

“十三五”国家重点出版物出版规划项目

诺/贝/尔/经/济/学/奖/获/得/者/丛/书
Library of Nobel Laureates in Economic Sciences

行为金融学新进展 (II)

**Advances in
Behavioral Finance**
(Volume II)



理查德·H·泰勒 (Richard H. Thaler) 主编
罗伯特·J·希勒 (Robert J. Shiller) 等著

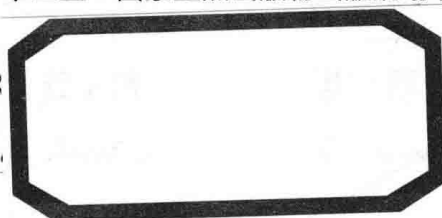
 中国人民大学出版社

“十三五”国家重点出版物出版规划项目



诺 / 贝 / 尔

Library



者 / 丛 / 书

Sciences



行为金融学新进展

(II)

**Advances in
Behavioral Finance**
(Volume II)



理查德·H·泰勒 (Richard H. Thaler) 主编

罗伯特·J·希勒 (Robert J. Shiller) 等著

贺京同 等译

贺京同 校

中国人民大学出版社
· 北京 ·

图书在版编目 (CIP) 数据

行为金融学新进展. II / (美) 理查德·H·泰勒主编; 贺京同等译. —北京: 中国人民大学出版社, 2016. 10

ISBN 978-7-300-23532-5

I. ①行… II. ①理… ②贺… III. ①金融-经济行为-研究 IV. ①F830

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2016) 第 263945 号

“十三五”国家重点出版物出版规划项目

诺贝尔经济学奖获得者丛书

行为金融学新进展 (II)

理查德·H·泰勒 (Richard H. Thaler) 主编

罗伯特·J·希勒 (Robert J. Shiller) 等著

贺京同 等译

贺京同 校

Xingwei Jinrongxue Xinjinzhan (II)

出版发行 中国人民大学出版社

社 址 北京中关村大街 31 号

邮政编码 100080

电 话 010-62511242 (总编室)

010-62511770 (质管部)

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 北京宏伟双华印刷有限公司

规 格 160 mm×235 mm 16 开本

版 次 2017 年 10 月第 1 版

印 张 40 插页 1

印 次 2017 年 10 月第 1 次印刷

字 数 671 000

定 价 98.00 元

版权所有 侵权必究

印装差错 负责调换

译者序

行为金融学是一个崭新且发展迅速的研究领域。它克服了传统金融学将人强化为一个同质“参数”——理性人的局限性，以及由此产生的种种异象，使金融学具有了“人气”。简单地说，行为金融学是在经典的以钱和物为主体的金融研究中，结合刻画人类主观思维的科学理论，特别是认知心理学理论，解决金融系统本不应该忽视的另一主体——金融活动参与者——加入其中的金融现象和问题的解释与预测，以及在此环境下，人们是如何进行决策的。同时，快速发展的行为金融学研究指出，在有效市场框架下，传统理性投资者的期望效用最大化理论不能解释许多现实问题。行为金融学理论旨在协调基于人类行为的——包括个体行为和群体行为在内的——与经典理论相互矛盾的解释。例如，行为金融学有助于解释市场无效的表现和原因。在经历了与传统理论卫道士最初的抗争之后，目前，行为金融学正逐渐成为主流金融学的一个重要组成部分。

本译著的内容，大多源自近年来在金融学界具有广泛影响的学者，发表于国际上经济学或金融学顶级期刊上的，关于行为金融学研究成果。涵盖金融学主要研究领域的六个方面：套利限制、股票收益和股权溢价、过度反应和反应不足的实证研究，过度反应和反应不足的理论、投资者行为和公司金融。

毫无疑问，迅速崛起的行为金融学必然产出庞大的研究成果，故本书所选的文献仅是其中极小部分，但却是极具权威性和代表性的部分，正如哈佛大学教授戴维·莱布森所言：“本书完整地回顾了过去几十年间行为金融学领域的进展。不管从哪方面衡量，这本书都具有重要影



响。该书是金融经济学家以及任何对这一领域感兴趣者的必读著作,并且对于研究生和相关研究者来说,也是一本非常有价值的参考文献。”

本书的翻译是我主持完成的,译者包括南开的一部分海归学者和我的研究生:吴梦迪(约翰霍普金斯大学金融学硕士)、李柳玲(罗格斯新泽西州立大学经济学博士)、赵红梅(爱尔兰国立大学都柏林分院经济学博士)、余峰燕(博士后)、刘倩(博士)、范若滢(博士)、郝身永(博士)、郑为夷(博士)、廖直东(博士)、陈坚(硕士)、李德富(硕士)、吴浩波(博士)和刘菲菲(硕士)。具体分工如下:前言、第1章、第12章、作者介绍由贺京同译;第二章由贺京同、范若滢、陈坚译;第3章由贺京同、刘倩、李德富译;第4章由刘倩、李德富译;第5章由吴梦迪、刘倩译;第6章由吴梦迪、范若滢译;第7章由吴梦迪、范若滢译;第8章、第15章由余峰燕、贺京同译;第9章由李柳玲、郝身永译;第10章由赵红梅、郝身永译;第11章由郝身永、吴浩波译;第13章由郑为夷、贺京同译;第14章由郝身永、贺京同译;第16章由刘菲菲、廖直东译;第17章、第18章由廖直东、吴梦迪译;第19章由廖直东、贺京同译。贺京同对本书进行了全面校对。

中国人民大学出版社一直致力于翻译出版经济和金融学领域的前沿著作,此次把本书翻译工作委托给我们,既是对我们先前工作的认可,也是对我们更严峻的考验。论文的翻译要比翻译著作和其他文章难得多,尽管我们竭尽所能,也仍难免未达其意。现终于把译本呈现在读者面前,恳请读者给予批评和建议。

本书在翻译过程中,得到了国家社会科学基金重大项目“经济稳定增长前提下优化投资与消费的动态关系研究”(项目号12&ZD088)的支持,故本书亦属于上述科研项目的阶段性成果之一,在此一并表示感谢。

贺京同

2013年金秋于南开园

作者介绍

理查德·H·泰勒 (Richard H. Thaler) 是芝加哥大学商学院经济、财政和行为科学教授 (Robert P. Gwinn 讲席教授), 芝加哥大学决策研究中心主任, 美国国家经济研究局 (NBER) 助理研究员, 在 NBER 他和其他人共同负责行为经济学项目。泰勒被认为是在试图填补心理学和经济学之间的缺口的先驱者之一。他曾研究过的问题包括自我控制、储蓄、心理核算、公平、禀赋效应、行为金融学。他是《赢者的诅咒》(*The Winner's Curse*) 和《准理性经济学》(*Quasi Rational Economics*) 的作者, 是论文集《行为金融学新进展》(*Advances in Behavioral Finance*) 的编者。在《经济展望杂志》(*Journal of Economics Perspectives*) 发表了一系列有关“异象”问题的文章。

布莱德·M·巴伯 (Brad M. Barber) 是加州大学戴维斯分校管理学院金融学教授。他最近的研究侧重于分析师建议和投资者心理。他的研究得到了大众媒体广泛的报道, 包括《商业周刊》、《时代周刊》、《华尔街日报》、美国广播公司新闻、NBC 晚间新闻、CNN、CNNfn、CNBC 等。巴伯教授撰写了大量学术文章, 发表在《金融杂志》(*Journal of Finance*)、《金融经济学杂志》(*Journal of Financial Economics*)、《金融研究评论》(*Review of Financial Studies*)、《政治经济学杂志》(*Journal of Political Economy*)、《经济学季刊杂志》(*Quarterly Journal of Economics*)、《美国社会学评论》(*American Sociological Review*)、《财务分析与定量分析杂志》(*Journal of Financial and Quantitative Analysis*)、《金融分析师杂志》(*the Financial Analyst Journal*) 等诸多刊物上。他经常在学术和从业者会议上发表演讲。目

前他在美世全球咨询的投资顾问委员会 (Investment Advisory Committees for Mercer Global Advisors) 以及加州独立系统运营者市场监督委员会 (the Market Surveillance Committee of the California Independent System Operator) 任职。巴伯教授于 1991 年在芝加哥大学获得金融学博士学位。他还拥有芝加哥大学 MBA 学位和伊利诺伊大学经济学学士学位。在加州大学戴维斯分校教授投资分析与公司财务政策相关课程。

尼古拉斯·巴贝尔斯 (Nicholas Barberis) 是耶鲁大学管理学院金融学教授, 国家经济研究局研究员。他的研究主要集中于行为金融学领域, 特别是关于基于心理学的投资者偏好和投资者信念模型。由于其出色的研究而获荣誉奖 (FAME Prize for Research), 因对终身金融保障的研究获保罗·A·萨缪尔森优秀学术著作奖 (the Paul A. Samuelson Prize for Outstanding Scholarly Writing on Lifelong Financial Security), 此外还有多项教学奖。目前执教于耶鲁大学管理学院, 此前, 在芝加哥大学商学院有过多年教学经历, 曾担任过哈佛大学和伦敦商学院的客座教授 (visiting professorships)。1996 年在哈佛大学获得博士学位, 1991 年在剑桥大学获得学士学位。

什洛莫·博纳茨 (Shlomo Benartzi) 是加州大学洛杉矶分校安德森管理学研究生院副教授。博纳茨博士在康奈尔大学约翰逊管理学研究生院获得博士学位。他的研究调查了定期供款计划 (defined contribution plans) 中参与者的行为。特别是他目前的工作正在探讨退休储蓄计划中个人是如何做出财务决策的。此外, 他正在开发行为处方——如, “明天多储蓄”项目 (“Save More Tomorrow” program), 协助员工做出更优的财务决策。博纳茨博士的研究成果已发表在《美国经济评论》、《政治经济学杂志》、《经济学季刊》、《金融杂志》、《会计评论和管理科学》(the *Accounting Review and Management Science*)。他的研究在《经济学家》(Economist)、《金融时报》(Financial Times)、《投资者商业日报》(Investor's Business Daily)、《洛杉矶时报》(the Los Angeles Times)、《纽约时报》(the New York Times)、《货币》(Money Magazine)《退休计划赞助人》(Plan Sponsor)、《退休金和投资》(Pensions and Investments)、《华尔街日报》(The Wall Street Journal) 和 CNBC 电视频道等都有所讨论。博纳茨曾在美国劳工部雇员退休保障法咨询委员会 (ERISA Advisory Council of the U. S. Department of Labor)、阿拉斯加州养老金投资咨询理事会 (the Investment Advisory Council of the Alaska State Pension) 和晨星咨询委员会 (the Advisory Board of

Morningstar) 任职。

约翰·Y·坎贝尔 (John Y. Campbell) 是哈佛大学应用经济学 Otto Eckstein 教授。他在牛津大学完成本科学业, 1984 年获得耶鲁大学经济学博士学位, 此后在普林斯顿大学执教十年, 1994 年转到哈佛大学。他是国家经济研究局资产定价项目副研究员, 曾任这一项目主任; 曾任《美国经济评论》以及《经济学和统计学评论》编辑; 计量经济学会和美国艺术与科学院研究员; 2004 年当选为美国金融协会主席。坎贝尔是哈佛管理公司的董事会成员, 是 Arrowstreet 资本 (一家定量资产管理公司) 的合伙人。坎贝尔的工作关注资产市场及其对宏观经济的反应, 以及对投资组合选择的规范分析。著有《金融市场计量》(*The Econometrics of Financial Markets*) (与 Andrew Lo 和 Craig MacKinlay 合著) 和《战略资产配置: 长期投资者的投资组合决策》(*Strategic Asset Allocation: Portfolio Choice for Long-Term Investors*) (与 Luis Viceira 合著), 两者都因对终身经济保障的精彩学术研究而赢得美国教师退休基金会保罗·萨缪尔森奖。

埃米尔·M·黛博拉 (Emil M. Dabora) 1991 年获麻省理工学院科学学士学位, 1996 年获得哈佛大学经济学博士学位。曾在摩根士丹利从事六年自营交易, 目前是 Caxton Associates (一家全球性多策略对冲基金) 资产组合经理, 领衔事件驱动投资 (event-driven investing) 团队。

肯特·丹尼尔 (Kent Daniel) 是西北大学凯洛格管理学院金融学 Helen and John L. Kellogg 教授。加入凯洛格前, 丹尼尔曾执教于芝加哥大学和不列颠哥伦比亚大学。丹尼尔教授著述颇多。他曾设计实验检验资产定价模型, 重点检验试图解释资产收益截面可预测性和股权溢价的程度以及可预测性的模型。他从理论和实证两方面对基于心理学的资产定价理论进行了研究。曾两次获史密斯-布里登奖, 该奖是授予《金融学杂志》最佳论文的。他是美国国家经济研究局副研究员和《金融学杂志》的副主编。1992 年在加州大学洛杉矶分校获得博士学位。

弗朗索瓦·德乔治 (François Degeorge) 是瑞士卢加诺大学 (University of Lugano) 金融学教授, 哈佛大学博士。1993 年至 2003 年任教于巴黎高等商学院, 教授金融。其研究主要集中在公司金融, 在《商业杂志》(*Journal of Business*)、《金融学杂志》(*Journal of Finance*)、《金融经济学杂志》(*Journal of Financial Economics*) 和《风险和不确定性杂志》(*Journal of Risk and Uncertainty*) 发表有若干论文。曾获以下奖项:

默顿·米勒奖(2000年),欧洲咨询第一奖(Inquire Europe First Prize)(1998年和2003年),1994年高等商学院基金会奖,1993年获史密斯-布里登奖提名。

肯尼斯·A·弗鲁特(Kenneth A. Froot)是哈佛大学工商管理研究生院工商管理学 André R. Jakurski 教授。教授资本市场、国际金融学、风险管理等课程。弗鲁特教授从斯坦福大学获得学士学位,从加州大学伯克利分校获得博士学位。在国家经济研究局任副研究员及保险小组主席,并于1988—1989年担任国家经济研究局 Olin 项目的研究员。他的研究涉及金融学,风险管理及国际经济学等方面的广泛话题,研究成果发表在多家期刊上,出版有多部著作。他是《国际金融管理与会计杂志》(*Journal of International Financial Management and Accounting*)主编,《国际经济学杂志》(*Journal of International Economics*)、《巨灾风险融资》(*The Financing of Catastrophe Risk*)、《外国直接投资》(*Foreign Direct Investment*)及《东欧转型》第I、II卷(*The Transition in Eastern Europe, Vols. 1 and 2*)等的副主编。他是美国金融协会(American Finance Association)、美国经济学会(American Economics Association)和行为金融工作小组(Behavioral Finance Working Group)成员,并担任美国外交关系协会(Council on Foreign Relations)的长期成员(term member)。

J. B. 希顿(J. B. Heaton)是芝加哥 Bartlit Beck Herman Palenchar & Scott 有限责任合伙公司的诉讼律师合伙人(litigation partner)。1990年获伊利诺伊大学文科学士学位,1999年获芝加哥大学法学博士学位、工商管理硕士学位和金融博士学位。他曾任教于杜克大学富卡商学院,教授企业重组课程,2003年获杜克大学杰出教学奖。就法律和财务中许多领域发表了多篇文章,2003年作为《金融研究评论》(*Review of Financial Studies*)最佳论文作者(与阿龙·布拉夫)获得巴克莱全球投资者/迈克尔·布伦南奖(Barclay's Global Investors/Michael Brennan Award),奖励其辨别理性和行为资产定价理论的争议的研究工作。

戴维·史莱弗(David Hirshleifer)是俄亥俄州立大学费雪商学院金融系系主任(Ralph W. Kurtz Chair)。此前执教于加州大学洛杉矶分校安德森学院,并曾在密歇根大学商学院任系主任(Waterman Chair)。他在金融学和经济学方面的研究曾荣获多个奖项,媒体对其研究内容有所介绍。他被人们认为是行为经济学和金融领域杰出的研究者,曾任

《金融研究评论》编辑，金融学、经济学以及企业战略领域几家杂志的副主编。他最近的研究着重于企业和市场中的心理学，包括情绪和股票价格分析、投资者有限的注意力和会计信息的误用、利用股票市场错误定价的交易策略设计、模仿和狂热以及收购和管理投资决策等方面。

哈里森·洪（Harrison Hong）是普林斯顿大学经济学教授，讲授本科生、硕士生以及博士项目的金融学相关课程。2002 年来到普林斯顿，此前是斯坦福大学商学院金融学教师，那时是金融学副教授。1992 年以极优异的成绩毕业于加州大学伯克利分校，获得经济学和统计学学士学位，1997 年获得麻省理工学院经济学博士学位。洪的研究涉及话题广泛，包括行为金融和股票市场的有效性、资产定价和市场不完善下的交易、社会互动和投资者行为、职业观念和羊群行为、共同基金、证券分析师和投资者关系。他是《金融中介杂志》（*Journal of Financial Intermediation*）编委会成员，曾获多项研究奖励。

黄明（Ming Huang）是中国北京长江商学院金融学教授，目前正在斯坦福大学商学院金融学助理教授职位休假中。其研究主要集中在行为金融学、信用风险、流动性和拍卖理论。研究成果见诸《政治经济学期刊》、《经济学季刊》、《美国经济评论》、《经济理论杂志》（*Journal of Economic Theory*）、《金融学杂志》等。曾获 2000 年 FAME 荣誉奖，斯坦福大学和芝加哥大学教学奖。

纳拉辛汉·杰伽迪斯（Narasimhan Jegadeesh）是埃默里大学商学院院长特聘教授，国家经济研究局资产定价小组副研究员。他教授实证研究方法、资产组合管理和固定收益证券等方面课程。其研究关注投资、股市的有效性、分析者预测和建议以及固定收益证券。杰伽迪斯教授研究成果丰富，在《金融学杂志》、《金融经济学杂志》、《金融研究评论》等顶尖期刊发表多篇论文。《经济学家》、《货币》（*Money*）、《纽约时报》、《理性投资》（*Smart Money*）、波士顿 WPIX 广播电台和 CNN 都曾专题报道其研究。

欧文·A·拉蒙特（Owen A. Lamont）是耶鲁管理学院金融学教授，国家经济研究局副研究员。1988 年在 Oberlin 学院获经济学和行政管理学士学位，1994 年在 MIT 获经济学博士学位。2003 到耶鲁前在普林斯顿大学和芝加哥大学执教。曾获多项奖励，包括国家科学基金会（National Science Foundation）和 Alfred P. Sloan 基金会奖学金。研究资产定价和公司金融问题，就卖空、股票收益、债券收益、封闭基金和企业多元化等发表多篇学术论文。他在耶鲁教授行为金融学课程。



约瑟夫·兰科尼肖克 (Josef Lakonishok) 是伊利诺伊大学香槟分校金融学 Karnes 教授, 国家经济研究局副研究员, LSV 资产管理委托人。此前曾是特拉维夫大学金融学教授。他从康奈尔大学获得金融学博士学位。兰科尼肖克教授专攻实证投资研究。发表论文逾 80 篇, 内容所涉及的投资方面的话题非常广泛, 如绩效评价、分析师预测、股票回购以及基于基本面信息和动量的交易策略。兰科尼肖克博士曾任——目前也在担任——金融经济学领域许多顶尖期刊的副编辑。最近其主要成果是麦克劳希尔公司出版的《投资巨人》(*Investment Titans*) 一书。

罗尼·麦克利 (Roni Michaely) 是康奈尔大学约翰逊管理学院管理学的 Rudd Family 管理学教授及金融学教授。同时在以色列 Herzliya 跨学科中心担任一定职务。麦克利教授的研究兴趣集中在公司金融、资本市场和评估等方面。目前他主要关注资本市场中利益冲突、公司股利政策和证券评价。最近研究成果发表在《金融学杂志》、《金融研究评论》、《财务分析与定量分析杂志》、《金融中介杂志》和《金融管理》等学术期刊上。《华尔街日报》、《纽约时报》、《经济学家》、《投资者商业日报》(*Investor's Business Daily*)、《旧金山记事报》(*San Francisco Chronicle*)、《商业周刊》、《福布斯》、《巴伦周刊》(*Barrons*)、《货币》、路透社、《价值》(*Worth*) 以及其他媒体都曾对其研究做过专题报道。麦克利教授在 1998—2003 年任以色列证券局 (Israeli Securities Authority) 主任。他也在证券评估、重构和银行业利益冲突等领域提供咨询服务。

特伦斯·奥丁 (Terrance Odean) 是加州大学伯克利分校哈斯商学院金融学副教授。1990 年在加州大学伯克利分校获统计学学士学位, 1997 年在哈斯商学院获金融学博士学位。1997 年到 2001 年间在加州大学戴维斯分校教授金融学。他在伯克利本科期间和丹尼尔·卡尼曼一起研究判断和决策。这导致了其把现在研究兴趣集中在心理学驱动的决策是如何影响投资者福利和证券价格方面。1970 年夏天他在纽约开出租车。

贾允杜·帕特尔 (Jayendu Patel) 领导 Choice Stream 的一个研究小组, 小组中研究人员研究方向各异, 包括微观计量经济学、贝叶斯统计学、决策建模、协同滤波、图书馆学/知识分类学、搜寻理论。他从芝加哥大学获得博士学位。2001 年作为首席专家加入 Choice Stream, 此前, 他是波士顿大学、哈佛大学、波士顿学院的教授。目前其研究兴趣涉及消费者选择、判断和决策以及公司金融。

塔诺·桑托斯 (Tano Santos) 是哥伦比亚商学院金融和经济学系 1967 商学副教授。他在芝加哥大学经济系获经济学博士。其毕业论文关注的是金融创新的时间安排和实际的负效应。加入哥伦比亚大学以前，在芝加哥大学商学院工作。其目前研究兴趣集中在资产定价和金融市场的制度方面。

罗伯特·J·希勒 (Robert J. Shiller) 是耶鲁大学经济学 Stanley B. Resor 教授，耶鲁管理学院金融国际中心研究员。1972 年在 MIT 获经济学博士学位，此后曾被多次授予荣誉博士或教授。他是国际经济研究局副研究员、美国艺术和科学院研究员、计量经济学会研究员、古根海姆奖学金获得者和美国哲学学会成员。希勒在金融市场、行为经济学、宏观经济学、不动产、统计方法以及市场公众态度、意见与道德评判等方面著作颇丰。1989 年写的《市场波动》(*Market Volatility*，由麻省理工学院出版) 对投机市场的价格波动作了数学分析和行为分析；1993 年写的《宏观市场：建立管理社会最大经济风险的机制》(*Macro Markets: Creating Institutions for Managing Society's Largest Economic Risks*，由剑桥大学出版社出版) 提出了多种新的风险管理合同，如国民收入或不动产期货合同，这将会引领一场适应现代人生活水平的风险管理领域的新的革命，此书获得 1996 年美国教师保险与年金协会—大学退休证券基金 (TIAA-CREF) 萨缪尔森奖项；另一本书，《非理性繁荣》(*Irrational Exuberance*，2000 年由普林斯顿大学出版社出版) 对 1982 年以来的股市繁荣作了一番分析和说明，并获得了 2000 年共同基金 (Commonfund) 奖项，被《纽约时报》评为非科幻类最畅销书。《金融新秩序：管理 21 世纪的风险》(*The New Financial Order: Risk in the 21st Century*)，分析了将来金融、保险和公共金融所扮演的扩张性角色，被译为 8 种文字，该书获《金融时报》getabstract 奖 (授予最佳商业类书籍) 及 2004 年度 Wilmott 奖 (授予商业周刊杂志评选出的 2003 年度最佳商业书籍)。他与别人共同创建了卡魏施有限公司 (Case Shiller Weiss, Inc.)，这是一家经济研究和信息公司，后在 2002 年由 Fiserv, Inc. 收购。另外，还和别人一起成立了宏观证券研究有限公司 (Macro Securities Research, LLC)，一家致力于新风险证券化的公司。

安德烈·史莱弗 (Andrei Shleifer) 是哈佛大学经济学教授 (Whipple V. N. Jones 讲席教授)，拥有哈佛大学学士学位及 MIT 博士学位。1991 年开始在哈佛执教，此前，在普林斯顿和芝加哥商学院任教。史莱弗的研究领域涵盖比较公司治理、法和金融、行为金融以及制度经济学等方



面。已出版 4 部书,包括《掠夺之手》(*The Grabbing Hand*) (与 Robert Vishny 合作) 以及《并非有效市场: 行为金融导论》(*Inefficient Markets: An Introduction to Behavioral Finance*), 另外还发表了 100 余篇文章。史莱弗 1989 年至 1999 年任《经济学季刊》编辑, 曾任《金融杂志》和《金融经济学杂志》副主编。目前担任《经济观点杂志》主编以及《金融经济学杂志》顾问。史莱弗是经济计量学会以及美国艺术和科学院研究员。1999 年, 获美国经济学会颁发的约翰·贝茨·克拉克奖章。

杰里米·C·斯坦 (Jeremy C. Stein) 是哈佛大学经济学教授, 为本科生以及博士项目学生讲授金融学方面课程。同时, 他也是国家经济研究局副研究员。2000 年起, 在哈佛大学工作, 此前已在 MIT 的斯隆管理学院执教 10 年, 最近获得彭尼 (J. C. Penney) 管理学教授荣誉。更早前, 1987 年到 1990 年, 在哈佛大学商学院任金融学助理教授。1983 年以优异成绩获得普林斯顿大学经济学学士学位, 1986 年获经济学博士学位。斯坦的研究涵盖以下话题: 行为金融学和股票市场有效性; 公司投资和融资决策; 风险管理; 企业内资金配置; 金融中介以及货币政策。

阿维尼德赫·苏巴曼亚姆 (苏夫拉) (Avanidhar Subrahmanyam (“Subra”)) 目前是加州大学洛杉矶分校的金融学教授, 1990 年获安德森学院金融学博士学位。1990 年至 1993 年任哥伦比亚大学助理教授, 1993 年至 1994 年间任安德森学院客座副教授。目前研究兴趣涉及公司股票的交易环境与该公司的资本成本之间的关系、资产价格行为的行为理论、股权回报率横截面的实证决定因素。苏巴曼亚姆教授在顶尖金融学和经济学杂志上就上述方面独立撰写或与他人合写了多篇约稿论文 (refereed journal articles)。他是国家经济研究局马萨诸塞州剑桥新成立的市场微观结构研究小组成员。在《金融学杂志》、《金融经济学》、西部金融协会会议 (Western Finance Association meetings) 和金融学国际会议 (International Conference of Finance in Taiwan) 获得过最佳论文奖并且多次被《金融学杂志》提名为最佳论文。现任《金融市场杂志》合作编辑, 曾任《金融学杂志》和《金融研究评论》副编辑。他在纳斯达克股票交易所、国家交易所 (印度孟买)、《圣荷西信使报》 (San Jose Mercury News)、Irwin/McGraw-Hill、Law and Economics Group 和德意志银行等机构担任顾问。

谢里登·蒂特曼 (Sheridan Titman) 在得克萨斯大学金融服务系

任系主任 (McAllister Centennial Chair), 国家经济研究局副研究员。在科罗拉多大学获学士学位, 在卡内基梅隆大学获硕士及博士学位。蒂特曼教授在 UCLA 执教逾 10 年, 除教学和研究活动外, 他还曾任金融组系主任, UCLA 管理学院教职工会副主席。1992 至 1994 年间, 蒂特曼教授是香港科技大学商业和管理学院建院教授 (founding professor) 之一, 同时曾任教职员会副主席、教授任命委员会主席。1994 年至 1997 年曾任波士顿学院金融系 John J. Collins, S. J. Chair 职位。1988—1989 学年在华盛顿担任财政部经济政策助理部长的特别助理。曾任多家顶级学术性金融杂志编委会成员, 曾是《金融研究评论》编辑、《国际金融评论》(*International Review of Finance*) 建刊编辑 (founding editor)。曾任美国金融协会、亚太金融协会、西部金融协会以及金融管理协会主任。蒂特曼教授引起的出色研究工作获得过多项奖励, 包括 1985 年 Batterymarch 奖学金 (该奖是授予最有潜力的金融学助理教授) 及 Smith Breeden prize 奖 (授予发表在 1977 年度《金融学杂志》上的最佳论文)。另外, 在 2001 年, 加入金融管理协会任研究员。他在投资及公司金融领域发表多篇论文, 与别人合写了一本名为《金融市场与公司战略》(*Financial Markets and Corporate Strategy*) 的顶尖高级公司理财教科书。

罗伯特·W·维斯尼 (Robert W. Vishny) 是芝加哥大学商学院金融学 Eric J. Gleacher 杰出服务教授, 1985 年至今一直在此任教。他与其他人共同成立了 LSV 资产管理公司, 这是一家机构价值股本金管理公司 (institutional value equity money management firm)。维斯尼曾担任国家经济研究局公司金融项目负责人、大学教师退休基金会 (CREF) 受托人。在公司金融、公司治理、法和金融学以及行为金融等领域有大量著述。他是美国艺术和科学院研究员。

肯特·沃马克 (Kent Womack) 是达特茅斯学院塔克商学院金融学副教授。他从康奈尔大学获得博士学位, 1994 年在塔克开始自己的学术生涯。同时, 他也是耶鲁大学毕业生 (学士, 1978)、斯坦福大学毕业生 (MBA, 1982)。进入学术圈之前, 他曾是高盛 (Goldman, Sachs & Co.) 副总裁。更早以前, 是普华永道 (Price Waterhouse) 注册会计师 (CPA)。他侧重于研究卖方证券估价分析、证券分析师的利益冲突以及承销过程。他是 FEN Educator 合著者。

理查德·泽克豪泽 (Richard Zeckhauser) 是哈佛大学肯尼迪政府学院政治学 Frank P. Ramsey 教授。迄今为止, 他的学术事业一直在哈



佛进行。1962 年以优异的成绩大学毕业, 1965—1968 年任研究学会 (Society of Fellows) 中级研究员, 1968 年获经济学博士学位, 之后便成为青年教师, 1972 年被任命为全职教授。讲授经济学及其分析方法 (肯尼迪学院)、风险 (肯尼迪和法学院公选) 和规制 (肯尼迪和法学院公选) 等方面课程。泽克豪泽先后当选为国家科学院医学研究所 (Institute of Medicine of the National Academy of Sciences) 成员、公共政策和管理协会 (Association for Public Policy and Management) 研究员、计量经济学会研究员、美国艺术和科学院研究员。他还是国家经济研究局及日本美国中心 (纽约大学) 副研究员, 并担任八家专业期刊编委会成员。还担任马萨诸塞州团体保险专员 (Group Insurance Commissioner), 州立学校 (Commonwealth School) 受托人, 几家高科技公司的董事。他是美国企业研究所学术顾问委员会以及罗素智慧基金会 (Russell Sage Foundation) 行为经济学圆桌会议成员。获 1996 年美国桥牌锦标赛二人团队冠军, 入围 1998 年世界壳牌联盟锦标赛决赛。泽克豪泽独立或与别人合作撰写了 180 篇论文、3 部著作, 参编 8 部书。最近编辑的书包括:《委托人和代理人: 商业结构》(*Principals and Agents: The Structure of Business* (1985)),《美国社会: 公共和私人责任》(*American Society: Public and Private Responsibilities* (1986)),《私有和国有企业: 美国、英国和加拿大的教训》(*Privatization and State-Owned Enterprises: Lessons from the United States, Great Britain, and Canada* (1989)),《策略和选择》(*Strategy and Choice* (1991)) 和《聪明的选择: 博弈、决策与谈判》(*Wise Choices: Games, Decisions, and Negotiations* (1996))。他目前的研究项目正在应对建立适当的承诺、不确定下做出有效的决策等挑战。他目前的主要研究试图解决院校提前录取、对互联网的信任及股市分析者与股市间错综复杂的博弈等方面的问题。

序 言

本系列第一卷出版距今已有十年，第一卷记录了一种研究金融市场的新方法的诞生。本卷介绍第二个十年间行为金融研究的一些进展。第二个十年对金融市场以及金融市场研究来说都是一个激动人心的时期。1987年10月19日，股票价格在无任何重要消息（除了股市崩溃本身）的背景下，跌落20个百分点，我认为自那以来，非常多的经济学家开始更加认真地看待行为的方法。如果是这样，那么互联网泡沫的产生及破灭当然坚定了如下观点，即理性模型在解释我们在金融市场看到的现象时遇到了麻烦。这几年，NASDAQ的价格一直维持在1 300点到5 000点之间，很难说这是理性行为的结果。实际上，我认为，想要真正理解价格的运行，理解投资者的行为方式很重要，这一点如今已被广为接受。

本书第一章详细回顾了行为金融的历史，既然如此，在序言部分，我将给出行为金融学的一个简单轮廓。我认为，过去十年间研究主题集中在五个方面，在为本书选择论文时，我都是按照这五个主题进行选择。^①

① 当然，选择论文时，为使本书在量上可控，我不得不多次作出艰难的决定。我要向被我排除在外的那些优秀论文的作者致歉。严谨的学者应当把这本书看做这一领域的入门；这本书不图全面。选文时我有一个明确的原则，那就是不收录批评行为金融的文章。这当然不是表明不存在对行为金融的批评（尽管事实上，对整个领域没有太多全面的批评）。对本书中部分实证论文的批评性评论感兴趣的读者可以先参见 Eugene Fama (1998)。另外，应当明确一点，如果没有传统（理性）金融理论的构建基石，包括有效市场假说、资本资产定价模型、Modigliani-Miller 理论等等，行为金融这一领域就不会存在。行为经济学（行为金融是其中一个分支）建立在（而没有取代）传统经济分析的基础上。



I. 套利限制

行为经济学领域的研究者很早就知道, 不够完全理性行为的重要性取决于理性行为人可以从中获利多少, 尤其是, 在获利活动中理性个体能迫使准理性人的行为更理性。^① 在很多重要的经济决策中 (比如职业选择, 婚姻, 为退休储蓄), 如果行为人决策不佳 (入错了行, 选错了配偶, 储蓄太少), 那么就没有机会获益。你或许会认为, 我的妻子很快将要意识到她嫁给我是一个错误的决定, 但 (据我所知) 你没有办法卖空我的婚姻前景, 并且即使你有办法, 也不会改变我或者我那可怜的妻子的行为。市场缺失阻止了套利, 因而允许非理性存在。

多年来, 很多金融经济学家相信, 在金融界中, 运转良好的市场 (具有卖空的机会) 的存在意味着非理性个体不会影响资产价格。如果我 (以及其他糊涂的投资者) 买入了错误的股票, 把价格推升得过高, 那么像你一样的机敏投资者会卖空那只股票 (与我的婚姻不同)。Brad De Long 等的一系列论文削弱了这一观念 (参见第一卷中相关章节), 但我认为 Andrei Shleifer 和 Robert Vishny (第二章) 的论文出现后, “套利限制” 的范围更容易被理解了。Shleifer 和 Vishny 指出套利者需要一个长远的眼光才能成功战胜缓慢波动的市场定价偏差, 另外, 由于真实世界中的套利者需要利用其他人的钱以筹集足够的资金影响价格, 所以他们需要他们的投资者也能有长远眼光。Shleifer 和 Vishny 说明在噪音环境中, 价格甚至会更大幅度地偏离理性, 投资者会赔钱, 结果, 投资人将撤走资金。本章接下来提及的一些事件中包括了现在看来似乎是不可思议的预测, 尤其是长期资本管理公司的衰落。

第三章和第四章介绍的两个套利限制的实例 (即违反了一价定律) 尤其令人印象深刻。Kenneth Froot 和 Emil Dabora 探讨了所谓的孪生股票, 例如荷兰皇家石油和壳牌石油, 这些股票的价格之间理应存在一种简单的函数关系 (因为根据公司章程, 收益应六四分成)。然而, 价格与这种真实基本价值相背离, 相差约 35%。(具有讽刺意味的是, 长期资本管理公司瓦解时, 未平仓的一个交易就是押注荷兰皇家壳牌石油公司股价趋于收敛。) Owen Lamont 和我在第四章讨论了 3Com 和

^① 例如, 可以参考的 Arrow (1982)、Akerlof and Yellen (1985)、Russell and Thaler (1985) 以及 Haltiwanger and Waldman (1985) 的文章。