

ECONOMICS 行为 and 实验 经济学

行为与实验经济学经典译丛

行为金融学： 投资者、企业和市场

H. 肯特·贝克 (H. Kent Baker) 编著
约翰·R. 诺夫辛格 (John R. Nofsinger)

贺京同 高 林 贺 坤 李宝伟 等 译校
李贺京同

Behavioral Finance:

Investors, Corporations, and Markets



 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

行为和实验经济学经典译丛

行为金融学： 投资者、企业和市场

H. 肯特·贝克 (H. Kent Baker) 编著
约翰·R. 诺夫辛格 (John R. Nofsinger)

贺京同 高 林 贺 坤 李宝伟 等 译
贺京同 贺京同 校

Behavioral Finance:
Investors, Corporations, and Markets

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：投资者、企业和市场/H. 肯特·贝克 (H. Kent Baker), 约翰·R. 诺夫辛格 (John R. Nofsinger) 编著；贺京同等译. —北京：中国人民大学出版社，2017.8

(行为和实验经济学经典译丛)

书名原文：Behavioral Finance: Investors, Corporations and Markets

ISBN 978-7-300-24967-4

I. ①行… II. ①H… ②约… ③贺… III. ①金融行为-研究 IV. ①F830.2

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2017) 第 219774 号

“十三五”国家重点出版物出版规划项目

行为和实验经济学经典译丛

行为金融学：投资者、企业和市场

H. 肯特·贝克 (H. Kent Baker)

编著

约翰·R. 诺夫辛格 (John R. Nofsinger)

贺京同 高 林 贺 坤 李宝伟 等 译

贺京同 校

Xingwei Jinrongxue: Touzizhe, Qiye he Shichang

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 涿州市星河印刷有限公司

规 格 185 mm×250 mm 16 开本

版 次 2017 年 10 月第 1 版

印 张 54.75 插页 2

印 次 2017 年 10 月第 1 次印刷

字 数 1 128 000

定 价 128.00 元

版权所有 侵权必究 印装差错 负责调换

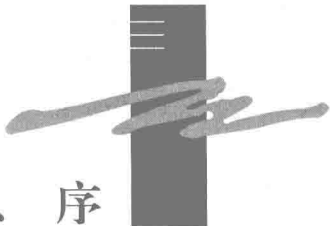
行为和实验经济学经典译丛

编委会

叶航	韦森	王忠玉	刘凤良
周业安	韩立岩	于泽	王湘红
唐寿宁	李涛	吴卫星	陈彦斌
董志强	黄纯纯	那艺	陈叶烽
赵文哲	江艇	洪福海	宋紫峰
顾晓波	陈宇峰	何浩然	陆方文
杨晓兰	连洪泉	左聪颖	

执行主编 汪丁丁 贺京同 周业安

策 划 马学亮



总 序

经济学作为一门经世致用之学，从其诞生之日起，就与复杂的社会经济现实发生着持续的碰撞与融合，并不断实现着自我的内省与创新。尤其在进入 20 世纪后，经济学前期一百多年的发展，使得它此时已逐步具备了较为完整的逻辑体系和精湛的分析方法——一座宏伟而不失精妙的新古典经济学大厦灿然呈现于世人面前。这座美轮美奂的大厦，巧妙地构筑于经济理性与均衡分析两块假定基石之上，而经济学有赖于此，也正式步入了规范化的研究轨道，从而开创了它对现实世界进行解释与预测的新时代。

然而近几十年来，随着人类经济活动的日趋复杂与多样化，对经济世界认识的深化自然亦伴随其中，以新古典理论为核心的主流经济学正受到来自现实经济世界的各种冲击与挑战，并在对许多经济现象的分析上丧失了传统优势。这些“异象”的存在构成了对主流经济理论进行质疑的最初“标靶”。正是在这样的背景下，行为经济学应运而生，这也许是过去二十年内经济学领域最有意义的创新之一。

什么是行为经济学？人们往往喜欢从事物发展的本

源来对其进行定义。行为经济学最初的产生动机是为了满足解释异象的目的，即从心理学中借用若干成熟结论和概念来增强经济理论的解释力。因而一种流行的观点认为，与主流经济学相比，行为经济学不过是在经济学中引入心理学基本原理后的边缘学科或分支流派。然而，行为经济学近年来的一系列进展似乎正在昭示它与心理学的关系并不像人们初始所理解的那样。如果把它简单地定位为区别于主流理论的所谓“心理学的经济学”，则与它内在的深刻变化不对应。为了能够对它与主流经济学的关系做出科学准确的判断，首先必须了解它是如何解决主流经济学所无法解答的问题的。

主流经济理论丧失优势的原因在于，它所基于的理性选择假定暗示着决策个体或群体具有行为的同质性（homogeneity）。这种假定由于忽略了真实世界普遍存在的事物之间的差异特征和不同条件下认识的差异性，导致了主流理论的适用性大打折扣，这也是它不能将“异象”纳入解释范围的根本原因。为了解决这个根本性的问题，行为经济学在历经二十多年的发展后，已逐渐明晰了它对主流经济学进行解构与重组的基本方向，那就是把个体行为的异质性（heterogeneity）纳入经济学的分析框架，并将理性假定下个体行为的同质性作为异质性行为的一种特例情形，从而在不失主流经济学基本分析范式的前提下，增强其对新问题和新现象的解释与预测能力。那么，行为经济学究竟是怎样定义行为的异质性的？根据凯莫勒（Colin F. Camerer）2006年发表于《科学》杂志上的一篇文章中的观点，我们认为，行为经济学通过长期的探索，已经逐渐把行为的异质性浓缩为两个基本假定：其一，认为个体是有限理性（bounded rationality）的；其二，认为个体不完全是利己主义（self-regarding）的，还具有一定的利他主义（other-regarding）。前者是指，个体可能无法对外部事件与他人行为形成完全正确的信念，或可能无法做出与信念相一致的正确选择，而这将导致不同的个体或群体会形成异质的外部信念和行动；后者是指，个体在一定程度上会对他人的行为与行为结果进行评估，这意味着不同的个体或群体会对他人行为产生异质的价值判断。在这两个基本假定下，异质性行为可较好地被融入经济分析体系之中。但是，任何基本假定都不可能是无本之木，它必须具有一定的客观理论支持，而心理学恰恰为行为经济学实现其异质性行为分析提供了这种理论跳板。这里还要说明一点，心理学的成果是揭示异质经济行为较为成熟的理论与工具，但不是唯一的，我们也注意到神经科学、生态学等对经济学的渗透。

经济学家对行为心理的关注由来已久，早在斯密时代，就已注意到了人类心理在经济学研究中的重要性。在其《道德情操论》中，斯密描述了个体行为的心理学渊源，并且展示了对人类心理学的深刻思考。然而，其后的经济学研究虽然也宣称其理论对心理学存在依赖关系，但其对心理学原则的遵从却逐渐浓缩为抽象的经济理性，这就把所有个体都看成了具有同质心理特征的研究对象。而实际上心理学对人类异质心理的研究成果却更应是对经济行为异质性的良好佐证。因此，我们所看

到的将心理学原理纳入经济学分析的现状，实际上是对开展异质经济行为分析的诉求。但需要留意的是，经济学对心理学更多的是思想性的借鉴，而不是对其理论的机械移植，并且经济学家也正不断淡化着行为经济理论的心理学色彩，因此不能简单地将行为经济学视为主流经济学与心理学的结合形式，也不能将行为经济学打上心理学的“标签”。心理学的引入不是目的，只是手段，它自始至终都是为主流经济学不断实现自我创新服务的。

我们还想着重强调的一点是，行为经济学对心理学原则的引入和采用与实验经济学的兴起和发展密不可分。在行为经济学的早期研究中，来自心理学的实验方法扮演了十分重要的角色，许多重大的理论发现均得益于对心理学实验的借鉴，甚至许多行为经济学家如卡尼曼（Daniel Kahneman）等人本身就是心理学家。然而，实验经济学与行为经济学在范畴上有着根本性的不同之处。罗文斯坦（George Loewenstein）认为，行为经济学家是方法论上的折中学派，他们并不强调基本研究工具的重要性，而是强调得自这些工具的研究成果在经济学上的应用。而实验经济学家却更强调对实验方法作为分析工具的认可和使用。类似于计量经济学可理解为经济计量学，实验经济学也可理解为经济实验学，它是经济学实验方法的总称，并且是行为经济学的重要实证基础来源。只有当来自实验经济学的实验结果被凝练为行为经济理论，才完成了经济研究从实验层面向理论层面的抽象与升华。与行为经济学相比，实验经济学似乎更接近经济学与心理学之间的边缘学科，它具有更为浓厚的工具性色彩。

现在，我们可以初步对行为经济学与主流经济学的相对关系做一评判了。纵观行为经济学的发展简史和其近年来的前沿动态，我们大胆地认为，近二十年来逐渐兴起的行为经济学不是区别于主流经济学的分支流派，而是对主流经济学的历史顺承与演进，是主流经济学在 21 世纪的前沿发展理论。行为经济学的产生、发展乃至日益成熟，正体现了它对主流经济学从内涵到外延上所作的量变调整与质变突破——它通过借鉴心理学的相关理论，并从实验经济学中获取实证支持，而将个体的异质性行为纳入了经济学的理论体系并涵盖了以往的同质性分析。同时，这也意味着行为经济学并未把主流经济学排除于它的理论体系之外而否定其理论逻辑，而是使主流经济理论退化为它的特例情形。故而凯莫勒曾畅言：“行为经济学最终将不再需要‘行为’一词的修饰。”然而，这并不意味着主流经济学将会退出历史舞台。事实上，新古典理论仍然是行为经济学重要的理论基础来源和方法论来源。以新古典理论为核心的主流经济学作为更广范畴下的行为经济学的一个特例，将成为经济学研究不可或缺的参照理论。

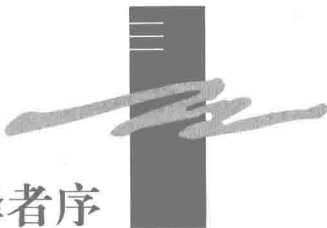
鉴于行为与实验经济学近年在国外的迅猛发展及其对经济学科的重要意义，以及国内该领域相对滞后的研究现状，我们为国内读者献上了这套经过慎重选译的丛书。这套丛书囊括了近年来国外长期从事行为与实验经济学研究的学者的主要论著，读者从中既可了解到行为经济学各种思想发端和演进的历史踪迹，又可获得翔



实丰富的实验方法论述及其成果介绍。同时，我们还专门为读者遴选了一些反映行为与实验经济学最新前沿动态的著作——这些著作涉及了宏观经济学、微观经济学、金融学、博弈论、劳动经济学、制度经济学、产业组织理论等领域。它们由于经受验证的时间较短，也许并不成熟完善，但却能使我们的研究视野更具有前瞻性。我们衷心地希望海内外读者同仁能够不吝赐教，惠荐佳作，以使得我们的出版工作臻于完善。

贺京同 汪丁丁 周业安

2009 年仲夏



译者序

行为金融学是一个相对新颖同时发展十分迅速的领域。在经历了传统金融学者最初的抵制之后，行为金融学正逐渐融入主流金融学，并成为主流金融学的重要组成部分。在传统金融学的有效市场框架中，遵循期望效用最大化的理性投资者假设难以解释很多实证问题，这些难题构成了金融领域的众多“异象”。而行为金融学通过将行为和认知心理学的理论与传统的经济学、金融学理论相结合，创造了“包容”解释乃至预测这些异象的可能。

根据译者理解，行为金融学克服了传统金融学将参与人强化为一个标准化的同质“参数”——理性人——的局限性，使金融学具有了“人气”。简单地说，行为金融学在经典的以“钱”和“物”为主体的金融学研究 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，解决了金融系统本不应该忽视的另一主体——金融活动参与人——加入其中后的金融现象的解释与预测问题，并在此背景下研究了人们是如何进行决策的。同时，快速发展的行为金融学研究发现，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。行为金融学理论致力于协调人类行为（包括个体行为和群体行为）与经典理论之间的矛盾。例如，行为金融学有助于解释市场无效的表现和原因。

《行为金融学：投资者、企业 and 市场》从综述行为金融学研究现状的角度，展现了行为金融学的理论全貌，并为理论在现实中的实际应用提供了指导；本书实现了与传统金融学各领域的相互联系，是目前涵盖最广泛的行为金融著作，适合作为金融、经济类大学本科或研究生的独立或增补教材，同时亦可作为对行为金融学感兴趣的学者和从业者的案头读物。此外，本书可以说是对译者先前翻译出版的《行为金融学新进展》（适合研究生、相关领域的学者和研究者）的一个绝好的呼应，二者共同构建了行为金融学从博到精、由浅入深的较为完善的研究、教学或文献体系。

《行为金融学：投资者、企业 and 市场》沿着行为对投资者、企业 and 市场的潜在影响的脉络，诠释了行为金融学的全貌。在《行为金融学：投资者、企业 and 市场》中，直觉推断（heuristics）、框架（framing）、情绪（emotions）和市场冲击（market impact）构成四个关键主题。以这些主题为核心应用于投资者行为、公司、市场、规则与政策以及教育等方面即为本书的逻辑结构。在此结构下，本书讨论了若干个专题，也就是本书的各章节：第1章“行为金融学：概述”，第2章“传统金融学 with 行为金融学”，第3章“行为金融学：在商科教育及培训中的应用与教学法”，第4章“直觉推断或经验法则”，第5章“神经经济学和神经金融学”，第6章“情绪金融学：潜意识在金融决策中的作用”，第7章“实验金融学”，第8章“风险心理学”，第9章“心理因素对金融监管和政策的影响”，第10章“意向效应”，第11章“前景理论与行为金融学”，第12章“累积前景理论：使用随机占优方法的检验”，第13章“过度自信”，第14章“代表性直觉推断”，第15章“熟悉偏向”，第16章“有限注意力”，第17章“其他行为偏向”，第18章“市场无效”，第19章“基于信念和偏好的模型”，第20章“基于采访研究对公司决策行为的解释”，第21章“融资决策”，第22章“资本预算和其他投资决策”，第23章“股息政策的决策”，第24章“忠诚、代理冲突与公司治理”，第25章“首次公开募股”，第26章“兼并与收购”，第27章“信任行为：证券市场的重要基础”，第28章“个人投资者交易”，第29章“个人投资者投资组合”，第30章“认知能力和金融决策”，第31章“养老金参与行为”，第32章“机构投资者”，第33章“衍生品市场”，第34章“文化在金融中的作用”，第35章“社会互动与投资”，第36章“心情”。

本书是由贺京同教授主持翻译的。《行为金融学：投资者、企业 and 市场》的中译本得以付梓，凝聚了其科研团队和学生的辛勤劳动。具体翻译工作如下：第1章由贺京同译；第2章由贺京同、陈紫薇译；第3章由贺京同、王晔琦译；第4章由贺京同译；第5章由贺京同、付婷婷译；第6章由贺京同、赵子沐译；第7章由贺

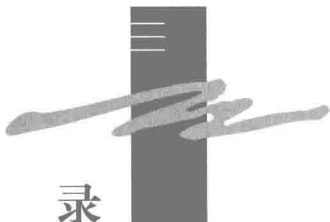
京同、付婷婷译；第8章由贺京同、赵子沐译；第9章由贺京同、付婷婷译；第10—15章由高林译；第16—17章由高林、贺京同译；第18章由贺京同、王晔琦译；第19章由贺京同、徐彦豪译；第20章由田仁杰、王璐清译；第21章由王晔琦、王璐清译；第22章由赵子沐、王璐清译；第23章由徐彦豪、何蕾、王璐清译；第24章由贺京同、赵子沐、王璐清译；第25章由贺京同、徐彦豪译；第26章由王璐清译；第27章由贺京同、陈紫薇、赵子沐译；第28—29章由高林、李宝伟译；第30章由贺京同、刘佩榕译；第31章由高林译；第32—33章由高林、李宝伟译；第34—35章由贺坤、杨垚立译；第36章由贺坤译；各章讨论题的答案、索引由贺京同译。最终，贺京同教授对全书做了全面校对。翻译过程中也得到了其他有关人员的支持，他们是：那艺、刘倩、张云、鲁达非、邱玥、李文斌、祝永庆、周灵安、魏向、林鸿阳、王辉、王宇等，顾晓波、刘兴坤、马牧野校对了部分书稿，在此表示感谢。

在本书的翻译过程中，虽然我们付出了艰辛的努力，但限于译者的学识和文笔，翻译过程中可能存在一些不当甚至错误之处，还请读者谅解并指正。此外，在本书翻译过程中，中国人民大学出版社一如既往地给予了我们支持与鼓励，在这里我们深表感谢。

本书在翻译过程中，还得到了中国特色社会主义经济建设协同创新中心、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，在此一并致以谢忱。

贺京同

2017年孟春于南开八里台园



目 录

第 1 章 行为金融学：概述	1
----------------------	---

第一篇 基础和关键概念

第 2 章 传统金融学与行为金融学	23
第 3 章 行为金融学：在商科教育及培训中的应用与教学法	40
第 4 章 直觉推断或经验法则	60
第 5 章 神经经济学和神经金融学	80
第 6 章 情绪金融学：潜意识在金融决策中的作用	102
第 7 章 实验金融学	122
第 8 章 风险心理学	141
第 9 章 心理因素对金融监管和政策的影响	163

第二篇 心理学概念和行为偏向

第 10 章 意向效应	185
第 11 章 前景理论与行为金融学	206
第 12 章 累积前景理论：使用随机占优方法的检验	225
第 13 章 过度自信	254
第 14 章 代表性直觉推断	274

第 15 章	熟悉偏向	292
第 16 章	有限注意力	312
第 17 章	其他行为偏向	333
第三篇 资产定价的行为方面的因素		
第 18 章	市场无效	357
第 19 章	基于信念和偏好的模型	377
第四篇 行为公司金融		
第 20 章	基于采访研究对公司决策行为的解释	401
第 21 章	融资决策	418
第 22 章	资本预算和其他投资决策	439
第 23 章	股息政策的决策	466
第 24 章	忠诚、代理冲突与公司治理	486
第 25 章	首次公开募股	514
第 26 章	兼并与收购	533
第五篇 投资者行为		
第 27 章	信任行为：证券市场的重要基础	557
第 28 章	个人投资者交易	568
第 29 章	个人投资者投资组合	585
第 30 章	认知能力和金融决策	606
第 31 章	养老金参与行为	626
第 32 章	机构投资者	647
第 33 章	衍生品市场	668
第六篇 社会影响		
第 34 章	文化在金融中的作用	687
第 35 章	社会互动与投资	703
第 36 章	心情	726
各章讨论题的答案		737
索 引		778
致 谢		861



第1章 行为金融学：概述

3

H. 肯特·贝克 (H. Kent Baker)

美利坚大学金融学大学教授和柯格德研究教授

约翰·R. 诺夫辛格 (John R. Nofsinger)

华盛顿州立大学金融学副教授和尼奥尔金融学研究员

引言

行为金融学是一个相对新颖但发展迅速的领域，它将行为和认知心理学理论与传统的经济学和金融学相结合，旨在为人们的经济决策提供解释。传统的有效市场框架中的理性投资者期望效用最大化理论无法解释许多实证问题，快速发展的行为金融学研究弥补了这个空白。行为金融学理论旨在通过对人类行为——包括个体行为和群体行为——做出解释来解决这些矛盾。例如，行为金融学有助于解释市场可能无效率的原因和机制。在经历了来自传统主义学者的最初的抵抗之后，行为金融学正逐渐成为主流金融学的一部分。

行为金融学的—个潜在假设是：信息结构和市场参与者的特征会系统地影响个体的投资决策与市场结果。人类思考的过程并不像计算机运算那样。相反，人类的大脑在处理信息的过程中经常使用捷径和情绪（emotional）过滤器。这些过程会对金融决策者产生影响，使得人们以—种看似非理性的方式行事，从而常常违反传统的风险厌恶概念，并且，他们的预测中存在可预知的误差。这些问题在投资者决策、金融市场以及公司管理者行为中普遍存在。而这些次优金融决策的影响已波及资本市场的有效性、个人财富和公司的绩效。

4 本书的目的是在行为金融学的现有研究状态下，对心理学基础及其在金融领域中的应用进行综述。本书囊括了所有相关方面的文献，为读者提供了前所未有的深度和广度，因此，可以说是独一无二的。它的目标读者包括专业学者、从业者、监管者、学生以及其他对行为金融学感兴趣的人。例如，对行为金融学感兴趣的研究者和从业者会发现本书在他们的工作领域中十分有用。本书可以作为行为金融学领域大学本科或研究生的独立教材或增补教材。

从本章的第二节开始，我们将对行为金融学从标准金融学中演化而来的来龙去脉进行简明的讨论。行为金融学的四个关键主题直觉推断、框架、情绪和市场冲击将在下文进行讨论。这些主题随后将应用于投资者行为、公司、市场、规则与政策以及教育等方面。最后将对本书的结构进行概述，罗列出本书余下 35 章的摘要。

行为金融学

在行为金融学出现之前，只存在标准的或传统的金融学理论。这一节讨论了构成标准金融学理论并且在行为金融学理论中也会涉及的一些关键概念。

标准（传统）金融学理论

标准金融学假设金融市场参与者、机构甚至市场都是理性的。平均而言，人们做出无偏的决策，并使个人利益最大化。任何做出次优决策的个体都将被不利的结果所惩罚。随着时间流逝，人们要么学会做出更好的决策，要么离开市场。而且，市场参与者犯下的任何错误都与其他参与者不相关，因此，这些错误是不足以影响市场定价的。

市场参与者的理性被包含在标准金融学经典理论之一——有效市场假说（EMH）——中。理性的市场参与者在评估现行价格时，考虑到了所有已知的信息以及将来可能出现的不确定性。因此，市场价格通常是正确的，而价格变化是由对信息的短期认识引起的。在长期中，这些价格变化或收益反映了对承受风险的补偿。另外一个传统而基础的概念是期望风险与期望收益之间的关系。对于拥有更高风险的投资，风险厌恶的理性市场参与者需要得到更高的期望收益。几十

年来，金融学研究试图用资产定价模型来描述这种风险—收益关系，而这种尝试是从使用资本资产定价模型（CAPM）开始的。在第2章中，本书会对传统金融学范式（paradigms）进行详细说明。而第8章则总结了行为金融学视角下的风险厌恶问题。

行为金融学的演变过程

尽管从市场层面来看，传统金融学范式是非常有吸引力的，但它在人类行为方面的假设是不现实的，这是它不可推卸的责任。毕竟，心理学家们对直觉推断决策的研究已经长达几十年，已经发现了许多偏向以及认知的局限性。在20世纪60年代到70年代，一些心理学家开始检验经济决策。斯洛维奇（1969，1972）研究了股票经纪人和投资者。特维斯基和卡尼曼（1974）详细说明了在不确定性条件下做决策的过程中会出现直觉推断和偏误。他们之后发表的关于前景理论的论文（见Kahneman and Tversky, 1979）最终使卡尼曼获得了2002年的诺贝尔经济学奖（分别参见第11章和第12章关于前景理论和累积前景理论的讨论）。5

在这本书中，谢弗林（2000）阐述了早期的心理学文献是如何影响金融学领域的。美国金融协会（The American Finance Association）在它1984年的年会上首次举办了行为金融学分会。在随后一年中，德邦特和塞勒（1985）发表了一篇基于行为视角的关于投资者对消息过度反应的论文，而谢弗林和斯塔特曼（1985）发表了著名的关于意向效应的论文。第10章将对意向效应进行深入的讨论。

在这种以心理学为基础的金融分析兴起的同时，许多实证发现也相继出现（由小公司效应开始），这些实证发现都对标准金融学理论的关键基础——EMH和CAPM——提出了质疑。第18章讨论了这些异象以及市场无效率。早期关于异象的研究是对证券价格进行检验，并发现这种异象的产生要么是因为市场不像先前声称的一样有效，要么是因为资产定价模型是不充分的（存在联合检验问题）。然而，随后的研究切中了这个问题的潜在根源，并且检验了市场参与者的行为和决策。例如，奥丁（1998，1999）以及巴尔伯和奥丁（2000）发现个人投资者是损失厌恶的，显示出意向效应，并且表现出过度交易。研究者还发现公司雇员在做关于养老基金的决策（比如是否参加（Madrian and Shea, 2001）、资产配置（Benartzi, 2001; Benartzi and Thaler, 2001）和交易（Choi, Laibson, and Metrick, 2002））时，在很大程度上受到心理偏向和认知偏误的影响。有证据表明，即使专业的从业人员——例如分析师——的行为也符合心理学家关于人类行为的观点（DeBondt and Thaler, 1990; Easterwood and Nutt, 1999; Hilary and Menzly, 2006）。

现在，关于行为金融学的研究和出版物的数量是令人吃惊的。尽管心理学研究者已经在过去几十年中检验了经济和金融决策，但心理学研究和金融学研究的研究方法在根本上是不一样的。心理学研究要设计详尽的调查或实验，从而按照研究者想要观察或控制的方向来改变被试者的行为。这种方法的优点是研究者可以将待检

验的直觉推断隔离出来。这种方法的缺点包括难以判断人们在现实生活环境中是否会做出同样的选择，以及将大学生当成最常见的被试者。此外，金融学研究使用的数据来自人们在真实经济环境下做出的实际选择。尽管这种方法可以更加确信人们在现实情况中的行为方式与在研究中是一致的，但是将行为隔离出来检验却是困难的。第7章将对实验金融学进行讨论。

行为金融学的关键主题

6 为了更好地概括行为金融学广泛且不断扩大的研究范围，我们可以用四个关键主题总结行为金融学的特征：直觉推断、框架、情绪和市场冲击。

直觉推断

直觉推断通常指的是经验法则^①，即一种减少必需的认知资源去寻找问题的答案的方法，也是在决策过程中通常使用的将复杂问题简单化的一条心理捷径。决策者经常面临一系列选择，这些选择具有很大的不确定性，而人们量化判断出现每一种结果的概率的能力是有限的。研究者不断地判断、协调，并理解所有可能影响金融决策的直觉推断。不管怎样，一些熟悉的直觉推断术语包括情感、代表性、有效性、锚定与调整、熟悉、过度自信、维持现状、损失和后悔厌恶、模糊厌恶、保守主义和心理核算（mental accounting）。直觉推断非常适合帮助大脑在这种环境下做出决策。第4章对直觉推断进行了一个综述，而其他章节则分别关注特定的直觉推断。这些直觉推断实际上可能会植入人们的大脑。第5章探索了不断发展的神经经济学和神经金融学领域，在这里研究者检验了大脑的物理特征，并将其与金融或经济决策的制定联系起来。

框架

做出选择的框架会强烈地影响人们对这些选择的看法。换句话说，当问题以不同的方式被表述（框定）时，尽管目标事实不变，但人们所做出的选择通常却是不同的。心理学家把这种行为称为框架依赖。例如，格莱泽、朗格、雷恩德斯和韦伯（2007）说明了投资者对股票市场的预测会随着他们是自愿还是被要求去预测未来价格或未来收益而变化。邹里、莱布森、马德里恩和梅特里克（2004）认为养老金选择严重地依赖于选项和过程是如何被表述（框定）的。最后，塞勒和桑斯坦（2008）的著作《助推》（Nudge）认为框架在决策过程中的重要性在于它可以“助推”人们向更好的选择趋近。第31章详细阐述了差劲的框架会反向影响人们对

^① 有时也被直译为“拇指法则”。——译者注