

导 论

近半个世纪以来发展起来的现代经济学，以其严密的逻辑和数学推理而有别于其他社会科学，被称为社会科学的皇冠，逐渐构筑起了现代微观经济学并由此展开了包括宏观、金融、计量在内的宏伟而又优美的理论大厦。尽管如此，现代经济学在发展中仍然不断面临两种主要的批评：第一种批评是认为它的研究领域狭窄。比如，认为现代经济学只研究市场运作，不研究非市场组织（如企业和政府）的行为；只研究资源配置问题，不研究政治经济学问题；只探讨效率，不注重研究公平。这种批评直接促成了“经济学帝国主义”的崛起——经济学家们四面出击，用经济学方法分析方方面面的人类行为。Gary S. Becker 就是因为运用经济理论解释政治、法律、犯罪、婚姻甚至爱情等各方面的问题，显示出经济学强大的威力而获得 1992 年诺贝尔经济学奖。第二种批评是关于诸多经济学模型中的假定，如信息对称、完全理性等。20 世纪 70 年代，这种批评直接促成了信息经济学的崛起，为信息经济学作出奠基性贡献的 G. Akerlof、M. Spence 和 J. E. Stiglitz 一起荣获了

2001 年的诺贝尔经济学奖；几乎在同一时期，类似的批评又促成了行为经济学 behavioral economics 的崛起。其标志是 2001 年美国经济学会将该学会的最高奖——每两年一次、授予对经济学发展影响最大的 40 岁以下美国经济学家的克拉克奖章（Clark Medal）——颁发给为行为经济学基础理论做出开创性贡献的伯克利加州大学的 Matthew Rabin，而 2002 年的诺贝尔经济学奖得主之一更是一位行为经济学的奠基者 Daniel Kahneman。诺贝尔奖评审委员会认为，他的突出贡献在于“把心理学成果与经济学研究有效结合，从而解释了人类在不确定性条件下如何做出判断”。这些说明，经济学界已经对行为经济学给予了充分认可，同时也表明，行为经济学的兴起恐怕是 20 世纪 90 年代经济学基础理论发展历程中最有意义的事件。事实上，行为经济学先驱的研究已经激起许多经济学家投入到这个领域的研究之中，成果也在日新月异。特别引人注目的是，在金融学领域里，一股前所未有的行为金融学研究热潮已经掀起，金融学已经处于范式转换之中（Hersh Shefrin, 2001）。

一、行为金融学的基本含义

就目前研究的现状而言，行为金融学是一门介于心理学与金融学之间的边缘学科。它立足于对人性的深刻认识，试图根据心理学的研究成果对传统经济理论假定进行修正，将非理性等复杂的人类行为分析融入所谓标准金融理论之中，以提高金融学对金融现象的解释力和预测力。既然行为金融理论是一个与标准金融理

论对应的范畴 那么 何谓标准金融理论呢？^① 它是指其在发展中已经为人们理解金融世界提供的多个“参照系 (Reference)”或“基准点 (Benchmark)”，参照系的建立对任何学科的建立和发展都极为重要，金融学也不例外。普遍认为，金融学在近五十多年的发展中建立了一些使人们得以更好地理解现实的标尺，比如 H. M. Markowitz 的资产组合理论、W. F. Sharpe 的资本资产定价理论、E. F. Fama 的有效市场理论等，这些参照系及其相关范畴都已被经济学家与金融学家用作他们分析的基准点，遂成了所谓的标准金融理论。标准金融理论假定人的行为是理性的、自私的 追求自身效用的最大化，行为金融理论却认为人的行为及其所追求的远不仅限于此。目前在行为金融学的研究中，标准金融理论还是中心，行为金融理论着重分析金融市场中由于心理因素引起的投资者的失误偏差和市场的反常，但认知心理分析则是研究过程中的整体催化剂。因此 从本质上看 行为金融学是从人的观点来解释金融学和投资是什么、为什么是这样以及怎样形成的 并进而研究影响个人、群体和机构投资决策过程的种种心理乃至社会因素，其中特别强调投资者独特的内在特质——一个存在于他们头脑中的市场与外在金融市场上的压力及影响之间的关系。

二、行为金融学范式的特点

范式是 Kuhn 在《科学革命的结构》中提出的一个概念，主要用于描述一个领域内研究者们共同遵守的学术规范，解决该领域

所谓标准金融理论是目前为大多数人所采用的一个概念，尽管这一概念并不精确 但是在没有更好的概念取代其之前 本书还是采用这一说法。

研究什么和用什么方法研究的问题。本书以为，较之标准金融理论研究，行为金融学研究范式的特点在于有限理性研究和实验研究两个方面。

（一）有限理性研究

在研究内容上，行为金融学质疑传统的“理性人”假设可以说是一种“有限理性金融学”。标准金融理论中的投资者——经济行为人被视作“理性人”(rationals)，“理性人”假设是现代金融理论的一个重要基石。这里的“理性人”的假设主要有三个方面的含义：一是行为人有完全意志能力，能够保证其效用函数具有有序性和单调性。有序性保证行为人在不同行动方案下得到的效用是可以比较的。单调性则保证行为人在不同的效用之间判断出偏好程度的差异，并进行排列。二是行为人有充分计算能力。即使存在不确定性，行为人也可以通过概率判断各种可能行动方案的预期效用，并比较它们之间的大小。三是行为人有完全记忆能力，对影响决策的一切因素具有完全信息。在“理性人”的假设前提下，一个必然的推论便是证券的价格反映了一切可以得到的公开信息。因此，如果投资者没有特殊的私人信息，那么无论他多么明智，他都不能够获得与其所承担风险不对称的额外收益，这便是 Fama 的有效市场假说的核心内容。Markowitz 的资产组合理论则认为理性的投资决策是人们把可供选择的资产作为一个集合，根据限定的条件求出一个期望值一定、方差最小或方差一定、期望值最大的解。现代博弈论更是认为人在无限次博弈中每一步均按照个人效用最大化进行博弈。

尽管以“理性人”为假设前提的“理性选择”分析框架一直在金融理论分析中占据主导地位，但长期以来，关于“理性人”假设的合

理性一直受到许多经济学家的质疑。毕竟，在现实的金融活动中，并不是所有的市场参与者都能严格满足“理性人”的假设条件。而且，决定资产价格的因素千万，影响资产风险测度的因素万千，资产的价格在不断的变化中，人们何以能在限定的时间内找到一个最优的解？更遑论现实中的人不可能如同计算机一样做出精确的计算来进行博弈，并且，博弈的机会也永远是有限的。

早在 20 世纪 50 年代，Herbert A. Simon 就指出，人类仅具有“有限理性”，因此人类的行为有时会偏离经典经济学所假定的最优化模式。对人类“完全理性”和“追求最优化”行为模式的怀疑，随着一系列心理学成果的涌现及其被经济学家的逐渐了解，终于导致了行为经济研究的兴起。在行为金融研究中，典型的经济行为人是“正常人”(normals)被称为“行为投资者”——而非“理性投资者”，这种行为投资者的基本属性有以下内容。

1. 有限理性

行为经济学表明在许多情况下，行为人并不总能实现最大化，甚至也不追求最大化，不根据成本与收益比较，而是根据其他依据进行决策。当现实过于复杂或事物意义模糊时，人们就采取了多种不同于理性选择的决策方式，此时，启示或偏见是这些决策方式的基础。对未来事件的判断，需要行为人在获知基础概率的基础上，在根据可得特定环境下关于特定事件的信息调整基础概率，得出事件发生的判断概率。但是在利用信息对基础概率进行调整时会产生误差。“启示”是指直接影响行为人决策的、行为人具有的、关于事件发生概率的片段性认识。“偏见”则是使行为人的概率判断出现偏差的、行为人具有的认知特性。过于自信偏见说明的就是行为人总是认为自己的幸运概率高于平均的幸运水平，而

倒霉的概率低于平均的倒霉概率。并且人们的偏见一旦形成就具有自我加强性质，使行为人只按照自己的兴趣或已有的观念来解释这些信息，固执己见，不能客观地进行概率判断。启示和偏见虽使人们的认知受到外界因素的影响而产生错误，但它简化了决策过程，降低了信息收集的决策成本，使行为人在复杂的世界中可以决策，而不是一筹莫展。并且它们也确实是人们遵循的一些规律性的东西。

2. 有限意志

理性选择理论认为行为人对自己的效用函数有着清醒的认识，并能使之符合最大化要求，行为人具有完全的意志能力。但是行为人的效用不一定是社会所认可和激励的效用，甚至与行为人自身的整体、长期效用也是相违背的，更多的情形是：一是某些短期、局部效用成为主导效用，使行为人难以对自己的长期、整体效用进行控制。习惯、传统、嗜好、生理欲望都是暂时性的主导效用，极有可能不符合行为人的整体或长期效用的最大化，但却常常被行为人所优先选择，这和常说的“感情战胜了理智”是一致的。二是因为行为人同时具有多个效用目标追求而难以对它们进行排序，即多重自我。多重自我问题在跨时期决策上有着充分的体现，未来的自我将和本位的自我产生冲突。行为人的意志力是有限的。

3. 有限自利

理性选择理论认为行为人追求的是自我利益，但是行为经济学显示：一是自我利益并没有得到追求，更多的情况是社会规范界定了行为人在社会中应当表现出来的行为。遵守社会规范，而不是追求自我利益是许多行为的选择依据。二是行为人追求自我利

益以外的价值 如公平等。

4. 环境相关

行为经济学认为环境是影响行为人选择的重要因素，存在着框定效应 (framing effect) 即在不确定性状态下 行为人的选择不仅与不同行动方案的预期效用有关，更与这些行动方案与基准点的偏离方向有关。根据基准点 当行动方案代表的是‘收益’时 行为人是风险规避者，也即在具有同样预期效用的确定性收益和风险性收益中 选择前者 而当行动方案代表的是‘损失’时 行为人则成为风险爱好者，也即在具有同样预期效用的确定性损失和风险性损失中，选择后者。与此相一致的行为表现是敝帚自珍效应 (endowment effect 与现状偏见 (status quo bias)。理性选择理论认为只要不同物品给行为人带来相同效用 选择就是无差异的 不管行为人是否拥有这些物品。敝帚自珍效应指出行为人对其拥有的物品比对其不拥有的同样物品有更高的货币评价，即人们对损失的评价要高于对收益的评价。现状偏见则进一步指出行为人对任何他认为的属于现状的东西都比那些被认为是不属于现状的东西有更高的评价，不论这些东西是不是由他所有。如森林所有者认为自己有权砍伐森林，但环境保护者同样认为自己有权阻止砍伐，后者将森林及其风景视为属于现状的东西。

不同的理性观决定了不同的推断决策构思与方法。标准金融理论与行为金融理论的推断决策机制分别建立在“完全”理性和“有限”理性的基础上。所谓“完全”理性的假设 概言之 就是假设每个人都是上帝。所谓“有限”理性的假设 概言之 就是假设每个人都是动物 (汪丁丁, 2002)。笔者以为，通过对两种推断决策机制 (详见表 1—1) 的比较，我们或许对行为金融理论的微观基础会有

更准确的认识。

表 1—1

两种推断决策机制比较

	标准金融理论	行为金融理论
决策目标	绝对最优论 从纯粹功利主义的角度出发决策；目标是追求利益的最大化；决策目标单一、明确、绝对。	满意决策论：决策目标总是多元的，对这些侧重点不同的目标，并不能找到一个绝对的判断标准来评价哪一种更好、更合理 决策目标具有模糊性，目标本身需要在决策及决策执行过程中不断改进和明确。
决策约束	不用考虑时间和其他耗费限制。	必然要受时间、精力和其他资源有限性的制约。
理性程度	知道所有要解决的问题及要达到的目标；能得到并且掌握所有有关的信息，并能加以处理；对所有能解决的问题、实现目标的方案“无所不知”；深知这些方案实施后的结果，并且能对实施这些方案的结果进行评价和估算，即对于各种可能的决策方案具有“无限”的评估能力；对各种可能的后果有一个“完全一贯”的偏好，能做出最优的选择。	由于人的认知能力有限，决策者不可能找到全部的备选方案，在现有的历史条件下，人的认识能力总是有限的，所以他找到的解决问题的方法也总是有限的；决策者对各方面的所有可能后果都了解是做不到的；决策者不具有一致而明确的偏好；在一定偏好标准之下，对大量备选方案不可能做出绝对无误的评价与优选，优选只能发生在简化的情境中。

普遍认为 当 1994 年博弈论的主要代表人物获得诺贝尔经济学奖时，经济学理性主义运动达到了它的顶峰。 2002 年诺贝尔经济学奖授予 Daniel Kahneman 和 Vernon Smith 则显示当代经济

学正在发生一次“行为学转向”。这种转向实际上是对直觉在判断决策研究中的作用给予了正式的承认，它迫使我们重新审视理性的含义以及理性与股票定价等经济现象的关系。关于理性与直觉的关系，有一个耐人寻味的故事。

一个瞎子迷失在森林里，被东西绊倒了。瞎子在森林地面上摸索，发现自己跌在一个瘸子身上。瞎子与瘸子开始交谈，悲叹自己的命运。瞎子说：“我已经在这个森林里徘徊很久了，因为我看不见，所以找不到出去的路。”瘸子说：“我也躺在森林的地上很久了，因为我站不起来，无法走出去。”当他们坐着谈话的时候，瘸子突然大声叫起来，他说：“我想到了，你把我背在你肩上，我来告诉你往哪里走，我们联合起来就能找到走出森林的路。”

在这个故事中，瞎子被喻为理性，而瘸子则象征着直觉，两者合理的组合，才能走出森林。直觉在判断决策上的应用，被刻意忽视了好长一段时间后，近来日益受到注意与接受。许多研究显示，成功的投资者相当重视直觉，他们并非全然以理性的方式探索复杂的问题。对于一些异样的情况，他们也依赖第六感觉，以直觉描绘事情可能发生的方式，或在似乎不相关的事情之间找出相关性。显然，这正是 H. A. Simon 教授所倡导的“有限理性”假设的思路。

（二）实验研究

在研究的方法上，行为金融学超越了传统金融分析的规范与实证研究方法，从思想实验走向验证实验，借助于一系列精心设计的实验，根据实验结果来挖掘关于人类认知及行为方面的规律。所谓实验经济学（experiment economics）研究，即在可控制的实验条件下，针对某一现象，通过控制某些条件，观察决策者行为和分

析实验结果，检验、比较和完善经济理论，并提供政策决策与投资决策的依据。一直以来，几乎所有的经济学家都认为，实验是自然科学的专利，非经济学可用的方法。因为经济学研究人的经济行为，经济学家无法像物理学家控制温度那样控制消费、产出、价格等变量，无法在实验室里进行经济学实验，像诺贝尔奖得主 M. Friedman、P. Samuelson 等人都持这种观点。Samuelson 早年就曾在其最畅销的《经济学》中说：“经济学家无法进行类似化学家或生物学家所做的实验，而一般只能像天文学家或气象学家一样借助观察的手段。”然而，自 20 世纪 30 年代以来，随着一般均衡理论、博弈论、有效市场理论不断成熟，这些理论为经济金融现象的解释提供了许多模型，这使得对不同理论的检验变得很重要，这就有力推动了实验经济学的发展，经济学实验便不断运用，且方法论逐渐完善和发展，最终成为经济学的一个活跃分支。2002 年美国乔治·梅森大学的 Vernon Smith 作为实验经济学的先驱而与行为经济学家 Daniel Kahneman 一起分享了该年度的诺贝尔经济学奖，这标志着主流经济学已经认可了实验经济学。

Smith 于 1982 年统一了以前许多经济学实验所采取的个别方法，界定了经济学实验应该遵循的步骤，建立了一套标准的研究设计和分析系统。他认为，每一个实验都应有三大元素组成：环境、体系和行为。环境给定了每位参加者的偏好、初始的货品禀赋和现有的技术水平，而体系则界定了实验术语和游戏规则。环境和体系为可控制变量，他们会影响最终所观察到的行为。但要在实验中控制环境和体系变量，必须满足一些先决条件。Smith 总结为五个：(1) 非饱和性，指人们对商品或金钱的欲望永无止境，“多多益善”即常言所说“多比少好、少比无好”；(2) 突出性 指个

人的回报只取决于其行为和策略，清晰透明，毋庸置疑。(3)支配性 指实验结果应该尽量客观 不被参与者的主观成本或效益所左右。(4)隐私性，指每位参与者只被告知他本人的回报程序，对他一无所知，以避免互相影响、操纵结果。(5)平行性 指实验得出的结论在非实验室的现实世界中和在同样环境下也成立。实验经济学家认为 尽管上述特征有异于其他传统经济学分析 但这种用简约的微观经济过程模拟外面的大千世界、在实验室中培育“温苗”之举 仍不失为一种权宜之计。言外之意 毋庸置疑实验的平行性 其放之四海而皆准。

自 20 世纪 70 年代开始，实验经济学与行为经济学存在着合流趋势，2001 年 12 月 4 日至 6 日 值诺贝尔奖颁发百年之际 诺贝尔基金会以“行为与实验经济学”为主题举办了经济学奖项的“诺贝尔奖世纪论坛”(Nobel Centennial Symposium)。该论坛指出：“经济学中的实验研究和经济决策的心理学研究以非常不同的传统开始 近年来 两者在越来越强的过程中相互接近 合并成为今天行为和实验经济学的浪潮”。当然 由于实验经济学侧重于全部的经济行为 而行为经济学则更多地研究非理性行为 因此 二者的融合趋势并不意味着其中任何一方的消失。

三、行为金融学的发展历程—— 主要文献回顾

基本上，行为金融学的发展历史可以简单概括为心理学思想与金融学思想的碰撞、基于心理学的行为金融探索和基于金融学的行为金融成熟三个历史时期。

(一) 心理学思想与金融学思想的碰撞

行为金融学作为一门研究学科历史很短，但其缘起却可以溯

及人类经济学思想的萌芽期。一些行为分析的思想在 18 世纪之前就已经散见于经济学先哲们的著述之中，Adam Smith 就曾经对人类行为的心理判断 (judgment) 表示过极大关注。而 19 世纪法国心理学家 Charles Mackey 的《可怕的流行幻想与大众的疯狂》(1852) 和 Gustave Lebon 的《乌合之众》(1895) 是两本心理学家早期研究投资市场群体行为的经典之作。Mackey 在 150 年前就预示了市场上人们复杂多变的心理，描绘了群众如何为郁金香球茎和空壳公司股票陷入投机疯狂之境。^①

我们发现整个社区都把目光集中到一件事上，发了疯似的去追逐，成百万的人同时被这个幻想所吸引，争先恐后地想得到它，一向稳重的民族一下子变成了绝望的赌徒，甘愿丢掉整个生活的危险以换取一纸股票……常言道，人们的想法都一样……他们一起变疯，当他们慢慢恢复理智时，却只能一个接一个地恢复。

J. M. Keynes 是最早强调心理预期在投资决策中作用的现代经济学家，他基于心理预期提出了股市‘选美竞赛’理论和‘空中楼阁’理论。他说：

从事职业投资，好像是参加择美竞赛：报纸上发表一百张照片，要参加竞赛者选出其中最美的六个，谁的选择结果与全体参加竞赛者之平均爱好最相接近，谁就得奖。在这种情形之下，每一位参加竞赛者都不选他自己认为

^① 戴维·德瑞曼 (David Dreman):《逆向投资策略》海天出版社 2001 版 第 241 页。

^② 凯恩斯著 徐毓彬译:《就业、利息与货币通论》商务印书馆 1987 年版 第 133 ~134 页

最美的六个，而选他认为别人认为最美的六个。每个参加者都从同一观点出发，于是都不选他自己真认为最美者，也不选一般人真认为最美者，而是运用智力，推测一般人认为一般人认为最美者。

1936年，Keynes提出了“空中楼阁”理论，强调了把握群体心理对投资成败的极端重要性。他说：

在股票市场上，最精明的人只预测群众心理和他们将要采取的没有道理的行动，而不预测事件的真正趋向。不管市场是否有道理，只要能比市场领先一步，那么，你就是赢家。

该理论完全抛开股票的内在价值，强调心理构造出来的“空中楼阁”，认为投资者之所以以一定的价格购买某种股票，是因为他相信股价将上升，会有其他投资者以更高的价格向他购买这种股票，投资者无须计算股票的内在价值，他所需要做的，就是在股票价格到最高点之前买进股票，然后以高于成本的价格将其卖出。成功的投资者要能判断何种情形下适宜建筑“空中楼阁”，何种股票适宜建筑“空中楼阁”并抢先买进。

本书以为，以上这些还显混沌的关注与探索合成了行为金融学的先行影响。

（二）基于心理学的行为金融

这个阶段从 50 年代至 80 年代中期。行为金融理论的思想形成与标准金融理论一样同在 20 世纪 50 年代，当时的研究中心位于俄勒冈大学。俄勒冈大学的 O. K. Burrell 教授成为真正意义上的最早的行为色彩金融理论研究者，他在论文《以实验方法进行投资研究的可能性》（1951）中，开拓了应用实验将投资模型与人的心理

行为特征相结合的金融新领域。1969年,W. S. Bauman 发表了《科学还是幻想?》一文。这两篇论文都呼吁把心理学和金融学研究相结合,主张行为分析方法和定量投资模型相结合是更有意义的。后来的 Paul Slovic 等人继续进行了一些人类决策过程的心理学研究。1972年,Slovic 发表了一篇富有启发性的论文《人类判断的心理学研究对投资决策的意义》。这三篇论文可以被视为心理学行为金融研究的开端,加速驱动着基于行为分析的金融研究从心理学中分化出来,为行为金融学成为一门独立的研究学科提供了基础。自此之后,行为金融研究则以 Amos Tversky 和 Daniel Kahneman 为代表。Tversky 研究了人类行为与投资决策模型基本假设相冲突的三个方面:风险态度、心理账户和过度自信,并将观察到的现象称为“认知偏差”。Tversky 和 Kahneman(1979)共同提出了“期望理论”(prospect theory),使之成为行为金融研究中的代表学说。但是当时对行为金融研究还没有引起足够重视,一方面是因为此时以有效市场理论(EMH)为代表的标准金融理论体系风行一时,其设计完美的体系尚能够对大量的金融现象做出合乎逻辑的解释;另一方面是因为人们普遍对标准金融理论的前提假设倾向于认同,认为基于人的心理、情绪对金融进行研究是不科学的,行为金融理论的出现因此曾被视为异端邪说。80年代前后行为金融理论的研究陷入了低潮,而这正是标准金融理论迅速发展的时期,行为金融理论沉寂了许多年。

(三 基于金融学的行为金融

这个阶段从80年代中期至今。行为金融学真正的发展则自20世纪80年代中期开始。1985年,Werner De Bondt 和 Richard H. Thaler 发表了《股票市场过度反应了吗?》一文从而引发了行

为金融理论研究的复兴热潮，因而可以把他们的工作视为金融学行为金融研究的正式开端。这个时期行为金融理论以芝加哥大学的 Richard H. Thaler 和耶鲁大学的 Robert Shiller 为代表。Richard H. Thaler(1987,1999) 研究了股票回报率的时间序列、投资者心理账户等问题。Robert Shiller(1981,1990) 主要研究了股票价格的异常波动、股市中的“羊群行为”(herd behavior)、投机价格和流行心态的关系等。此外，Terrance Odean(1998) 对于处置效应 disposition effect 的研究，Jay R. Ritter(1999) 对于 IPO 的异常现象的研究，D. Kahneman 等(1998) 对反应过度 and 反应不足切换机制的研究都受到了广泛的关注。与上个时期相比，这个时期的行为金融理论研究主要集中在如何完善投资策略，注重把心理学研究和投资决策结合起来。特别值得一提的是，90 年代堪称行为金融理论研究的一个黄金时代，大量的学者纷纷投身于行为金融的研究之中，研究成果更是层出不穷，形成了以 Nicholas Barberis、Andrei Shleifer、Robert Vishny、David Hirshleifer、Avandidher Subrahmanyam、Harrison Hong、Jeremy Stein、Shlomo Benartzi 等为代表的新一代行为金融理论专家。1999 年，Hersh Shefrin 出版了《远离贪婪和恐惧：感悟行为金融和投资心理学》，Lars Tvede 出版了《金融心理学》，深化了对行为金融理论基础的研究。1999 年，《金融分析家》杂志最后一期出版了行为金融理论专刊，2001 年由 Hersh Shefrin 任主编的三卷本《行为金融学》论文集出版，2002 年，Daniel Kahneman 被授予诺贝尔经济学奖。这一系列标志性事件显示着行为金融学似乎已经不再是金融学一个微不足道的分支，而渐渐成为科学金融理论的重要支柱。

行为金融研究在 20 世纪 80 年代以后的复兴和发展有诸多方

面的原因：(1)整个主流经济学在 80 年代开始越来越转向对个体行为的关注和研究，金融学在此背景下也越来越加强了对微观金融行为的研究。(2)市场不断发现的异常现象引起金融学界的注意，一些心理学实验结果也困扰着标准金融理论，大量的证据表明许多金融理论还不完善。(3)金融研究方法的反省。传统的标准金融理论首先设定一些苛刻严格的前提条件，以此模拟出一种理想状态，即“应该是什么”并逐步放松假定向现实靠近。行为金融从一开始就关注于“实际发生了什么”直接注重对现实的研究并试图找出这些现象背后深层的金融学和超越金融学的解释。(4)已经问世的行为经济理论如期望理论等经过一段时间后得到了广泛的认可和经验求证。正是诸多的因素，使这个时期的行为金融取得了突破性的进展。

四、行为金融理论的意义和地位

金融理论本来就是从投资者复杂的非线性实际投资行为出发而进行研究的理论。但是自 20 世纪 50 年代以来，以有效市场假说为基础，以资本资产定价模型和现代资产组合理论为基石的标准金融理论确立了在金融经济领域的正统地位，这些标准金融理论以投资者是理性的、市场完善、投资者效用最大化、投资者具有理性预期等作为假设前提，把投资者的行为日益描述成了线性化状态。标准金融在理论体系上日趋完美的同时，其研究成果却越来越远离金融现实，在实践指导上越来越苍白无力，几个致命缺陷是：一是理论的不可证实或无法为经验研究所检验。R. Roll (1977)等的研究表明，资本资产定价模型(CAPM)是不可检验的或无法证实。而 E. F. Fama(1991)认为，有效市场假说本身也是

无法检验的，因为有效市场假说的检验必须和关于预期收益的某个资产定价模型联合起来才能得到检验，否则就是一个等式确定两个变量，但是后者是无法得到检验的。二是标准的金融理论把投资者的决策行为视为黑箱，只是简单地把决策行为看成是效用或财富的最大化，忽略了投资者决策过程中的情绪、时间压力等属性对决策的影响。三是随着研究的深入，许多研究人员发现标准金融理论不能解释许多异常现象，按照以 CAPM 为代表的金融理论，股票的交易量应该很小（如 P. R. Milgrom 和 N. Stokey 等得出了 CAPM 下的著名无交易理论），股价不能预测，服从随机游走特征、股价只有在相关消息到达时才发生变化等，这些都与我们在实际中观察到的相背。实际上股票市场上交易量巨大、股票价格至少部分是可以预测的（如 Fama, 1992）、股票价格变动比股票内在价值的变动大得多，即股票价格的变动不能用消息的到达来解释。此外对于小公司效应、周末效应、股票市场对某一事件的过度反应以及股票溢价之谜等标准金融理论也难以解释（行为金融理论的代表人物 Thaler 教授对此进行了较好的总结）。以上问题使标准金融理论受到激烈批评，一批力图解释金融市场实际行为的全新金融理论逐渐兴起，行为金融理论就是其中之一。行为金融理论将心理学尤其是行为科学的理论融入到金融学中，从微观个体行为以及产生这种行为的更深层次的心理、社会等动因来解释、研究和预测资本市场的现象和问题，促成了当代金融理论由传统力学的线性研究范式向以生命力为中心的非线性复杂范式的转换。从这个意义上说，行为金融学的出现实际上是对 50 年代以来，对以理性选择的认识观点支配整个金融学的那一套逻辑分析机制，进行根本性质疑的产物，是在对标准金融理论的发展反思过