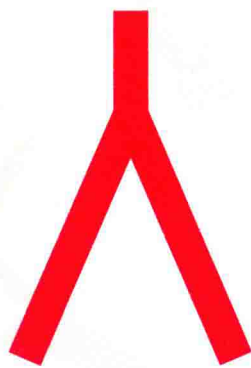


投资者的 敌人

朱宁 著

清华大学国家金融研究院
上海交通大学
上海高级金融学院
副院长



诺贝尔经济学奖得主 罗伯特·席勒

耶鲁大学国际金融中心主任 威廉·戈茨曼 / 推荐

贪婪、恐惧、
过度自信是投资大忌

追逐泡沫
自私的高管
扭曲的监管
.....

投资者的 敌人

朱宁
著

图书在版编目 (CIP) 数据

投资者的敌人 / 朱宁著. --2 版. --北京: 中信出版社, 2020.6

ISBN 978-7-5217-1803-4

I. ①投… II. ①朱… III. ①投资—研究 IV. ①F830.59

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2020) 第 066163 号

投资者的敌人

著 者: 朱宁

出版发行: 中信出版集团股份有限公司

(北京市朝阳区惠新东街甲 4 号富盛大厦 2 座 邮编 100029)

承 印 者: 北京诚信伟业印刷有限公司

开 本: 787mm×1092mm 1/16 印 张: 19 字 数: 252 千字

版 次: 2020 年 6 月第 2 版 印 次: 2020 年 6 月第 1 次印刷

广告经营许可证: 京朝工商广字第 8087 号

书 号: ISBN 978-7-5217-1803-4

定 价: 69.00 元

版权所有·侵权必究

如有印刷、装订问题, 本公司负责调换。

服务热线: 400-600-8099

投稿邮箱: author@citicpub.com

推荐序

现代金融市场是一个异常特殊的技术体系，它为世人提供了一种储蓄未来财富的方式，一种对生活中的不确定性进行对冲的手段，使人们能够投资于提供商品和服务的企业。尽管金融如此重要，但是对于大多数人来说，它依然难以理解。金融分析似乎是一个很抽象的概念，而且与传统的思维方式存在较大差异。或许，金融思维是人类智慧的新维度。

金融要求我们把自己理解为既活在当下又活在未来的物种。然而金融计算和规划是一种定量技能，它不是自然产生的。未来的不确定性很难通过简单的手段理解、量化和分析。在人类历史上，人类在做经济决策时会依赖家族、群体的指引，或者遵从某位领袖的意见。其实，理性的经济决策不应该基于以上因素，然而，我们天生地依赖传统因素做决策。

金融分析和传统思维之间的冲突与矛盾会导致我们犯错。这种失误不仅发生在个人投资者身上，企业高管甚至监管部门和政策制定者也不可避免。毕竟，你我皆凡人。朱宁教授的《投资者的敌人》便是对经济决策中这一基本矛盾的一次探索。我过去曾与朱教授在多个研究中愉快合作。他的研究（行为金融学，即本书主旨）深度结合了金融学和人类心理学知识。他取得的研究成果颇多，对此，我非常钦佩。

在过去 40 年间，行为金融学像一片沃土，向我们揭示了人类在做决策时，理性和天性之间的大量矛盾，并切实给予人们有益的指导。这本书主要讲述了个人和组织应如何理解与突破天性（欠佳的行为）的限制。

这本书的出色之处在于，朱教授运用了多个写作角度。这本书除了指出散户存在的大量决策失误，也将行为金融学的内涵延伸至企业、监管机构和政府部门。朱教授向我们展示了在以上场景中，人类的决策如何受常见的心理偏差影响。这本书不仅论证了行为金融学的重要性，还证明了个人认知的局限性是可以被突破的，只要我们意识到自己的认知确实存在局限性。

威廉·戈茨曼

耶鲁大学国际金融中心主任

前 言

为什么美国房地产市场会在 2008 年下跌，并且引发百年一遇的全球金融危机？

为什么中国 A 股市场会在 2015 年经历异常波动，并导致市值腰斩，致使投资者损失超过 25 万亿元？

为什么像美国长期资本管理公司（LTCM）这样的明星对冲基金会在 1998 年短短一个月里损失超过 90% 的资金，并且几乎摧毁全球金融体系？

为什么像麦道夫这样的明星基金经理能够在二十多年的时间通过欺骗吸收 600 多亿美元，但只进行了不超过 20 次的交易？

为什么像惠普这样的老牌科技公司会在估值 110 亿美元的收购 Autonomy 公司的交易中折戟沉沙，损失 88 亿美元？

数年以前，笔者曾在《投资者的敌人》一书中对这些问题进行了剖析和探讨。在此，笔者首先利用这个机会感谢过去多年对《投资者的敌人》和笔者本人给予大力支持与关注的朋友。《投资者的敌人》自 2014 年出版以来，得到社会各界的认可，且多次加印，并被翻译成多种语言在全球出版。

《投资者的敌人》的出版恰逢行为金融研究的爆发期，可谓生逢其时。随着罗伯特·席勒教授和理查德·塞勒教授，因对于行为金融研究的贡献，分别在2013年和2017年获得诺贝尔经济学奖，全球各界人士对于行为金融学研究的兴趣，对于行为金融学解决现实经济和金融问题的能力的信心，都明显大增。

《投资者的敌人》出版以来，中国经济增长和金融市场出现深刻变化。随着过去几年中国经济增长速度逐渐放缓，房地产市场逐渐冷却，信托产品和银行理财产品的风险逐渐增加，中国A股市场的波动幅度也逐渐变大，这些都让广大投资者，特别是散户产生了一种无可适从的感觉。原来的投资策略和投资习惯逐渐不再适用，而新的投资理念和投资方法又尚未形成。与此同时，物价的上涨和真实购买力的下降又进一步提升了人们希望通过投资让自己的财富保值增值的意愿。2020年的新冠疫情更是带来了前所未有的经济冲击和全球金融体系的动荡，这让很多原本成功和稳定的企业也开始感受到环境的变化与挑战的增多。

因此，过去几年有很多读者希望笔者对《投资者的敌人》进行更新，也希望看到对于散户和企业管理者更加有针对性的内容与分析。在中信出版社朱虹老师的热情邀请和提议下，我欣然决定把《投资者的敌人》的内容重新定位为针对散户，以及针对企业家、政策制定者的两本书，并更新相关内容，以飨读者。

新版《投资者的敌人》更针对企业家、高级管理者以及政府决策者，更多利用行为金融研究，特别是行为公司金融研究，着重讨论企业家和公司高管在股权债权融资、兼并收购、投资者关系、回馈股东等公司金融领

域面对的主要问题，同时结合企业家自身的特点和行为偏差，以及经济金融体系中广泛存在的风险和不确定性，帮助企业家认识自身决策的局限和错误。同时，基于政府政策和监管决定对企业经营的重大影响，本书尝试通过政府决策和企业决策过程之间的类比，对于政策监管部门自身的行为和决策过程也提出了基于行为金融研究的新的视角与思路。

伴随近期高度变化的经济金融环境，企业家和高管面临的挑战并不仅仅局限于如何发展和管理企业，同时也涉及如何把握资本市场提供的机会，理性负责并且及时地对自己的财富进行布局 and 规划。在投资领域，企业家和高管的专业知识、技能，未必能够给两者带来比散户更多的优势。相反，企业家和高管自身财富高度集中，严重偏好自己所在的行业，并且高度依赖在管理过程中积累的成功经验和业绩，这些都有可能成为他们在投资理财过程中的巨大挑战。因此，笔者希望企业家和高管可以结合《投资者的敌人》和《投资者的朋友》，洞悉金融体系和资本市场的本质，更好地认识到资本市场既是信息的市场，也是投资者心态和行为的市場，进而能够在个人理财领域克服自身的贪婪和恐惧，识别他人的错误和局限，改善自己的投资决策。行为金融学正是力图弥补投资者在这些方面的不足的一个新兴交叉学科。

与此同时，本书的读者并不局限于企业家和高管。2015年的股灾和2018年的股市大跌，都展现了广大散户和企业高管在知识能力、金融工具、操作手段、风险承受能力等方面的天壤之别。如果广大散户能够对资本市场和金融体系中的行为偏差、信息不对称以及监管者的多重政策目标考虑有更多的了解，就可能对自己在金融体系中的“弱势群体”地位有更

清晰的了解，并做好充分准备，这样就能减少自身的行为偏差，并避免被监管者误导或被上市公司利用，从而提升自己的投资业绩，使自己的财富保值增值。

行为金融学的一个重要目的，就是帮助散户了解金融市场的复杂性，了解资本市场、上市公司、金融机构熟知，但自己并不知晓的行为和做法，最终认识到自己的天真和局限。散户只有更好地了解监管者、上市公司、企业高管的行为和思路，才有可能更好地维护自己的利益，自信地步入投资赛场。

本书和旧版的《投资者的敌人》相比，增加了两个章节总结明星企业和明星投资人的教训，并且着重讨论了明星企业和明星投资人失败的原因。在信息高度不对称的金融市场，虽然造神和追星都是投资者习以为常的现象与行为，但所谓的明星企业家、明星投资人是否真的能无往不胜？这其实是一个非常值得探讨的话题。

归根结底，失败的投资一定源于对风险做出了错误的判断。因此，新版《投资者的敌人》从行为金融学的角度对风险的来源进行了详细梳理。值得强调的是，很多风险虽然来自外部，但它们植根于企业家和投资者的心灵深处。虽然企业家、高级管理者 and 散户相比，具有明显的优势，但是正如书中指出的，企业家和管理者过往的成功经验很有可能成为其在投资过程中面临的最大的敌人。

本书对过去几年中国金融体系的一些重大变革，进行了回顾和探讨。中国在金融科技领域领先全球的发展，给广大散户带来了机会，但是也带来了新的问题和挑战。与此同时，资管新规的推出会根本性地改变很

多中国企业家和投资者的投资理念与习惯。如何帮助他们用行为金融学的研究发现调整心态，改变行为，顺应和适应市场变化，也是本书的目的之一。

人生在世，必须不停地在未知和确定、今天和未来、内心和外界之间进行选择。这种选择的本质也恰恰是投资的精髓。根据一些发达国家资本市场的研究，一旦投资者意识到自己在投资过程中的朋友和敌人，就能在一定程度上修正自己的错误，提升自己的业绩。

如果本书能帮助广大投资者，特别是成功的企业家和高层管理者，意识到自己的成功经验和过往业绩很有可能就是自己在投资过程中最大的敌人，进而更好地理解经济金融的本质，同时帮助监管者发现在制定政策的过程中可能面临的陷阱，进而思考如何帮助中国经济金融体系平稳度过转型升级的关键期，就算是实现了笔者助力中国企业家，助力中国企业，助力中国经济改革的初衷。

目 录

推荐序 威廉·戈茨曼 _ VII

前 言 _ IX

01

不尽如人意的业绩 _ 001

即使高水平的机构投资者或者企业，也会在投资过程中面临巨大的损失。投资者在考虑投资的时候，必须认识风险。很多投资者之所以喜欢阴谋论或者战争论，是因为阴谋论或者战争论可以成为投资失败的借口。

02

麦道夫的教训 _ 021

投资者一定要尽可能了解投资对象，意识到投资存在风险。风险可以是别人的风险，但财富是自己的财富。无论预期收益如何诱人，投资者一定要提升风险意识，对于高风险的产品，应浅尝辄止，多元投资。

03

野村收购雷曼 _ 041

监管者要做的是制定清晰的法律，并尽可能地限制公司高管损人利己的行为。广大散户能做的最重要的事就是看好自己的钱包。收购过程本身充满挑战，但收购之后的整合，才是真正决定收购成败的关键因素。

04

风险的起源和风险管理的来源 _ 055

有效控制风险是投资者提升长期收益的重要手段。投资者必须意识到，无论做多少模型，自认多么有把握，未来总会有不确定性。因此，金融机构和一般投资者不能急功近利地把风险敞口做得太大，或把杠杆做得太高。

05

过度自信的高管 _ 073

越是自信的高管，在考虑兼并收购活动时越可能支付高昂的价格。这时，被收购方的股票可能已被高估，过度自信的高管可能利用股东的财富收购一些物非所值的公司。难怪资本市场对过度自信的高管唯恐避之不及。

06

制度引发的风险 _ 091

公司高管应根据投资业绩调整投资策略和公司的风险敞口，并始终确保公司的风险敞口不突破风险框架。只有这样，才能保证公司追求长期目标。此外，在风险决策过程中，公司内部应保持意见一致，这样才能找到相对稳健的投资项目。

07

损人利己的高管 _ 109

有些公司高管为了达到让自己的期权增值的目的，会故意参与或者投资一些高风险项目，这会增加公司面临的风险。如果这些风险带来收益，那么收益会被公司高管以奖金和股权的方式获取。如果这些风险带来损失，那么将由股东买单。

08

激励机制对高管行为的影响 _ 127

通过股权来激励高管的初衷是好的，但是在实施过程中，正是因为有了股权激励，公司高管的目标和股东的长期目标不会趋于一致，而会趋于不一致。有时，公司高管考虑的并不一定是股东的长期投资收益，而是如何最大化自己持有的公司股票的价值，如何让自己的财富进一步增长。

09

投其所好的高管 _ 145

企业一旦决定上市，便可能通过盈余管理等手段，将业绩包装得光鲜亮丽，以提升公司股价。公司股价虚高，投资者很可能会承担过高的成本，这会大大影响投资者的收益。

10

投其所好：其他公司决策 _ 163

分红或者回购是公司在充分考虑投资者的心态和市场反应之后做出的决定，以吸引投资者。公司意识到拆股政策会激散发户的购买欲。此外，投资者往往会对那些更改名称的公司产生浓厚的兴趣。

11

政府与监管者的行为偏差 _ 181

监管层和政策制定者都有一定的行为偏差和局限性，同时，很多政策也有局限性。因此，政策制定者在酝酿相关政策的过程中必须认清自己的行为偏差，以便制定更为科学的监管政策。

12

数字游戏 _ 203

如果官员相对短期的目标函数和政府或者企业长期的目标函数不匹配，就可能导致地方政府为了追逐短期国内生产总值增长而过度借债，忽视环境保护或者民生问题。这些问题源于政府的长期目标没有得到短视的官员的支持和贯彻。

13

大而不倒 _ 227

其实，金融机构这种“敢让我倒闭，我就拖垮整个金融体系”的大而不倒的气概，才是问题所在。维持经营不善的企业是对社会资源的巨大浪费。因此，破产并非洪水猛兽，有时，它也可能成为历史的催化剂，套用乔布斯的一句话来说就是“死亡是生命最伟大的发明”。

14

金融创新 _ 245

无论金融市场如何发展，金融技术如何进步，风险都只是被重新分配，而非被消除。金融创新有可能引发不可预测的“黑天鹅”事件和相应的风险。

15

何去何从 _ 265

投资者面临的最大的敌人，既不是外国的阴谋策划者，也不是本国的政府和监管层，更不是上市公司或者金融公司，而是自身对于金融市场和风险的片面认知。如果投资者不能正确认识风险，整个资本市场和金融体系会面临极大的不确定性。

致谢 _ 285



01

不尽如人意的业绩

即使高水平的机构投资者或者企业，
也会在投资过程中面临巨大的损失。
投资者在考虑投资的时候，必须认识风险。
很多投资者之所以喜欢阴谋论或者战争论，
是因为阴谋论或者战争论可以成为投资失败的借口。