

美国投资心理学理论的进展

翁学东

(中央财经大学社会学系, 北京 100081)

摘要 美国投资心理学的研究产生于 20 世纪 80 年代。西方的许多经济学家在研究投资活动过程中发现, 微观经济学和金融学的许多数学模型, 不能很好地解释和预测现实中的投资活动, 开始加强对个体在投资决策中的心理研究, 在 Amos Tversky、Daniel Kahneman、Richard Thaler、Robert J. Shiller 等一大批经济学家和投资心理学家的努力下, 取得了丰硕的成果。为此, 美国普林斯顿大学的投资心理学家 Kahneman 荣获 2002 年度的诺贝尔经济学奖。文章介绍了西方投资心理学的几个重要理论, 即过度反应理论(overreaction theory)、视野理论(prospect theory)、后悔理论(regret theory)及对投资者的过度自信理论(overconfidence theory)。

关键词 投资心理学, 过度反应, 视野理论, 后悔理论, 过度自信。

分类号 B849:C93

许多经济学和金融学的理论均假设: 个体在投资决策过程中, 会全面考虑所能得到的信息并理性地进行投资决策。然而, 研究者在投资领域中发现了大量非理性的投资行为, 不但普通投资者会如此, 专业的机构投资者同样会如此。Peter L. Bernstein 在其《反抗上帝》(Against The Gods) 一文中指出: “当人们面对不确定因素时, 而必须做出决策时, 他们会不断地表现出非理性的行为、逻辑分析上的前后不一致以及优柔寡断、抉择困难的状况”。

投资心理学(Investing Psychology) 就是这样一个领域, 它试图去解释投资者在决策过程中, 情绪和认知错误是如何对其投资产生作用的。许多研究者都相信, 对心理学和其它社会科学的研究能对金融市场效能(the efficiency of financial markets)的解释带来很大的帮助, 也能解释很多股票市场的异常现象、市场泡沫和崩盘现象。他们认为人类的许多弱点是一致的、可预测的, 也是可以被利用在市场上获取利润的。在这一领域的一些专家教授有: 普林斯顿大学的 Daniel Kahneman、圣·克拉尔大学的 Meir Statman、芝加哥大学的 Richard Thaler、耶鲁大学的 Robert Shiller 以及 Amos Tversky (1996 年过世)、Brad Barber、Terrance Odean 等等。

1 非理性因素与过度反应理论(overreaction phenomenon)

经典的经济学和金融理论认为, 个体在投资活动中是理性的。他们在进行投资决策时会进行理智的分析, 当股票价格低于上市公司的内在价值时, 投资者开始买入股票; 而当股票价格高于上市公司的内在价值时, 开始卖出股票。证券市场也由此形成了一种价值投资的氛围, 但事实并非如此。投资领域中存在着价格长期严重偏离其内在价值的情况, 主要原因是上市公司未来的价值本身具有许多不确定性, 正是由于这种不确定性引发了投资者的心理上的非理性因素, 投资者共同的非理性投机形成了市场的暴涨和崩盘现象。

耶鲁大学的 Robert Shiller 教授是这一领域的专家。他在 2000 年 3 月出版了《非理性繁荣》(Irrational Exuberance) 一书, 将当时一路涨升的股票市场称作“一场非理性的、自我驱动的、自我膨胀的泡沫”。一

收稿日期: 2003-02-10

通讯作者: 翁学东, email: wengxuedong@yahoo.com.cn

个月后,代表所谓美国新经济的纳斯达克股票指数由最高峰的 5000 多点跌至 3000 点,又经过近两年的下跌,最低跌至 1100 多点。互联网泡沫类似于荷兰郁金香、南海公司泡沫,在投资领域中屡见不鲜。为什么人们总会重犯同样的错误呢?Robert Shiller 认为:人类的非理性因素在其中起着主要作用,而历史教训并不足以让人们变得理性起来,非理性是人类根深蒂固的局限性。Shiller 教授曾在一个研究中发现:当日本股市见顶时,只有 14%的人认为股市会暴跌,但当股市暴跌以后,有 32%的投资者认为股市还会暴跌^[1]。投资者通常是对于最近的经验考虑过多,并从中推导出最近的趋势,而很少考虑其与长期平均数的偏离程度。换句话说:市场总是会出现过度反应。

Richard Thaler 和 Werner De Bondt 在 1985 年的一个研究中发现,投资者对于受损失的股票会变得越来越悲观,而对于获利的股票会变得越来越乐观,他们对于利好消息和利空消息都会表现出过度反应^[2]。当牛市(bull market)来临时,股价会不断上涨,涨到让人不敢相信,远远超出上市公司的投资价值;而当熊市(bear market)到来时,股价会不断下跌,也会跌到大家无法接受的程度。除了从众心理(herd mentality)在其中起作用外,还有人类非理性的情绪状态,以及由此产生的认知偏差。当市场持续上涨时,投资者倾向于越来越乐观。因为实际操作产生了盈利,这种成功的投资行为会增强其乐观的情绪状态,在信息加工上将造成选择性认知偏差,即投资者会对利好消息过于敏感,而对利空消息麻木。这种情绪和认知状态又会加强其行为上的买入操作,形成一种相互加强效应;当市场持续下跌时,情况刚好相反,投资者会越来越悲观。因为实际操作产生了亏损,这种失败的投资操作会加强其悲观情绪,同样也造成了选择性认知偏差,即投资者会对利空消息过于敏感,而对利好消息麻木。因而,市场也就形成了所谓的过度反应现象。

2 视野理论(prospect theory)的基本内容

Amos Tversky 和 Daniel Kahneman 最初于 1979 年描述了“视野理论”(prospect theory)的基本内容。这个理论的表述为:人们对相同情境的反应取决于他是盈利状态还是亏损状态。一般而言,当盈利额与亏损额相同的情况下,人们在亏损状态时会变得更为沮丧,而当盈利时却没有那么快乐。当个体在看到等量损失时的沮丧程度会比同等获利情况下的高兴程度强烈得多。研究还发现:投资者在亏损 1 美元时的痛苦的强烈程度是在获利 1 美元时高兴程度的两倍。他们也发现个体对相同情境的不同反应取决于他目前是赢利还是亏损状况^[3]。具体来说,某只股票现在是 20 元。一位投资者是 22 元买入的,而另一位投资者是 18 元买入的。当股价产生变化时,这两位投资者的反应是极为不同的。当股价上涨时,18 元介入的投资者会坚定地持有,因为对于他来说,只是利润的扩大化;而对于 22 元的投资者来说,只是意味着亏损的减少,其坚定持有的信心不强。由于厌恶亏损,他极有可能在解套之时卖出股票;而当股价下跌之时,两者的反应恰好相反。18 元介入的投资者会急于兑现利润,因为他害怕利润会化为乌有,同时,由于厌恶亏损可能发生,会极早获利了结。但对于 22 元介入的投资者来说,持股不卖或是继续买入可能是最好的策略,因为割肉出局意味着实现亏损。这是投资者最不愿看到的结果。所以,其反而会寻找各种有利的信息,以增强自己持股的信心^[4]。

Amos Tversky 和 Daniel Kahneman 在 1979 年的一个研究中设计了如下情境^[5]。将被试分为两组,在完成作业后,先给第一组被试每人 1 000 美元,被试可在如下两种选择中任选其一:A 是再得到 500 美元,B 是 50%的可能再得 1 000 美元,50%的可能是再得 0 元;第二组被试每人先给 2 000 美元,被试必须在如下两种选择中任选其一:A 是损失 500 美元,B 是 50%的可能损失 1 000 美元,50%的可能是损失 0 元。结果发现,第一组中有 84%的被试选择了 A 方案,而第二组中有 69%的被试选择了 B 方案。尽管得到 2 000 美元或 1 000 美元的概率都是相同的,但当人们面临获利或损失的不同情境时,人们会做出不同的决策和选择。在这里,他们发现了人们对待风险(Risk)的态度,是随着情境的不同而不同。风险指的是未来赚钱或赔钱的一种可能性或不确定性(uncertainty),他们认为:投资者更愿意冒风险去避免亏损,而不愿冒风险去实现利润的最大化。在有利润的情况下,多数投资者表现出回避风险(risk-averse);而在产生亏损

的情况下,多数投资者变成了冒险者(risk-takers)。换句话说:当确信已经赚了钱时,多数投资者愿意回避风险;而在面临赔钱的情况下,多数投资者却反而愿意去冒险,冒险的目的无非是想弥补亏损、扭亏为盈,这也可以解释赌徒越赔越要赌的心理状态。

3 后悔理论(regret theory)的主要内容

投资者在投资过程中常出现后悔的心理状态。在牛市背景下,没有及时介入自己看好的股票会后悔,过早卖出获利的股票也会后悔;在熊市背景下,没能及时止损出局会后悔,获利小利没能兑现,然后又被套牢也会后悔;在平衡市场中,自己持有的股票不涨不跌,别人推荐的股票上涨,自己会因为没有听从别人的劝告而及时换股后悔;当下定决心,卖出手中不涨的股票,而买入专家推荐的股票。后来又发现:自己原来持有的股票不断上涨,而专家推荐的股票不涨反跌时,更加后悔。圣·克拉尔大学的 Meir Statman 教授是研究“害怕后悔”行为的专家。由于人们在投资判断和决策上经常容易出现错误,而当出现这种失误操作时,通常感到非常难过和悲哀。所以,投资者在投资过程中,为了避免后悔心态的出现,经常会表现出一种优柔寡断的性格特点。投资者在决定是否卖出一只股票时,往往受到买入时的成本比现价高或是低的情绪影响,由于害怕后悔而想方设法尽量避免后悔的发生。

有研究者认为:投资者不愿卖出已下跌的股票,是为了避免作了一次失败投资的痛苦和后悔心情,向其他人报告投资亏损的难堪也使其不愿去卖出已亏损的股票。另一些研究者认为:投资者的从众行为(herding behavior)和追随常识,是为了避免由于做出了一个错误的投资决定而后悔。许多投资者认为:买一只大家都看好的股票比较容易,因为大家都看好它并且买了它,即使股价下跌也没什么。大家都错了,所以我错了也没什么!而如果自作主张买了一只市场形象不佳的股票,如果买入之后它就下跌,自己就很难合理地解释当时买它的理由。此外,基金经理人和股评家喜欢名气大的上市公司股票,主要原因也是因为如果这些股票下跌,他们因为操作得不好而被解雇的可能性较小^[6]。

害怕后悔也反映了投资者对自我的一种期望。Hersh Shefrin 和 Meir Statman 在一个研究中发现^[7]:投资者在投资过程中除了避免后悔以外,还有一种追求自豪的动机在起作用。害怕后悔与追求自豪造成了投资者持有获利股票的时间太短,而持有亏损股票的时间太长。他们称这种现象为卖出效应(disposition effect)。他们发现:当投资者持有两只股票,股票 A 获利 20%,而股票 B 亏损 20%。此时又有一个新的投资机会,而投资者由于没有别的钱,必需先卖掉一只股票时,多数投资者往往卖掉股票 A 而不是股票 B。因为卖出股票 B 会对从前的买入决策后悔,而卖出股票 A 会让投资者有一种做出正确投资的自豪感。

4 过度自信理论(overconfidence theory)及研究

人类倾向于从无序中看出规律,尤其是从一大堆随机的经济数据中,推出所谓的规律。Amos Tversky 提供了大量的统计数据,来说明许多事件的发生完全是由于运气和偶然因素的结果,而人类有一种表征直觉推理(representative heuristic)特点,即从一些数据的表面特征,直觉推断出其内在的规律性,从而产生认知和判断上的偏差(biases of cognition and judgment)。投资者的归因偏好也加重了这种认知偏差,即将偶然的成功归因于自己操作的技巧,将失败的投资操作归于外界无法控制因素,从而产生了所谓过度自信(overconfidence)的心理现象^[8]。过度自信是指人们对自己的判断能力过于自信。投资者趋向于认为别人的投资决策都是非理性的,而自己的决定是理性的,是在根据优势的信息基础上进行操作的,但事实并非如此。Daniel Kahneman 认为:过度自信来源于投资者对概率事件的错误估计,人们对于小概率事件发生的可能性产生过高的估计,认为其总是可能发生的,这也是各种博彩行为的心理依据;而对于中等偏高程度的概率性事件,易产生过低的估计;但对于 90% 以上的概率性事件,则认为肯定会发生。这是过度自信产生的一个主要原因。此外,参加投资活动会让投资者产生一种控制错觉(illusion of control),控制错觉也是产生过度自信的一个重要原因^[9]。

投资者和证券分析师们在他们有一定知识的领域中特别过于自信。然而，提高自信水平与成功投资并无相关。基金经理人、股评家以及投资者总认为自己有能力跑赢大盘，然而事实并非如此。Brad Barber 和 Terrance Odean 在此领域做了大量研究。男性在许多领域（体育技能、领导能力、与别人相处能力）中总是过高估计自己。他们在 1991 年至 1997 年中，研究了 38 000 名投资者的投资行为，将年交易量作为过度自信的指标，发现男性投资者的年交易量比女性投资者的年交易量总体高出 20% 以上，而投资收益却略低于女性投资者。数据显示：过度自信的投资者在市场中会频繁交易，总体表现为年交易量的放大。但由于过度自信而频繁地进行交易并不能让投资者获得更高的收益^[10]。在另一个研究中，他们取样 1991 年至 1996 年中的 78 000 名投资者，发现年交易量越高的投资者的实际投资收益越低。在一系列的研究中，他们还发现过度自信的投资者更喜欢冒险，同时也容易忽略交易成本。这也是其投资收益低于正常水平的两大原因^[10]。

5 结语

去年经济学领域的一件大事，莫过于本届诺贝尔经济学奖授予了美国投资心理学家 Daniel Kahneman 和经济学家 Vernon Smith。Kahneman 将来自心理研究领域的综合洞察力应用在了经济学当中，他发现了人类投资决策中的不确定性，即发现人类的投资决策常常与根据经典经济学理论做出的预测大相径庭。而 Smith 则建立了经济学实验室，并将其作为一种工具应用于经济分析中。中国社会科学院国民经济研究所所长樊刚先生认为：实验心理学和心理经济学研究的是人的行为，由于政策是否真正能够实施，与人们在心理、行为上是否可以接受有着巨大的关系。所以，从人的行为角度研究经济学，对中国具有很大的现实意义。诺贝尔经济学奖授予投资心理学家的重大意义在于，经济学领域的研究越来越重视对人类经济心理与行为的研究。经济学不是蚂蚁的经济学，也不是蜜蜂的经济学。长期以来，经济学研究忽视了作为经济活动主体的人的心理和行为规律，这是一个重要的转变。

当然，美国投资心理学的研究成果能否运用于中国的投资领域，同样存在着一个本土化、中国化的问题。由于西方投资心理学的历史很短，资料不是很多，许多研究领域还有待于进一步深入和发掘，包括研究方法、研究内容上都可以做出有中国特色研究来，如：政府对证券市场的行政干预，即所谓的“政策市”，会对投资者的投资心态产生什么影响；中国投资者投资心理及对风险的理解与西方投资者有多大不同；从一个相对封闭的资本市场向一个开放的资本市场过渡时期，投资者的投资理念会发生什么样的变化；中国传统文化下投资者对资本主义游戏的理解与困惑等等，都是值得研究的课题。

参考文献

- [1] Shiller R J. Market Volatility and Investor Behavior. *American Economic Review*, 1990, 80(2): 58~62
- [2] Thaler R H. *Advances in Behavioral Finance*. New York: Russell Sage Foundation, 1993. 249~264
- [3] Kahneman D, Riepe M. Aspects of Investor Psychology. *Journal of Portfolio Management*, 1998, Summer: 52~65
- [4] Rabin M, Thaler R H. Anomalies Risk Aversion. *Journal of Economic Perspectives*, 2001, 15: 219~232
- [5] Kahneman D, Tversky A. Prospect Theory: An Analysis of Decision Making Under Risk. *Econometrica*, 1979, 47: 263~291
- [6] Nofsinger J R. *The Psychology of Investing*. New Jersey: Prentice Hall, 2002. 21~30
- [7] Shefrin H, Statman M. The Disposition to Sell Winners Too Early and Ride Losers Too Long: Theory and Evidence. *Journal of Finance*, 1984, 40: 777~790
- [8] Peterson D, Pitz G. Confidence, Uncertainty, and the Use of Information. *Journal of Experimental Psychology*, 1988, 14: 85~92
- [9] Langer E J. The Illusion of Control. *Journal of Personality and Social Psychology*, 1975, 32: 311~328
- [10] Barber B, Odean T. Boys Will Be Boys: Gender, Overconfidence, and Common Stock Investment. *Quarterly Journal of Economics*, 2001, 116: 261~292

The Progress of Investing Psychology Theories of America

Weng Xuedong

(Sociology Department, Central University of Finance and Economics, Beijing 100081)

Abstract: American investing psychology originated in 1980's. During the process of their research on investing activities, western economists found that many mathematic models of microeconomics and finance can't satisfactorily explain and anticipate the investment in reality, therefore put more efforts on the research of human mind and behavior in investing, and achieved substantial results. Hence, Daniel Kahneman, the investing psychologist of Princeton University of America, was awarded the 2002's Nobel Prize in Economics. In this paper, four research achievements of western investing psychology are described. They are Overreaction Theory, Prospect Theory, Regret Theory and Overconfidence Theory.

Key words: investing psychology, overreaction, prospect theory, regret theory, overconfidence.