

资本市场中投资者羊群行为的心理机制及其影响因素

蒋多¹ 徐富明^{1,2} 陈雪玲¹ 刘腾飞¹ 张军伟¹

(¹华中师范大学心理学院暨湖北省人的发展与心理健康重点实验室, 武汉 430079)

(²中国科学院心理研究所, 北京 100101)

摘要 资本市场中投资者的羊群行为是资本市场上的一种典型现象,它是指在不确定情境中,投资者在相同时间段内模仿他人进行投资决策的行为。通过比较羊群行为与从众行为发现,两者存在本质区别。目前,大量研究从社会影响、认知机制以及进化机制三个方面深入分析羊群行为的形成原因。此外,研究还发现,情境的不确定性、市场环境、群体内部一致性程度、个体的情绪与动机对投资者的羊群行为都会产生一定的影响。在总结相关研究后发现,羊群行为具有其自身独特的信息加工模式。未来关于羊群行为的研究应该从探索专家羊群行为的信息加工方式,提高研究的外部效度,探索认知神经机制,进行跨文化研究和探讨羊群行为与人格之间的关系等五个方面展开。

关键词 资本市场;羊群行为;心理机制

分类号 B842: C93

当前,我国资本市场发展迅猛,证券投资正逐步成为中国人经济生活中的重要组成部分。资本市场中投资者的羊群行为是资本市场上的一种典型现象。深入分析资本市场中投资者羊群行为的心理机制及影响因素对于有关部门制定相关政策措施,推动我国资本市场的稳定发展具有非常重要的现实意义。

1 羊群行为的定义及其性质

羊群行为(herd behavior)本意是指动物(牛、羊等)成群移动和觅食。后来这个概念被用来描述人类在资本市场中出现的一种典型现象。目前,关于羊群行为的定义有多种:Lakonishok, Shleifer和Vishny (1992)认为羊群行为是指投资者在相同时间段内与其他投资者购买或出售相同的股票。Bikhchandani和Sharma (2001)认为羊群行为是指投资者在交易过程中学习或模仿其他投资者,在相同时间段内买卖相同的股票。综上所述,羊群行为是指在不确定情境中,投资者在相同时段内模仿他人进行投资决策的行为。

总结羊群行为的相关研究,我们发现羊群行为有其自身的性质。首先,羊群行为普遍存在于

人类的社会生活中。有研究者 in 企业管理活动中发现羊群行为。例如, Oberholzer-Gee (2008)对企业中负责招聘的工作人员进行研究,发现这些工作人员拒绝招募长期失业的员工。因为他们推测其他企业也拒绝招募这类员工,由此表现出羊群行为。此外,个体在消费决策中同样表现出羊群行为,台湾学者Chen (2008)在对个体网络购书行为进行研究后发现,个体倾向于购买其他人评价较高或者销售量较大的书籍,表现出羊群行为。其次,专家和新手都会表现出羊群行为。Welch (2000)曾对股评专家的羊群行为进行研究,他给股评专家提供了1989~1994年共6年的金融评论信息,让这些股评专家根据这些信息做出买卖金融资产的决策。研究表明,股评专家也会表现出羊群行为,他们会根据主试提供的评论进行投资决策。宋军和吴冲锋(2003)对中国的股评专家进行研究也得到了相同的结论。第三,羊群行为具有跨文化的一致性。众多对美国投资者投资行为的研究表明,生活在美国文化传统中的投资者普遍存在羊群行为(Quiamzade & L'huillier, 2009; Andersson, Hedesström, & Gärling, 2009)。Caparrelli, D'Arcangelis和Cassuto (2004)对意大利资本市场中投资者的研究也发现了羊群行为。Uchida和Nagawa (2007)在对日本的证券市场进

收稿日期: 2009-10-12

通讯作者: 徐富明; E-mail: fumingxu@126.com

行研究后,发现日本证券市场中的投资者普遍表现出羊群行为。陆剑清(2007)对中国股民的羊群行为进行研究,得到了相同的结论。这些结果表明羊群行为具有跨文化的一致性。

2 羊群行为与从众行为的异同

通过对资本市场中投资者羊群行为的定义进行总结,我们发现投资者的羊群行为与从众行为有类似之处,两者存在一定的联系。从众(conformity)指的是当个体在面对不确定情境的时候,通过改变自己的观念或行动,与群体的标准保持一致的行为倾向。而羊群行为也是个体在资本市场中面对不确定情境的时候,受到资本市场上其他个体的影响而表现出来的行为。因此,羊群行为和从众行为都是个体在面对不确定情境的时候,受到其他个体观点的影响而表现出来的与他人或者群体保持一致的行为。虽然羊群行为与从众行为具有类似的外部行为表现,但是两者存在本质上的区别。

首先,羊群行为和从众行为的产生根源不同。羊群行为主要是由于资本市场的信息不对称给投资者带来的压力造成的。在资本市场中,投资者不可能完全掌握市场中其他个体的信息,因此他们只能通过观察其他投资者的投资行为来推测其他投资者所掌握的信息。当其他投资者的投资决策与自己不同的时候,他们会认为其他投资者掌握的信息更加权威,由此导致他们改变自己的决策,与其他个体投资者保持一致。而从众行为是因为个体感受到社会或者群体规范带来的压力而表现出来的。例如,Asch(1955)进行了一项从众行为的经典实验,要求被试从三条线段中挑出一条与标准线段长度相等的线段,在被试报告结果之前,假被试(实验助手)都会首先给出错误的报告。实验结果发现,当被试报告他们的结果时,如果给出错误报告的假被试越多,被试就越会倾向于与假被试保持一致,表现出从众行为。Gardikiotis, Martin和Hewstone(2005)通过实验进一步证实了该结论,他们用形容词“large”和“small”来描述群体内部一致性程度,结果表明“large”条件下将引发被试出现更多的从众行为。由此可见,群体规范的压力是导致个体产生从众行为的直接原因。

其次,资本市场中投资者的羊群行为是投资者在与其他投资者进行博弈的过程中为了节约

成本而采取跟随策略所导致的结果。在资本市场上,投资者为了规避投资风险、追逐投资利益,会采取相应投资策略进行博弈。一般而言,市场中的投资者采取的投资策略主要包括两种:其一是自己通过分析相关信息做出投资决策,其二是跟随其他投资者做出投资决策。投资者为了使自己的收益达到最大化,会尽可能的采取最优策略以节约投资成本。例如,在散户和机构投资者之间的博弈过程中,如果机构投资者在充分分析信息后做出决策,此时,散户采取跟随机构投资者的策略能够最大化节约投资成本,由此形成了散户的羊群行为;在机构投资者之间的博弈过程中,投资经理人为了维护自身的声誉和获得最大报酬,都会采取跟随策略,表现出羊群行为。而从众行为并非表现为个体之间的动态博弈,而仅仅是个体的简单跟随行为。

再次,羊群行为和从众行为导致的结果不同。资本市场中投资者的羊群行为往往会对国家甚至是国际金融体系的安全造成无法估量的巨大影响。投资者的羊群行为往往会使股票价格急剧上涨或者下跌,形成价格泡沫。因此,大量投资者的羊群行为会进一步加剧市场的风险,不利于资本市场的稳定发展,甚至造成国家金融体系的崩溃(Avery & Zemsky, 1998)。而从众行为只是个体为了寻求外在的认同感而表现出的行为,一般不会造成恶性后果。

3 心理机制

在资本市场中,由于情境的不确定性会给投资者的投资带来一定的风险,因此投资者出于规避风险、节约成本以及获得利益的目的,倾向于采取与他人一致的行为。基于此,众多心理学家从社会影响、认知机制以及进化机制三个方面探讨了羊群行为的产生原因。

3.1 社会影响理论

Latané(1981)提出了社会影响理论(social influence theory)。该理论认为社会或者群体中个体的观点会受到他人观点的影响。个体受到他人观点的影响主要有两个原因:社会规范的影响和信息的影响。社会规范影响是指社会中的个体需要服从某种规范,从而导致群体中个体的行为趋于一致;信息影响是指个体认为其他人的行为能够提供十分有用的信息,因此个体为了做出正确的决策,会关注他人的行为,受到他人影响。显

然,在资本市场中,投资者表现出羊群行为就是由于个体希望通过观察其他投资者的投资行为以了解更多的相关信息,并在获利动机的驱使下模仿其他投资者的投资行为所导致的。据此可知,资本市场中的羊群行为是一种基于信息影响的社会影响过程。Andersson, Hedesström 和 Gärling (2009)通过实验验证了社会影响能够导致羊群行为的发生,他们要求被试根据当前股票的价格和其他人对股价的预测,对五支股票的未來走势进行预测。结果发现,个体对股票价格的预测明显受到他人观点的影响,并且倾向于与他人的预测保持一致,表现出羊群行为。

3.2 认知机制

在个体的认知系统中,早期的注意及后期的信息加工在羊群行为的产生过程中都起着重要的作用。由于个体的认知资源是有限的,所以个体会节约自身在决策过程中所投入的认知资源。Kameda 和 Nakanishi (2003)对个体行为的成本与收益进行分析,发现个体是否表现出羊群行为与搜集信息的成本有关。当搜集信息的成本较低的时候,个体倾向于自己搜集信息,加工信息并形成决策;当搜集信息的成本较高的时候,个体偏好关注其他个体的决策行为,并与他们的行为保持一致以节约成本。事实上,投资者投入的成本不仅包括经济成本,还包括投资者在决策过程中所投入的认知资源。因此,投资者为了节省认知资源倾向于跟随其他投资者,从而产生羊群行为。

3.2.1 注意

个体认知资源的有限性首先体现在注意上,因为个体只有先注意到情境中的某些信息,才能对这些信息进行更深层次的加工。Kahneman 早在 1973 年就指出个体的注意资源是有限的,因此投资者不可能注意并加工所有的信息以达到最优决策,而只能选择性的注意某些信息。当投资者面对不确定情境时,他们必须尽可能多地搜集线索以利于自己形成最终决策。此时,大众或者专家的投资行为就成为投资者搜集决策线索最重要的信息来源。因此,资本市场中的投资者在搜集相关决策线索的时候会更多的关注情境中某些热点信息,尤其是大众或者专家的决策信息,并形成与大众或专家相似的信念(Shiller, 2000)。因为这样不但能够获得投资者想要的信息,

以利于自己形成决策,还可以节省自身认知加工的成本,使收益达到最大化。

3.2.2 启发式加工

人类在信息加工的过程中为了克服认知系统的局限性,在进化过程中形成了一套有利于自身快速加工信息的信息加工方式。在决策过程中,个体只需要利用这种简单的信息加工方式即可进行决策,这种信息加工方式就是人类在进化过程中形成的启发式(heuristic)。这种启发式能够帮助个体以最简单快捷的方式完成对信息的加工。在资本市场上,当投资者缺少与任务相关的知识,且认知资源又有限的时候,投资者就会采用启发式完成对信息的加工。在对资本市场中投资者的羊群行为进行研究后,研究者发现投资者一般会采用两种启发式:一致性启发式(consensus heuristic)和能力启发式(competence heuristic)(Quiamzade & L'huillier, 2009)。前者是指因为投资者认为大众的决策是正确的,因此接受大众的观点;后者是指因为投资者认为专家是更加有能力的,因此接受专家的观点。正是个体在决策过程中经常采用这两种启发式才导致资本市场中的投资者表现出羊群行为。

这两种启发式的实质是人类认知系统中所存在的因果图式。在现实生活中,人类总是力图对身边的事件以及自己的行为给出明确的解释,因此形成了一种因果关系模式来组织事件,人类的这种因果关系模式就是人类认知系统中的因果图式(Tversky & Kahneman, 1982)。在资本市场中,投资者会观察其他投资者的投资行为,并将其他投资者的投资行为作为一种信息来源。当投资者观察到资本市场中多数人投资某项资产,他们会认为这些人肯定掌握着某些信息,或者认为集体的智慧大于个人的智慧,所以他们倾向于选择与大众保持一致。当投资者观察到股评专家的投资行为或者评论,他们会认为专家的信息更加权威,从而会选择与专家的行为保持一致。

3.3 模仿策略

根据羊群行为的定义,我们发现羊群行为的本质在于投资者对他人决策的模仿(imitate)。从进化的角度而言,这种模仿是具有积极意义的:能够使个体远离风险。在远古时代,个体通过这种模仿策略能够降低不确定情境所带来的风险。例如,个体通过模仿习得哪些食物是有毒的。因

此这种模仿策略有利于个体更好地适应环境,因而具有重要的进化意义,所以这种模仿策略作为自然选择的产物被保留下来(Kameda & Nakanishi, 2003)。而资本市场正是一种典型的不确定情境,在这种情境下,个体倾向于运用这种模仿策略降低不确定情境对自己的威胁,由此产生了羊群行为。

对投资者运用模仿策略产生的羊群行为也可以从进化博弈论的角度进行说明。进化博弈论是Maynard和Price于1973年在结合进化论和经典博弈论的基础上提出的。进化博弈论认为人类在进化过程中能够通过学习习得较好的策略,并将这种策略稳定的遗传给子孙后代,使之保存下来。沈小燕(2008)在采用进化博弈的原理探讨投资者的羊群行为的形成机制时发现,在资本市场上,由于报酬的外在性,机构投资者之间会为了获取更高的利益而相互模仿;个体投资者之间为了节约搜集和处理信息的成本等而相互模仿。因而模仿策略成为资本市场上的投资者行之有效的策略,而羊群行为正是投资者之间相互模仿的结果。

4 影响因素

影响羊群行为的因素有很多。一般而言,投资者表现出的羊群行为既受到投资者所处的外部情境的影响,也受到投资者自身因素的制约。因此,研究者主要从情境因素和个人因素两方面对投资者羊群行为的影响因素进行探讨。

4.1 情境的不确定性

投资情境的不确定性包括情境的风险性和模糊性,投资情境的风险性和模糊性都会对投资者的羊群行为产生影响。首先,资本市场存在风险性。投资者为了规避风险,倾向于与大众的决策行为保持一致。Kameda和Tamura(2007)在研究人类行为的过程中发现,在风险程度较高的情境中,个体表现出较多的羊群行为,而在风险程度较低的情境中,个体倾向于根据自己的信息加工结果形成决策,表现出较少的羊群行为。Quiamzade和L'huillier(2009)在研究中给被试呈现股票和无风险债券两种金融产品。结果发现,在股票投资决策中,被试表现出羊群行为,而在无风险债券的投资决策中却几乎不表现出羊群行为。据此可知,在高风险的情境下投资者更加倾向于模仿他人的决策行为;而在低风险情境下,

投资者倾向于根据自己的信息加工结果进行投资决策。

其次,资本市场具有模糊性。模糊性是指资本市场中某些投资结果的出现并不具有精确概率。资本市场的这种模糊性与投资者的羊群行为有着密切的联系。Cosmides和Tooby(1996)提出频率主义假设(frequentist hypothesis),他们认为个体的认知系统在进化过程中是被设计为加工频率信息的,对以概率形式表征的信息进行加工时,个体一般会出现偏差,而对于模糊概率的事件,个体的加工显得更加困难。因此,对于模糊概率的事件,个体的认知系统很难正确地加工,更加不能凭借模糊概率来做出决策。这就可能导致个体在投资过程中规避这种模糊概率事件。Ford, Kelsey和Pang(2005)首次将模糊规避引入到羊群行为的研究中,证明了模糊规避与羊群行为之间存在高相关。董志勇和韩旭(2008)进一步研究了模糊规避与资本市场中投资者羊群行为之间的关系。结果表明,股票价值分布的模糊性直接影响资本市场上羊群行为发生的概率,模糊性越强,个体越倾向于模糊规避,进而羊群行为的发生概率也就越高。由此可见,资本市场的模糊性也是引起资本市场中投资者羊群行为的因素之一。

4.2 市场环境

资本市场的投资环境也是影响羊群行为的重要因素,具体表现为资本市场中投资主体的构成、信息披露机制、市场监管力度,政策干预等对羊群行为造成的影响。廖海波(2003)对我国资本市场中投资者的羊群行为进行研究,结果发现,我国投资者普遍存在羊群行为,其程度明显高于美国等成熟资本市场上的投资者。这一结果是由我国资本市场所具有的特点所造成的。我国资本市场具有以个人投资者为主体,市场监管力度缺乏,政策干预频繁等特点,从而形成了适合发生羊群行为的市场环境。

首先,我国资本市场以个体投资者为主体,而在美国等较为成熟的资本市场中则是以机构投资者为主体。个体投资者由于自身条件的限制,在信息的获得速度和质量方面都不如机构投资者,并且信息加工能力也不及机构投资者,所以个体投资者获得的信息噪音较大。因而个体投资者往往不相信自己所掌握的私人信息,而更加重

视其他投资者的信息,从而表现出羊群行为。

其次,我国资本市场信息披露机制的不完善和监管手段的缺乏,致使有些投资者为了牟取暴利而进行内幕交易或者隐瞒真实信息,进而导致市场中投资主体之间存在严重的信息不对称。在这种环境中,投资者无法直接掌握别人的私有信息,但是他们可以通过观察其他投资者的行为来推断其他投资者所掌握的信息,并通过这种观察行为不断对信息进行校正,进而形成决策,表现出羊群行为(Lakonishok, Shleifer, & Vishny, 1992)。

再次,我国资本市场上投机行为盛行也会导致羊群行为频繁发生。Froot, Sharfstein 和 Stein (1992)指出,只有当关注某信息的投资者达到一定数量的时候,股票价格才能充分反应投资者所掌握的信息,投资者才能够规避损失或者赚取利润。但是我国资本市场投机行为盛行,投资者大部分是短线投资者,他们只关心价格的短期走势而忽略其他信息,导致他们更多地关注其他投资者的行为以了解相关信息,期望短期内抬高股票价格,获得最大收益。由此可知,正是因为我国资本市场上投机盛行导致羊群行为的频繁出现。

最后,由于我国资本市场上政策干预频繁,致使我国资本市场中频繁出现羊群行为。我国正处于新旧经济转轨时期,传统的计划经济模式与市场经济体制的冲突导致政府部门对资本市场频繁干预。在这种投资环境中,股价并不是市场主体自由竞争的结果。在这种体制下,投资者会对国家政策的制定方向产生依赖,一旦市场上某些投资者散布相关的政策信息,就很容易造成其他投资者采取跟随的策略,进而造成羊群行为的频繁发生。

4.3 群体内部一致性程度

群体内部一致性程度的高低会导致投资者采取不同的策略帮助自己形成最终决策。如果投资者处于高一致性的群体中,他们会倾向于模仿大多数人的决策,出现羊群行为。Andersson, Hedesström 和 Gärling (2009)的研究就证实,当投资者感知到群体内部一致性程度高的时候,投资者会模仿其他投资者的决策。在这个过程中,投资者的自信程度起到了关键的作用,这是因为群体内部的高一致性能够明显提高投资者的自信程度,而自信程度的提高会进一步激励投资者采

取与群体一致的行为(Budescu, Rantilla, Yu, & Karelitz, 2003)。

另外,当投资者感知到群体一致性较低的时候,他们会模仿专家的决策。这是因为如果投资者感知到其他投资者在面对相同的信息时做出的决策不一致,会降低对自己决策的自信程度。此时投资者希望能够找到其他的线索帮助自己提高自信程度并形成决策。如果此时投资者了解专家的决策,他们会认为专家拥有更加有价值的信息或者专家更加有能力,进而促使他们模仿专家的决策(Bonacio & Dalal, 2006)。由此可知,群体内部一致性程度是导致投资者表现出羊群行为的重要因素。

4.4 情绪

情绪对羊群行为的影响主要体现在其对个体的认知加工产生的影响。Tong, Tan, Latheef, Selamat 和 Tan (2008)研究发现,积极情绪的个体倾向于对信息进行启发式加工,而消极情绪的个体倾向于对信息进行系统加工。在资本市场上,投资者都会对收益产生很强烈的预期,这使得他们都处于积极情绪状态下,导致投资者过多运用启发式的加工策略,使得羊群行为在资本市场中频繁出现。

此外,预期后悔情绪也会影响投资者的羊群行为。经济学家认为投资回报能够为投资者带来一定的效用,而心理学家认为情绪同样能够为个体带来一定的效用,这种情绪效用能够影响个体的决策行为。后悔是指个体面对相同的决策信息时,由于意识到自己选择的结果不如另外一种选择时产生的消极情绪体验。在决策过程中,个体除了考虑自己获得的金钱报酬以外,还会考虑后悔的情绪体验,于是个体的决策会追求报酬最大化和后悔最小化,从而达到满意最大化。资本市场上的投资者一般会面对一种二元选择的情境:其一根据自己掌握的信息进行决策,其二跟随其他投资者进行决策。翁学东(2003)指出如果投资者根据自己掌握的信息进行决策导致损失,而其他人采取跟随策略却获利了,这就会导致个体后悔没有跟随其他投资者进行投资而产生强烈的负性情绪体验。但是如果投资者跟随其他投资者形成投资决策,即使该决策是错误的,他们也不会产生强烈的后悔体验,因为市场上的投资者都不会产生强烈的后悔体验,因为市场上的投资者都因为错误的决策造成了损失。因此投资者在进行

投资决策前为了避免决策后产生强烈的后悔情绪体验而倾向于与其他投资者的决策保持一致。

4.5 动机

个体在投资决策过程中的羊群行为主要是在三种动机的驱使下形成的。这三种动机分别是：个体希望与群体中的大多数成员保持一致的动机，认知闭合需要(need for cognitive closure)以及对控制感的需要。首先，投资者都希望与群体中的大多数人保持一致。由于群体是很多个体的集合，群体成员能够互相提供帮助以抵御风险。因此，个体希望与其他成员保持一致以使自己能够归属于某个群体，更好地抵御风险。Baumeister 和 Leary (1995)认为群体能够为投资者提供信息资源以帮助个体更好地生存。因此，个体希望能够与其他人保持一致，从群体中获得资源，以规避风险。而资本市场就是这样一种信息不对称而且有风险的情境，个体为了获得更多的信息资源以规避风险，会倾向于与群体中的其他成员保持一致。

其次，个体有认知闭合的需要。Kruglanski (1989)指出认知闭合需要是指投资者在面对不确定情境的时候希望以一种更加明确且简单的方式处理问题的动机。因为与不确定的情境相比，任何明确的答案都能降低不确定性带给个体的焦虑和不安。资本市场具有不确定性，个体在面对这种不确定情境的时候会倾向于首先寻找投资决策的线索，以利于自己快速对情境做出反应，这个时候大众或专家的决策就会成为一种有效的线索。投资者在得到线索提示后就会固执地坚持由这个线索产生的决策，而不做任何改变(Webster & Kruglanski, 1994)。据此可知，个体的这种认知闭合的需要也是影响投资者出现羊群行为的一个因素。

再次，个体都有控制自己周围环境的需要，

这种需要的满足可以给个体带来安全感。Burger 和 Lynn (2005)证实了个体可以通过盲目跟随的方式获得对不确定情境的控制感。资本市场上，投资者面对的是不确定情境，这种情境会给个体造成极大的恐惧和焦虑。为了克服这种不良的情绪，个体通常会采取与大众保持一致的行为方式提高自己的自信程度，从而满足控制自己周围环境的需要。

5 总结与展望

5.1 羊群行为的认知加工模型

在总结以往研究的基础上，我们发现投资者的羊群行为是投资者对资本市场的相关信息进行处理后的行为决策，只是这种决策是模仿他人形成的。那么，个体是如何对信息进行加工并形成最后的决策的呢？我们综合上述的形成机制及影响因素提出了资本市场中投资者羊群行为的信息加工模型(如图 1)。首先，个体感知资本市场的不确定性，这种不确定情境会给投资者带来一定程度的焦虑和恐惧，个体为了规避不确定性带来的焦虑和恐惧，他们会寻找有利于自己决策的相关线索。由于注意资源限制，大众或者专家的决策信息就成为最有效的线索。然后，投资者对注意的信息作进一步加工。人类对信息加工方式主要包括启发式加工和系统加工两种，由于认知资源有限，以及受到积极情绪的影响，投资者倾向于对信息进行启发式加工。进行启发式加工的投资者如果觉察到其他投资者的决策一致性程度较高，则在一致性启发式的作用下模仿多数派的决策，出现羊群行为(Andersson, Hedesström, & Gärling, 2009)。如果他们觉察到其他人的决策的一致性程度较低，则在一致性启发式的作用下模仿多数派的决策，出现羊群行为(Quiamzade & L'huillier, 2009)。

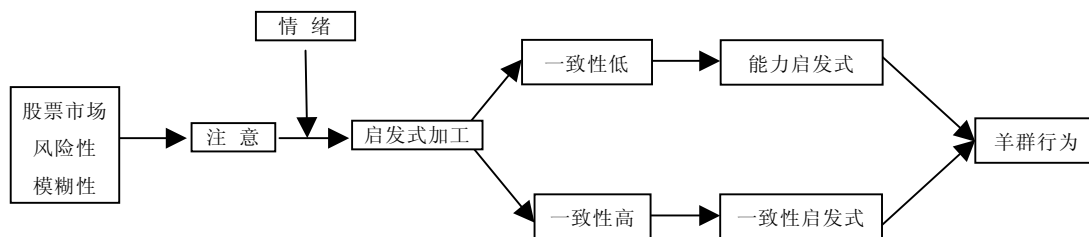


图1 资本市场中投资者羊群行为的信息加工模型

5.2 研究展望

在回顾和总结资本市场中投资者羊群行为的研究成果的基础上,我们认为未来关于资本市场中投资者羊群行为的研究应该围绕以下几方面进一步深入探讨:

第一,研究股评专家羊群行为的信息加工方式。股评专家拥有专业知识,因而能对市场信息进行系统加工,因此可以推测专家不容易出现羊群行为,但是有研究表明股评专家在投资决策过程中同样也会表现出羊群行为(Welch, 2000; 宋军, 吴冲锋, 2003)。既然专家能够对市场信息进行系统加工,为什么他们仍然会出现羊群行为?专家的羊群行为是采用的何种认知加工方式?这些问题还需要进一步研究探讨。

第二,提高对资本市场中投资者羊群行为研究的外部效度。目前对资本市场上投资者表现出的羊群行为,研究者主要通过建构数学模型对其进行研究,而相对较少地进行问卷研究、实验室实验或者现场实验。而且在为数不多的实验室研究中,被试也都选择的是在校大学生,而并非资本市场中的投资者(Quiamzade & L'huillier, 2009; Andersson, Hedesströn, & Gärling, 2009),其研究结论的外部效度很低,很难推广到真实的投资情境中。因此,未来对于投资者的羊群行为的研究应该结合实验室实验与现场实验等方法,而对于被试的选择,研究者应该选择资本市场中的投资者,以此来提高研究结果的外部效度。

第三,探索羊群行为的认知神经机制。近年来,随着脑成像等技术的不断发展和完善,对个体的社会行为的研究已经逐步深入到神经机制层面。Mason, Dyer和Norton (2009)运用fMRI对社会影响的神经机制进行研究,发现由信息造成的社会影响主要与尾状核(caudate)的激活有关。羊群行为作为由信息造成的社会影响的一种典型形式,可能与尾状核的激活有密切的联系。但是大多数研究者所使用的社会情境并非真实的投资情境,因此这些关于神经机制方面的研究只能作为羊群行为神经机制的间接证据,对于资本市场中的投资者表现出羊群行为的神经机制仍然需要进一步通过神经生理实验进行研究。

第四,对资本市场中投资者的羊群行为进行跨文化研究。文化心理学从20世纪60年代起开始蓬勃发展,该流派致力于从文化心理的角度寻

求对存在于不同文化中的个体的行为做出解释。尽管羊群行为具有跨文化的一致性,但是廖海波(2003)对中国资本市场中投资者的羊群行为进行研究,结果发现,中国的投资者存在明显的羊群行为,其程度显著高于美国等成熟的资本市场。该结论说明,不同的文化背景下会产生不同程度的羊群行为。但是,目前很多学者对此结果都是从市场环境等外部因素来对其进行解释,忽略了东西方文化心理差异的影响。Bond和Smith (1996)指出在不同的文化背景中,个体受到其他人观点影响的程度也是不同的:在集体主义文化中,个体更加容易受到他人观点的影响,而在个体主义文化中,个体更加倾向于自主进行决策,较少受到他人的影响。羊群行为也是投资者在受到他人观点影响后表现出的行为,因此未来对不同的文化背景下会发生不同程度的羊群行为的结论可以从文化心理的角度进行研究并给予解释。

第五,探讨人格因素对投资者羊群行为的影响。资本市场中投资者的羊群行为是在不确定情境下个体跟随其他投资者进行投资决策的行为。而人格因素对个体的决策过程会产生影响。例如,Nicholson和Soane (2005)的研究表明,个体在不同生活领域表现出的风险偏好与外向性、开放性呈正相关,与神经质、宜人性、责任心呈负相关。另外,很多学者将认知闭合需要也视为一种与认知有关的人格特质,这种人格特质能够对个体的信息加工方式产生影响。高认知闭合需要的个体更容易利用启发式的信息加工策略,而低认知闭合需要的个体倾向于对问题作深入思考(Webster & Kruglanski, 1994)。据此推测,投资者的羊群行为作为风险决策过程中出现的一种典型现象,可能与人格因素有着紧密的联系,但是目前关于人格与投资者羊群行为的相关研究还较为欠缺。因此,今后的研究还应将目光投向人格因素对羊群行为的影响,拓宽资本市场中投资者羊群行为的研究领域。

参考文献

董志勇, 韩旭. (2008). 模糊厌恶和羊群行为. *经济科学*, 2, 51-64.

廖海波. (2003). *中国证券市场羊群行为的实证研究*. 硕士学位论文. 重庆大学.

陆剑清. (2007). 关于我国投资者从众行为的实证研究. *心理科学*, 30(2), 431-433.

沈小燕. (2008). *投资者羊群行为的微观机理与元胞自动*

- 机模拟. 硕士学位论文. 广西师范大学.
- 宋军, 吴冲锋. (2003). 中国股评家的羊群行为研究. *管理科学学报*, 6(1), 68-74.
- 翁学东. (2003). 美国投资心理学理论的进展. *心理科学研究进展*, 11(3), 262-266.
- Andersson, M., Hedesström, T. M., & Gärling, T. (2009). Social influence on predictions of simulated stock prices. *Journal of Behavior Decision Making*, 22(3), 271-279.
- Asch, S. E. (1955). Opinions and social pressure. *Scientific American*, 19, 31-35.
- Avery, C., & Zemsky, P. (1998). Multidimensional uncertainty and herd behavior in financial markets. *The American Economic Review*, 88(4), 724-748.
- Baumeister, R. F., & Leary, M. R. (1995). The need to belong: Desire for interpersonal attachments as a fundamental human motivation. *Psychological Bulletin*, 117, 497-529.
- Bikhchandani, S., & Sharma, S. (2001). Herd behavior in financial markets. *IMF Staff Papers*, 47(3), 279-310.
- Bonacio, S., & Dalal, R. S. (2006). Advice taking and decision-making: An integrative literature review, and implications for organizational science. *Organizational Behavior and Human Decision Processes*, 101, 127-151.
- Bond, R., & Smith, P. B. (1996). Culture and conformity: A meta-analysis of studies using Asch's (1952, 1956) line judgment task. *Psychological Bulletin*, 119, 111-137.
- Budescu, D. V., Rantilla, A. K., Yu, H., & Karelitz, T. K. (2003). The effects of asymmetry among advisors on the aggregation of their opinions. *Organizational Behavior and Human Decision Processes*, 90, 178-194.
- Burger, J. M., & Lynn, A. L. (2005). Superstitious behavior among American and Japanese professional baseball players. *Basic and Applied Social Psychology*, 27(1), 71-76.
- Caparelli, F., D'Arcangeli, A. M., & Cassuto, A. (2004). Herding in the Italian stock market: A case of behavioral finance. *Journal of Behavioral Finance*, 5(4), 222-230.
- Chen, Y. (2008). Herd behavior in purchasing books online. *Computers in Human Behavior*, 24, 1977-1992.
- Cosmides, L., & Tooby, J. (1996). Are humans rational thinkers after all? Rethinking some conclusions from the literature on judgment under certainty. *Cognition*, 58, 1-73.
- Ford, J., Kelsey, D., & Pang, W. (2005). *Ambiguity in financial markets: Herding and contrarian behaviour*. Unpublished Manuscript, University of Birmingham, Department of Economics.
- Froot, K. A., Sharfstein, D. S., & Stein, J. C. (1992). Herd on the street: Informational inefficiencies in a market with short-term speculation. *Journal of Finance*, 47(4), 1461-1484.
- Gardikiotis, A., Martin, R., & Hewstone, M. (2005). Group consensus in social influence: Type of consensus information as a moderator of majority and minority influence. *Journal of Personality and Social Psychology*, 31(9), 1163-1174.
- Kahneman, D. (1973). *Attention and effort*. Englewood Cliffs: Prentice-Hall.
- Kameda, T., & Nakanishi, D. (2003). Does social/cultural learning increase human adaptability? Rogers's question revisited. *Evolution and Human Behavior*, 24, 242-260.
- Kameda, T., & Tamura, R. (2007). "To eat or not to be eaten?" Collective risk-monitoring in groups. *Journal of Experimental Social Psychology*, 43, 168-179.
- Kruglanski, A. W. (1989). *Lay epistemics and human knowledge: Cognitive and motivational bases*. New York, NJ: Plenum.
- Lakonishok, J., Shleifer, A., & Vishny, R. (1992). The impact of institutional trading on stock prices. *Journal of Financial Economics*, 32(1), 23-44.
- Latané, B. (1981). The psychology of social impact. *American Psychologist*, 36(4), 343-356.
- Mason, M. F., Dyer, R., & Norton, M. I. (2009). Neural mechanisms of social influence. *Organizational Behavior and Human Decision Processes*, 110(2), 152-159.
- Maynard, J., & Price, G. R. (1973). The logic of animal conflict. *Nature*, 246, 15-18.
- Nicholson, N., Soane, E., & Fenton-O'Creevy M. (2005). Personality and domain specific risk taking. *Journal of Risk Research*, 8(2), 157-176.
- Oberholzer-Gee, F. (2008). Nonemployment stigma as rational herding: A field experiment. *Journal of Economic Behavior and Organization*, 65, 30-40.
- Quiamzade, A., & L'huillier, J. (2009). Herding by attribution of privileged information. *Journal of Behavioral Decision Making*, 22(1), 1-19.
- Shiller, R. J. (2000). *Irrational exuberance*. Princeton: Princeton University Press.
- Tong, E. M. W., Tan, C. R. M., Latheef, N. A., Selamat, H. F. B., & Tan, D. K. B. (2008). Conformity: Moods matter. *European Journal of Social Psychology*, 38, 601-611.
- Tversky, A., & Kahneman, D. (1982). Causal schemas in judgments under uncertainty. In Kahneman, D., Slovic, P. & Tversky, A. (Eds.), *Judgment under uncertainty: Heuristics and biases*. (pp. 119-128). London: Cambridge University Press.
- Uchida, H., & Nagawa, R. (2007). Herd behavior in the Japanese loan market: Evidence from bank panel data. *Journal of Financial Intermediation*, 16, 555-583.
- Webster, D. M., & Kruglanski, A. W. (1994). Individual differences in need for cognitive closure. *Journal of Personality and Social Psychology*, 67, 1049-1062.

Welch, I. (2000). Herding among security analysts. *Journal of Finance Economics*, 58(3), 369–396.

The Psychological Mechanism and Influence Factors of Herd Behavior of Investors in the Capital Market

JIANG Duo¹; XU Fu-Ming^{1,2}; CHEN Xue-Ling¹; LIU Teng-Fei¹; ZHANG Jun-Wei¹

(¹ School of Psychology, Central China Normal University, and Hubei Human Development and Mental Health Key Laboratory, Wuhan 430079, China)

(² Institute of Psychology, Chinese Academy of Sciences, Beijing 100101, China)

Abstract: The herd behavior acted by investors is a typical phenomenon in capital market. It refers to the behavior that a decision-maker follows others' investment decision at the same time under the uncertain situation. By comparing, it has been found that the herd behavior is different from the conformity in essence. A great number of researches have been done to explore the reasons of herd behavior from three aspects which are social influence, cognitive mechanism of investors and evolution mechanism. In addition, some factors like uncertainty, investment environment, degree of group consistence, and individual emotion and motivation may influence the herd behavior as well. According to the prior research, herd behavior has its own unique information processing model. Moreover, future research on herd behavior should focus on the following five aspects, which are tracing the information processing model of professionals, improving the external validity of research, exploring the neural cognitive mechanism, carrying out cross-cultural research and seeking the relationship between the herd behavior and personality.

Key words: capital market; herd behavior; psychological mechanism