

市场心理与行为决策系列丛书

贪婪与恐惧是人性的致命弱点；
投资者只有战胜自己的人性弱点才能
成功开启财富之门！

现代投资行为学

Modern Investment Behavior

陆剑清 主编



北京大学出版社
PEKING UNIVERSITY PRESS

现代投资行为学

Modern Investment Behavior

主编 陆剑清

编委 (以姓氏笔画为序)

杨光宇 杨晓燕 邹谨如

陆剑清 夏 敏



北京大学出版社
PEKING UNIVERSITY PRESS

图书在版编目(CIP)数据

现代投资行为学/陆剑清主编. —北京:北京大学出版社,2011.9

(市场心理与行为决策系列丛书)

ISBN 978 - 7 - 301 - 19257 - 3

I. ①现… II. ①陆… III. ①投资行为 - 投资学 IV. ①F830.59

中国版本图书馆 CIP 数据核字(2011)第 140811 号

书 名: 现代投资行为学

著作责任者: 陆剑清 主编

责任编辑: 刘秀芹 朱梅全 王业龙

标准书号: ISBN 978 - 7 - 301 - 19257 - 3/F · 2824

出版发行: 北京大学出版社

地 址: 北京市海淀区成府路 205 号 100871

网 址: www. pup. com

电 话: 邮购部 62752015 发行部 62750672 编辑部 62752027
出版部 62754962

电子邮箱: law@pup. pku. edu. cn

印刷者: 三河市富华印装厂

经 销 者: 新华书店

730mm × 980mm 16 开本 24.25 印张 384 千字

2011 年 9 月第 1 版 2011 年 9 月第 1 次印刷

定 价: 48.00 元

未经许可,不得以任何方式复制或抄袭本书之部分或全部内容。

版权所有,侵权必究

举报电话:010 - 62752024 电子邮箱:fd@pup. pku. edu. cn

前 言

近年来,伴随着中国经济的持续发展,广大国人的投资需求日益强烈,投资意识正不断提升。由于投资行为究其本质是人类的一种决策活动,广大投资者应充分了解和掌握投资活动的心理特征与行为规律,以有效厘清心中的种种疑惑,从容跨越行为决策的误区。当年,美联储主席格林斯潘曾将引发金融风暴的缘由一言以蔽之为:“人性的贪婪!”因此,笔者写作本书的目的在于深入解析人性的弱点对于投资行为的影响,从而警醒广大投资者,帮助其战胜自身人性中的弱点,进而真正达到超越自我的投资新境界。

正是基于上述考虑,笔者在本书的写作过程中一改以往传统的渐进式体系,转而大胆尝试,采用系列专题式结构,力求使读者感到耳目一新、易于理解。具体而言,笔者首先在本书的导论中对于投资行为学的学科起源与背景、发展轨迹、理论基础、内涵界定以及发展前景进行了全面概述,其后则对纷繁复杂的各种投资决策活动进行分析和梳理,从而筛选归纳出了引发投资行为失误的十大决策陷阱,并通过专题形式分章节逐一进行深入的理论阐述与案例分析,期望能对广大投资者起到传道、答疑、解惑的作用。

本书中各章的主题具体包括:第一章“导论:市场异象与投资行为”、第二章“锚定效应与投资行为”、第三章“心理账户与投资行为”、第四章“沉没成本与投资行为”、第五章“过度自信与投资行为”、第六章“后悔厌恶与投资行为”、第七章“框定偏差与投资行为”、第八章“代表性偏差与投资行为”、第九章“禀赋效应与投资行为”、第十章“羊群效应与投资行为”、第十一章“心智控制与投资行为”。上述各章之间在内容上既相对独立,又彼此呼应,前后具有内在的逻辑联系。

同时,为了便于读者深入理解与掌握,本书还在各章内容前设置了“学习要点”与“引言”,在各章结尾附以“案例分析与实践”、“本章关键词”以及“思考与



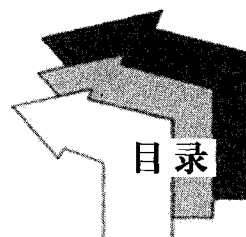
探索”，以供读者回味和思考，因此具有极强的学习指导性。

总之，本书理论严谨、文献翔实、分析透彻、案例生动，既可读又耐读，在保证学术严谨性与规范性的同时，真正达到了“专业性与趣味性相融合，学术性与可读性相统一”。因此，本书既可作为高等院校的特色课程教材，又可作为投资实务操作的指导与培训手册，更可作为新兴学科知识的普及读本，从而有效满足社会各层次读者的广泛需求。

本书的主编为陆剑清博士，其他编写人员为（以姓氏笔画为序）：杨光宇、杨晓燕、邹谨如、夏敏。此外，本书的出版得到了北京大学出版社编辑朱梅全老师的大力支持，在此深表谢意！

陆剑清

2011年5月



第一章 导论:市场异象与投资行为 / 1

引言 / 3

- 第一节 传统投资学的理论困惑 / 4
- 第二节 投资行为学的学科背景 / 12
- 第三节 投资行为学的发展轨迹 / 27
- 第四节 投资行为学的理论基础 / 32
- 第五节 投资行为学的内涵界定 / 39
- 第六节 投资行为学的发展前景 / 50

第二章 锚定效应与投资行为 / 55

引言 / 57

- 第一节 锚定效应的行为分析 / 59
- 第二节 投资决策中的锚定效应 / 63
- 第三节 案例分析与实践 / 70

第三章 心理账户与投资行为 / 77

引言 / 79

- 第一节 心理账户的行为分析 / 80
- 第二节 投资决策中的心理账户 / 87
- 第三节 案例分析与实践 / 102



第四章 沉没成本与投资行为 / 111

引言 / 113

第一节 沉没成本的行为分析 / 114

第二节 投资决策中的沉没成本 / 122

第三节 案例分析与实践 / 125

第五章 过度自信与投资行为 / 131

引言 / 133

第一节 过度自信的行为分析 / 134

第二节 投资决策中的过度自信 / 139

第三节 案例分析与实践 / 145

第六章 后悔厌恶与投资行为 / 155

引言 / 157

第一节 后悔厌恶的行为分析 / 158

第二节 投资决策中的后悔厌恶 / 167

第三节 案例分析与实践 / 178

第七章 框定偏差和投资行为 / 185

引言 / 187

第一节 框定偏差的行为分析 / 188

第二节 投资决策中的框定偏差 / 202

第三节 案例分析与实践 / 208

第八章 代表性偏差与投资行为 / 215

引言 / 217

第一节 代表性偏差的行为分析 / 219



第二节 投资决策中的代表性偏差 / 232

第三节 案例分析与实践 / 234

第九章 禀赋效应与投资行为 / 251

引言 / 253

第一节 禀赋效应的行为分析 / 255

第二节 投资决策中的禀赋效应——处置效应 / 274

第三节 案例分析与实践 / 281

第十章 羊群效应与投资行为 / 295

引言 / 297

第一节 羊群效应的行为分析 / 298

第二节 投资决策中的羊群效应 / 316

第三节 案例分析与实践 / 327

第十一章 心智控制与投资行为 / 339

引言 / 341

第一节 心智控制的行为分析 / 342

第二节 投资决策中的心智控制 / 351

第三节 案例分析与实践 / 356

参考文献 / 371



第一章



导论：市场异象与投资行为





【学习要点】

1. 了解“理性人”假设的由来与内涵。
2. 掌握有效市场假说及其对有效市场的分类。
3. 了解投资行为学的学科背景。
4. 掌握有限理性的内涵。

引 言

长久以来,投资决策似乎与理性严谨有着与生俱来的紧密关系,建立在理性基础之上的一系列严格的理论假设成为了传统投资学的理论基石。例如,建立在理性人假设和有效市场假说基础之上的传统投资学形成了由资产组合理论、资本资产定价模型(CAPM)、套利定价模型、期权定价理论等经典理论组成的投资理论框架。一切都近乎完美!然而,自20世纪80年代以来,诸如规模效应、均值回复、期权微笑、反应不足、过度反应等金融市场异常现象(即市场异象)的大量出现,使得人们对于建立在理性人假设和有效市场假设基础之上的传统投资学理论产生了质疑。



第一节 传统投资学的理论困惑

一、理性人假设的质疑

“理性人”假设是传统投资学赖以建立的最重要的理论基石。“理性人”假设源于“经济人”假设,而“经济人”假设则是现代经济学思想体系中的前提性和基础性假设,并被作为其全部理论构架的逻辑起点及方法论原则。

(一) 理性人假设的由来

1. 经济人假设

早在两百多年前,亚当·斯密(Adam Smith)就提出了“经济人”的原始含义。他撰写了以下一段名言:“每个人都在力图应用他的资本来使其生产的产品得到最大的价值。一般的说,他并不企图增进公共福利,他也不知道他所增进的公共福利是多少。他所追求的仅仅是他个人的安乐,仅仅是他个人的利益。”显然,古典经济学家认为个人利益是唯一不变的、普遍的人性动机。所以,经济人的理性体现在个体是否出于利己的动机,是否力图以最小的经济代价获取最大的经济利益。“经济人”假设主张:

(1) 人是有理性的。每个人都是自己利益的最好判断者,并在各项利益的比较过程中选择自我的最大利益。

(2) 利己是人的本性,人们在从事经济活动中,追求的是个人利益,通常没有促进社会利益的动机。

(3) 个人利益的最大化,通常只有在与他人利益的协调中才能得以实现。交换是在“经济人”的本性驱使下自然而然地发生的,人类的交换倾向是利己本性的外在形式和作用方式。

这种意义上的“经济人”假设一问世便受到了不少人的指责,其理由是人并非在任何时候、任何条件下都是自私自利的。针对这种指责,“经济人”假设逐渐演化成为“理性人”假设,强调经济主体总是追求其目标值或效用函数的最大化,至于这种目标是利己的还是利他的则不作具体的界定。追求自身欲望的满足或追求快乐是人类从事各种活动的基本动机,并不意味着人必然是损人利己的。这种基本动机既可以表现为利己动机,通过利己但不损人的方式或者损人



利己的方式来实现；也可以表现为利他动机，通过利他不损己的方式或舍己为人的方式来实现（即人们在某些特定场合中的舍己为人行为同样是源于行为者追求欲望的满足）。基于基本动机的行为逻辑，通常可以把经济人分为两种表现类型：利他主导型和利己主导型。但是，在具体分析经济问题时则一般假设经济主体的目标或效用函数的主要内容是自私自利。因此，经济学的经济人假设事实上有两层含义，其根本的含义是理性人，其通常的含义则是自利人。

2. 理性人假设

“理性人”包含了两层含义：其一是投资者在进行投资决策时都是以效用最大化为目标；其二是投资者能够对已知信息作出正确的加工处理，从而对市场趋势作出无偏估计。效用最大化是经济学家对于人类天性的抽象和概括，使得理性人假设具体化为一整套以效用最大化为原则的现代经济理论体系，完全理性的经济人几乎成为标准理论的分析基础。效用最大化原则构成了现代投资学理论中最基础、最重要的前提假设，是微观经济学中各种经济主体的目标函数。经济学中的“理性人”假设进入到现代投资学的各个领域，“理性人”假设又有其特定的内涵：

（1）套利理论中的套利者根据资产的期望收益来估计每种资产，而期望收益是未来可能收益率的概率加权平均。在套利过程中，套利者以客观和无偏的方式设定其主观概率，即按“贝叶斯定理”不断修正自己的预测概率以使之接近于实际。除此之外，套利者还是最大效用追逐者，他们会充分利用每一个套利机会以获取收益。

（2）现代投资组合理论中的投资者是回避风险型的理性人，他们在理性预期的基础上，以期望收益率和方差度量资产的未来收益和风险，并根据收益一定、风险最小或风险一定、收益最大的原则寻求均值和方差的有效性。

（3）资本资产定价模型中的投资者除了具有现代投资组合理论中理性人的所有行为特点外，还强调了投资者具有同质期望性（Homogeneous Expectation），即所有的投资者对于资产以及未来的经济发展趋势具有相同的客观评价。

（4）理性人假设假定投资者除了能对各种可获取的信息作出无偏估计外，还能迅速作出行为反应。

综上所述，传统投资学中投资者的心理与行为具有理性预期、风险回避和



效用最大化这样三个特点,即投资者是理性人。

(二) 关于理性人假设的质疑

作为一种高度抽象的理性模型,“经济人”或“理性人”固然使得传统投资学理论研究公理化、体系化、逻辑化成为可能,然而基于心理学视角的行为经济学研究结果则不认同这一经济人理性。

首先,行为经济学不承认“经济人”这一前提。传统投资学理论把自利置于理论考察的中心,但事实表明,利他主义、社会公正等客观上也是广泛存在的,否则就无法解释人类社会生活中大量存在的非物质性动机(或非经济性动机)。行为经济学研究认为,人类行为不只是自私的,它还会受到社会价值观的制约,从而作出不会导致个体利益最大化的行为决策。

其次,传统投资学理论认为,由于人们会理性地自利,因而社会经济运行也具有其自身的理性;而行为经济学研究则认为,由于人本身就不是理性的,因而社会经济活动也不是理性的。例如,证券市场中的股票价格通常并不是对公司的经营业绩作出反应,而是对投资者的市场情绪作出反应,因此,投资者的表象思维、心理定势、环境影响等行为因素往往会导致非理性的决策错误的出现。当然,这里所谓的“非理性”是指非经济人理性,而不是彻底否定理性。

英国经济学家霍奇逊(G. M. Hodgson)从哲学、心理学角度论证了人的行为决策不可能达到全知全能的理性程度。他认为,经济学家在理性与非理性问题理解上的偏见是源于其对于人脑信息加工处理原理缺乏认识 and 了解。“经济学家们常常在口头上对‘信息问题’给予关注……但是,它是对信息本身的一次容易引起误解的、错误的处理,因而最终导致了错误和混乱……”^①事实上,市场信息的获取和加工,一是要感觉材料,它由大量杂乱的听觉、视觉材料所组成;二是要理性分析框架,对信息进行有价值的筛选和提炼;三是要有“约定俗成的知识加以补充和整合”。在投资者的行为决策机制中,由于其认识和思维过程是一种复杂的多层系统,而行为决策本身又往往是在不同思维层次发生的,有的是经过深思熟虑后的理性行为决策,有的则是由无意识或潜意识状态所激发的非理性行为决策,因此,投资者的行为决策并非如古典经济学家所主张的那样是完全理性的。

^① [英]G. M. 霍奇逊:《现代制度主义经济学宣言》,向以斌等译,北京大学出版社1993年版。



二、有效市场假说的质疑

有效市场假说是资本资产定价模型、套利定价理论等现代投资学理论的重要基础,其成立与否直接关系到投资者对证券市场进行基本分析、技术分析、投资组合管理的作用。因此,有效市场假说一经提出,便立即引起了人们的广泛关注和深入研究。20 世纪六七十年代的研究者对于有效市场假说多持肯定的态度,然而也有一些实证结果与有效市场假说不相符合。20 世纪 80 年代以来,与有效市场假说相矛盾的实证研究结果不断涌现,发现金融市场中一些与之相悖的异常现象,即市场异象。市场异象说明金融市场在大多数情况下不再是有效的!

(一) 有效市场假说的内涵

有效市场假说认为,市场信息对于每一个投资者都是均等的,证券市场的竞争将驱使证券价格充分及时地反映所有相关信息。因此,投资者只能赚取风险调整后的平均市场收益率,而不可能持续获得超额利润。有效市场指的就是这种市场能够充分及时地反映所有相关信息,证券市场价格代表着其真实价值的情形。按照这一假说,如果投资者所接受的市场信息具有随机性,股票价格就会呈现出随机性,而这正是导致股票的市场价格背离其基本价值的主要原因。

1. 有效市场假说的形成

最早涉及有效市场假说这一问题的学者是吉布森(Gibson,1889),尽管当时还没有有效市场这一提法,但他曾描述过该假说的大致思想。Bachelier(1900)最早描述和检验了随机游走模型,认为证券价格行为的基本原则应是公平游戏,投机者的期望利润应为零。其后 30 年,关于证券价格行为的研究并没有取得很大的进展,直到英国统计学家肯德尔(Kendall,1953)给出了有力的实证证据。他通过序列相关分析发现,股票价格序列就像是在随机游走一样,下一周的股票价格是由前一周的股票价格加上一个随机数所构成。然而,他并没有对这些现象进行合理的经济学解释。十几年后,萨缪尔逊(Samuelson,1965)和曼德尔布罗特(Mandelbort,1966)通过研究随机游走理论,从而解释了预期收益模型中的公平游戏原则。美国著名金融学家尤金·法玛(Eugene Fama,1965,1970)是有效市场假说的集大成者,为该假说的最终形成和完善作出了卓



越贡献。他不仅对有效市场假说的相关研究作了系统的总结,还提出了一个完整的理论框架。此后,有效市场假说蓬勃发展,最终成为了传统投资学的支柱理论之一。

2. 有效市场的基本形态

Fama(1970)把证券市场上的信息分为三类:一是历史信息,通常指证券过去的价格、成交量、公司特性等;二是公开信息,如红利公告等;三是内部信息,指非公开信息。依据证券价格所反映信息的不同,有效市场可以分为以下三种基本形态:

(1) 弱式(weak form)有效市场

证券价格包含了历史信息,诸如以往的证券价格和收益率等。投资者无法利用过去证券价格所包含的信息评估错误定价的证券,获得超额利润,此时的技术分析无效。

(2) 半强式(semi-strong form)有效市场

半强式有效市场反映了所有公开可用的相关信息。这些相关信息不仅包括以往证券价格和收益率,还包括所有的公开信息,诸如财务报告信息,经济状况的通告资料,以及其他公开可用的有关公司价值的信息、公开的宏观经济形势和政策信息等。根据半强式有效市场假说,信息只要一经公布,所有投资者就会立即作出反应,从而使得价格反映所有公开信息。因此,投资者不仅无法从历史信息中获取超额利润,而且基于公开资料所进行的基本面分析也毫无用处。

(3) 强式(strong form)有效市场

在强式有效市场中,所有公开和未公开的信息都反映到了证券价格中。这些信息包括所有相关的历史信息以及所有公开信息,还包括了仅为少数人(如董事、经理等)所知的内部信息。因此,在强式有效市场中,尚未公开的内部信息事实上早已泄露出来并反映在证券价格中。在这种情况下,投资者即使是拥有内部信息,也无法获得超额利润。此时的投资者会采取消极保守策略,只求获得市场平均收益率。当然,事实上这是一种无法达到的理想状态。

3. 有效市场假说的理论基础

哈佛大学经济学家安德烈·施莱弗(Andrei Shleifer, 2000)认为,有效市场假说建基于以下三个基本理论假设:



第一,假设投资者是理性的,因此可以理性地评估资产价值。此时,有效市场假说是由理性投资者相互竞争的均衡结果。如果投资者是理性的,就能够将资产价格确定为其基本价值。一旦投资者获得了关于基本价值的任何信息,就将据此进行积极交易。这样,在市场无摩擦、交易无成本的理想条件下,信息迅速地融入价格之中,价格必然反映所有信息,投资者根据信息所进行的交易将无法获利。Samuelson(1965)和 Mandelbort(1966)指出,由于在一个由理性的风险中性的投资者所组成的竞争性市场中,证券的基本价值和价格遵循随机游走规律,因而投资收益不可预知。此后,经济学者又具体分析了风险规避型投资者对证券价格的影响:(1) 风险水平随着时间的变化而变化;(2) 风险水平随着投资者承受风险能力的变化而变化。而在更为复杂的模型中,证券价格则不再被认为是遵从随机游走规律。可见,在完全由理性投资者所组成的市场中,有效市场假说意味着一个竞争性市场出现均衡时所得到的结果(事实上,有效市场假说成立与否并不依赖于投资者理性)。

第二,即使部分投资者不是理性的,但由于其交易具有随机性,通过相互冲抵而不至于影响资产价格。这样,就不会因为投资者的理性人假设不成立而致使有效市场假说不成立。在许多情况下,虽然部分投资者并非完全理性,但市场仍然是有效市场。这是因为,非理性投资者的交易是随机的,如果市场中存在着大量的非理性投资者,且其交易行为并不相关,那么其交易行为对于市场的影响与干扰则会相互冲抵。即在这样的有效市场中,由于非理性投资者相互交易,即使交易量很大,也不影响资产价格。

第三,即使投资者的非理性交易行为并非随机且具有相关性,然而其将在市场交易过程中将遇到理性套利者,后者将自然消除前者对于价格的影响。可见,即使与投资者的交易策略相关,有效市场假说也成立(事实上,第二个假设的前提条件是非理性投资者的交易策略之间不具备相关性,这与实际情况并不吻合,因而具有一定的局限性)。可见,第三个假设是根据投资者之间的交易相关性提出的,其成立的前提是理性套利行为对于非理性投资者的交易影响具有冲抵作用。

总之,有效市场假说的理论逻辑性很强。如果投资者是理性的,市场根据逻辑推理自然是有效市场。即使部分投资者不理性,但由于大量交易是随机的,因而也不会形成系统性价格偏差。套利者的竞争行为保证了市场价格即使