

行为金融理论与实证

陈 收 著

湖南大学出版社

2004 年 · 长沙

本书研究小组成员

杨	宽	刘	端	王	烜
黄	果	徐	颖文	雷	辉
曹	明	银	莉	刘	舒文
舒	彤	曹	雪平	张	喜照

图书在版编目(CIP)数据

行为金融理论与实证/陈收著. —长沙:湖南大学出版社,2004.6

ISBN 7-81053-737-7

I. 行… II. 陈… III. 金融—经济行为—研究
IV. F830

中国版本图书馆 CIP 数据核字(2004)第 016219 号

行为金融理论与实证

Xingwei Jinrong Lilun yu Shizheng

著 者: 陈 收

责任编辑: 王和君

封面设计: 张 毅

出版发行: 湖南大学出版社

社 址: 湖南·长沙·岳麓山 邮 编: 410082

电 话: 0731-8821691(发行部),8821593(编辑室),8821006(出版部)

传 真: 0731-8649312(发行部),8822264(总编室)

电子邮箱: press@hnu.net.cn

网 址: <http://press.hnu.net.cn>

印 装: 湖南大学印刷厂

总 经 销: 湖南省新华书店

开本: 720×960 16 开 印张: 19.75

字数: 376 千

版次: 2004 年 6 月第 1 版 印次: 2004 年 6 月第 1 次印刷

印数: 1~3 000 册

书号: ISBN 7-81053-737-7/F·66

定价: 36.00 元

版权所有,盗版必究

湖南大学版图书凡有印装差错,请与发行部联系

此为试读,需要完整PDF请访问: www.ertongbook.com

投资学前沿论丛编委会

召集人：

陈 收 湖南大学工商管理学院院长、教授、博士

委 员：（以姓氏笔划为序）

马超群 湖南大学工商管理学院教授、博士

陈 收 湖南大学工商管理学院教授、博士

张 玲 湖南大学工商管理学院教授

晏艳阳 湖南大学金融学院教授、博士

谢 赤 湖南大学工商管理学院教授、博士

丛书总序

经过 15 年快速发展，中国股票市场已具有相当规模，对资源的有效配置起着日益重要的作用。截至 2004 年 1 月，中国股票市场境内上市公司已经达到 1290 家，股票市价总值达到 45 456. 48 亿元，筹资金额达到 79. 51 亿元，投资者开户数达到 7 039. 87 万户。就一个新兴市场而言，这样的总量水平走过了西方发达国家百余年的历程。正因为股市对国民经济的发展日显重要，投资于股市的股民比例日益提高，对于股市运行规律的研究成为学者关注的焦点。

Markowitz (1952) 提出的均值—方差模型使投资管理向科学化方向迈进，推动了现代组合投资理论体系的建立与发展。Sharpe (1964) 等提出的资本资产定价模型 (CAPM) 理论构成了以市场均衡为核心的标准金融理论框架。这两个重要的理论体系的建立与发展，对证券估值以及评价投资组合的绩效提供了依据，现代投资理论在此基础上蓬勃发展而成为最热门的学科。

标准金融理论强调的是资产价格变动的正态分布特征和市场均衡特征，而现实的资本市场更多表现为非正态、非线性与非均衡性，现实投资活动表现往往与标准金融理论的分析存在差异。人们开始走出标准金融理论框架，寻找更有效的理论与方法解释市场，如资产收益的非正态分布导致的不同风险计算，金融资产价格的时序分析计算使之更贴近实际，等等，现代金融分析计算方法成为投资理论中发展极快的一个分支。

基于有效市场假说和理性人假设建立起来的标准金融理论为金融决策提供了逻辑简明、高度提炼的理论指导。然而当标准金融理论运用于实践时遇到了多方面挑战。此时以市场非有效和投资者有限理性假设为前提的行为金融学应运而生，以其逼近真实市场行为的理论分析展示出广阔发展前景。Kahneman 和 Tversky (1979) 在大量心理学研究基础上提出期望理论，奠定了行为金融学的理论基础。行为金融学出现的理论意义在于，突破了“理性”框架对主流金融模型和研究范式的局限，为解释金融市场中的异象提供了新的思路。行为金融学的实践意义是对传统投资决策范式提出了挑战。从国际金融领域的投资实践来看，行为金融投资策略已经占据了主导投资理念一席之地并在迅速发展。对于中国股票市场上的广大投资者尤其是机构投资者而言，借鉴行为金融投资理念、研究行为金融投资策略将是十分重要的。

中国社会主义市场经济体制逐步完善和资本市场快速发展过程中，企业成为市场经济的主体，作为整合社会资源的一种经济组织形式，其可持续发展主要取决于能否获得和保持稳定的资金来源，并合理开展投资活动。从企业理财活动与企业价值最大化的角度来看，融资与投资是互动的，企业的融资决策需要根据投资项目或投资活动的基本特点和要求确定资本的来源和筹资方法；而投资绩效又影响企业的资本结构调整与企业发展。为了使企业价值最大化，企业的资本结构需要不断调整和优化。这不仅影响到公司的治理结构、经理的行为，更影响到企业经营管理与投资运作能力与水平。自从 Modigliani 和 Miller (1958) 提出 M-M 理论以来，公司资本结构一直是企业界、管理界和财务理论界研究的一个重要问题。在中国，由于经济体制的特殊性，将资本结构、股权结构和公司治理问题相结合已成为现今一个讨论的热点。

在企业的绩效评价和信用风险评估方面，每股收益率或净资产收益率等指标广泛被用于企业收益的计量，但这种简单、易行的方法却忽略了企业所面临的风险因素及其影响。此外，企业盈利的稳定性也为投资方、债权人关注，对这一点的相关研究仍很不够。从更大的背景下来看，对企业投资收益和信用风险的评估应该纳入一个动态、科学、完善的体系框架。

为加快中国在投资学领域的研究步伐，我们几位长期在金融、投资学领域从事教学、研究的教授聚在一起，将我们近几年在该领域的研究工作汇成这一套丛书奉献给大家。这套投资学丛书包括：《行为金融理论与实证》、《投资组合·绩效评价》、《资产定价与风险管理》、《金融时间序列与计算》、《上市公司资本结构优化》、《信用风险管理》。我们力图在标准金融理论的基础上跨出一步，探讨有限理性资本市场中的投资行为规律，特别是投资者和上市公司的行为特征。不论这些研究工作价值如何，希望与国内外同仁共享并得到大家的指正。

投资学前沿论丛编委会召集人 陈 收

2004 年 4 月 30 日

目 次

前 言	(1)
-----------	-----

第一编 理论基础与市场异象

第 1 章 投资行为心理基础

§ 1.1 投资与投资决策行为	(2)
§ 1.2 投资者决策过程中的认知偏差	(5)
§ 1.3 基于投资者行为特征的决策模型与投资策略	(21)
§ 1.4 行为金融理论在投资实践中的应用	(24)

第 2 章 投资者认知偏差引起的行为偏差

§ 2.1 传统金融投资理论与金融市场特异性	(28)
§ 2.2 投资者的非理性行为与噪声交易	(30)
§ 2.3 投资者行为的系统性偏差与股票价格反应特性	(42)

第 3 章 证券市场异象

§ 3.1 公司异常现象	(56)
§ 3.2 期间异常现象	(59)
§ 3.3 会计异常现象	(65)
§ 3.4 事件异常现象	(66)

附 录 中国上市公司“规模效应”实证	(72)
--------------------------	------

第 4 章 行为金融风险理论

§ 4.1 风险管理理论概述	(77)
§ 4.2 行为金融的风险管理研究	(82)
§ 4.3 风险偏好系数实证	(88)

第二编 上市公司

第 5 章 中国上市公司行为偏差

§ 5.1 股权结构与上市公司行为偏差	(98)
§ 5.2 治理结构与上市公司行为偏差	(101)

§ 5.3	外部环境与上市公司行为偏差	(104)
§ 5.4	监管体系与上市公司行为偏差	(108)
§ 5.5	法律制度与上市公司行为偏差	(110)
§ 5.6	上市公司行为的一般特征	(112)
第 6 章 中国上市公司融资优序异象		
§ 6.1	中国上市公司融资结构与股权融资偏好表现	(116)
§ 6.2	募集资金滥用	(120)
§ 6.3	中国上市公司融资优序异象的影响	(123)
§ 6.4	中国上市公司融资优序异象的成因	(126)
§ 6.5	引入行为金融市场时机理论对中国上市公司融资的启示	(132)
第 7 章 股利政策的行为金融分析		
§ 7.1	“股利之谜”和现代股利政策理论	(138)
§ 7.2	行为金融框架下的股利政策	(141)
§ 7.3	中国上市公司股利政策的非理性现状	(151)
§ 7.4	中国上市公司非理性股利决策的行为金融分析	(155)
§ 7.4	小结	(161)
第 8 章 中国上市公司非理性股利政策实证		
§ 8.1	研究背景	(164)
§ 8.2	非理性股利政策的影响因素分析	(165)
§ 8.3	不同股权控制制度下股利政策的比较分析	(177)
§ 8.4	主要结论与启示	(185)
第 9 章 企业并购行为金融分析		
§ 9.1	企业并购行为动因理论	(188)
§ 9.2	企业并购风险决策的行为金融分析	(193)
第 10 章 上市公司并购与重组异象实证		
§ 10.1	理论基础与研究动态	(196)
§ 10.2	实证分析与结论	(198)

第三编 投资基金

第 11 章 证券投资基金行为特征

§ 11.1	封闭式基金折价之谜	(206)
§ 11.2	开放式基金赎回潮的“悖论”现象	(219)

§ 11.3	羊群行为	(221)
§ 11.4	基金重仓股市场行为	(225)
§ 11.5	证券投资基金的反馈策略	(226)
§ 11.6	基金分红策略的行为金融解释	(227)
第 12 章	中国封闭式基金折价及其实证	
§ 12.1	封闭式基金的折价交易	(231)
§ 12.2	封闭式基金折价的经济解释	(233)
§ 12.3	封闭式基金折价交易的行为金融解释	(237)
§ 12.4	中国封闭式基金折价交易的实证分析	(239)
第 13 章	基金重仓股市场行为	
§ 13.1	证券投资基金持仓结构特点	(248)
§ 13.2	研究方法	(251)
§ 13.3	研究样本及数据来源	(252)
§ 13.4	实证结果及分析	(254)
§ 13.5	研究结论	(257)
第四编 市场信息与决策行为		
第 14 章	证券市场信息与决策行为	
§ 14.1	以财务信息为对象的行为	(258)
§ 14.2	会计师事务所在审计业务中的行为	(261)
§ 14.3	财务信息披露行为对投资人决策的影响	(267)
§ 14.4	企业管理当局披露信息内容的行为研究	(281)
§ 14.5	对会计信息披露的监管行为	(284)
第 15 章	上市公司利润操纵行为	
§ 15.1	上市公司利润操纵行为动因	(291)
§ 15.2	盈余管理与利润操纵的区别与联系	(293)
§ 15.3	上市公司进行利润操纵的方式与途径	(295)
§ 15.4	利润操纵测量	(297)
后 记		(299)

前 言

随着金融市场功能的扩展，证券市场的建立，人们发现金融与证券这个东西太神奇了：它不仅具有实物商品的特征，更具有超出实物商品的力量，从货币到证券，从储蓄到投资，从结算到期货，金融系统已经成为整个经济系统的核心。金融证券市场建立在商品市场之上，为商品市场输送血液，影响商品市场的发展，甚至引导商品市场的发展。金融的重要作用引起人们的关注、研究，金融现在已经成为经济与管理领域中最热门的学科。

标准金融理论的关于金融与资本市场的分析，总是假定投资人是理性的，市场信息充分、共享，先从有效市场开始，了解市场均衡结构与过程。各种金融产品的收益均可以通过概率估计出来，通过对市场历史数据的统计分析，可以预期一种金融产品收益的期望值与方差，投资人可以根据自己的风险偏好通过数学模型来选择投资组合，实现期望收益下的风险最小化。而现实中，当投资人刚刚进入资本市场时，总是采取跟随战略模仿他人开展投资活动，积累一定经验后开始寻找比他人具有更多投资收益的空间与机会。由于市场信息是不充分、不对称的，投资人对信息与盈利机会总是期望私自占有，在心理与社会各种信息的影响下，投资人采取的往往是非理性投资行为，包括逆向选择和道德风险问题。由此人们将心理学、非线性效用理论等引入金融研究，解释金融产品交易、金融市场活动的异常现象，而产生行为金融学派。从中我们可以发现，建立标准金融理论的学者更多地在寻找一般性规律、市场的均衡关系，而行为金融学派更多地在研究投资实践者、企业的非理性、非均衡投资活动及特征。

行为金融学认为，投资者的心理变化及其在市场中的具体表现，产生与形成了证券市场中的价格泡沫和其他异象，如有限套利、噪声交易、从众心理（羊群效应）等。许多学者力图通过研究投资者心理变化来解释其行为对证券价格的影响，以便更好地理解纷繁复杂的金融市场的运作与规律。

本书基于这样的目的：力图提取国际上和中国国内涉及行为金融研究的主要成果的精髓，结合作者本人所带领的研究小组以中国证券市场为背景所做的一些关于行为金融研究工作，形成行为金融研究引论，帮助对行为金融感兴趣的人们了解现代金融学的进展；并与同仁交流，以求提高研究水平。本书主要从心理基

础与市场异象、上市公司、投资基金、市场信息与决策行为等四个方面展开行为金融问题讨论。行为金融是金融学领域新的分支，与标准金融资产定价理论相互争论、交织发展，推动着金融理论的多元化。行为金融理论属于新兴学科领域，发展虽快但不完善，主要是解释市场异象，理论尚缺乏经验数据的支持，还不能有效进行金融产品定价等等。特别是中国对于行为金融的研究尚处于起步阶段，因此，本书必然存在许多不足，甚至错误。欢迎批评、指正。

陈 收

2004年1月28日于岳麓山

1

第 1 章

投资行为心理基础

[注：这一章主要是讨论投资行为与投资决策行为特征、概念体系，投资者决策过程中的认知偏差，以及相关的决策模型。其中更多的是心理学基础、行为理论问题，阅读中难免晦涩。若读者感到枯燥，可跳过此章直接阅读后续章节。]

传统金融理论认为，风险、收益和对风险的态度构成影响投资人决策的基本因素。投资者决策过程首先是搜集和获取信息，然后进行信息的筛选，进而建立决策框架。投资人在知识、经验和财富约束下，最大化收入或效用的决策行为即是投资人的最优决策行为。从此观点出发，先后有 Markowitz (1952) 的均值一方差模型、Tobin (1958) 模型、Black 模型以及 Dyl 模型等等^[1-4]。这些模型的核心是一致的，都是用均值一方差标准来选择组合的有效边界，然后根据投资人的效用无差异曲线 (Markowitz 模型)、引进投资人可以无限制地以无风险利率进行借贷而得出的资本市场线 (Tobin 模型)，以及在此基础上施加卖空的保证金限制并放开 Markowitz 模型的证券权重非负性约束 (Black 模型)，从而得出投资人的最佳投资组合。这种理论认为投资决策行为提供了一种简单的标准和理想境界，无论投资人的投资方式是投资、投机或经纪，投资动机是资本增值还是投机、变现、参与决策、避险、好奇与挑战、自我表现、避税等，其基本目的都是赚钱，这是再简单不过的事实。正是在这种趋利避害的目标指导下，权衡风险与收益而实现效用最大化这种指导思想贯穿于投资人全部的投资决策活动中，无论投资人的理性程度有多大。

既然收益与风险是决策者决策区间的二维坐标，这是我们借鉴标准金融理论得出的结论，那么行为金融要探讨的投资者决策影响因素就应该是在这个坐标系内对两种因素的细分和对其他因素的界定。首先我们需要对风险、风险决策、不

确定性有清楚的认识。不确定性与风险不同。Knight (1964) 对风险与不确定性进行了明确的划分, 认为风险是不能确定未来结果概率的不确定性, 而不确定性则是可以确定未来不同结果的概率的事件, 故而风险概念比不确定性概念的外延要小^[5]。由于客观概率难以得到, 人们在实际中常常以主观概率来推测未来结果发生的可能性, 因此学术界常常把主观概率的不同结果的事件和具有客观概率的不同结果的事件同时视为风险。按照传统经济学研究成果, 风险主要来源有三个方面: 一是所购商品的风险, 即结果的不确定性, 买卖股票则股票本身具有风险; 二是相关交易双方的行为的不确定性, 交易结果往往取决于交易双方的行为, 这是行为金融理论强调的, 也是市场微观结构理论所研究的重点; 三是交易者的信息缺乏、信息不完全或不对称都会对交易造成风险, 信息经济学是研究这方面的工具。

而投资者面对的不确定性主要有两种: 一是认知不确定性, 即由于自身因素导致投资非理性所应归属的原因。主观风险与实际客观风险难免存在一定的偏差, 投资者对于可能发生的损失出于恐惧而高估风险发生的概率; 或处于过度自信而使人处于一种虚假的主观风险体验之中。二是市场的不确定性, 指因证券市场本身各种因素而引起证券价格变动的风险。证券市场瞬息万变的直接影响因素包括: 政治局势动荡、货币供应松紧、政府干预力度、投资心理波动以及机构庄家炒作等。在现实的金融、资本活动中, 不确定性及其引发的风险是一个存在的事实。

§ 1.1 投资与投资决策行为

一、投资行为

投资是一种追求未来货币增值的经济行为, 因而具有货币增值性和经济行为性两方面的含义。

(1) 货币增值性。投资的目的是为了货币增值, 追求获利最大化。静态地看, 投资是投资者期初垫付一定量的资金; 动态地看, 投资是为了获取未来最大报酬而采取的经济行为。由于从期初拿出资金到未来获取报酬, 要经过一定的时间间隔, 因而投资是一个行为过程, 这个过程越长, 未来报酬的获取就越不稳定。

(2) 经济行为性。投资是一种能够有意识的经济行为, 投资行为受人们心理

意识的调节、控制，这就赋予了投资行为以人类心理的特征。事实上，诸如投资决策动机、投资收益预期、投资风险规避等问题，其实质就是人们心理活动在投资中的具体表现。凯恩斯用资本边际效用递减规律来解释人类投资行为，把投资需求不足归结为心理因素作用的结果，强调了心理预期在人们投资决策中的重要性。

二、投资决策行为的特征

(1) 操作上的连续性。股市始终处于运动变化之中，投资者无时无刻不面临着选择。投资活动这种周而复始、连续不断的特征表现出了与消费活动的极大差异。

(2) 影响因素的复杂性。证券市场中的投资决策行为取决于对股价的预期。对股价的预期首先取决于股份公司的运营机制，具体包括公司的盈利和股利水平、公司的风险等股票内在价值因素和公司的经营管理水平及信誉、公司经营人、品牌、类似公司的情况等因素；其次取决于股票市场供求关系，市场投机行为，股市在产生、发展、调整、成熟的不同行情阶段股价的不同表现，证券管理层行为等证券市场因素；最后取决于政治因素、经济周期、通货膨胀、利率走向、投资者群体对股市行情的乐观与悲观的心理反应等因素。上述种种因素的复杂性导致了投资决策的不确定性。

(3) 投资行为的差异性。主力大户、中主力、中小散户的投资行为特征明显不同。主力大户选择业绩状况与潜力俱佳的股票，利用其信息、资金的优势，通过制造的成交量，采取砸盘、震仓、抬高、拉升等手段影响股价的走势，吸引中小散户外围造市，“抬轿”筑基，进而达到操纵股市的目的。中小散户则只能跟风紧随，与庄共舞。中主力一般依据自己的资金实力，精心挑选目标股，控制并掌握目标个股的多数筹码，通过“坐庄”参与股市。多数主力在股市操作中，会使自己的市场操作行为与大主力的行为保持一致，而且注重市场行情的波段拉升、指标股的动向、热点的产生和转移，很少逆市操作。市场经验丰富的股民与股市新手也不同。老股民对市场上的各类现象较为熟悉，对市场也较为敏感，容易把握获利机会，尤其在大盘调整的过程中易于产生对策；但有时他们也会自以为是、急于入市或者过度谨慎、患得患失，经常错过机会。新手则轻松交易，牛市中他们易于获利，在熊市中则经常成为套牢族。

(4) 受心理因素影响的普遍性与重要性。证券市场机遇与挑战并存，偶有获利虽然不难，要频频得手则并非易事，而作为职业投资者更是对人性的挑战。人性的弱点——厌恶风险、急于发财、自以为是、赶潮跟风、因循守旧等——使股民难于避开股市的陷阱。

(5) 行为的相互博弈性。投资者根据其拥有资金的多少，可分为散户和庄家。投资人出于对利益的追求，在股票市场上存在着庄家与散户、庄家与庄家、庄家与政府之间的博弈。股票市场上多个参与主体时刻处于博弈、操纵、反操纵的相互作用中。上市公司的管理层也会对自己公司的股票价格与公司的信息发布进行一定程度的操纵。

三、投资决策行为的概念体系

行为金融已经鉴别的许多具有潜在公理地位的心理决策属性包括：决策者的偏好一般是多方面的，对变化是开放的，并且常常仅形成于决策期间本身；决策者是适应性的，决策的性质和环境影响决策过程和决策技术的选择；决策者寻求满意的而非最优的解。此外，还有许多狭义的决策行为，如决策者对待风险的态度一般是损失厌恶而不是风险厌恶；决策者过分看重小样本对总体的代表性；他们过分看重更显著或更可记忆的事实或证据，对他们预测和正确决策的能力过分自信；在紧张和压力下，决策者的选择表现出更大的不一致性等。许多决策属性是暂时的，并且它们相互作用的性质和对市场的意义是不完全的。实证数据表明，决策属性对许多与投资相关的证券市场特征产生了很大影响，如资产价格对新的市场信息的反应过度或反应不足；过分的股票价格易变性和股价泡沫；存在于投资者之间的追随领先者或从众行为等。

许多决策属性的表现是稳定的和跨文化的。最近的发展心理学研究表明，许多决策属性根深蒂固的普遍性根源是有关人类的进化。在紧张和压力下决策行为的不一致性、损失厌恶、对具体而非抽象信息的偏好等这些属性之所以长期存在，是因为它们对人类的生存具有价值。此外，Nisbett 和 Ross (1980) 指出，这些属性可能同时是复杂问题的正确解答和简单日常判断误差的原因^[6]。人类可以推断的策略用于处理广泛的一般普通问题（如确定型决策），当应用超出这个范围时，这些策略容易导致判断误差。纯粹的理性方法在实际情况下并不总能起作用，尤其当行为是即时性的时候。研究认为，通过正式的统计训练和对知觉决策方法正确应用的教育，人类的决策能够改善，但这种改善永远不是完全的。

行为金融的科学性在于：它开始于公理并寻求建立在公理上的理论能够解释金融市场的行为。它并不试图定义“理性”的行为或把决策标识为有偏差的或有缺点的，相反，它试图理解和预测心理决策过程的系统的金融市场意义。此外，行为金融强调应用心理学和经济学的原理来改善金融决策的重要性，尽管行为金融理论试图取代现有的传统金融理论，但并不拒绝经典的经济学概念和原理。它承认传统金融理论在一定范围内的真实性。

投资决策行为是投资者出于趋利避害的动机，在受信息和当前时间的刺激下，经过系列的心理活动过程和行为过程来做出具体的投资行为。故而，投资决策行为的概念体系包括：

(1) 作为刺激物的信息和当前事件。Soros 的反身性 (Reflexivity) 理论指出：在社会科学中，研究者无法独立于所研究的对象之外，研究者的思维不可避免地影响到所研究的情境，于是，社会事件的发展要受到研究事件发展的参与者本身的思维和行动的影响。该理论同样适用于投资决策行为。在投资行为中，作为刺激物的信息和当前事件也包括两方面的内容：直接作用于投资者心理和行为进而引起股价波动的刺激物 A，以及相应产生变化的股价作为刺激物 B 又作用于投资者的心理和行为，如此作用与反作用循环往复，由此导致投资行为的正反馈和乘数效应。上述两方面相互作用，不会产生均衡的结果，只有一个永无休止的变化过程：事实导致认知，认知导致新的事实。

(2) 投资者的心理活动过程。投资行为是非常复杂的，也相当微妙，与其心理活动过程密切相关。投资者的行为主要包括认知过程 (信息处理过程) 和情感过程两个方面。投资者在这些心理活动下做出投资决策，其决策过程一般包括认识问题、搜寻信息并制定投资目标、方案评价、投资决策、决策后行为等。

(3) 投资决策环境。在投资刺激下引起的投资者心理活动过程和行为过程都受到环境的影响。投资者所处的环境可分为文化、社会阶层等宏观的环境和直接影响投资者行为的微观环境，包括参照群体、家庭、信息流等。

§ 1.2 投资者决策过程中的认知偏差

决策就是指从思维到做出决定的过程，即人们为达到某一预定目标，经过充分思考或逻辑推理来对几种可能采取的方案做出合理的选择的过程。解决问题即在充分思考和逻辑推理的基础上达到满足需要这一预定目标的行为。满足需要的目标，包括效用性需要和快乐性需要：在前者的支配下解决问题是比较注重投资提供的实际利益，是较为理性的决策过程；在后者的支配下解决问题是一般维持或强化自我意识或者注重投资所提供的快乐性的利益，是较为感性的决策过程。

从心理学角度分析投资者投资行为的一般模式，其实质就是探索投资过程中三类变量 (刺激变量、机体变量和反应变量) 之间的相互关系。

图 1-1 中的个体需要和动机属于机体变量，行为属于反应变量，外界的目标则是刺激变量。个体的投资行为过程，实际上就是社会经济的环境变量引起机体

变量（需要、动机）不断的兴奋，从而引起投资行为反应，当投资目标达到后，经反馈又强化了刺激，如此循环，延续不断。

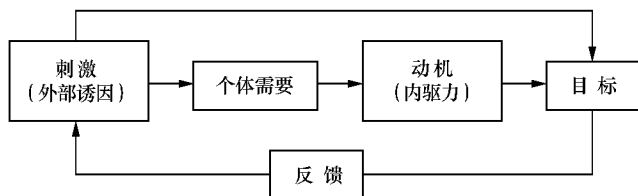


图 1-1 投资者投资行为的一般模式

投资者的决策过程，一般可以分为决策前的准备（包括认识问题、搜寻信息、方案评价）、投资行为、投资后行为几个阶段。其基本模型如图 1-2。

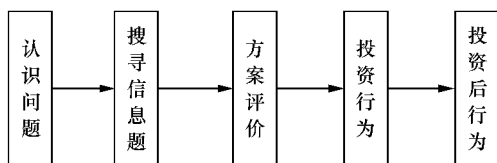


图 1-2 投资者的决策过程

认识问题阶段是认识某种欲望（需求）的过程，对问题的认识非常强烈，就转到信息搜寻阶段。在搜寻信息阶段为找到解决所认识到的问题和方法，从记忆里提取信息（内部搜寻），或者从外部搜寻相关信息（外部搜寻）。选择可行方案时利用哪些评价标准，以哪些类型的决定方法来选择最佳方案是方案评价阶段解决的问题。

投资人进入股市也就是进入一个心理的王国。大量调查表明，投资者所犯的错误中有 70% 是由心理因素引起的，心理因素成为影响人们投资行为的无形之手。行为金融理论根据心理学关于生物机体对信息刺激反应过程的相关理论，探讨投资者对信息的处理、理解、判断、形成决策框架、方案评价等决策过程，发现即使在确定且封闭的决策情形中，投资者仍然容易出现过度自信、保守性偏差等认知错误，从而在现实的不确定或风险决策中他们出现系统性偏差的概率会大大增加。

一、信息的获得与处理

信息是决策的基础。广义来说，使股票价格发生变动的信息，都是股票市场的信息，股价的涨跌与股市信息密切相关。股票市场是一个高度敏感的市场，市场信息丰富，从宏观的国际金融形势、国家的宏观经济政策，到中观的产业政策、行业供求关系的变化；从每一家上市公司的经营情况、经营管理人员的变