

大学 学科地图 丛书



经济学与管理学系列

A GUIDEBOOK FOR STUDENTS

行为金融学 学科地图

崔巍 主编



北京大学出版社
PEKING UNIVERSITY PRESS

大学 学科地图 丛书



经济学与管理学系列

A GUIDEBOOK FOR STUDENTS

行为金融学 学科地图

崔巍 主编



北京大学出版社
PEKING UNIVERSITY PRESS

图书在版编目(CIP)数据

行为金融学学科地图/崔巍主编. —北京:北京大学出版社, 2019. 11
(大学学科地图丛书)

ISBN 978-7-301-30860-8

I. ①行… II. ①崔… III. ①金融行为—高等学校—教材 IV. ①F830.2

中国版本图书馆 CIP 数据核字(2019)第 216008 号

书 名 行为金融学学科地图

XINGWEI JINRONGXUE XUEKE DITU

著作责任者 崔 巍 主编

责任编辑 刘 军

标准书号 ISBN 978-7-301-30860-8

出版发行 北京大学出版社

地 址 北京市海淀区成府路 205 号 100871

网 址 <http://www.pup.cn>

电子信箱 zyl@pup.pku.edu.cn 新浪微博: @北京大学出版社

电 话 邮购部 010-62752015 发行部 010-62750672 编辑部 010-62767346

印刷者 河北滦县鑫华书刊印刷厂

经 销 者 新华书店

730 毫米×1020 毫米 16 开本 18.75 印张 288 千字

2019 年 11 月第 1 版 2019 年 11 月第 1 次印刷

定 价 64.00 元

未经许可, 不得以任何方式复制或抄袭本书之部分或全部内容。

版权所有, 侵权必究

举报电话: 010-62752024 电子信箱: fd@pup.pku.edu.cn

图书如有印装质量问题, 请与出版部联系, 电话: 010-62756370

大学 学科地图 丛书



丛书总策划 周雁翎

社会科学策划 刘 军

人文学科策划 周志刚

大学学科地图丛书

编写说明

“大学学科地图丛书”是一套简明的学科指南。

这套丛书试图通过提炼各学科的研究对象、概念、范畴、基本问题、致思方式、知识结构、表述方式,阐述学科的历史发展脉络,描绘学科的整体面貌,展现学科的发展趋势及前沿,将学科经纬梳理清楚,为大学生、研究生和青年教师提供进入该学科的门径,训练其专业思维和批判性思维,培养学术兴趣,使其了解现代学术分科的意义和局限,养成整全的学术眼光。

“大学学科地图丛书”的作者不但熟谙教学,而且在各学科共同体内具有良好的声望,对学科历史具有宏观全面的视野,对学科本质具有深刻的把握,对学科内在逻辑具有良好的驾驭能力。他们以巨大的热情投入到书稿的写作中,对提纲反复斟酌,对书稿反复修改,力图使书稿既能清晰展现学科发展的历史脉络,又能准确体现学科发展前沿和未来趋势。

近年来,弱化教学的现象在我国大学不断蔓延。这种倾向不但背离了大学教育的根本使命,而且直接造成了大学教育质量的下滑。因此,当前对各学科进行系统梳理、反思和研究,不但十分必要,而且迫在眉睫。

希望这套丛书的出版能为大学生、研究生和青年教师提供初登“学科堂奥”的入学指南,能为进一步提高大学教育质量、推动现行学科体系的发展与完善尽一份心力。

北京大学出版社

序 言

行为金融学是近年来经济学界迅速崛起的新兴学科,是借鉴心理学和社会学等学科的研究方法,结合标准的新古典经济学理论,研究人们的各种金融行为的一门交叉学科。行为金融学自20世纪80年代正式创立以来,对标准金融学形成了巨大冲击。它不仅改变了经济学家的许多习惯性思维,还为现有的经济学理论和政策研究注入了新的活力。随着行为金融学的先驱者、美国普林斯顿大学的丹尼尔·卡尼曼(Daniel Kahneman)和实验经济学的开创者、美国乔治·梅森大学的弗农·史密斯(Vernon Smith)获得2002年诺贝尔经济学奖,以及现代行为金融学的重要代表人物理查德·塞勒(Richard Thaler)获得2017年诺贝尔经济学奖,行为金融学得到了经济学家的广泛关注,逐渐成为经济学研究的前沿领域,代表着经济学发展的新方向。

作为标准金融学的延续和发展,行为金融学是经济学的新兴研究领域,它所研究的核心问题和经济学是相同的,即生产力、生产关系、资源的有效配置以及利益分配等问题。行为金融学以现实为基础,打破了标准金融学的统一模式和理性假定,考察各种理性、有限理性和非理性的经济行为及其复杂的动机,并在此基础上提出新的预测。在行为金融学看来,人们的行为准则并不是完全理性、不动感情的自我利益,也不是没有道德的科学。行为金融学的创新之处在于从实际出发,将行为分析理论与经济运行规律相结合,打破了传统经济理论通过建立严密的数学模型、严格的推理论证来研究经济行为的框架,对理性人、效益最大化和均衡产出等理论形成了挑战。

国内外已出版多部行为金融学著作,比如,由安德鲁·施莱弗(Andrei Shleifer)写作的导论性著作《并非有效的市场:行为金融学导论》,由赫什·舍夫林(Hersh Shefrin)写作的面向金融业实务界的论著《超越恐惧和贪婪:行为金融学与投资心理诠释》,以及理查德·塞勒编的行为金融学经典论文



集《行为金融学的最新进展》等。这些多为侧重研究独立的行为金融话题的理论著作,或是具有综述性、前沿性的论文摘选。行为金融学教科书也有诸多版本,主要介绍的是行为金融学的基本概念及原理,实用性稍显不足。

一般来说,仅罗列性地介绍学科知识理论,不足以体现整个学科的全貌,要全面把握一门学科的整体框架,还应当了解其发展历程,把握其理论体系,抓住其核心范畴、概念,掌握其研究方法;要在该学科领域内做深入研究、批判性反思,了解该学科的前沿、代表人物及发展方向等。北京大学出版社“大学学科地图丛书”学科指南、学科手册的定位,正是基于这一出发点,旨在为读者提供实用性的学科指南,使读者能快速准确地把握学科脉络,拓宽学术视野。行为金融学发展至今,产生了诸多发展完善的模型,但相对于标准金融学而言,仍面临着“破而不立”的局面,缺乏具有普遍解释能力的理论或模型,理论体系较为分散和零碎。就分析工具而言,行为金融学理论也倾向于过多借鉴心理学、社会学等相关学科的研究成果,这也是行为金融学目前的不足之处。在这一发展阶段,行为金融学学科指南有助于读者迅速把握学科的全貌,而其编写过程本身,也是对行为金融学理论体系的总结、反思和推进。

基于上述考虑,我们应北京大学出版社之邀,撰写了《行为金融学学科地图》一书。不同于行为金融学的一般理论著作和教材,本书提炼了行为金融学的理论体系和基本研究范畴,并对行为金融学的研究方法和学科前沿等进行了概括和总结,使读者对行为金融学的核心内容一目了然,有助于其从整体上把握行为金融学的研究脉络。

全书由七章组成。第一章是行为金融学的学科背景和概述。这一章通过介绍行为金融学的兴起及发展历程,描述了行为金融学的基本发展脉络。第二章对行为金融学的研究范畴加以总结和介绍,包括认知偏差、行为偏差、展望理论和股票市场异象等。第三章介绍行为金融学的理论体系。行为金融学将市场的非有效性和投资者心态及行为视为理论基础,这一章从这两个理论基础出发,分别介绍市场的无效和套利理论、投资者行为理论、行为资产定价和资产组合理论以及行为公司金融理论等。第四章介绍行为金融学的主要研究方法。目前行为金融学的主要研究方法有五种,包括心理学调查方法、实验经济学方法、实证分析方法、理论模型分析方法和计算

实验方法。第五章介绍行为金融学学科前沿,包括行为金融学视角下的开放式基金、期权与商品期货等问题,以及行为金融学在金融危机后的新发展。行为金融学具有较强的前沿性,尚在不断地向前发展。行为金融学的繁荣和发展,离不开该领域富有卓越思想的经济学家,他们在过去三四十年间,发表了诸多代表性的论著,第六章分别对行为金融学领域的代表人物、经典著作和学术组织进行了介绍。第七章介绍了行为金融学在我国的发展及未来的发展方向。行为金融学首先在西方兴起,20 世纪末开始在我国逐渐受到重视。我国的行为金融学研究尚处于起步阶段,本书作为该学科的中文学科指南,对行为金融学在中国的发展给予适当关注。

本书的编写分工如下:崔巍提出全书的主要结构、撰写大纲并最后统稿,撰写第一章、第二章、第三章、第六章和第七章;胡哲妮撰写第四章;刘婧滢和张书阳撰写第五章。本书的其他撰写人员还包括田静雯、贺琰、罗欣雨和赵启宁等。

本书得以出版,主编要感谢参加编写工作的老师和同学辛苦的工作,同时,也要感谢北京大学出版社的刘军先生和李淑方女士,他们认真阅读了书稿并给出了建设性的意见。

目前,行为金融学仍处在发展中,未来会诞生更多先进的理论模型。本书描绘的是迄今为止的行为金融学“学科地图”,未来的学科疆土,还等待着未来研究者的开拓。

崔 巍

2019 年 8 月于北京大学

目 录

第一章 行为金融学学科概述	1
第一节 从标准金融学走向行为金融学	2
第二节 行为金融学的兴起	7
第三节 行为金融学与标准金融学的争鸣	22
第二章 行为金融学基本研究范畴	32
第一节 投资者的认知和决策偏误	32
第二节 展望理论	58
第三节 股票市场的异常现象	68
第三章 行为金融学理论体系	108
第一节 有限套利理论	108
第二节 投资者的心态与行为	117
第三节 行为资产定价和资产组合理论	148
第四节 行为公司金融理论	162
第四章 行为金融学主要研究方法	180
第一节 心理学调查方法	180
第二节 实验经济学方法	182
第三节 实证分析方法	186
第四节 理论模型分析方法	188
第五节 计算实验方法	191
第五章 行为金融学学科前沿	196
第一节 开放式基金	196
第二节 期权与商品期货	199
第三节 金融危机后的新发展	208



第六章 行为金融学学科代表人物、经典著作和学术组织	225
第一节 行为金融学学科代表人物	225
第二节 行为金融学学科经典著作	234
第三节 行为金融学重要期刊和学术组织	249
第七章 行为金融学的未来	254
第一节 行为金融学在我国的发展	254
第二节 行为金融学的发展空间	261
参考文献	268

第一章 行为金融学学科概述

近年来,行为金融学得到了越来越多的金融学者和金融实务界人士的关注。特别是美国2000年高科技股票泡沫破灭之后,行为金融学获得了更多的认可,并逐渐成为国内外金融学研究的前沿领域。那么,什么是行为金融学?它与标准金融学的差异何在?它的研究对象和内容是什么?

长期以来,标准金融学在金融学研究占据着统治地位。1990年,瑞典皇家科学院宣布诺贝尔经济学奖由哈里·马科维茨(Harry Markowitz)、威廉·夏普(William F. Sharpe)和默顿·米勒(Merton Miller)获得,因为他们“对现代金融理论的开拓性研究,为投资者、股东和金融专业人士提供了衡量不同的金融资产的风险和收益的工具,以用来估算股票、债券等资产的价格”,标准金融学的经典地位得以确立。在此基础上,经济学家尤金·法玛(Eugene Fama)认为,市场是有效的,可以充分地反映出股票的基本价值,自此有效市场假说成为标准金融学的重要理论基石(Fama,1970)。

然而,行为金融学的先驱之一、尤金·法玛的学术伙伴——经济学家理查德·塞勒(Richard Thaler)却认为,市场并不是有效的,投资者经常会犯愚蠢的错误,导致市场价格偏离其基本价值。2004年5月,一百多位经济学家和企业管理者受尤金·法玛的邀请,到芝加哥大学商学院参加聚会。席间法玛做了一个让所有人都感到惊讶的报告。这位市场有效理论的提出者和坚定拥护者首次指出,股票价格在某种程度上是非理性的,非理性的投资者使市场价格偏离基本价值。法玛的报告立刻引起了经济学家的广泛关注,并得到了一些学者的支持。比如,理查德·塞勒认为与会人员大多数都是行为金融学的支持者。美国伊博森投资咨询公司的创始人、耶鲁大学的罗吉·伊博森(Roger Ibbotson)也指出市场并不像想象得那样有效,金融学科的潮流正在改变。

行为金融学开始得到主流经济学家的接受。2001年美国经济学会将青年经济学家的最高荣誉——约翰·贝茨·克拉克奖授予马修·拉宾(Matthew Rabin),以鼓励其在行为金融数理建模方面的杰出贡献。传统自由市场理论的拥趸、美国联邦储备银行前主席艾伦·格林斯潘(Alan Greenspan)

在1996年也承认了股市中的“非理性繁荣”。麻省理工学院的安德鲁·刘(Andrew Lo)指出,20世纪80年代当他还在哈佛大学和麻省理工学院做学生时,市场有效性是学术界的主流,而现在他需要改变这种思想。1999年,他出版了《华尔街的非随机游走》,对市场有效性提出了挑战(Lo and Mackinlay,1999)。2002年,诺贝尔经济学奖授予心理学家丹尼尔·卡尼曼和“实验经济学之父”弗农·史密斯,前者的杰出贡献是将心理学的前沿成果引入经济学研究中,特别侧重研究人们在不确定情形下进行判断和决策的过程;后者的贡献是将经济分析引入实验室,发展了一系列经济学实验方法,为经济学研究确定了标准。

行为金融学正是在与标准金融学的争论中发展起来的。20世纪八九十年代,行为金融学开始进入蓬勃发展的新阶段。在尤金·法玛提出著名的资产定价三因素模型之际,就已经叩开了行为金融学的大门。到目前为止,包括投资者认知偏差在内的越来越多的心理因素被加入标准金融理论之中。法玛指出,一个良好的金融学理论应当在承认我们是“正常”的投资者的基础上,全面刻画金融市场的整体运行规律(Fama,1998)。

1990年,诺贝尔经济学奖颁给了为标准金融理论做出开创性研究的著名学者哈里·马科维茨、威廉·夏普和默顿·米勒。2002年,该奖项由行为金融学的开创者丹尼尔·卡尼曼和弗农·史密斯获得。2013年,诺贝尔经济学奖由经济学家尤金·法玛、拉尔斯·汉森(Lars P. Hansen)和罗伯特·希勒(Robert Shiller)获得。2017年,行为金融学的重要先驱和代表人物理查德·塞勒获得了诺贝尔经济学奖,这些事实再次证实了前述的观点——“潮流已经发生改变”。

第一节 从标准金融学走向行为金融学

经济学家罗伯特·豪根(Robert Haugen)将金融学的发展分为三个阶段:旧金融理论、现代金融理论和新金融理论(Haugen,1999)。旧金融理论主要指20世纪60年代以前以分析会计财务报表为主的早期金融研究。现代金融理论,也称为主流金融理论、标准金融理论或传统金融理论,以经济学家哈里·马科维茨、威廉·夏普和默顿·米勒为代表,而新金融理论就是



20 世纪 80 年代后期开始逐渐兴起的行为金融理论。

在现代经济体系当中,金融部门无疑扮演着举足轻重的角色。一般认为,经济学研究的是如何合理配置稀缺资源,其中价格机制在配置过程中起着关键作用。亚当·斯密(Adam Smith)提出了著名的“看不见的手”,即当经济体中每个个体都追求自身利益的最大化时,仿佛被一双无形的手牵引,经济会自动实现社会利益的最大化。这是亚当·斯密对资源配置的经典阐述。里昂·瓦尔拉斯(Leon Walras)提出了一般均衡理论,进一步说明经济能够处于某种均衡的状态,所有的要素和商品都能有确定的价格,其产出和供给都能有确定的均衡量。从经济学的定义延伸开去,可以认为金融学研究的是投资者的资金配置问题。金融领域瞬息万变而极富冒险精神,股票价格、银行利率、外币汇率等金融数字每秒钟都在变动,而对于投资而言,机会来自于变化,在这些数字复杂的变化背后,隐藏了巨大的盈利空间。现代投资者逐渐发现了金融领域的这一特征,蓬勃的野心和自信驱使他们投入资金,而这一行为又带来了市场中更大的波动。但是在金融市场中仅凭经验很难无往而不胜,人们期望能够用数学规范地描述各种金融数据的波动,并进行准确的预测,如果真能如此,那么就可以利用数学而非经验来开展投资,并实现个人资金的收益最大化。标准金融理论就在这样的背景下诞生了。

标准金融理论,即传统金融理论,是在 20 世纪 50 年代和 60 年代以后兴起的。这是一场将理性人假设发挥到极致的革命,一整套关于金融市场上的套利行为、资产组合、资产定价以及期权等理论在这一时期先后产生。其中,比较重要的投资决策理论是约翰·冯·诺依曼(John von Neumann)和奥斯卡·摩根斯坦(Oskar Morgenstern)于 20 世纪 40 年代提出的预期效用函数理论(von Neumann and Morgenstern, 1944)。该理论假设所有投资者都是理性的,在面对不同的风险投资选择时,人们会基于预期效用最大化来进行决策。假设某项投资中获得财富 W_i 的概率是 P_i , 确定获得 W_i 时所获取的效用为 $U(W_i)$, 那么该项投资的预期总效用 $U(W)$ 为:

$$U(W) = \sum_{i=1}^n P_i \times U(W_i)$$

什么是风险呢? 风险是指在进行某一确定决策时面临的各种不确定结果,



表现为结果的不确定性,上式中若 $n > 1$,则该投资为风险投资。风险大小一般用结果的方差或标准差来描述。进一步地,投资者的风险态度可以分为三种:风险规避、风险中性和风险偏好。其中,风险规避是指在预期收益相同的情况下,投资者更偏好风险小的投资选择。风险中性是指在预期收益相同的情况下,不同风险的投资选择所带来的预期效用相同,而风险偏好则与风险规避正好相反。根据预期效用函数理论,如果投资者的风险态度为风险规避,那么效用函数的形状为凹;如果为风险偏好,那么效用函数为凸;如果为风险中性,那么效用函数为直线。在现实中,大部分投资者都是风险规避的,如下例:

现有两种投资组合:

组合 A:以 100% 的概率获得 50;

组合 B:以 50% 的概率获得 100,50% 的概率无收益。

以上两种组合的预期收益均为 50,但组合 A 风险更小。根据经验,大部分投资者都会选择组合 A 而非组合 B,风险规避是他们的特征。因此,凹形的效用函数是最常见的情形。另外,贝叶斯法则是预期效用函数理论的重要补充。当涉及风险即不确定性时,概率的计算尤为关键,利用贝叶斯法则可以从先验概率得到后验概率,对所获得的数据进行数学上的加工处理,并进一步通过树状图求解决策问题。

在预期效用函数理论创立的同一时期,哈里·马科维茨(Markowitz, 1959)提出了现代资产组合理论,指出通过建立预期收益和预期风险的关系,投资者可以选择相同预期风险下收益最高的投资组合。该理论由两种风险资产出发,推广到多种风险资产,调整不同资产的投资比重而得到预期收益和风险的曲线,进一步筛选出“有效前沿”,最终通过无风险资产坐标点与有效前沿的切线确定市场组合。根据该理论,资产市场存在两种风险——个别风险和市场风险,前者是个别资产所独有的风险,而后者是市场上所有资产都会承担的风险,市场风险无法通过分散投资来冲抵,但个别风险可以。投资者会选择市场组合进行投资,因为该组合是完全分散个别风险的最佳组合。分离原理阐述了投资者在进行投资决策时遵循的两个具体步骤:首先通过有效前沿和无风险资产找出市场组合,再根据个人风险偏好决定无风险资产与风险资产的配置比例。



在资产组合理论的基础上,威廉·夏普(Sharpe,1964)提出了资本资产定价模型(Capital Asset Pricing Model,简称CAPM),该模型详细描述了资产的定价方法,把市场资产的收益率分成两部分:无风险收益部分与风险补偿部分。一种资产的风险补偿部分由市场的风险溢价与该资产同市场组合的收益率波动的相关程度 β 决定。若市场无风险利率为 R_f ,市场组合的预期收益率为 $E(R_M)$,某种资产 i 的 β 值为 β_i ,根据CAPM模型,该资产的预期收益率为:

$$E(R_i) = R_f + \beta_i \times (E(R_M) - R_f)$$

其后,美国学者斯蒂芬·罗斯(Stephen Ross)又将CAPM拓展,给出了套利定价模型(Arbitrage Pricing Theory,简称APT),该模型认为风险资产价格与多个因素存在近似线性关系(Ross,1976)。接着,尤金·法玛与肯尼思·弗伦奇(Fama and French,1993)利用公司的财务数据进行检验,创立了资产定价的三因子模型,认为股票的收益率与市场组合收益率、公司的市值及公司的账面市值比之间存在显著的线性相关关系。两人于2015年又提出了五因子模型,在三因子模型的基础上加入了公司的盈利能力和投资模式两个指标作为参考因素。至此,风险资产定价理论体系基本形成。

标准金融理论之中,另一重要理论为有效市场假说(Efficient Markets Hypothesis,简称EMH)。尤金·法玛认为,若市场上的价格反映了所有的信息,那么这个市场就是有效的(Fama,1970)。根据定义,有效市场可以分为三个等级:弱有效市场,即价格反映了所有过去的信息;半强有效市场,即价格反映了所有公开的信息;强有效市场,即价格反映所有信息。如果市场是强有效的,任何人都无法利用信息获取超额利润,即无人可以战胜市场。有效市场假说建立在下面三个基础假设之上:第一,所有投资者都是理性的,当新信息出现,每个投资者都会理性地调整他们对股票价格的估计;第二,市场中投资者对理性的偏离是相互独立的,即过度乐观者与过度悲观者同样多;第三,即使上述两个假设条件均不成立,市场上无摩擦的套利行为也会使股票价格回归到其基本价值。许多经济学家都曾对有效市场假说理论进行过论证,结果发现弱有效市场在大部分市场中都得以成立。华尔街投资大师波顿·麦基尔曾用投掷飞镖来形容市场有效性:股票市场的定价如此有效,以致就连蒙着眼睛的大猩猩向《华尔街日报》乱掷一阵飞镖,选出



的投资组合也能和专家管理的投资组合获得一样的回报。有效市场假说的提出是标准金融学的一座里程碑,其对市场清晰明确的阐述能够解释金融市场上的大部分现象,为其他后续理论的建立提供了坚实的基础。

上述预期效用函数理论、资产组合理论、资本资产定价模型、有效市场假说,加上公司金融领域由弗兰科·莫迪利安尼(Franco Modigliani)和默顿·米勒于1958年提出的莫迪利安尼-米勒(Modigliani-Miller)定理(简称MM定理),以及金融衍生品领域由费雪·布莱克(Fisher Black)与迈伦·斯科尔斯(Myron Scholes)提出的布莱克-斯科尔斯(Black-Scholes)期权定价模型,这些理论与模型构成了标准金融学的基本理论框架,为解决金融市场的资源配置问题提供了行之有效的手段。

标准金融学试图对金融问题进行完美的、标准化的数理分析。它以理性人假设和市场有效性假设为前提,采用一般均衡理论或者无套利定价理论作为分析范式,对金融市场的运行机制和金融资产的定价原理进行分析。其共同点是,都在不同程度上抛开了现实中的个体差异、摩擦和情感等心理因素,成为冷冰冰的标准化模式。正是这种标准化模式把一些重要的因素忽略掉了。它们通常假设投资者是理性的,根据效用最大化原则进行投资决策,资产的价格是不可预测的,没有人能够持续地获得超额利润,资产的价格反映了所有的信息。然而,在现实市场中的金融问题常常受到不完美、不精确的条件限制,使理论上的分析变得较为复杂,甚至出现偏误,从而造成标准金融学对现实解释的乏力。

事实上,从构建理论体系的角度来看,对现实市场进行某些抽象和提炼是非常必要的,但是不能将人们的行为过分简化。在标准金融理论发展的初期,这样的假定确实是有利的,但金融学的发展要想取得进一步的突破,就需要对现有的假定进行突破。不能再将人的因素仅仅作为假设排斥在外,而应该将人的行为分析纳入理论分析之中,以更好地指导人们进行正确的决策。

20世纪80年代,标准金融学逐渐受到理论上和现实中的挑战。在理论上,投资者完全理性的假定被动摇;在现实中,一些预测与来自现实市场中的数据相违背,这体现在整体股票市场表现、个体股票收益以及个体投资者的行为等方面,金融市场中越来越多的现象都不能用标准金融理论来解释。



于是,标准金融理论开始受到质疑,从而催生了行为金融学的诞生和发展。

第二节 行为金融学的兴起

维纳·德·邦特(Werner De Bondt)和理查德·塞勒指出,金融学看起来似乎是最不关心人类行为的一门经济学。劳动经济学家探索人们对工作领域与受教育程度的选择,公共财政学关注纳税人对法律修订的反应,甚至在宏观经济学中,对消费与储蓄的分析也从人们的决策出发。然而在金融学中,我们只是简单地坚持:无论人们做什么,他们都做得很正确,正确得让每一位经济学家自豪。人们的行为仿佛一个黑匣子。标准金融学对于投资者形成决策的过程与判断水平的优劣给予了太少关注,其直接后果是人的本性的缺失(De Bondt and Thaler,1994)。

现代金融学具有双重目标:定义最优决策与描述实际决策。而标准金融学因为“理性人”的假说,把两个目标混为一谈。实际上,一个有技巧的金融学家可以把任何现实情况描述为“理性的”,尤金·法玛称之为“模型挖掘”。从20世纪80年代发展起来的行为金融学,就是专门针对第二个目标的学说。需要指出的是,标准金融学并非一无是处,它的很多关于完美市场的假说仍然成立,比如人们是自利的,总是希望用最少成本获取最大利益;再比如期权定价模型不仅能正确地为期权定价,还能很好地描述大部分资产的价格。更根本的是,标准金融学指出了“什么是最优”。

约翰·克拉克(John M. Clark)曾指出,经济学家也许试图忽略心理学,但他绝无可能忽略人性本身。如果经济学家试着从心理学家那里借鉴人的定义,他尚有可能保持纯粹的经济学,但是如果不这样做,他不仅无法避免心理学,还不得不创造他自己的心理学,那将会非常糟糕。在金融学中加入心理学的考量,在标准金融学的基础上构建行为金融学的大厦,是为了保持纯粹的经济学而做出的努力(Clark,1918)。值得庆幸的是,行为金融学不是一门无聊的学科,默顿·米勒提到:“行为金融学太有趣了,以至于把我们从无处不在的市场力量中吸引到那边去,而后者是我们原本应该专注的领域。”(Miller,1986)虽然将心理学加入金融学(经济学)的观点在百年前便已有之,但是行为金融学真正的发展历程不过是从20世纪80年代起的短短四