

金融市场上的金融异象对传统金融理论的挑战,促进了行为金融学的兴起。行为金融学主要源自心理学,而在心理学领域有关个人判断的研究成果中,最重要的结论之一就是人的过度自信。本文在综合国内外学术文献的基础上,阐述了过度自信理论的产生背景和理论基础,并通过对国内外专家学者研究成果的梳理,揭示了过度自信情绪产生的原因和表现出的特征,以及过度自信对金融市场的主要影响。

关键词: 过度自信; 行为金融学; 金融市场

中图分类号: F830 文献标识码: A 文章编号: 1003—5656(2013)03—0094—06

过度自信理论文献综述

□王晋忠¹ 张志毅²

(1. 西南财经大学 金融学院 四川 成都 611130; 2. 中债资信评估有限责任公司 北京 100032)

一、传统金融学面临的困境

传统金融理论主要包括 Markowitz(1952) 的均值一方差模型和投资组合理论, Sharpe、Lintner、Mossin(1964) 的资本资产定价模型, Fama(1970) 的有效市场理论和 Black - Scholes - Merton(1973) 的期权定价理论等。这些理论的基础是有效市场理论,传统金融理论认为人们的决策是建立在理性预期、风险回避、效用最大化以及相机抉择等假设基础之上的。但是大量的心理学研究表明,人们的实际投资决策并非如此。比如,人们总是过分相信自己的判断,人们往往是根据自己对决策结果的盈亏状况的主观判断进行决策的等等。尤其值得注意的是,研究表明,这种对理性决策的偏离是系统性的,并不能因为统计平均而消除。诸如此类的金融现象称为金融异象,是传统金融理论无法解释的,因此,人们开始质疑有效市场理论,质疑传统金融理论。由于行为金融学能够解释这些现象,因此,行为金融学开始受到越来越多的学者关注。行为金融学认为,投资者并不具有完全理性,而只具有有限理性,这一假设更贴近实际。随着研究的深入,行为金融学形成了对传统金融学的重大挑战。

二、过度自信理论的发展

(一) 过度自信理论的产生与成因

真正意义上的行为金融学是以 Burrell 发表的《投资战略的实验方法的可能性研究》为标志的。Burrell(1951) 首次将行为心理学应用在经济学中来解释经济现象,他认为在衡量投资者的投资行为时,不应该仅仅注重模型方面的分析,还应该对投资者自身即人性方面的内在因素进行必要的分析。行为金融学的研究较客观、真实地反映了投资者的情况,其中过度自信理论就是行为金融学取得的诸多成

果之一。

过度自信理论是二十世纪末提出的行为金融学理论,过度自信是一种普遍存在的心理现象。“过度自信”一词源于认知心理学的研究成果。大量的认知心理学的文献认为,人是过度自信的,尤其对其自身知识的准确性过度自信。人们系统性地低估某类信息并高估其他信息。在行为金融学中,过度自信投资者被定义为:第一,证券投资者往往认为自身得到的市场信息更加准确从而高估了这类信息准确度,因而错误地认为自己掌握的信息高于市场平均准确度。第二,证券投资者对自己预估股票内在价值的能力高估了,另一方面对价格估算的误差方差低估了,从而具备两方面因素的投资者过度自信。Mahajon (1992) 将过度自信定义为:人们在进行决策的时候对一些事件出现的几率过高的估计的行为,这也造成了人们在事件出现后认为自己估计是正确的从而加大这种心理因素。Gervais、Heaton 和 Odean (2002) 将过度自信定义为:认为自己知识的准确性比事实中的程度更高的一种信念,即对自己的信息赋予的权重大于事实上的权重。现在,“过度自信”这种情绪及其带来的行为模式被广泛地运用于解释各类金融市场中的异象。

对于过度自信产生的原因,最早是心理学专家进行了系统地研究,研究成果表明,投资者如果在判断失去标准的情况下,会作出非理性的行为,并且这种行为会进行模仿,在整个市场中传导,进而产生全面系统的偏差。在所有这些行为的偏差中,比较常见的一种是投资者会坚持自己的信念并对自己的能力表现出过度的自信,在预测市场走势的时候会盲目乐观。其中最明显的是,大多数投资者都认为凭借自身的能力可以超越市场的平均水平,但事实证明这种想法往往是错误的。过度自信引起的行为是盲目乐观的投资者会不顾风险进行较多次数的交易,从而导致过度交易增加交易成本,这对整体的期望收益是极其不利的。

1990 年前后,由于这种过度自信心理因素对市场的影响日益突出,部分金融学家也加入到了研究行列。Kunda (1987) 的研究发现人们期望好事情发生在自己身上的概率高于发生在别人身上的概率,甚至对于纯粹的随机事件有不切实际的乐观主义。人们会有不切实际的积极的自我评价,往往认为自己的能力、前途等会比其他人更好。Griffin 和 Tversky (1992)^[1] 的研究结果显示,投资者在面临难度较大的问题时,比较容易产生过度自信这种心理反应,这就是“难度效应”。在投资领域中,市场的参与者应该通过客观地甄别、然后选取能够给他们带来正收益的资产组合。Zakay 和 Tuvia (1998)^[2] 研究发现,投资者确定投资决策及实施的速度越快,对该决策的正确程度的自信心就会越大。在股票市场上,情况瞬息万变,市场不会给人们太多的时间去思考,甚至几秒钟的时间错过就会导致最终结果的不同,投资者在参与这类市场的过程中不可避免地会出现在较短时间内做出决策的行为,从而反映出投资者的行为往往会出现过度自信心理。

(二) 过度自信的表现特征

由于过度自信对资本市场的影响越来越大,部分专家学者在成因的基础上对过度自信投资者的表现形式及行为规律进行了进一步的研究,Wolosin 和 Miller (1973) 等学者的研究发现,过度自信的人们总是趋向于过高估计自身的知识和能力水平以及其对成功概率的贡献度。唐伟敏 (2003) 等学者认为,过度自信以投资者对自己信息提取、收集、分析的方式的自信为基础,投资者理所当然地认为在提取信息的时候不存在任何误差,实际上是认为市场的信息是完备的。在看到自己投资的结果后,从结果和最初对市场的看法的误差来断定自己对整个投资的把握能力,这就是自我归因的偏差;吴卫星 (2005) 等学

者认为,由于人们的自我归因偏差影响,人们一般情况下都会给自身的好评价更多,这是一种变相的对自身的肯定。绝大多数人都认为自己强于平均水平,自己未来的发展方向较同伴更广阔,自己的前途也较其他人更光明。人们通常把自己所做的成功的事件都归功于自身的能力而非运气等其他因素,相比于自己处理得不够精明的问题,人们相对来说更愿提起自己做得成功并得到周围其他人肯定的事情。基于心理学的研究成果特别是在认知方面,因为自我归因偏差,人们高估自己在做一些事情的水平有时候是因为低估了在这些成功事件背后的运气成分。

大部分研究过心理学的经济学家认为,个人投资者在心理出现过度自信的时候,会认为自己有足够的的能力预测一家企业将来的价值所在。这就导致了在成长阶段的企业比靠分配红利的平稳阶段的企业拥有较多的拥簇者,从而也更容易被市场所高估。如一些高科技、IT、光伏节能、房地产等企业可以给投资者足够的想象空间,因此,投资者会认为这家公司未来的发展空间很大很有投资价值,预测这家公司有着较高的盈利增长率,对此种看法的信心相比于在合理的范围内预测的信心更大^①。这远远超离了实际情况,最终会使个人投资者美妙的幻想落空。公司的盈利可能下降,从而股票的市盈率也可能下滑,继而将导致投资绩效非常糟糕。

证券市场的发展过程中,机构投资者的成长和壮大与市场的成熟是紧密相关的,大多数国家在证券市场初期都注重对机构投资者的培育,因此机构投资者如证券投资基金、养老基金、保险基金等成为证券市场最具影响力的一个群体。人们普遍认为或希望:通过发展这些机构投资者的力量,来引导大众回归市场理性,抑制市场中的过度投机行为,倡导价值投资理念,减少市场波动,提升市场效率,促进市场发展。然而,在实证分析中发现,证券投资基金也会出现投资决策的失误并出现过度自信等非理性现象,这一方面会给投资于基金产品的人造成经济上的损失,另一方面也较大地影响了股票市场的稳定性。机构投资者作为专业的投资者,在投资能力方面的确高于一般个人投资者,这恰恰也造成了其对自身分析能力、自身所掌握的知识以及对市场的预测表现出过分的自信和乐观。李凯曾经采用了相关的实证方法来研究基金经理进行投资决策时是否会高估自己所掌握的股票市场信息,若是某只基金在进行资产配置时购入的证券高于其清仓时的价格差不能抵消在这段时间所承担的交易成本和机会成本的时候,那么说明基金经理在做决策时高估了之前信息的准确性而做出了错误的决定。Chevalier 和 Ellison(1999)分析了股票成长类型的基金经理在5到10年间的风险控制方式及操作策略,而且还特别关注基金经理的各方面特征对业绩的影响,研究发现性格特征和风控策略及方式的关系也比较紧密。

陈其安(2006)借鉴 Daniel、Hirshleifer 和 Odean 等人证明出的表示方法,把投资者盲目自信和他人的监督放到一起考虑^[3],构建了数学模型,在二者一起出现的前提下,研究了这对团队合作达到均衡的作用效果^[4]。李丽与王明好(2005)分析了基金经理在受到市场情绪影响下也会保持不理性的心态去参与市场投资,并对其所操控的资金及资产的基金收益和资产配置的风险暴露都有进一步的影响^[5]。在其模型中添加了基金经理能力这一抽象因素以求能更准确地刻画整个投资过程,而且假定基金经理的能力直接决定了在其接收信息处理信息上的方式方法的得当程度。结果表明,基金经理在过度自信的影响下同样会配置更多的风险资产,从而使其面临更高的风险敞口,同时也获得了该风险对应的补偿收益的机会。

(三) 过度自信对市场的影响

^①在绝对估值法的计算下,这种具有较高增长率的股票估值就会更高。

关于过度自信对市场的影响,主要以股票市场为研究对象,研究大致可以分为两类。第一,资本市场股票交易量与股价的变化关系的分析,如 Crouch (1970) 等从经验上发现了价格变化的绝对值与交易量之间的正相关关系。Wang (2002) 深入分析探索了交易量,交易价格和股息这三个重要指标间的同向关系。第二,股票交易量与股价波动关系的分析,Lamoureux 和 Aderson (2004) 具体对这两者间的关系做了深入透彻的研究。

交易量与收益是整个资本市场中非常关键的变量,它们包含了许多和交易过程有关的关键信息。传统金融学认为成熟的市场当中,交易量决定交易价格,换言之,这种领先滞后关系的存在体现在交易量在先交易价格在后。STV (2006) 以 Odean 等行为金融学专家的研究为基础,试图检验市场的收益与交易规模的先后关系,并通过二者的关系检验市场是否出现过度自信。这样,STV 等学者在判断资本市场中是否存在过度自信时,需要看市场历史的收益状况是否能够解释即期的股票交易水平,如果可以解释则认为市场存在过度自信效应。Chuang 和 Lee (2006) 仍然是通过此方法来检验过度自信方面的其他经验含义。李心丹、傅浩 (2002) 利用七千位个体投资者在若干年间我国股市的牛市、熊市及不同调整期的表现做了实证研究,研究表明各种市场均存在过度自信的影响,只是过度自信影响的程度有所不同^[6]。谭松涛、王亚平 (2006) 运用我国某券商经纪部门的交易数据研究投资者的交易行为,以此验证我国证券市场中过度自信等心理情绪导致的交易情况的变化,研究结论基本与 Odean 在 1999 年的研究结果一致。另外,Odean (1999) 还提出的收入效应理论:由于之前的一系列投资行为产生了正收益,这在一定程度上会蒙蔽投资者对整个市场的把握,使其进一步高估自身的能力和对金融相关知识的掌握程度,这会导致投资者进行更多更频繁的交易活动,从而影响到证券市场的交易量^[7]。Wang、Sun (2005) 在 Odean 的系统分析之上,以上交所某两年间的数据为基础研究了投资者投资上市公司股票的每月情况,研究结果发现,机构投资者由于对知识掌握的优势,容易盲目自信而持有较高的风险资产,不仅如此,上交所中的个人投资者在参与证券投资的时候也出现了持有较高风险组合的偏好,并且在过度自信的情绪影响下会提高自身的交易频率,导致较高的交易成本。

除了量价关系的畸形,过度自信导致的另外一个重要的影响是市场剧烈的波动。在国外专家学者的分析中,如 Odean、Barber (2000) 等基于美国一些大型证券公司的个人账户的交易记录,研究了美国股票市场中的交易情况,研究发现在美国的股票市场上,市场的大量参与者还是比较显著地表现出了盲目相信自己掌握信息的正确程度,并认为自己投资能力强,这样的后果是导致其过度交易,更加自负地进行着自己的投资行为^[8]。Chuang 和 Lee (2006) 用机构投资者的投资数据作为对象,从另一个角度研究了美国市场中过度自信效应的相关情况,结果显示过度自信投资者对市场已经公开的信息的反应并不够灵敏,而对自身掌握的私人信息反应超乎寻常的灵敏。实证的研究结论中还显示相对于熊市中的情况,牛市中这种对私人信息的反应灵敏程度会更加强烈,这在一定程度上可以解释牛市中的市场波动性更加剧烈的原因。Gervais 和 Odean (2001) 的研究表明,投资者如果带有一定的过度自信情绪参与到股票市场,且市场处于持续的波动中,那么就很可能在一定程度上说明股票市场中产生波动的原因:由于情绪的影响,投资者会进行很多不必要的盲目交易,这种频繁的交易也会导致市场产生较高的波动。在此基础之上,Chuang、Lee 和 Lin (2006) 运用不同标准的 GARCH 模型,研究市场中出现的一些超常波动如何通过实证的检验来被投资者过度自信的情绪所解释,并且检验出解释的比例。他们大部分的研究都是以 Gervais 和 Odean 的一个重要结论作为假设前提和基础:资本市场当中,当投资者投资取得收益后,

会盲目相信自己的投资水平和能力, 出现过度自信从而进行更多的交易, 导致市场产生更多的波动。Chuang 和 Lin 的主要思想为: 既然过度自信投资者的盲目频繁交易能够解释股票市场中的超常波动性, 那么一个很显然的检验方法就是看交易量能否在一定程度上解释市场收益的条件方差。另一方面, 关于波动性与交易量之间动态关系的研究, Lastrapes(1990) 曾采用了 GARCH 模型估计了美国股市中一些股票的收益波动与交易量之间的关系, 研究结果表明当天的交易水平能够较好地解释当天的收益波动即条件方差, 这说明一旦同期交易量被选择进入模型之后, 波动率的持续性便显著降低了。Rui 同时对美国、日本及英国三个国家的股票指数进行了类似的研究, 研究结果一致表明: 三个市场收益波动性与交易量呈正的相关关系, 并且是明显的正比例关系。

根据 Shiller、Barber 和 Odean 以及 Statman、Thorley 和 Vorkink 的模型估算结果, 机构投资者的过度自信效应对整个资本市场的影响是非常之大的, 一方面因为机构投资者本身就是具备资金优势的群体, 另一方面是机构投资者有引领市场的作用, 可以带动一部分资金来进行交易, 因此机构投资者的过度自信程度越高越会增加股票市场的交易数量^[9]。换句话说, 机构投资者的过度自信心理偏好在增加股票市场的交易量的同时也无形之中增加了股票市场的风险。该项研究的结论表明了我国资本市场经常出现交易频繁并造成市场较大的波动的真正原因。我们可以发现如果整个大盘都在上涨的过程中时, 经常会出现单只股票全部飘红的现象, 股价上涨所带来的收益可以从某种角度反映机构投资者历史的投资判断的正确性, 这样一来又能进一步使这些机构投资者认为自己掌握了卓越的投资技能和真实的市场信息; 机构投资者对市场过于自信的行为同时从另一方面带动其他参与者买进更多的股票, 从而进一步加大交易频繁的力度和在短期内支撑股价不断上涨^[10]。因此, 结合前文对量价关系的研究分析, 可以得出: 收益的增加导致交易量的增加, 交易量的放大体现了投资者的过度自信, 从而也是导致市场波动的重要因素之一。

三、过度自信理论有待完善的领域

过度自信理论虽然取得了不少成果, 并且对证券市场投资者的许多行为以及一些金融异象做出了合理的解释。但是, 这一理论还有待进一步发展, 特别是还有一些领域或问题有待进一步研究。目前, 过度自信理论在以下五方面还亟待完善。第一, 过度自信理论需要更加全面地研究, Gervais 和 Odean 虽然研究了市场参与者过度自信的心理在一定程度上是由于他们将自己的成功归结于自己的能力本身, 但在心理学方面的探索发现, 投资者过度自信的心理仍然可以通过其他一些途径表现出来, 所以我们还应该从其他方面研究和探索投资者过于相信自己的行为在整个资本市场的内生性问题。第二, 过度自信理论需要更多的实证研究, 目前对过度自信的研究大多停留在理论完善阶段, 对过度自信的理论成果的检验还相当缺乏, 因此, 借鉴实验经济学的相关方法与理论检验现实世界中基于过度自信的相关理论成果是下一步研究的新重点。第三, 随着理论的完善, 实证的支撑, 过度自信程度需要量化分析, 要准确地衡量过度自信者的过度自信水平需要建立评价过度自信的指标体系。但是, 过度自信度量指标体系的研究目前国内文献相当缺乏, 在国外的文献中也鲜有所见。第四, 对个人投资者和机构投资者的过度自信理论的传统研究基本上是完全分割的, 缺少了二者的互动及相互影响方面的分析。第五, 从迄今为止的相关研究文献来看, 在交易者过度自信条件下研究金融市场理论的比较多, 而在经营者过度自信条件下研究企业融资理论的文献却比较少。

参考文献:

- [1] GRIFFIN D, TVERSKY A. The weighing of evidence and the determinants of confidence[A]. Cognitive Psychology, 1992, 24: 411 – 435.
- [2] ZAKAY D, TUVIA R. Choice latency times as determinants of post – decisional confidence[J]. Acta Psychologica, 1998, 98: 103 – 115.
- [3] DANIEL K, HIRSHLEIFER D, Subrahmanyam A. Investor Psychology and Security Market under and over reactions[J]. Journal of Financial, 1998, 53: 1835 – 1889.
- [4] 陈其安, 曹国华. 基金管理人行为对股票市场的作用机制研究[J]. 中国管理科学, 2006, (14): 129 – 135.
- [5] 李 丽, 王明好. 基金经理过度自信对基金收益与风险的影响研究[J]. 运筹与管理, 2005, (1): 95 – 97.
- [6] 李心丹, 王冀宁, 傅 浩. 中国个体证券投资者交易行为的实证研究[J]. 经济研究, 2002, (11): 11 – 23.
- [7] Odean, Terrance. Do investors trade too much[J]. American Economic Review, 1999, 89: 1279 – 1298.
- [8] BARBER, BRAD M and Terrance Odean. Trading is hazardous to your wealth, the common stock Investment performance of individual investors[J]. Journal of Finance, 2000, 55: 773 – 806.
- [9] TAYLOR S and J BROWN. Illusion and well – being: a social psychological perspective on mental health[J]. Psychological Bulletin, 1988, 103: 193 – 210.
- [10] BARBER, BRAD M, Terrance, gender overconfidence and common stock investment[J]. Quarterly Journal of Economics, 2001, 116: 261 – 292.

(收稿日期: 2012—10—29 责任编辑: 赵爱清)

Review on the theoretical literatures of overconfidence

Wang Jinzhong¹, Zhang Zhiyi²

(1. School of Finance, Southwestern University of Finance and Economics, Chengdu, Sichuan, 611130; 2. China Credit Rating Co., Ltd., Beijing, 100032)

Abstract: The challenge of abnormal financial phenomenon on traditional financial theories in financial market promotes the rise of behavioral finance. It mainly arises from psychology. In the achievements of individual judgments in the field of psychology, one of the most important conclusions is man's overconfidence. Based on the review of the literatures home and abroad, this article expounds the background and theoretical foundations of the theory of overconfidence, and through combing the achievements of domestic and overseas experts and scholars, this article reveals the causes and features of overconfidence and its main influence on financial market as well.

Key words: Overconfidence; Behavioral finance; Financial market