

# 投资失误与行为金融学

高清辉

**摘要:** 投资者在投资过程中常常出现投资失误, 根据行为金融研究学的研究, 这是由于心理因素在人们金融投资行为中起着重要作用, 例如心理账户、过度自信以及过度反应等, 投资者应该调整自己的投资行为, 避免失误。

**关键词:** 行为金融学; 心理账户; 过度自信; 反向操作

**中图分类号:** F830      **文献标识码:** A

**文章编号:** CN43-1027/F(2005)7-067-02

**作者:** 厦门大学海外教育学院讲师, 经济学博士; 福建, 厦门, 361005

许多人在投资过程中出现过投资失误, 一般人都认为是自己看错了行情, 或是选错了投资对象, 应该提高自己的技巧和能力, 就能避免类似的错误发生。其实单单提高技巧和能力, 并不能完全避免投资失误, 即使是大师级的投资高手, 也会犯我们常犯的错误。这是由于投资行为受许多心理因素的影响, 有些心理上的陷阱导致了行为上的误入歧途——投资失误。行为金融学理论就是通过研究这些影响投资者投资行为的心理因素, 利用心理学的研究成果发展了金融学, 在近三十年的研究中发现了心理因素在人们金融投资行为中的作用以及在金融现实中如何令人误入歧途, 解决了许多现代投资理论无法解释的现实问题。现代金融理论是建立在效率市场假说、套利定价理论、资产组合理论、资本资产定价模型以及期权定价理论等理论基石之上, 以最少的工具建立了一个似乎能够解决所有金融问题的理论体系, 至今具有强大的生命力。然而, 在实证研究中, 有学者发现一些实证的结果并不支持资本资产定价模型和效率市场假说, 研究现代金融理论的学者将这部分的发现统称为市场的异常现象, 如小公司效应、一月效应、周末效应和假日效应等。行为金融理论是第一个较为系统地效率市场假说和现代金融理论提出挑战并能够有效地解释市场异常现象的理论。行为金融理论以心理学对人类的研究成果为依据, 以人们的实际决策心理为出发点讨论投资者的投资决策对市场价格的影响, 建立起一套能够正确反映投资者实际决策行为和市场运作状况的描述性模型, 并应用这些模型来讨论投资者的决策, 证券市场价格的确定等, 解释了许多传统金融理论无法解释的现象, 也带给我们全新的投资理念。本文就用行为金融理论来分析投资失误中的心理陷阱, 引导我们采取理性的投资方法和策略, 尽可能地避免投资失误。

## “心理账户”与投资策略

我们常会根据自身情况将收入按款项的来源、保存的方式、花费的去向来分类并区别对待。例如, 一些资产是储蓄起来用来养老的, 一些资产可以偶尔赌一把, 还有一些资产是为度假准备的, 这就是所谓的“心理账户”, 虽然实际上并没有把这些资产分存不同的户头上。根据不同的划分我们有不同的使用态度, 比如说为孩子的大学学费所准备的钱我们不会轻易动用; 而对于所谓的“预算外收入”如奖金、退税、礼物和遗产等, 我们使用起来就会比较草率随意。投资者一般把自己的投资组合分成两部分, 一个部分是低风险的安全投资用来防止价值减少, 例如持有现金和债券, 另一部分是高风险的投资以获取高收益, 例如持有股票、期权。也就是说资产分为两个心理账户, 一个账户为了避免一无所有, 另一个账户想要一夕致富。而投资者对这两类账户的风险偏好是不同的, 前者表现为极度的风险厌恶, 而后者表现为极度的风险偏好。这就是人们既积极地买保险又热衷于买彩票的原因。

行为金融学理论指出, 人们在现实生活中受情绪等行为意识影响, 并非主流金融学框架下的完全理性人, 不具有完美的自控能力, 容易趋于各种诱惑。将资产划入不同的心理账户的做法实际上更有利于投资者提高自控能力。关于心理账户对投资者的影响, 有一个称为“红利之谜”的典型例子。1974年能源危机期间纽约城市电力公司准备取消红利支付。在该公司的股东大会上, 许多中小股东不能接受, 为此闹事。主流金融学无法解释这一事件: 在主流金融学的框架下, 投资者遵循套利定价理论, 在不考虑税收与交易费用的情况下, 一美元的红利和一美元的资本利得并无差异, 投资者随时可以通过卖出股票自制“红利”, 电力公司的股东之所以反对公司停止支付红利就是因为投资者有“心理账户”。电力公司股票价格的下降属于资本心理账户的损失, 而停止支付红利则是红利心理账户的损失。两个账户中同等金额的美元对投资者而言并不相同。那些闹事的电力公司的小股东们认为公司停止红利支付会使其丧失收入来源, 实际上是在忠实地执行“消费红利、绝不动用资本利得”的自控规则, 以控制自己的消费欲望。这些人将持有电力公司的股票放到了获得稳定收入来源的收入心理账户。一旦公司停止发放红利, 他们失去了稳定的红利收入, 为得到收入, 他们将不得不开始卖股票(自制

红利),就可能失去自控而一发不可收拾,最终失去一切。

心理因素竟有如此大的作用,在消费和投资的时候可要三思而后行了,问问自己准备花费或投资的钱来自哪一个心理账户,不要陷入心理账户的误区。

## 你没有自己想象的那么聪明

行为金融学研究显示大部分人认为自己比实际更聪明,特别是对于自己的投资能力。大部分投资者认为他们会有更好的机会打败市场,这个误解在泡沫市场特别流行,因为在泡沫市场中许多普通的股票也能鸡犬升天。即使是在正常市场中,你也可能因为好运气(而不是因为你的选股技巧)而连续选对了股票。如果在掷硬币游戏中你连续三次都掷出正面,你不会有什么成就感,但是如果你买股票连续三次都买对了,你可能会觉得自己很聪明,也许还会向别人传授“选股经验”,对自己的“经验”非常自信。

过度自信有什么坏处呢?人们越自信交易就越频繁,交易越频繁回报就可能越低。投资者会由于过分自信而影响他们对市场信息的正确处理。投资者过分自信,会过分依赖自己收集到的信息而轻视公司公布的会计报表的信息,这样,证券市场就会表现出一种账面价值/市场价值效应。也就是说一段时期内的某只股票收益率会与这只股票的市盈率高度相关。另一方面则是投资者的过分自信会使他们在接收各种信息时,只会看到能使他们增强自信心的信息,而对那些伤害他们自信的信息会视而不见。很多投资者不愿意卖出已经发生亏损的股票,因为这等于承认自己决策失误,并伤害了自己的自信心。

我们也可以利用大家的过度自信而获利。由于投资者的新老交替,市场上未经挫折的充满自信的新的投资者总是占多数,因此整个市场一般都显示过度自信,使市场表现出一种动量效应。也就是说,在一定的持有期内,如果某只股票在前一段时期内表现较好,那在下一段时期内,通常是“中期”(8~14个月)该股票仍将有良好表现,也就是有一个惯性。投资者可以利用这一惯性来获利。

## 过度反应与反向操作

证券市场有过度反应现象。当市场上有新信息出现时,投资者总是高估新信息的重要性,低估旧有的与较长期的信

息,也就是说他们对结果的概率评估,不是根据历史概率所做的客观计算,而是只看到了新的信息带来的结果。因此股价不是涨过头就是跌过头,不论收益、股利或其他客观因素发生什么变化,反弹都必然可期。例如当传出邓小平逝世的消息后我国股市大跌,但一天后即强劲反弹,这就是典型的反应过度:市场在当时只看到邓小平逝世对我国政治经济的重大影响,忽视了我国改革开放和经济发展的长期趋势而发生暴跌的过度反应,之后则迅速调整,回归正常股价。由于市场的过度反应,投资者可以利用反向操作的投资策略来获利。通过对美国股市的研究,在过去三至五年中表现最差的股票投资组合在接下来的三至五年中,相对于过去三至五年表现较好的股票投资组合,过去表现差的会表现得更好。这是由于市场对过去表现差的公司的坏消息与过去表现好的公司的好消息都反应过度,过分重视好公司的好消息而高估其股价,过分重视坏公司的坏消息而低估其股价,而这些公司的股价在此之后都会趋向回归基本价值,价格发生反转。这样就可以利用反向操作策略,就是买进过去表现差的股票而卖出过去表现好的股票来进行套利的投资方法。

行为金融学研究表明,投资者在做决策时,并不像金融理论假设中的理性人,会对所有的可能情况及各种可能性去进行详细的分析,而是常常不能充分了解到自己所面临的状况,会有认知的偏误,又常用经验法则或直觉作为决策的依据,造成投资行为的失误。我们了解到影响投资者投资行为的心理因素,就能更好地调整自己的投资行为,避免投资失误,甚至利用他人的投资失误获利,更好地做出投资决策。

### 参考文献:

- [1] Siegel, J. J. (1994), *Stock for the Long Run*, New York: McGraw-Hill Press.
- [2] Kahneman, D., and Mark W. R. (1998). "Aspects of Investor Psychology", *Journal of Portfolio Management* (summer), 52-65.
- [3] Thaler, R. H. (1985). "Mental Accounting and Consumer Choice", *Marketing Science* 4, 199-214.
- [4] Tversky, A., and Kahneman D. (1986). "Rational Choice and the framing of Decisions", *Journal of Business* 59, S252-S278
- [5] 刘志阳,《国外行为金融理论述评》,《经济学动态》2002年第3期
- [6] Haugen A. R.,《新金融学——有效市场的反例》,赵冬青译,清华大学出版社,2002

(责任编辑:文毅)