

证券投资过程中的心理偏差及干预研究

彭旺明, 黄志军

(九江学院 经济与管理学院 江西 九江 332005)

摘要: 投资者在投资过程中的各种心理偏差, 主要有侥幸心理、过度自信、羊群效应、贪婪、恐惧等心理。其中贪婪与恐惧是对投资者危害最大的心理偏差。投资者应有意识的对自己的心理偏差进行干预, 可通过学习财务知识、学习金融史特别是金融投机泡沫史、学习哲学, 矫正自己的心理偏差, 提高投资绩效。

关键词: 心理偏差; 贪婪; 恐惧; 心理偏差干预

中图分类号: F832.48 **文献标识码:** A **文章编号:** 2095-0098(2015)06-0021-05

一、引言

经典的经济学和金融学假定人是“理性经济人”, 即人不受知识、能力、学历的限制, 具有精细的计算能力并能追求自身效益最大化, 即假定人的“无限理性”。而证券市场的暴涨暴跌却显示了在证券投资领域有很多的非理性的、情绪化的投资行为, 这些投资行为无法用传统的经济理论进行解释。

诺贝尔经济学奖获得者美国心理学家 Daniel Kahneman^①将心理研究领域的成果应用在了经济学研究当中, 发现投资者的投资决策往往与根据经典经济学理论作出的判断完全相反。Daniel Kahneman 认为人在投资决策时常常会受到非理性因素(如直觉、灵感、情绪、潜意识)的影响而作出判断, 即人的投资决策是建立在“有限理性”的基础上的, 而不是传统经济学理论所设想的“无限理性”。非理性因素所带来的心理偏差常常会影响投资者作出正确的投资判断, 深入了解自身心理偏差行为过程, 就可以很好地控制这些心理偏差和投资陷阱, 有助于作出正确的投资决策。

二、主要文献综述

查尔斯·麦基(1841)在《非同寻常的大众幻想与全民疯狂》一书中记载了郁金香狂潮、南海泡沫、“密西西比计划”等疯狂的投机历史, 这本著作被认为是投资市场群体行为领域的经典之作。^[1]凯恩斯(1936)基于心理预期最早提出股市“选美竞赛”理论和基于投资者“动物精神”而产生的股市“乐车队效应”, 凯恩斯把影响证券资产价格的决定性因素归结为投资者的心理预期, 与证券的真实价值无关, 凯恩斯认为决定投资者行为的主要因素是投资者的心理, 投资者是非理性的, 这些非理性的投资者对未来价格的预期会形成合力, 决定了证券的价格走向, 因此凯恩斯提出了“空中楼阁”理论——证券的价格不是由坚实的基本面决定的, 而是由变化莫测的心理决定的。^[2] Daniel Kahneman 和 Amos Tversky(1979)通过实验比较发现, 绝大多数投

^① Daniel Kahneman, 美国普林斯顿大学心理学和公共关系学教授, 因发现人类的决策行为常常是非理性和有偏差的, 与传统经济学期望效用理论的预期不符, 于1979年提出预期理论以解释人类在不确定条件下的判断和决策行为, 2002年获得诺贝尔经济学奖。

收稿日期: 2015-09-06

基金项目: 2014年江西省教育科学“十二五”规划课题“心理偏差干预对证券投资实践教学效果的实证研究”(14YB110)

作者简介: 彭旺明(1974-), 男, 安徽安庆人, 讲师, 研究方向为证券投资、行为金融学;

黄志军(1968-), 男, 江西九江人, 副教授, 研究方向为证券投资。

投资者并非标准的理性投资者,而是感性投资者。^[3]Shefrin H. (1999) 从理论和实证两个方面证明了股票基本面和投资者心理共同决定股票收益。^[4]黄浩(2003)发现中小投资者的心理偏差会对自身投资活动以及市场运行产生一定的影响,为了减少中小投资者的心理偏差,应采取相应措施,提高中小投资者素质,消除那些诱发中小投资者投资行为偏差的因素。^[5]刘莉亚(2010)通过构建一个新的投资者情绪指标,采用非参数统计和回归模型实证检验了情绪指标的变动对特征组合收益率的影响并给出解释,并通过考虑系统风险的情绪变化与其他情绪代理变量验证了实证结果的稳健性。^[6]许玲艳(2011)证明了资产定价的随机贴现因子可以表示为一个基本量与情绪心理偏差之和;像股票、权证、基金的期望收益率也可以分解为一个有效价格的基本溢价与一个风险情绪心理偏差之和。^[7]

以上这些著作、论文等文献侧重于历史角度、实证(模型)角度分析投资者行为偏差,不能很好的贴近现实,本文力图从一个证券市场 15 年的参与者的角度分析投资者典型的心理偏差,从而为该问题的解决找到一个更为现实的理性分析视角。

三、证券投资过程中的投资者行为分析

在证券投资过程中,投资者的思维、情绪经常被市场价格变化所左右,丧失了理性和冷静,一方面经常被市场价格变化诱导,控制不住自己的欲望和情绪,频繁交易,增加交易费用;另一方面投资者无法控制自己的贪婪与恐惧,盈利时对未来过度乐观,于是继续加仓以求获得更大利润,反复追高,甚至借债融资买入,放大杠杆,使价格在投资者的欲望与狂热情绪的驱使下加速上涨,远远超过内在价值,这时理性的机构开始卖出证券,价格开始缓慢下跌,^[8]而个人投资者仍然在幻想着调整以后将创出新高,拒绝卖出,当账面出现亏损时仍心存侥幸,等待解套,当价格继续下跌解套无望时情绪又极度低落,在市场的暴跌气氛感染之下,风声鹤唳、草木皆兵,对未来极度灰心失望,^[9]即使此时证券价格远远低于内在价值,仍然认为短线趋势会继续下跌,于是在恐慌心理之下做出抛售决策,将自己的证券以极低的价格卖出,在黎明之前的最后一刻倒下,造成巨额亏损。^[10]

2015 年 6 月 5 日上证综合指数突破 5000 点,当天收于 5023.1 点,投资者一片欢腾:突破 5000 点后,接下来会突破 6000 点,甚至会达到 8000 点。当天中小企业板指数收于 11718.2 点,创业板指数收于 3885.83 点,中小企业板市盈率 83.16 倍,创业板市盈率 143.17 倍,与我国中小企业板指数和创业板指数相对照的美国标准普尔 500 指数当天市盈率只有 17.2 倍,在市盈率如此高的情况下,还有很多投资者在贪婪的驱使下,融资(借钱)买入股票,当天上海证券交易所和深圳证券交易所融资(借钱)买入股票的金额达到 1624.59 亿元人民币,该日融资余额达到 14126.1 亿元人民币,让人见识到了投资者贪婪、不理性的一面。而在 2015 年 6 月 15 日到 7.8 日的短短 17 个交易日中,上证指数下跌 32.22%,中小企业板指数下跌 38.41%,创业板指数下跌 39.68%^①。这些当初融资买入股票的投资者此时又拼命的卖出股票,连续几天跌停的股票有上千家,恐惧完全支配了市场,又让人见识到了投资者恐惧、不理性的一面。

贪婪和恐惧是人的本性,是人最基本、最原始的心理之一,更是资本市场投资者的头号敌人。在贪婪的欲望驱使下,丧失理性和基本常识,幻想着股票价格会一直上涨,但“树不会长到天上去”,股票价格也不会涨到天上去,暴涨的结果就是暴跌,当暴跌来临时,投资者的账面盈利变成了亏损,随着亏损的扩大,经济信息也越来越悲观,此时市场哪怕是极小的利空消息也造成价格的大幅下跌,投资者接受了熊市的现实,投资者对行情彻底悲观失望甚至绝望,于是不计成本地卖掉股票,甚至发誓今后不再碰股票。从逻辑上讲,当投资者恐惧地抛售股票,将股票兑换成现金时,交易的天平开始向买方倾斜,因为此时卖股票的人已大幅减少,股票的供应(卖方)减少了,而股票的潜在需求(买方)增加了,根据供求关系决定价格的经济学原理,股票价格虽不能马上上涨但已无继续大幅下跌的空间了,这时理性的投资者开始积极入市,行情又会缓慢上涨,所以从理性的角度,投资者应该在恐惧的市场气氛下买入股票而不是卖出股票,在贪婪的市场气氛下卖出股票而不是买入股票,但投资者由于存在心理偏差,总是反其道而行之,不是低买高卖,而是高买低卖。

^① 以上数据根据上海证券交易所和深圳证券交易所数据整理。

四、投资者的心理偏差分析

心理学认为,“情绪是指伴随着认知和意识过程产生的对外界事物的态度,是对客观事物和主体需要之间关系的反应”。证券投资者的投资决定会产生不同的投资结果,判断正确,账面财富增加;判断错误,账面财富减少,因此在决策过程中,投资者肯定会产生精神紧张、情绪波动,而情绪波动会影响证券价格,证券价格的波动又会通过反射性反过来影响投资者的精神、心理感受和情绪,影响投资者对证券资产内在价值的理性判断。根据行为金融的实践研究,投资者心理偏差主要有以下几种类型:

(一) 侥幸心理

心理学的预期理论认为:当投资盈利时,投资者是风险的规避者,卖出证券,希望尽快把账面利润变成看得见摸得着的实际盈利,而不愿继续等待手中盈利的仓位去赚取更多的利润;当投资失利有所损失时,投资者是风险的爱好者,希望追回损失,于是抱着侥幸心理,选择继续等下去,甚至加仓以平摊成本,希望市场后来的走势出现反转,重新对自己有利,以消除亏损,最后投资者在亏损的仓位中越陷越深,最后变成巨幅亏损,一发不可收拾。

(二) 过度自信

心理学家曾对汽车司机做过一项调查,有70%以上的被调查司机认为自己的驾驶技术高于平均水平。显然,不可能大多数人的驾驶技术都会高于平均水平,这种情况并不符合数学常识,这个心理学实验反映了人的过度自信心理。过度自信是指人们对自己的能力表现出过分的自信。过度自信的投资者对自己的想法固执己见、独断专行,以自己的观点代替行情发展的轨迹,即使投资外在环境发生了新的变化,也不肯改变自己的投资计划,继续在错误的方向上投资。过度自信对市场有着广泛的影响,它可以大大放大股票市场的成交量,使投资者频繁交易,增加手续费等交易成本,降低投资收益;过度交易还会使投资者没有深思熟虑的时间,凭感觉交易,出错的概率大大增加,降低投资收益。

(三) 羊群效应

羊群效应也就是从众,是个人的观念、行为受群体的观念、行为感染,而向与多数人相一致的方向靠拢的现象。在不确定的市场下,投资者的行为相互感染,处于群体中的人们相互模仿,通过彼此间的循环反应和循环感染,投资者逐渐丧失理性。在牛市时普遍高度兴奋,在熊市时则普遍极度悲观。

(四) 贪婪

在证券市场上,投资者刚刚入市时是比较谨慎的,当有了账面利润时,投资者认为自己判断正确,信心大增,这时为了追求更大的利润,投资者开始加大仓位,如果这时行情继续沿着投资者判断的方向运行,投资者的信心会继续膨胀,操作变得更大胆,继续加仓,甚至幻想着抓住难得的机会一夜暴富,“一口吃成胖子”,同时由于前几次的判断正确,会使投资者由自信变得自负,对自己的能力变得过分自信,对风险的积累放松了警惕,在股票价格达到最高点时还盲目加仓,甚至借钱加仓,卖房炒股,完全让贪婪控制了理性,而这时由于投资者仓位都很满,行情已经变成了“击鼓传花”,市场内已无推高证券价格上涨的资金,只能指望场外资金的进入,而这时理性的投资者开始卖出证券离场,证券开始停止上涨,场外资金发现证券价格停止上涨,资金停止入场,证券价格的大幅下跌开始上演。

(五) 恐惧

刚开始下跌时,这些贪婪投资者的“牛市”思维还没有转变过来,以为是短暂调整,是“庄家洗盘”,洗盘后还会创出新高,应该继续坚守,“死了也不卖”^①,但市场继续下跌,投资者账面开始出现较大亏损,“熊市”已经确立,此时投资者在损失厌恶的心理下拒绝割肉,指望政府救市。但市场趋势的力量是强大的,即使政府救市,也无法改变市场运行的趋势,行情继续下跌,投资者账面出现巨额亏损,以致投资者情绪非常低落,随着市场的暴跌,投资者互相杀跌出场,大盘一泻千里,投资者心理崩溃,即使此时股票价格大幅下跌后远远

^① 2007年底2008年初,投资者对宏观经济的过热引起的紧缩货币政策不予重视,继续盲目乐观,认为大盘会冲上8000点,有投资者甚至创作了歌曲《死了也不卖》。

低于内在价值,投资者仍然不计成本地抛售股票,恐惧完全支配了市场上的投资者。

投资者的心理偏差有很多种,但在所有影响投资者投资成绩的心理偏差中,贪婪与恐惧是危害最大的,也是造成投资者亏损的主要原因。古今中外,克服贪婪与恐惧始终是所有的投资大师反复告诫投资者的投资格言,所以,对贪婪与恐惧的心理偏差进行有意识的干预是非常必要的。

五、投资者贪婪与恐惧的心理偏差干预

1636-1637年间,荷兰人为了郁金香球茎而疯狂,一株“奥古斯都”的郁金香球茎竟然卖到5000弗罗林(当时相当于470英镑),当泡沫破裂时荷兰经济元气大伤;1719-1720年,法国人为了约翰·劳的“密西西比计划”^①而陷入了集体的投资狂热,同样在1720年,以理智冷静著称的英国人为了南海股票的美好憧憬而夜不能寐,^②上自王公贵族,下至平民百姓,都随股市暴涨暴跌而心神不宁。1720年4月20日,大科学家牛顿卖出了手中的南海股票,赚了7000英镑,获利100%,在当时这是一笔价值不菲的收入,几周之后,在众人的狂热情绪感染之下,再次加仓购买了南海股票,当泡沫破裂后,最后损失20000英镑(相当于他10年的收入),以至牛顿感慨“我可以精确地计算天体运行的轨迹,却无法计算人性的疯狂。”如果牛顿将他科学研究中的理性运用到股票投资中,在赚取7000英镑时不理睬市场中弥漫的贪婪,离开市场,他就不会损失十年薪水的收入。所以,在证券投资中理性与节制是一种宝贵的品德。

1999年当“.COM”互联网泡沫席卷美国时,^③巴菲特恪守他的价值投资原则,不为所动,继续坚守以可口可乐、吉列、美国运通这样的传统型公司,并对市场中互联网公司的高估值不断向投资者发出善意的警告,但投资者被贪婪遮住了双眼,继续追高,当泡沫破灭时投资者损失惨重,而巴菲特毫发无损。

巴菲特重视对自己情绪的控制,在股票市场上保持自己的冷静和理性,为了远离喧嚣的华尔街,巴菲特甚至选择居住在宁静的奥马哈小镇上。巴菲特曾经在伯克希尔哈撒韦公司股东大会上表示,他之所以能有今天的投资成就,是依靠了“自律”和“愚蠢”这两个东西:自己的自律和别人的愚蠢。作为格雷厄姆的价值投资理论的追随者,巴菲特不理睬“市场先生”反复无常的情绪表现,不被市场的短期涨跌影响自己的理性投资,对于自己要买入的股票,巴菲特都会对其有一个价值评估,估算出其内在价值,当内在价值远大于价格时买入,当内在价值等于或低于价格时则等待。

为了防止心理偏差对投资者的投资进行干扰,培养投资者的理性投资行为,投资者有必要对自己的心理偏差进行干预,以降低投资风险,提高投资绩效,可采取如下做法:

(一) 学习财务知识

阅读财务报表,分析公司财务状况和经营情况,很多投资者购买公司股票时甚至都不知道这个公司的主营业务是什么,盲目投资,还有很多投资者以中国上市公司的财务报表存在假账嫌疑,一概否定所有公司的财务报表真实性,其实这是一种为自己没有阅读财务报表而找的一个借口。在我国上市公司中,确实存在一些财务造假的案例(监管严格的美国证券市场也仍然存在,如安然、世纪通讯财务造假),但不能以偏概全,更不能作为懒于阅读财务报表的借口。巴菲特说“我的工作就是阅读”,通过阅读各个公司的财务报表来发现投资机会,1988年巴菲特为买可口可乐,甚至阅读了可口可乐公司1919年发行股票时的招股说明书。

(二) 学习金融史,尤其是学习酿成金融危机的投机泡沫史

培根说“读史可以使人明智”,鉴以往可以知未来,以此警醒自己,自觉抵制投资过程中的贪婪与恐惧,

^① 指从1719年5月开始,密西西比公司引起的法国股票价格泡沫,该公司股价连续上升了13个月,股票价格从500里弗尔涨到一万多里弗尔,涨幅超过了20倍。1720年5月开始崩溃,连续下跌13个月,跌幅达到95%。

^② 南海公司于1711年创立,1720年发行股票,为了支持英国政府债信的恢复(当时英国为与法国争夺欧洲霸主发行了巨额国债),认购了总价值近1000万英镑的政府债券。作为回报,英国政府对该公司经营的酒、醋、烟草等商品实行了永久性退税政策,并给予其对南海(即南美洲)的金银开采权和贸易垄断权。

^③ “.COM”互联网泡沫指自1995年至2001年间的美国高科技网络公司投机泡沫,大量亏损的网络公司的股价达到惊人的天价。以theglobe.com上市为例,股价一天内从9美元最高涨到97美元,市值当天一举突破10亿美元,而它前三个季度的收入只有区区270万美元,公司的两名创业者(只是十几岁的孩子)路演时,以新经济代言人的身份在一次新闻发布会上对公众说,“对买到了我们公司股票的人我们表示祝贺,因为他们是幸运的,但可惜的是,大多数的人都很不幸”,不过,一年过后,俩人的话就得反过来听了,那些“幸运者”却很“不幸地”被套牢了,2001年2月14日该股收盘价为53美分。

理性投资,价值投资。

(三) 学习哲学

证券投资是科学和艺术的结合,投资者有一些哲学思维,就能有效克服人性的弱点,面对市场的不确定,哲学的世界观、价值观和方法论,哲学的抽象思维方法,可以从宏观上更为有效地帮助投资者把握市场运动的轨迹,更能从整体上把握市场的本质,而不是市场价格的表象。索罗斯在他的投资名著《金融炼金术》中阐述了大量的哲学观点,如谬误性和反身性,虽然有一点混乱,却也不令人奇怪。就像一位投资大师说的那样“股票市场上高手之间的较量绝不是技术水平上的较量,而是投资哲学的较量,心态和境界的较量。”

六、结论

贪婪与恐惧是危害最大的心理偏差,是投资者亏损的最大原因,是资本市场投资者的头号敌人。面对火爆的、充满泡沫的行情,投资者很容易头脑发热,借钱投资,表现为贪婪;当泡沫破裂时,投资者情绪又非常低落,随着市场的暴跌,投资者心理崩溃,即使此时股票价格大幅下跌后远远低于内在价值,投资者仍然不计成本地抛售股票,又表现为恐惧。为了防止心理偏差对投资者的投资进行干扰,培养投资者的理性投资行为,投资者应学习财务知识、学习金融投机泡沫史、学习哲学,矫正自己的心理偏差,提高投资绩效。

参考文献:

- [1]查尔斯·麦基.非同寻常的大众幻想与全民疯狂[M].北京:北京邮电大学出版社,2009:1.
- [2]约翰·梅纳德·凯恩斯.就业、利息和货币通论[M].北京:商务印书馆,1999:120.
- [3]Daniel Kahneman and Amos Tversky. Prospect Theory: An Analysis of Decision under Risk[J]. Econometrica, 1979(2).
- [4]Shefrin H. and Statman M. Behavioral Portfolio Theory[J]. Journal of Financial, 1999(5).
- [5]黄浩.中小投资者投资行为偏差的心理分析及对策思考[J].南通工学院学报(社会科学版),2003(2).
- [6]刘莉亚.投资者情绪对资本市场稳定性的实证研究——来自截面效应的分析[J].财经研究,2010(3).
- [7]许玲艳.基于情绪心理偏差的证券投资组合行为风险溢价模型[J].统计与决策,2011(6).
- [8]潘煜双,李云.我国股市投资者行为心理偏差分析[J].财会月刊,2011(5).
- [9]彭贺.金融心理学[M].上海:上海财经大学出版社,2008:1.
- [10]孟凡祥.我国资本市场大幅波动的经济心理分析[J].经济研究导刊,2009(28).

The Psychological Deviation and Intervention Research in the Process of Securities Investment

PENG Wangming, HUANG Zhijun

(School of Economics and Management, Jiujiang University, Jiujiang, Jiangxi 332005, China)

Abstract: In this paper, by analyzing the investment behavior of securities investors, it pointed out various psychological deviation in the investment process, mainly have fluky psychology, overconfidence, sheep-flock effect, greed, fear, etc. Greed and fear are the most harmful psychological deviation to investors. In order to correct their psychological deviation and improve the performance of investment, investors should wittingly have intervention on their own psychological deviation by learning accounting knowledge, financial history, especially the history of financial speculation bubble, and learning philosophy.

Key words: psychological deviation; greed; fear; intervention on psychological deviation

(责任编辑:黎芳)