

中和商学论丛

李忠民◎主编

金融家、金融行为 与金融监管研究

Jinrongjia

Jinrong Xingwei

yu Jinrong Jiaoguan Yanjiu



经济科学出版社
Economic Science Press

金融家、金融行为 与金融监管研究


主编 李忠民 副主编 尹海员 张志忠

Jinrongjia

中和商学论丛

Jinrong Xingwei

yu Jinrong Jiaquan Yanjiu

 经济科学出版社
Economic Science Press

责任编辑：范莹 杨秀华

责任校对：杨晓莹

技术编辑：董永亭

图书在版编目 (CIP) 数据

金融家、金融行为与金融监管研究 / 李忠民主编.
—北京：经济科学出版社，2009. 1
(中和商学论丛)
ISBN 978 - 7 - 5058 - 7730 - 6

I. 金… II. 李… III. 金融危机—研究—世界
IV. F831. 59

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2008) 第 193374 号

金融家、金融行为与金融监管研究

主编 李忠民

经济科学出版社出版、发行 新华书店经销

社址：北京市海淀区阜成路甲 28 号 邮编：100142

编辑中心电话：88191417 发行部电话：88191540

网址：www. esp. com. cn

电子邮件：JJLL1435@ yahoo. com. cn

北京市京津彩印有限公司印装

787 × 1092 16 开 15.5 印张 280000 字

2009 年 1 月第 1 版 2009 年 1 月第 1 次印刷

印数：0001—3000 册

ISBN 978 - 7 - 5058 - 7730 - 6/F · 6982 定价：25.00 元

(图书出现印装问题，本社负责调换)

(版权所有 翻印必究)

前 言

金融是现代经济的核心和显著性标志。毫不夸张地讲，一个国家和地区经济发展水平完全可以由其金融发展的程度来度量，从这个意义上看，金融成了社会经济发展的等价物，成为经济发展的一种货币表现。然而，不可否认，金融是一把“双刃剑”，它对社会经济发展的抑制性乃至破坏性也是显而易见。仅就近几年来看，发生在1997~1998年的亚洲金融危机，不仅使亚洲许多国家陷入经济停滞的状态，而且还有不少的国家发生了政府更替，至今仍处在社会动荡之中。最近，发生在美国的次级房贷危机，所引发的对美国经济增长的影响，已经波及欧洲，预计将导致全球经济发展的滞缓。2008年初，法国兴业银行交易员的违规操作，再一次引起了人们对金融风险的极大关注。金融治理成为2008年一个重要的话题。

2008年2月9日中国证监会发布的《中国资本市场发展报告》，提出了2020年前中国资本市场的发展将着重采取八个方面的举措，其中第一条就明确指出：“正确处理政府与市场的关系，完善法律和监管体系，建设公正、透明、高效的市場。进一步简化行政审批，培育市场化发行和创新机制；完善法律体系，加大执法力度；加强监管队伍建设，提高监管效率；加强监管协调，防范金融风险。”

本书所要揭示的正是金融治理问题。一般而言，治理主要是指公司治理，是对公司资本结构的一种描述。在这里，我们提出的金融治理，

是指金融的一种与内部条件和外部环境适应的机制，同周小川博士提出的金融生态环境概念有一些相似的地方。我们所提的金融治理不同于金融监管。金融治理范畴不但强调外部环境问题，更注重内部条件控制。不仅重视监管机制和法律体系的建立，监管专业队伍的建设；而且重视金融人力资本和金融机构行为的职业道德的规范。不仅是金融法制，靠一个外在金融监管机构进行依法监管；更需要是金融法治，优化金融机构资本结构，建立金融机构治理准则，健全全面金融监管系统，实施全员金融监管模式。

我们认为，金融治理可以从四个方面加以分析：

第一，金融发展。金融是一个自组织性的机制，马克思在其《资本论》中阐释了金融发展的过程，从货币起源、货币经营业的兴起、信用的形成、信贷资本的产生、股份资本和虚拟资本的出现、利息率的形成机制、国际货币的形成，展示了金融发展的一个全息图。

戈德·史密斯在其1969年出版的《金融结构与金融发展》一书中，从不同国家的金融结构的比较分析入手，认为金融结构由一种状态向另一种状态的演变就是金融发展。而金融结构则是由不同种类的金融工具与金融机构的相对规模及其作为金融上层建筑与经济基础结构之间的关系组成。换句话说，金融发展就是指金融结构的变迁。麦金农在其1973年出版的《经济发展中的货币与资本》一书中探讨欠发达国家实现金融与经济增长的战略时，使用了“金融增长”概念。麦金农提出的金融增长包括两个方面的内容：一是金融变量的增长，如货币增长、货币需求增加等；二是金融变量与宏观经济变量的比率增长，如实际货币余额、货币或金融资产名义收入、储蓄/GNP等。可见，麦金农的“金融增长”概念与戈德·史密斯的金融发展概念基本一致。爱德华·肖和格利在其1979年合作出版的《金融理论中的货币》一书中，明确表达了金融发展的概念，即指各类金融资产和金融机构的增多。金融制度由初始状态向深化的发展，最先表现为金融资产种类与数量的增加。

依据这一定义，金融学家们提出，人类金融发展的实践活动至少可以上溯到出现货币与信用雏形的古时代，推算起来不下数千年。在漫长的历史长河中，金融发展大致经历了由简单到复杂的五大阶段。一阶段：低级金融发展阶段。这一阶段的FIR值在5%~20%之间。主要特征是：

金融发展仍然以金融增长特别是金融工具的增长为主，货币性金融资产大大超过有价证券等非货币性金融资产，金融结构很不合理，借贷活动占据着金融活动的主要舞台；银行与其他金融机构并存，到最后时期，二者变得势均力敌；金融活动经历着由混沌到有序的过渡时期，金融发展呈现出自由发展态势。

二阶段：初级金融发展阶段。这一阶段的 FIR 值大约在 20% ~ 50% 之间。其主要特征为：金融发展有显著提高；银行金融机构资产是全部金融资产的主体，金融发展实际上就是银行业的发展。本阶段金融发展在发达国家大约只有十几年的时间，在一些发展中国家至多也只有几十年，大约到 19 世纪 60 年代为止。本阶段为金融发展最短阶段之一，因为从理论上讲，一是其他金融机构的迅速崛起打破了银行业对金融资产的独家垄断；二是证券业的崛起打破了金融机构对金融资产的独家垄断，从而导致了 FIR 水平快速超越 50% 的上限。

三阶段：中级金融发展阶段。这一阶段的 FIR 水平大致在 50% ~ 100% 之间。其主要特征是：国民经济从半金融资产化逐渐向完全金融资产化方向转变；银行的金融资产在全部金融资产总额中的比例开始下降，非银行金融部门的金融资产比例迅速上升；股、债权资产有了进一步的发展，并占较重要的地位；由于建立了现代金融发展的一系列初步制度，金融发展较上一阶段更加快捷。在美国和西欧等发达国家，据戈德·史密斯推算，这一阶段大约在 20 世纪初就已基本完成，而大多数发展中国家一般是在第二次世界大战结束之后，有的至今还在该阶段徘徊。

四阶段：高级金融发展阶段。这一阶段的 FIR 水平在 100% ~ 200% 之间。其主要特征包括：国民经济完全金融资产化；多样化的金融机构的金融资产在总金融资产中所占比例大幅度下降；股、债权金融资产占比大幅上升；由于股份制的优越性，非金融部门更偏好以股权方式持有金融资产。属于本阶段的金融发展将可能要稳定一段时间，这是因为在较大基数上的增长通常是要比在较小基数的情况下增长困难得多（当然，战争及通货膨胀期间除外。奉行长期改革或金融创新也会使 FIR 上升）。在发达国家，本阶段一般自 20 世纪初开始至今，而不发达国家大多尚未进入这一过程。

五阶段：超级金融发展阶段。这一阶段的 FIR 水平在 200% ~ 400%，目前恐怕只有美国等极少数“后工业社会”国家接近这一水平。其主要特征是：国民经济中金融资产呈现倍增化趋势；股、债权金融资产占全部

金融资产超过 1/2，股权资产波动极大地制约着金融局势和经济发展；金融成为社会资金运动和经济发展的命脉。由于本阶段的金融发展比上一阶段（高级金融发展阶段）更具稳定性，因而发展的速度会更加平缓，但容量却表现出前所未有的庞大。

实际上，历史上一国金融的任何一次大发展或是说其阶段性的跨越，都是一次惊险的一跳，蕴含着大量的风险。我们把此称为金融发展风险。金融治理的第一个准则就是对金融发展风险的监管。

第二，金融技术。金融技术可以分为两个方面来理解，一方面是金融实现所依赖的技术；另一方面是金融自身所隐含的技术。前者是指随着金融的发展，金融实现的技术发生着深刻的变化，尤其是现代信息技术的广泛使用，才使得现代金融成为可能，随之也产生了金融技术风险。例如，电子兑付、电子货币的出现，导致了利用银行信用卡犯罪。还有资本市场的发展，股票交易系统就是依靠现代高新技术的一个代表，但也蕴藏着一定的技术风险。从后者而讲，金融自身的技术，是指金融作为一种市场运行机制和财富表现形式，所表现的一种技术属性，例如，金融会计技术、保险中的精算技术，微观金融中货币时间价值计算技术，证券市场分析技术、套期保值技术等。使金融存在了一种系统风险。金融治理的第二个准则就是对金融技术风险的监管。

第三，金融行为。金融是一种社会现象，金融具有一般社会人的属性，不能仅仅看做是理性人的行为。从 20 世纪 60 年代后，金融研究的视野得到拓宽，兴起了对行为金融的研究，取得了丰硕的成果。金融行为研究，尤其是对金融文化、社会、组织和心理行为的研究，把金融还原到了现实之中，成为大众的金融，社会的金融。中国 2006 ~ 2007 年的股票市场的发展，就说明了这个问题。金融再不仅仅是少数精英们的金融和机构的金融了。有报道称，2006 ~ 2007 年中国股市的波动就是金融机构跟着民众转。行为研究对金融有了不可或缺的意义，金融行为风险成了金融治理的第三大准则。

在这里需要说明的是，行为金融理论实际上关注的是基于理性人假设而产生的金融理论的修正模型，这只是我们所讲的金融行为研究的一个重要方面。金融行为还需要进一步研究的内容是，对金融作为社会、文化、组织和心理行为研究。这样就可以大大拓宽了金融研究的空间，

将会产生诸如金融社会学、金融文化学、金融组织学、金融政治学、金融心理学、金融传播学、金融法学、金融地理学、金融史学、金融环境学，等等。就可以更好地理解中国金融的一些异象，如在我国出现过的安定团结贷款，称中国股市为非牛非熊的现象，中国货币政策的政治条件和代价，等等。

第四，金融人力资本。以往的金融，见物不见人，“人”被排除在金融的视野之外。行为金融学的兴起，找回了对金融中“人”的重视，但还远远不够。人不仅不完全是理性的，而且，由于知识、信息和技术的商品化程度不同，金融人力资本存在着较大的差异。金融组织如银行、证券公司、保险公司等仍可看作是物质资本和人力资本的契约体。银行、保险公司、证券公司等金融机构正是由于其金融人力资本的缘故，才表现出个体的差异性。十多年来，金融组织追求从业人员的高学历、高学位、洋学历、洋学位，就是其集中的反映。金融业是一种典型的知识产业。在这一产业中，知识、技术、信息的生产、加工和交换十分重要。这也可以从我国金融组织十多年的发展中窥视一斑。高新技术得以广泛应用，金融信息数以万亿计，金融业成为信息产业发展的一个引擎。金融知识的创新日新月异。

在金融组织中，战略、组织、人员、文化乃至金融社会资本，都成为非常重要和独特的要素。例如在美国全面风险管理中，系统地阐述了由这些要素而导致的风险及其监管。我们可以把战略、组织和文化拟人化地看做是组织的金融家人力资本，金融社会资本往往被看做是金融人力资本的一个重要方面。包括金融家在内的金融人力资本就成为导致金融风险的重要方面。这一点仍可以从我国30年来的金融发展实践中得到一些证实。由于金融人力资本产生的风险监管称为金融治理的第四大准则。

本研究是针对基于金融行为、金融家的金融治理的研究，力图结合我国金融发展的现阶段，提出金融监管需要注意的五个方面，即金融家人力资本、金融类传媒、投资者尤其是大众投资者行为、大股东行为和政府金融监管部门利益等。

2008年春天

目 录

金融家、金融行为与金融监管研究

前言	1
1 基于行为理论的金融市场分析与监管	1
1.1 行为金融理论的出现及其意义	1
1.2 行为金融与传统金融的理论基础的比较	5
1.3 行为金融理论的心理学基础和研究方法	12
1.4 行为理论在中国金融市场研究的应用进展	17
2 信息揭示、金融家行为与金融监管	20
2.1 金融风险引出的金融问题研究	20
2.2 金融监管中的信息揭示现状	22
2.3 金融家信息揭示与金融监管	35
2.4 金融家行为与金融监管	45
2.5 纳入金融家行为的金融监管制度设计	56
3 制度缺失下的中国证券投资者的情绪抑制波动与监管的研究	65
3.1 中国投资者的情绪抑制对金融经济的影响	65
3.2 基于中国投资者情绪的理论模型	67
3.3 制度缺失下影响中国投资者行为的因素分析	77
3.4 基于中国投资者行为的监管改进	91

4 虚假信息、投资者信念与传媒治理	99
4.1 金融行业中的传媒治理	99
4.2 投资信念与信息传播的研究	102
4.3 传媒与证券市场	106
4.4 传媒声誉模型	110
4.5 对传媒声誉模型的检验	117
4.6 传媒治理原则的设计	128
5 权证价格偏离、投资者行为与权证制度设计	135
5.1 权证市场在中国的发展	135
5.2 投资者非理性、套利限制与权证价格偏离异象	138
5.3 权证价格偏离异象的计量检验	143
5.4 权证价格偏离的原因分析	153
5.5 中国权证制度的完善与设计	166
6 上市公司股权结构非制衡性与优化研究：以房地产公司为例	173
6.1 中国上市公司股权结构研究脉络	173
6.2 股权结构非制衡性及优化理论分析和模型设计	183
6.3 房地产上市公司股权结构对经营绩效的影响	190
6.4 房地产上市公司股权结构非制衡性对公司价值的影响	197
6.5 运用夏普里-舒比克权力指数分析我国房地 产上市公司股权结构	204
6.6 发起人控股股东和外部股东合作博弈视角的最优 股权结构设计	212
参考文献	219
后记	236

1

基于行为理论的金融 市场分析与监管

1.1 行为金融理论的出现及其意义

1.1.1 行为金融理论的兴起

严密的逻辑基础和推理是现代经济学区别于其他社会科学的主要特征。20世纪50年代冯·诺依曼和摩根斯坦从一系列严格的公理化假设前提下，推导出预期效用函数。阿罗和德布鲁将其推理与瓦尔拉斯均衡分析相结合，成为处理不确定性问题的经典范式。到今天，经济学家们用数学工具建立起了无数精美的分析模型，用以研究个体和组织的经济学问题。几乎与现代经济学发展的脉络同步，金融学也遵循着同样的均衡思想来解决现代金融的核心问题：如何在不确定环境中，对资源进行跨期的最优配置^①。微观层面，投资者决策追求在风险最小化的前提下收益最大化；宏观层面，政府这类监管者要使金融市场平稳的发展，整个社会的资本流动和配置合理有序。

^① 默顿（Continuous Finance, 1996）认为：连续时间金融问题……就是不确定性和时间。

这项技术性很强的工作主要以对一个重要问题的研究为主线进行着——股票价格是如何决定的。从1900年巴舍利耶首次将股票价格变化看作一个由外生冲击驱动的随机游走过程开始，到现代资产组合理论（MPT）、资本资产定价理论（CAPM）、套利定价理论（APT），经过一百多年的发展，传统金融理论已经建立起完美的理论大厦。这套完美的理论体系可以回答金融产品的价格到底是由什么所决定的。通过投资者的行为完全理性（同时兼备风险厌恶特质）和完美市场两个假设出发，传统金融理论按照效用最大化的目标对投资者的决策行为进行研究，并且进而得出结论：金融产品的价格能充分反应市场上全体投资者对信息的把握和理解，进而价格波动过程是随机游走（Random Walk）的，没人能获得长期的超过平均收益的超额收益。

但是不可否认的是，传统金融理论是以投资者完全理性作为前提的，这种将投资者具体的决策过程完全忽略的做法值得商榷。从20世纪中期开始，心理学家开始涉足认知心理学、社会心理学的研究，考虑个体决策的个性背景、信息处理过程，并且将个人融入社会群体甚至文化环境中去。金融学者受此启发开始审视传统金融理论的缺陷，并且相继发现了诸如“阿莱斯悖论”、“基金折价”、“股权风险溢价”、“羊群效应”等金融异象，这些均不能用预期效用理论来解释。这样，行为金融理论和实验经济学开始兴起，从投资者的实际心理活动和决策过程出发，利用实验数据，分析金融市场的运作过程和价格决定因素。行为金融理论认为投资者的决策是心理上的风险与收益衡量过程，这样人的因素是重要而不可回避的。我们认为人的决策属性可以从三个层面来理解：首先，是人在处理信息过程中先天性的不足。从西蒙在管理理论中提出“有限理性”的概念开始，基于认知心理学的信息处理过程一直被运用到管理学、经济学和社会学中来。影响金融产品价格的主要因素是市场信息，人的认知有限性决定了在信息搜集、信息处理、信息反馈过程中的有限性，这样实际的金融产品价格是否能够充分反应市场上所有公开的信息就值得怀疑了。其次，决策过程中人的个体心理和社会心理的影响。人的决策属性除了受到信息处理能力的限制外，还受到心理因素的影响。传统金融学将人简单地认为是风险偏好或者厌恶的，但是更多的实践证明人的风险态度在不同的情景下是变化的。除此之外，情感、文化、价

价值观、功利因素等等都会影响投资者的决策过程。更多情况下，投资者追求的是心理效应最优而非结果最优，这与传统的金融理论将人作为简单追求收益最大的假设是不一致的。更进一步的，人处在复杂的社会环境系统中，社会群体的信息传递、趋势影响、社会习惯等也会大大的影响个人决策。最后一个层面，回归到金融学需要回答的基本问题上，市场上金融产品的价格不能有效地反映全部的信息。正由于此，我们很容易的得出结论：真正有效的市场是不存在的，而且传统金融理论对增加市场有效性的努力不能完全发挥作用。正确的金融市场监管方向应该更多的转向“人”的方向上来，通过对投资者心理和行为因素的研究，揭示金融市场价格波动的深层次原因，为有效的监管提供帮助。

总之，行为金融理论研究把视角从传统的“理性范式”向“行为范式”演变；从“机械的、动力性的研究方法”向“基于人的行为的、心理的研究方法”演变；从“线性”的向“非线性”的研究演变。这些研究范式的进步给我们一个全新的视角考察市场的效率和监管问题，但仍然面临着许多问题，最迫切的有两个：一是没有形成统一的理论解释框架，所以尽管可以对有效市场假说（EMH）提出挑战，但是并没有建立一种科学的理论体系取代它；二是许多投资者心态分析并没有以心理学研究为基础，而是由金融学者根据研究对象的特点对行为人的态度进行假设，这样研究前提的合理性就遭到质疑。

1.1.2 行为研究对中国金融市场分析与监管的意义

1990年12月和1991年4月我国相继成立上海证券交易所和深圳证券交易所，自此以后，我国正式建立起比较完善的证券发行交易市场系统。经过18年的发展，我国金融市场已经在市场容量、法律法规建设、运行机制等诸多方面有了长足的进展。截至2007年12月17日，沪深市场A股总市值达29.35万亿元，占全球股票市场总市值比例超过6%，我国证券市场成为市值最大的新兴市场和全球第四大市值市场。2007年我国证券化率从2006年底的42%骤升至近150%，达到成熟市场证券化率水平。虽然是一个新兴的市场，但随着中国经济的发展，它必将成为全球证券市场的重要组成部分。在全球视野下，中国证券市场的发展正在

备受关注已经成为不争的事实。

不可否认的是，与发达国家证券市场经过 100 多年的市场机制哺育不同，我国证券市场的建立实际上是在政府行政的强势主导下迅速建立起来的，转轨和新兴是不可回避的两大特征，在许多方面仍然尚未成熟。异常的价格波动，过度投机、庄家情结、政策市等问题始终困扰着投资者和政府监管部门，阻碍了证券市场的进一步发展。投资者和研究者都很难相信我国的证券市场是完全有效的，市场价格真正包含了所有公开的信息。更为严重的是，如果任其下去，这些不仅会损害投资者和上市企业的利益，更会腐蚀金融市场作为向实体经济输送金融资源的纽带功能。引入行为金融理论来分析我国证券市场，不论对于投资者还是监管者和上市公司都具有现实意义。对于投资者来说，运用行为分析方法了解金融市场参与者，能更好地认识市场投资规律，培养理性的投资理念。对于监管者来说，保持市场的良性、稳定的运作发展，应该从更微观的“人”的因素做起，在把握微观主体的投资心理和行为规律的基础上，实施更有效地引导和监管策略，这更会推动我国经济金融体制的完善和改革。

尽管行为金融的兴起时间并不长，而且存在着很多争议，但是已经显示出其强大的生命力，比如 2000 年 3 月，罗伯特·席勒（Siller）在其《非理性的繁荣》一书中，对美国股市泡沫的分析在 2 个月后得到了验证。2000 年以后，行为金融理论传入我国，很快在广大的金融研究者中引起大的反响。刘力教授的《行为金融理论对有效市场理论的挑战》（1999）一文是对我国较早系统介绍行为金融理论与有效理论的文章。另外黄兴旺（2000）对行为理论进行了评述，介绍了该理论的起源、发展、研究现状以及一些应用。接下来的研究主要集中在两点：一是对我国投资者的投资心态和行为规律的研究，比如李心丹（2001）发现我国投资者存在一些认知偏差和非理性行为，比如“庄家情结”。二是集中在“羊群效应”的研究上，施东晖（2001）发现我国的基金存在着明显的“羊群效应”现象，投资理念趋同。孙培源（2002）通过构造股票收益率的横截面绝对偏离和市场收益率的非线性检验，验证了中国股市“羊群效应”的存在，并认为“股价行为实际上体现了政府干预的影响，而非市场机制运行和经济主体自主选择的结果”。

从投资者行为分析的角度进行金融市场的研究在我国尚属起步阶段，原创性的理论很少，目前仍以文献综述为主；少数学者借用国外的研究方法对我国证券市场存在的问题进行了实证研究；基于我国投资者独特心理分析，以及在此基础上投资者的认知偏差和投资决策造成的市场效率缺失方面的研究比较缺乏。综合我国目前的研究发现，集中在对国外渐趋成熟的行为金融理论正在中国资本市场中进行实证检验和应用研究。针对中国特定的模式下，投资者的投资心态和规律的研究、针对我国投资者行为的政府监管研究是两个相对空白的区域。笔者始终认为，尽管科学理论具有通用特征，但是独特的文化和社会特质使中国的证券市场又明显区别于西方发达国家市场的特征。照搬已经成熟的传统金融理论抑或行为金融理论来分析回答中国证券市场的现象显然缺乏足够的解释力。我国证券市场所处的独特的历史阶段决定了它的不完善，充分重视行为金融的分析方法，对于规范我国投资者的投资行为、提高市场效率有重要意义。更有效的研究应该从中国投资者行为和心态分析的角度，分析我国投资者的独特心理行为特征等问题，并建立相应的风险管理机制和监管模型，借以提高我国资本市场的公平性和效率性。这些研究的拓展将为解决中国证券市场自身的问题提供新的思路。

1.2 行为金融与传统金融的理论基础的比较

豪根（Haugen，1999）将金融理论的发展分为三个阶段：旧时代金融（Old Finance）、现代金融^①（Modern Finance）、新时代金融（New Finance）。旧时代金融是指20世纪50年代之前以财务和会计分析方法为主的金融研究，现代金融是指从马柯维茨的资产组合理论开始的，在理性假设下投资者的风险效用衡量和价格决定理论，新时代金融是20世纪80年代开始兴起的以行为和心理分析为主的行为金融理论。

投资者的理性行为和市场的有效性一直是传统金融和行为金融争论的两个最基本的问题。如果投资者是理性的，并且市场是有效的，就意

^① 为更好的有别于行为金融，我们论述中用“传统金融理论”代替。

意味着所有的市场投资行为都是基于公理化的、数学化的投资计算结果基础上的。但是传统金融理论所持有的上述观点从 20 世纪 70 年代开始遭到质疑，许多市场“异象”是理性的传统金融理论所无法解释的。针对这些现象，许多经济学家提出了采用行为金融理论和心理分析的范式来研究金融市场的观点。

1.2.1 金融市场投资者理性解析

传统金融理论是以理性人为假设发展起来的，它的研究重点集中于两点：理性的投资者如何在风险和收益的衡量下选择最优投资组合；资本市场均衡状态下价格的决定和市场效率。早在 1938 年，威廉斯（Williams）就提出净现值估价模型，认为投资者通过目前的基本信息可以理性预期股票未来的现金流来对其进行定价。到 1952 年马科维茨（Markowitz）研究单个投资者的最优决策问题，仍然假设投资者是理性的，可以在有效边界的风险给定水平下选择期望收益率最高的资产组合。后来的夏普、林特和布莱克（Sharpe, Linter and Black）等人仍然在 Markowitz 资产组合理论的前提下，在一般均衡框架内研究了单个投资者最优投资决策条件下的整体市场均衡问题。他们的 CAPM 模型认为 β 系数反映了单个公司收益与市场收益的关系，它单一地决定了投资者面临的风险，以此投资者必须得到相应的风险溢价补偿。这种理论也成为后来有效市场理论（EMH）修补自身缺陷的一种解释——EMH 认为已知的公开信息对获利没有帮助，而且市场上偶然存在的超额回报正是由于投资者承担了更大的风险的结果。

以后发展起来的 APT、B-S 期权定价公式等等理论，都无一例外的继承了投资者在理性预期前提下追求自身效用最大化的假设，这成为传统金融理论的一个核心基础。当然对于理性的理解有不同的含义：比如资产组合理论假设投资者是风险厌恶者，CAPM 模型进一步假设投资者具有相同的预期收益率，而有效市场理论中假设交易者的理性意味着他们都用同样的方式理解信息，并且有无限的信息处理能力。不管怎样，投资者的“理性”都包含了：其一，个人的偏好关系是理性的；其二，在不确定条件下，作为经济主体的个人以主观预期效用最大化作为决策

目标；其三，人们在决策时会根据贝叶斯法则调整和修正原有的判断。这意味着投资者必须具有无限理性、无限意志和无限自私（Thaler, 2000）。

但是早在 20 世纪中期随着认知心理学科的发展，越来越多的挑战指向投资者理性假设。实际上在现代金融兴起前，某些著名经济学家，诸如斯密、费雪、凯恩斯以及马科维茨都认为个体心理会影响价格。西蒙最早提出“有限理性”的观点，认为人的决策会受到面对问题时个人认识框架的局限性的影响。他从思辨的角度认为人的有限理性来自于两个方面：一是个人的计算能力（或者处理信息能力）是有限的；二是个人接收信息能力是有限的。这两个局限性使个人的投资决策不可能是全局最优的，只能是局部最优的。比尔·布兰特提出了“错乱预料感知模型”（Deranged Anticipation and Perception Model），他发现市场中的被错误估值的代理指标被用来预测证券价格。这些代理指标包括账面值/市值、盈余/价格、历史收益甚至是日照量等情绪指标。赫什尔夫（Hirshleifer, 2001）认为纯粹理性的金融市场分析方式最终将被基于心理分析的分析方式所代替，其中包括非常有意义的完全理性的特殊情况。

行为金融理论是从人们在决策时的实际心理活动入手讨论决策行为，其投资模型是建立在人们投资决策时的心理因素的假设基础上的。它发现市场参与者在在进行决策时常常表现出以下一些心理特点：

（1）非贝叶斯预测。现实中，人们在决策过程中并不是按照贝叶斯规律不断修正自己的预测概率，而是对最近发生的事件和最新的经验给予更多的权重，或者把小样本中的概率分布当作总体的概率分布，夸大小样本的代表性，对小概率加权太重。

（2）过度自信。马哈乔恩（Mahajon）将过度自信定义为一种过高估计不确定事件发生概率的行为。心理学研究发现，如果人们称对某事抱有 90% 的把握时，成功的概率大约只有 70%，金融活动中此心理特质表现得尤为突出。由于过度自信，市场参与者在过滤各种股票市场信息时，注重那些能够增强他们自信心的信息，而忽视那些伤害他们自信心的信息。

（3）心理账户。投资者进行决策的时候，并不是权衡了全局的各种情况进行考虑，而是在心里无意识地分成了几个心理账户，对于每个心