



BOSHI WENKU

〔管理学〕

我国证券投资者 投资行为研究

WOGUO ZHENGQUAN TOUZIZHE

TOUZI XINGWEI YANJIU

徐茂卫 著



知识产权出版社

全国百佳图书出版单位

014937115

F832.51
405



BOSHI WENKU
〔管理学〕

我国证券投资者 投资行为研究

WOGUO ZHENGQUAN TOUZIZHE
TOUZI XINGWEI YANJIU

徐茂卫 著



知识产权出版社



北航

C1725295

F832.51
405

内容提要

本书作者立足于中国证券市场个人投资者比例高、盈利者甚少的基本现实,提出造成这种现象的原因除了市场本身外主要是投资者的构成结构不合理以及投资者系统的认知和行为偏差,并逐一论证对证券投资者投资行为产生机理、投资决策理论和投资行为偏差进行分析,提出了自己的观点和看法。

责任编辑:胡文彬

责任校对:韩秀天

版式设计:胡文彬

责任出版:卢运霞

图书在版编目(CIP)数据

我国证券投资者投资行为研究/徐茂卫著. — 北京:
知识产权出版社, 2014. 3

ISBN 978 - 7 - 5130 - 1023 - 8

I. ①我… II. ①徐… III. ①证券投资—投资行为—
研究—中国 IV. ①F832. 51

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2012) 第 264553 号

我国证券投资者投资行为研究

徐茂卫 著

出版发行: 知识产权出版社有限责任公司

社 址: 北京市海淀区马甸南村 1 号

网 址: <http://www.ipph.cn>

发行电话: 010 - 82000860 转 8101/8102

责编电话: 010 - 82000860 转 8031

印 刷: 北京富生印刷厂

开 本: 880mm × 1230mm 1/32

版 次: 2014 年 3 月第 1 版

字 数: 387 千字

ISBN 978 - 7 - 5130 - 1023 - 8/F · 491 (3900)

邮 编: 100088

邮 箱: bjb@cnipr.com

传 真: 010 - 82005070/82000893

责编邮箱: huwenbin@cnipr.com

经 销: 新华书店及相关销售网点

印 张: 13. 625

印 次: 2014 年 3 月第 1 次印刷

定 价: 48. 00 元

出版权专有 侵权必究

如有印装质量问题, 本社负责调换。

摘 要

本书研究立足于中国证券市场的一个基本现实,即在二级市场上个人投资者比例高达99%,即使考虑到国家股东和法人股东,这一比例也不会有太大改变,更重要的是只有5%~10%的投资者在盈利。造成这一残酷现实的除了市场本身的原因外,主要是投资者的构成结构不合理以及投资者系统的认知和行为偏差。

本书认为只有将投资者的投资行为置身于我国证券市场发展的新格局中才能从根本上把握投资行为的本质,再从行为的产生机理入手对影响人类行为的认知偏差进行系统分析,运用行为心理学理论与实践成果并结合计算机在信息处理与指令执行中的独特优势对投资行为偏差进行优化和矫正,最终促成证券投资程序化,达到稳定获利的境界。因此本书研究主要在以下五个方面进行:

市场环境对投资者具有投资行为塑造的功能,因此本书简要回顾了我国证券市场发展历程,通过同成熟市场的比较研究找出差距和特质,明确行为环境。在对我国股本结构特征分析的基础上论述了已经进行的股权分置改革将对市场产生积极的影响,通过对股权分置改革前后市场投资力量的对比,认为股权分置改革将会优化个人投资者结构,促使机构投资者比例稳步上升。机构投资者影响市场的力量将逐渐增强,但其持股比重在今后几年将会有所下降。

本书重新对行为及投资行为进行了定义,构造了投资行为的产生模式,对行为构成要素及相互关系进行分析与评述。本书认为:投资者之所以会成为投资者与他们先天的潜能有关系,即人一出生就具有某种发展的倾向性,加上后天的学习,会产生与投资相关的需要,在动力机制和自我调节的作用下,一旦外界条件成熟就会产

生投资行为。投资者还会对投资行为后果进行归因和反馈以期对下一投资行为产生有益影响。本书强调了潜能、自我调节以及情绪在投资行为产生过程中的重要作用。

引入个人风险条件下的决策理论——展望理论作为投资行为评价的依据。展望理论将个人风险条件下的选择过程分为编辑和评价两个阶段，阐明了价值函数和权重函数在评判中的重要地位，明确了价值的载体是财富或福利的变化而不是最终状态，这种变化根据对参考点的偏离程度来进行定义。研究表明即使不考虑外部信息是否充分，证券市场中的投资者也会由于各种心理因素而产生不同的认知偏差，而这些认知偏差会成为影响决策过程的重要因素，必将导致投资行为偏差，从而决定了投资者行为常常是非理性或有限理性的。

如何改变这一现实，本书认为：除了加强对投资者的教育培训外，还可应用有关学习理论和方法对投资者的投资行为偏差进行矫正，如进行自信训练、降低焦虑等不良情绪的干扰、塑造科学的投资操作行为等。当然，投资行为矫正也不能保证投资者转变为理性人，因此本书在阐明程序价值的基础上强调程序化投资，将投资定义在对过程的把握上，通过程序纪律来规范投资行为。当然，最好能同计算机分工合作，投资者专注于对市场规律的研究和对投资策略、理念的提炼和检验，将决策的执行交给具有自动交易能力的计算机系统，这样可以基本上排除人类的情绪干扰。

最后的实证研究表明我国的专业投资（咨询）机构也存在着系统的锚定偏差；即使是信息交易者在投资标的选择过程中也会产生认知偏误；本书对不同投资行为偏好的证券投资者的最佳投资组合进行了实证模拟研究。

关键词：证券投资者 投资行为 认知和行为偏差 行为矫正 程序化投资

ABSTRACT

This book studies a fundamental situation in the China Security Market, that is, that individual investors have occupied as high as 99% in the China Securities Markets. This proportion does not change much even when national stockholders and artificial persons' stockholders are included. More importantly, among these investors, only 5% are receiving profits. Except for the market itself, it is the improper constitution of the investors and their systematic cognitive biases and behavioral deviations that are the main reasons for this poor outcome.

This book holds that only by putting the investing behaviors into the holistic developing context of the China Security Market, can the essence of the investing behaviors be fundamentally grasped. Starting from the initiating mechanism for the investing behaviors, a systematic analysis was done on the cognitive deviation for the investing behaviors. Utilizing theoretical and practical psychological achievements, and combining the unique advantages the computer has in information processing and execution of instructions, optimization and modification were done on the derivation of investing behaviors, to finally push through the sequencing of security investment to achieve a lasting profit-making situation. Consequently, this book studies the following five aspects:

The market environment has the function of shaping investing behavior. Thus, after briefly reviewing the developing course of the China Security Market, by comparison with the matured market, this paper attempts to reveal the differences and specialties, and the explicit

behavioral environment. Based on an analysis of the special construction of the China Capital Stock, this paper discusses the potential influences that reforms of the allocation of stock rights have on the market. By comparison with the investing powers before and after the reform, it explicitly states that the reform will optimize the individual investors' development; the proportion of institutional investors may increase with steady steps; the market's influence may be stronger with a lesser proportion.

This book redefines behavior and investing behavior, builds up the production model for investing behaviors, and analyzes and appraises the relationship between the components of the behaviors. It asserts that the reason the investor will become "the investor" is mainly related to their innate potential, that is to say, as soon as one came into being, a certain tendency will develop. Together with acquired research, investing-related needs begin to appear. Under the dynamic mechanism and self-regulation, and the maturity of the external environment, investing behaviors will emerge. The investors will gain feedback from the consequences of investing behaviors as well, in order to have positive influences on the subsequent investments. What is strongly emphasized in this book is the importance of potential, self-regulation and emotion in investing behaviors.

Decision-making theory under personal risk was introduced as the reference for assessment of the investing behaviors. Prospect theory divides the selection procedure under personal risk into two parts: editing and evaluation, explaining the important roles that Value Function and Weighting Function play in the evaluation; specifying the carrier of value is the change of wealth or welfare, which is defined according to the bias pitch of the reference point, instead of the final outcome. The study shows that even without respect to the sufficiency of the external information, investors in the security market will have cognitive deviations

caused by various psychological factors. These cognitive deviations are vital factors in the decision – making process and result in the deviant investing behavior, thus decide whether the investors' behaviors are irrational or rational, at a certain point.

As for how to change such a reality, this book asserts that there is a need to strengthen the investors' training, and for modification with relevant learning theory and methods for addressing the deviant investing behaviors, such as training in self-confidence, reducing the interference of harmful factors like anxiety, and calculating the scientific investing steering behaviors. There is no doubt that the modification cannot offer any guarantee to help every investor to become a rational one. So, on the basis of an explanation of the program value, routine investment is emphasized. Investment is defined through the holding of the process, and investing behaviors are regulated by program discipline. It is argued that a better way is to utilize the computer: the investors concentrate on an examination of the marketing rules, and refine and check the investing strategies and beliefs, while the automatic computer system executes the decision, thus eliminating the interference of the human being's emotion and any subjective judgment.

The empirical study concludes that there is systematic anchor – bias in the China professional consulting institutions. There are also biases in the investing target choosing process. This paper has undertaken simulation research to determine the best investing combination for different security investors with varied investing preferences.

Key Words: security investors, investing behavior, cognitive bias and behavioral deviation, behavior modification, programmed investment

目 录

第1章 导论	(1)
1.1 本书研究的目的与意义	(1)
1.2 国内外研究现状	(9)
1.3 对当前投资行为研究的认识与本文构架设想	(20)
1.4 本章小结	(22)
第2章 我国证券市场发展概况	(23)
2.1 我国证券市场发展概要	(23)
2.2 我国证券市场股权分置改革	(32)
2.3 同发达国家证券市场的比较	(48)
2.4 本章小结	(74)
第3章 我国证券投资者构成分析	(75)
3.1 我国证券市场投资者构成分类	(76)
3.2 我国证券投资者行为特征	(117)
3.3 我国证券市场投资者结构存在的问题	(140)
3.4 我国证券投资者构成的发展趋势	(145)
3.5 本章小结	(149)
第4章 证券投资者投资行为产生机理分析	(150)
4.1 证券投资行为的定义	(150)
4.2 证券投资行为产生模式	(157)
4.3 投资者主体行为产生模式	(162)

4.4	本章小结	(192)
第5章	证券投资者投资决策理论分析	(193)
5.1	不确定条件下经典决策理论简介	(193)
5.2	行为视觉下的决策理论: 展望理论	(203)
5.3	证券投资者投资决策的风险选择	(220)
5.4	本章小结	(226)
第6章	证券投资者投资行为偏差分析	(227)
6.1	投资者决策信息的获得与处理偏差	(230)
6.2	投资决策方案的评价和判断偏差	(237)
6.3	投资者投资行为偏差	(268)
6.4	投资者行为偏差产生的外在因素	(283)
6.5	本章小结	(285)
第7章	证券投资行为偏差矫正	(286)
7.1	行为矫正的理论基础	(287)
7.2	投资行为偏差矫正的前提: 正确认识市场	(301)
7.3	证券投资行为功能分析	(314)
7.4	证券投资行为偏差的矫正方法	(318)
7.5	本章小结	(331)
第8章	证券投资的程序化	(333)
8.1	证券投资程序化的内涵	(334)
8.2	程序化证券投资的构成	(344)
8.3	在我国进行程序化投资的意义	(349)
8.4	程序化交易系统的设计与使用	(352)
8.5	本章小结	(370)
第9章	关于投资行为偏差的实证研究	(371)
9.1	我国证券咨询机构的锚定心理实证研究	(371)

9.2 投资者投资标的选择偏差的实证研究	(378)
9.3 基于投资者行为偏好的资产配置实证研究	(386)
9.4 本章小结	(397)
第10章 全书总结与研究展望	(398)
10.1 全书总结	(398)
10.2 主要创新点	(401)
10.3 研究展望	(402)
参考文献	(404)
致谢	(420)

第1章 导论

1.1 本书研究的目的与意义

1.1.1 本书研究的目的

对我国证券投资者投资行为进行研究既具有理论意义又具有现实意义。撇开个人兴趣爱好,本书研究选题主要基于以下三点考虑。

(1) 我国证券市场存在着严重的系统问题

中国证券市场自1980年建立以来短短30多年,经历了从无到有、从小到大、从分散到集中、从地区性到全国性市场、从开始几支股票几千万元市值到2010年年末2 052支A股和108支B股共20.67万亿元流通市值的辉煌历程^①;经历了从不规范到比较规范的监管历程。中国证券投资者队伍伴随着证券市场的发展而不断壮大和逐渐成熟。中国证券市场逐步体现出为市场参与主体提供融资和投资渠道,促进资源通过市场方式在全社会范围内优化组合,加速我国经济市场化进程,完善社会分配方式的功用。证券市场发展迅速,取得了令人瞩目的成就,成为我国改革开放进程中最具活力和最引人注目的领域。

但是,由于历史和体制原因,我国证券市场也存在着一些严重问题,诸如投资者结构不合理,存在着严重的认知和投资行为偏

① 数据来源:中国证券登记结算有限责任公司2010年统计年报。

差；管理体制不健全，监督管理不力；交易制度不完善，缺乏套利保值的交易品种；扭曲的管理行为；缺乏有竞争力的上市公司；信息披露不严肃，披露制度缺乏统一性和完备性；公司业绩缺乏透明度和真实性；存在着少数投资者操控市场和小股东权利的缺失；投机性太强。这些问题将制约着市场的进一步发展，也是我国证券投资者大面积亏损的直接或间接原因。

投资者投资证券的主要目的是获得收益。但残酷的现实是我国证券市场80%的投资者是亏损的，尤其是2001年6月到2005年年底，股票流通市值自1.77万亿元下落到2005年10月31日的0.97万亿元，市场整体缩水45%；然而流通市值并不能反映投资者的真实亏损程度，因为有新公司的不断上市。如果我们用平均股价来表示，2005年10月31日的平均股价4.35元仅为2001年6月14日14.95元的29%，投资者损失可谓触目惊心。按照传统的有效市场理论，投资者唯一可做的就是等待股价的回升，但遗憾的是大多数的投资者并没有很好的耐心和坚强的毅力等待下一轮牛市的到来，因此最终大多以亏损而离场。截至2010年年底，A股流通市值达到19.39万亿元，B股流通市值达到2198.93亿元，^① 尽管投资收益有所提高，但由于个人投资投机性较强，大多数投资者仍然大面积亏损。一个投资者大面积亏损的市场很难达到规模、结构、质量、效益的协调发展。

(2) 传统投资理论的软弱无力

在投资理论的发展过程中，以Samuleson^②、Fama^③等学者所创立并发展的“有效市场假说”（EMH）理论为核心，以Markowitz^④

① 数据来源：中国证券登记结算有限责任公司2010年统计年报。

② Paul A Samuelson, R M. Solow. A Complete Capital Model Involving Heterogeneous Capital Goods, 1956.

③ FAMA, EUGENE F. "Efficient Capital Markets: A Review of Theory and Empirical Work [J]. Journal of Finance, 1970 (25): 383-417.

④ Markowitz H M. Portfolio selection. The Journal of Finance, v. VII, n. 1, p. 77-91, March 1952.

的“现代资产组合理论”(MPT)、Sharpe (1964)、Lintner (1965) 及 Mossin (1966) 的“资本资产定价模型”(CAPM), Ross (1976) 的“套利定价模型”(APT), Black - Scholes (1973) 的“期权定价理论”等为基石所构架的传统投资理论,一直居于现代金融证券研究领域的统治地位。尤其是“有效市场假说”理论,其体系完善、影响深远,其渊源可追溯到1953年英国著名统计学家 Maurice G. Kendall^① 对股票价格波动模式的研究。Kendall 指出股价变动看起来就如同随机游走,不管过去的表现怎样,它们在某一天都有可能上升也有可能下降,根据这些资料不能预测股价波动。随后,许多经济学家经过进一步研究发现:股票价格随机波动的市场正是一个功能良好、有效率的市场,是众多理智而且聪明的投资者竞相吸收有关信息并对其作出理性反应的结果。

“有效市场假说”突出了信息在证券价格形成和波动中的作用。现实资本市场上可获得信息的完备程度有高低,与此相对应,市场的定价效率也有高低之分。Fama^② 论证了不同的信息对证券价格具有不同的影响程度,并按证券市场定价效率将市场分为三类,即弱型有效市场、半强型有效市场和强型有效市场。

“有效市场假说”最大的理论价值在于,它为判断资本市场的金融资源配置效率提供了一种方法或标准。金融资源有效配置的关键,要看社会经济生活中是否具备一个有效的资本市场定价机制以及在其作用下金融产品价格能否准确反映金融资源的稀缺程度。如果金融资源配置是有效的,那么各种金融产品的价格就应当正确地反映其内在投资价值,并使各投资者的边际投资收益率趋于一致,超额利润现象得以消除。相反,如果金融产品价格对各种信息,包括过去、现在和预期信息反应滞后,就意味着信息传播的低效率和

① KENDALL, MAURICE G. The Analysis of Time Series, Part I: Prices [J]. Journal of the Royal Statistical Society, vol. 96, pp. 11 - 25.

② Fama E, Miller M. The Theory of Finance. Holt, Rinehart and Winston, New York 1972.

金融交易者对信息反应的迟钝，这种情况下的金融资源配置必然是低效率的。

但是，“有效市场假说”作为研究资本市场定价效率的核心理论，隐含着一些前提假设，前提之一就是：投资人都是追求个人效用最大化的，是理性的“经济人”，具有同样的智力水平和同样的分析能力，对信息的解释也是相同的，股票价格波动完全是投资者基于完全信息集的理性预期的结果；能够整合所有相关信息对证券进行基于基本价值的正确定价；即使市场上有部分非理性的投资人，由于他们的交易是随机的，对价格并不具备影响力，而且市场上存在着许多寻求套利机会的投资人，这些市场力量将会把偏离的价格导回其基本价值。前提之二就是：信息成本为零，信息是充分的、均匀分布的；对市场参与者而言信息是对称的，不存在诸如信息不对称、信息不准确、信息加工的时间滞后、信息解释的差异等现象；新信息的出现完全是随机的。

由此可见，以“有效市场假说”为代表的传统金融理论研究的思路是先根据投资理性的假设创造一个理想的市场和完全理性的投资者，然后探讨证券市场在这种状态下应该发生什么，其实是遵循着一种从主观到实际的思想方法。

然而从现实情况看，借助“有效市场假说”理论除了“购买并持有（Buy and Hold）”策略外很难产生其他好的投资策略，并且难以获得超额利润，也很难解释诸如封闭式基金折价现象、小盘股现象以及最近才消失的1月现象等。

（3）近年来经济科学研究的行为学回归^①

自20世纪50年代以来，在相当长一段时期内，理性人假设一直是以芝加哥学派为首的主流经济学的看法，他们推行“上帝人”，不愿意接受西蒙教授的“动物人”。前者具有强烈的数学诱惑力，从而经济学家可以“先验”地推导出现实生活里的人类行为，并且

^① 参考了汪丁丁《有限理性和脑神经的可预测功能》，天则经济研究所，2003年。

可以“六经注我”^①般地从经验数据中发现支持他们的先验假设的事实。但事物的发展终将不以某些甚至是主流团体的意愿为转移,自然界与社会无时不在进行着选择。对行为视觉的理论选择可从经济学诺贝尔获奖情况而粗略地勾画出一个轮廓。对“理性人”首先发难的著名管理学家西蒙教授,他因提出“有限理性”而闻名经济学界,并获得1978年的诺贝尔经济学奖。由于“有限理性”可以通过学习过程而不断获得完善,它也被西蒙教授称为“过程理性”,概言之,就是假设每个人都是动物,其行为受到以下五个行为学的基本原理支配。^②

1) 回报原理

任何行为,其后果越被行为主体认做是“奖励”,其行为就越可能在将来被重复。这一原理不能让我们预测特定行为在何种场合下出现,但它告诉我们行为具有强烈的路径依赖性,过去的行为通过回报原则影响着未来的行为。

2) 激励原理

如果行为的激励在过去曾经出现过并且诱发了带来回报的行为,那么,现在的场合与激励越是与过去发生过的回报行为相似,这些场合与激励就越可能诱发类似的行为。一切生物(动物和植物),在生存竞争和演化过程中,都具有某种学习能力,通过这一能力获得“知识”。与通过基因遗传的生物特征不同,学习所获得的知识很难从母代“遗传”给子代,虽然最近的研究表明“获得性遗传”可能具有更广泛的知识学方面的含义。学习,基本上是“个体”生物的行为。遗传,基本上是“群体”生物的行为。基于

^① 《陆九渊集》:“或问先生:何不著书?对曰:六经注我!我注六经!”中有这样一句话,“六经注我”就是指就是自己继承孔孟之道的办法,“我注六经”就是借六经阐发自己的思想。所以就有,每个人对于六经的解释都不同,只不过是自己的见解,至于六经的原意已在不可知之数了。

^② GEORGE C Homans. *Elementary Forms of Social Behavior* [M]. 2nd Ed. New York: Harcourt Brace Jovanovich, 1974.

动物的“能动性”，动物通常比植物表现出更强烈的“个体性”。

3) 评价原理

任何行为，对行为主体而言，其后果所具有的价值越高，其行为就越可能发生。与上面列出的两项原理不同，评价原则不依赖于外在场合提供的行为激励，它从内部产生行为的理由，即我们所说的“行为的意义”。因此，价值原则适用于较高级的生物，与低等生物不同，高级动物常在没有任何外部激励的情况下也有冲动要去做某些事情。评价原理也被用来解释我们日常生活中大量出现的“非理性行为”——某人急急忙忙去做某件毫无意义的事情，其实，那件事情只是在旁人看来毫无意义，而它在行为主体的评价体系里或许占据了极其重要的位置。

4) 边际递减原理

对行为的任何一种回报，在最近的过去发生的次数越多，它对行为主体的价值也就越低。行为学和经济学的这一基本原理，来自19世纪中叶德国神经生理学家韦伯^①和费希纳^②的实验结果——神经元对新的刺激的反应强度随单位时间内受到的同类刺激的强度而降低，这就是被称作“韦伯-费希纳”定律。正是从这一心理学

^① 韦伯 (Ernst Weber, 1795~1878)，德国神经生理学家。韦伯在感觉器官生理学方面作出了杰出贡献，这主要表现在：第一，他首次利用实验测定法确定了皮肤觉“两点阈”的存在。所谓“两点阈”，是指能清楚感觉到有两点刺激存在的两点间距离的最小值。这种第一次用阈值来说明感觉问题的概念。第二，他首次采用数量法则证明了感觉差别阈限和标准刺激之间的关系。能确定两个刺激之间的差异的最小差异数，称为最小差数，也称为差别阈限，韦伯的实验发现，两个刺激之间的可觉最小差异并不取决于它们各自本身的数量，而取决于它们之间的相对量的差别，这就是著名的韦伯定律。韦伯的研究证明了可以对感觉进行测量，可以用实验方法来研究心理学问题，这是一重大发现。他的感觉阈限的测量研究成为现代心理学中的一个重要的组成部分；他的数量法则的实验方法，则实际地影响着心理研究的各个方面，加速了心理学独立的进程。

^② 费希纳 (Gustav Theodor Fechner, 1801~1887)，德国神经生理学家。费希纳提出了心理学是关于心理现象与物理现象之间有规律的相互关系的科学的构想，且对此做了大量实质性的工作。他提出的感觉强度与刺激强度的对数成正比的基本心理物理规律，已经成为心理学中运用精确方法的典范。这一规律揭示了刺激的效果不是绝对的，而是相对的。