

王
锴◆著

行为财务：

合肥工业大学出版社

理论演进

与

中国证据

王
锴
◆
著

行为财务：

理论演进 与 中国证据

合肥工业大学出版社

图书在版编目(CIP)数据

行为财务:理论演进与中国证据/王锴著. —合肥:合肥工业大学出版社,2008.9
ISBN 978-7-81093-817-4

I. 行… II. 王… III. 财务管理—理论研究 IV. F275
中国版本图书馆 CIP 数据核字(2008)第 144132 号

行为财务:理论演进与中国证据

王 锴 著 责任编辑 郑 洁 朱移山

出 版	合肥工业大学出版社	版 次	2008 年 10 月第 1 版
地 址	合肥市屯溪路 193 号	印 次	2008 年 10 月第 1 次印刷
邮 编	230009	开 本	710 毫米×1000 毫米 1/16
电 话	总编室:0551-2903038	印 张	12
	发行部:0551-2903198	字 数	208 千字
网 址	www.hfutpress.com.cn	印 刷	中国科学技术大学印刷厂
E-mail	press@hfutpress.com.cn	发 行	全国新华书店

ISBN 978-7-81093-817-4 定价: 28.00 元
如果有影响阅读的印装质量问题,请与出版社发行部联系调换。

**本课题受安徽工业大学公司治理与运营中心
(安徽省高校人文社科重点研究基地) 基金资助!**

课 题 编 号：2006SK166ZD

课题主持人：王 锴

**课题组成员：席彦群 王 军 童其武
洪 敏 吴良海 王长莲**

目 录

1 导论	(001)
1.1 选题缘由和依据	(002)
1.2 Behavioral Finance: “行为金融”抑或“行为财务”?	(004)
1.3 主要学术贡献与不足	(007)
2 行为财务的缘起背景: 反思与质疑视角	(009)
2.1 行为经济学: 奠定行为财务缘起的理论基础	(009)
2.2 证券市场的“非理性繁荣”: 酿造行为财务缘起的 异质效应	(011)
2.3 对主流财务理论的反思与质疑: 行为财务缘起的 直接动因	(014)
3 演进中的行为财务基础理论: 概念审视与模型梳理	(021)
3.1 行为财务: 基础概念审视	(021)
3.2 行为财务: 缤纷理论模型	(027)
4 发展中的行为财务研究方法: 检视与概览	(049)
4.1 实证检验: 导致行为财务发轫的一项“原动力”	(049)
4.2 实验研究: 影响行为财务发展的一种“鲜活力”	(052)
4.3 案例研究: 拓展行为财务研究的一个“新视角”	(058)
5 充实完善中的行为财务思想: 理论贡献与路径研判	(063)
5.1 行为财务思想的理论贡献: 概括与总结	(063)
5.2 行为财务思想的可能缺陷: 透视与分析	(072)
5.3 行为财务思想的充实与完善: 基于不同视角的研判	(074)
6 建构行为财务理论体系: 探索中的陋见与追求	(080)
6.1 概念厘定: 寻找行为财务的关键特性	(081)

6.2	范式转变：从理性范式到行为范式	(084)
6.3	假设修正：基于行为经济学的改造	(087)
6.4	目标选择：寻求非理性的价值创造	(089)
6.5	对象确定：关注财务行为及其后果	(097)
6.6	本质探寻：曲径通幽中的艰难寻觅	(099)
6.7	职能定位：补充主流财务理论养分	(100)
7	公司融资优序“异象”：证据与解释	(104)
7.1	公司融资优序理论：一个扼要综括	(105)
7.2	中国企业融资优序“异象”：源于文献检索的证据	(108)
7.3	中国企业融资优序“异象”：来自“国民经济和社会 发展统计公报”的整理数据	(110)
7.4	中国企业融资优序“异象”：基于“中国证监会” 网站的资料查证	(113)
7.5	中国企业融资优序“异象”：基于制度与行为视角 的解析	(116)
8	公司投资决策行为“偏差”：观察与分析	(128)
8.1	公司投资决策及其行为偏差：一个理论概述	(129)
8.2	中国公司投资行为“偏差”：证据找寻与呈现	(132)
8.3	中国公司投资行为“偏差”：两种分析与解释视角	(138)
9	公司股利政策之“谜”：审视与比较	(149)
9.1	股利与股利政策：一种利益传导机制	(150)
9.2	中国公司股利政策：现状扫描与证据寻觅	(151)
9.3	中国公司股利政策：基于行为财务视角的解释	(155)
10	行为财务：一项问卷调查	(162)
10.1	行为财务问卷调查：设计到回收的过程	(162)
10.2	行为财务问卷调查：调查的结论与分析	(165)
	主要参考文献	(179)
	后 记	(185)

1

导 论

现代财务理论是以一定的理论基石为基础构建的相应的理论体系。资本资产定价模型与有效市场假说是其中的两项重要理论假说。随着对财务理论研究的不断深入,学者们渐渐发现现代财务所构建的理论模型与投资人在证券市场中的实际投资行为并不完全相符,甚至有时还是相悖的。比如,人们的实际投资决策并非完全是建立在理性预期、风险回避、效用函数最大化假设基础之上,而是“会有回避损失和心理会计的偏差,还有减少后悔、推卸责任的心理”特征。在证券市场的投资行为中,“非理性投资者实际上可以获得比理性交易者更高的收益,非理性投资者仍可以影响资产的价格”^①。因而,客观地说,现代财务理论并非尽善尽美,即使我们承认现代财务理论已经基本解决了“通过最优决策模型解释什么是最优决策”的问题,但在处理“通过描述性决策模型探讨投资者的实际决策过程”的问题时,却显得有些捉襟见肘,一些研究者从对现实生活中的投资者的观察入手,进行了个体决策研究领域内的诸多实验,发现其实际决策并不一定都是最优决策。而对于财务理论来说,前述两个问题的解决都显得非常重要,因为“理论的目的在于对现象作出解释和预测”^②,如果不能很好地起到解释和预测作用,理论将显得苍白无力,为此需要有新的研究和发现,以便更好地解释和预测财务主体的实际决策过程(而不是最优模型)以及资本市场的实际运行状况,由此促生了一个新的研究领域——行为财务(Behavioral Finance)。

^① http://www.eastwestlaw.com/C_finance/001.htm.

^② 汤云为,钱逢胜.会计理论.上海:上海财经大学出版社,1997,P1.

1.1 选题缘由和依据

选题的确定是理论研究的重要环节，我们在多年的财务教学和理论研究过程中，经常被一些问题所困扰，有时甚至是百思不得其解。比如我们身边经常会有一些学识丰富的专家、学者为投资者支招。有时他们的建议确实非常灵验，按照这些财务、金融或投资专家的建议进行决策，能够取得比较好的财务效果，但是当这些学者在证券市场上亲自“操刀”时，却多数是没两个回合就“败下阵来”。为了解释这些困惑，我们便开始搜寻大量的经典理论解释与事例，发现两个有趣的故事，故事虽然只是描述性的，但它们将在一定程度上帮助读者获得对行为财务的一种洞察力。

小故事：牛顿的感叹……

牛顿是英国伟大的数学家、物理学家、天文学家和自然哲学家，1699年就职英格兰皇家造币厂厂长（当时年薪2000英镑）。在任时，牛顿主张货币重铸，维系了英国金银比价常年的稳定，有助于英国金本位制的确立。

1720年，英国南海公司的股票曾一度“狂飙突泻”（一年内，股价从128英镑蹿升至1000英镑，又回落到124英镑）。当时，牛顿也想凭借自己的智慧在股市上小试牛刀，于是购买了7000英镑的南海股票。同年4月20日看着飞涨的股价，牛顿再也坐不住了，以14000英镑的价格卖掉了他先前持有的股票，为此赚了7000英镑，获利率高达100%。此时，牛顿对自己聪明的投资行为发自内心地喜不自胜：自己真是聪明！

紧接着，牛顿看到股票仍在继续飙升，心里不免平添“踏空”的感觉，随即他又挺身进场，高价买回了南海股票。然而，这位聪明的科学家还来不及“脱身”，“南海泡沫”就引爆了，最终，牛顿以亏损2万英镑“了局”。为此，牛顿大发感叹：“I can calculate the motions of heavenly bodies, but not the madness of people.”（我可以计算天体运行的轨道，却无法计算人性的疯狂。）

资料来源：根据2007年8月29日《上海证券报》“从牛顿被套说开去”（作者：周翀）一文提供的资料改写。

小故事：经济学家费雪的故事

费雪是一位著名经济学家，一生写下 30 多部著作，其中《利息理论》提供了关于利息（interest）和利息决定行为的理论。20 世纪 20 年代，费雪作为一个具备企业家精神的经济学家成为“华尔街的先知”，他一边大力鼓吹“新经济”的美好未来，一边通过保证金购买了大量的小盘成长性股票。据估计，在股市最高峰时，费雪持有的股票市值达到 1000 万美元之多。

1929 年 9 月费雪在接受《纽约时报》记者采访时说，“股票价格可能会有所回落，但绝没有任何崩盘的可能”。1929 年 10 月 16 日（星期一），费雪又预言：“股价看来永久地达到了较高的稳定水平。”然而，天有不测风云，令人失望的是，不到两周，华尔街股市就出现了“崩盘”。

当然，费雪在股市中的财富也被随之而来的大崩溃彻底埋葬了……

资料来源：根据张志雄发表在《Value》“在股市中遇见凯恩斯”一文提供的素材改写。

读罢上述两个小故事，人们可能会思考：是“牛顿、费雪”们不够聪明，还是没有学识？应该不是。是经济理论没有用？应该也不是。既然都不是，那又应当如何解释？正是这些疑虑，引发了我们研究的兴趣。即使我们的研究不可能得到一个非常满意的答案，但至少可以在某些方面或某一点上，对聪明的读者有些许启发或触动，或者就只是在行为财务理论的介绍和文献整理方面有所梳理、分析和评议，也就心满意足了！

我们在文献查询中发现，自 1972 年 Slovic 发表《人类判断的心理学研究对投资决策的意义》开启了行为财务研究的先河以来，国外已经有了大量关于“Behavioral Finance”研究的论著出版，如，Joachim Goldberg 和 Rudiger Von Nitzsch 著的 *Behavioral Finance*，Andrei Shleifer 著的 *Inefficient Markets: An Introduction to Behavioral Finance*，Hersh Shefrin 著的 *Beyond Greed and Fear: Understanding Behavioral Finance and the Psychology of Investing*，Hersh Shefrin 著的 *Behavioral Corporate Finance: Decisions that Create Value*，James Montier 著的 *Behavioral Finance: Insights into Irrational Minds and Markets* 等。国内也出版了大量行为经济学和行为金融学等方面的专著和教材，如饶育蕾教授的《行为金融学》，陈收教授的《行为金融理论与实证》，石善冲、齐安甜教授的《行为金融学与证券投资博弈》，易宪容、赵春明主编的《行为金融学》，董志勇编

著的《行为经济学》等，不一而足。但仍然没有一本以“行为财务”为名称出版的中文学术著作或教材（当然，直接在篇名中出现“行为财务”的论文已有几十篇之多）。既然财务与金融在目前的学科划分中已然作为两个独立的学科，各自独立运行与发展，在行为财务的研究方面就应当有相应的研究论著，自20世纪90年代中后期以来，行为金融学的研究更加重视投资者心理对投资组合和资产定价的影响，“Behavioral Corporate Finance”随即作为一个重要分支受到学者们的重视。也正是在这个意义上，我们将行为财务作为一个选题进行研究。我们认为，就像传统财务理论、经济理论与金融理论间存在差异和共通之处一样，在行为财务、行为经济学与行为金融方面也必然存在区分或差异，如何理解和揭示各自的差异，是激发行为财务研究的一个重要诱因，同时也是一个重大难题。

在研究过程中，我们试图从“行为财务”与“行为金融”的关系辨析入手，梳理“Behavioral Finance”的理论演进文献，发现“Behavioral Finance”的演进路径。以人类行为的有限理性假设为前提，分析借鉴国内外已发表的研究成果，建构行为财务学理论框架，借鉴行为经济学的分析框架并结合中国公司财务特点，开展应用研究。

1.2 Behavioral Finance: “行为金融”抑或“行为财务”?

语言上的不通，有时会影响人们对某个问题的理解，甚至还经常会闹出一些令人啼笑皆非的笑话。有报道说，为迎接2008年北京奥运会，北京市政府决定着手治理公共指示牌上的翻译错误及滥用英文现象。其实，在会计学界也存在此类现象，比如，有将“Accounting entity”翻译为“会计个体”^①的，也有将“Accounting entity”翻译为“会计主体”^②的，还有采用“会计实体”进行表述的。实际上，人们只要在英文字典中稍加查询，就不难查到，与“主体”对应的单词是“principal”，与“实体”对应的单词是“entity”。无独有偶，在英语中，“finance”一词的原本含义是“货币资财及其管理”，翻译

① 上海财经学院会计学系《会计译丛》小组编译，英汉会计常用词汇，北京：知识出版社，1982，P2；汤云为，钱缝胜，会计理论，上海：上海财经大学出版社，1997，P124。

② 陈今池，现代会计理论概论，上海：立信会计出版社，1993，P57。

为中文之后却有“财务”、“金融”、“财政”三个词与之对应，在这个意义上，三者是融会贯通的，“财务”与“金融”应该是同一词，但在我们的学科设置中，财务管理与金融学已是两个不同的专业，分属管理学和经济学两个学科。

为了给研究奠定一个概念基础，就有必要界定与“Finance”和“Behavioral Finance”所对应的中文译名。实际上，就是要确定什么情况下“Finance”和“Behavioral Finance”对应的中文译名是“金融”和“行为金融”？什么条件下，“Finance”和“Behavioral Finance”对应的中文译名是“财务”和“行为财务”？

考虑到理论发展的历史、继承与相关性，我们在讨论行为财务问题时，有必要延伸和拓展我们的研究视野，有时需要追溯到更早一些的年代。毕竟，每门学科的发展都有其特定的历史渊源。从渊源上来看，财务与金融的“祖宗”都是经济学，有着同源分流的“血缘”关系，如今我们日常生活中经常使用的“股票”、“债券”等概念术语，到底是属于财务还是金融的范畴已经无法作出清楚的区别了。从理论表述来看，财务与金融的关系也是非常密切的，现金流作为财务研究的对象，必然是置于金融市场中的。完全脱离金融市场的现金流，要不就是数量很少，要不就要改变其形态。从实践层面来看，财务上的资金流又与物流、信息流有着不可分割的必然联系。企业从金融市场中筹集来的资金，必然要以不同的形态（货币资金、储备资金、在产品资金、产成品资金）在企业生产经营活动中不断流转，在流转过程中，实际上就已经实现了资金流、物流和信息流的“三流合一”。流转的目的是为了产生增值，产生增值后，又可能再次与金融市场对接或在金融市场中运作。可见，在金融市场运作的基本上是货币资金较多，金融学又更多地关注金融市场而较少关注实体企业内部的管理，换句话说，也就是金融更加关注资金流原本形态（货币资金）的流转。

正如吴明礼教授一针见血地指出的，“从实践活动层面看，金融活动和财务活动是两类不同的经济活动，存在明显的边界，但同时又在金融市场上互为交易客体，有着相互融合的一面。从理论层面上看，财务理论和金融理论有着差异巨大的内容体系，但又有着渊源深厚的共同理论基础。”^①因而，他认为金融与财务共同的思想渊源是主流经济学中的货币主义学说，我们赞同这个观

① 吴明礼. Finance: 金融与财务的边界和融合. 管理世界, 2004 (10), P134.

点。同时我们也支持沈艺峰教授的看法，财务学（Finance）从经济学（Economics）中独立出来成为一门新学科的里程碑是1900年法国数学教师巴舍利耶（Louis Bachelier）所写的一篇关于证券市场的统计研究的博士论文——“投机理论”（*Theory of Speculation*）。事实上，若是进一步溯源，我们可以追溯到更早的、人类“结绳记事”的蛮荒时代，至少可以追溯到卢卡·帕乔利（Lucca Pacioli）时代，那时的公司财务工作已基本成熟和完善，只是专门从事公司财务理论研究的学者寥若晨星。当然，已经没有必要这样追溯了，仅需要有足够的证据说明财务与金融是有渊源的，就足够了。特别是在经济学近一个多世纪的演进发展中，初步出现了货币经济学和金融经济学的分化，一部分金融经济学者更加关注资本市场和公司财务，取得了丰硕的研究成果（如：默顿·米勒、哈里·马科维茨、威廉·夏普因在金融经济学方面做出了开创性工作），进一步巩固了公司财务的学科地位，也进一步说明了财务与金融、经济的渊源关系。正如罗斯（S. Ross）所说，“财务学以其研究中心和研究方法独立成为经济学的一个分支。财务学的基本中心包括资本市场活动以及资本资产的供给和定价。”^①从这一定义可以看出，罗斯已经隐约地将财务学分为资本市场和公司财务两大部分。

今天，我们从更为广义的角度看，金融学的经济学理论基础应该既包括金融经济学，也包括货币经济学，而公司财务的经济学理论基础应该是金融经济学。在中国，这两个学科沿着各自的发展轨迹不断演进，金融偏向“宏观”兼顾“中观”方向发展，财务则在偏“微观”兼顾“中观”的道路上前进，确切一点说，财务更倚重于微观内涵和资本市场特质。用厦门大学傅元略教授的话说，就是“金融学所研究的内容偏重于金融市场和银行运作管理，企业财务管理偏重企业的资金筹划管理”^②。由于财务在发展中更加重视与具体的实体企业的管理实践相结合，我国教育部1998年颁布的《普通高等学校本科专业介绍》，已将“财务管理”列为工商管理学科下的一个本科专业。正是由于金融和财务在发展方向或前进道路上既“分道扬镳”又“藕断丝连”，容易使人们在认识上有“雾里看花”的感觉，因而我们有必要对此进行解释。

也正是在上述意义上，我们有理由认为，行为金融和行为财务既存在密切

① 沈艺峰，沈洪涛：《公司财务理论主流》，大连：东北财经大学出版社，2004，P12。

② 傅元略：《财务管理》，厦门：厦门大学出版社，2005，P19。

联系又有显著差异,其中,密切联系是从思想渊源和发展初期的共同性特征这个角度分析所得出的结论,显著差异是以发展的视角从深化和拓展两个方面观察到的结果。这个认识的形成,不仅有助于我们更加明确研究主题、确定研究对象、坚定进一步研究的信心,而且更加有助于体现本课题的研究意义。这里已经讲清了行为财务与行为金融之间密不可分的关系,我们在后面的研究表述中将不得不间或使用“行为金融”和“行为财务”来表述。不过,当我们使用“行为财务”进行表述时,更倾向于“行为公司财务”(Behavioral Corporate Finance)这层意思。

1.3 主要学术贡献与不足

一项学术研究总要有所贡献,但当研究者自己把这种贡献表述出来的时候,却总有些为难,首先是研究者认为是学术贡献的地方但不一定被同行所认可;其次是有些学术贡献需要时间检验,不是研究者在研究时就能下定论的;再次是研究者不认为是学术贡献的地方也许会被其他研究领域研究者所青睐,俗话说,“有心栽花花不活,无心插柳柳成荫”。基于这三个方面,我们怀着惴惴不安的心情简要表述一下本课题的主要学术贡献:

- (1) 系统地梳理了行为财务基础理论;
- (2) 较为客观地评价了行为财务思想及其理论贡献;
- (3) 较为全面地建构了行为财务的理论体系;
- (4) 基于行为财务视角找寻证据解析中国公司在投资、融资和股利政策方面的财务“异象”;
- (5) 尝试通过调查问卷方式开展行为财务研究。

事实上,在我们收集文献资料的过程中,就已觉察到国内外关于“Behavioral Finance”的研究基本上都偏重于金融学和定量的数理分析方面,定性分析的深度和广度略显不足,特别是与财务学的管理实践结合不够,存在一定程度的实践和应用价值上的局限。

为此,接下来我们将分两个层面展开研究,第一层面是关注行为财务学的基础理论方面,如行为财务的文献梳理、理论框架、理论模型与发展评说;第二层面将关注行为财务的中国式实践,如中国上市公司的理财行为偏差、融资

优序异象、股利政策等。在第一层面的表述中，我们所指的行为财务（Behavioral Finance）将较为偏重于行为金融意义上进行总结，并以之为基础，发展出微观意义的行为财务理论框架，用于指导第二层面的研究。在第二层面的研究中，我们将以第一层面的理论梳理和建构为指导，结合中国上市公司理财实践展开行为财务研究。

在研究过程中，我们深感到行为财务研究的困难，不仅要有深厚的经济学、心理学理论为基础，而且还要有深厚的文化内涵和前沿财务理论上的把握；不仅要有理论上的概括，而且还必须有数据上的实际支撑；既要有理论梳理，又要能运用已有理论进行分析研究……

为此，我们深刻认识到，本课题的研究，存在很多方面的不足，主要表现在：

（1）理论概括和运用的连贯性不足。特别是在理论梳理和行为财务理论体系的建构方面，主观设想的成分偏多，所建构的理论体系对后续研究的指导性明显偏弱，使得理论体系在前后一贯性方面还有待于今后的研究中进一步加强。

（2）全书试图结合中国公司的实际情况进行分析，但分析得不够透彻和深入。只是结合中国公司的投资、融资和股利政策进行了浅薄分析，尚未涉及中国公司在公司并购、信息披露方面与财务行为的结合与拓展分析，需要在今后的研究中继续探索。

（3）在研究方法上，严格意义上的基于数理模型的实证检验还没有实质性地展开，更多的是运用国内外已有的实证检验成果进行分析和提供证据支持。今后随着研究条件的成熟和研究能力的加强，我们将致力于这方面的学习和探索，同时将进一步加强和充实案例方面的研究。

2

行为财务的缘起背景：反思与质疑视角

理论的发生与发展有其特定的缘起背景和思想渊源，而不可能是“无源之水，无本之木”，否则就缺少了稳固的基础，必然不利于理论的未来的发展趋势。行为财务理论的产生与发展，是否有稳固的理论基础和实践平台的支撑？是一个值得关注的重要问题。我们认为，行为经济学为行为财务的缘起奠定了坚实的理论基础；证券市场的“非理性繁荣”为行为财务的缘起提供了广袤的社会实践平台，酿造了行为财务缘起的异质效应。

2.1 行为经济学：奠定行为财务缘起的理论基础

经济学作为一门科学，已经有几百年的发展历史了，在其发展的历史进程中，产生过许多学科分支。其中，行为经济学（Behavioral Economics）就是一门研究在复杂的、不完全理性的市场中的投资、储蓄、价格变化等经济现象的学科，是经济学和心理学的有机组合^①。

为什么经济学会与心理学“有染”？一方面，从学科缘起来看，经济学与心理学均发轫于17至19世纪期间的英国经验主义哲学学派，后来在发展的过程中，社会实践提供了丰富的需要用“专门学问”来进行解释或解决的问题，经济学和心理学就逐渐“分离”并“专门化”了。另一方面，“经济学的独特性质是它在市场联系中研究人类行为”^②。按照心理学理论，行为是人们受思

^① 薛求知，黄佩燕，鲁直，张晓蓉．行为经济学——理论与应用．上海：复旦大学出版社，2003，P15。

^② [美] 小罗伯特·B. 埃克伦德，罗伯特·F. 赫伯特．经济理论和方法史（第4版）．北京：中国人民大学出版社，2001，P1。

想和心理支配而表现出来的活动，“感觉、知觉”等心理因素对人类行为有着重要影响，特别是现代心理学的重要流派——行为主义学派，认为心理学是行为的科学，其理论目标就是对行为的预测和控制，更是值得重视。

正因为如此，经济学和心理学在各自的发展过程中，不时地会有一些睿智的学者对现有理论的功过得失进行观察、反思和总结，或借鉴其他学科的经典理论进行理论创新，从而有可能自主或不自主地“偏离”各自的主流研究领域或轨道，寻求学科“嫁接”，探索新的“学术增长点”。比如早在两百年前，经济学家 Adam Smith 就在《道德情操论》中对人类经济行为的另一面——心理学基础进行过关注。纵观经济理论发展史，可以发现曾经有数不清的经济学家阐述和研究过经济学的心理学基础及二者之间的关联，提出过许多著名的“悖论”，如“羊群效应”、“偏好颠倒”等。值得一提的是，2001 年，美国经济学会将该学会的最高荣誉——克拉克奖（Clark Medal）颁发给从事行为经济学研究的教授 Matthew Rabin，标志着行为经济学开始被“圈内”人士所认可。

在心理学界，也有众多的心理学家关注经济问题，将心理学最新研究成果用于解释人类经济行为。饶育蕾教授认为，“西方心理学对经济学的影响具有悠久的传统，体现在心理—行为分析方法在经济研究中的运用”。在国外，有些心理学家同时也是著名的经济学家。其中，最具代表性的就是心理学的一个重要分支——认知心理学的代表人物 Herbert Simon。另一个典型事例是，2002 年，令世人瞩目的诺贝尔经济学奖授予美国普林斯顿大学心理学和公共关系学教授 Daniel Kahneman 和美国乔治—梅森大学的经济学和法学教授 Vernon L. Smith，以表彰他们“将来自心理学的洞见整合到了经济科学之中，尤其是关于在不确定性下人们的判断和决策制定行为”以及“建立了实验室实验作为实证经济分析的工具，尤其是研究可选市场机制方面”等的贡献。可以说，诺贝尔经济学奖的颁发，为行为经济学被主流经济学所认可奠定了坚实的基础。

我们认为，以严密的逻辑和数学推理而自豪的现代经济学与特别重视实验的心理学^①的再度“联姻”或融合，不仅有助于增强经济学研究的科学性成分，而且有可能预示着“经济学的未来是可能因此大为改观”的。同时，我

^① 后文我们将专门讨论心理学的实验方法，以及这种方法在行为经济学和行为财务中的一些应用。

们也应当注意到,在行为经济学中应用的更多的是认知心理学的研究成果和基于“实验室”的实验研究方法。一方面,认知心理学只不过是因1967年美国心理学家 Neisser 出版的 *Cognitive Psychology* 而独立和发展的一个心理学流派,以人类认知过程为主要研究对象,以“试图了解人类智慧的实质和人们怎样思考”为任务,其本身研究成果的科学性和研究视野的拓展性还需要在实践中进一步检验和发展。另一方面,在实验室里研究的“实验情况”与社会经济生活中的情况必然是有一定差距的,虽然我们承认“行为经济学通过将心理学引入经济学,增加了经济学对现实生活中各种经济现象的解释能力”,但增加的程度如何?研究结论如何在实际的经济生活中应用?都是值得我们关注的问题。

相对来说,从经济学中独立出来的金融和财务学科,在与实际经济生活和企业管理实践的结合上,已具有相当优势。同时,无论是金融还是财务学科,都把经济学作为该学科的理论基础,密切关注经济学的发展,及其对本学科的影响。在这样的传统下,几乎是行为经济学萌芽之初,就注定会有“Behavioral Finance”的诞生,一方面可能是原本研究金融的学者受行为经济学研究的启发,而从事“Behavioral Finance”(行为金融)方面的研究,另一方面也可能是当初研究行为经济学的学者为提高研究的实用性,从而研究“Behavioral Finance”(行为财务)。还有一种可能就是原本在其他领域进行研究的学者,从事“Behavioral Finance”方面的研究。从文献探究的角度来看,19世纪 Gustave Lebon 发表的 *The Crowd*, Mackey 发表的 *Extraordinary Popular Delusion and the Madness of Crowds*, 可以被看做最早研究投资市场群体行为的经典之作,为后续研究奠定了基础。

总之,无论是上述哪种情况,都不不昭示着一个事实:行为经济学思想的发轫、传播与发展,奠定了“Behavioral Finance”(行为财务)缘起的理论基础。

2.2 证券市场的“非理性繁荣”:酿造行为财务缘起的异质效应

以证券市场为代表的金融市场的发展对人类社会经济生活的贡献是有目共睹的。金融市场之所以能够存在,一个重要的原因是人们希望通过这个市场以