

投资行为中的突显、过度自信、高估现象研究^{*}

宋仲玲^{**}

(华东师范大学心理与认知科学学院, 上海, 200062)

摘 要 本研究采用知觉突显(物理、熟悉、背景突显)与过度自信及股价估值匹配的测试方法, 比较突显是否存在高估及过度自信现象。研究发现物理突显、熟悉、背景突显均存在高估现象, 新股民、低学历、女性突显造成的知觉错觉更高; 高突显同时具有高过度自信, 对熟悉的股票具有高过度自信且估值高, 老股民、高学历、男性, 过度自信高。

关键词: 突显 过度 自信高估

1 引言

本文是关于知觉突显与过度自信及股价估值关系的研究。知觉突显是卡纳曼(Kahneman)研究直觉错误, 所剖析S₁(直觉系统)判断的软肋的工具, 借助它研究高度可获得性的影响因素: 突显和锚定效应, 来证明S₁对决策的负面影响。他发现突显的物体或事物具有更高的可获得性, 并有过度强调的特性。突显和锚定效应在判断和选择中起关键的作用。

突显指的是显著性, 是强调静心的状态下物体捕获注意的能力, 指物体的物理上的自下而上的特征, 例如对比度、大小、位置以及运动。

突显是影响高度可获得性的主要因素之一。可获得性(accessibility): 是卡纳曼(Kahneman)结合了记忆研究(Tulving & Pearlstone, 1966)和社会认知(Higgins, 1996), 对直觉判断和偏好进行分析的一个核心的概念, 即: 特定心理内容到达头脑中的容易性(费力性)。(见如 Jacoby & Dallas, 1981; Johnston, Dark & Jacoby, 1985; Schwarz & Vaughn, 2002; Tversky & Kahneman, 1973)(Kahneman, 2006)。突显的种类有物理突显、熟悉、背景突显。

突显且伴随过度自信, 过度自信(Overconfidence)是指过高估计自己对事件判断准确性的现象被称为过度自信(Kahneman, Daniel 和 Amos Tversky 1979)。Simmons 与 Nelson 对突显与过度自信关系的研究指出:^[18] 直觉信心(intuitive confidence)是导致非理性偏差的关键: S₁(直觉系统)产生的直觉判断越容易, 其诱发的直觉信心就越强, 这时如果产生偏差, 就越不容易被S₂(推理系统)克服^[16]。

熟悉是突显中的一种, 当人们遇到熟悉的事物时, 就越容易产生过度自信。Ellen Langer, (1975)、Ellen J. Langer, Jane Roth, (1975)对控制力幻觉的实验结果表明, 当人们自认为熟悉某一事件时, 他们会认为自己可以控制该事件的发展, 虽然这事件的发展完全是由偶然性决定的^[15]。

当股票市场从2000点拉升到6100点时, 股市相对其它市场(外汇、期货、石油市场)更显突出, 市值高达71.5*倍, 投资者犯了突显高估及过度自信的错误, 为了要论证三者的关系我做了如下的实验。

2 方法

2.1 被试

本研究采用的被试为上海市: 四个证券营业部的677人中筛选出的516人的调查问卷。

2.2 材料及测量

使用物理突显高的和物理突显低的图形与股票价值相近且同一板块的股票匹配进行估值, 比较是否有差异, (如工商银行、中国银行同一板块资产质量相近); 对熟悉与不熟悉的股票进行划圈区分且估值, 打自信分(比较自己估值与实际涨跌幅度一致不一致程度); 使用背景突显高的(大步拉升)和背景突显低的(小步拉升)进行估值比较。大方块为大盘走势, 小方块为同一股票(宝钢), 较稳定的股票, 比较大步拉升(参考点不动)和小步拉升(参考点动)估值之间的差异。二种标法分别从4200—5000点(每隔200点拉动一次)看估值有无差异。校准度(被试对每支股票的估值记为X(x₁, x₂...x_i), 当月实际每支股票的涨跌幅记为Y(y₁, y₂...y_i)). 用估值比上实际值, 即准确度 = $\frac{1}{N} \sum_{i=1}^N (\frac{x_i}{y_i})$, 当 $\frac{x_i}{y_i}$ 为负值时, 记校准度为0, 校准度的区间为[0, 1]。过度自信(本文中这个概念与其计算方法见过度自信测试图说明)。测试时间: 2007年6月30日至2007年7月23日。大盘背景: 7月15日前大盘从4000点至3600点, 7月15日以后大盘从3600至4000点, 试测方式: 将试卷要求讲解给拿卷子的十几个人时, 在他们明白了作题要求后, 再领一部分卷子分发下去, 然后由十几个人再收集上来。

2.3 数据处理

物理突显

去掉工商银行、中国银行、宝山钢铁高熟悉的股票再计算, 已经部分证明有物理突显。自信分有显著性差异。(p=0.00)

再一次证明高熟悉性对物理突显有消除的作用, 物理突显在不熟悉的物体中易产生作用。

3 结果

3.1 突显(物理、熟悉、背景突显)导致明显的高估, 新股民、

^{*} (以2006年上市公司业绩为准, 沪深两市A股静态市盈率为71.5*倍, (高于2001年6月14日的66.99倍), 以2007年上半年业绩动态市盈率为48.5倍)。

^{**} 通讯作者: 宋仲玲; E-mail: Lily.Song2001@yahoo.com.cn

表 1 物理突显对自信分、校准度、估值、过度自信的影响

项目	水平	N	Mean	S·D	t	Df	p
自信分	高突显	513	0.43	0.23	-0.62	1015	0.53
	低突显	504	0.44	0.22			
校准度	高突显	504	0.30	0.25	4.53	964	0.00**
	低突显	507	0.23	0.20			
估值	高突显	512	0.53	0.83	0.33	1017	0.75
	低突显	507	0.51	0.82			
过度自信	高突显	508	0.23	0.18	2.74	991	0.01**
	低突显	488	0.20	0.17			
银行板块估值	工行	513	0.67	0.11	0.41	1025	0.68
	中行	513	0.64	0.11			
航运板块估值	中海发展	510	0.68	0.16	0.21	1021	0.83
	中远航运	513	0.66	0.15			
钢铁板块估值	宝钢	512	0.45	0.13	2.59	1022	0.01**
	武钢	512	0.25	0.12			

讨论:1、物理突显对校准度有影响,高突显与低突显之间存在极显著性差异($p=0.00**$)。

说明物理突显高的会给予过度注意,提高校准度。

2、物理突显对钢铁板块估值有影响。宝钢与武钢之间存在极显著性差异($p=0.01**$)

说明物理突显对估值有影响,熟悉程度高会消除物理突显。

3、物理突显对自信分、总体估值没有显著影响。

4、物理突显对过度自信有影响,高突显比低突显更容易导致过度自信。($p=0.01**$)

物理突显高的过度自信也高说明突显(物理突显)引发过度自信。

表 2 物理突显对自信分、校准度、估值的影响
(去掉工商银行、中国银行、宝山钢铁、高熟悉的股票再计算)

项目	水平	N	Mean	S·D	t	Df	p
自信分	高突显	514	0.43	0.23	11.26	1006	0.00
	低突显	506	0.26	0.25			
校准度	高突显	511	0.24	0.23	-1.04	1006	0.30
	低突显	506	0.26	0.25			
估值	高突显	512	0.05	0.10	-0.78	969	0.43
	低突显	507	0.05	0.12			

表 3 熟悉程度与自信分、估值的关系(工商银行为例)

项目	水平	N	Mean	S·D	t	Df	p
自信分	熟悉	367	0.50	0.30	11.17	312	0.00**
	不熟悉	130	0.23	0.22			
估值	熟悉	365	0.09	0.11	7.81	294	0.00**
	不熟悉	131	0.01	0.09			

讨论:1、熟悉程度对估值的自信分有影响,熟悉与不熟悉二者在估值时,信心分有极显著性差异($p=0.00**$)。

熟悉与自信分存在密切的关系:熟悉的股票自信分高,不熟悉的股票自信分低,说明突显(熟悉)与自信有正相关关系,突显(熟悉)是诱发过度自信主要机制之一。

2、熟悉程度对估值有影响,,熟悉与不熟悉二者对估值有极显著性差异($p=0.00**$)。

熟悉与高估存在密切关系:熟悉的股票估值高,不熟悉的股票估值低,说明突显(熟悉)引发高估。

背景突显

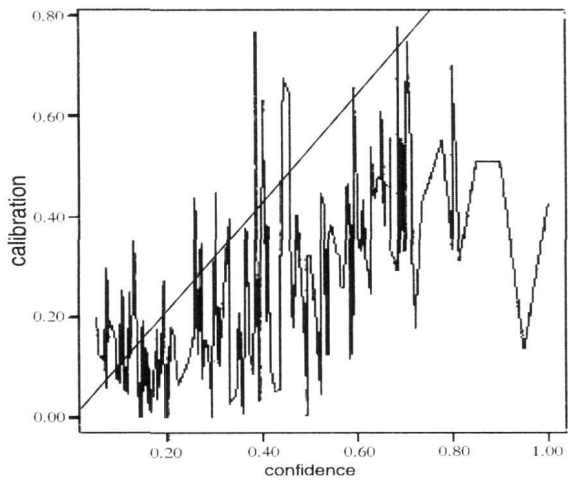
表 4 不同背景突显对股民估值的影响(大步拉升)

突显	Mean	S·D	N	F	Df	p
4200—4400	0.04	0.1276	513	6.75	(3,1310)	0.00**
4200—4600	0.02	0.1384	513			
4200—4800	0.01	0.1399	513			
4200—5000	0.01	0.1664	513			

讨论:1、不同背景突显对股民估值有影响,不同拉升程度之间存在极显著性差异。($p=0.00**$)

4200—4400(小步拉升)与4200—4800、4200—5000(大步拉升)在估值上存在显著差异($p=0.00**$)。说明:(1)小步拉升(不突显)与大步拉升(突显大)之间,高突显高估程度大,低突显高估程度小。(2)小步拉升(参考点动)估值不存在显著差异,不突显,估值差异小,说明:背景突显影响估值。背景正突显估值正向高,背景负突显大,估值负向高。

过度自信测试图



讨论:1、大部分人的估值的准确性分布于 45 度对角线下方,这说明,他们高估了自己的能力。

公式:差值=|校准得分-自信分|。即二者的差值的绝对值越大,此人越倾向于过度自信,即高自信,低校准度。以自信分为横坐标,以校准度为纵坐标,如果,校准度与自信分相吻合,那么,二者将坐标轴上形成一条斜率为 45°的直线。如果,如果校准度低,自信分高,此类被试称为过度自信被试,那么,这样的点将落在 45°的直线下面。380 人在 45°对角线之下(73.6%)。在高自信人群中筛选出过度自信人群。将自信分由高到低排列,筛选出自信心排在前 30%的被试(自信分>0.59),然后从这一群体中,筛选出校准度分数与自信分差值的绝对值排在前 30%(差值>0.26)的被试,将他们定义为过度自信被试共 62 人。

表 5 过度自信者与总体换手率、估值、校准度、自信分的比较(62 人)

		N	Mean	S·D	t	Df	p
换手率	过度自信	59	0.22	0.65	2.60	58	0.01**
	总体	507	0.23	0.55		61	
估值	过度自信	62	0.07	0.12	4.73	61	0.00**
	总体	505	0.05	0.08		61	
校准度	过度自信	62	0.19	0.12	11.70	58	0.00**
	总体	498	0.27	0.20		61	
自信分	过度自信	62	0.68	0.11	47.48	61	0.00**
	总体	504	0.43	0.22		61	

讨论:1、在换手率、估值、校准度、自信分四方面,过度自信者与总体均存在显著性差异。(P=.01**)

将 45° 的直线下面的点(380 人),即过度自信对象筛选出来,从学历角度对估值、校准度以及自信分等进行了分析。结果:高过度自信换手率高,估值高,校准度低,自信分相当高。

表 6 过度自信中不同学历对估值、自信分、校准度的影响

		Mean	S·D	N	F	Df	p
估值	小学、初中	0.03	0.09	76	2.17	(3,376)	0.09
	中专、高中	0.06	0.09	109			
	专科、本科	0.05	0.08	184			
	研究生	0.04	0.08	11			
自信分	小学、初中	0.38	0.22	76	6.53	(3,376)	0.00**
	中专、高中	0.46	0.21	109			
	专科、本科	0.50	0.21	184			
	研究生	0.51	0.17	11			
校准度	小学、初中	0.17	0.17	76	6.45	(3,376)	0.00**
	中专、高中	0.21	0.18	109			
	专科、本科	0.27	0.19	184			
	研究生	0.29	0.18	11			

讨论:1、不同学历层次的对象,他们在自信分和校准度两方面存在显著性差异。过度自信比突显更影响估值。高学历的自信分大大高出校准度分。自信分、校准度随学历上升而上升。学历低的自信分低校准度也低。

2、学历与估值上不存在显著性差异。估值不受学历影响。

低学历、女性,突显造成的知觉错觉偏高。

3.2 高突显同时具有高过度自信,对熟悉的股票具有高过度自信且估值高。老股民、高学历、男性,过度自信偏高。

4 讨论

4.1 突显(物理、熟悉、背景突显)导致明显的高估。

突显高估的机制之一是注意定势。注意捕获是一个自上而下控制与自下而上控制的过程,一个刺激是否能够引起

注意捕获往往依赖于其本身相对于其他项目的显著程度,显著性提高,捕获注意的可能性就越大。Gibson(1996)提出了掩蔽理论来解释突现的特殊地位(突现:是强调一个动态的概念,在安静的背景下,会然有一物出现易提人的注意),他认为在研究突现刺激的注意捕获中,突现刺激总是出现在空白位置,而非突现的客体在出现前总有一个掩蔽刺激(比如说 8 字掩蔽),这种掩蔽作用导致了对其编码的延迟,因此对突现的靶子反应最快^[22]。Kahneman 的研究发现突显的物体

或事物具有更高的可获得性,并有过度强调的特性(Kahneman, 2006),所以突显产生高估。

Most 等人认为动态进行事件的无意视盲(无意视盲:观察者集中注意于某个物体或事件的时候,他们经常不能觉察到显著的、与众不同的物体)不仅依靠非预想物体与其他物体的相似性,而且还有赖于观察者的注意定势^{[12], [17]},既:注意定势会引发对其它部分的无意视盲。股市正突显时,众人目光聚焦在上升部分,持续性无意视盲的作用抑制了风险意识,所以产生高估。

4.2 新股民、低学历、女性,突显造成的知觉错觉偏高。视空间工作记忆存在个体差异

Cornoldi 等人认为^[11],视空间工作记忆的完成涉及若干环节,如知觉组织、知觉扫描,对材料的形状、颜色、位置等进行编码、储存,抑制无关信息,对知觉任务保持注意等,每个环节都可能存在个体差异。李寿欣等人研究结果表明:场依存性人的视空间工作记忆相对狭窄^[20]。场依存者(属整体型)倾向于表面价值上接受知觉对象或符号性陈述,把信息组织成整体,在分析场的局部时较多的依赖整个场^[1,5]。场依存者抑制干扰信息的效能较低^[21]。场依存者容易受到突显高估的影响。新股民、低学历、女性他们更多的属于场依存性的人。

4.3 高突显同时具有高过度自信,对熟悉的股票具有高过度自信且估值高。

突显抑制了风险所以会过度自信,原因(1)无意视盲;(2)边缘干扰项得不到加工:吕建国 2007 研究发现,对任务无关信息的加工受到任务相关信息的知觉负载和剩余加工资源的分配的影响。高突显占有过多资源,而风险处于边缘干扰项就得不到足够的资源加工。抑制了风险,就会产生过度自信。

熟悉高估的机制(1)竞争优势, Duncan 和 Humphreys (1989)研究发现视觉搜索中储存在工作记忆中的视觉搜索模板“激活了客体在长时记忆中的表征,反过来为目标客体提供了一个竞争优势,从而有助于选择相关的客体,同时抑制其它无关的客体^{[27], [18]}。

熟悉高估的机制(2)启动效应, Meeter 和 Olivers^[17]采用与 Maljkovic 和 Nakayama(1994)相同的实验任务进行的研究也发现,在目标项颜色不变条件下,被试的反应时会缩短。这表明,视觉搜索中存在目标项颜色的启动效应。

熟悉高估的机制(3)知觉学习,视觉搜索任务中刺激项特征和位置的启动效应表明,被试在视觉搜索中(内隐地)保持了先前 trial 的记忆痕迹^[19]。文化原因,中国文化高扬人的力量,容易忽略人的有限性,所以中国人的过度自信总体上比欧美要高。

4.4 老股民、高学历、男性,过度自信偏高。

老股民、学历高、男性属于场独立性的较多。

场独立者(属分析型)具有较高的认知改组技能,能够对认知任务中的局部结构和信息进行有效的分析和加工^[21]。他们因自己的具有判断能力和经验及知识优势,容易对风险过滤和人的有限性产生无意视盲而过度自信。

5 结论

5.1 突显(物理、熟悉、背景突显)导致明显的高估,新股民、

低学历、女性,突显造成的知觉错觉偏高。

5.2 高突显同时具有高过度自信,对熟悉的股票具有高过度自信且估值高。老股民、高学历、男性,过度自信高。

5.3 突显高估再次证明人的认知能力的有限性,但绝大部分人未认识这一点且过度自信,所以当股市价格偏离价值甚远时,还以为自己的判断是正确的,继续接受高价,当价格回归价值时,股价大跌前受损失,所以突显高估(认知有限性)和过度自信对此要负相当的责任。

5.4 美国经济突显的近十年,造成美联储、银行、投资者、政府的过渡自信,表现的过渡金融创新、过渡投机、放松监管,再次证明突显会引发过渡自信,过渡自信会高估自己的能力酿成大祸。要提早认识人自己的有限性。谨慎就是智谋。

6 参考文献

- 1 Ackert, L. F. and Athanassakos, G. (2003). A simultaneous equations analysis of analysts' forecast bias, analyst following, and institutional ownership. *Journal of Business Finance & Accounting* 30 (7) & (8): 1017-1039.
- 2 Admati, A. R., & Pfleiderer, P. (2004). Broadcasting opinions with an overconfident sender. *International Economic Review* 45 (2): 467-469
- 3 Adolphs, R., & Damasio, A. R. (2001). The Interaction of Affect and Cognition: A Neurobiological Perspective. In Forgas, J. P., *Handbook of Affect and Social Cognition* (pp. 27-46). Mahwah, NJ: Lawrence Erlbaum.
- 4 Chan, S. Y., and Fong, W. M. (2004). Individual investors' sentiment and temporary stock price pressure. *Journal of Business Finance & Accounting* 31(5) & (6): 823-835
- 5 Cohen, D. (2001). *Fear, greed and panic, the psychology of the stock market*. UK: John Wiley & Sons Ltd.
- 6 Daniel, K., Hirshleifer, D., & Subrahmanyam, A. (1998). Investor psychology and security market under- and overreactions. *Journal of Finance* LIII (6): 1839-1885
- 7 Daniel, K. D., Hirshleifer, D., & Subrahmanyam, A. (2001). Overconfidence, arbitrage, and equilibrium asset pricing. *Journal of Finance* LVI (3): 921-960
- 8 Ding D. K., Charoenwong C., & Seetoh, R. (2004). Prospect theory, analyst forecasts, and stock returns. *J. of Multi. Fin. manag.* 14: 425-442
- 9 Dominitz, J. & Manski, C. F. How should we measure consumer confidence? *Journal of Economic Perspectives* 18(2): 51-56
- 10 Gervais, S., & Odean, T. (2001). Learning to be overconfident. *The Review of Financial Studies* 14(1): 1-27
- 11 Griffin, D., & Tversky, A. (2002). The weighing of evidence and the determinants of confidence. In Gilovich, T., Griffin, D. & Kahneman, D. *Heuristics and biases, the psychology of intuitive judgment* (pp.230-249). UK: Cambridge University Press.
- 12 Hirshleifer, D., & Luo, G. Y. (2001). On the survival of overconfident traders in a competitive securities market. *Journal of Financial Markets* 4: 73-84
- 13 Scheinkman, J. A. & Xiong, W. (2003). Overconfidence and speculative bubbles. *Journal of Political Economy* 111 (6): 1183-1189

(下转第 1488 页)

东的数据,都是缺乏说服力的。在取得了全国的常模样组数据后,这一局限才部分得以消除。本研究在分数合成中尝试考虑不同分量表权重的差异,采用了回归的方法确定不同分量表的权重,以此为依据对各分量表的原始分加以整合。以标准回归系数为基础进行加权,就可以合成主观幸福感总分。

测验合成分数的重要目标是为了改善量表的效标效度,因此对合成分数效标效度的最基本要求是,合成分数的效标效度要显著优于每个预测源的效标效度。结果显示,采用回归方法合成的中国城市居民主观幸福感量表总分的效标效度指数达到了 0.521,明显优于采用等权重方法合成分数的效标效度指数 0.485。

6 参考文献

1 9 邢占军.中国城市居民主观幸福感量表的编制.香港社会科学学报,2002,23;151-189

2 邢占军.中国城市居民主观幸福感量表在城市老年群体中的应用,中国老年学杂志,2003,(10);648-651
3 黄立清.城市女性主观生活质量初步研究,中国妇幼保健,2004,(8);52-54
4 张羽等.大学生群体主观幸福感初步研究,青少年研究,2005,(4);7-9
5 肖昕华等.湖南省硕士研究生主观幸福感调查.学位与研究生教育,2008,(1);37-40
6 陈惠雄等.浙江高校教师苦乐源调查与分析,高等教育研究,2005,(8);14-18
7 邢占军等.当前主要社会群体主观生活质量研究.南京社会科学,2007,(1);83-87
8 邢占军.沿海某省城市居民主观幸福感纵向研究.心理科学,2005,(5);1072-1076
10 Cummins RA. Objective and Subjective quality of life. Social Indicators Research, 2000, 52;55-72
11 Diener ED, Emmons RA, Larsen RJ, et al. The satisfaction with life scale. Journal of Personality Assessment, 1985, 49(1);71-75

The Development of the Revised Subjective Well-being Scale for Chinese Citizens (SWBS-CC) and Its Nationwide Norms

Xing Zhanjun

(School of Political Science and Public Administration, Shandong University, Jinan, 250100)

Abstract Sampling from a wider area, this research examined the psychometrics of the Subjective Well-being Scale for Chinese Citizens (SWBS-CC). Based on the examination, the scale was revised and improved, and the revised scale included 40 items. The norm sample was expanded to the whole country, and its nationwide norms were achieved. The research also explored the scientific score composition based on regression analysis.

Key words: Subjective well-being, Scale, Norms

(上接第 1492 页)

14 Scott, J., Stumpp, M., & Xu, P. (2003). Overconfidence bias in international stock prices. The Journal of Portfolio Management Winter; 80-86
15 李国平.《行为金融学》北京大学出版社,2006.
16 孙彦.决策与推理的双系统-启发式系统和分.心理科学进展 2007,15(5);721-845
17 李会杰.注意捕获的另一扇户——无意视盲.心理科学进展 2007,15(4);577-586

18 张明.工作记忆与选择性注意的交互关系.心理科学进展 2007,15(1);8-15
19 王治国.视觉搜索中的记忆.心理科学 2007,30(5);1107-1109
20 李寿欣.个体认知方式与材料复杂性对视空间工作记忆的影响.心理学报 2006(4);523-531
21 宋广文.场依存-独立认知方式干扰抑制的比较.心理与行为研究 2007,5(2);100-104
22 储衡清,周晓林,“注意捕获与自上而下的加工过程”.《心理科学进展》2004,12(5);680-687

An Experimental Study of Highlight-Over-confidence-Overvalue in Stock Price

Song Zhongling

(Department of Psychology, East China Normal University, Shanghai, 200062)

Abstract In this study the test of matching highlight with over-confidence and overvalue in stock price was used to measure if high-light leads to over-confidence and overvalue. The result indicates that highlight (physics, familiarity, background highlight) leads to obvious overvalue. For new shareholders, people with low academic degrees, and females, the rate of misconception caused by high-light is fairly high; high highlight generates high over-confidence, with high over-confidence and overvalue of familiar shares. For experienced shareholders, people with high academic degrees and males tend to have fairly high over-confidence.

Key words: highlight, over-confidence, overvalue