



MODERN FINANCE SERIES

现代金融译丛

— 金融理论系列 —

# 金融支柱

The Pillars of Finance

盖伊·弗雷泽·桑普森 (Guy Fraser Sampson) / 著

崔梦婷 刘戈 刘菁菁 / 译

本书是一本生动且颇具挑衅色彩的读物，对现代金融中的一些核心理念提出了质疑。对于那些对现代金融感兴趣的人来说，本书将会引起他们的热烈讨论并在其中广为流传。作者从对“金融是什么”这一基本问题出发，对金融的三大支柱——风险、回报与价值的含义及其在金融中所扮演的角色进行了深入的探讨，在展开讨论的过程中，作者引用了多个领域相关的案例和金融界进行类比，从哲学角度比照了金融与物理等自然科学和心理学等社会科学，语言生动活泼，深入浅出，内容翔实丰富。



中国金融出版社



MODERN FINANCE SERIES

现代金融译丛

——理论类——

# 金融支柱

盖伊·弗雷泽·桑普森 / 著

崔梦婷 刘 戈 刘菁菁 / 译



中国金融出版社

责任编辑：王雪珂

责任校对：刘 明

责任印制：丁淮宾

Copyright© Guy Fraser – Sampson

First published in English by Palgrave Macmillan, a division of Macmillan Publishers Limited under the title The Pillars of Finance by Guy Fraser – Sampson. This edition has been translated and published under licence from Palgrave Macmillan. The author has asserted his right to be identified as the author of this Work.

北京版权合同登记图字 01 – 2015 – 5497

《金融支柱》一书中文简体字版专有出版权属中国金融出版社所有，不得翻印。

### 图书在版编目 (CIP) 数据

金融支柱 (Jinrong Zhizhu) / (英) 盖伊·弗雷泽·桑普森著；崔梦婷，刘戈，刘菁菁译. —北京：中国金融出版社，2016. 1

ISBN 978 – 7 – 5049 – 8225 – 4

I. ①金… II. ①盖…②崔…③刘…④刘… III. ①金融学—研究  
IV. ①F830

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2015) 第 286596 号

出版  
发行 **中国金融出版社**

社址 北京市丰台区益泽路 2 号

市场开发部 (010)63266347, 63805472, 63439533 (传真)

网上书店 <http://www.chinafph.com>

(010)63286832, 63365686 (传真)

读者服务部 (010)66070833, 62568380

邮编 100071

经销 新华书店

印刷 保利达印务有限公司

尺寸 169 毫米 × 239 毫米

印张 17.5

字数 232 千

版次 2016 年 1 月第 1 版

印次 2016 年 1 月第 1 次印刷

定价 52.00 元

ISBN 978 – 7 – 5049 – 8225 – 4/F. 7785

如出现印装错误本社负责调换 联系电话 (010)63263947

# 致 谢

本书有一部分基于我在卡斯商学院攻读博士学位期间对投资风险性质的研究，还有一部分，比如文献综述，直接引自我的博士论文。我想感谢前院长理查德·杰林沃特，他在最初鼓励我研究这个课题，而接任他的史蒂夫·哈伯曼先生在之后对我也十分支持，还有史蒂夫·托马斯教授，他是我的导师，给予了我耐心的指导。我还想感谢蒂姆·普莱斯，他把路德维希·冯·米塞斯的著作介绍给我，事实证明这对本书的完成也有一定的帮助。

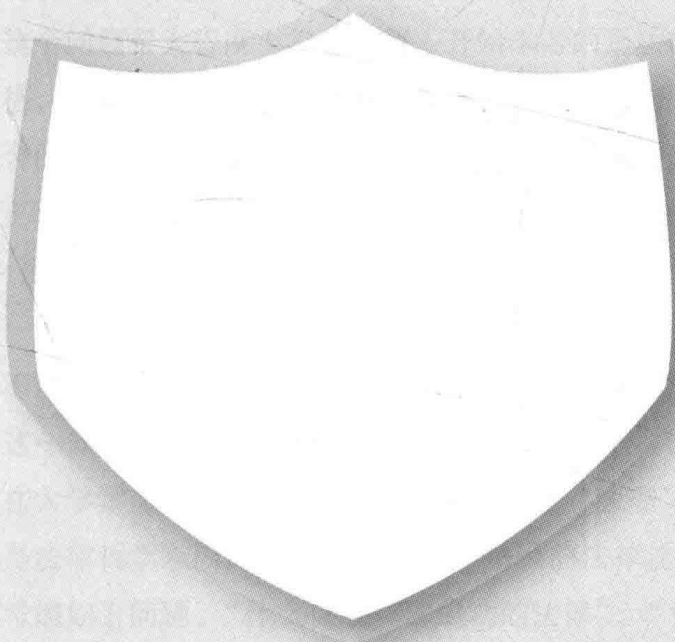
# 目 录

|                               |     |
|-------------------------------|-----|
| 第1章 介绍 .....                  | 1   |
| 第2章 终极问题 .....                | 11  |
| 第3章 靠运气的游戏 .....              | 25  |
| 第4章 但它是运动的 .....              | 39  |
| 第5章 金融和它的支柱 .....             | 53  |
| 第6章 周期性回报 .....               | 69  |
| 第7章 回报的再思考 .....              | 87  |
| 第8章 风险观点（战前）以及逻辑实证主义的影响 ..... | 105 |
| 第9章 风险观点（战后）：理论变成教条 .....     | 123 |
| 第10章 瓦解 .....                 | 141 |
| 第11章 风险与主观 .....              | 159 |
| 第12章 新事物的冲击 .....             | 175 |

|                            |     |
|----------------------------|-----|
| 第 13 章 金融与科学 .....         | 189 |
| 第 14 章 你知道的，它全在你的意识里 ..... | 203 |
| 第 15 章 人格，行为和决策 .....      | 219 |
| 第 16 章 历史的天使 .....         | 231 |
| 第 17 章 一个新的方法 .....        | 245 |
| 第 18 章 新金融将是什么样子的？ .....   | 259 |

# 第1章

## 介 绍







很久之前，我坐在金融班里攻读我的 MBA 课程。对于任何一个学习金融的人来说，我们都经历过这样的阶段：老师解释任何投资的风险溢价都与它的超额回报等同。我绞尽脑汁想弄明白这一点：一个既好又令人满意的东西（超额回报）怎么会由“风险”构成呢？

“对不起，”我说，“但我并不理解。”

老师居高临下地看着我。

“数学推导其实并不难，”他说，“但如果你想的话，我很乐意再带你推一遍。”

“不，我理解这个运算过程，”我回答说，“我只是不理解您说的‘风险’是什么意思。您又是怎样定义它的呢？”

他面无表情地盯着我，与此同时，一些非金融专业同学间的低声讨论在房间里扩散开。然后老师的脸清晰坚定起来。

“你只需要这么学去应付考试就行了，可以了吗？”

我想这个问题很大程度上得益于我一开始学习的是法律，并且获得了律师资格。如果你的思维经过特定的训练，在处理任何问题时都去寻找可能适合的规则，并且事后检查最好最适用的是哪些，那么这些词语的含义正是关键。法律条文通过语言构建起来（它们很难以其他形式存在），所以尽可能精确地理解它们的含义非常重要。有点讽刺的是，还有一种方法也很有用，即通过操纵法律条文的含义去为客户的目的服务，不过要再次强调一下，如果大体上对语言和含义没有很好的理解，做到这一点是不可能的。

当你在大学学习法律时，你会学到一个叫作“法理”的东西，它本质上就是法律哲学。因此，除了那些内容枯燥的法律法规和案例外，你还必须考虑如下问题，“什么促成一部成功的法律”，“我们必须遵守一部糟糕的法律吗”，甚至更基础的问题“法律是什么”。当时我的很多本科同学非常不喜欢这些内容，痛恨自己失去了学习额外的实务模块比如公司法或继承法的机会，但我却乐在其中。也许这和我自己当时读

过很多哲学有关，虽然法理的很多内容语言都十分晦涩难懂，但我仍然认为这是一段非常值得的经历。不过我那时就发誓，以后当我面临写一本书的任务时，我一定努力把它写得尽可能开放、尽可能有趣。

这些年来，我对风险的含义一直保持关注，起初只是金融背景下的咬文嚼字，但随着我看到越来越多的人作出显而易见糟糕的决定，而这种决定源于对明显虚伪的概念近乎奴性的坚持，那种关注风险含义的念头就变得越来越强烈。我对这个问题思考得越多，我就越来越好奇，但并非怀疑金融误导了人们对风险的理解（这对我来说是显而易见的），而是它怎样误导、为什么会如此，以及究竟为什么好像没有其他人考虑过这个问题的后果。

法理为最后一个问题提供了一条线索。如果每个领域的学生都被强制要求学习哲学，那么或许他们也能够有一个更广阔的视野，他们学到的实践技能和技术性知识是其中的一部分，但并不是全部。更辽阔的视野还可以被视作把专业性的理论放到具体情境中并赋予其含义。如果最基础最重要的思维框架和某一规则条令的狭义内涵发生冲突，那么后者就会被质疑并被迫去证明自身的合理性。

意大利哲学家贝内德托·克罗齐更雄辩地概述了我的想法。他说一颗公正的心比经受过高度训练的头脑更有可能发现真相<sup>①</sup>。我当初称为“金融世界”的东西看起来正在逐步演化成一种对知识要求越来越高的思维方式，但起点和目标却是错的。金融界人士应该问问自己一些基本的问题，比如“金融是什么”和“金融是怎样运作的”，而不是从明显随机的数据中寻找规律。

后来我有幸在卡斯商学院攻读博士学位时研究投资风险的性质，我的导师是史蒂夫·托马斯教授，这本书后面列举的文献综述也直接引用了我的博士论文。这是一个有趣且令人欣慰的过程，因为在研究时我发现其实其他人对风险的传统观点也有所质疑。别人的研究成果表明，甚

---

<sup>①</sup> 根据 Clive James 在《文化失忆》（Picador，伦敦，2007）中的阐述。

至“传统”这个词语本身就具有误导性，真正的传统观点是，风险过于复杂，以至于不能被恰当地理解认识，无论金融界是否提倡数学计算这种方式，风险都无法通过计算度量。

相反的是，现在盛行的观点的起源时间相当晚，是由哈里·马柯维茨 1952 年的一篇文章发展而来。用“发展”这个词语非常谨慎，因为马柯维茨从来没有明确说过他计算的东西是风险，虽然他含蓄地表达了这一点（实际上他用的短语是“一个令人不悦的东西”）。在这不大站得住脚的基础上，金融界拓展出大量的数学技巧，其中很多成为现代投资组合理论的组成部分。

我同样有幸在指导下接触了一些杰出的研究员、科学家们的著作，还有一些我通常不会阅读的书籍，虽然我是一个喜欢读书的人。随着我慢慢了解科学家们是怎样追索知识的，我对金融界怎样和为什么要把金融运作成现在这个样子有了更多的疑问。当意愿更为明确时，我阅读了卡尔·波普尔（译者注：1902—1994，原籍奥地利，犹太人，“二战”期间在英国避难期间入英国国籍。当代西方最有影响力的哲学家之一，研究涉及科学方法论、科学哲学、社会哲学等，代表作《科学研究的逻辑》）的著作，希望对“科学”最初是什么有一个更为清晰的理解。

这些年来，对于风险我逐渐萌生了另一种观点。像科学家们在物理领域做的那样，我开始尝试着描绘一个框架，从而可以对金融的整体范围有更好的把握。为了达到这一点，仅仅孤立地关注风险是不够的，至少当它在整个体系中的含义和地位尚且没有定论时是不够的。正是这一点给了我“金融支柱”的启示，又适当添加了几个大写字母，就成了这本书的题目。

金融支柱的目的是为知识建立起框架并提出自己的探索，就像物理学家对时间、空间和其因果关系的探索那样。这对于金融领域来说尤其必要，因为似乎没有人提问、更不用说尝试着回答那个最为基础的问题，即“金融是什么”，跳着看一下这本书结尾的段落，我在那儿提

出，金融是关于回报、风险和价值的一种功能，其回报、风险和价值的运作需要时间和人类的行为。这个界定或许能或许不能经受住时间的检验（实际上，我希望不能，因为只有抛弃旧的假设、采纳新的更好的假设才能进步），但它至少是一个比较好的开端。

然后我们需要对所有这些支柱进行研究，这正是本书尝试做的事情，而不仅仅关注风险。承认任重而道远是至关重要的，这本书经历了十年的酝酿，仅把它写出来就花了我一年多的时间，从这里就能看出这个任务并不轻松。

其中有个难题在于似乎之前并没有人考虑过其中的大部分问题，而那些考虑过的人比如路德维希·冯·米塞斯，他们的著作长期以来被忽略，以至于阴谋理论家会指责这些著作是被故意封锁的。也许这与马柯维茨的观点逐渐得以强化，甚至达到了接近宗教信条的程度有关。无论是哪种情况，从“二战”后撰写的书中几乎都找不到指导，至少在金融领域找不到。

另一个难题在于不可能独立地观察任何一个支柱。我原本尝试在可能的地方把这几个金融支柱独立成章，但这种方法从材料到论证过程都会带来一些重复。经过再三考虑，我还是觉得，考虑到对主题进行部分划分的好处，重复叙述的成本是可以接受的，在这一点上，我也问了读者们的嗜好。举例来说，有些关于回报的讨论折射了人们对时间的考量，回报和风险存在着明显的交叉点，而主观性、认知、行为、情感甚至知识本身的性质等主题都像线一样，贯穿了我们要考虑的每一件事。

提及这些事，就引出了另一个明显的要求：如果不考虑其他的学术准则比如心理学、哲学等，我们就不可能对金融有真正的认识。此外，我们还会探讨那些来自艺术、文学和各种各样的其他领域的例子。

把这两个因素综合在一起，有些章节附了一些从实际生活提炼出的插图，通过这些插图，读者会对金融各方面有一个不同的视角，我也希望在这个过程中提出了一些新颖的观点。我了解到，多年来，不论是教

学还是口述任务，相比于枯燥的事实，人们对图画和故事通常有更充分的回应，所以请愉快地接受这些出于这种目的打造的小插图吧（至少它们其中有些很有趣）。

顺带说一句，我相信正是一些其他的准则，比如哲学，在金融中的应用，使我取得了很大进步。我们将会看到，一个被称为“逻辑实证主义”的哲学学派在诱使金融从它现在应回归的原点走向歧途的过程中扮演了一个重要角色，这一点毋庸置疑，但当今没有被广泛接受。类似地，正是当我在思考主观、客观、观点的区别时，我对风险的性质的看法逐渐清晰起来。

渐渐地，我认识到，一旦你本着诚实的求索精神接触金融，而不是留意并接受金融界要你相信的那些东西，有些事情就会变得相当明显，不仅我们对金融几乎一无所知，而且现存金融框架的构建也非常草率杂乱。没有人真正恰当地定义过金融术语，或者设置过参数。相反地，金融可以简单地被假定为任何东西，对专业学者来说，哪个定义使自己在特定研究领域的学术追求最方便，哪个就是金融；对投资者来说，哪个定义与投资者选择的方法论摩擦最小，哪个就是金融。

为了让这个幼稚的构建看起来不那么愚蠢，金融界把蔚为壮观的科学的其他领域引入到金融当中，从而把它选择使用的数学技巧合法化。然而讽刺的是，只要一对金融进行严密的分析，就会发现金融不仅不是科学，而且即使是那些在言论中大谈金融的科学性的人们，其实也在以完全不科学的方法对待金融。我们会在卡尔·波普尔的帮助下探讨这一点，卡尔·波普尔之前已经提到，对什么有资格被称作“科学”、什么没有进行广泛的研究。我们将会看到，金融远远不像科学，它的实践与宗教的发展更接近，如弗雷泽在《金枝》<sup>①</sup>中写的那样，信仰升级到可怕的信条，高级神职人员故弄玄虚以增加神秘，这样宗教才得以发展。在这种氛围下，诚实的质询往往被看作是异见，甚至是异端邪说，因此

<sup>①</sup> 詹姆斯·弗雷泽：《金枝》，华兹华斯出版社，伦敦，1993。但本书最初出版于1890年。

通常会被指责为这种理解是不充分的。

金融的失败在于没能解决最基本的问题，比如“金融是什么”，更不用说“风险是什么”了。正是金融的失败提示我思考，金融不像法学一样有可比的法理是多么大的遗憾，这种感受在我发现科学家们（这里指的是真正的科学家）也会被鼓励去探索科学的哲学时尤其强烈。

虽然这些在本书的范围之外，但它们几乎可以完全解释为什么金融，尤其直到最近一段时间，被看作只在充满数字和数学计算的真空中运行，完全与行为因素和道德考虑脱离。当然，在当前的环境下，道德话题处于最显著的位置，而金融要努力与这种新发展相适应。之所以如此，部分原因在于由于金融缺乏等价的法理，它没有一个概念性的框架去容纳这些开放性的、定性的问题，这些问题需要的是恰恰是价值判断，而非数学计算。

不过，还有一部分原因在于接受这种做法会打击现存的对风险的观点。一旦你接受道德考虑是相关因素，你就必须接受投资者和金融家至少会考虑并寻求逃避媒体和公众揭露他们丑闻的方法，并且他们会对同行不置一言。事实上，当今任何参与到投资决定中的人，不论是委托人还是顾问，都明白“头条风险”或“名誉风险”有时是决定是否采取一套特别行动方案的最关键的因素。然而，承认一项投资中蕴含着无法用数学计算估计的实质性风险却是对现行方法的公然冒犯。

这就是科学现在的趋势，它忽略任何不能被计算的东西，从而导致了金融领域盛行的狭隘的数学方法。在这种环境下，考虑人们的行为冲动，或者考虑人们的行为对他人、社会可能产生的影响，或者考虑金融系统这个整体，都是与金融不相关的。事实上，金融明确公开放弃了这些质询，仅要求我们相信所有的投资者都是理性的。

金融没能恰当地探究清楚它的结构要素的性质，其实践后果后来非常清楚，开始于2007年的危机部分起源就在于此。我们对风险的错误

理解导致了对它的错误描述和错误定价。同时，那些毫无疑问是“风险”的部分被忽略了因为它们并不符合公认的定义。所有这些因素在今天仍然存在，这是可以论证的。

同时，那些不人云亦云的人群队伍逐渐壮大，并且呼声也越来越高。仅仅在写这本书的最近两周内，我就听说了两次现代投资组合理论面临的公开挑战：一次在家庭办公室投资会议上，另一次在广播节目中。金融理论和投资实际之间裂缝逐渐扩大为一道鸿沟，人们开始注意到这一点，虽然提出了质疑但还没有得到答案。这本书的目的，如果不是为了提供，至少是建议人们朝哪里看。

提到这一点，我承诺过书中会有一些插图和不同的角度，那么让我们直接潜入道格拉斯·亚当斯（译者注：1952—2001，英国著名科幻小说家和音乐家，尤其以《银河系漫游指南》系列作品出名）的精彩世界吧！





## 第2章

# 终极问题

