对一地变动。对相关系数进行正确的限定之后再做回归,结果表明原来的结论在统计上仍然是显著的,基金折价幅度可以解释小企业溢价的8%到9%。也就是说,这支持了塞勒原论文中的假说:小企业,尤其是机构持股份额低的小企业,与封闭式基金折价同步变动(Chopra *et al.*, 1993)。

在第二轮争论中,米勒针对塞勒提到的关于基金价值加权净资产价值收益(RNVA)的限定,表示并不认同。并且明确表示:“我们的观点过去和现在一直都很简单:塞勒所谓的情绪指标并不成立。正确衡量的话,封闭式基金折价与按规模分组的企业收益之间的协方差,不会高于微不足道的4%。而即便是这种同步运动,在其样本的后半部分也消失了。”米勒之所以这样说是因为,即便按照塞勒回应文章中的回归,十分位第一组(即小企业组)的收益与基金折价之间的 R^2 为6.9%,减去十分位第十组的 R^2 即4.1%之后(即仅考虑小企业溢价的变动),只剩下2.8%。也就是说,小企业溢价变动解释了封闭式基金折价变动的2.8%。而这微不足道的2.8%实在是不值得考虑。

塞勒在第二轮争论的总结中写道:“这场争论的核心问题是,封闭式基金折价变动(封闭式基金之谜)与小盘股(小企业效应)超额收益之间相关性在统计上和经济上的显著性。最开始的时候,米勒质疑的是这种相关性在统计上是否显著,这一问题似乎已经解决了。”的确,米勒在第二轮批评中,主要针对的是以 R^2 衡量的投资者情绪在经济上的显著性。如果小企业溢价变动和封闭式基金折价变动之间的 R^2 确实只有2.8%的话,那当然谈不上有多大的经济意义了。塞勒对此的回应是,米勒的算法是有问题的,不应当用十分位第一组的毛收益进行回归,而应该用溢价进行回归,正确的 R^2 在7%到9%之间,而不是2.8%。

那么,这样的 R^2 算是多还是少?塞勒认为,不妨将投资者情绪和更标准的“基本面”因素作对比。在最初的论文中,塞勒验证了Chen *et al.* (1986)提出的五种“基本面”因素,它们加在一起解释了小企业月度超额收益的12.5%;而投资者情绪单独看的话就能够达到7%~9%。因此,在解释小企业超额收益这一现象上,投资者情绪的解释力至少不低于“基本面”因素的解释力。

五、结 语

本文介绍的塞勒与米勒在20世纪90年代初关于投资者情绪的争论,其实可以看作经济学当中理性主义和行为主义之争的一个缩影。众所周知,理性人假设是主流经济学的基石。虽然赫伯特·西蒙早就提出并倡导“有限理性”假说,但并未给经济学界带来多大的影响。正如塞勒所说,大多数经济学家都把“有限理性”当作是“正确但毫不重要的概念”(泰勒,2016)。主流经济学家当然并不否认人有非理性的一面,但却基于两个理由认为它并不重要。其一,非理性虽然存在,但总的来说是微不足道的,因而不值得关注;或者说,非理性行为不应当是经济学研究的主题。其二,即便非理性行为普遍存在,但在统计学上这些行为属于“误差”,只要误差是随机的,那么就可以相互抵消。从米勒对塞勒论文的两次批评来看,可以清晰地感受到这两点理由:先是认为“投资者情



绪”在统计上不显著,继而认为它在经济上不重要。然而,经由卡尼曼、特沃斯基、希勒、塞勒等心理学家和经济学家不懈努力,行为经济学和行为金融学还是成长起来了,并且逐渐获得了主流经济学的认可和接纳。进入 21 世纪以来,诺贝尔经济学奖先后授予了卡尼曼(2002 年)、希勒(2013 年)和塞勒(2017 年),在某种程度上就表明了这一点。当然,行为经济学并不是对主流经济学的反对和取代,而是对它的修正和补充。如果说主流经济学的政策含义是“自由选择”的话,那么行为经济学的政策含义就是塞勒提出的“自由主义的温和专制主义”(泰勒和桑斯坦,2015)。

塞勒和米勒之争,给我们带来的另一个启示是:应该怎样进行学术争论。这一点对中国经济学界来说尤为重要。近年来,我国经济学界越来越难见到高水平、有深度的学术争论。一方面,很多学术会议“表演”色彩越来越浓,“研讨”色彩越来越淡;会议发言环节高朋满座名家云集,讨论环节则轻描淡写、隔靴搔痒甚至互相吹捧。另一方面,学术之争往往很快就演变为立场之争,甚至意气之争,最终不了了之^①。当然,之所以有深度的学术争论越来越少见,也有其客观原因,即经济学学科领域分得越来越细,每个细分领域和研究方向的“圈子”越来越小,“圈外人”很难深入参与讨论。但不管怎么说,像塞勒和米勒之争这样的深入研讨和对话,是值得大力提倡的。

参考文献

- 博迪、凯恩、马科斯(2016):《投资学精要(第九版)》,中国人民大学出版社。
- 黄益平(主编)(2017):《政府的边界:张维迎、林毅夫聚焦中国经济改革核心问题》,民主与建设出版社。
- 舍夫林(2017):《超越贪婪和恐惧:行为金融与投资心理学(中译本)》,上海财经大学出版社。
- 史莱佛(2015):《并非有效的市场:行为金融学导论(中译本)》,中国人民大学出版社。
- 泰勒(2007):《赢者的诅咒——经济生活中的悖论与反常现象(中译本)》,中国人民大学出版社。
- 泰勒(2016):《“错误”的行为(中译本)》,中信出版社。
- 泰勒、桑斯坦(2015):《助推:如何做出有关健康、财富与幸福的最佳决策(中译本)》,中信出版社。
- 泰勒主编(2017):《行为金融学新进展 II(中译本)》,中国人民大学出版社。
- 伍燕然、韩立岩(2007):《不完全理性、投资者情绪与封闭式基金之谜》,《经济研究》,第 3 期。
- Chen, N., R. Kan and M. Miller(1993): “Are the Discounts on Closed-End Funds a Sentiment Index?”, *Journal of Finance*, 48, 795-800.
- Chen, N., R. Roll and S. Ross(1986): “Economic Forces and the Stock Market”, *Journal of Business* 59, 383-403.
- Chopra, N., C. Lee, A. Shleifer and R. Thaler(1993): “Yes, Discounts on Closed-End Funds are a Sentiment Index”, *Journal of Finance* 48, 801-808.
- De Long, J., A. Shleifer, L. Summers and R. Waldmann(1990): “Noise Trader Risk in Financial Markets”, *Journal of Political Economy* 98, 703-738.
- Lee, C., A. Shleifer and R. Thaler(1991): “Investor Sentiment and the Close-End Fund Puzzle”, *Journal of Finance*, 46, 75-109.
- Malkiel, B. (1977): “The Valuation of Closed-End Investment Company Shares”, *Journal of Finance* 32, 847-859.
- Miller, M. (1986): “Behavioral Rationality in Finance: The Case of Dividends”, *Journal of Business* 59, 451-546.
- Shefrin, H. and M. Statman(1984): “Explaining Investor Preference for Cash Dividends”, *Journal of Financial Economics*, 13, 253-282.
- Shleifer, A. (2000): *Inefficient Markets: A Introduction to Behavioral Finance*, Oxford University Press.
- Thaler, R. (1991): *Quasi Rational Economics*, Russel Sage Foundation.
- Thaler, R. (2015): *Misbehaving: The Making of Behavioral Economics*, W. W. Norton & Company.
- Zweig, M. (1973): “An Investor Expectations Stock Price Predictive Model Using Closed-End Fund Premiums”, *Journal of Finance*, 28, 67-87.

(责任编辑:周莉萍)

^① 2016 年冬爆发于两位著名经济学家张维迎和林毅夫之间的“产业政策大辩论”,是近年来中国经济学界不多见的、具有影响力的学术争论,但最后实际上还是演变为立场之争而非学术讨论。因而吴敬琏先生指出“产业政策大辩论”仍停留在表面,没有继续深入,而且也未能充分吸收国外关于产业政策研究的最新进展。可参见吴敬琏:《产业政策讨论停留在表面上打转》,载黄益平主编:《政府的边界:张维迎、林毅夫聚焦中国经济改革核心问题》,民主与建设出版社,2017 年,第 278-283 页。

