



金融学前沿译丛

BEHAVIORAL FINANCE

行为金融

[德] 乔齐姆·高德伯格 Joachim Goldberg / 著
鲁狄格·冯·尼采 Rüdiger Von Nitzsch

赵英军 / 译

 中国人民大学出版社



金融学前沿译丛

BEHAVIORAL FINANCE

行为金融

[德] 乔齐姆·高德伯格 Joachim Goldberg / 著
鲁狄格·冯·尼采 Rüdiger Von Nitzsch / 著
赵英军 / 译

 中国人民大学出版社

图书在版编目 (CIP) 数据

行为金融 / (德) 高德伯格, (德) 尼采著; 赵英军译.
北京: 中国人民大学出版社, 2004
(金融学前沿译丛)

ISBN 7-300-05523-0/F·1749

I. 行…
II. ①高…②尼…③赵…
III. 金融-经济行为
IV. F830

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2004) 第 041198 号

金融学前沿译丛

行为金融

乔齐姆·高德伯格 (Joachim Goldberg)
[德] 鲁狄格·冯·尼采 (Rüdiger Von Nitzsch) 著
赵英军 译

出版发行	中国人民大学出版社	邮政编码	100080
社 址	北京中关村大街 31 号		
电 话	010-62511242 (总编室)	010-62511239 (出版部)	
	010-82501766 (邮购部)	010-62514148 (门市部)	
	010-62515195 (发行公司)	010-62515275 (盗版举报)	
网 址	http://www.crup.com.cn http://www.ttrnet.com (人大教研网)		
经 销	新华书店		
印 刷	涿州市星河印刷有限公司		
开 本	787×965 毫米 1/16	版 次	2004 年 6 月第 1 版
印 张	15.5 插页 2	印 次	2004 年 6 月第 1 次印刷
字 数	218 000	定 价	29.00 元

版权所有 侵权必究

印装差错 负责调换

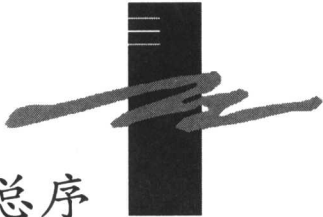
“金融学前沿译丛”编委会名单

编委会

李 扬	谢 平	刘 力	朱武祥
张 杰	唐寿宁	何 帆	吴联生
王晋斌	王忠玉	朱 勇	张晓晶
范小云	周业安	贾毓玲	潘 勤

执行主编

周业安 唐寿宁 马学亮



“金融学前沿译丛”总序

无论是对研究者还是对实践者，金融领域都是一处最值得冒险的乐园。诺贝尔经济学奖不断眷顾着这个领域的佼佼者；政府、企业和居民都已经认识到，金融系统构成了整个经济体系的心脏。穷国的百姓们逐渐接受着超出传统的储蓄思维以外的投资知识，股票、债券不再是发达资本主义国家的专利，跟随经济全球化的步伐，不发达国家的居民开始和发达国家的居民一同选择明星公司的金融产品，并成为这些公司的所有者。不过，金融产品的复杂性和金融市场固有的



投机性并不仅仅带来刺激，当自己的财富在较短时间内像水蒸气一样蒸发时，金融就仿佛和撒旦紧密结合在一起了。直到今天人们还在议论着密西西比事件、郁金香事件、南海泡沫等，20 世纪 30 年代的大危机更是很多人心头挥之不去的阴影。

如果在这样一个世界里，各种金融产品的收益可以通过概率估计出来，同时，通过历史数据的收集和处理，可以推断一种金融产品的收益方差和标准差，那么投资者就可以通过精确的数学工具来计算满足自己要求的投资组合，实现同等风险下的收益最大化或同等收益下的风险最小化。果真如此，投资者就可以在不确定的世界里从事类似确定条件下的决策，这样，就可以避免金融市场上的泡沫和金融系统的危机。20 世纪 50 年代，一些代表性的学者从理论上和经验实证上分别注意到了投资者理性决策的重要性。首先，阿罗（Arrow）通过对保险和风险的研究，特别是通过对一般均衡框架中或有证券的研究发现：只要针对未来的每一种潜在的可能性设计出相应的应对条款，那么就能构造出一种“阿罗证券”来确保总体经济的一般均衡。不过，阿罗也注意到，投资者理性决策依赖一定的信息条件，如果该条件得不到满足，金融产品的合同安排就可能不完全，比如，在保险业会出现“道德风险”问题。这些观点对后来的金融理论的发展产生了巨大影响。

其次，哈里·马克威茨（H. Markowitz）在 20 世纪 50 年代借助于统计技术发展出了均值方差模型，并被广泛用于实际的资产组合决策。马克威茨的思路可以追溯到伯努里（Bernoulli, 1738）和费雪（Fisher, 1930）等人，前者考察了概率与博彩问题，也就是不确定下的决策，后者考察了利息理论。这些早期的理论为后来的金融产品估价技术及金融工程学科的开拓打下了坚实的基础。不过，正是马克威茨第一次系统地用数理统计的语言描述了金融市场上投资者的可能行为。尽管当时他的研究并没有成为金融经济学的模型基础，但在华尔街却广为流行，成为众多投资者投资决策的技术依据。

最后，莫迪利亚尼（Modigliani）和米勒（Miller）也在 20 世纪 50 年

代开始关注金融市场上的证券供给问题，他们采取了标准的微观经济学的均衡分析方法，在假定金融市场完全竞争的前提下，试图通过公司的融资成本—收益决策来推导出证券供给曲线，不过，现在人们已经很少关心这个目的，主要原因是他们的结论因为“MM定理”闻名于世，其背后的证券供给曲线反而被忽视了。MM定理说明：在给定若干假定条件下，公司的资本结构选择并不能给公司创造价值。这一结论奠定了现代公司金融理论的框架，因为该定理为复杂的公司金融活动分析创造了一个基本构架，相当于经济学中完全竞争市场的作用。

继承前面诸人的成果，夏普（Sharpe）、林特纳（Lintner）等人于20世纪60年代在马克威茨工作的基础上发展出了资本资产定价模型，罗斯（Ross）等人又进一步发展出了套利定价模型，奠定了研究资本市场价格的理论框架。法马（Fama）等人在20世纪70年代提出了有效资本市场假说，并给出了金融市场价格运动规律的经验实证研究思路。布莱克（Black）、斯科尔斯（Scholes）和莫顿（Merton）等人于20世纪70年代在MM定理和资本资产定价模型的基础上发展出了金融产品的定价模型，并被广泛应用于实务，从而导致了金融产品的大量创新。

另一方面，阿罗早期的研究重新受到重视，20世纪70—80年代，大量的博弈论和信息经济学模型被用于分析金融市场，如罗斯（S.Ross）、格罗斯曼（S.Grossman）、普雷思克特（E.Prescott）、斯蒂格利茨（J.Stiglitz）、利兰（H.Leland）、布雷纳（M.Brennan）、杰森（M.Jensen）、哈特（O.Hart）、哈里森（M.Harrison）、克瑞普斯（D.Kreps）、布哈塔期瑞（S.Bhattacharya）等人。这些学者把金融产品看作是契约，如果当事人的信息不对称，就可能导致契约的不完全，从而出现逆向选择和道德风险问题，此即金融市场资源配置的低效率。如果要提高资源配置效率，就必须采取有效的治理机制、恰当的证券设计及充分的信息披露，而这些正成为金融系统中日益重要的制度架构。

经过近40年的开拓，现代金融理论才真正成型，它不仅形成了以契约



为基础的金融经济学，而且在公司和各种金融中介的金融活动、金融市场的价格运动、市场微观结构、金融系统的演变及金融监管等诸多方面都有专门的理论，从而构成了一个较完善的理论体系和研究方法体系。

不过，随着金融产品的多元化和金融系统的复杂化，学者们逐步发现，20世纪80年代以前的金融理论仅仅考虑定价、套利、均衡、合同等问题，这是不够的。比如，有效资本市场假说的核心是完美套利，但现实世界中套利是不完美的，这就预示着作为理论基础的完全资本市场假定缺乏理论预见力；资本资产定价模型、代理理论模型等虽然比较精致，但缺乏足够的数据支持；以现值为基础的证券估价模型缺乏理论意义，扩展到不确定条件和多个时期也是如此；当事人的风险偏好假定不现实，越来越多的实验经济学研究结果证明了这一点；股权溢价之谜、市场效率异常等得不到合理解释，期限结构、波动理论等也是如此；金融市场的制度基础没有得到充分的重视，制度如何影响价格还不清楚等等。

正因为过去的理论有诸多局限，从20世纪80年代开始，金融学家进行了广泛的新探索，这一探索分两条线索展开：一方面，在过去的金融理论模型中嵌入制度等因素，着重研究金融契约的性质和边界、金融契约选择与产品设计、金融契约的治理与金融系统演化、法律和习俗等制度因素对金融活动的影响等。另一方面，一些金融学家基于卡尼曼（D.Kahneman）等人发展的非线性效用理论，开始引入心理学关于人的行为的一些观点，来解释金融产品交易的异常现象，比如有限套利、噪音交易、从众心理、泡沫等，这些理论形成了现代金融理论中的行为学派，又称为“行为金融”。

从目前的理论发展看，两条线索互相竞争，互相促进，共同发展，基于信息不完全、不对称和一般均衡理论的模型在解释金融市场异常方面有明显不足；但行为金融还不能有效地应用于金融产品定价，并且现有理论模型本身缺乏更广泛的经验证据支持。双方正处于争论阶段，构成现代金融理论发展过程的主旋律。

很明显，现代金融理论从20世纪50年代开始逐步摆脱了过去那种纯货



币理论的状态，确立了资产定价在金融学中的核心地位，如同一般均衡理论在经济学中的地位一样，它像一顶皇冠，吸引着无数的追求者。所谓现代金融理论其实就是用标准的主流经济学的原理和方法精确刻画金融活动的产物。而 20 世纪 80 年代以后，经过经济学家的不懈努力，金融产品和金融系统的复杂性日益受到关注，金融理论开始走出资产定价技术这一狭窄范畴，越来越多的人开始从金融活动参与者的行为本身来解释纷繁复杂的金融现象。行为的多元化导致金融产品和金融系统的多元化，也导致金融理论的多元化。现代金融理论的核心从资产定价转向参与者行为，这可以看作是向经济学本来面目的复归。

当现代金融理论日新月异的时候，国内的金融学研究尚处于启蒙阶段，几个明显的特征可以支持这一判断：首先，从教学上看，货币银行学仍是金融专业最核心的课程，而且还是经济类专业的基础课程，如果按照课程体系的逻辑去理解，这有点本末倒置、不伦不类。从国际化角度看，金融工程学开始试点，但很多人仅仅把金融工程学理解为纯技术的科学，忽视了它背后的经济学理论，这种把金融学等同于数学的看法实际上是对现代金融理论新发展的片面理解。其次，从研究层次看，对国外研究成果模仿者居多，对现存问题描述性讨论较多，缺乏自身对现象背后的内在逻辑的理解。实际上，金融问题和任何经济问题一样，都有其社会制度背景，如果忽略这种背景知识，盲目地和国际接轨，只能给人以隔靴搔痒的感觉。最后，从出版物看，金融读物的出版可能是经济类读物的出版中最繁荣的一块，但这些金融读物大多是对金融现象的描述分析，缺乏强有力的理论逻辑和科学的研究方法。国内著作的现状与国外译著引进的落后局面有关。迄今为止，很多出版社相继推出了各种金融学名著译丛，但所选名著大多代表 20 世纪 80 年代前的理论成果，并且这些著作大多是针对本科生的教科书，对于最新的理论名著和探索性的著作则介绍得很少。

金融活动没有国界，但对金融活动的理解一定是有文化和制度内涵的。中国的金融市场要得以繁荣，仅仅依靠一些缺乏理论和经验证据的政策辩论



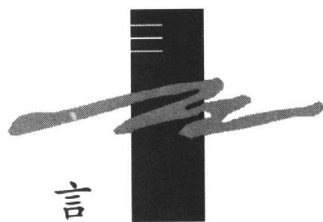
是毫无意义的，并且还可能误导决策者和普通投资者。如果要形成正确的金融活动决策，就需要掌握科学的研究方法，这就要求中国的学者必须对国外研究成果有较全面的掌握，而不能各取所需，一叶障目。也只有全面了解现代金融理论前沿的进展情况，才能真正实现学者之教书育人和传播知识的功能。正是对中国金融研究现状的担忧，使得我们下决心把国外一些最新的研究成果介绍进来，一方面能够使国内的研究者，特别是青年研究者较全面地了解现代金融学的进展；另一方面，也可借此机会和众多同仁切磋心得，共同提高国内的金融研究水平。

基于以上的想法，中国人民大学经济学院西方经济学教研室、北京奥尔多投资研究中心和中国人民大学出版社共同组织翻译了这套“金融学前沿译丛”。这套译丛不仅包括《不确定条件下的投资》、《资产定价》这类纯技术著作，也包括比较制度分析在金融领域中的运用，如《比较金融系统》；还包括最新的行为金融著作《并非有效的市场——行为金融学导论》。同时，我们也关注到金融中的传统课题——货币，不过新的研究更加重视政治对货币政策和经济周期的影响，所以我们选译了《货币制度理论》。这些译著中，有些未必是经典著作，但它们至少能够从研究层次上拓宽我们的视野，比如《金融创新》一书，该书运用熊彼特（Schumpeter）的理论系统研究了金融创新活动，这也是迄今理论界对金融创新活动的一个较好的理论解释。当然，我们将继续从国外现有的研究成果中遴选出比较独到的作品呈献给读者，也希望得到同仁们更多的批评指正。

执行主编 周业安 唐寿宁 马学亮

2003年4月

前言



人们并不喜欢序号为 1 的彩票和奖券。尽管一方面理智告诉我们它像其他号码一样可为我们赢得 12 000 美元的奖金，但另一方面发自内心的声音在告诫我们不要选它，有谁听说过拿到这样小一个号码获得大笔奖金的好事呢？

乔治·李坦伯格 (Georg Lichtenberg)
(1776—1779 年) 依据这一信念非常精彩地描述了在不确定条件下做出决策的典型情



形。理智之音在这种情形下并非总能占上风，即使通过计算概率我们非常清楚号码为 1 的彩票与任何其他号码有同样的机会。同时，另一种相对微弱的声音也在表达着我们并不理直气壮的惧怕和渴望。我们常常会按后者去做。

李坦伯格所描述的这种难以言状和表达但充满力量的东西到底是什么呢？很长时间以来，并没有人试图对此做出回答。我们常常会漠视那些无法解释的事物的存在。金融的世界一直都是纯粹的理性领域，大家只拜一个神，那就是利润。

群体性的欣快症（euphoria）来自何方呢？为什么投机泡沫破灭会引发恐慌性抛售？市场为什么会如此难以预测？市场价格为什么不会按照人们预期的那样变化？这些问题一直困扰着本书的著者之一。作为一名典型的市场参与者，他曾经一度对图表分析非常感兴趣，我们知道这是金融交易技术分析的一种。这至少是 15 年前的事情了。在开始阶段，他只是试图从杂乱的曲线和图形中猜出价格下一步的变动方向。技术分析理论隐含的意思是，那些价格变化图形的形状反应的是市场参与者的行为方式，所以也揭示出了未来买卖双方的行为方式。一些科学家认为这太过主观，并不比研究茶叶形状强多少；另一些批评者则认为这不过是一种自我实现的预言（self-fulfilling prophecy）罢了。

他不久就认识到技术分析无法对这类问题提供出满意的答案。这类方法的科学基础太不确定也太模糊不清。基于每日观察，他开始了对市场发展最为基础和重要的因素的研究，这就是：参与市场交易的行为人的思维和情绪。他得出的结论是：主宰所有成功和失败的力量源泉都在人们的头脑中，这真是一个大胆而鲁莽的结论。他把三种人类行为类型的理论建立于对人类大脑的心理学和行为生物学的深入研究基础之上。当然基于这些理论发现我们仍无法对市场的变化做出准确预测。

作者曾在德国亚琛理工大学（Aachen University of Technology）对学生做过一个讲座，一位讲座参与者给予作者的一份礼物使得研究获得突破。这个礼物就是凯尼曼和特沃斯基（Kahneman and Tversky）研究预期理论的论



文，这推动了对该问题的进一步研究。两位美国科学家提出的通过大量试验来发现人们如何做出决策的理论他特别感兴趣。这就使得他已经做的工作具有了完全不同的意义，起码他似乎已经找到解开市场秘密的钥匙。

之后不久，他遇到了论文的指导教师，后者已经研究决策问题多年。他对在非常复杂和多样化的情况下人们如何才能做出明智的（理性的）决策给予了特别关注。如果设计的模型和变量被证明行得通，他感到满足。但是，决策理论研究者随后认识到，数理模型和理性公理可以用来洞察人们的心理，而不是有助于做出决策。总的来看，非理性的决策是由于受制于由一定的心理基础所决定的特定行为方式，而非因为缺乏技术工具。这种认识引导他详细地去研究预期理论。该理论的要义和优美的表达方式给他留下了深刻的印象。

不论是否理性，一旦涉及金钱，决策就是简单明了的了。在这一背景下，对研究者来说，研究具有相同意向、兴趣和经历的金融业内人士本身就是一件极具快感的事情。对此已经有了许多讨论。理论（认识）与实践（经验）相互碰撞被证明非常有建设意义，这证明了康德对认识的论断：没有经验的认识和没有认识的经验一样都是空洞盲目的。许多事情只有能被从直觉上认识甚至仅仅能被猜想时才变得清晰透明，灰色的理论披上丰富的色彩也会变得生机无限。

行为金融一词被用来概括一种新的分析资本市场的方法是几年前在美国提出的。该理论把经济学与心理学原理结合在一起。这种新的理论提出了许多富有成效的成果，一些新的研究结论和思想在欧洲也被采用。在德国，已有越来越多的人研究这一理论。我们相信，我们可以揭示围绕在这种新的科学方法也具有实践意义的理论周围的一些谜团，而不是在我们已经提出的、对理论与实践相互影响的泛泛理解上来讨论问题。我们把这些想法写到了纸上，所以也就有了本书。

像许多出版物一样，本书并不能包容一切。行为金融是一个新的正在成长的研究领域，尽管最终总会回到最初的一些原理上，但会不断充实和产生

新的研究问题。三年的时间并不短，但我们不得不在某点停下来，我们也知道，我们还没有对人们行为的所有方面进行审视，本书揭示的不过是一些最重要的方面。最起码我们希望，我们展现的观点会使金融市场更加人性化，而少一些神秘。市场毕竟仅仅是希望进行交换货物和信息的人们的交换场所。

我们对向我们提供过帮助的许多人表示感谢。我们特别感谢克里斯琴·弗里德里希 (Christian Friedrich)，在本书写作过程中与我们进行了紧密合作，并提出了许多好的改进建议。如果我们偏离主题，他总是提出建设性的批评意见。对我们的妻子们我们也要提出特别的感谢，说得夸张点儿，在亚琛和法兰克福之间通过电子邮件进行的稿件交往数量，超过了与她们的家信数量。我们也非常感谢芭芭拉·高尔德治 (Barbara Goldgerg)，作为资深新闻记者，对我们的初稿进行了润色。我们也非常感谢克里斯琴·弗里德里希的女朋友克里斯蒂·詹森 (Kristian Janssen)，她编写了上面提到过的论文，并最终与我们的合在一起。

最后，我们对保罗·麦克林 (Paul D. Maclean) 表示谢意，他提出了三脑合一 (triune brain) 理论，他允许我们按我们的方式使用和处理他的一些最重要论文。最后，但不是不重要，我们感谢科隆大学吉多·基尔 (Guido Kiell) 对我们的鼓励。

乔齐姆·高德伯格 (Joachim Goldberg)
鲁狄格·冯·尼采 (Rüdiger Von Nitzsch)

1999年9月

目 录

第 1 章	预测未来：基本面分析、技术分析和行为金融 (1)
第 2 章	对资产暴露的分析：欲望和现实 (13)
	2.1 徘徊于希望与惧怕之间：个人经验 (14)
	2.2 预期效用最大化：厄尼斯特·考德哈特先生的心算过程 (18)
	2.2.1 理性意味着最大化预期效用 (19)
	2.2.2 理性还有其他意思吗？ (22)
	2.2.3 厄尼斯特·考德哈特的资产暴露 (25)

第 3 章	筑坝以抗击信息洪流：把握复杂局势的策略 (27)
	3.1 因繁就简而用直观判断 (30) 3.1.1 简化 (30) 3.1.2 心智会计账户核算 (mental accounting) (31) 3.1.3 信息的可得性 (32) 3.1.4 忽略消息 (ignoring information) (35) 3.2 快速决断 (39) 3.2.1 定位 (anchoring) (39) 3.2.2 运用表征性方法 (representativity) (43)
第 4 章	万物相关——评价得失也应如此 (52)
	4.1 参照点和对结果评判中的敏感性递减现象 (54) 4.1.1 评判模型：价值函数 (54) 4.1.2 风险态度如何变化：反射效应 (56) 4.1.3 人们为什么会“亏损继续持有”： 意向效应和沉淀成本效应 (59) 4.1.4 递减敏感性和对亏损和盈利特定情形的 评估 (64) 4.1.5 依据心智会计账户计算做相对评判 (66) 4.1.6 小结 (70) 4.2 概率的相对评判 (72) 4.3 时间怎样影响判断 (74)
第 5 章	人们喜欢在顺境中——满足心理需要的结果 (77)
	5.1 融洽需要：期望摆脱失调感 (78) 5.1.1 认知失调理论 (79)

	5.1.2 决策中存在认同感的原因分析	(80)
	5.1.3 避免认知失调的需要导致了什么后果	(83)
	5.1.4 评判中的失调预期	(86)
	5.2 追求确定(betting on a certainty):满足控制欲	(94)
	5.2.1 控制动机的重要性	(94)
	5.2.2 控制的形式	(95)
	5.2.3 控制因素	(100)
	5.2.4 追求控制引发的后果	(102)
	5.3 风险规避是理性行为吗? 金钱能带来幸福吗?	(107)
第 6 章	人性各异: 三种类型的市场参与者	(110)
	6.1 三脑合一理论	(112)
	6.2 投资者人格特性图:与理性相关的五种主要例证	(115)
	6.2.1 运用直观推断: 仓促行动	(116)
	6.2.2 相对评估: 对购买价格过度认同	(116)
	6.2.3 努力摆脱失调感: 认同决策	(117)
	6.2.4 控制幻觉: 过高估计对机会的控制	(117)
	6.2.5 失控现象: 惧怕无控制的资产暴露	(117)
	6.3 市场参与者的三种类型	(119)
	6.3.1 依据本能感觉而动: 直觉型 (the intuitive type)	(119)
	6.3.2 全身心 (wholehearted) 投入: 情感型	(123)
	6.3.3 固执己见 (headstrong): 理智型	(128)
第 7 章	一些建议: 对实现成功交易的一些告诫	(134)
	7.1 行为人的动机是什么?	(136)
	7.2 信息 = 灭亡?	(139)