



汇添富基金·世界资本经典译丛

超越恐惧和贪婪

行为金融与投资心理学

赫什·舍夫林 (Hersh Shefrin) 著

贺学会 王磊 朱伟骅 译

这本分析实际影响决策过程因素的权威指南中，行为金融大师赫什·舍夫林
决策的人类行为。赫什·舍夫林认为金融从业人员必须承认和了解行为金融
阵。通过丰富多彩的、常常带有讽刺意味的真实世界的案例，赫什·舍夫林指
一些常见的、代价不菲的错误，因此读者可以获得有关自身金融决策的有
的疏忽。《超越恐惧和贪婪》是第一部为金融从业人员撰写的真正综合性

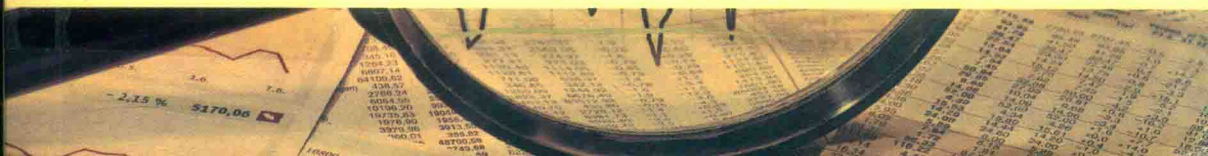


运用最新的心理学研究来帮助我们来理解那些影响股票选择、金融服务和公司财务
融——将心理学运用到金融行为中——以避免由于人为失误引发的诸多投资陷
出了资金管理人、证券分析师、财务规划师、投资银行家和公司领导人所犯
价值的洞察。“大多数关于金融市场的书籍忽略了人的成分，这是一个严重
的行为金融著作，它应该成为资产管理者和交易员的必读书。”

Beyond Greed and Fear

Understanding Behavioral Finance
and the Psychology
of Investing

上海财经大学出版社





汇添富基金·世界资本经典译丛

超越恐惧和贪婪

——行为金融与投资心理学

赫什·舍夫林 著
(Hersh Shefrin)

贺学会 王 磊 朱伟骅 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:行为金融与投资心理学/(美)赫什·舍夫林(Hersh Shefrin)编著;贺学会,王磊,朱伟骅译. —上海:上海财经大学出版社,2017.8

(汇添富基金·世界资本经典译丛)

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

ISBN 978-7-5642-2710-4/F·2710

I. ①超… II. ①赫… ②贺… ③王… ④朱… III. ①金融行为研究 IV. ①F830.2

中国版本图书馆CIP数据核字(2017)第078303号

责任编辑 李成军
 封面设计 张克瑶

CHAUYUE KONGJU HE TANLAN
超越恐惧和贪婪
——行为金融与投资心理学

赫什·舍夫林 著
(Hersh Shefrin)

贺学会 王磊 朱伟骅 译

上海财经大学出版社出版发行
(上海市中山北一路369号 邮编200083)

网 址: <http://www.sufep.com>

电子邮箱: webmaster@sufep.com

全国新华书店经销

上海华业装璜印刷厂印刷装订

2017年8月第1版 2017年8月第1次印刷

787mm×1092mm 1/16 23.25印张(插页:8) 379千字

印数:0 001—4 000 定价:58.00元

拨动琴弦
唱一首经典
资本脉络
在伦巴第和华尔街坚冷的墙体间，仍然
依稀可见



千百年后
人们依然会穿过泛黄的书架
取下
这些书简
就像我们今天，怀念
秦关汉月
大漠孤烟

.....

图字:09-2017-662 号

Hersh Shefrin

Copyright © 2002 by Oxford University Press, Inc.

Beyond Greed and Fear: Understanding Behavioral Finance and the Psychology of Investing, First Edition was originally published in English in 2002. This translation is published by arrangement with Oxford University Press. Shanghai University of Finance & Economics Press is solely responsible for this translation from the original work and Oxford University Press shall have no liability for any errors, omissions or inaccuracies or ambiguities in such translation or for any losses caused by reliance thereon.

《超越恐惧和贪婪:行为金融与投资心理学》于 2002 年出版。本中文翻译版由牛津大学出版社授权出版。上海财经大学出版社全权负责本书的翻译工作,牛津大学出版社对本翻译版中的任何错误、遗漏、歧义或因相关原因而造成的任何损失不负任何责任。

2017 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

总序

“世有非常之功，必待非常之人。”中国正在经历一个前所未有的投资大时代，无数投资人渴望着有机会感悟和学习顶尖投资大师的智慧。

有史以来最伟大的投资家、素有“股神”之称的巴菲特有句名言：成功的捷径是与成功者为伍！（It's simple to be a winner, work with winners.）

向成功者学习是成功的捷径，向投资大师学习则是投资成功的捷径。

巴菲特原来做了十年股票，当初的他也曾经到处打听消息，进行技术分析，买进卖出做短线，可结果却业绩平平。后来他学习了格雷厄姆的价值投资策略，投资业绩很快有了明显改善，他由衷地感叹道：“在大师门下学习几个小时的效果远远胜过我自己过去十年里自以为是的天真思考。”

巴菲特不但学习了格雷厄姆的投资策略，还进一步吸收了费雪的投资策略，将二者完美地融合在一起。他称自己是“85%的格雷厄姆和15%的费雪”；他认为这正是自己成功的原因：“如果我只学习格雷厄姆一个人的思想，就不会像今天这么富有。”

可见，要想投资成功很简单，那就是：向成功的投资人学投资，而且要向尽可能多的杰出投资专家学投资。

源于这个想法，汇添富基金管理股份有限公司携手上海财经大学出版社，共同推出这套“汇添富基金·世界资本经典译丛”。开卷有益，本套丛书上及1873年的伦巴第街，下至20世纪华尔街顶级基金经理人和当代“股神”巴菲特，时间

跨度长达百余年。汇添富基金希望能够借此套丛书,向您展示投资专家的大师风采,让您领略投资世界中的卓绝风景。

在本套丛书的第一到第十三辑里,我们先后为您奉献了《伦巴第街》《攻守兼备》《价值平均策略》《浮华时代》《忠告》《尖峰时刻》《战胜标准普尔》《伟大的事业》《投资存亡战》《黄金简史》《华尔街的扑克牌》《标准普尔选股策略》《华尔街50年》《先知先觉》《共同基金必胜法则》《华尔街传奇》《大熊市》《证券分析》《股票估值实用指南》《货币简史》《货币与投资》《黄金岁月》《英美中央银行史》《大牛市(1982~2004)》《从平凡人到百万富翁》《像欧奈尔信徒一样交易》《美国国债市场的诞生》《安东尼·波顿教你选股》《恐惧与贪婪》《至高无上》等77本讲述国外金融市场历史风云与投资大师深邃睿智的经典之作。而在此次推出的第十四辑中,我们将继续一如既往地为您推荐六本具有同样震撼阅读效应的经典投资著作。

即使是华尔街最好的投资者也会犯错误。无论多么精明或者富有经验,所有金融从业人员最终都会让偏差、过度自信和情绪影响他们的判断并扰乱他们的行为。然而,大多数金融决策模型都不能反映人类行为的这些基本方面。在《超越恐惧和贪婪》这本分析实际影响决策过程因素的权威指南中,行为金融大师赫什·舍夫林(Hersh Shefrin)运用最新的心理学研究来帮助我们理解那些影响股票选择、金融服务和公司财务决策的人类行为。

在当今动荡不安的经济环境里,不良资产投资提供了一些诱人的机会。由第三大道管理公司的传奇创始人、不良资产市场先驱马丁·J.惠特曼(Martin J. Whitman)与不良资产投资专家费尔南多·迪茨(Fernando Diz)博士合著的《不良资产投资》,将帮助您更好地理解不良资产投资的基本原理和方法,并且向您展示如何在现实世界中有效运用这些基本原理和方法。

每次国际原油价格大幅波动总会吸引人们和专业媒体的眼球。当石油价格由于供不应求上涨时,人们的反应几乎总是感觉大难临头。关于石油末日的预测能够引起华尔街和华盛顿的焦虑,害怕石油产量已经到顶,石油价格将永远上涨。华尔街证券分析师布莱克·克莱顿(Blake Clayton)所著的《市场疯狂》是第一个使用诺贝尔经济学奖获得者罗伯特·席勒的“新时代经济学”(New Era Economics)理论对石油市场进行研究的案例;过去100年中美国人关于石油储备

末日焦虑的四个周期的跟踪研究,可以让投资者更好地理解商品市场上的投机泡沫与非理性。

天下没有免费的午餐,投资亦如是:高收益总是伴随着高风险。然而,数以千计的货币基金经理、投资组合经理及其他资产管理专业人员总是试图通过股票选择、资产配置、技术分析、对冲等手段获取更高的长期风险调整收益。对他们而言,比他们的对手(或是市场平均)获取更高的风险调整收益的策略像圣杯般吸引着他们。许多专业机构和个人相信备兑认购策略就是他们的圣杯。备兑认购策略就是指持有股票,并卖掉相应的认购期权。实施该策略既没有巨额的最低资金要求,也不需要保证金账户或者高级的理论分析,同时还能能为股票投资者提供下行保护。由两位期权策略专家理查德·莱曼(Richard Lehman)和劳伦斯·G.麦克米兰(Lawrence G. McMillan)所著的《备兑认购的新洞见:股票投资中提高收益降低风险的强有力手段》通俗易懂,为我们提供了实施备兑认购期权的方法及细则,堪称入门经典。

投资是一门充满神奇诱惑的艺术,顶级交易员的成长历程和内心世界总是会引发我们的无限感慨和好奇探究。著名交易培训师阿里·基辅所著《交易制胜:掌控市场的心理学》一书从多角度、多层次分析了如何才能成长为一名顶级交易员,在收获高回报的同时,升华交易员的内心世界。该书理论完备、案例丰富贴切,力图让每一名在交易界摸爬滚打、渴望提升的交易员找到捷径,同时又让许多有兴趣从事这一行业的读者打开适合自己的那扇门。

价值投资历来为投资者所称道,但是其间也夹杂了不少的误解、批评,甚至是批判。价值投资之父本杰明·格雷厄姆的门徒、布兰德斯投资合伙公司的创始人和主席、哥伦比亚大学商学院教授查尔斯·布兰德斯所著的《布兰德斯的价值投资》,解释了何为价值投资、为什么价值投资选股策略永远不会过时;分享了他历经多个经济周期的价值投资经验,以及风险分析、全球化思维、主动投资、被动投资等热点投资策略问题。在经济形势波动的当下,价值投资先驱格雷厄姆的价值理论仍然熠熠生辉,价值投资这个基于20世纪30年代的投资纪律比以往任何时候都更加重要。

投资者也许会问:我们向投资大师、投资历史学习投资真知后,如何在中国股市实践应用大师们的价值投资理念?

事实永远胜于雄辩。中国基金行业从创立至今始终坚持和实践价值投资与有效风险控制策略,相信我们十多年来的追求探索已经在一定程度上回答了这个问题:

首先,中国基金行业成立以来的投资业绩充分表明,在中国股市运用长期价值投资策略同样是非常有效的,同样能够显著地战胜市场。公司成立以来我们旗下基金的优秀业绩,就是最好的证明之一。价值投资最基本的安全边际原则是永恒不变的,坚守基于深入基本面分析的长期价值投资,必定会有良好的长期回报。

其次,我们的经历还表明,在中国股市运用价值投资策略,必须结合中国股市以及中国上市公司的实际情况,做到理论与实践相结合,勇于创新。事实上,作为价值型基金经理人典范,彼得·林奇也是在总结和反思传统价值投资分析方法的基础上,推陈出新,取得了前无古人的共同基金业绩。

最后,需要强调的是,我们比巴菲特、彼得·林奇等人更加幸运,中国有持续快速稳定增长的经济环境,有一个健康有序、不断发展完善的证券市场,有一批快速成长、治理结构优良的优秀上市公司,这一切将使我们拥有更多、更好的投资机会。

我们有理由坚信,只要坚持深入基本面分析的价值投资理念,不断积累经验和总结教训,不断完善和提高自己的,中国基金行业必将能为投资者创造长期稳定的较好投资回报。

“他山之石,可以攻玉。”二十多年前,当我在上海财经大学读书的时候,也曾经阅读过大量海外经典投资书籍;我的投资理念的形成、投资方法和体系的构建源于当初阅读的积累与投资实践的总结。今天,我们和上海财经大学出版社一起,精挑细选了上述这些书籍,力求使投资人能够对一个多世纪的西方资本市场发展窥斑见豹,有所感悟;而其中的正反两方面的经验与教训,亦可为我们所鉴,或成为成功投资的指南,或成为风险教育的反面教材。

“辉煌源于价值,艰巨在于漫长”,对于投资者来说,注重投资内在价值,精心挑选稳健的投资品种,进行长期投资,将会比你花心思去预测市场走向、揣测指数高低更为务实和有意义得多。当今中国正处在一个稳健发展和经济转型相结合的黄金时期,站在东方大国崛起的高度,不妨看淡指数,让你的心态从容超越

股市指数的短期涨跌,让我们一起从容分享中国资本市场的美好未来。在此,汇添富基金期待着与广大投资者一起,伴随着中国证券市场和中国基金业的不断发展,迎来更加辉煌灿烂的明天!

张 晖

汇添富基金管理股份有限公司总经理

2017年8月

2005 年中文版序

中国正处于一个令人兴奋的时代,因为她不仅实现了经济的全面发展,还呈现出更为乐观的前景,同时也面临着一个巨大的机会:因为有西方投资者心理错误的前车之鉴,中国投资者可以尽量避免这些错误。然而,利用这种机会并不容易。正如行为金融学研究所显示的,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。我衷心地希望中国读者能够真正学到行为金融学的精髓,而无需通过犯错误这样具有高昂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在市场中形成严重的错误定价。尽管有些投资者能够从错误定价中得到好处,但对整个社会来说,错误定价的幅度较小时往往会更好。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,并找到做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

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。这些错误与偏差充斥着整个金融界,影响着个人投资者、机构投资者、分析师、策略师、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。本书的主题正是试图识别心理因素对自己、对他人及对整个金融环境的影响。

《超越恐惧和贪婪》是行为金融学领域的第一本综合性著作。对于这一事实,我一直引以为豪。然而,我最大的满足感还是来自于能够目睹自本书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,行为金融学方兴未艾。这不仅存在于专司金融问题研究的学术界,而且在实践中,行为主义的概念正在步入日常应用。只要在网络上用“行为金融”做一个搜索,就能看到该领域的发展速度是何等之快。

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,已建立了专门研究该主题的研究所。社会科学网络(Social Science Research Network, SSRN)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学术会议上,都有人提交行为金融学的论文。讨论行为主题的文章也能获得最佳论文奖。两个显著的例子是史密斯·伯林顿奖(Smith Breeden Prize)和威廉·F.夏普奖(William F. Sharpe Award)。1999年,史密斯·伯林顿奖被授予肯特·丹尼尔(Kent Daniel)、大卫·赫拉舒发

(David Hirshleifer)和阿瓦尼德哈·苏布拉马尼亚姆(Avanidhar Subrahmanyam),以表彰他们发表在《金融学刊》(*Journal of Finance*)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》(*Investor Psychology and Security Market Under and Overreactions*)。迈尔·斯塔特曼(Meir Statman)和我也曾因2000年发表在《金融与数量分析学刊》(*Journal of Financial and Quantitative Analysis*)上的《行为组合理论》(*Behavioral Portfolio Theory*)一文而被授予威廉·F.夏普奖。

《金融研究评论》(*Review of Financial Studies*)和《金融分析师杂志》(*Financial Analysts Journal*)曾整期地讨论过行为金融学,《实证金融学杂志》(*Empirical Finance*)则正在计划一期刊物,再一次全部献给行为金融学。《金融经济学中的关键著作国际文库》(*International Library of Critical Writings in Financial Economics*)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学的三卷本集子,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。我很荣幸地受命担任这本书的主编。

行为主义的观点通常在一些主要的报刊,如《华尔街日报》(*Wall Street Journal*)上报道。2002年1月,《纽约时报》(*New York Times*)摘编了行为金融学的领军人物之一理查德·泰勒(Richard Thaler)的著作。2001年6月,《金融时报》(*Financial Times*)又将一整版安排给了行为金融学。2002年,公共电视台的《夜间商业报道》(*The Nightly Business*)将整个栏目都安排给了行为金融学。著名的价值管理者、《福布斯》专栏作家大卫·德雷曼(David 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》(*Psychology and Financial Markets*)。

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。罗伯特·席勒(Robert Shiller)的《非理性繁荣》(*Irrational Exuberance*)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。由安德烈·施莱弗(Andrei Shleifer)撰写的《并非有效的市场》(*Inefficient Market*)一书,则是对投资者情绪及其对证券价格影响的一个较正式的论述。

金融类公司正在越来越多地应用行为主义的概念。直接以行为金融学作为

决策基础的最前沿的公司,就有富勒—泰勒资产管理公司(Fuller & Thaler Asset Management)、德雷曼价值管理公司(Dreman Value Management)、马丁格尔资产管理公司(Martingale Asset Management)和 LSV 资产管理公司(LSV Asset Management)。近年来,采用行为金融学的金融服务类公司名单已扩展为包括美国斯堪地业(American Skandia)、高盛、美林、纽文(Nuveen)、泛安格拉(Panagora)、普特南(Putnam),以及桑福德·伯恩斯坦联合资本(Alliance Capital unit Sanford Bernstein)与先锋(Vanguard)。一家新的共同基金公司——马克特奎斯(Marketocracy),直接将它的投资策略建立在本书第八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(KBC Bank)、荷兰银行(ABN Ambro)、摩根富林明资产管理公司(J.P.Morgan Fleming Asset Management)和罗贝可(Robeco),都运用行为主义策略进行资金运作。

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,心理学已渗透到整个金融领域。由于本书只是该领域出版的第一部著作,我知道许多人还不能正确地解读行为金融的主要信息。许多人认为行为金融学的主要问题是关于如何打败市场。这是危险的错误观念。

在本书中,我要特别提醒投资者不要指望“用行为金融去赚大钱”。在第一章和结束语中,我都提示,尽管行为上的错误的确会为“聪明钱”创造一些超常盈利的机会,但这种错误也会导致一种额外的风险源,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学的一部分信息——关于超常盈利机会的一部分,而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(Long-term Capital Management, LTCM)的故事给我们的教训。负责运营长期资本管理公司的人们都是非常聪明的。但是长期资本管理公司的高智商水平并没有阻止灾难的发生。过度自信可以打败自己的聪明才智。在长期资本管理公

司的案例中,过度自信的确打败了聪明才智。

罗杰·洛温斯坦(Roger Lowenstein)在《拯救华尔街:长期资本管理公司的崛起与陨落》(*When Genius Failed: The Rise and Fall of Long-Term Capital Management*)一书中详细描述了1998年长期资本管理公司破产的事件。对长期资本管理公司的交易员来说,大的意外并不是来自不可预期的基本面风险,而是来自不可预期的情绪风险!在第五章“过度自信”这一节中,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、更大的意外状况。罗杰·洛温斯坦告诉我们,长期资本管理公司计算出每一天它的最大损失不可能超过3500万美元。在1998年8月21日这个星期五,长期资本管理公司损失了5.53亿美元。

长期资本管理公司的运作理念建立在有效市场理论的基础上。在有效市场上,错误定价是很小的,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。据罗杰·洛温斯坦报告,长期资本管理公司的巨大头寸,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。

在长期资本管理公司崩溃的前一年,行为经济学家安德烈·施莱弗和罗伯特·维什尼(Robert Vishny)在1997年的《金融学刊》上发表了一篇题为《套利限制》(*The Limits of Arbitrage*)的文章,认为像长期资本管理公司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。安德烈·施莱弗和罗伯特·维什尼强调说,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。罗杰·洛温斯坦写道,默顿(Merton)^[1]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!

行为金融学的一个主要观点是,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七章的小结中写道:“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。

[1] 长期资本管理公司的主要合伙人,1997年诺贝尔经济学奖获得者。——译者注

泡沫的破灭：最新例证

行为主义的分析涉及框架、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做一些更新。自那时起所发生的事件可看作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顶峰。在第四章，我提到了1996年12月，美联储主席艾伦·格林斯潘(Alan 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”的说法。行为经济学家罗伯特·席勒选择了术语“非理性繁荣”作为他的书名，他的这一书名选择使这一表达方式成为一种人们熟悉的口头禅。在第四章第五至第六节，我用了席勒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。其间的图4-3以图形的方式解释了这一点。

至于高科技股票，在第十章“网络革命”一节中，我写道：“依赖投资者想象的力量而不是其他的因素，网络股票价格被推进了轨道。按照利普分析服务公司(Lipper Analytical Service)提供的资料，1998年表现最好的共同基金是由动力资产管理公司(Kinetics Asset Management)管理的互联网基金(Internet Fund)。”基金经理是瑞恩·雅各布(Ryan 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，高科技股票开始了戏剧性的上升。此时，以高科技为主的纳斯达克综合指数大约站在2800点。但是，在8个月的时间内，纳斯达克冲上了5048点之上。涨幅达到80%，如果按年化收益率来算，则达到142%。

这种故事是怎么发生的？纳斯达克泡沫崩盘于2000年3月。图0-1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指数的时间路径。为了便于比较，假设自1988年1月(1987年股灾的两个月之后)开始，分别投资100美元在这三大指数上。存在科技股泡沫吗？图0-1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

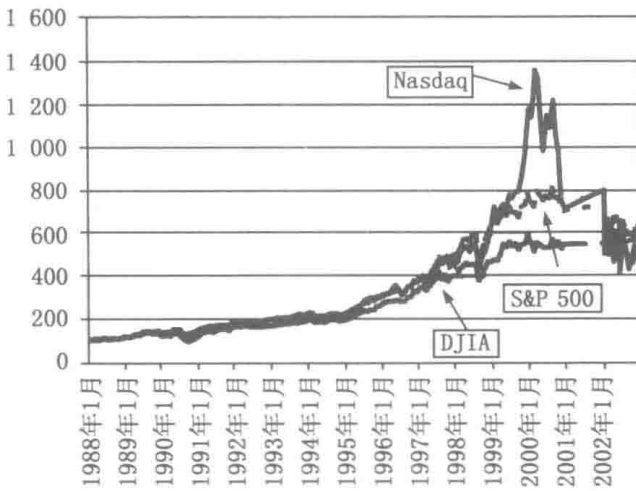


图 0-1 纳斯达克(Nasdaq)、标准普尔 500 指数(S&P500)和道琼斯工业平均指数(DJIA)
1988 年 1 月~2002 年 6 月累积收益率

月的期限之内(1999 年 8 月至 2000 年 3 月),科技股泡沫形成并在其后破灭。

对于前面提到的 1998 年表现最佳共同基金经理,即互联网基金经理瑞恩·雅各布而言,他的经历反映了泡沫的生成和崩溃。1999 年 12 月,瑞恩·雅各布离开动力资产管理公司,转而发起了雅各布互联网基金(Jacob Internet Fund)。2000 年 8 月,利普报告,截至当时,雅各布互联网基金市值下跌了 40%,在 184 家科技基金中排在最后一名。

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》(DotCom Mania: The Rise and Fall of Internet Stock Prices)的工作论文中,伊利·奥夫科(Eli Ofek)和马修·理查德森(Matthew Richardson)分析了在 1998 年 1 月至 2000 年 11 月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发布的信息和交易量与波动性的关系。英属哥伦比亚大学的沃纳·安特魏莱尔(Werner Antweiler)和默里·弗兰克(Murray Frank)写过一篇题为《那些言论全是噪音吗?——网络信息专栏的信息含量》(Is All That Talk Just Noise? The Information Content of Internet Message Boards)的工作论文。他们的论文显示,在信息发布的程度与交易量和波动性的程度之间存在着一种很强的关系。其他一些关于信息专栏活动的研究,包括罗伯特·图马金(Robert Tumarkin)和罗伯特·怀特洛(Robert