

# 对证券市场中 从众行为的心理探讨

□ 王淑臻 田 禾

[摘 要] 证券市场中的从众行为是普遍存在的现象, 本文试图从从众行为从心理的角度分析群体行为产生的原因, 及从众行为对证券市场的影响, 中国证券市场价格波动可以用心理群体的从众行为来加以解释。

[关键词] 投资者; 从众行为; 市场价格

## 一、从众行为的概念

从众行为是近年来经济学研究的一个热点, 所谓从众行为, 是指市场参与者在某些因素的影响下与大多数参与者的行为趋于一致的现象。通过观察其他人的行为来决定自己的行动, 并采取类似的行动或者模仿其他人的行为, 即某段时间内所表现出来的某一群体行动的一致性。从众行为可以说是人类的本能, 人们在不确定条件下决策时, 往往相信“真理掌握在多数人手里”。在证券市场中, 从众行为是普遍存在的, 常常被称为“跟风行为”或直接译为“羊群行为”, 它表现为投资者在观测到其他投资者的决策和行为之后, 改变原来想法, 追随那些被观察者的决策和行为。它强调的是个体决策受别人决策行动的影响, 与人们的情绪、心理活动密切相关, 而证券价格的易变性、价格泡沫、交易狂热、股市崩溃等都是与其相伴的常见现象。

在学术研究中, 通常把从众行为分为非理性从众行为和理性从众行为两类, 前者认为从众行为主要受人的心理因素和情绪的影响, 盲目地模仿、跟

随别人的行动, 这类交易者似乎没有足够清醒的神智; 后者认为从众行为是交易者主动做出的理性决策, 其原因是多种多样的, 但个体理性在起关键作用。对非理性的从众行为的研究与噪声交易密切相关, 强调的是交易者在决策行动中不重视信息的作用, 特别是不善于发现并利用新的信息。而理性的从众行为是金融研究的一个重要领域, 理性的行为主体为什么会主动地随大流, 这要从心理学的角度来看。

## 二、从众行为的心理分析

著名经济学家凯恩斯的“选美竞赛”论就是从众行为最早的论述。凯恩斯准确地描述了投资者的投资行为, 大量的投资者的投资行为来自于一种生物精神自发行动的冲动, 而不是安静地想一想, 不是在统计学的基础上对各种可能的收益和损失的概率进行考察。一个投资者也许是理想性地最优化他自己的行动结果, 但人类固有的认知偏差、情感瑕疵和社会的影响将影响他做出最优化的理性行为。而近年来发展起来的行为金融学对投资者的从众行为进行了大量的研究, 研究表明投资决策从众对于投资者来说有许多心理上的好处, 从众可以减少投资决策分析所需的时间, 它还可以帮助投资者减缓在投资失误时的遗憾。另外, 投资者知道在决策中他们并不孤独, 这会使他们感到安慰。C. A. 基斯勒(1969年)从个体的角度出发, 提

出了引发从众行为的四种需求或愿望: 与大家保持一致以实现团体目标, 为取得团体中其他成员的好感, 维持良好人际关系的现状, 不愿意感受到与众不同带来的压力。

在证券市场中, 从众行为是股市中最常见的投资心理与行为之一, 投资者的决策要受其他投资者的影响, 投资者之间存在相互学习和相互模仿, 当大多数人买进某股票或期货, 其他人便改变原有态度跟着买进。理性的行为主体采取主动随大流主要有如下几个方面的原因: 第一, 收益的外部性, 即采取相同行动的交易者之间的收益关系密切, 如银行挤兑就是一个典型的例子。第二, 采取相同行动的交易者收到了相似的信息, 尽管各自是独立地作出决策, 结果却因信息的相似而趋于一致。第三, 交易者可以从前面群体交易者的共同行动中推测出新的信息致使自己也采取同样的行动。第四, 由委托—代理关系引起的道德风险, 代理人从自身利益出发, 采取跟风行动。群体行为的影响力巨大, 有时会使理性的个体放弃了自己的私人信息, 如代理人(公司决策人员、基金经理以及证券分析师等)根据自己的信息所做出的卖出决策与大多数人的买进行为不同时, 他情愿放弃自己的独立决策而追随大流。比如在1987年10月19日美国股市崩溃前, 不少职业经理已意识到股价过高, 有暴跌的可能, 但是只有极少数经理真正采取行动, 卖出自己的头寸。而大多数经理担

心如果股市继续上涨，就失去了赚钱机会，会被视为失败者。如果股市真的下跌，由于绝大多数人都遭受了损失，单个经理所承担的责任就有限。

从单个的投资者来讲，从众行为是理性的，但从整个社会的观点看，从众行为是无效的。从群体心理学的角度来说，当证券市场相对平静，投资者的关注点相当分散且情绪比较稳定时，投资者没有心理活动的一致性。但是一旦市场受到强烈刺激，如受到所谓空前利好消息的刺激或空前恐慌消息的刺激时，投资者的关注点则立即集中起来，并且情绪相当激动。这时投资者就形成了一个心理群体。此时即使是分散在其他各个信息终端上的投资者，也可能会迅速加入这个心理群体。当人群构成心理群体时，由于理性个性的丧失，群体成员无法将由理性个性所支配的智能相叠加或组合。同时由于非理性个性的增加，群体成员只能把由非理性个性所支配的愚笨相叠加或组合。因而，该群体作为一个整体在决策或行动时所表现出的智能水准，将远远低于该群体成员在作为个体决策或行为时所表现出的智能水准。这就是著名的勒旁“心理群体整体智能低下”定理——心理群体的整体智能要远远低于群体成员的个体智能。在充满利益角逐的证券市场上，人类出于对金钱的渴望，更容易形成整体智能低下的心理群体。我国证券市场中的“跟庄”现象可以形象地展示这一过程。主力坐庄，一般要经过所谓的“试盘、吸货、洗盘、突破、拉升、出货”等阶段，其中“突破”可与“情绪激发”相对应，“拉升”可与“情绪传递”相对应，“出货”可与“建议接受”相对应。因此，在散户投资者形成一个心理群体，并接受与“庄家”有着千丝万缕联系的证券分析师的建议时，“庄家”已顺利出货了。这就是“散户”斗不过“庄家”的群体心理学解释。由于心理群体中所有成员的情感与观念都被统一到—个方向，理性化的个性成分也都被消除，因此他们具有自愿服从他人意愿的强烈倾向。

### 三、从众行为对证券价格的影响

从众行为很大程度上影响着市场的变动。耶鲁大学的Robert J. Shiller (1987)主持了一项调查，调查的对象为近900名经历了1987年大跌的投资者。一个有趣的调查结果为25%的投资者认为，暴跌是由于投资者非理性行为引发的。当问及暴跌的主要原因是经济基本面的因素，如公司利润或利率，还是心理因素时，2/3的投资者回答是心理因素，而不是经济原因。Shiller研究的结论是：在市场大跌时，与投资者最相关的信息是下跌的股票价格，投资者并非关心公司基本面的变化，而是随着股价的下跌，投资者更多地采取从众的策略，从而导致股价的进一步下跌。

在证券市场上，有三个行情阶段最易引起投资者的从众行为：一是上涨期，当股票价格上涨时，投资者纷纷购入，此时股市人气旺盛，一片利好景象。身处其中的股民被市场强烈的买气所感染，于是群起跟风，盲目跟进；二是下跌期，股民人心惶惶，此时的盲目从众会导致群体溃逃，投资者集体抛出股票，割肉清仓；三是盘整期，此时行情难测，股民们迷茫不安，也易产生从众行为。个人的这种理性行为的集体后果却是完全有悖于每个人利益的，抢购促使商品（股票）价格加速上涨；储蓄（抛售股票）会加深市场（证券市场）未来的萧条，从而使经济的正常波动急剧失衡，甚至滑入危机的深渊。这种现象可以称之为“理性的无知”或“集体的非理性行为”。

中国证券市场价格波动可以用心理群体的从众行为来加以解释。当投资大众经过情绪激发、情绪传递、建议接受三个阶段形成心理群体后，其作为一个整体的行为就必然具有强烈的冲动性、服从性和极端性。服从性引发了投资者争相抢购或抛售证券，导致证券市场中的各种证券在价格上同涨同落（即趋同性）；冲动性和极端性又使投资者的抢购或抛售行为往往超过必要的限度，导致证券市场剧烈的价格波动（即震荡性）。因此，作为一名投

资者，如果他想避免成为任何一个投资心理群体中的一员，最关键的是避免自己的情绪波动，也就是对“情绪激发”环节的控制。只有控制住自己的情绪，才能避免人群情绪对自己的感染，也才能进一步避免任何外来建议的暗示或控制。当然，投资人注意对“情绪传递”环节和“建议接受”环节的控制，也有助于加强对自己情绪波动的控制。

### 四、结论和启示

证券投资者的从众行为是市场上的普遍现象，而这种从众行为又会很大程度上影响着股价的变动。证券交易是一种“零和博弈”，因此“市场一定会用一切方法来证明大多数人是错的”。投资者应特别警惕由从众行为所形成的决策方向和行为方向。在证券市场的情绪控制（情绪高度兴奋或极度压抑）阶段，往往就是市场的重大转折阶段。这时的投资者为情绪所控制，形成了心理群体，而该群体所达成的共识不可能是建立在高智能基础上的决策，因此其行动方向也常常是不正确的。

中国的证券市场素有“政策市”之称，政策变化常常左右着中国证券市场的走势，成为中国证券市场系统性风险的重要来源之一。证券市场管理部门既不愿看到股市暴涨，也不会坐视股市长期低迷，因此对证券市场的调控一般而言是逆技术走势的。考察中国证券市场价格的历史走势，我们会发现在重要的顶部或底部区域，消息面上总是伴随着一些重要的股市政策出台。从投资者的角度来看，应当正视中国“政策市”的出现有很大的必然性。我国证券市场属于发展的初级阶段，其不成熟性主要表现为价格波动具有强烈的心理性特征，当市场价格波动影响到国民经济健康发展和社会稳定时，政府调控措施的出台也属必然。政府的“救市”和“压市”行为往往与投资者群体的心理状况相对，因此，投资者可以通过分析市场心理状态来预测政策的出台，进行积极的逆向操作。

(下转95页)

[摘要]完善的内部控制体制是银行优良经营的前提,也是保证金融体系稳定健康运行的基础。但从最近几年银行系统实际工作来看,银行系统内控制体制还存在着诸多问题,严重影响了内控制度作用的发挥。文章通过对一些最新金融案件的剖析,提出了若干关于银行系统内控制体制改革的新路子。

[关键词]银行系统 内控 现状 新思路

# 探析我国银行系统的内控 漏洞及改革新思路

□ 钟俊 唐仕能

近年来,随着金融自由化程度的提高和金融创新步伐的加快,国内金融市场上由于疏于监管、内部控制不到位而造成的金融丑闻事件屡见不鲜。金融犯罪案件的频频发生,有其一定的必然性。它暴露出当前银行系统在内部控制和风险管理方面存在一些迫切需要解决的问题。

## 一、近年我国银行系统重大经济犯罪事件的典型案例。

(一)烂尾楼骗贷中行6.4亿,北京分行副处长开门揖盗。

2000年12月至2002年6月间,中国银行北京分行零售业务处副处长徐维联,与北京华运达房地产开发有限公司相互勾结,在向中行申请办理“森豪公寓”按揭贷款的过程中,先后以员工名义,用虚构房屋买卖合同、提供虚假收入证明等手段套取按揭贷款及重复按揭贷款,共计从中行北京分行申请按揭贷款199笔,涉及公寓273套,形成风险敞口6亿多元。中行此次的“森豪公寓”骗贷案,可谓展示了一起经典的骗贷操作,并且数额特别巨大。今年3月初,北京市检察机关已立案展开调查,并将涉案的几个关键人物邹

庆、徐维联、孔卫东和战军等人正式逮捕。目前,此案正在进一步审理中。

(二)农行包头分行骗贷亿元,造成重大违法经营案件。

2004年,在银监会的统一部署下,各级银监局组织开展了对辖区内银行系统担保贷款的现场检查。包头银监局在对中国农业银行包头市分行进行现场检查中发现其所属的汇通支行、东河支行在办理个人抵押贷款和贴现业务中,个别工作人员与信用社及社会不法分子相互勾结,骗取银行贷款,已查明涉案资金累计98笔,金额11498.5万元。内蒙银监局依据《中华

(上接94页)

### [作者简介]

王淑臻(女),厦门大学经济学院金融系研究生,北京市供销学校讲师;田禾,厦门大学经济学院金融系研究生,北京市商业学校讲师。

### 参考资料:

- (1)周战强,行为金融理论与应用[M],清华大学出版社,2004
- (2)饶育蕾、刘达锋,行为金融学[M],上海财经大学出版社,2002
- (3)彭浩东、黄惠平,证券市场中错误投资心理透视[J],经济师,2002(02)
- (4)扈文秀、席酉民,从众行为与投机泡沫的关系研究[J],系统工程理论与实践,2001/07(%)曹国华,从众行为理论及其创新[J],经济学动态,1998(1)

[责编 小芳]