

高级财务管理经典译丛

# 超越恐惧和贪婪

行为金融学与投资心理诠释

赫什·舍夫林 著  
贺学会 主译

上海财经大学出版社

高级财务管理经典译丛


# 超越恐惧和贪婪

——行为金融学与投资心理诠释

赫什·舍夫林

贺学会

著  
主译

 上海财经大学出版社

## 图书在版编目(CIP)数据

超越恐惧和贪婪:行为金融学与投资心理诠释/(美)赫什·舍夫林(Hersh Shefrin)著,贺学会主译. —上海:上海财经大学出版社,2005.4  
(高级财务管理经典译丛)

书名原文:Beyond Greed and Fear:Understanding Behavioral Finance and the Psychology of Investing

ISBN 7-81098-302-4/F·267

I. 超… II. ①赫…②贺… III. ①金融-经济行为-研究 ②投资-经济心理学-研究 IV. F830

中国版本图书馆 CIP 数据核字(2004)第 129650 号

- 策划编辑 麻俊生
- 责任编辑 麻俊生
- 封面设计 钱宇辰
- 版式设计 孙国义

CHAOYUE KONGJU HE TANLAN

## 超越恐惧和贪婪

——行为金融学与投资心理诠释

赫什·舍夫林 著

贺学会 主译

---

上海财经大学出版社出版发行  
(上海市武东路 321 号乙 邮编 200434)

网 址: <http://www.sufep.com>

电子邮箱: [webmaster@sufep.com](mailto:webmaster@sufep.com)

全国新华书店经销

上海市印刷七厂一分厂印刷装订

2005 年 4 月第 1 版 2005 年 4 月第 1 次印刷

---

890mm×1240mm 1/32 15.75 印张 394 千字

印数:0 001—4 000 定价:37.00 元

图字:09-2003-235 号

*Hersh Shefrin*

**Beyond Greed and Fear**

**Understanding Behavioral Finance and the Psychology of Investing**

Copyright © 2002 by Oxford University Press, Inc.

The translation of this book, originally published in English in 2002, is published by arrangement with Oxford University Press, Inc.

CHINESE SIMPLIFIED language edition published by SHANGHAI UNIVERSITY OF FINANCE AND ECONOMICS PRESS, Copyright © 2005.

2005 年中文版专有出版权属上海财经大学出版社

**版权所有 翻版必究**

## 中文版序

中国正处于一个令人兴奋的时代中，在经济全面发展的同时，还有着更为乐观的前景。中国同时还面临一个巨大的机会，一个避免那些折磨着西方投资者的心理错误的机会。然而，利用这种机会并不容易。正如行为金融学的研究中所显示的，心理引致的错误深深地根植于人们的心智中。因此，避免这些错误需要严格的纪律，一种在认识到自己的弱点后严格执行的纪律。

得知《超越恐惧和贪婪》一书中文版的出版发行，我非常高兴。我的希望是，中国的读者能够真正学到行为金融学的精髓，而无需通过犯错误的高代价的艰难方式去学习它。直觉驱动偏差和框架效应是人类思维的常规性特点。这些现象集中起来就可能会在市场中形成严重的误定价。尽管有些投资者能够从误定价中得到好处，但通常是在误定价的幅度较小时整个社会的处境会更好一些。我对中国的希望是，中国的投资者能够认识到心理上的缺陷，并找到作出更好的长期投资决策的路径。

最后，我要感谢湖南大学金融学院的贺学会教授，感谢他

为中国读者翻译本书所倾注的热情、精力与贡献。

赫什·舍夫林  
2004年10月

## Preface to the Chinese Edition

---

China is in the midst of an exciting time, with the hope of great economic progress as its economy develops. China also has a great opportunity, the opportunity to avoid some of the psychologically induced errors that have afflicted investors in the West. However, taking advantage of this opportunity will not be easy. As studies in behavioral finance have shown, psychological-induced errors are deeply entrenched in the human psyche. Therefore, avoiding these errors takes discipline, discipline that is exercised after recognition of vulnerability.

I am very happy about the publication of *Beyond Greed and Fear* into Chinese. My hope is that Chinese readers will learn the lessons of behavioral finance intellectually, without having to learn them the hard way, namely through error. Heuristic-driven bias and framing effects are normal human traits. Collectively these phenomena can cause serious mispricing in markets. Although some investors might benefit from mispricing, societies are typically better off when mispricing is small. My hope for China is that Chinese

investors will be able to learn to recognize psychological pitfalls, and develop ways to make better long-term investment decisions.

Finally, I would like to thank Professor Xuehui He of Hunan University School of Finance for his enthusiasm, energy, and dedication in translating this book for Chinese readers.

Hersh Shefrin  
October, 2004



## 牛津版序

行为金融学是关于心理因素如何影响金融行为的研究。心理因素是人类欲望、目标和动力的基础，也是多种类型的根植于概念性幻觉、过度自信、过度依赖拇指法则、情绪等人类错误的基础。这些错误与偏差穿越整个金融界，影响个人投资者、机构投资者、分析师、战略师、经纪人、投资管理人、期权交易商、期货交易商、规划设计师、财务经理和媒体的金融评论员。本书的主题正是识别心理因素对自己、对他人及整个金融环境的影响。

对于《超越恐惧和贪婪》作为行为金融学的第一本综合性著作这一事实，我感到自豪。然而，最大的满意来自于亲眼目睹自该书 1999 年首版以来该领域所发生的巨大变化。

作为一个研究领域，行为金融是兴盛的，不仅在专司研究金融问题的学术界，而且在实践中行为主义的概念正在步入常规应用。你只要在网络上用“行为金融”作一个搜索就会看到该领域是如何快速发展的。

现在，美国几乎所有领先的金融研究机构都非常关注行为金融学。有的大学，如德国的曼海姆大学，已建立专门研究该主题的研究所。社会科学研究网络有一个专门的新闻组讨论行为与实验金融。在每一次重要的金融学术会议上，都有人提交行为主义的论文。讨论行为主题的文章也能赢得最佳

论文奖。两个显著的例子是 Smith Breeden 奖和 William F. Sharpe 奖。1999 年, Breeden 奖被授予 Daniel、Hirshleifer 和 Subrahmanyam, 以表彰他们发表在《金融学刊》上的论文。他们写的文章是《投资者心理与证券市场反应不足及反应过度》。Sharpe 奖也曾因 2000 年发表在《金融与数量分析学刊》上的《行为组合理论》一文而被授予 Statman 和我本人。

《金融研究评论》和《金融分析师杂志》曾整期地讨论过行为金融,《实证金融学杂志》则正在计划一期刊物,再一次全部献给行为金融。《金融经济学中的关键著作国际文库》是金融各个领域的一个集合性概览。作为其日益增长的重要性的佐证,这个文库中有一个关于行为金融的三卷本集子同公司财务、期货市场、市场有效性、债务市场、期权市场和市场微观结构等传统领域放在一起。我很荣幸地受命主编这本书。

行为主义的观点通常在一些主要的报刊如《华尔街日报》上报道。2002 年 1 月,《纽约时报》摘编了行为金融的领军人物之一 Thaler 的著作。2001 年 6 月,《金融时报》又将一整版排给了行为金融。2002 年,公共电视台的《夜间商业报道》将整个栏目都安排给了行为金融。著名的价值管理者、《财富》专栏作家 Dreman 组织了心理学与市场研究所,同时还创办了一份新期刊——《心理学与金融市场杂志》。

许多新论文和著作都在写行为主义的题目。就在《超越恐惧和贪婪》出版后不久,又有两本由领军的行为学家撰写的行为主义的书籍问世了。Shiller 的《非理性繁荣》是一本深受欢迎的书,描述了促成 20 世纪 90 年代股票市场泡沫的心理因素。由 Shleifer 撰写的《无效市场》则包含了对投资者情绪及其对证券价格影响的一个正式的说明。

金融类公司正在越来越多地应用行为主义的概念。直接以行为金融作为决策基础的最前线的公司是富勒—塞勒资产

管理公司、德雷曼价值管理公司、马丁格尔资产管理公司和LSV资产管理公司。近年来,采用行为金融的金融服务类公司名单已扩展为包括美国斯堪地业、高盛、美林、纽文、泛安格拉、普特南,以及桑福德·伯恩斯坦与先锋联合资本。一家新的共同基金公司——马克特奎斯,直接将它的投资策略建立 在第8章所描述的概念之上。行为主义概念的运用并不仅限于美国,欧洲的金融机构如KBC银行、荷兰银行、摩根富林明资产管理公司和罗贝可,都应用行为主义策略来进行资金运作。

## I. 行为金融学:关键信息

人们不是完美的信息处理者,他们会频繁地产生偏差、犯错误和产生感性的幻觉。《超越恐惧和贪婪》中揭示的主要问题是,心理学已渗透整个金融领域。由于本书是该领域出版的第一部著作,我知道许多人还在错误地解释行为金融的主要信息。许多人认为行为金融的主要问题是关于如何击败市场。这是危险的错误观念。

在本书中,我具体地提醒投资者不要指望“用行为金融去赚大钱”。在第1章和结束语中,我都提示,尽管行为错误的确会为“智钱”创造了一些超常盈利的机会,但这些错误也会引入一种额外的风险源,在基本面风险之外的一种风险。许多投资者只听说了关于行为金融的一部分信息——关于超常盈利机会的一部分。他们忽略了关于以情绪为基础的额外风险的部分,这是一种由心理上的错误而产生的一种风险。

额外的利润机会总是伴随着额外的风险,这是对冲基金长期资本管理公司(LTCM)的故事给我们的教训,我们在第

5—8 页、第 45—46 页以及第 54~56 页中对此有所描述。负责运营 LTCM 的人们都是非常聪明的。但是, LTCM 的高智商水平并没有阻止灾难的发生。过度自信可以战胜聪明才智。在 LTCM 的案例中, 过度自信的确战胜了聪明才智。

Lowenstein 在《当天才失败的时候》中详细描述了 1998 年打垮 LTCM 的事件。对 LTCM 的交易员来说, 大的意外并不是来自不可预期的基本面风险, 而是哥特人的可预期的情绪风险! 在第 67—70 页, 我解释了过度自信如何导致人们将置信区间设置得过窄, 从而过度自信的人们会经历更多、更大的意外。Lowenstein 告诉我们, LTCM 计算出每一天它的最大损失不可能超过 3 500 万美元。在 1998 年 8 月 21 日这个星期五, LTCM 损失了 5.53 亿美元。

LTCM 建立在有效市场理论的基础之上, 在有效市场上, 误定价是很小的, 并且会被像他们一样的聪明人所利用。过度自信的投资者倾向于比那些谨慎的投资者承担更大的风险。据 Lowenstein 报告, LTCM 的巨大头寸, 特别是它的高杠杆运用使它在 1998 年 8 月 21 日本来可能出现的小损失变成了巨额损失。

在 LTCM 崩溃的前一年, 行为经济学家 Shleifer 和 Vishny 在 1997 年的《金融杂志》上发表了一篇题为《套利的局限性》的文章, 认为像 LTCM 一类的对冲基金策略对来自市场错误和其他交易者情绪的风险是很脆弱的。Shleifer 和 Vishny 强调说, 流动性约束会迫使对冲基金以不仅是无效的价格, 而且是市场低价位卖出其资产。Lowenstein 写道, Merton 曾经读过该文的一个早期版本, “并对这种看法嗤之以鼻”。唉, 过度自信!

行为金融的一个主要观点是, 投资者应该保护自己不受过度自信的影响, 而且不能蔑视情绪风险的因素! 这正是我

为什么在第 124 页写道：“我认为大多数投资者持有高度分散的证券组合（主要是指指数基金）比试图战胜市场的做法要好得多。”我这样说并不是因为我相信熟练的投资者不能战胜市场。相反，我认为大多数投资者在他们对心理错误的脆弱性方面过度自信。尽管他们很聪明，但还没有聪明到他们自己所认为的那种程度。

## II. 泡沫的破灭：一个更新版本

行为主义的分析涉及到框架、透明度、乐观主义和过度自信等术语。心理因素是处处存在且关系密切的。为了充分理解这一点，我将愿意对书中所描述的事实在本书首次出版后发生的事件的背景作一些更新。自那时起，所发生的事件包括非正式的样本外检验和对金融决策中行为主义力量的强调。

《超越恐惧和贪婪》是 1999 年 8 月交付出版社的，其时市场非理性繁荣的程度正接近其顶峰。在第 4 章，我提到了 1996 年 12 月，美联储主席 Greenspan 在表达他对美国投资者中的过度乐观情绪最终将会导致如日本股票市场 1990 年以来所经历的那样的漫漫熊市的关切时，第一次用到了“非理性繁荣”的短语。行为经济学家 Shiller 选择了术语“非理性繁荣”作为他的书名，通过这样做，他使这一表达方式成为一种人们熟悉的口头禅。在第 51—54 页，我用了 Shiller 的分析来解释为什么美国股票市场正处于一个巨大泡沫之中。第 52 页的图 4-3 以图形的方式解释了这一点。

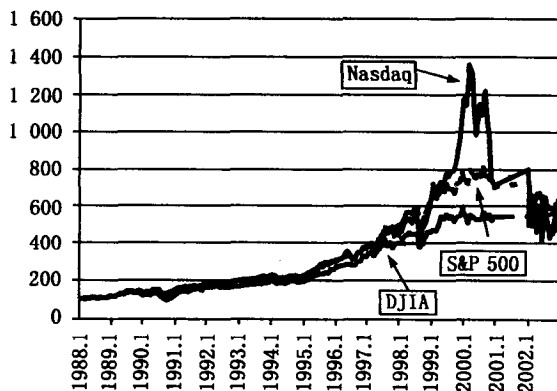
至于技术类股票，在第 10 章第 133 页中，我写道：“依赖投资者想象的力量而很少其他的因素，网络股票价格被推进

了轨道。按照利普分析服务公司的资料,1998年表现最好的共同基金是由动力资产管理公司管理的互联网基金。”基金经理是 Jacob,我在下面还要回到他的故事上来。

在《超越恐惧和贪婪》进入出版社之时,技术类股票开始了戏剧性的上升。此时,以技术股见长的纳斯达克综合指数大约站在 2 800 点。但是,在 8 个月的空间内,纳斯达克冲上了 5 048 点之上。这次上升总规模达到 80%,如果按年来折算,则达到 142%。

这种故事是怎么发生的? 纳斯达克泡沫爆发于 2000 年 3 月。下面的图勾画了纳斯达克综合指数、标准普尔 500 指数和道琼斯工业平均数的时间路径。为了便于比较,假设自 1988 年 1 月(1987 的股灾的两个个月之后)开始,投资 100 美元在三种指数的每一种上。存在技术股泡沫吗? 下图自己就能说明问题。在 1999 年至 2002 年的期间之外,这三个指数都是彼此非常接近的。但在 8 个月的期限之内(1999 年 8 月至

累积收益率  
纳斯达克(Nasdaq), 标准普尔500指数(S&P500)  
和道琼斯工业平均指数(DJIA) 1988. 1-2002. 6



2000年3月),技术股泡沫形成并在其后破灭。

对于上文提到的1998年表现最佳的共同基金经理,即互联网基金经理 Jacob 而言,他的经历反映了泡沫的生成和崩溃。1999年12月, Jacob 离开动力资产管理公司,转而发起了雅各布互联网基金。2000年8月,利普报告,截至当时,雅各布互联网下跌了40%,在184家科技基金中排最后一名。

学者们在未来的一段时间内将会研究20世纪90年代末期的情况。下面是关于我们已经考察过的问题的两个例子。第一个与定价有关。在一篇题为《网络狂热:网络股票价格的涨落》的工作论文中, Ofek 和 Richardson 分析了在1998年1月至2000年11月的时间内与互联网股票价格有关的卖空限制所起的作用。第二个例子考察了互联网上张贴的信息和交易量与波动性的关系。英国哥伦比亚大学的 Antweiler 和 Frank 写过一篇题为《那些言论全是噪声吗?网络信息专栏的信息含量》的工作论文。他们的报告证明,在信息张贴的程度与交易量和波动性的程度之间存在着一个很强的关系。其他一些关于信息专栏活动的研究包括 Tumarkin 和 Whitelaw 撰写的《信息还是噪声?互联网信息专栏活动与股票价格》(*Financial Analysts Journal*, 2001)以及 Das 和 Chen 撰写的《雅虎为亚马逊服务:网络闲聊中的观点提炼》。

发生在大泡沫起始阶段的真实世界的事件强化和证实了我在本书中提出的一些观点。首次公开发行,或曰 IPO,构成了第17章的主题。在该章的第一段中,我写道:“在网络股票的情形中,一篇 IPO 通讯的编辑将投资者的活动描述为‘疯狂.com’交易。”疯狂持续到2000年,当时 VA Linux 系统公司创造了一个首日盈利新记录,在1999年12月9日上升了698%,这替代了此前 IPO 记录的保持者全球通。

一个最引人注目的例子是 Palm 公司的 IPO。这是一家

制造掌上电脑 Palm Pilot 的公司。2000 年 3 月, Palm 从 3Com 公司中破茧而出。Palm 股票的首个交易日是 2000 年 3 月 2 日,正是泡沫顶峰的几天之前。第 17 章为“IPO:新股发行抑价、长期表现不佳与热卖市场”。长期表现不佳意思是指相对于第一个交易日市场所确定的价格而言,首次发行的价格过低。Palm 的股票存在抑价吗? 发行价格为 38 美元。在这个价格上, Palm 保持了在美国历史上高技术公司 IPO 市值的最高记录。它的 220 亿美元的市值使它成为第四大技术类公司,仅次于思科、微软和英特尔,而且是整个美国第 49 大最值钱的公司。3 月 2 日, Palm 以每股 165 美元的价格开盘,当天收于 95 美元。

在 2000 年 3 月 2 日, 3Com 保留了 Palm 的 94% 的股权。尤其有趣的是,在第一个交易日结束的时候, Palm 的股票市值超过了 3Com 股票市值大约 250 亿美元。在一篇题为《市场会加减吗? 技术类股票的误定价大行其道》的工作论文中, Lamont 和 Thaler 下结论道,市场将 3Com 公司中非 Palm 的部分判断为负值。

3Com 将 Palm 分立的结构安排为,每个 3Com 股东为他或她所持有的每股 3Com 股票而得到 1.5 股 Palm 股票。在描述这一情况时, Thaler 问道:市场会乘以 1.5 吗? 他还提到,人们也可以对皇家荷兰和壳牌的相对价值问同样的问题,这一点我在第 1 章的第 7 页中会有讨论。根据他们的章程条款,皇家荷兰/壳牌的联合现金流要在皇家荷兰和壳牌交通之间进行分配,使皇家荷兰接受的现金流达到壳牌的 1.5 倍。然而,皇家荷兰和壳牌的相对市场价值经常以较大的数目偏离这个 1.5 倍的比例。

长期表现不佳意味着在公司股票公开交易的最初几天买入并持有股票的投资者平均说来会挣得较低的回。在这方



面,我注意到,在3月2日交易收盘的时候,有着不到700名员工的Palm公司拥有534亿美元的市值。在165美元的价格上,Palm拥有美国最大的市值总规模之一。在长期表现不佳方面,Palm股票的价格从2000年3月2日它的历史最高位的165美元下跌到2002年6月7日的1.11美元。至于Palm的IPO是不是发生在一个“热卖”市场上,我会简单地说,这桩IPO发生在泡沫的顶峰上。

在第5章,我描述了个人投资者形成市场预测和机构投资者形成市场预测的方式上存在的一个主要区别。个人投资者受到外推偏差的影响,他们会将近期的趋势作简单的外推。机构投资者受到赌徒谬误的影响,容易作出反转的预测。例如,在第65页,我写道:“在1995和1996年高于平均值的市场表现的情况下,策略分析师们是不是预测1997年将会以低于平均值的市场表现为特征?事实上,他们是这样预测的。他们预测道氏指数1997年将会下跌0.2个百分点,这大大低于道氏指数在1972至1996年间8.6%的平均年成长率。”

在1995和1996年道氏指数分别回升了33%和26%之后,预测1997年市场下跌就是受到了赌徒谬误的影响。这种错误与走极端的问题有关。更恰当的预测是,道氏指数将会上升一个接近于8.6%的数目——也就是,预测一个比前两年所发生的更低水平的上升。事实上,正如我在第5章指出的那样,道氏指数在1997年回升了22%以上。

在泡沫破灭后,策略分析师还受到赌徒谬误的影响吗?2000年12月,《华尔街日报》列出了8位备受尊重的策略分析师的市场预测。当这些分析师被要求说出他们对于标准普尔500指数在2001年底的收盘价位的预测时,该指数在2000年已下跌了7%。策略分析师们的平均预测竟然是17%以上的上涨!换句话说,赌徒谬误还在继续。只需看一