

高等院校**财政金融专业**应用型教材

投资行为学

陆剑清 主编

本书以投资行为学的基本理论为基础，结合我国资本市场的发展现状，系统介绍了投资行为学的基本理论、基本方法和基本操作。全书共分八章，主要内容包括：投资行为学概述、证券投资行为学、证券投资分析、证券投资组合管理、证券投资风险管理、证券投资实务、证券投资法规、证券投资案例。本书可作为高等院校财政金融专业及相关专业的教材，也可供从事投资工作的从业人员参考。

FINANCE

- ◎ **前瞻性** 紧跟财政金融专业教学改革步伐，将一些较前沿的课程加入教材建设
- ◎ **专业性** 紧密围绕财政金融专业核心课，针对性更强，更能体现专业性
- ◎ **实用性** 学生在学完整套教材后，能够具备较强的财政金融业实践能力
- ◎ **科学性** 案例导入教学，开阔视野

赠送电子教案



清华大学出版社

高等院校财政金融专业应用型教材

投资行为学

陆剑清 主编

清华大学出版社
北 京

内 容 简 介

投资行为学是一门以人类投资活动的心理特征与行为规律为研究对象的新兴学科。本书首先系统介绍了投资行为学的学科起源以及理论体系,然后以分析诸多市场异象为主线,通过专题形式对于引发投资行为失误的12项决策陷阱逐章进行深入的理论阐述与案例评析。

本书既可作为高等院校财政金融专业应用型教材,又可作为投资实务操作的指导与培训手册,还可作为新兴学科知识的普及读本,从而有效满足广大读者的需求。

本书封面贴有清华大学出版社防伪标签,无标签者不得销售。

版权所有,侵权必究。侵权举报电话:010-62782989 13701121933

图书在版编目(CIP)数据

投资行为学/陆剑清主编. —北京:清华大学出版社, 2012

(高等院校财政金融专业应用型教材)

ISBN 978-7-302-29229-6

I. ①投… II. ①陆… III. ①投资行为—高等学校—教材 IV. ①F830.59

中国版本图书馆 CIP 数据核字(2012)第 143353 号

责任编辑:张丽娜

封面设计:杨玉兰

责任校对:李玉萍

责任印制:李红英

出版发行:清华大学出版社

网 址: <http://www.tup.com.cn>, <http://www.wqbook.com>

地 址:北京清华大学学研大厦 A 座 邮 编:100084

社 总 机:010-62770175 邮 购:010-62786544

投稿与读者服务:010-62776969, c-service@tup.tsinghua.edu.cn

质 量 反 馈:010-62772015, zhiliang@tup.tsinghua.edu.cn

课 件 下 载: <http://www.tup.com.cn>, 010-62791865

印 装 者:北京密云胶印厂

经 销:全国新华书店

开 本:185mm×260mm

印 张:19

字 数:462千字

版 次:2012年8月第1版

印 次:2012年8月第1次印刷

印 数:1~4000

定 价:35.00元

产品编号:045387-01

近年来,伴随着中国经济的持续发展,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,因而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,以有效理清心中的种种疑惑,从容跨越行为决策的误区。当年,原美联储主席格林斯潘曾将引发金融风暴的缘由一言蔽之为“人性的贪婪”,因此,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,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,力求使读者耳目一新、易于理解。具体而言,首先在本书的导论中对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12项决策陷阱,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,以期能对广大投资者起到传道、答疑、解惑的作用。

本书共分13章,具体内容为: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、第五章蝴蝶效应与投资行为、第六章过度自信与投资行为、第七章后悔厌恶与投资行为、第八章框定偏差与投资行为、第九章代表性偏差与投资行为、第十章禀赋效应与投资行为、第十一章羊群效应与投资行为、第十二章黑天鹅效应与投资行为、第十三章心智控制与投资行为。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”、“章前导读”与“关键词”,在各章结尾附以“案例分析与实践”和“思考与探索”,以供读者回味和思考。

总之,本书理论严谨、内容翔实、分析透彻、案例生动,既可读更耐读,它在保证学术严谨性与规范性的同时,真正达到了“专业性趣味性相融合,学术性与可读性相统一”。因此,本书既可作为高等院校财政金融专业应用型教材,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(以姓氏笔画为序)为:乐征楠、卢娜、杨晓燕、胡涛。此外,在本书的编写过程中难免会存在着各种缺点及不足,敬请广大读者批评、指正。

编者

目 录

第一章 导论：市场异象与投资行为1

第一节 传统投资学的理论困惑2

一、对“理性人”假设的质疑2

二、对有效市场假说的质疑4

第二节 投资行为学的学科背景7

一、行为经济学的兴起7

二、经济学与心理学的渊源10

三、认知心理学促进行为经济学的发展14

第三节 投资行为学的发展轨迹18

一、投资行为学与心理学的逻辑渊源18

二、投资行为学的诞生与发展20

第四节 投资行为学的理论基础21

一、投资行为学与行为科学22

二、投资行为学与实验经济学22

三、投资行为学与行为经济学24

第五节 投资行为学的内涵界定26

一、投资行为学的定义26

二、投资行为学对传统投资理论假设的修正27

三、投资行为学的研究方法31

第六节 投资行为学的发展前景34

一、投资行为学研究方法的拓展34

二、投资行为学研究领域的拓展36

思考与探索37

第二章 锚定效应与投资行为39

第一节 锚定效应的行为分析41

一、锚定效应的基本内涵41

二、锚定效应的理论分析41

第二节 投资决策中的锚定效应43

一、锚定效应的形成条件43

二、锚定效应与调整不充分44

三、锚定效应的认知作用45

四、锚定效应与股票交易46

五、锚定效应与市场套利47

第三节 案例分析与实践48

一、大地震引发日元升值的奥秘48

二、“文革”系列收藏品投资中的“锚定效应”49

思考与探索51

第三章 心理账户与投资行为53

第一节 心理账户的行为分析54

一、心理账户的基本内涵54

二、心理账户的理论分析55

三、心理账户的行为表现56

第二节 投资决策中的心理账户59

一、心理账户中的合账与分账59

二、心理账户对收入来源与消费倾向的分析62

三、心理账户在投资领域的应用——BPT 理论66

四、心理账户在消费领域与证券市场中的体现68

第三节 案例分析与实践70

一、心理账户与税收政策70

二、心理账户的可替代性与不可替代性71

三、心理账户对股民决策的奇妙影响73

思考与探索75

第四章 沉没成本与投资行为77

第一节 沉没成本的行为分析78

一、沉没成本的基本内涵78

二、沉没成本的理论分析80

三、沉没成本的行为表现83

第二节 投资决策中的沉没成本84



一、尽量返本效应.....	84	第七章 后悔厌恶与投资行为.....	123
二、协和效应.....	85	第一节 后悔厌恶的行为分析.....	124
第三节 案例分析与实践.....	86	一、后悔厌恶的基本内涵.....	124
一、摩托罗拉公司的铱星项目.....	86	二、后悔厌恶的理论分析.....	126
二、史玉柱的巨人大厦项目.....	87	第二节 投资决策中的后悔厌恶.....	131
思考与探索.....	90	一、投资中的确认偏差.....	131
第五章 蝴蝶效应与投资行为.....	91	二、投资中的隔离效应.....	134
第一节 蝴蝶效应的行为分析.....	92	三、投资中的损失厌恶.....	135
一、蝴蝶效应的基本内涵.....	92	四、投资中的认知失调.....	138
二、蝴蝶效应的理论分析.....	94	第三节 案例分析与实践.....	140
三、蝴蝶效应的行为表现.....	96	一、别把鸡蛋放在同一个篮子里	
第二节 投资决策中的蝴蝶效应.....	98	——马科维茨为何知行不一.....	140
一、投资组合的蝴蝶效应分析.....	98	二、后悔厌恶的行为表现分析.....	140
二、货币政策的蝴蝶效应分析.....	99	思考与探索.....	144
三、次贷危机的蝴蝶效应分析.....	102	第八章 框定偏差与投资行为.....	147
第三节 案例分析与实践.....	104	第一节 框定偏差的行为分析.....	148
一、巴菲特与蝴蝶效应.....	104	一、框定偏差的基本内涵.....	148
二、中国股市与蝴蝶效应.....	104	二、框定偏差的理论分析.....	150
思考与探索.....	106	三、框定偏差的行为表现.....	154
第六章 过度自信与投资行为.....	107	第二节 投资决策中的框定偏差.....	159
第一节 过度自信的行为分析.....	108	一、投资中的乐观编辑.....	159
一、过度自信的基本内涵.....	108	二、投资中的诱导效应.....	160
二、过度自信的理论分析.....	109	三、投资中的货币幻觉.....	161
三、过度自信的行为表现.....	111	四、投资中的现状偏见.....	161
第二节 投资决策中的过度自信.....	112	五、投资中的熟识性偏差.....	162
一、过度自信与频繁交易现象.....	112	第三节 案例分析与实践.....	163
二、投资中的事后聪明偏差.....	113	一、经济学家的CPI预测.....	163
三、爱冒风险及分散化不足.....	114	二、框定偏差的影响因素分析.....	165
四、赌场资金效应.....	115	思考与探索.....	166
五、一月效应.....	115	第九章 代表性偏差与投资行为.....	167
第三节 案例分析与实践.....	116	第一节 代表性偏差的行为分析.....	169
一、过度自信与美国在线时代		一、代表性启发法的基本内涵.....	170
华纳公司并购案.....	116	二、代表性偏差的理论分析.....	171
二、中国上市公司并购中的		第二节 投资决策中的代表性偏差.....	179
过度自信分析.....	119	第三节 代表性偏差的分析与实践.....	181
思考与探索.....	121	一、代表性偏差的主要形式及	
		启示.....	181



二、“6124 绝不是顶”的 2008 年 中国 A 股市场.....	191
思考与探索.....	192
第十章 禀赋效应与投资行为	193
第一节 禀赋效应的行为分析.....	195
一、禀赋效应的基本内涵.....	195
二、禀赋效应的行为学解释 ——前景理论.....	199
第二节 投资决策中的禀赋效应 ——处置效应.....	208
一、处置效应的含义.....	208
二、处置效应的检验方法和结果.....	209
三、处置效应的成因分析.....	212
第三节 案例分析与实践.....	214
一、基于禀赋效应的投资行为 决策模型.....	214
二、意料之外与情理之中.....	222
思考与探索.....	223
第十一章 羊群效应与投资行为	225
第一节 羊群效应的行为分析.....	226
一、羊群效应的基本内涵.....	226
二、羊群效应的理论分析.....	230
三、羊群效应的理论探索.....	237
四、启示与意义.....	239
第二节 投资决策中的羊群效应.....	240
一、中小投资者的羊群效应.....	240
二、机构投资者的羊群效应.....	244
三、证券市场中的羊群效应.....	246
第三节 案例分析与实践.....	248
一、荷兰郁金香的“投资泡沫”.....	248
二、股市中的羊群效应及启示.....	249
三、楼市中的羊群效应及启示.....	250
四、我国投资者从众行为的 实证研究.....	252

思考与探索.....	255
第十二章 黑天鹅效应与投资行为	257
第一节 黑天鹅效应的行为分析.....	258
一、黑天鹅效应的基本内涵.....	258
二、黑天鹅效应的理论分析.....	261
三、黑天鹅效应的行为表现.....	262
第二节 投资决策中的黑天鹅效应.....	263
一、狙击“黑天鹅”策略.....	263
二、股票市场中的黑天鹅.....	264
三、黑天鹅之灾与投资机遇.....	266
第三节 案例分析与实践.....	267
一、欧债危机：又一只“黑天鹅” 来临.....	267
二、中国股市中的医药 “黑天鹅”.....	268
思考与探索.....	269
第十三章 心智控制与投资行为	271
第一节 心智控制的行为分析.....	272
一、心智控制的基本内涵.....	272
二、心智控制的认知偏差.....	273
三、心智控制的偏差效应 ——皮格马利翁效应.....	277
第二节 投资决策中的心智控制.....	278
一、心智控制效应与投资者的 情绪.....	278
二、心智控制效应与投资者的 心态.....	279
三、投资者如何实施心智控制.....	281
第三节 案例分析与实践.....	282
一、投资家巴菲特的成功之道.....	282
二、经济学家教会你心智控制.....	285
三、成功投资者的心理素质研究.....	287
思考与探索.....	291
参考文献	293

第一章 导论：市场异象与投资行为

【学习要点】

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





【章前导读】

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)、套利定价模型和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、反应不足和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”假设和有效市场假说基础之上的传统投资学理论产生了质疑。



【关键词】

“理性人”假设 有效市场假说 投资行为学 有限理性

第一节 传统投资学的理论困惑

一、对“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以及方法论原则。

(一)“理性人”假设的由来

1. “经济人”假设

二百多年前亚当·斯密(Adam Smith)提出了“经济人”的原始含义,他提出了以下一段著名的言论:“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。一般来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处于利己的动机,是否力图以最小的经济代价获取最大的经济利益。“经济人”假设主张以下几点。

(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，作为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。但在具体分析经济问题时，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作为目标；其二是投资者能够对已知信息做出正确的加工处理，从而对市场趋势做出无偏估计。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，具体如下。

(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来获取收益。

(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或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征外，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做出无偏估计外，还能迅速做出行为反应。

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三个特点，即投资者是理性人。

(二)对于“理性人”假设的质疑

“经济人”或“理性人”作为一种高度抽象的理性模型，固然使得传统投资学理论研究的公理化、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，它不承认“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，从而做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。然而，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做出反应，而是对投资者的市场情绪做出反应，因此，投资者的表象思维、心理定式、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。

英国经济学家霍奇勋(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

二、对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，金融市场中出现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可以追溯到吉布森(Gibson)，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。班切勒(Bachelier)于 1900 年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 1953 年，肯德尔(Kendall)才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，他们

① G. M. 霍奇勋，向以斌，等，译。现代制度主义经济学宣言。北京：北京大学出版社，1993

并没有对这些现象进行合理的经济学解释。十几年后，萨缪尔森(Samuelson)和曼德尔朋特(Mandelbort)通过研究随机游走理论，解释了预期收益模型中的公平游戏原则。法码(Fama)是有效市场假说的集大成者，为该假说的最终形成和完善做出了卓越贡献，他不仅对有效市场假说的相关研究做了系统的总结，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

法码(Fama)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

在弱式有效市场中，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做出反应，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

施莱弗(Shleifer)认为有效市场假说是基于以下三个基本理论假设的。

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。萨缪尔森(Samuelson)和曼德尔朋特(Mandelbort)指出，由于在一个由理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服从随机游走规律。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,但市场仍然是有效的。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产生了系统性偏差,也会回归其基本价值。如果非理性交易者在非基本价值的价位进行交易,最后受损失的只能是自己。可见,不仅是理性投资者,而且金融市场的系统自身也会为其带来有效性。

(二)对于有效市场假说的质疑

在投资者是理性人这一基本假设下,传统投资学理论获得了巨大发展,建立起了明晰而严谨的科学化的理论体系。如果这些理论成果能够通过实证检验,获得市场认可,当然是一个相当完美的结果。然而,实际情况与传统投资理论的分析结果在某些方面相差甚远,甚至截然相反。这些领域的研究结果包括股票市场价格异常、股票市场上投资行为异常等,致使有效市场假说的三个基本理论假设都受到严峻的挑战。

1. “理性人”假设的非合理性

“理性人”假设是有效市场假说的基本前提。然而,由于并非所有的投资者都能严格地满足“理性人”的假设条件,因而建立在“理性人”假设之上的有效市场假说的正确性受到了前所未有的质疑。

2. “非理性投资者投资决策相互冲抵”假设的非合理性

有效市场假说认为,即使存在着非理性的投资者,由于其交易行为亦将随机进行,因而交易行为对于市场的影响则会相互冲抵。然而,心理学家卡尼曼(Kahneman)和特维斯基(Tversky)等人的研究结果表明,个体的行为并不是偶然地偏离理性,而是经常地以同样的方式偏离。入市不深的投资者在多数情况下是按照自己的理念来买卖股票的,其交易行为之间具有很大的相关性。例如,由于受市场传言的影响,投资者会模仿周围人的交易行为,因而会犯下相同的决策错误。即在大致相同的时间内,大家都试图买入或卖出相同的股票,从而表现为投资者的从众行为,致使非理性投资者的投资决策呈现出一边倒的倾向。

除了个人投资者在投资决策上不符合理性要求之外,机构投资者表现得更为明显。因



为在金融市场中，绝大部分资金是由为个人以及企业投资理财的基金经理人所掌控，受托理财的职业角色使其在进行投资决策时更容易表现出从众行为。例如，这些基金经理人所选择的投资组合会非常接近于评估基金业绩的指数所使用的资产组合，从而最大限度地避免因业绩水平低于该标准组合所造成的职业风险。即他们会随大溜，买进其他经理人所买的投资组合，以免业绩水平低于他人。基金经理人会在投资组合中增加近期表现不错的股票，抛弃那些表现欠佳者，以便在公布投资报告时给投资者留下良好的印象。因此，无论是个人投资者还是机构投资者，其投资决策都表现为明显的趋同性，而非相互冲抵性。

3. “套利者纠正市场偏差”假设的非合理性

有效市场假说认为，由于理性的套利者不存在心理偏差，因而其将消除非理性投资者的交易行为对于市场价格的影响，从而将证券价格稳定在其基本价值上。然而，事实上套利行为不仅充满风险，而且纠偏作用有限。

套利行为的纠偏作用是否有效，关键在于能否找到被非理性投资者(俗称“噪音交易者”)错误定价证券的合适替代品。由于在大多数情况下，证券产品并没有充分合适的替代品，因而一旦出现了“定价偏差”，套利者将无法进行无风险的对冲交易，只能是简单地卖出或减持风险已高的股票，以期获取较高的收益。当一个套利者依据相对价格的变化买进或者卖出某只股票后，他就要承担与这只股票相关的风险。例如，某行业存在三家主要的上市公司，套利者认为 A 公司相对于 B、C 公司来说股价已经高估，于是他卖空 A 公司的股票而增持另外两家公司的股票。尽管其化解了该行业的一般风险，但却无法避免 A 公司会有出人意料的利好消息以及 B、C 公司会有出人意料的利空消息所引发的风险及其损失。正是由于没有充分合适的替代品，套利活动也就充满了风险而并非有效市场假说所认为的无风险套利。

另一方面，即使能够找到充分合适的替代品，套利者也将面临其他风险。这种风险来自于未来卖出股票时其价格的不可预知性，价格偏差有可能长期持续，即价格偏差的持续性风险。换言之，即使是两种基本价值完全相同的证券产品，价高者有可能持续走高，而价低者有可能持续走低。尽管两种证券产品的市场价格最终会趋同，但套利者在交易过程中将不得不遭受暂时的损失。如果套利者无法承受这一损失，其套利活动就将面临很大的约束。可见，表面近似完美的套利行为，实质上则风险重重，因而其纠偏作用也相当有限，所以“套利者纠正市场偏差”假设并不具有现实的合理性。

总之，上述分析结果对于有效市场假说中最为关键的三个基本理论假设提出了挑战与质疑，随着时间的推移，投资行为理论和实践的进展已经在深刻地动摇着有效市场假说在现代投资学领域中的绝对主导地位。

第二节 投资行为学的学科背景

一、行为经济学的兴起

多年以来，经济学界的不少学者对于经济学中人性假设的不现实性提出了持续而严谨的批评，并提出了更贴近于社会经济生活现实的人性假设。这一将更正视人类本性真相的研究理念引入现代经济学科的努力在 20 世纪 90 年代得到了很大的发展，从而导致了行为



经济学思潮的兴起,并最终促成了行为经济学的诞生。

(一)行为经济学的发端

行为经济学的发端是由一些看似偶然的因素所促成的,其中一个主要因素是“贴现效用模型”(discounted utility model)和“期望效用理论”(expected utility theory)受到广泛质疑。在20世纪中期,一方面“期望效用理论”和“贴现效用模型”分别作为在“不确定条件”以及“跨时期选择”条件下计算效用值的工具,已经被众多的主流经济学家所接受;另一方面,一般意义上的效用概念非常宽泛,而“期望效用理论”和“贴现效用模型”建立在众多精确假设之上,这就使之很容易成为行为经济学家攻击的对象。在这一论战中,有的论文是针对“期望效用理论”的反常规推论而写的,比如“风险、不确定性与原始的公理”^①和“财富的效用”^②等;另一部分对“贴现效用模型”指数形式的贴现函数提出异议,如“动态效用最大化中的近视行为和不连续性”。^③这些论文都对后来的行为经济学的发展产生了深刻影响。到20世纪后期,卡尼曼(Kahneman)和特维斯基(Tversky)的“预期理论:一种风险决策分析方法”^④和塞勒(Thaler)的“动态非一致性的实验证据”等论文,不仅对“期望效用理论”和“贴现效用模型”提出了相似的异议,还设计了有说服力的实验,从而使新的理论在一定条件下易于被重复。这标志着行为经济学的创立。

另一个促进行为经济学发展的因素是现代认知心理学的发展。过去心理学家曾认为“大脑”是一个“刺激-反馈”的机器,但从20世纪60年代开始,旧的比喻被逐渐舍弃,而将大脑比作一个“信息处理器”(information-processing device)的理论开始主导认知心理学的研究。“信息处理器”的比喻又引出了诸如“问题解决”、“决策过程”等新的研究课题,而这些新的心理学方面的研究课题与经济学中“效用最大化”的概念相关性颇大。随后有一大批的心理学家投身到经济学模型与心理学模型的对照研究之中。其中,影响最大的无疑是卡尼曼(Kahneman)和特维斯基(Tversky)的“预期理论:一种风险决策分析方法”和“不确定条件下的判断:启发式偏向”^⑤两篇文章。

继这两篇文章之后,行为经济学发展的另一个里程碑是1986年在美国芝加哥大学举办的一次学术论坛,很多优秀的行为经济学论文在这次论坛上发表。十年后,一本以收录行为经济学论文为主的杂志《经济学季刊》(*Quarterly Journal of Economics*)诞生。值得一提的是,尽管Kahneman和Tversky被人们认为是行为经济学研究领域的开创者,但他们两位都只承认自己完全是心理学家,而非经济学家。真正将Kahneman和Tversky的行为学研究与金融学、经济学很好地结合起来的是芝加哥商学院的金融学教授理查德·塞勒(Richard Thaler)。他早期的两篇论文“推进一个消费者选择的新理论”和“股市是否反应过度?”

① D. Ellsberg, 1961. Risk, ambiguity, and the savage axioms. *Quarterly Journal of Economics*, 75, 643~669

② H. Markowitz, 1952. The utility of wealth. *Journal of Political Economy*, 60, 151~158.

③ R.H. Stroz, 1955. Myopia and inconsistency in dynamic utility maximization. *Review of Economic Studies*, 23, 165~180

④ D. Kahneman, & A. Tversky, (1979). Prospect Theory: An analysis of decision under risk. *Econometrica*, 47, 263~291

⑤ A. Tversky, & D. Kahneman, 1974. Judgement under uncertainty: Heuristics and biases. *Science*, 185(4157), 1124~1131



备受学术界推崇。

纵观行为经济学的发展史，可以得出这样一个结论：行为经济学是经济学和心理学联姻的产物，这两门学科都有其各自的发展历史，200多年来分分合合，在20世纪下半叶终于相互撞击出了火花。所以说行为经济学不是经济学的一个独立分支，它是一种思想——一种因引入心理学而引导经济学研究更贴近于现实世界真相的一种思想。

(二)行为经济学的进展

近年来的行为经济学发展已经进入了被称为“第二波行为经济学研究思潮”的新阶段。此次行为经济学研究进展与开创初期相比，两者在研究内容与研究环境上都有了质的差异。

从研究内容上看，行为经济学在其第一阶段主要是关注于传统经济学假设的不足，而目前行为经济学发展的第二次浪潮，不仅仅局限于对传统人性假设的挑战，还进一步借用传统经济学的分析工具，将修正后的理论假设融入经济学模型之中，致使行为经济学由一颗“假设”的种子，渐渐冒出了“变量”、“模型”的枝丫。新的一批行为经济学家已经将行为经济学慢慢渗入到当前经济学研究的各个领域之中。如果说在发端阶段，因较多的心理学家介入行为经济学研究领域而受到传统经济学家的指责，那么在第二阶段的发展过程中，经济学家则肩负起了不可推卸的责任。例如，戴维德·赖柏松(David Laibson)教授运用经济学分析工具讨论宏观经济问题的时候，加入了一些心理变量；恩斯特·费尔(Ernst Fehr)在分析劳动力市场经济学核心问题时，将“人们不是100%自私”的假设融入了经济学模型。可见，在这些研究之前，Kahneman和Tversky等学者更关注于对传统经济学中人性假设本身的批判，而这些出现在行为经济学第二波思潮中的研究内容，则更侧重于心理学与传统经济学两者在建模、应用等领域的融合。换言之，第二波行为经济学研究思潮，沿用了传统经济学的分析工具，以努力增强经济学对现实社会经济生活的解释力和预测力。在构筑行为经济学模型的过程中，行为经济学家进一步证明，传统经济学模型中很多典型的假设(诸如100%自私、100%理性、100%自我约束以及其他很多假设)并不为社会经济现实所支持。

从研究环境上看，在美国一些顶尖的经济学系中，教授们为研究生专门开设了行为经济学的课程，博士生在行为经济学领域中寻找毕业论文的选题。随着越来越多的学者投入到这一研究领域中，一个良好的学术环境被营造出来了，行为经济学家的听众已经不局限于心理学家和经济学家。尤其值得指出的是，行为经济学研究不仅建立在承认主流经济学研究方法的前提之上，同样也建立在接受主流经济学的大多数理论假设的前提上。可见，行为经济学并未抛弃传统经济学中的正确观点。

总之，第二波行为经济学研究思潮继续沿用了主流经济学的研究方法，然而它表明沿用传统经济学方法以研究传统经济学问题并不应基于特定的理论前提，诸如完全自利、绝对理性、完全的心智控制以及其他许多主要用于经济模型但尚未得到行为证据支持的辅助性假设。当前，行为经济学思想已经逐渐地融入了传统经济学的研究领域之中，例如宏观经济学领域的戴维德·赖柏松(David Laibson)和劳动经济学领域的恩斯特·费尔(Ernst Fehr)都已经确立了他们在主流经济学中的地位。

尽管尚有争议，但是行为经济学已经接近“进入主流”，特别是在美国一流大学中更是如此。近年来，行为经济学研究人员的聘用、终身教职的授予以及召开行为经济学术会议的数目增长都反映出它正日益为人们所接受。



二、经济学与心理学的渊源

经济学和心理学有着共同的起源^①，它们都是发轫于 17 世纪至 19 世纪期间的英国经验主义哲学流派。这一时期各个学科之间的界限并非泾渭分明，经济学与心理学在它们各自成为具有特定研究对象和研究方法的独立学科之前，两者相互交融在一起，谈论经济问题时 would 涉及心理因素，谈论心理学问题时则会涉及经济因素，彼此之间并不存在与生俱来的矛盾、排斥和对立。然而，伴随着人类认识的不断发展，经济学或心理学的研究对象开始日益明确(即研究对象不再是社会中人们所遇到的全部问题，而是某些看似专门属于经济学或心理学的问题)。当一门学科在它专门的问题上积累了越来越多的知识和观点时，它的研究者就会把全部的注意力投入到其感兴趣的特定问题中，这样该学科与相关学科的联系自然也就被削弱了^②。与之相应，经济学和心理学的研究领域也就逐渐趋向分离和专业化。

(一)古典经济学家的行为经济学思想综述

(1) 古希腊哲学家柏拉图最早思考经济单位中人的欲望及其作用问题。他在《理想国》一书中指出：“一国……的兴起……是出于人们的需要；没有人可以自给自足；但我们中所有的人都有许多欲望。”^③可见，柏拉图把国家看成一个经济单位，而不是一个政治实体，决定这一单位兴盛的乃是人的欲望和需要。他认为在对财产的占有欲与支配欲这一经济现象的背后是人类欲望的存在。

(2) 早期重商主义经济学者和古典政治经济学家都曾注意过心理因素在社会经济生活中的作用。法国的杜尔哥(A.R.J. Turgot)、孔狄亚克(E.B. Condillac)、巴斯夏(F. Bastiat)以及英国的巴尔本(N. Barbon)等都先后尝试运用主观心理感觉来评价物品价值。例如，西尼尔在其主要著作《政治经济学大纲》中，把劳动和资本都归为纯粹主观心理感觉的范畴，认为劳动是工人放弃自己的安乐和休息所做的牺牲，而资本是资本家为了获得生产资料和流通资料而对个人消费所得到的享乐和满足的牺牲。既然劳动和资本都是一种牺牲，那就要得到报酬。劳动的报酬是工资，而资本的报酬是利润。^④

(3) 以著有《国富论》而闻名于世的经济学家亚当·斯密(Adam Smith)曾写过一本关于人类情感和行为的专著——《道德情操论》。他在该书中关于人类行为方面的心理学理论的深远意义丝毫不亚于他在经济学方面的建树，而其中不少关于人类心理的见解使其成为了当代行为经济学发展的先驱。比如，他在该书中提到“当我们从一个较好的环境转入较差的环境所感到的不适程度，将大于从一个较差的环境转入一个较好的环境所感到的舒适

① K. G. Myrdal. 1968. Asian Drama: An Inquiry into the Poverty of Nations. 3 vol. N-Y, Twentieth Century Fund.

② B.M. Young, S.E.G. Lea, p. Webley(LEds). 1992. New Direction in Economic Psychology. Cheltenham: Edward Elgar Press

③ 柏拉图. 郭斌和, 张竹明, 译. 理想国. 商务印书馆, 1986

④ 西尼尔. 蔡受百, 译. 政治经济学大纲. 商务印书馆, 1977