

POP FINANCE
INVESTMENT CLUBS AND THE NEW INVESTOR POPULISM

POP 金融

——投资俱乐部与新人民投资主义

布鲁克·哈林顿 著
(Brooke Harrington)

金季 译

我们有钱吗？



POP FINANCE
INVESTMENT CLUBS AND THE NEW INVESTOR POPULISM

POP 金融

——投资俱乐部与新人民投资主义

布鲁克·哈林顿 著

(Brooke Harrington)

金季 译



中国人民大学出版社
· 北京 ·

图书在版编目 (CIP) 数据

POP 金融——投资俱乐部与新人民投资主义/哈林顿著；金季译.
北京：中国人民大学出版社，2009
ISBN 978-7-300-11286-2

- I. P...
- II. ①哈...②金...
- III. 股票-证券投资-研究-美国
- IV. F837.125

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2009) 第 176168 号

POP 金融

——投资俱乐部与新人民投资主义

布鲁克·哈林顿 著

金季 译

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)		010-62511398 (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	北京东君印刷有限公司		
规 格	170 mm×240 mm 16 开本	版 次	2009 年 12 月第 1 版
印 张	13.75 插页 1	印 次	2009 年 12 月第 1 次印刷
字 数	189 000	定 价	29.00 元

版权所有 侵权必究 印装差错 负责调换

谨以此书献给罗斯·比尔和玛吉特。

表示我的爱意与谢意

我热衷于撰写本书，也热爱给予我帮助的参与研究的人员、教师、良师益友、评论员和编辑等众多优秀人士。尽管需要做许多事情才能使本书问世，但是，促使我完成本书的首先是两位良师益友——一位在哈佛大学，另一位在斯坦福大学——在他们的帮助下，我形成了有一定价值的研究计划。首先，感谢我的博士学位论文评审委员会——哈佛大学的 Peter Marsden、加州大学欧文学院的 David Frank、麻省理工学院斯隆管理学院的 Lotte Bailyn——给予我足够的信任，指导我完成了研究项目。对于博士生来说，他们在某些方面打破了惯例。以他们现在的身份，还要指导其他人的学位论文，因此，我要特别感谢他们花费宝贵的时间来指导我进行研究。当我在斯坦福大学做交换学生时，我有幸与 Dick Scott、Mark Granovetter、Jim March 共事，早在认识他们之前，他们的著作就吸引我选择了经济与组织社会学专业。他们对本研究项目的指导是慷慨无私的，对此我将感激不尽。

除了哈佛大学和斯坦福大学以外，还有几家研究机构为我从事研究的需要提供资助和时间。感谢国家科学基金会（the National Science Foundation，资助款号 # 94496）、拉塞尔名人基金会（the Russell Sage Foundation）、退休研究中心和布朗大学给予我的资助。普林斯顿大学社会学系、斯坦福大学商学院、圣菲研究所和马克斯·普朗克社会研究所为我提供了有利于出成果的研究环境、图书馆和优秀的同事，对此我深表谢意。我在 Mark Granovetter 的经济社会研究

室、SCANCOR 的 Woody Powell 系列讲座、瑞士信贷第一波士顿领导人思想论坛、圣菲研究所、普林斯顿大学系内演讲、麻省理工学院、斯坦福大学、康奈尔大学、西北大学陈述我的研究报告时，大家提出了许多评论意见，使我受益匪浅。

由于全国投资者协会（National Association of Investors Corporation，以《更佳投资》而闻名，BetterInvesting）负责人和会员的帮助，我才能收集到本书中使用的数据资料。该协会是向全国投资者俱乐部介绍和提供教育材料的组织。Bob O'Hara 是该协会的副总裁，他为我提供了大量的资料，包括协会成员俱乐部一览表，以便于我考察和研究有关的投资活动。Jonathan Strong 做了一些具体工作，安排我在全国投资者协会总部进行研究的所有生活事宜。许许多多不知姓名的投资俱乐部会员对我发出的网络短信调查作出了回应，谢谢你们。我希望你们能从本书中读到令人感兴趣和有帮助的内容。旧金山湾区的 7 家投资俱乐部不仅允许我在 1 年中旁听他们的会议，而且邀请我参加他们的聚会，总之，把我当作一名附属会员来对待，对此，我表示诚挚的谢意。因为我承诺过不披露这些俱乐部所有参与调研人员的姓名，因此，在这里我不能列出他们的姓名。但是，我得到了特别许可，可以对旧金山同性恋男子投资俱乐部（San Francisco Gay Men's Investment Club）表示谢意，对其中两位会员——Charles 和 Ray，在此表示由衷的感谢！对于其他参与人员，我将牢记对你们的感谢之情。

当我刚开始写作本书时，几位思维非常敏捷的人士提出了他们的意见，引导我在新方向上进行研究分析。他们是 Emilio Castilla ——现在在麻省理工学院斯隆商学院工作——我在斯坦福大学社会学系的指导老师，教给我方法学；杜克大学福夸商学院（Duke University's Fuqua School of Business）的 Campbell Harvey 和斯坦福大学商学院的 Andrew Roper 提供了有关股票市场的一些宝贵信息；斯坦福大学商学院的 Maggie Neale、加州大学洛杉矶分校安德森商学院的 Barbara Lawrence、华盛顿大学的 Barbara Reskin 帮助我认识和区分我所研究领域的“多样化价值”；西北大学凯洛格商学院的 Brian Vzzi 和世

界银行的 Michael Woolcock 分别就美国投资俱乐部与发展中国家微观金融学之间的关系提出了建议；芝加哥大学法学院的 Cass Sunstein 发现了我关于小组决策的研究价值，并就当时尚未发表论文中的引文，帮助我与许多更感兴趣的学者联系；普林斯顿大学的 Viviana Zeliger 和康奈尔大学的 Victor Nee 鼓励我进行经济社会学的研究；伯克利大学哈斯商学院的 Terry Odean 对行为金融学的研究成果，对于我理解投资俱乐部产生了极大的影响；布朗大学的同事阅读了本书的初稿，并提出修改意见；西北大学的 Gary Fine 最早帮助我安排社会心理学的学习，并以合著的形式帮助我在刊物上发表了 3 篇文章；鲁持格思大学布卢斯坦公共政策学院的 Julia Rubin 发现了我的著作在公共政策方面的价值，并且自 1993 年我们一起从学校毕业的那一天开始，她一直是给予我支持的同事；康奈尔大学的 Richard Swedberg 教导我花费精力成为一名知识分子是值得的，而且与我交谈的绝大多数内容都是最精彩的和激励人生的，也是我前所未闻的。

本书还得益于学术界之外有关人士的大力支持，包括 Legg Mason 基金管理公司的 Bill Miller 和 Micheal Mauboussin、纽约股票交易所的 Steve Murphy。我要感谢 Lanra Masterson、Jim 和 Martha Lyons、Barbara 和 Bob Wilson、Marie 和 Jerry Caruso、Christine Rayner、Cormac Mccvrthy，以及 Ottina-Cserr 全家给予我精神方面的支持。为了奖励我完成本书的写作，Laura 送给我一条货真价实的荷马仕（Herms）真丝头巾，从她内心深处的高标准含义来讲，这是一种富有创意的激励性鞭策。就这个课题而言，我要感谢我的父母，我想告诉他们，我很感激他们所做的一切，他们也许没有意识到这些事多么重要：在藏书丰富和充满生机的家庭氛围中，父母抚育我成长，使我将专业研究作为理想，并且自己撰写了一本书。

此外，有几位人士虽然没有为我的著作出谋划策，但依然值得感谢。其中两位是 Gordon Thomas 和 Max Morgan-Witts，他们的专著《泡沫破裂的日子》（*The Day the Bubble Burst*）——关于 1929 年股市崩盘的记述——使我开始痴迷于投资者行为的研究，这成为我第一篇研究论文（7 年级时！）的基础，也是我成年后从事研究工作的起

点。我还要非常感谢 Charlie Fishbein，他是普罗维登斯咖啡交易所的老板。我坐在交易所临窗的桌子旁，这已成为我的“幸运座”，在 Charlie 咖啡的陪伴下，写完了本书的绝大部分内容。

最后，我要感谢我的编辑 Ian Malcolm，多年来他对本书一直给予信任和支持。感谢 Evelyn Waugh 加快工作节奏，他在 6 周内完成了繁重的校对工作，还有 Antony Trollope 在完成大英邮政局全日制工作的同时，平均每周抄写 40 页。令人遗憾的是，我的写作感受非常类似于 Marcel Proust 的描述，他对写作过程的概括包含了我写作中的快乐和痛苦的全部经历：“这个作者……必须为他写作的书进行十分精心的准备工作。还必须像从事一项艰苦劳役那样完成书的写作；像正在指挥进攻的将军那样不断重新部署兵力；像接受某种惩罚那样承受写作的寂寞；像建造一座教堂那样添砖加瓦；像遵从一项医疗计划那样不折不扣地服从；像跨越障碍物那样征服困难；像赢得友谊那样真心实意；像抚育婴儿那样精心呵护；像创造一个新世界那样勇于创新。”

Ian，感谢你坚持在整个写作过程中帮助我，以及在每个写作阶段所表现出来的热心、宽厚、幽默和正直。如果幸运的话，在 Zachary 大学毕业之前，我将交付第二本书。

目录 Contents

第一部分 投资俱乐部与“所有权社会”

第1章 股票市场人民主义——投资俱乐部与经济史 / 11

- ◎ “非理性繁荣”
- ◎ 投资俱乐部现象的简要历史
- ◎ 经济、法律和技术因素
- ◎ 投资俱乐部是正规的组织
- ◎ 投资俱乐部与投机热的历史
- ◎ 投资俱乐部与经济社会学
- ◎ 附录：本研究的资料来源

第2章 作为市场缩影的投资俱乐部 / 40

- ◎ 否定的无限性
- ◎ 市场与思想图
- ◎ 模仿行为是对否定之无限性的一种反应
- ◎ “只买自我感觉好的股票”
- ◎ 股市中的符号与叙述故事
- ◎ 故事的市场或我们如何学会停止担忧和喜爱点击网站
- ◎ 全国投资者协会是一个讲述故事的社团
- ◎ 我投资，故我在
- ◎ “他们属于某类人”——社会责任投资
- ◎ 小结与意义

第二部分 金钱与社交货币：投资俱乐部的业绩

第3章 小组构成与多样性业务案例 / 88

- ◎ 关于小组构成和业绩的最新研究
- ◎ 投资中的性别差异
- ◎ “女孩股票”和“男孩股票”：实证定性研究

- ◎ 描述反映股票市场的性别图
- ◎ 投资中的性别差异:来自于观察的证据
- ◎ 计算方法
- ◎ 社交种类和信息多样性对业绩的影响
- ◎ 小结与意义
- ◎ 附录:关于投资俱乐部性别构成和业绩的补充分析

第4章 提前获得与持续获得——投资俱乐部的决策 / 117

- ◎ 小组信息处理过程的基础:选择和吸收会员
- ◎ 关于人际关系的历史和感情基调的概念
- ◎ 来自于调研数据的证据
- ◎ 决策与异议
- ◎ 未来的研究
- ◎ 附录:对人际关系影响的补充分析

第三部分 不良后果与含义

第5章 对20世纪90年代股票投资的反思 / 156

- ◎ 清醒的用途
- ◎ 小组的动力
- ◎ 小结
- ◎ 附录:为一个研究人员结束研究进行的面谈

第6章 意义与结论 / 184

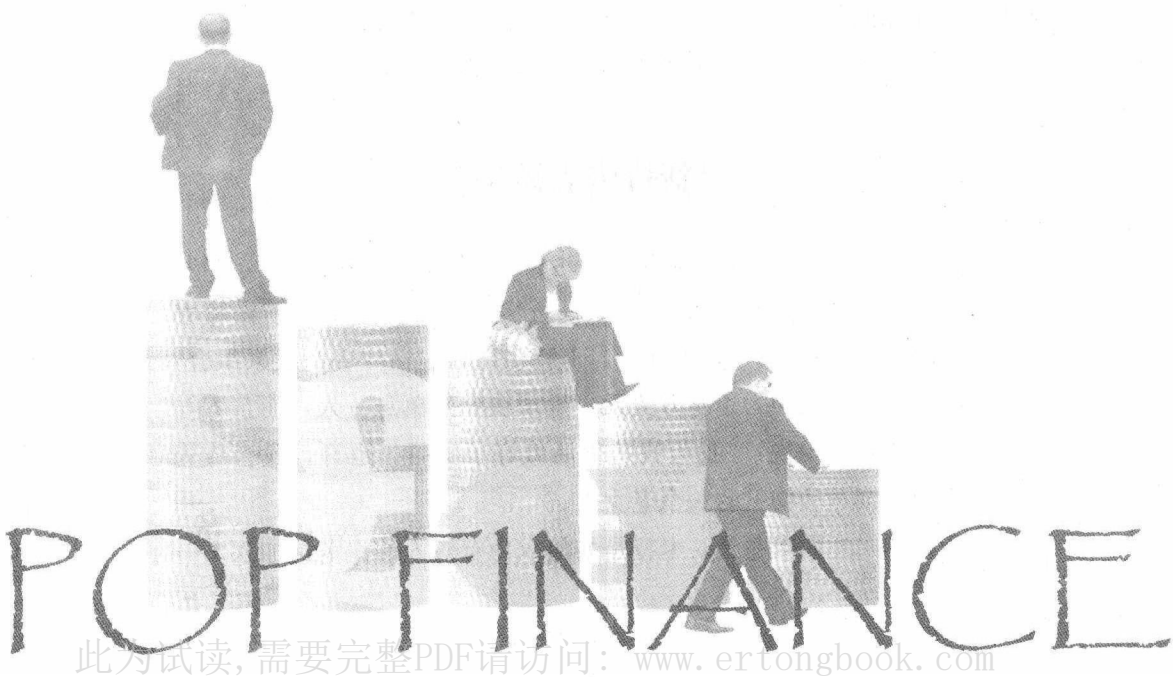
- ◎ 投资俱乐部是第一世界的金融组织
- ◎ 政策问题:风险与退休保险
- ◎ 社交资本与民间社团
- ◎ 对公开上市交易公司的意义
- ◎ 对经济社会学的意义
- ◎ 相互竞争的理性理论
- ◎ 相互竞争的交易模式

第一部分

投资俱乐部与“所有权社会”

社会学具有全面的洞察力……无疑，社会科学可以告诉我们什么是金融市场，但金融市场则告诉我们什么是社会……经济学是一种思维方法，但经济则是一种必须予以解释的社会行动方式。

——埃伦·赫兹 (ELLEN HERTZ)



股票市场震荡的十年

在20世纪结束之际，美国成年人中拥有股票市场投资的比例高达前所未有的53%。这些人是谁？他们对经济和社会产生什么影响？人民市场主义崛起的速度如此之快，以至于无人真正知晓。本书试图清晰地揭示这个现象，即在过去值得注意的10年历程中，究竟是什么使美国股票市场吸引了如此庞大的参与者和巨大的兴趣。

美国国会的一份报告称之为“股票所有权爆炸式增长”。《纽约时报》(New York Times)宣告这开辟了“股东民主”的新时代，《新闻周刊》(Newsweek)则称之为“20世纪90年代一场伟大的社会运动”。最近，布什当局宣告，普通美国人在股票市场的巨大投资——他们既不富有，也没有接受过金融学的专门培训——迎来了“所有权社区时代”：布什总统宣称的这种变化将使美国的经济、文化和政治发生转型。

但是，我们几乎没有什么资料来论证这些断言。本书研究的目的是用经济社会学的概念和分析方法来填补这方面的空白。这些分析方法提供了一种手段，以透过市场系统内代理人的微观层面行为来分析宏观层面的变化，将注意力“从研究发生经济活动的机构转向分析行为人所计算的实际活动”。在详细介绍经济社会学的分析架构之前，先介绍一个例子，这将有助于直接抓住本书的主题。

“新投资者阶层”

下面介绍卡特(Cate)的例子。卡特说：“20年前我26岁，当时是做秘书工作，与另外2个人共住一所房子。我决定再也不做秘书了。我想成为有钱人。”她做到了。卡特估计，包括住房和股票组合，自有财产的净值大约为100万美元。她现在仍然单身一人，而且不与男同事交朋友。她说：“我为我的生活做好了安排。也许，我会成为将钱都用在饲养动物上的一个老女人。”

令人感兴趣的问题是，卡特是如何成为有钱人的。卡特加入了一

家由工作单位男女同事组成的投资俱乐部。这个小组每个月在会议室召开一次会议，大约花2个小时，10位会员讨论他们共同持有的证券投资组合。他们分析股票的业绩，并且考虑用每个月投入的现金购买那些股票——人均35美元。这个俱乐部称为牛市与熊市投资俱乐部，有6个男人和4个女人，大家共同拥有16只股票，组合的价值为45 000美元。该俱乐部的会员也是多民族的，包括2位非洲裔美国人（1男1女）、1位巴基斯坦裔美国女士和1位亚裔美国男人，其他会员均为美国出生的白人。

最初，当卡特还不能从投资俱乐部的股票中获得个人财富时，她向俱乐部借钱支付金融学习的费用。卡特为自己精明的财务决策而自豪。例如，她获得了利率为9%的住房贷款，这样就可以将更多的钱投入到股市中，从这些投资中获得的收益却远多于9%。像卡特一样，牛市与熊市投资俱乐部的其他会员都参加了雇主401(k)养老金计划，但是，他们都感到不能只靠这个计划为自己的退休生活提供可靠的收入。他们都是45岁左右的中年人，在为自己提供财务保障网方面，愿意承担个人责任。

卡特和她的投资俱乐部是20世纪90年代发生的美国人投资大运动的缩影——根据宿命论对股票市场的解释。在市场暴涨时期，几百万人加入了投资俱乐部，一起向股市注入了几千亿美元。本书是试图揭示这个全国范围社会现象的独家研究报告。据估计，加入投资俱乐部的成年人占美国总人口的11%，全国大约为21 000万人。即使在2003年，当市场在暴涨之后出现下跌和交易不活跃时期，据一家向投资俱乐部提供投资教材的机构估计，其会员将近50万人，共同拥有的股票市值为1 250亿美元，而且每个月投入1.9亿美元。本书将第一次分析这种社会现象在社会经济方面的重大意义。

投资俱乐部的业绩之谜

本书的研究中曾出现了一个迷惑：根据全国投资者协会（the National Association of Investors Corporation, NAIC）收集的数据，男

女混合投资俱乐部与由纯男性或纯女性组成的投资俱乐部相比较，前者股票组合的业绩大大超过后者。当我开始本课题研究时，对 1997 年之前 12 年的证券投资组合业绩数据进行了全面的分析。我发现，统计数据表明，混合俱乐部——以各种男女比例构成的俱乐部——与单一性别俱乐部之间的业绩差异是比较大的，按投资的年均收益率来衡量，男女混合小组的业绩大体上高 2 个百分点。我将这个结果称为“多样性溢价”（diversity premium）。每年 2 个百分点的差异也许看上去很小，但是若干年以后，男女混合小组的优势就会大大体现出来（参阅第二部分，关于衡量证券组合业绩的详细讨论）。奇妙的是，统计数据没有显示纯男性投资俱乐部与纯女性投资俱乐部在证券组合业绩方面存在重大差异。

为什么所发现的结果是出人意料的，主要有两个原因。第一，经济学理论认为，投资者的个人特性不会产生股票业绩的差异。第二，社会学方面的研究反复证明，与性别构成单一的工作小组相比，性别构成多样化更容易引起工作小组业绩的下降（参阅第 3 章和第 4 章，关于这方面文献的综述和投资俱乐部业绩的详细结论）。这方面的数据明确地显示出性别多样化的积极作用，因此，我不打算取消“多样性溢价”的提法。

由于理论界对投资俱乐部问题一直没有研究，因此，我无法直接进行大范围的调研。取而代之，我采用多种方法，通过观察和面谈来了解这些小组，然后进行概括、分析研究。本书在定性分析阶段，花费了 1 年的时间，对旧金山湾区的 7 个投资俱乐部进行人类学方面的研究。这个阶段的研究主要做两件事：发展理论和产生需要调查的问题，调查活动是通过向全国的投资俱乐部人员邮寄调查问卷的方式进行的。这项调查既收集俱乐部层面的信息，也收集个人层面的信息，主要是为了更加全面地了解投资俱乐部的业绩、人员构成和实际投资等情况，也是为了取得与定性分析结论有关的因果关系和基础资料。在以后的各章中，我将更加详细地讨论我的方法论，并介绍定性和定量分析的结论。

为什么要研究非专业投资者？

通过分析投资俱乐部和多样性溢价，本书的主要目的是，用大量实际材料来证明美国投资者在真实世界中的行为，并且提供另一种方法来分析由经济学和金融学提出的关于股市发展动力的所谓“正式”的原因。一项最新研究指出：“长久以来，股票市场一直是金融经济学的研究领域，他们在假设条件中掩盖了社交关系。他们假设：社交关系是金融市场发生倾轧的边缘性原因。”将社交关系对投资者行为影响边缘化的假设，使一些经济学家在分析中舍弃了一大块实证现象，保持了他们分析模型的优雅好看。尤其是非专业或“小额”投资者的行为一直被称为“噪声交易”，相对而言，古典经济学理论将金融专业人员的行为作为行为分析的假设条件。也就是说，假设金融专业人士的决策都是理性的，因为他们唯一的动机是为使他们自身的利益最大化，并且以共享的方式来实现，他们以同样的方法来说明这一切。如果从这些假设出发，投资就成为一种理性分析的过程，其目标是收益最大化和损失最小化。尽管经济学家和金融学者知道许多人并非用这种方式进行投资，但他们还是认为，模型出现偏差没有关系，因为只有理性的个人行为，如金融专业人员，才真正了解金融市场的运行机制。

这种理论存在两个问题。第一，正如投资俱乐部情况所表明的那样，非专业投资者并非是边缘化的。在美国股票持有总量中，恐怕不能说1250亿美元的影响是最小化的，况且，这仅仅是属于全国投资者协会的投资俱乐部持有的股票投资。这个投资可以与世界上最大的一家投资机构的股票持有量相匹敌，即加利福尼亚州公职雇员退休养老制度（the California Public Employee's Retirement System, CalPERS），其管理的资产为1430亿美元，是全美最大的养老基金。在人数方面，全国投资者协会的非专业投资者对股票市场也有很大的影响，加利福尼亚州公职雇员退休养老制度涉及120多万加利福尼亚州的公职雇员，全国投资者协会的俱乐部会员总数为472000人。尽管

同加利福尼亚州公职雇员退休养老制度和其他养老基金不一样，投资俱乐部不是以一个统一的单位进行投资，但是，依然存在投资俱乐部持有相同股票的情况。例如，全国投资者协会投资俱乐部持有通用电气股票 5.62 亿美元，英特尔股票 4.23 亿美元，以及阿法拉克保险公司（The Insurance Company AFLAC）股票 13 亿美元，占该公司股票流通量的 7% 左右。

将非专业投资者边缘化的第二个问题是，实际上他们与专业人员没有这么大的区别。事实上，有关华尔街公司的实证分析认为，专业人员的投资行为与理性的、自我利益最大化决策的假设大相径庭。事实表明，专业人员决策时，把利润与社交关系网的现状和维持放在同等位置进行考量。例如，关于华尔街养老基金的人类学研究描述了一种环境，在这个环境之中，基金经理感到不得不进行“经济上反生产性”的决策，以便维持在专业人员圈子内的关系。

如果专业投资者的做法不符合理性的范例，人们可能想知道是否其他人也这么做。关于专业人员投资活动的研究表明，社交行为对投资的影响不仅仅限于专业人员，而且遍及整个股票市场。正如一位著名的经济学家所言，“除了孤独的沃伦·巴菲特（Warren Buffett）以外，机构投资者赖以生存的社会必须通过保持联系和共同承担风险来极其紧密地编织关系。”因此，非专业投资者行为对社会影响的渗透性不是例外的情况，非专业投资者的行为是正常的，能够在多个层面明白无误地说明投资者的行为。如果非专业投资者确实影响股市活动，现在拥有股票的美国成年人已达 53%，那么，了解他们对股市的看法就变得十分重要了：他们对投资的股票正在想什么呢？

在探讨这个现象的所有途径中，投资俱乐部提供了一个特别吸引人的研究起点，不仅因为其具有重要的经济意义，而且因为其提供了对涉及投资的社会变化过程进行仔细观察的机会。首先，观察投资俱乐部，可以使包括股市在内的一系列复杂活动在可控制的范围内进行研究。其次，观察投资俱乐部的会议，可以使对投资者决策程序的分析成为可以做到的事情。要研究单个投资者的决策问题是非常困难的，因为决策过程都是在内心进行的，研究人员几乎无法直接了解内

心的决策过程。换言之，要了解投资者在做什么并不难，难的是要找到为什么这么做。

在投资俱乐部会议上，会员们必须明确地阐述想要买入或卖出股票的理由，而且必须对赞成和反对的理由进行公开的辩论。他们的决策，包括所有隐含的潜在偏好，可以在“真实的时间”中进行公开的观察，而不是通过回忆来重新反映决策过程。通过直接旁听小组的投资决策过程，这种观察方式将得到更加准确的资料：宽泛的但在研究范围内的社会现象，对此我们知之不多。

影响美国经济的许多最重要的决策都是在小组范围内做出的，如联邦公开市场委员会（Federal Open Market Committee）决定美国的利率和金融政策。同样，无数投资委员会决定怎样使用美国公司和非营利机构的资金。投资俱乐部拥有的权利是值得研究的，但是，还值得对投资俱乐部重要的社会经济活动进行案例调研，这方面的情况一直很少受到社会科学家的关注。

社会学关于投资活动的研究 重点是什么？

本书是为多种读者和研究议题而写的。一方面，本书是学术性的，研究结果将有利于扩展经济和组织社会学的范畴和理论；另一方面，社会学长久以来有跨学科的传统，而且为学术性读者阐述广泛的公众利益问题。对普通美国人投资行为的研究有助于满足不同读者的需求。谨记在心，本书尽可能直接和易于理解地探讨主题。当然，本研究所形成的观点将做简要的介绍。

经济社会学是探索了解金钱和市场的社会基础。本书的关键理论假设是，社会力与经济力是不可分割的。这个论断也许看上去是无可争议的，但是，到目前为止，就金融行为研究已经宣布的基本假设而言，这个论断与经济学和金融学中的基本假设是非常矛盾的。经济社会学是在一个多世纪之前产生的，尝试着弥补社会学与经济学之间的隔阂。在一个多世纪之前，这两个学科是一门学科。直到 19 世纪末，