

基于投资者关系的投资者行为 国外理论研究综述^{*}

吴 政

摘要:随着市场经济的不断发展壮大,投资者投资行为促使资本市场的不断成熟,资本市场中的资金是投资者角逐的对象,投资者在以利益最大化为前提下,做出各种投资决策,本文分析的是基于投资者关系的投资者行为,以国内外研究作为出发点,首先分析了投资者的行为理论,再对投资者行为做出讨论,最终总结出投资者投资行为的影响因素。

关键词:投资者;市场经济;股票;理性投资

中图分类号:F830.593

国内外对投资者关系的研究很多,研究投资者的行为及影响因素能够使资本市场稳定,因为资本市场受到投资者决策的影响而将产生变动,同时,投资者的决策是公司发展的主要动力,公司发展也离不开资本市场的支持,三者呈现出相互制约、相互获利的关系。如何获得更多的投资者的投资是公司发展的重要因素。因此,对于投资者投资行为的研究十分具有现实意义。

一、投资者行为理论

原有对投资者行为的理论假设性认为,投资者在做投资决策时以自身利益最大化为前提,投资者完全有能力对投资信息进行客观评价、准确投资,投资无偏差,属于完全理想型的理性投资。而现实的投资过程十分复杂,对信息的评价不够具体,理想化的理性投资无法真正实现,假设性不能成立。投资者的决策通常包含两种层面,即理性投资和非理性投资。目前,对投资者投资行为研究愈加丰富,更过的投资行为被发现。

从以往的研究中发现,投资者的行为受到多方面的影响,既包括自身的情绪、性格等主观方面的影响因素,也包括外界制度、文化等客观方面的环境影响,各方面的影响因素最终影响着投资者的决策过程,干预投资者的最终选择。国外研究理论认为,投资者在决策时并非完全理性投资,

也可能由于自身对外界因素的理解不完整、信息判断不准确等受到影响^[1]。每个投资者的决策与判断的思想活动均是建立在人的情感、需求和投资经验的基础上,并不是完全建立在计算和逻辑基础之上,这是由于投资者的能力有限,包括对信息的收集、加工、分析、理解、存储及计算等能力,另外,市场上的信息不对称也是影响投资者投资决策的一大重要因素,投资者获得市场的信息可能是虚假的、不完整的或滞后的,这与投资者以自身利益最大化的原则产生偏差,投资者的信息是影响最终决策的关键。国外学者 Kahneman 提出了投资者的前景理论,前景理论与以往的理性投资理论的决策框架不同,前景理论的框架具有表征性、描述性的决策特点,前景理论中能够充分展示出投资者投资决策的复杂性和不确定影响因素,这正符合了投资者在做投资决策时的真实想法。同时,理论中还提出,投资者在判断投资时通常会使用启发法,启发法的不足之处是会造成对投资的认知偏差,在现实投资中,投资者的行为偏差是影响投资决策的重要因素,这些偏差更多体现出投资者的非理性投资行为,这也是传统假设性投资中无法解释的一种观点。

二、对投资者行为的国内外研究

本部分主要从三个方面进行论述。

^{*} 吴政,厦门大学经济学院。

地址:福建省厦门市思明区思明南路422号厦门大学经济 邮编:361005

（一）投资者行为决策过程的国内外研究

国外对投资者投资决策的研究使用了BSV模型进行研究。专家Barberis使用BSV模型来解释投资者投资决策对市场价格变化的影响，这种影响导致了市场价格偏离。模型中体现，投资者在进行投资决策时出现的偏差属于保守性偏差，BSV模型以保守型偏差作为基础，对如何影响市场价格作出了分析。Daniel利用DHS模型对投资者行为作出分析，解释了市场股票回报率的短期连续和长期反转情况^[2]。模型中认为市场中的投资者对信息的掌握有两种，有信息和无信息。有信息的投资者在判断中出现的偏差是自身对信息的掌握不够全面，无信息的投资者在判断中出现偏差是对自身的过度自信和缺少自我归因，过度自信使投资者对股票的价值产生错误性判断，降低投资决策的准确性，缺少自我归因会使投资者低估市场信息对股价的影响。针对以上两种研究模型，Hong提出了HS模型将研究的重点放在投资者的投资机制上，模型中将投资者分为消息观察和动量交易两类。由于以上三种模型都假设投资者提出预测时是非理性的决策，因此投资者出现的偏差可以看做是投资者的直觉偏差。

（二）投资者行为与类型的国内外研究

投资者的投资决策受到投资目的的影响，投资目的的不同将市场中投资者分为三类：一般投资者、社会投资者和理性投资者三种^[3]。一般投资者和社会投资者在理论上更倾向于个人回报，将社会利益和社会环境作为一个整体，而后者理性投资者则更倾向于根据市场投资理论中寻找合理的市场回报性投资。上述三种投资者类型在投资决策时都将依据市场中的信息来做决定，而一般投资者和社会投资者更注重市场未来的发展方向及其他各类非财务信息，理性投资者更注重有关于市场价格、公司财务等方面的财务信息。在长期的研究中表明，随着现代社会的不断发展，投资者的投资决策在非财务信息方面的重视逐渐增多，这类信息对投资者长期、稳定的回报有积极的作用^[4]。

（三）投资者行为对市场影响的研究

资本市场中的融资渠道是影响公司发展的重要因素，由此来看，市场波动与公司发展有着密不可分的联系，同时，投资者的投资行为是影响市场波动的一大重要因素，这三种角色相互制约、相互获利。从投资者的投资行为对市场影响中来

看，投资者的股票购买能力是影响股票市场波动的主要因素，可以看出，个人投资者与机构投资者相比较，机构投资者具有更高的投资能力，投资者的“羊群”行为会扩大股价的波动力度；从投资者行为对市场效率的影响中来看，投资者认为通过以往价格和收益能够预测市场效率，而这种预测通常是投资者过分自信导致的一个心理倾向，对市场效率的错误预测会损害市场效率；从投资者行为对股市的稳定性影响中来看，投资者频繁的买卖股票使股票的变化偏离正常波动区间，这势必将会引起股市的波动，从而影响股市的稳定性。

三、投资者行为决策的影响因素

投资者内部影响因素可分为投资者的情绪、过度自信、风险规避程度、自身偏好及自身能力等方面的影响。在资本市场中，投资者通常以主观理解来作出投资决策，以自己的想当然为基础，对市场波动、变化趋势等做出的主观预测和心理评价。主观预测是通过投资者与环境之间产生的互动结果，这一过程不但受到市场变化的影响，还会受到投资者与市场双重理念方面的影响^[5]。当投资者的投资决策有很多种选择时，以投资动机来看，投资者的投资决策又将倾向于自身的感情、机遇、兴趣等方面。可见，投资者的投资决策受到多方面的影响。

（一）情绪影响

情绪影响已经被归类为一种情绪上的认知偏差，这种认知偏差也是长期对公司绩效期望的一种偏差。在投资市场中来看，投资者情绪将会影响回报率，投资者情绪可以分为两种，第一代表性启发，代表性启发是指投资者倾向根据以往投资来出现的判断概率；第二保守性，保守性是指投资者未根据市场变化情况来及时修改已增加的危险性因素，这造成了投资者的反应过度或反应不足^[6]。

此外，情绪还会影响投资者对资产的客观评价，当市场回落时，投资者容易产生消极情绪，对公司的未来发展及市场变化也产生悲观情绪，从而放弃投资或低估公司的盈利能力；但当市场活跃时，投资者的情绪高涨，会对市场及公司的未来发展呈乐观状态，从而以自身能力积极介入市场中，并以高涨的情绪评估公司股价。情绪影响下的投资决策不是一种理性投资。

（二）过度自信

过度自信是指投资者在做出投资决策时将不确定的事件以“自以为”的形式给予评估，这种评估过于自信，通常是每个投资者的共性，只是自信的程度不同而已。投资者的过度自信程度与其面对的投资决策难度存有较大的关联性，难度越大，自信程度越高^[7]。对于过度自信，投资者更愿意主动承担以此造成的风险，这种行为可能会造成投资者的过度交易，交易过多或频繁操作容易使投资绩效降低。

（三）风险规避程度

投资者对风险规避程度和对风险的认识能够影响投资者的投资决定。投资风险中可以将投资者分为三类：风险厌恶者、风险追求者和风险中立者。

风险厌恶者是指当出现风险时，投资者首先呈现厌烦心理，及时风险有益也不愿承担风险结果；风险追求者是指投资者在投资决策中较为倾向于存在风险的投资，认为风险越大、收益越大；风险中立者认为投资中的风险必不可少，不用过度回避也不去积极争取，呈中立的态度面对投资的回报，并且在投资选择时，可能会尽量选择风险小的投资^[8]。

（四）自身偏好及自身能力

经研究显示，大部分投资者会将投资资金投给国内证券，投资者的投资更倾向于文化、语言、距离与自身相符的公司，这种偏好的产生会降低投资者对利益的重视，从而影响投资行为。另外，投资者的自身能力也将影响投资行为，投资者的计算能力、分析能力、心理素质等方面都是影响投资行为的因素，对于机构投资者而言，大部分愿意选择金融分析师，依赖他们的专业知识及投资经验。而对于个人投资者而言，专业

性及能力均有限，投资决策的科学性也将大大降低。

四、结论

投资者在投资行为上会影响市场波动和效率性，如果从单一公司个体来看，投资者对股票的交易会对公司发展产生冲击，研究投资者的行为是减少公司及市场的负面影响。本文从投资者的投资行为理论入手，通过总结国内外研究现状，对投资者的投资行为进行分析，只有充分的了解投资者的行为及心理需求，才能够更好的帮助投资，最终实现减少投资者对市场波动的影响。

参考文献：

- [1] 宋萌萌. 基于中小股东保护的投资者关系管理绩效评价研究 [D]. 长沙: 湖南工业大学, 2013.
- [2] 林炳灿. 基于投资者情绪的网络舆论对股票价格影响的统计研究 [D]. 成都: 西南财经大学, 2013.
- [3] 田惠子. 审计意见信息含量对投资者和债权人决策的影响研究 [D]. 成都: 西南财经大学, 2011.
- [4] 赵紫英. 基于关系稳定的基金客户动态市场细分与营销策略研究 [D]. 武汉: 武汉大学, 2012.
- [5] 宋海旭. 基于投资者视角的上市公司多元化战略对企业价值的影响研究 [D]. 哈尔滨: 哈尔滨工业大学, 2013.
- [6] 郭璐. 融资偏好视角下中小投资者利益保护机制与对策研究 [D]. 开封: 河南大学, 2013.
- [7] 王义华. 我国农林上市公司的治理、价值与机构投资者行为关系研究 [D]. 南京: 南京林业大学, 2012.
- [8] 滕莉莉. 报酬激励与持基激励对基金管理人不当行为治理的研究 [D]. 广东: 华南理工大学, 2013.

(编辑周蕾)