

金融教材译丛



HZ BOOKS
华章教育



WILEY

B

BEHAVIOURAL FINANCE

行为金融

(英) 威廉·福布斯 著
William Forbes
英国拉夫堡大学商学院
孔东民 译



机械工业出版社
China Machine Press

B

EHAVIOURAL FINANCE

行为金融

(英) **威廉·福布斯** 著
William Forbes
英国拉夫堡大学商学院
孔东民 译



机械工业出版社
China Machine Press

本书建立在现有的知识框架体系下,该书主要强调了如何将行为金融方法运用到已知的金融知识中。同时在理论的每一部分都有 FTSE 100 (英国富时 100 指数,也叫伦敦金融时报 100 指数) 公司的应用案例,包括它们的估值和行动战略。全书分基础、资产定价、公司金融和职业生涯四大部分 20 章,将行为金融领域内的最新知识用浅显清晰的写作手法呈现在读者面前。

本书适用于金融类专业本科生和研究生,以及对金融感兴趣的大众读者。

William Forbes. Behavioural Finance.

Copyright © 2009 by John Wiley & Sons, Inc.

This translation published under license. Simplified Chinese translation copyright © 2011 by China Machine Press.

No part of this book may be reproduced or transmitted in any form or by any means, electronic or mechanical, including photocopying, recording or any information storage and retrieval system, without permission, in writing, from the publisher.

All rights reserved.

本书中文简体字版由 John Wiley & Sons 公司授权机械工业出版社在全球独家出版发行。未经出版者书面许可,不得以任何方式抄袭、复制或节录本书中的任何部分。

本书封底贴有 John Wiley & Sons 公司防伪标签,无标签者不得销售。

封底无防伪标均为盗版

版权所有,侵权必究

本书法律顾问 北京市展达律师事务所

本书版权登记号: 图字: 01-2010-5762

图书在版编目 (CIP) 数据

行为金融/(英)福布斯(Forbes, W.)著;孔东民译. —北京:机械工业出版社, 2011.6

(金融教材译丛)

书名原文: Behavioural Finance

ISBN 978-7-111-34808-5

I. 行… II. ①福… ②孔… III. 金融行为 IV. F830.2

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2011) 第 094955 号

机械工业出版社 (北京市西城区百万庄大街 22 号 邮政编码 100037)

责任编辑: 章集香 王金强 版式设计: 刘永青

北京诚信伟业印刷有限公司印刷

2011 年 6 月第 1 版第 1 次印刷

185mm × 260mm · 24.5 印张

标准书号: ISBN 978-7-111-34808-5

定价: 62.00 元

凡购本书,如有缺页、倒页、脱页,由本社发行部调换

客服热线: (010) 88379210; 88361066

购书热线: (010) 68326294; 88379649; 68995259

投稿热线: (010) 88379007

读者信箱: hzjg@hzbook.com



翻译定稿后，总算一块石头落了地，回头想想，这还真不是件容易的事。对于研究者来说，阅读英文文献固然是家常便饭，但把这些英文转为相宜的汉语时，过程竟然如此痛苦，这真是始料未及。分几个方面，说一下翻译这本行为金融教材的体会与读者共勉。

1. 关于行为金融

作为新兴学科，行为金融理论这些年在解释现实上的成功已经征服了甚至依然维护标准金融学理论的大师们。尽管我们应该看到，行为金融学作为一门理论，还存在不系统的问题，而且目前从前景理论角度出发试图构建一个行为基础的工作也似乎没有太多的进展（这当然在一定程度上来自数学技术的困难）。但退一步，从更合理地看懂并解释真实世界的角度出发，行为金融似乎做的还不算太坏。因此，出版一本较好地适合本科生和硕士研究生层次的教材也确有必要。

2. 关于教材

目前国内外并没有太多适宜本科生高年级或者硕士生的行为金融学教材。当然，如果从博士生或者研究者的角度出发，会有很多选择，比如论文集、更专业的教材、学术期刊甚至是最新工作论文。挑来选去，目前看来，威廉·福布斯这本算是最好的教材之一了。我们当然可以等待更好的教科书出现，但这一是有风险，就像我怀疑史莱佛（Shleifer）或者席勒（Shiller）等学者可能不会出版一本适合本科生或者硕士生的行为金融教材一样；二是每次面对求知若渴的学生，我觉得不应该让等待变得太久。既然写一本教材需要太多时间来规划、搜集并通读浩如烟海的或难或易的文献，那就干脆翻译一本吧（当然决心总比行动来得更为容易，这也许是人类常见的行为偏差）！

3. 关于翻译

在翻译过程中，遇到了很多起初不曾想到的问题：作者的英式语言以及有些失

误之处都给翻译增加了难度；有些地方（比如模型或者故事）需要查原始文献核对，对此，译者只能尽可能做得更好一些；有些地方要断句，有些地方又要合并，也着实让人痛苦；最麻烦的是在表达作者原意的情况下尽量避免太多的“翻译腔”，并尽量避免译文的佶屈聱牙，真是一个相当花费时间的权衡过程。

需要说明的一点是，翻译过程中，会因章节及上下文之便，译文无差异地使用了一些可替换的说法，例如：选择与决策（choice），收益与回报（return），分红、股利、股息与红利（dividend）等。

本书能得以成稿，还要感谢我的学生和朋友们！本书中第14章、第16章、第17章、第19章以及第18章的18.3节是由天普大学（Temple University）商学院的博士生冯智坚完成的，实际上，他翻译的质量如此之高，以至于我在定稿时几乎没做太多改动。北京大学金融系的刘莎莎同学（她曾是我的课题组成员）初译了第2、3、4、6、7、8、10、11、12章以及第13章的内容，华中科技大学金融系的代昀昊和王砾同学分别初译了第9章和第20章。这些同学都提交了质量不错的初译稿，让我节约了很多时间。杨洋和杨薇同学也做了一些基础性的工作，一并感谢！当然，若译稿中存在任何错误和疏漏，显然责任在我。

本译作也是我所主持的国家自然科学基金“投资者行为与资本市场稳定性”（70803013）的阶段性成果之一，在此谨致谢意！

最初，北京华章图文信息有限公司王洪波编辑通过对外经贸大学金融学院的王茂斌博士与我联系之后，虽然时间紧张，但沟通与交流一直都顺利而又愉快！负责跟我联系的章集香与王金强编辑也一直提供热心的帮助。在此谨表谢意！

尽管还有这样那样的争论以及潜在的不完善之处，但本书总算是定稿了。若读者有任何关于译稿的指正、建议或疑问，请不要犹豫地联系我：kongdm@mail.hust.edu.cn。希望未来能有机会对此进行修正。

在全部翻译过程大约2/3的时间里，都有我新生的女儿睿佳陪伴，这是一个开心又痛苦的过程，经历过的人必然能够体会。我爱她！

2007年岁中，在起草此书文稿之际，我的目的是把行为金融学的知识进行梳理串联，因为这一领域在金融学研究中的重要性正呈日趋增长之势。2009年年初，当此书初稿完成之际，金融危机以及它对经济的影响已经展露无遗了。我们不得不问各大金融机构的主宰者：“你们拥有如此多的财富，却为何不能拥有足够的智慧？”究其原因，也许是在危机所隐含的基本传播机制中，存在着那些我们共同具有又很难免疫的东西。作为行为金融学的标志性人物，《终结次贷危机》（*The Subprime Solution*）的作者罗伯特·席勒（Robert Shiller），对此次金融危机的评论如下：

类似于历次泡沫，次贷危机本质上实为心理因素所致。……危机源于对相当明显的风险进行了错误的预测。

（席勒，2008，p. 24）

本书探讨如何运用建模的方法对金融决策的心理机制进行研究，以及这些机制如何影响资产定价和更为广泛的金融活动。之所以谨慎地涵盖更多内容，原因在于我想涵盖整个新兴的行为金融学。若读者急切地希望了解更深入的资产定价知识，可转而去关注赫什·舍夫林（Hersh Shefrin）2005年出版的《资产定价的行为方法》一书。如果读者想通过更广阔的行为学视角来剖析经济学问题，而不仅仅是金融学问题，则应该去阅读卡斯·桑斯坦（Cass Sunstein）和理查德·塞勒（也译作泰勒，Richard Thaler）的《助推》。

若你最终勇敢地“冒险”尝试学习此书，或者向你的学生教授此书，我衷心希望你们能够分享到我在写作本书时的乐趣，那就是思考从行为学的角度剖析金融决策，如何给传统（或标准）金融学带来新的东西。最近，维纳·德·邦特（Werner De Bondt）评论道，今日行为金融学的扩展已远远超出了其创始人的最初意图。每个人都可以构建自己的行为习惯，而研究者既可能采用不同的研究方法，也可能在他们认为值得研究的问题上有所区别。在很大程度上，此书的建模策略都旨在让接受经济学训练的读者觉得难度相宜。然而，在本书所涵盖领域之外，许多研究在更大程度上也运用了心理学、社会学和人类学的研究方法，这些内容较少在金融学课堂中涉及。但是目前的金融危机已将我们的无知暴露无遗，并促进我们以更加谦卑的姿态去拓展研究的方法和领域。在此意义上，本书既是一个快速成长的研究领域

的总结，也是从更广阔的社会科学领域中引入的新观点和新研究方法对原有旧观念决裂的反映。

毫无疑问，为了增强本书的可读性，我对讲述的内容有所取舍。比如，我优先考虑了噪声交易者模型而非基于代表性个体的模型。书中有一章会提到证券分析师行为。尽管行为金融学的研究论文中常常涉及收购接管和首次公开发行（IPO），但本书中很少提及这两个议题。这些取舍反映出了作者对某些领域的忽视，但同样也反映出了我所用来构建和理解这些文献的方式。我希望读者能够发现作者的选择和文献安排会有助于他们更好地理解行为金融。如果读者有任何批评和建议，欢迎与我联系。现在，是时候运用本书中所列示的行为方法去继续研究金融决策了。



A

致 谢 ACKNOWLEDGEMENTS

当开始着手为学生写这本行为金融学的教材时，我真切地感受到了自己对这个领域的无知。回顾本书的写作过程，我更加对第一个登上月球的人——尼尔·阿姆斯特朗（Neil Armstrong）的话深信不疑，他说：“显然，聪明人不会这么干。”在写这本书的过程中，我学到的东西很多。只希望在写作本书过程中我所学到的部分内容可以原汁原味地传达给读者。我尤其希望读者能透过字里行间看出我对研究行为金融学的乐趣。

按照致谢辞的惯例，我应该把自己生命的至爱放在所有朋友与合作者列表的后面。但请朋友们不要介意，我想首先感谢我的妻子——苏，因为她对我的事业始终如一地鼓励和支持。本书目前是最新的教材，但我相信不会是最后一本。乐恩·斯科瑞特（Len Skerratt）教授，我的合作者同时也是我的老师，在我前行的道路上一直给予鼓励。正是他鼓励我撰写本书，并在写作的过程中一直向我提供有益的建议。

1995年12月，我第一次与维纳·德·邦特（我已久仰德·邦特和塞勒教授的大名）见面，这承蒙一位我们双方共同的朋友——约翰·王尔德（John Wilde）教授的引见。那时，我对行为金融学是什么还仅仅存有一个模糊的印象，且根本没有任何想法要撰写一本这样的教材。在此我要特别感谢德·邦特，是他激发了我的灵感，并且我在本书中多处有意运用他的观点。我希望他不会责怪我，也希望他会给我一个机会报答他。

我的同事和朋友——Patricia Chelly-Steely, Jerry Coakley, Jo Danbolt, Darren Duxbury, Robert Hudson, James Montier, David Power 和 Andrew Woods 对本书的多次初稿进行了阅读和评论，感谢他们，并希望本书终稿不至于让大家太过失望。一帮出色的研究生们在我写书的过程中充当了我的“实验室小白鼠”，让他们不停地验证我在书中的观点。还要感谢 Dina Constantinos, Ahmed El-Galfy, Mohamed Sherif, Rexion Nting, George Yiannopoulos 和 Wei Kang Wang, 在我对行为金融学兴趣愈浓之际，感谢他们耐心地与我共事。

我要感谢约翰·威利（John Wiley）公司的斯蒂芬·哈德曼邀请我撰写此书，还要感谢他的同事艾内雷·默克特和尼克·博内特对我长期以来的支持。最后，我要感谢在拉夫堡大学商学院（Loughborough Business School）的同事们，特别要感谢艾若娜·姆迪在此书的撰写和日常工作中对我的所有帮助。

C

目 录

CONTENTS

译者序 序 言 致 谢

第1章 导论	1
1.1 阐释与结构	2
1.2 作为发动机而非留影机的 金融理论	3
1.3 重建基础	7
1.4 挑战经典金融学假说	9
1.5 基于行为的金融学建模	10
1.6 本书的结构	11
附录 1A 金融海啸	13
注释	13
参考文献	14

第一部分 基 础

第2章 金融决策	18
2.1 阐释与结构	18
2.2 期望效用原则	19
2.3 期望效用理论：简单， 然而不真实吗	24
2.4 关于行动、或有事件和结果的 框架	29
2.5 结论与概述	33
问题	33
注释	34
参考文献	34

第3章 折现	36
3.1 阐释与结构	37
3.2 折现效用模型	37
3.3 折现率如何改变及其为何改变 ...	41
3.4 折现率下降时的投资行为： “金蛋”投资	43
3.5 双曲线折现因子	45
3.6 通过使用匹配律进行评估	47
3.7 当折现因子随着时间下降时， 如何做出投资决策	50
3.8 结论与概述	54
附录 3A 及时选择：欧拉等式—— 动态机制和跨期决策	54
问题	55
注释	56
参考文献	56

第4章 学习	58
4.1 阐释与结构	58
4.2 理性学习	59
4.3 我们按照贝叶斯方法 学习了吗	64
4.4 过度推断和小数法则	68
4.5 不一致、品味以及资本资产 定价模型	69
4.6 结论与概述	71
附录 4A 棒球案例研究之 贝叶斯方式	72
问题	79
注释	79
参考文献	79

第5章 泡沫	81	第8章 基于前景理论的资产定价	151
5.1 阐释与结构	82	8.1 阐释与结构	151
5.2 郁金香和泡沫的说教意义	83	8.2 前景理论的基本原理	152
5.3 近期泡沫监管的资料来源	84	8.3 前景理论有效吗	157
5.4 泡沫：过去、现在和将来	93	8.4 累积概率前景理论	162
5.5 1929年的股票市场崩盘	96	8.5 累积前景理论有效吗	163
5.6 政府应该使泡沫破灭吗	100	8.6 结论与概述	166
5.7 结论与概述	101	附录8A CARA效用	166
附录5A 作为资产和艺术的 郁金香球茎	102	问题	167
问题	105	注释	167
注释	106	参考文献	167
参考文献	106	第9章 过度反应与反应不足	169
第二部分		9.1 阐释与结构	169
资产定价		9.2 DHS模型	170
第6章 噪声交易者	110	9.3 没有消息意味着什么	177
6.1 阐释与结构	111	9.4 结论与概述	181
6.2 德龙、斯莱弗、萨默斯和 沃德曼模型	113	问题	182
6.3 投资者能够情绪化吗	123	注释	182
6.4 结论与概述	127	参考文献	182
问题	127	第10章 股价惯性	183
注释	128	10.1 阐释与结构	183
参考文献	128	10.2 Grinblatt和Han模型	185
第7章 过度自信与乐观主义	129	10.3 什么驱动了股票市场惯性 效应	189
7.1 阐释与结构	129	10.4 什么引起了PEAD	193
7.2 涉及乐观投资者的交易模型	130	10.5 结论与概述	197
7.3 投资者过于频繁地交易了吗	137	问题	197
7.4 结论与概述	141	注释	197
附录7A 实际工作中的狂妄自大： 美国在线公司和时代 华纳合并案	142	参考文献	198
附录7B 奥登模型结果的推导	148	第11章 羊群效应	199
问题	149	11.1 阐释与结构	199
注释	149	11.2 FSS模型	200
参考文献	150	11.3 规范：社会善与恶的 强制力	205
		11.4 结论与概述	211
		附录11A 美国与微软	211

问题	214	14.2 公司：他们来自何方， 又将要去向何处	256
注释	214	14.3 代理人、监管与公司	258
参考文献	214	14.4 由驴带路的狮子：一些管理 过程中常见的缺陷	264
第12章 内部交易	216	14.5 结论与概述	268
12.1 阐释与结构	217	附录14A 艾斯纳帝王——一个关于 个人对公司控制权力的 案例研究	268
12.2 内部交易是好是坏	218	问题	280
12.3 赫史莱佛、萨博拉曼亚和 蒂特曼模型	222	注释	280
12.4 内部交易、股票期权以及 盈余构建	231	参考文献	281
12.5 内部交易以及其对外部人 造成的后果	233	第15章 信息、噪声以及欺骗的市场	283
12.6 结论与概述	234	15.1 阐释与结构	284
附录12A 在HST模型中，后知情 交易者为何不在时期1 交易	234	15.2 公司信息市场的边界	284
附录12B 基于模型的推导投资者需求 的随机变量线性函数	236	15.3 证券分析师到底在做 什么	287
问题	238	15.4 评估投资建议	291
注释	238	15.5 结论与概述	299
参考文献	239	问题	299
第13章 股权溢价之谜	240	注释	299
13.1 阐释与结构	240	参考文献	299
13.2 股权溢价之谜	241	第16章 股息	301
13.3 损失规避：“参照点相依” 的效用模型	246	16.1 阐释与结构	301
13.4 结论与概述	250	16.2 股息与公司价值无关论	302
问题	250	16.3 股息支付的前景理论 解释	304
参考文献	251	16.4 谁来支付股息，为什么	308
第14章 公司	254	16.5 结论与概述	312
14.1 阐释与结构	254	问题	312
14.2 公司：他们来自何方， 又将要去向何处	256	注释	313
14.3 代理人、监管与公司	258	参考文献	313
14.4 由驴带路的狮子：一些管理 过程中常见的缺陷	264	第17章 企业家精神	314
14.5 结论与概述	268	17.1 阐释与结构	315
附录14A 艾斯纳帝王——一个关于 个人对公司控制权力的 案例研究	268	17.2 BT模型	316
问题	280		
注释	280		
参考文献	281		
第15章 信息、噪声以及欺骗的市场	283		
15.1 阐释与结构	284		
15.2 公司信息市场的边界	284		
15.3 证券分析师到底在做 什么	287		
15.4 评估投资建议	291		
15.5 结论与概述	299		
问题	299		
注释	299		
参考文献	299		
第16章 股息	301		
16.1 阐释与结构	301		
16.2 股息与公司价值无关论	302		
16.3 股息支付的前景理论 解释	304		
16.4 谁来支付股息，为什么	308		
16.5 结论与概述	312		
问题	312		
注释	313		
参考文献	313		
第17章 企业家精神	314		
17.1 阐释与结构	315		
17.2 BT模型	316		

第三部分

公司金融

第14章 公司	254
14.1 阐释与结构	254

第17章 企业家精神	314
17.1 阐释与结构	315
17.2 BT模型	316

17.3 欺骗自己值得吗	322
17.4 结论与概述	324
附录 17A 企业家和 BT 模型—— 一些案例研究	325
问题	329
注释	329
参考文献	330

第四部分 职业生涯

第 18 章 分析师的利益冲突	332
18.1 阐释与结构	333
18.2 实证研究中有关利益冲突的 证据	334
18.3 对利益冲突进行管制	337
18.4 结论与概述	342
问题	342
注释	342
参考文献	343

第 19 章 会计改革	344
19.1 阐释与结构	344
19.2 “公允价值”会计的推进	345
19.3 基于会计的估值模型	347
19.4 奥尔森模型估计中的行为 偏差	357
19.5 结论与概述	360
附录 19A 安然公司中的市价入账法 会计——案例研究	360
附录 19B 求解价格，使它仅作为 超额盈余和非会计信息的 函数（式（19-7））	374
问题	375
注释	376
参考文献	376
第 20 章 结论	377
注释	379
参考文献	379

第1章 导 论

我怀疑大家是否充分意识到了基础教科书的重要性。

——刘易斯（Lewis，1944）

本书旨在帮助高年级本科生和硕士研究生理解行为金融这一领域，并为庞大且日益增多的文献提供了一个阐释性的视角。就本书而言，它至多能作为一个好的出发点，但读者并不能就此止步不前。正如开篇所引的克利夫·史戴普·刘易斯（Clive Staple Lewis）那句话所示，对于未来的理解和研究，一本教科书的内容安排既可能是有帮助的，也甚至可能是危险和有害的。希望本书能够帮助学生理解并激发他们对于行为金融这门课程的兴趣。

“行为金融”意味着金融学的研究是基于人类行为的可信假说，这常常会被心理学试验证实，正如2002年诺贝尔经济学奖获得者弗农·史密斯（Vernon Smith）和丹尼尔·卡尼曼（Daniel Kahneman）所做的那样。舍夫林（Shefrin，2005）在其著作的第一句话中，就对行为资产定价进行了阐释：“行为金融学研究心理学现象如何影响金融行为。”在阅读大部分标准的金融教科书时，我们会惊讶于任何人类的戏剧性特征都被清除得一干二净，比如市场参与者的贪婪、古怪与反复无常。正如塞勒（Thaler，1993，p. 50）所指出的，任何认识到金融市场骚动与贪婪的人，或是在电视上了解金融市场的人，也许都会非常困惑于市场活动缘何能够被占领了学术期刊的新古典经济理论所阐释。

“行为”这一研究视角作为一个挑战者，或者说成为传统的基于新古典经济的金融学理论的替代者，正在通过一种同化过程进入现存的学术理论库。塞勒（1999）宣告“行为金融学的终结”，并质问“还有其他的金融学吗？”金融学理论和其他任何一种经济学理论一样，要求一些详细明晰的假说，关于投资者如何做出决策、他们如何评估面对的风险等。行为金融和传统金融唯一的不同在于，研究者是否清晰认知到了这样一种需要，即把研究金融决策理论创新之基石建立在对如下问题充分了解的基础上——投资者的真实决策究竟是如何制定的。事实上，试图将“经济人”的行为用一种通用模式来刻画，很可能是过于迂回了，经济学的先驱哈耶克（Hayek，1946，p. 14）这样阐述：

他们[⊖]认为懒惰、闲散、缺乏远见与肆意挥霍乃人之本性。非藉外力之驱迫，其行为未能审慎、经济，亦未能因应目的之需而调整手段。

所以，人类的本性远不是理性或以目的为中心的，只是在市场的规则下，被迫假装成这

⊖ 指亚当·斯密及其信徒。——译者注

样。亚当·斯密 (Adam Smith), 现代经济之父, 强调选择行为的哲学和心理学两方面, 在其著作《国富论》写成之前, 就在早期论著《道德情操论》中给予了充分的研究。心理洞察被早期新古典经济学家所摒弃, 也许是由那个时代对待问题的非科学性或 (人类的) 投机本性所致。如果在当时, 存在着关于人类决策所内在一致的实验证据 (正如后来普鲁特 (Plott)、卡尼曼, 特沃斯基 (Tversky)、史密斯和其他一些教授所发展的理论), 新古典主义经济学理论和它的派生理论 (即传统金融经济学/新古典主义金融学) 的发展历程, 就会变得大不相同 (Camerer & Lowenstein, 2004)。

最近, 德·邦特将“含蓄”的标准金融理论 (其重在植根于内在逻辑结构一致的新古典经济学的理论假说) 与更为“活泼”的行为金融理论进行了对比。在行为视角下, 现实促进了理论的更新或催生新理论。所以在行为方法中:

研究方法主要是归纳而不是演绎。我们收集了基于试验、问卷、观察所得的事实, 并将这些事实组织成更为精简的“超级事实”。人们也许会说我们在画地图。

(德·邦特, 2008)

在完成这本书的写作时, 我们正需要这样的地图来解释“金融海啸”。本章的附录中, 我简要阐述了这次危机有可能给我们带来的短暂停顿, 这个停顿可以让我们得以思索如何反映这样一种需要——在构建模型框架时, (我们应该) 更好地捕捉住人类在决策制定中其性格上共有的弱点。

1.1 阐释与结构

我们在本书即将完工时 (或至少第 19 章已经完工) 开始讨论安达信会计公司 (Arthur Andersen) 的倒闭。根据美国证券交易委员会 (Securities and Exchange Commission) 条例 2 (e) 安达信从档案名录中被剔除之后其随之倒闭。安达信公司的倒闭包含了很多经典的认知错误, 我会在本书的后面提到这些内容。现在, 让我们借鉴格瑞斯坦 (Gerstein, 2008) 对于这场危机事件的描述。

安达信公司最初是在高素质、公正的审计师的带领下建立起来的一家有名望的芝加哥审计公司。事实上, 1947 年成功建立安达信公司的管理合伙人列奥纳兹·史巴克, 曾对降低审计标准进行公开驳斥, 并遭受被从行业中驱逐出去的威胁。

早在 20 世纪 50 年代初, 随着对新生事物计算机的革新应用, 在运行通用电气的工资支付系统时, 安达信就发展了在审计系统和管理系统中被普遍承认的通用性专业技能。这种整合性的协作技能催生了当时相当流行的安达信咨询公司 (Andersen Consulting), 现在被称为埃森哲 (Accenture)。受到 20 世纪 90 年代初经济衰退的影响, 大部分合伙公司的总收入等资料都来源于安达信咨询公司。安达信咨询公司根据协议将其收入的 15% 转让给比它收入低的相关审计合伙人, 并被保证可以维持其独立性。很明显, 想拥有一份体面薪水的审计合伙人, 为确保其客户满意开心, 在审计之外, 还会保留客户在安达信咨询公司其他的业务需要, 比如税费建议、公司机制和信息系统方面。挑战会计实务并破坏现状不是 (安达信的) 前进之路, 而虚报低价以及与合作人温馨进餐才是常见的方式。

多年来, 安达信的审计业务屡屡在法庭上受到来自那些一文不名的股票投资者的挑战, 这

些投资者的投资剧减，但他们并没有得到来自公开报告的警示。这一类恐吓涉及废品处理公司（Waste Management），杉碧家具公司（Sunbeam）以及环球电讯（Global Crossing），但是安然（Enron）却是使“安达信之船”沉没的舱底之洞。

安然通过采用一系列不透明但可能具备“竞争力”的会计实务导致恐慌，包括采取和广泛使用按市价入账（mark to market）记录不可流动市场的资产交易利润以及基于特定目的金字塔式的子公司合并。对此安达信的合伙人并非毫无异议或不予关心，然而他们没有采取任何措施，因为安然账面总收入太诱人。事实上，安达信专业标准委员会的成员 Carl Bass，在安德鲁·法斯通（他是安然的财务总监，现在狱中，他也许是其他逃避责难之人的替罪羊）的要求下，被调离审计部门。

安达信的倒闭包含了本书就金融市场讨论的三个中心因素，它们是：

乐观主义。考虑到长期以来，将追求收入报酬放在增值策略之前，异议常在法庭外被解决，安达信公司也并未受到任何指责。

以短期的收入报酬最大化为中心。职业的正直素养很显然是一个非常重要的问题，但由于暗示，常常使得它可能被推迟讨论。

遵守外在的风气。揭发者常常是不受欢迎的，甚至对于糟糕的事情，人们仅通过耸肩表示“每个人都这样的”态度。

以上三个因素在本书后面的章节中会起到重要作用。在1.2节，通过强调金融学理论所做的并非其所声称的，我开始关于行为金融的讨论。即将专注于应用行为方法构造新奇的交易策略，并且寻求新的套利机会。在1.3节，我关注行为金融学理论者所面对的质疑以及那些通过检验来质疑这些理论的人们。我也简要地探询了如果经济金融理论的奠基者了解我们如今所知道的大脑运作及决策机理，他们是否会以行为理论为起点。在1.4节，我转向了本书所讨论对象的基本假设上去，考察行为金融研究方案如何将我们引导到一个不相同并可能是更有用的金融学课程上去。最后考察了面对的挑战，我转向更为重要的议题，并解释我如何计划并涵盖如此丰富的行为金融的研究内容。1.5节对初涉研究的人指出了一些行为方法更富成效的研究领域，但是该领域已经急剧发展，以致对所有的金融学研究主题都提供了基于行为的视角。1.6节列出了本书其余结构的大纲，并指出如何对该领域大量知识进行组织并将其结构化。

1.2 作为发动机而非留影机的金融理论

我们能看到，行为金融的出现反映了在经济分析中两类人越来越紧张的对立形势，一部分人仅将假说看做产生精确预测的简单工具，另一部分人则担心，如果我们的理论不能反映潜在的社会经济现实，那么它必将引导我们犯下大错。（MacKenzie, 2006。我的讨论正是由此书所引发。）

对于麦肯纳热观点的精当说明，正如弗里德曼在《实证经济学方法》一文所指出的那样：

假说之重要，在于其以少“释”多……在于其可从复杂烦琐的情况中摘要出关键因素，并在其基础之上提供待检验之预测。故重要之假说，其前提必在描述上存伪。

（弗里德曼，1953 p. 14）

长期以来这被经济学理论家们视为正统观念。但是从它最初的声明可知，对于可检验性，即使弗里德曼这些诺贝尔经济奖获得者也心存疑问。因此保罗·萨缪尔森在第三届诺贝尔经济学奖的获奖演说中表达了他的担心。对于弗里德曼的信条，他认为它是：

根本上错误。倘若不准确，非现实主义对于理论或假设都绝非是优点，即使其近似程度或可容忍……相比而言，一些不准确更糟，但这仅仅意味着，对于经验科学而言，一些过失比其他过失更糟糕，而非指过失本身存在意义。

(萨缪尔森, 1963 p. 223)

麦肯纳热(2006)指出了另一种问题，即试图建立一种理论来解释我们在金融市场所观测到的一些交易中的风格化现象。通常我们将金融市场的数数据视为反驳已被接受理论的工具，无论是行为金融理论还是标准金融理论。然而如果投资实践反映了一个盛行或广为接受的理论模型，正如交易价格反映了模型的内涵一样，那会怎么样？如果交易者利用嵌在电子表格中的布莱克—斯科尔斯期权定价公式来提出报价，那会怎么样？因此，发现交易中期权价格的定价与布莱克—斯科尔斯公式一致并不让人惊讶。与此类似，快速增长的“价值投资”策略和擅长使用这些策略的共同基金使得“买入输家/卖出赢家”(德·邦特和塞勒, 1985)的交易策略很难被评价。产生这种问题的原因在于，金融理论常常是金融革新和新的交易机制改良的“发动机”，这与仅捕捉真实金融市场复杂情况的微型镜像的“留影机”相反。因此，金融市场接受行为视角这一事实，可能会改变随后利用这些模型进行经验检验的数据自身。

当前模型中大部分明显的偏差或歪曲会导致实践者为他们的交易头寸的价值寻找更充分的理论。麦肯纳热(2006)讨论了1987年的市场暴跌如何导致了对布莱克—斯科尔斯公式的背离、金融衍生品是如何根据波动偏离定价以及“微笑”期权的出现。21世纪初的股价暴跌也可能促进了对新理论观点的开放。在研究市场运作的新理论中，行为方法为人们提供了可能的、新的、有竞争优势的见解来源。

在急于将基于弗里德曼学说的非真实假说与行为假说(来自于我们所了解的投资者在面对备选对象时的真实选择过程)一较高下，并用后者取代前者之前，警惕这个词是值得注意的。哈耶克指出，也许那种建立在以猜测和对数据潜在驳斥态度基础上的经济理性的“科学性”并非能作为绝对安全的出发点。作为社会调查的一个不同分支，经济学可追溯到对各个领域与各种研究的定义远不如今天严密的年代。所以，像“伦理经济学”和“政治经济学”这样大量存在并宣称自己是解决经济学问题的“科学”方法论的现象，并不是当时人们渴求的。直到19世纪初，有价值的研究的本质是“科学”的这一观念才固定下来。哈耶克警告道(1945, p. 14)：

科学家或沉迷于自然科学之士，多试图强加其研究方法于社会科学研究。而其主观所认为应采用之方法，非社会科学领域所必需使用之方法。两者(所用方法)并非必然一致。

哈耶克指出科学研究的进程和我们会如何成功诠释经济和社会现象之间的一个相当重要的区别，例如，资产的交易决定它的价格。

科学之目的在于建构而非世人内心所感。其建构，重在吾辈于外部世界所获之全部经验。其过程非独概念之重塑，亦令人独立于感知，进而以（相异）事件范畴取代之。

（哈耶克，1955，p. 22）

对于物理科学，将现实所发生的与人类观察或感知到的分离是有积极作用的。哈耶克对物理科学的方法论阐述如下（1955）：

人类所知所想，见于外部世界，其自身、其概念或其感官认知之内省的特质。然其知所想之于科学，实非可接受之终极真实或数据。科学之于人类，重在其所应思，而非其所思。

忽视交易中的感觉因素或者与同一资产者其他交易者相互影响的重要性，为资产定价的行为理论引发了一个真正的问题。但更重要的是，任何一种合理的金融市场的行为理论也许都会面临相似的问题。对于哈耶克而言，“社会科学”（比如金融）正确的研究目标远远比大多数科学家感兴趣的领域大得多。他阐述道（1955，p. 24）：

人类所勾勒外部世界图景之真实性不足为问，其问在于人类如何循其观点概念行动而构建包含其自身之另一世界。谈及“人类所持有的观点、概念”，其所指不独在于个人关于外部自然之知识，也指其自身、他人、外部世界之全部知识。概言之，其指在于影响人类及科学自身一切之所在。

在理解金融市场的这个巨大使命之下，心理洞察和金融模型相结合也许仍会显得卓有成效。

1.2.1 理性傻瓜或愚蠢智人

人类特点中对理性的渴望并非总是被质疑的。詹森（Jensen，1998）将他所能最佳刻画经济特征的人类行为 REMM 模型（resourceful evaluative maximizing model，“智性评估最大化模型”或“多策略可估价的最大化模型”）与更符合社会学的“社会受害者模型”进行了比较。REMM 模型假定人类是：

- 关注/评估
- 具有终极需求
- 福利最大化
- 在追逐最大利益时机智而有创造力

詹森认为能刻画社会学家方法论的人类行为的“社会受害者模型”中，行为大部分是受社会阶层、家庭背景或基因成分约束或决定的。

哈耶克注意到的价格配置机制之美在于它能将不同经验和欲望的信息汇总，这是任何一个政府官员做梦都不敢想象能够拥有的东西。他对市场配置系统的赞美如下：

市场运行最重要的事实在于其运行中知识的节约，或个体参与者为保证其举动正确无须了解太多。

（哈耶克，1945，p. 86）