

资产定价理论的前沿探索

——评《资产定价：行为公理主义分析》

中国人民大学公共管理学院教授 王虎峰

现代资产定价理论，也被称为新古典资产定价理论。它肇始于19世纪50年代马柯威茨和托宾对于资产选择问题的开创性研究，是现代金融理论的核心与基础。至今，其发展面临的最大挑战是如何对各种行为特征做出一致性的解释和规范描述，从而使对资产选择行为的分析具有统一的内在逻辑。为此学术界不仅进行了不懈探索，而且催生了以行为金融理论为代表的新研究范式的兴起。然而，已有研究对于上述问题仍未能取得突破性的成果，从理论架构到研究范式等还处于开放状态。

吴忠群博士的专著《资产定价：行为公理主义分析》独辟蹊径，对这些方面进行了富有新意的探索，建构了行为公理主义概念及其分析方法，对资产定价理论的诸多问题做出了积极拓展。

在资产定价理论中，“理性”是一个基础性的概念，而整个新古典资产定价理论又是建立在“完全理性”这一重要假设上的。因此，如何看待“理性”乃是研究资产定价理论不可回避的基础性问题。诺贝尔经济学奖得主德布鲁（Debreu）给出了完全理性的规范定义和数学表达，要求人的偏好满足完备性和传递性，这一理性标准忽视了人的有限理性这一基本事实，而且与社会科学的一般原则相抵触。因此需要建立一种新的理性标准，以便能够为社会科学普遍采用的内在一致性提供抽象的一般标准，或者至少使得理性的人们们的行为能够被解释为是理性的。直到目前，如何建立一种能够兼容有限理性的理性标准仍是一个世界性难题。《资产定价：行为公理主义》一书在深刻剖析德布鲁和阿莱的理性观基础上，系统分析理性的内涵，以动机为内核巧妙地把有限理性定义为标准的理性，而完全理性成为其中的一个特例，由此那些曾被认为是不可理喻的行为特征和市场“异象”将获得理性的解释和分析。由是观之，该书关于理性的探索不仅是一项原创性的理论见解，而且向解决有限理性这一难题迈出了坚实一步。

《资产定价：行为公理主义》一书的另一个重要结论是，各种异常现象与行为公理之间不存在本质冲突。之所以那些异常现象表面上看起来与行为公理格格不入，主要源于人的有限理性和市场缺陷。书中用偏好公理对各种行为特征重新做出了解释，论证了行为与公理之间的无矛盾性，令人信服地阐明了各种行为现象都是偏好公理合乎逻辑的结果这一观点。这是市场异常现象研究的一个崭新视角。众所周知，近20年来，破解市场异常现象之谜是资产定价理论发展的主线，但是如何从根本上、整体上消除异常现象一直没有取得突破。因此可以说，该书关于异常现象与行为公理无矛盾的结论，为一致性地消除异常现象提供了有力支持。

《资产定价：行为公理主义》一书中最引人入胜的部分是关于如何把“满意原则”公理化。“最优原则”是新古典资产定价理论的根本指导思想，但是这一原则与实际决策行为存在明显差距。诺贝尔奖得主西蒙（Simon）建议用“满意原则”替代“最优原则”。理论和经验都表明，“满意原则”与决策的实际情形更吻合，而且它包含了“最优原则”，因此如果能够将其合理地纳入公理体系，无疑将大为推进现有的资产定价理论。然而，对“满意原则”的规范化处理面临很多困难，比如什么样的状态才能被称作“满意”？用什么尺度衡量是否“满意”？该书对这些难题做出了开拓性探索，并提出了对“满意原则”进行规范分析的方法。

纵观全书，其最鲜明的特征是公理化取向贯穿始终。对理性概念的重新界定是该书的逻辑起点，信息、市场不完全性、市场竞争性和摩擦性被作为考察交易者行为和市场现象的基本条件而

加以重点研究，之后顺理成章地阐明了交易者行为的内在逻辑及其机制，并最终提出了行为公理主义的分析范式和理论框架，珠联璧合，浑然一体，凸现了作者贯通理性主义和行为主义的理论诉求和学术旨趣。

该书在资产定价领域做出的前沿探索 and 大胆求证令人振奋，是资产定价理论基础性研究的创新性力作，其规范严谨的论证和富于哲理的思辨，读来令人有茅塞顿开之感，获得睿智的思想启迪，特此推荐，以飨读者。