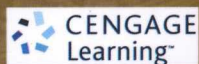


金融教材译丛



B

BEHAVIORAL FINANCE  
PSYCHOLOGY, DECISION-MAKING,  
AND MARKETS

# 行为金融 心理、决策和市场

(美) 露西 F. 阿科特  
Lucy F. Ackert  
肯尼索州立大学

著

(加) 理查德·迪弗斯  
Richard Deaves  
麦克玛斯特大学

戴国强 等译



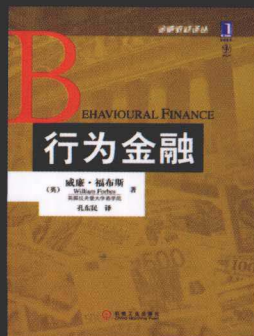
机械工业出版社  
China Machine Press

道 德 经  
第二十一章  
孔 德 之 容 惟 道 是 从。道 之 为  
物 惟 恍 恍。恍 兮 恍 兮 其 中  
有 真。恍 兮 恍 兮 其 中 有 物。  
惚 兮 恍 兮 其 中 有 精。其 精 甚  
真。其 中 有 信。自 古 及 今。  
其 名 不 古 以 烟 众 所。吾 何 以  
知 众 所 之 状 哉。以 此。

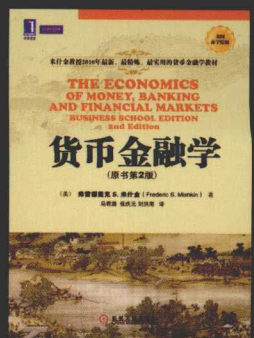
## 内 容 简 介

这是当前少有的—本既基于教学经验又与实践操作相结合的行为金融学入门教材。作者先介绍金融学的构成和主要研究内容，再阐述行为金融学的来龙去脉及其学术基础，进而讨论行为金融学研究的主要问题，非常便于教师教学和读者循序渐进地学习。全书还结合相关的理论和学说进行大量的案例和事例讲解，并在每章结束后给出讨论题和习题，有些比较复杂的模型还以附录的形式列在相关章节的后面，便于读者进一步研究和学习。

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。



作者：威廉·福布斯  
(William Forbes)  
ISBN 978-7-111-34808-5  
定价：62.00元



作者：弗雷德里克·S·米什金  
(Frederic S. Mishkin)  
ISBN 978-7-111-34261-8  
定价：75.00元

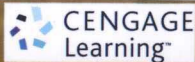


客服热线：  
(010) 88379210, 88361066  
购书热线：  
(010) 68326294, 88379649, 68995259  
投稿热线：  
(010) 88379007  
读者信箱：  
hzjg@hzbook.com

华章网站 <http://www.hzbook.com>

网上购书：[www.china-pub.com](http://www.china-pub.com)

中国财政经济出版社



[www.cengageasia.com](http://www.cengageasia.com)

上架指导：金融学/心理学

ISBN 978-7-111-39995-7



定价：59.00元



B

BEHAVIORAL FINANCE

PSYCHOLOGY, DECISION-MAKING,  
AND MARKETS

行为金融  
心理、决策和市场

(美) 露西 F. 阿科特

Lucy F. Ackert

肯尼索州立大学

著

(加) 理查德·迪弗斯

Richard Deaves

麦克玛斯特大学

戴国强 等译



机械工业出版社  
China Machine Press

本书是一本连接金融理论和人类行为实践的行为金融综合教材，它将行为金融的基本原理及其应用实践清晰地展现给读者，展示了行为金融在今天是如何应用到经济的各个层面的。学习本书需要读者已掌握基本的金融知识和原理，本书开篇介绍了一些基本的金融知识，然后引入行为金融的心理学原理，之后剖析了人类行为如何影响个体投资者、专业机构投资者、经理的决策和市场；同时，也涉及行为金融对退休金、教育和悖论、委托管理的影响。本书每章后配有相应的练习、讨论题和实验，以帮助学生深化对行为金融知识的理解。

本书适用于高等院校经济、金融类本科生和研究生，也可供对行为金融知识感兴趣的读者参考。

Lucy F. Ackert, Richard Deaves. Behavioral Finance: Psychology, Decision-Making, and Markets.  
ISBN 978-0-538-75286-2

Copyright © 2010 by South-Western, Cengage Learning.

Original edition published by Cengage Learning. CMP Press is authorized by Cengage Learning to publish and distribute exclusively this simplified Chinese edition. This edition is authorized for sale in the People's Republic of China only (excluding Hong Kong, Macao SAR and Taiwan). Unauthorized export of this edition is a violation of the Copyright Act. No part of this publication may be reproduced or distributed by any means, or stored in a database or retrieval system, without the prior written permission of the publisher.

All rights reserved.

本书原版由圣智学习出版公司出版。本书中文简体字翻译版由圣智学习出版公司授权机械工业出版社独家出版发行。此版本仅限在中华人民共和国境内（不包括中国香港、澳门特别行政区及中国台湾地区）销售。未经授权的本书出口将被视为违反版权法的行为。未经出版者预先书面许可，不得以任何方式复制或发行本书的任何部分。

本书封底贴有 Cengage Learning 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：01-2010-3887**

### 图书在版编目（CIP）数据

行为金融：心理、决策和市场 / (美) 阿科特 (Ackert, L. F.), (加) 迪弗斯 (Deaves, R.) 著；戴国强等译. —北京：机械工业出版社，2012. 10

(金融教材译丛)

书名原文：Behavioral Finance: Psychology, Decision-Making, and Markets

ISBN 978-7-111-39995-7

I. 行… II. ①阿… ②迪… ③戴… III. 金融学 - 研究 IV. F830

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2012) 第 239207 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：王金强 版式设计：刘永青

冀城市京瑞印刷有限公司印刷

2012 年 11 月第 1 版第 1 次印刷

185mm × 260mm · 23 印张

标准书号：ISBN 978-7-111-39995-7

定价：59.00 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


# 献 词

谨以此书献给 Bryan、Moira、William、Rory。

——露西 F. 阿科特

谨以此书献给 Karen 和 André。

——理查德·迪弗斯



# P

## 译者序

### REFACE

自从1970年尤金·法玛集有效市场理论和学说之大成，提出有效市场假说以来，已经过去40多年了。法玛认为：如果在一个证券市场中，价格完全反映所有可以获得的信息，那么就称这样的市场为有效市场。长期以来，有关金融市场的教科书和大量的研究文献多采用这样一个观点，那就是，按照市场价格所反映的信息范围和信息深度的不同，可将市场分为弱式有效市场、半强式有效市场、强式有效市场，由此而形成所谓弱式有效市场假说，即市场价格只反映历史信息；半强式有效市场假说，即市场价格反映所有已公开的有关公司营运前景的信息；强式有效市场假说，即价格已充分地反映了所有关于公司营运的信息，包括已公开的或内部未公开的信息，并据此推论：如果弱式有效市场假说成立，则股票价格的技术分析会失去作用，基本分析还可能帮助投资者获得超额利润；如果半强式有效假说成立，则技术分析和基本分析都会失去作用，拥有内幕消息者才可能获得超额利润；在强式有效市场中，没有任何一种方法能帮助投资者获得超额利润，即使有内幕消息者也一样无法获得超额利润。

但是，有效市场假说的存在是有前提条件的，这些前提条件包括：市场上的投资者都是理性的；市场价格反映了理性人的供求均衡，假如有人发现不均衡，即存在套利机会，就会有人通过买卖使价格变动到供求恢复均衡；当信息变动时，股票的价格也会随之变动，无论是利好消息还是利空消息，在它刚刚传出时，股票的价格就已随之变动，当人们都知道这一消息时，股票的价格已经上涨或下跌到适当的价位了。

金融市场风险测定、资产定价及公司金融构成现代金融学的主要内容。有效市场假说一直被奉为现代金融学的经典，是传统金融理论最重要的组成部分。然而其有关金融市场定价的理论和学说至今一直存在争议。传统金融理论认为人们的决策是建立在理性预期、风险回避、效用最大化以及相机抉择等假设的基础之上的。但是大量的实验结果表明，人们的实际投资决策并非如此。比如，根据理性假说，人们进入证券市场主要不是为了获得超额利润，而是为了获得流动性。如果是这样的话，那么证券市场就不可能总是有这么巨大的交易规模。根据风险回避假说，市场上最受欢迎的股票应当是大盘蓝筹股，然而现实情况则是小盘股大受追捧。投资者可能花费很长的时间跟踪研究某只股票，并好不容易才做出了买进或卖出的决定，可是当他要下单时，一个新的信息就可能将他长期思考的决策完全逆转。另外，证券市场价格经常会在周

末、月末、年末发生较大的波动，市场上经常出现投资者跟风等异常现象。所有这些都说明，金融市场交易者这种对理性决策的偏离不是个别的现象，而是系统性的，并且这种偏离不能靠统计平均来消除。对金融市场上出现的这些异象进行研究，对有效市场假说等传统理论进行反思的结果就形成了行为金融研究的大量论文、著述。尽管迄今为止，行为金融学的发展历史还比较短，其理论体系尚不完善，对其质疑之声也络绎不绝，但是人们不得不接受这样的事实，有越来越多的人开始对行为金融学感兴趣。

行为金融学是将心理学，尤其是行为科学的理论融入金融学研究，从微观个体行为以及产生这种行为的心理动因等来解释、研究和预测金融资产价格变化和金融市场的发展。通过分析经济主体市场行为中的偏差和反常，来寻求不同市场主体在不同环境下的经营理念及决策行为特征，力求建立一种能正确反映市场主体实际决策行为和市场运行状况的学说与描述性模型。

本书是由美国肯尼索州立大学迈克尔 J. 科尔斯商学院的金融学教授露西 F. 阿科特和加拿大麦克玛斯特大学德格罗特商学院任教的理查德·迪弗斯博士合著的。露西 F. 阿科特教授曾经在亚特兰大联邦储备银行做过访问学者，迪弗斯博士还担任一些私人企业以及政府机构的顾问，并在一些不同的领域，如市场效率、投资行为、储蓄和养老金筹划、利率预测、风险管理项目规划、资本市场营运等领域担任专家智囊。他们不仅在从事行为金融学课程教学方面有丰富的经验，还在参与金融市场实践方面积累了一定的经验。

本人认为凡是基于教学经验和实践操作相结合而编写出来的著述通常比较适宜用作教材，本书就是其中的一本。在我看来，本书有以下显著的特点：

(1) 其结构安排的逻辑性较强，前后连贯性较好，先介绍金融学的构成和主要研究内容，再阐述行为金融学的来龙去脉及其学术基础，进而讨论行为金融学研究的主要问题，便于循序渐进地进行教学。

(2) 本书内容比较丰富，既阐述了传统理论和行为金融理论的主要内容，包括公司金融和个人投资者行为，还阐述和讨论了一些有关社会制度、市场制度和投资者教育等相关问题。

(3) 作者运用大量的案例和事例，结合相关的理论和学说进行讲解、指导，有助于读者和受众掌握行为金融的思想和理念。

此外，本书作者还在每章结束后给出讨论题和习题，有些比较复杂的模型还以附录的形式列在相关章节后面，便于读者进一步研究和学习。

参与本书翻译的有：戴国强（前言、导论、第1章）、戴萦袅（第2~3章）、王照飞（第4~8章）、高军（第9~12章）、方鹏飞（第13~17章）、张健（第18~20

## VI

章)，由戴国强对译稿进行审校。在翻译本书的过程中得到机械工业出版社华章公司王金强先生的大力帮助和支持，方鹏飞、张健也协助我做了许多文稿整理工作，在此一并表示感谢。

我们希望本书能满足国内对行为金融理论和学说感兴趣的读者的学习和研究需要。

戴国强

2012年9月





## 作者简介

ABOUT THE AUTHORS

**露西 F. 阿科特**是肯尼索州立大学迈克尔 J. 科尔斯商学院的金融学教授，亚特兰大联邦储备银行访问学者，在埃默里大学获得金融经济学博士学位。她的研究兴趣包括个人应用信息和金融市场对信息的反应。阿科特博士在《美国经济评论》、《会计研究》、《金融学》等杂志上发表过数篇学术论文。


1993 年，阿科特博士在《金融学》杂志上发表的优秀论文获得史密斯·布里登奖。她的研究得到了哥伦比亚大学期货市场研究中心、芝加哥贸易委员会、加拿大投资评论、加拿大人文社会科学研究委员会等在内的多个组织的资助。2008 年，阿科特博士获得肯尼索州立大学杰出毕业生奖学金。

阿科特博士曾在埃默里大学、贝里学院、韦克福瑞德劳瑞大学任教。她教过的本科生和研究生课程有：行为金融学、公司金融、期货和期权市场、金融机构、金融案例、统计方法导论、微观经济学。

**理查德·迪弗斯**获得多伦多大学博士学位，并在加拿大汉密尔顿的麦克玛斯特大学德格罗特商学院任教，除麦克玛斯特大学之外，迪弗斯博士还是多伦多大学、肯考迪亚大学、罗林学院的客座教授。他教过多门课程，包括行为金融学、证券分析、资产组合管理、衍生品和投资管理应用。

迪弗斯博士的研究成果发表在多个杂志上，例如《金融与数量分析》、《银行与金融》、《货币经济学》。他还在投资人知识和养老金筹划、实验经济学、投资基金营运、固定收益回报增值、利率模型和预测、期货合约套利和定价、金融市场和宏观经济关系等领域从事研究。

迪弗斯博士还担任多家大小私人企业以及政府机构的顾问，并在一些各不相同的领域，如市场效率、投资行为、储蓄和养老金筹划、利率预测、风险管理项目规划、资本市场营运等领域担任专家智囊。




# P

## 前言 REFACE

写一本有关一个正在蓬勃发展的研究领域的教材是一项困难的任务。当我们开始从事这一工作时，已有的关于行为金融的研究成果已经很丰富了。从那时起，新的成果几乎天天都会出现，而唯一需要探讨的问题就是挑选。除了尚需研究的问题以外，同时我们也希望这本书是一本能对行为金融学领域中比较重要的学术成果做出全面阐述的著作。

本书写作过程中的驱动力是我们所教过的学生和我们所关注的内行读者。我们希望本书中涵盖的资料能引导读者用新的视角去考虑金融决策的问题。同时，有兴趣的读者可以得到多本关于行为金融学主题的具有价值的著作。我们的目的是写一本这样的教材，它既提供易于进入这一领域的概述，同时又阐明如何将行为金融学应用于真实环境。基于这种理念，本书材料的精密性和理论性相对适中。

我们认为本书适用于商学和经济学本科生及研究生，也适用于对此感兴趣的实务工作者。本书可以用作专门的选修课教材，或者作为比较传统的公司财务或管理财务课程的补充教材。



# A

## 致谢

### ACKNOWLEDGEMENTS

我们特别感谢那些为学术发展提供研究支持并贡献他们著述的大批研究者，包括 Werner De Bondt、Robert Dreman、Daniel Kahneman、Robert Shiller、Hersh Shefrin、Andrei Shleifer、Vernon Smith、Meir Statman、Richard Thaler 和 Amos Tversky。

毫无疑问，尽管我们要感谢的人不胜枚举，但是，还是要列举一些著述很有影响的研究者，包括 Maurice Allais、Marc Alpert、Solomon Asch、Clifford Asness、Malcolm Baker、Nardin Baker、Guido Baltussen、Brad Barber、Nicholas Barberis、Sanjoy Basu、Max Bazerman、Shlomo Benartzi、Itzhak Ben-David、Douglas Bernheim、Bruno Biais、Fischer Black、Robert Bloomfield、Nancy Brekke、Stephen Brown、Colin Camerer、Walter Cannon、David Centerbar、Louis Chan、John Conlisk、Michael Cooper、Joshua Coval、David Cutler、Antonio Damasio、Kent Daniel、Bradford De Long、Stéphanie Desrosiers、John Dickhaut、Orlin Dimitrov、John Doukas、Darren Duxbury、Jon Elster、Richard Fairchild、Eugene Fama、Ernst Fehr、Urs Fischbacher、Baruch Fischhoff、Christina Fong、Kenneth French、Laura Frieder、Simon Gächter、Simon Gervais、Gerd Gigerenzer、Thomas Gilovich、Markus Glaeser、William Goetzmann、John Graham、David Grether、Dale Griffin、Mark Grinblatt、Dirk Heath、Denis Hilton、David Hirshleifer、Charles Holt、Harrison Hong、Christopher Hsee、Ming Huang、Gur Huberman、William James、Narasimhan Jegadeesh、Wei Jiang、Eric Johnson、Charle Jones、Matti Keloharju、Thomas Kida、Alok Kumar、Josef Lakonishok、Owen Lamont、Rafael La Porta、Henry Latane、Susan Laury、Charles Lee、Jonathan Lewellen、Jean-François L'Her、Andrew Lo、George Loewenstein、Dan Lobvallo、Brigitte Madrian、Ulrike Malmendier、Karine Mazurier、Rajinish Mehra、Stanley Milgram、Olivia Mitchell、Kimberly Moreno、Tobias Moskowitz、Margaret Neale、John Nofsinger、Gregory Northcraft、Terrence Odean、Dimitris Petmezas、Joseph Piotroski、Jean-François Plante、Michael Pompian、Thierry Post、James Poterba、Sébastien Pouget、Edward Prescott、Howard Raiffa、Raghavendra Rau、Marc Reinganum、Richard Rendleman、Mark Riepe、Stephen Ross、Yuval Rottenstreich、Richard Ruback、William Samuelson、Tano Santos、Stanley Schachter、Myron Scholes、William Schwert、Dennis Shea、Jeremy Siegel、Herbert Simon、Jerome Singer、James Smith、Brett Steenbarger、Avanidhar Subrahmanyam、Gerry Suchanek、Barbara Sum-

mers、Larry Summers、Bhaskaran Swaminathan、Geoffrey Tate、Robert Vallone、MMartijn van den Assem、Robert Vishny、Robert Waldmann、Martin Weber、Arlington Williams、Timothy Wilson、Jeffrey Wurgler、Wei Xiong、Robert Zajonc 和 Ganggang Zhang。

尽管这些研究者中有很多人不是非常赞同行为金融学，但是公正地说，他们对行为金融学的讨论都是有贡献的。

我们也感谢圣智学习出版公司以及其由 Laura Ansara 和 Mike Reynolds 领导的杰出团队的支持，还有来自 Tamborah Moore 和 Andrea Clemente 的鼎力相助。当然，我们感谢那些提供文字输入的同事和学生：George Athanassakos、Gokul Bhandari、Narat Charupat、Bryan Church、Aey Chatupromwong、Shawn Davis、Travis Derouin、Jerry Dwyer、Ann Gillette、Rongbing Huang、Marcelo Klotzle、Brian Kluger、Swetlana Ljubicic、Erik Lüders、Matt Miller、Peter Miu、Budina Naydenova、Oksana Ogrodnik、Melissa Parlar、Li Qi、Gabriel Ramirez、Mark Rider、Michael Schröder、Paula Tkac、Ted Veit、Barry White 和 Ao Yang。

此外，我们还要感谢书稿的校阅者：Brandon Adams (Harvard University)、Bulent Aybar (Southern New Hampshire University)、Brad M. Barber (UC Davis)、Candy A. Bianco (Bentley College)、Deanne Butchey (Florida International University)、Haiwei Chen (California State, San Bernardino)、Jing Chen (University of Northern British Columbia)、Hsiang-Hsuan Chih (National Dong Hwa University)、David Enke (University of Tulsa)、Richard John Fairchild (University of Bath, UK)、James Felton (Central Michigan University)、Merylyn Foo (Athabasca University)、Laura Frieder (Purdue University)、Satyananda Gabriel (Mount Holyoke College)、Nancy R. Jay (Mercer University)、Steven T. Jones (Samford University)、Shimon Kogan (Carnegie Mellon University)、Alok Kumar (University of Texas, Ausin)、Henry Pruden (Golden Gate University)、Li Qi (Agnes Scott College)、Raghavendra Rau (Purdue University)、Thomas A. Rietz (University of Iowa)、Scott Smart (Indiana University)、Bijesh Tolia (Chicago State University)、P. V. Viswanath (Pace University)。

阿科特于亚特兰大

迪弗斯于伯灵顿

2009年5月22日



快速发展的行为金融学研究领域从心理学视角来理解人类社会的整体行为是如何影响个人、专业投资者、市场以及经理人的决策的。作为人类社会的一分子，我们的决策行为受到心理学的影响。有些决策很简单，就是日常的决定，例如，决定为了迎接下次考试应花多少精力来复习，或者决定买哪个品牌的苏打汽水。但是有些决策会给我们的财务状况造成巨大的影响，例如，是否应该购买某只股票，又如，如何在不同基金间分配投资我们401(k)账户里的资金。本书的主要目的就是展示在现实的挑战中，我们如何从行为金融学的研究中学习做金融决策。

展望未来，我们会发现行为金融学将大大有助于我们理解投资者层面的很多谜团。例如，为什么人们愿意投资本地企业；为什么人们总是混淆了好企业和好股票的概念；为什么当人们在经历了一次好的或差的投资组合后他们的风险承受底线都会上升；为什么人们总是不情愿从自己的投资组合中剔除表现差的部分；为什么许多投资者喜欢频繁交易；为什么他们不在更广泛的范围内进行资产配置；如何理解人们的从众心理。

由于现在很难找到真正质疑心理学对个人投资决策有影响这一论点的研究者，那么也就很难达成市场也同样会受心理学影响的统一看法。这是因为传统观点认为是市场力量造成市场有效，而这与认为人类心理学会影响市场的看法是相互矛盾的。不过，假设人类心理学能直接影响个体行为，而由于个体行为不是最优行为，个体犯的小错误有时是相互关联的，再假设套利是有限制的，那么在既定的套利限制条件下，传统观点中市场的定义将是不完整的。

近期以来，行为金融学已大幅度地将经理人的行为纳入研究范围。鉴于我们已知的投资者心理学，行为因素无疑将在经理人的决策过程中扮演重要角色。一方面，经理人在试图提升个人业绩表现时能否将与个体心理学相关的信息纳入考虑范围？另一方面，经理人作为个人，是否会成为他们行为失误的牺牲品？

## 本书概况

要想明白人类的心理是如何影响、冲击个体和市场的，我们需要先回顾一些内容。现在，我们来看本书的第一篇，回顾现代金融学的基础，它对各种悖论和异常状况毫



无办法，并且从金融学的起源映射在预期理论和套利的角度考虑问题。在第1章出现的期望效用理论是一个明显、标准的证明人们在面对和涉及风险时的表现的模型。在预期比较时，为确定哪一种层级是财富最简单的分布，基本的做法是对各种可能的财富结果进行分析，给每种效用价值设定一个概率，然后选择预期最高的那个。

虽然期望效用理论曾经是非常有效的个人决策模型的方式，研究金融理论的人仍然需要一个模板来描述投资者是如何在现实市场中评价风险并敲定价格的。方差的统计分析和资本资产定价模型（详见第2章）是主要的理论，它们为风险评估和风险资产定价提供帮助。同时，市场效率的理念逐渐凸显。这种理念认为，因为竞争市场包含全部相关信息，资产几乎都具备基本的价格。实际上信息并不是毫无价值的，通过格罗斯曼和斯蒂格利茨的不可能定理，引发了这个即将改变的观点，即没有人能够一直收获超过标准的回报（通过风险调控）。<sup>1</sup>重要的是，市场效率和资产定价模型，因联合假设是密不可分的。事实上，市场效率的测试也同样需要使用特殊风险调整机制。

尽管这些基础理论近乎完美，但是后来人们发现它们也存在缺陷。通过仔细地分析研究发现，人们事实上总是或多或少地违反期望效用理论。例如，当风险被规范时，人们对风险的追求便暴露无遗。那些乐意购买彩票的人就是一个典型的例子。这很快成为一个全新的个人偏好理论的论据，一门专门研究实际行为的心理学。在一些已有的替代模型中，卡内曼和特沃斯基的前景理论倍受关注。<sup>2</sup>前景理论在第3章有所介绍。因为某些需要，前景理论增加了心理预期，这是路径依赖的重要途径。这些模型的核心要素包括了与参照点（譬如实际情况）相关的评估结果、对损失的强烈反感和对相关风险的态度。

由于CAPM和市场效用理论经常与用实际数据进行实证检验的结果明显地不一致，现代金融已经受到挑战。我们将在第4章回顾一些异常状况，这些异常状况是与CAPM、市场效用理论不一致的现象。理论的发展同样起着重要的作用。当过去人们倾向于争论机会成本总是很容易地被竞争市场“套走”时，一些人开始质疑套利是否真的像教科书上说的那样简单而无风险。持该观点的人认为套利实际上受到很多限制。这些限制包括诸如“噪声交易者风险”（错误的价格可能在短期内导致更坏的操作）、基本风险（当不存在替代证券时）和重大的实施成本（交易成本和潜在的不确定性导致必须做空）。

行为金融学比其他金融学具有更多的跨学科性，它大量地借鉴了会计学、经济学、统计学、心理学和社会学的学术成果。心理学在这里非常有用，因为它解释了人类本身是如何做出正确或带有偏见的选择的。在第二篇，我们介绍了一些必要的心理学基础知识。根据分类法，我们简单地把人类的潜在心理归纳为三个部分：认知局限和思维启发、过度自信、情感。

在第5章中，我们注意到，现代经济和金融模型常常看起来基于决策者具有无限的认知能力。这样的决策者通过考量所有的相关信息，找到了一个最优的结果。然而经济主体的认知显然是存在局限的，包括很多内容都不完善、选择性失忆或者疏漏、注意力不集中，或者受到以前经验带来的条条框框的影响。必须将复杂的问题简化，因此，我们专门设计了试探性或者根据经验处理的方法。生物进化的压力产生了很多行业化的处理方式。虽然这些方法会导致明智的行为，但是有时候人们也可能拿错“工具箱”。当人类准备寻找食物或避难所时，会首先提出很多程序，尤其是在复杂的现代环境中必须作出决策时。我们来看看各种各样的试探性方法，包括那些主要影响绩效的方式、偏好寻找舒适的方法和估计概率。有充分的证据证明错误存在，特别是那些采纳“快速简单的”启发式观点已经表明试探法远比我们想象得要好。

在第6章中，我们将认识到在很多时候人们过于自信，这些人高估了自己的学识、能力和他们对信息准确度的认识，或者对未来及他们的掌控能力过于乐观。所谓的过度自信就是缺少平衡性（倾向于认为自己的认识比实际更准确）、比平均效果要好、控制能力错觉（一种毫无根据地认为自己能影响事物）和过于乐观。在警告出现时，过度自信能够怂恿一些行动。

在第7章中，我们将考虑情绪是如何影响决策的。不用说职业前景，单单是一笔大的资金，就可能因为一个金融决策而处于险境，更大的赌注只会使人的情绪变得更加不稳定。媒体的观点可能会影响到市场，当然，首先影响到的是个人决定。虽然这是事实，但是不健康的情绪的确是一件坏事，一个平和的心态（比如不受情绪的影响）可以让你做出正确的决策。

正是基于上述原因，第三篇转向考察心理是如何影响个人财务决策的。随着时间的推移，我们的目光固定在投资和与投资相关的从业者，而不是公司管理者的身上。第8章通过调查错误地应用试探法导致无法做出最好的财务决定的原因。例如，典型的试探可以说服人们好的公司很适合投资，现在的股票也表现得不错，是值得买的。只投资熟悉的产业可能导致过量的本国和当地投资，可获得性偏差促使人们集中投资于证券，因为这些投资信息是可以免费获得的，造成人们过多地根据报道而不是凭借个人观点或者专长去考虑问题。

在第9章中，我们来探索过度自信将导致投资者和市场参与者不能做出最好的决定。认为个人分析比市场实际表现更准确的趋势导致交易者过多交易。其他与过度自信相关的问题是低分散化的，并且导致更多的风险。

在第10章中，我们将探讨情绪是如何影响财务决策的。最突出的是不赚不赔效应、赌场效应和处置效应。值得注意的是，对这些观察到的行为的解释全部基于前景理论。其共同点是它们都在某种程度上基于路径依赖。在前两种情况中，结果比预期

的好坏更可能增加风险：因为在第一种情况下，人们都讨厌损失，想把失去的拿回来；在第二种情况下，因为人们发的是意外之财，他们更可能承担更大的风险而没有认真考虑可能的损失。正如处置效应，一位失败的投资者可能持有相关的产品更长的时间，因为他们觉得一旦出手会让自己后悔莫及。

在第四篇中，我们考虑社会是如何影响人们的选择的。这在行为金融领域是一个非常重要的问题，因为投资者、金融从业人员和管理者不会孤立地做出决定。我们开始在第 11 章展示了在不同文化背景下世界各地不同文化的商业领域。传统的理论假定人是理性的、利己主义的决策者，有证据表明，人们在实际生活中，有时不是根据他们的自我利益做决策，而是根据社会利益做出决策，包括我们所说的其他偏好，如公平和互惠。为了说明它们的重要性，我们展示社会是如何影响市场竞争和合同制定的。

在第 12 章中，我们阐述了重要的社会力量，我们展示这些力量是如何让美国类似安然这样的重量级公司倒下的。特别关注的是两个重量级参与者：公司董事会和专业的金融分析师。公司的董事会对公司内部进行治理，但是社会力量如何对公司产生影响？金融分析师是为投资者和管理者提供重要信息的人，但是他们的观点能被社会群体影响吗？

在第五篇中，我们将探讨行为金融学能告诉我们观察到的市场结果。第 2、4 章提到实验市场效应检验获得了大量的支持，但是随后的测试常常又与此理论相悖。在第 13 章中，我们将讨论这些异常情况，但是我们的目标是解释这些潜在的行为。价值优势和动量这两个异常最让我们感到困扰，所以我们有理由特别注意它们。

第 14 章提出了一些中心股票市场难题，在过去的数年里，研究人员已经开始质疑是否应通过观察股票市场的估值水平和价格波动来预测该市场。特别值得注意的是，在 20 世纪 90 年代，整个美国市场似乎偏离基于经济基本面的估值。除了考虑市场估值的基础，我们回顾有关股票市场波动水平的证据。此外，本章也会讨论股票溢价之谜、股票因不同的低风险而优于固定收益投资的历史趋势等问题。

第六篇论述心理偏见如何潜在地影响管理者的行为。我们怎样看待结果要取决于市场或经理的行为是不是由偏见引起的。理性的经理人在认为市场不合理的情况下采取行动，那么经理人本身可能就是偏见的源头。

第 15 章讨论理性管理者有时会利用非理性投资者的估值错误。我们也提供了一个启发式模型，结果表明理性管理者和非理性投资者在短期和长期目标上存在冲突。这些冲突会导致选择最大化价格而不是价值。我们也谈到了为了迎合投资者而改变公司名称和迎合投资者胃口的股息派发方式。实际结果和预想的一样。

第 16 章论述公司决策者和企业家在次优的情况下做决策的潜力。我们首先考虑了因认知和感情的影响而制定的错误的财政预算。过度自信也会对管理决策产生有害影

响。在这方面，我们要解决过度投资、投资对现金的敏感性，以及合并、收购和创业。最后，我们将考虑过度自信是否在有些情况下会对管理产生积极的作用。

在第七篇中，我们将围绕退休、养老金、教育、债券、客户管理等方面展开。这是行为金融学能否在日后被应用的关键领域。我们在第 17 章将重点讲解退休和退休金。世界各地的公司改变了分担退休金计划，涉及的工人被迫试图制定最佳退休金管理方案。不幸的是，这些个体往往容易出现自我控制、拖延和对基金定位的困扰等问题。然而，有证据显示退休金规划中的创新可以带来比较好的成果。

在 18 章中，我们分析了许多可以提高财务决策选择的策略。一个比较好的金融教育项目或许可以产生一笔可观的报酬。我们认为教育的效果可以随着投资者对知识的掌握而被加强。最后，我们为一些财富管理师提供一些见解，因为他们的客户经常被偏差和情感影响。

本书以第八篇结束，此部分内容主要针对投资者和交易员。第 19 章的主题是，行为投资学是试着利用行为金融研究课程中所学到的知识来提高投资组合的绩效。根据经验规律中诸如动量指标、价值优势稳健，可以利用股票的这些属性来提高投资组合的绩效。然而，事情往往不像人们想象得那样简单。风险和机遇包括不正常的衰退、不同的人群、不同的投资以及对各种异常指标的筛选提炼。我们以是否存在客观的证据可以为行为投资学带来大家所期望的结果结束本章。

第 20 章主要关注如何成为一位技能高超的交易员。通过关注大脑对多种活动的反映，科学家了解到大脑不同的功能以及它是如何解决问题的。神经金融学（neurofinance）的研究员通过神经科学去测试当一个人在做出财务选择时的大脑活动。潜在的研究成果包括关于哪些行为是受到控制的以及哪些行为是条件反射。每一个人都要通过很长时间的训练来成为专业人员。我们认为交易员可以通过行为金融学研究中的知识来表现得更好。

## 行为金融学的研究方式与方法

在任何一门学科中，进一步的研究成果都是建立在理论与经验的相互影响之上。正确的理论、模型都是用数据进行检验的。当根据理论所得出的数据变化过大时，新的模型就出现了。理论与证据之间的联系就是科学的兴衰，所以金融学也是这样演变的。在阅读本书的过程中你会发现，行为金融学在观察报告中不是一个折中的工具。这些数据可能是自然得到的，或者是在实验室中做实验得到的，抑或是通过问卷调查得到的。实验性的金融与经济学是通过运用实验的方法来测试理论的可靠性以及评估对新机制所带来的冲击的。在传统的心理学上，问卷调查常常被研究者用来研究行为