

投资者情绪影响因素文献综述

曹可安

(上海大学,上海 200000)

摘要:包括现代组合理论等在内的传统金融理论难以对金融市场中存在的各种不正常现象做出科学合理的阐释,而行为金融学的提出与发展则有效得解决了此难题,该理论强调对投资者情绪的探讨与分析,并且主张,投资者情绪不仅会对其决策产生决定性影响,也会对金融市场的运作与发展产生深刻影响。本文将围绕投资情绪影响因素广泛搜集相关资料,在对获取到的资料进行梳理与分析之后,提出相关发展意见,以期促进投资者情绪的深入研究。

关键词:投资者情绪;影响因素;发展意见

【DOI】10.12231/j.issn.1000-8772.2022.05.028

1 引言

1952年,马克威茨在进行大量调查和深入研究后,开创性地提出了现代资产组合理论,此举意义重大,意味着现代金融学开始登上历史舞台;之后,随着研究工作的进一步开展,莫迪戈里安尼、米勒两人在进行不懈探索和细致分析后提出了MM定理,正式开启了公司金融学的发展之路,在现代金融学领域占据着举足轻重的地位。上世纪中后期,夏普等学者基于对前人研究成果的梳理以及个人深入研究,构建了科学合理的资本资产定价模型;70年代左右,罗斯提出了经典的套利定价理论,不久之后,尤金法玛基于个人研究对有效市场假说做出了严谨规范地论述;斯科尔斯等学者共同创建了实用性较强的期权定价模型。一系列研究成果的诞生极大地丰富了现代金融学,促其逐步发展为一门专业学科。

有效市场假说一经提出即受到业内人士的高度关注,甚至被视为金融学理论的构成之基。不过此理论在获得广泛认同的同时也受到了在很多人的质疑,可以说,关于此理论,业内人士莫衷一是,尚未达成统一共识。特别是80年代,很多学者从不同维度出发对金融市场进行细致深入地实证研究,由此发现诸多传统金融学难以给出科学阐释的非正常现象,为破解各种异象,很多学者开始审视并分析标准金融理论的假设,由此构建了行为金融学的研究框架,从多维度入手分析金融异象。关于投资者情绪,业内人士尝试从投资学、心理学这两个层面出发进行阐释和分析。其中,Shleifer在研究过程中,尝试从心理学层面进行阐释,而Brown等学者则尝试从投资态度入手进行分析。Black在研究过程中,率先探讨投资者情绪与资产定价之间的关系,为后人探讨投资者情绪对资产定价的影响夯实了重要基础。

本文基于对前人研究成果的梳理与分析,对投资者情绪的含义、影响因素等相关内容进行文献综述,同时结合中国金融市场发展现状,探讨投资者情绪的理论研究意义,并对其未来研究方向予以憧憬和展望。

2 投资者情绪定义

投资者情绪既涉及到心理学领域,也涵盖金融学知识,关于其涵义,业内人士莫衷一是,尚未达成共识。大部分学者

以金融市场为切入点,根据心理学的知识,阐释并分析投资者情绪。

有些学者从心理学、金融学的角度出发解释投资者情绪。Shleifer(1997)认为,投资者情绪是人们不合理运用贝叶斯法则亦或是不遵循主观期望效用理论而逐步产生某种思想认知的过程。Barberis等(1998)表示,投资者情绪是基于认知心理学等相关理论之上,对交易者的思想认识、最终决策等产生深刻影响的一类因素。薛菲(2007)认为投资者情绪指的是投资者由于受认知结构影响,而产生带有一定系统性偏差的自我认知,继而对其投资行为、投资决策等产生显著影响。Mehra等(2002)在进行深入细致地研究后表示,投资者情绪能够在一定程度上体现风险偏好。

部分学者尝试以投资态度为切入点阐释和分析投资者情绪。Brown等(2005)在研究过程中,尝试将情绪与股市中存在的错误定价相融合,以此为基础展开探讨,结果表明,情绪变量和市场收益之间呈正相关。Baker(2006)等表示,投资者情绪是交易者针对未来现金流所给出的期望和方差的综合结果,但同时这种判断结果并不能反映当前事实。Barberis(1998)则认为投资者情绪大部分属于非理智状态下做出的情感判断,所以,无论是对积极消息,还是对负面消息,都容易产生过度反应。

综上,投资者情绪主要包含两种意思,其一,投资者认知因素,即投资人借助各种渠道和途径获取到的信息。其二,投资者情绪是投资者风险偏好与预期收益的反映,它包括个人对预期收益的判断和心理账户的设定,以及面对市场变化的自我调节和心理应对。

3 投资者情绪影响因素

无论是宏观环境发生变化,还是微观因素发生改变,都会令投资者情绪出现一定程度的变化,继而对金融市场的运作与发展产生影响。

金融市场犹如一个“大熔炉”,包含了各种不同的主体,比如上市企业、监管机构、投资人等。不同主体出现任何“风吹草动”,都会对投资人的思想认识及行为决策产生影响。

上市企业在运营过程中,会受到宏观经济、公司治理等因素影响,进一步影响投资者行为,上市公司的政策以及信

息面的变化会通过投资者情绪传递到股价上来,而在一定程度上反映上市公司价值的股价又会对投资者情绪产生正反馈作用;投资者的认知偏差、对于政府的信任度不同、赌徒心理等均会对投资者的情绪变化产生深刻影响。

监管机构的履职行为及下达的政策等也会对投资人的情绪产生较大影响。此外,需要注意到,交易机制的调整、交易成本的浮动等也是影响投资人情绪的重要因素。

综上所述,可以发现投资者情绪的影响因素有很多,从宏观到微观层面,从内部到外部因素,这些因素或直接,或间接的影响着投资者,使投资者根据自身的情况做出自己的投资决策。

4 投资者情绪测度指标

在投资者情绪近三十年的研究中,一直存在一个难以达成共识的问题,那就是投资者情绪测度指标的选取,尚没有一个标准的答案和公认的代理指标,大量的经典文献表明,作者大多根据自己的实证研究来选取适合开展实证的投资者情绪代理变量,这也就造成了现有文献中存在大量投资者情绪的代理指标,经过梳理归纳,大致将这些测度指标总结如下。

其一,按照影响方式分为直接指标和间接指标;其中,直接指标主要指的是通过对投资者的直接调查、了解其对未来市场发展动向的态度,比如看好、不看好等,通过一定的数学计算,如比率等,客观准确地反映投资者的看涨情绪或看跌情绪。间接指标主要指的是选取的指标都源于客观数据,采取合适的方法对此类数据作进一步处理和分析,由此获得符合要求的替代指标,是间接反映投资者心态和情绪的指标。其二,按照代理变量的组成因素的个数分为单一性指标和综合性指标;单一性指标即仅使用单一变量作为投资者情绪的代理指标,来分析其与影响因素的关系;综合性指标是指寻找多个变量,联合构建投资者情绪的代理指标。

首先来研究直接单一指标,在大量文献中被广泛应用的直接单一指标有美国个人投资者协会情绪指数(AAI);由于这项调查是针对个人的,故将其主要解释为对个人投资者情绪的一种直接衡量标准。采用此代理变量的有 Black (1973);Copeland 和 Mayers(1982);Stickel(1985)等。另一个被广泛应用的指标是投资者情报(II),由于这些投资者情报的时事通讯的许多作者都是当前或退休的市场专业人士,故将投资者情报数据解释为机构情绪的一个代理变量。采用此代理变量的有 Siegel (1992);Brown 和 Cliff(2004)等。其次研究间接单一指标,此类指标是指只通过一个市场交易变量反映情绪,在梳理了大量的文献后,得出应用比较多的代理变量有:同基金净赎回率、零股买卖率、买卖失衡指标、灰色市场的价格、非预期投资者开户增长率、小额交易占比、股市换手率、IPO 首日收益、IPO 数量等。其中最受关注且研究最深入的当属封闭式基金折价率这一指标,将此指标与投资者情绪紧密挂钩深受西方学者研究基金资本市场的启发。很多西方学者表示,封闭式基金基本上由个人持有,也就是散户数量庞大,而机构持有率非常低。所以,西方学者一般会将此指标用于反映个人投资者情绪。1991年

Charles M. C. Lee, Andrei Shleifer 和 Richard H. Thaler 的经典论文 *Investor Sentiment and the Closed-End Fund Puzzle* 中验证了封闭式基金折价和投资者情绪之间的关系,指出当投资者对未回报感到悲观时,折价较高;而投资者感到乐观时,折价较低;最后结论为封闭式基金折价是能够比较准确反映个人投资者情绪的一种标准。其他间单一指标也有相关文献佐证,鉴于篇幅所限,以图表形式列出,详见下文表 1。最后来研究间接综合指标,它主要指的是通过某种具体的数学方法或者数学工具,将若干个市场交易变量涵盖的信息归纳为一个情绪指标。其中,学者 Baker、Wurgler 在进行广泛深入地研究后提出了新的指标,被后人称为 BW 情绪指标。两人在研究过程中选取封闭式基金折价率、分红等六个指标作为反映投资人情绪的重要衡量指标,以此探讨投资者情绪与股票收益之间的关系。通过分析发现,投资人的情绪极易受到高投机等因素的影响,如果投资者情绪指标的值较低,那么新股、不分红股等往往面临着被低估的情形,所以,其后期收益一般会保持较高水平。但是投资人情绪指标的值较高时则截然相反。另外,经研究发现,情绪对价值型、成长型这两类股票产生的影响大体相同。张强,杨淑娥采用 1998.5 至 2006.12 间的市场换手率等月数据作为反映投资者情绪的指标,通过当时比较流行的因子分析法构造投资者情绪评估指标体系。其他研究结果总结见表 2。

综上所述,以单个代理变量表征投资者情绪时,尚无形成统一意见,故存在一定的差异与分歧;从原理上分析,以上代理变量都与情绪有关,当情绪高涨或低迷时这些变量应该会有不同方向的变化。然而,单单用某一个代理变量还不能完全表征投资者的情绪,因此,近些年来,特别是 Brown 和 Cliff 对各类代理变量做了归类评述后,并以 BW 情绪指标为代表,越来越多的研究倾向于以综合代理变量表征情绪,由此开启了综合性情绪指标研究之路。

5 我国投资者情绪研究现状分析

20 世纪 70 年代以来,越来越多的“金融异象”动摇了有效市场假说在资本市场研究中的统治地位,促进了行为金融学的诞生。经历了四十余年的发展,国内外行为金融学研

表 1 投资者情绪间单一指标应用文献总结

指标名称	文献
封闭式基金折价	Zweig(1973);De Long 等(1990);Lee 等(1991);Neal 和 Wheatley(1998); Baker 和 Wurgler(2006);伍燕然和韩立岩(2007);张俊喜和张华(2002);黄少安和刘达(2005);Chen 等(1993);Brown 和 Cliff(2004);张俊生等(2001);
基金和股票资金流量	Lee 等(1991);Brown 和 Cliff(2004);Ben-Rephe 等(2012);殷晓峰(2000);Gemmill 和 Thomas(2002)等
市场交易量	Hiemstra 和 Jones (1994);Baker 和 Stein (2004);Brown 和 Cliff(2004);Baker 和 Wurgler(2006)等
零股买卖比例	Fosback(1993);Barber(1999);Greenwood 和 Nagel(2006);Kumar 和 Lee(2006);Hvidkjaer(2008);Neal 和 Wheatley (1998)等
市场流动性水平	Baker 和 Stein(2004);苏冬薇(2004);余佩琨和钟瑞军(2009)等
首日公开发行(IPO)数量	Ljungqvist 和 Wilhelm (2003);Ljungqvist 等(2006);Baker 和 Wurgler(2006,2007);Lowry(2003);俞红海等(2015)等
首日公开发行(IPO)当日收益率	Ljungqvist 等(2006);Baker 和 Wurgler (2006,2007);韩立岩和伍燕然(2007);谢太峰和高艺(2016)等

表 2 投资者情绪间接综合指标应用文献总结

复合指标名称	文献
投资者智能指数、封基折价、交易量、共同基金流入量、牛熊市比、股利收益、IPO 数量及首日收益	Glushkov (2006)等
波动溢价、交易量、IPO 数量及首日收益	Baker 等(2012)等
交易量、封基折价和 A 股新开户比率	黄德龙等(2009)等
市场换手率、封闭式基金折价率和投资者开户增长率	张强和杨淑娥 (2009)等
封闭式基金折价、市场交易量、IPO 数量级上市首日收益、新增投资者开户数和消费者信心指数	易志高和茅宁 (2008)等
新股首日上市换手率和交易所月开户数	韩立岩和伍燕然 (2007)等
封闭式基金折价、消费者信心指数、股票换手率以及股利溢价等 7 个成分指标	谢竹云等(2009)等
流动性指标、封闭式基金折价、换手率、中签率	雒庆举和吕鹏博 (2010)等
新增 A 股个人开户数、基金净赎回率、市场月平均交易量	何平等(2014)等
封闭式基金折价率、IPO 数量、IPO 首日收益率、A 股新增开户数和市场换手率	文凤华等(2014)等
封闭式基金折价率、市场换手率、投资者新增开户数、上涨下跌家数比、A 股平均市 盈率和上证指数振幅	张宗新和王海亮 (2013)等
首次构造出过滤市场噪声的投资者情绪指标	池丽旭等(2012)等
央视看盘 BSI 指数、封闭式基金折溢价率及消费者信心指数	王一葇和刘善存 (2011)等

究者的不断努力,行为金融学的理论框架逐渐成形,较为成功地解释了关于投资者情绪的相关问题。

周志珍等(2021)在其基于 ST 类股票的投资者情绪与隔夜收益率相关性研究中认为股票隔夜收益率能够对高涨的投资情绪产生负向影响,高涨的投资者情绪也可以影响股票隔夜收益率。唐一鸣等(2021)也在投资者情绪对中国股市收益率的影响研究中,利用 VAR 模型,实证分析了 NISI(投资者情绪指数)与中国股票收益率的影响。李倩、吴昊(2021)研究了媒体情绪对公司投资效率的影响,结果表明,媒体情绪能够加剧过度投资同时缓解投资不足,与公司投资效率显著负相关,媒体乐观情绪增加过度投资减少投资不足,悲观情绪对二者影响均不显著。李媛、冉齐鸣(2021)研究了个股情绪与股市周期性波动,研究表明 A 股市场存在显著的情绪重复和反转效应,个股情绪可对其进行解释。

综上所述可以看出,现阶段关于投资者情绪的理论探讨,我国学者主要从以下两个维度入手展开探讨与分析:其一是采取何种措施评估投资者情绪,即投资者情绪测度及这些测度会对市场发展产生何种影响;其二是投资者情绪关于股票收益走势的估测;纵向方面探讨投资者情绪对股市中长期收益产生的影响;横向方面考虑投资者情绪对市场横截面收益产生的影响,由此探讨投资者情绪是否对股票资产定价产生影响。

6 结束语

投资者情绪的研究已经历数十载,国内外文献大都是从投资者情绪定义、影响因素、测度指标等方面来进行实证性分析,主要探讨情绪对市场发展产生的影响;西方学者在研究过程中,一般会选取多个用于反映投资者情绪的代理变量,有的学者倾向于选用直接指标,还有一些学者比较喜欢采用间接指标,皆获得了一系列丰硕的研究成果;关于此课题,国内研究时间比较少,由于数据获取难度大、研究对象少等,很少有学者通过单一代理变量反映情绪,大多以综合性指标来表征情绪,探讨其对股指收益产生的影响。

展望未来,可以从以下三个方面有针对性的开展投资

者情绪的研究分析:其一,从心理学和金融学这两个层面入手探讨并分析投资者情绪。着重探讨投资者情绪的形成机制、及其和投资者行为之间的关系等;其二,从监管层面入手探讨投资者情绪。着重探讨投资者情绪对市场运作及发展产生的影响,由此准确提炼出合理有效的预警信号,加强对市场的合理预测,以防市场变化无常,构建起严谨成熟的投资者情绪监控系统,尽可能地减弱系统性风险,促进金融市场稳健持续发展;其三,根据投资者结构分析投资者情绪。主要分析通过何种方法量化评估投资者情绪以及如何选取金融市场调控策略等。

参考文献

- [1]FamaE.Efficientcapitalmarkets:Areviewoftheoryandempirical work[J].JournalofFinance,1970,25(2):383-417.
- [2]MarkowitzM.Portfolioselection[J].JournalofFinance,1952,7(1):77-91.
- [3]SharpeW. Capitalassetprices: Atheoryofmarketequilibriumunderconditionsofrisk [J]. JournalofFinance,1964,19(3):425-442.
- [4]BlackF.ScholesM.Thepricingofoptionsandcorporateliabilities[J].JournalofPoliticalEconomy,1973,81(3):637-654.
- [5]RossS.Thearbitrage theoryofcapitalassetpricing [J].JournalofEconomicTheory,1976,13(3):341-360.
- [6]ShefrinH.StatmanM.Behavioralcapitalassetpricingtheory [J]. JournalofFinancialandQuantitativeAnalysis,1994,29(3):323-349.
- [7]ShefrinH.StatmanM.Behavioralportfoliotheory [J].Journalof FinancialandQuantitativeAnalysis,2000,35(2):127-151.
- [8]BarberisN.ShleiferA.VishnyR.Amodelofinvestorsentiment[J]. JournalofFinancialEconomics,1998,49(3):307-343.
- [9]DanielK.HirshleiferD.SubrahmanyamA. Investorpsychologyand securitymarketunderandoverreactions [J].JournalofFinance,1998,53(6):1839-1885.
- [10]HongH,SteinJ.Aunifiedtheoryofunderreaction,momentum trading,andoverreactioninassetmarkets[J].JournalofFinance,1999,54(6):2143-2184.
- [11]BarberisN,HuangM,SantosT.Prospecttheoryandassetprices[J].TheQuarterlyJournalofEconomics,2001,116(1):1-53.
- [12]BrownG,CliffM.Investorsentimentandthenear-termstock market[J].JournalofEmpiricalFinance,2004,11(1):1-27.
- [13]BrownG,CliffM.Investorsentimentandassetvaluation[J].JournalofBusiness,2005,78(2):405-440.
- [14]BakerM,WurglerJ.Investorsentimentandthecross-section of stockreturn[J].JournalofFinance,2006,61(4):1645-1680.
- [15]BakerM,WurglerJ.Investorsentimentinthestockmarket [J]. JournalofEconomicPerspective,2007,21(2):129-151.
- [16]韩立岩,伍燕然.投资者情绪与 IPOs 之谜——抑价或者溢价[J].管理世界,2007(3):51-61.

(上接 30 页)

- [17]黄霖华,曲晓辉.证券分析师评级、投资者情绪与公允价值确认的价值相关性——来自中国 A 股上市公司可供出售金融资产的经验证据[J].会计研究,2014(7):18-26.
- [18]王美今,孙建军.中国股市收益、收益波动与投资者情绪[J].经济研究,2004(10):75-83.
- [19]王宜峰,王燕鸣.投资者情绪在资产定价中的作用研究[J].管理评论,2014(6):42-55.
- [20]文风华,肖金利,黄创霞,等.投资者情绪特征对股票价格行为的影响研究[J].管理科学学报,2014(3):60-69.
- [21]伍燕然,韩立岩.不完全理性、投资者情绪与封闭式基金之谜[J].经济研究,2007(3):117-129.
- [22]徐枫,胡鞍钢.异质信念、投资者情绪与企业增发偏好[J].经济科学,2012(5):81-91.
- [23]杨墨竹.ETF 资金流、市场收益与投资者情绪——来自 A 股市场的经验证据[J].金融研究,2013(4):156-169.
- [24]易志高,龚辉锋,茅宁,等.分类思维、投资者情绪与股票价格联动[J].管理评论,2014(4):22-30.
- [25]余佩琨,钟瑞军.个人投资者情绪能预测市场收益率吗[J].南开管理评论,2009(1):96-101.
- [26]张宗新,王海亮.投资者情绪、主观信念调整与市场波动[J].金融研究,2013(4):142-155.
- [27]周志珍,魏茹雪,保玥玮,刘书芳,覃翠兰,李晶洁.基于 ST 类股票的投资者情绪与隔夜收益率相关性研究[J].现代商业,2021(33):148-151.
- [28]唐一鸣,马晓贺,杨航.投资者情绪对中国股市收益率的影响研究——基于 VAR 模型[J].现代商业,2021(33):127-129.
- [29]李倩,吴昊.媒体情绪对公司投资效率的影响[J].统计与决策,2021(33):179-183.
- [30]吴崇林,刘杰,李志冰,吴偲立.开盘价操纵与定价效率——基于高频数据的开盘价操纵识别模型[J].经济学报,2021(04):27-56.
- [31]闫伟,杨春鹏.金融市场中投资者情绪研究进展[J].华南理工大学学报,2011(03):33-43.

作者简介:曹可安(1996-),男,汉族,河北邯郸人,上海大学硕士研究生在读,研究方向:金融学。