
信任、市场参与和投资收益的关系研究

崔巍*

内容提要 本文采用 Sapienza 等的实验方法,对信任进行经济学诠释,并首次将信任区分为普遍的社会信任和金融市场中的特殊信任即金融信任,探讨信任水平对金融市场参与和投资收益的影响。研究发现:社会信任水平越高,金融市场的参与程度就越高;个人投资者的投资收益和其金融信任水平之间是存在峰度的倒 U 型关系,在金融信任较低范围内,投资收益随着信任水平的提高而提高,在达到最大化后,投资收益随着信任的继续提高而显著下降。

关键词 市场参与 投资收益

一 引言

信任作为一种社会资本在经济活动中具有重要意义。早在亚当·斯密时代,信任的重要性就引起了人们的关注,但直到 20 世纪中后期,随着新制度经济学派的兴起,人们才逐渐认识到交易成本、不完全信息以及社会和文化等因素对经济发展的重要作用,并开始从社会资本的角度对信任进行系统性研究。

近年来,有关信任的研究备受国内外经济学者的关注,并有大量研究成果问世。在信任与经济发展之间的关系研究方面,Arrow(1972)认为信任是社会经济建立和运作的润滑剂,全球范围内经济发展的滞后大都源于相互信任的缺失。Knack 和 Keefer(1997)认为包括信任和道德规范在内的社会资本对一个国家或地区的经济发展有重

* 崔巍:北京大学经济学院 100871 电子信箱:cuiw1230@pku.edu.cn。

本文是国家社会科学基金项目(11CJL019)和教育部人文社会科学研究项目(10YJC790035)的阶段性成果。作者感谢匿名审稿人的意见。

要影响。在国民收入较高和收入较平等的国家,信任水平和道德规范程度比较高,经济活动的成本比较低。信任每提高1个标准差会带来1.15%的经济增长和2.04%的投资水平增加。Zak和Knack(2001)通过建立经济增长的一般均衡模型,解释了不同国家间信任水平的差异,探讨了信任对经济增长的影响机制。较低信任水平会降低投资率和经济增长率,甚至会使经济陷入贫困性陷阱。福山(1998)认为社会信任是文化对经济的影响途径和表现形式,它可以直接影响到社会经济实体的规模、组织方式、交易范围和形式,以及社会中非直接生产性寻利活动的规模和强度。Cabon-Dherisin和Ramani(2004)通过构建非合作博弈模型探讨了信任对研发(R&D)的影响,发现在合作式R&D中较高水平的相互信任有助于合作双方结成R&D联盟。Volken(2002)基于互联网主机的扩散,探讨了信任对技术扩散和技术进步的重要影响。

在信任与金融市场之间关系的研究方面,Guiso等(2008)从信任的角度,在一定程度上解释了有限股票市场参与之谜,即投资者的股票市场参与程度与自身的财富水平没有必然关系,富有投资者购买股票的比例可能相对较低。Butler等(2009)考察了投资者的信任水平和投资收益间的关系,信任水平较高的投资者对市场过于乐观,从而过度投资,使得收益下降。Guiso等(2009)发现信任和社会资本等因素对金融市场投资、对外直接投资和欧洲国家间的对外贸易都有重要影响。

就国内研究看,张维迎和柯荣柱(2002)基于中国跨省信任调查数据,考察了信任对企业规模分布、企业发展速度、引进外资以及该地区经济增长的影响,认为信任度是影响中国各地区经济发展的重要因素。张俊生和曾亚敏(2005)认为社会资本^①对金融发展具有显著的正效应。李涛等(2008)采用2004年广东省城市居民调查数据,发现个人因素、社区和社会因素等都显著地影响居民的整体信任水平,而且信任和社会互动都可以推动投资者参与金融市场。文建东和何立华(2010)基于世界价值调查的中国数据,从个人的客观特征和主观特征两个方面分析了社会信任的决定因素。

应该说,国内的相关研究已经起步,但笔者认为现有研究仍存在一些不足之处:第一,现有研究对信任的定义较为模糊,没有对信任的内涵进行系统的经济学诠释;第二,现有研究主要考察信任水平对整体经济发展的作用,没有探讨信任水平与个人投资收益之间的关系。对于个人投资者来说,过高的信任水平会增大被欺骗的可能性,导致收益形成机制发生变化,这与整体投资者是不同的。基于此,本文尝试对信任进一步区分,首次将其划分为普遍的社会信任和金融市场中的特殊信任即金融信任,并

^① 根据Putnam(1993)的定义,社会资本是可以协调行动来提高社会效率的社会信任、社会规范和社会网络等。信任被认为是社会资本的一个重要组成部分。

全面考察金融市场中不同涵义的信任对投资者的市场参与和个人投资收益的影响。

本文结构安排如下:第二部分是对信任的经济学诠释,第三部分提出基本的理论假设,并介绍研究方法和实验设计,第四部分考察信任对金融市场参与和投资收益的影响,最后是结论和相关政策建议。

二 信任的经济学诠释

无论从社会学、心理学还是从经济学角度看,信任都存在普遍的社会信任和特殊信任之分。社会信任主要关注人们对包括陌生人在内的一般社会大众的整体信任水平,而特殊信任仅局限于特殊的个体、区域或组织机构,常常针对特定情景。

长期以来,国外学者对信任的研究主要集中在对社会信任的研究。从心理学角度看,信任是个体特有的对他人诚意、善意及可信性的普遍可靠的信念。从社会学角度看,信任是个体对另一个人言辞、承诺及口头或书面陈述的可靠性的一般期望。郑也夫在《信任论》中提出:“信任是一种态度,相信某人的行为或周围的秩序符合自己的愿望”,表现为“对自然与社会的秩序性、对合作伙伴承担的义务和对某角色的技术能力”的三种期待。从经济学角度看,社会信任更多地体现为交换与交流的媒介。这种媒介可以采用介绍人、信物、誓言、抵押等形式,也可以采用其他形式,但本质是信任感。信任是在交易达成之前,委托人认为代理人不会利用其信息优势损害自己利益的一种肯定性预期,或是在不确定下对交易对象合作行为的乐观预期。Luhmann(1979)提出信任是简化复杂性的机制之一。信任是很多经济交易必需的公共品(Hirsh, 1978)。信任是在风险中追求最大化功利的有目的行为,是一种可以减少监督与惩罚成本的社会资本形式(Coleman, 1990)。

本文研究重点是投资者在金融市场中的特殊信任,也称金融信任。金融信任是指在金融市场上投资者对经济前景、上市公司、管理层以及股票分析师等的信任程度,它直接影响到金融决策及经济效果。

具体来看,金融信任包含信念和偏好两方面内容。从信念上看,是对他人值得信任程度的预期;从偏好上看,是由个体特征决定的个体本身的信任度和被信任度。其中,信念部分随着经历和信息的变化不断更新,而偏好部分是相对稳定的特征,是一种经过社会学习而形成的个人人格特质的表现。在金融市场中,投资者不仅需要根据既有信息对金融产品本身的风险和收益进行分析,也要考虑金融信任,即投资者需要确信所有的信息和数据是正确的和可以依赖的,也需要对整个金融市场及运行机制具有

信心。这一方面依赖于金融市场的客观特征,如信息和数据的正确性和可靠性;另一方面也依赖于投资者的主观特征,比如对金融市场信心不足的投资者投资金融产品的意愿较低。由此可见,金融信任对于吸引投资者、增强投资者信心以及促进金融市场的健康发展有重要的现实意义。

三 理论假设与研究设计

(一)理论假设

为了考察信任对投资者金融选择的影响,本文主要参考 Guiso 等(2008)提出的简单两资产模型。模型包含无风险资产,其确定性收益是 r_f ; 风险资产(如股票),其不确定收益 \tilde{r} 服从均值为 $\bar{r} > r_f$, 方差为 σ^2 的正态分布。投资者认为被欺骗的主观概率为 p , 即对风险资产的信任程度是 $(1-p)$, 也就是说,公司以 p 的概率是个骗局,侵吞所有投资收入。假定金融市场的参与成本为 0。投资者实现下面的预期效用最大化:

$$\max_{\alpha} (1-p)EU(\alpha\tilde{r}W + (1-\alpha)r_fW) + pU((1-\alpha)r_fW) \quad (1)$$

其中, α 为投资于风险资产的比例, W 为投资者的最初财富。(1)式中的第一项是没有欺骗时投资者可以获得的预期效用,第二项是欺骗发生时的效用。一阶条件为:

$$(1-p)EU'(\alpha\tilde{r}W + (1-\alpha)r_fW)(\tilde{r} - r_f) \leq pU'((1-\alpha)r_fW)r_f \quad (2)$$

左边是每额外投资 1 单位风险资产所获得的预期边际效用,即以 $(1-p)$ 的概率获得超额收益 $(\tilde{r} - r_f)$, 右边是欺骗发生时投资者损失所有投资的成本。当 $\alpha = 0$ 时,成本大于收益;或者当 $p > \bar{p}$ 时,其中 $\bar{p} = (\bar{r} - r_f)/\bar{r}$, 为投资者不选择风险资产的概率门槛,投资者的最优选择是不进行投资,即参与程度为 0。进一步地,假定投资者具有指数形式的预期效用,绝对风险回避系数为 θ , 且 $\tilde{r} \sim N(\bar{r}, \sigma^2)$ 。由(2)式可知,最优的投资份额为:

$$\alpha^* = \frac{(\bar{r} - r_f)}{\theta W \sigma^2} - \frac{p r_f}{(1-p) A \theta W \sigma^2} \quad (3)$$

其中, $A = e^{-\theta(\alpha^* \bar{r} W - \theta(\alpha^* W)^2 \sigma^2)}$ 。当没有欺骗 ($p = 0$) 时,式(3)的第一项是最优投资份额 α 。由于 A 是 α^* 的严格递减函数,当 p 增加即信任水平降低时,风险资产的最优投资份额下降。

可以得出,投资者:(1)是否参与金融市场并不依赖于初始财富。只有信任水平较

高的投资者($(1-p) > (1-p)$)才对金融市场进行投资。由于投资者的财富水平与信任没有必然联系,故可推测即使是富有投资者,其金融市场的参与程度也可能很低。(2)在参与金融市场的情况下,投资于风险资产的最优份额随着信任水平的提高而提高。

(二) 研究设计

为了全面分析信任的经济学内涵,以及不同涵义的信任水平对投资者的影响,在实验方法上,本文需要对社会信任和金融信任进行区分。

1. 衡量社会信任水平。现有研究主要采用问卷调查的方式收集数据对信任进行分析。该调查问卷从不同角度考察了人们对包括陌生人在内的一般大众的整体信任水平,是国内外考察社会信任的经典方法,故本文也采用该方法衡量社会信任水平。

2. 衡量投资者的金融信任水平。本文依托 Sapienza 等(2007)的研究方法(STZ 方法),根据信任的经济学内涵并依据决策场景,设计出具体实验流程,对信任进行模拟实验室检验。^①

这是在完全信息条件下被试依次进行决策的一项实验。在实验中,被试需要在模拟的金融市场中做出三个相互独立的决策,而且在进行任一决策时,对接下来决策保持未知,且被试在任一决策中的行为不会影响接下来决策的收益。在实验过程中,需要保证被试之间相互隔离,不允许有任何形式的交流。为了剔除声誉因素等对实验结果的影响,这里为单期实验。具体流程如下:

决策一:所有被试被随机安排一个交易对象。被试选择数额 s 支付给交易对象,交易对象用 s 进行投资,其中 $s \in [0, y]$, y 为被试的最初禀赋。在不影响结果的情况下, y 被设定为 50 元, s 为 5 的整数倍,即 0 元, 5 元, 10 元, 15 元, ..., 50 元。交易对象的最初禀赋为 0, 投资后获得的收益为 $3s$ 。

决策二:被试对投资回报进行预期。获得收益后,交易对象须返还 r 给被试,作为投资回报。针对每个可能的投资数额,即 0 ~ 50 元之间所有的 5 的整数倍,被试对交易对象的返还数额 r 进行预期。

决策三:被试模拟自己为交易对象,针对每个可能的投资数额,选择相应的返还数额 $r \in [0, 3s]$, 即投资回报。在完成以上三个决策后,投资数额和返还数额被公示出来。

3. 考察投资者的个人偏好和社会特征。本文采用的问卷主要借鉴 Sapienza 等(2007)和美国芝加哥大学 TCLMS 的问卷设计。被试需要对一系列针对性别、年龄、

^① Sapienza 等(2007)主要考察衡量信任水平的不同方法及彼此间的相关性。该研究回答了 Glaeser 等(2000)和 Fehr 等(2003)对用社会调查问卷方法衡量信任水平的质疑。但是没有考察信任水平与市场参与和投资收益的关系。

教育程度、利他主义、平等偏好、家庭因素等问题进行回答。比如,平等偏好是通过投资者对收入不平等和贫富差距的看法来进行衡量的;互惠倾向是通过投资者参与志愿组织的个数,以及对自己和他人之间的财产分配情况等来衡量的;利他主义是通过投资者为他人考虑和替他人分忧的程度来测定的;家庭因素主要是父母在信任问题上对子女的影响,等等。其中,对风险偏好的考察参考 Holt 和 Laury (2002) 的实验。在实验中被试需要在博彩 A 和博彩 B 中进行 15 次选择。博彩 A 可以获得确定性收益 a_i , 其中 $a_i = 45 + 5i$, $i \in 1, 2, \dots, 15$ 为选择的次数,例如 $a_1 = 50$ 表示第 1 次选择获得的确定性收益为 50 元。博彩 B 的收益为 $b_i = \begin{cases} 200 & 50\% \text{ 概率} \\ 0 & 50\% \text{ 概率} \end{cases}$, $i \in 1, 2, \dots, 15$ 。在此设计下,极端风险回避的被试会选择博彩 A,极端风险偏好的被试选择博彩 B,严格风险中性的被试应该在前 10 次中选择博彩 A,从第 11 次开始选择博彩 B。一般来看,随着 a_i 的增加,被试倾向从博彩 B 转为博彩 A,且风险偏好程度越高,这种转变发生得越晚。因此,风险偏好程度可以用实验中选择博彩 A 的次数来进行量化。

四 数据分析与检验

(一) 变量的统计描述

本文的研究对象是 192 名北京大学学生。^① 基于 STZ 实验设计, s 是被试作为投资者的投资数额,实际回报 r 是交易对象返还给被试的数额,预期回报 $E(r)$ 是在给定投资数额下,被试对交易对象可能返还数额的预期,可回报总额是交易对象的投资所得,即投资数额的 3 倍 ($3s$)。表 1 的第一部分是所有被试的投资数额、实际回报和预期回报的平均值。平均投资数额是 32.29 元,占最初资本禀赋的 65%。平均实际回报是 41.88 元,占可回报总额的 43%。平均预期回报是 40.82 元,占可回报总额的 42%。值得注意的是,该实验主要考察投资者的金融信任水平。可以看出,投资者将最初禀赋的大部分用于投资,平均回报和预期回报在数额上都是高于投资数额的,但是在比例上都少于 50%。低于 65% 的投资比例,说明投资者对交易对象以及整体模拟金融市场表现出一定程度的金融信任水平以及无私和利他的心理。预期回报是稍微低于实际回报的,但是从平均上看,投资者没有对交易对象表现出过度信任。

^① 参考国外的实验设计(在 Sapienza(2007) 的文章中,被试为 502 名芝加哥大学 MBA 学生)和本文实验情景,选取学生作为实验被试,可以确保在受教育程度和年龄因素等方面没有显著差别,且实验结果有较强说服力,故认为样本具有代表性。

表 1 的第二部分是基于样本数据对社会信任、个人偏好和社会特征等变量的统计描述。为了简化,将这些变量标准化到 1~10 之间。社会信任的均值不到 5,说明投资者对包括陌生人在内的社会信任水平不高。利他主义的均值接近 8.5,且最小值和最大值的差异不大,说明投资者整体上的利他主义倾向非常强烈,较能为他人考虑和替他人分忧。平等偏好和家庭影响的程度也比较强,平均值都在 6 以上,说明投资者有希望社会收入平等化和贫富差距缩小的愿望,

父母在这方面给子女的教育也是比较积极的。风险回避程度接近 5,说明风险偏好接近中性。性别变量上 0 为女性,1 为男性。

为了考察信任对金融市场参与和对投资收益的影响,将实验中的金融信任标准化,定义金融信任 T_i 为预期回报和实际回报的差额占可回报总额的百分比,即 $T_i = \frac{E(r_i) - r_i}{3s_i}$ 。如果金融信任 $T_i > 0$,说明投资者对交易对象的可信任度比较乐观,存在一定程度的高估;如果 $T_i < 0$,说明对交易对象比较悲观,并对可信任度存在低估; $T_i = 0$ 说明投资者对交易对象的可信任度有正确的预期,预期回报和实际回报相吻合。结果显示,平均金融信任是 -0.75%,标准差是 19.81%,说明投资者对交易对象信任水平的估计较接近真实值,低估的程度仅在 1% 范围内。值得注意的是,投资数额为 5 时的平均金融信任水平是所有投资数额中金融信任的最低值,为 -16.67%,这可能因为这一组投资者比较悲观,金融信任水平比较低,投资数额也偏低。

(二) 社会信任、金融信任与市场参与

是什么因素影响投资者在金融市场中的参与程度? 传统理论主要考虑财富水平、受教育程度、年龄和性别等因素。然而,现实中的金融参与必然受金融产品收益、市场波动性和通货膨胀等市场因素所影响。基于 STZ 实验,由于所有被试是在完全信息和相同的实验设计下进行决策的,且在财富水平、受教育程度和年龄等方面没有显著

表 1 变量的统计描述

变量	均值	标准差
一 投资数额、实际回报和预期回报		
投资数额	32.29	13.8
实际回报	41.88	23.11
实际回报占可回报总额的比例	0.43	0.17
预期回报	40.82	24.15
预期回报占可回报总额的比例	0.42	0.17
二 其他变量		
社会信任	4.63	3.40
性别	0.44	0.50
风险回避程度	4.94	0.97
利他主义	8.44	0.94
互惠倾向	4.13	1.37
平等偏好	6.13	2.29
家庭影响	7.81	1.92

差异,故认为所有被试面临相同的金融市场因素和相同的外部社会环境,投资数额 s 可以衡量投资者在金融市场中的参与程度。^① 因此,在回归分析中,被解释变量为金融市场的参与程度,即投资数额。解释变量为社会信任、金融信任、风险因素等一些反映个人偏好和社会特征的变量。

从表 2 可以看出,在其他因素相同的情况下,社会信任对金融市场参与程度有显著的积极影响,回归结果都在 1% 的水平上显著。社会信任水平每提高 1 个百分点,金融市场参与程度相应地提高大约 0.8 个百分点。然而,金融信任对参与程度没有显著影响,回归结果不显著。这可能是因为实验假定所有被试面临相同的金融市场条件,对金融市场的运行机制,金融产品信息以及对金融市场前景预期等方面差异不大,

表 2 金融市场参与程度的影响因素

	1	2	3	4	5	6
社会信任	0.70** (0.29)		0.69** (0.29)	0.81*** (0.30)		0.81*** (0.30)
金融信任		-2.85 (5.05)	-2.10 (5.00)		-2.74 (4.40)	-2.59 (4.33)
风险回避				-3.18*** (0.91)	-3.23*** (0.93)	-3.19*** (0.92)
性别				0.95 (2.46)	-1.47 (2.33)	1.11 (2.48)
利他主义				2.83*** (1.06)	2.59** (1.09)	2.92*** (1.08)
互惠倾向				0.80 (0.79)	1.23 (0.79)	0.82 (0.79)
平等偏好				2.44*** (0.50)	2.60*** (0.50)	2.46*** (0.50)
家庭影响				4.22*** (0.53)	3.98*** (0.53)	4.22*** (0.53)
常数项	29.06*** (1.67)	32.27*** (1.00)	29.08*** (1.67)	-28.20** (12.49)	-21.78* (12.53)	-29.16** (12.61)
R ²	0.0296	0.0017	0.0305	0.3190	0.2927	0.3204

说明:括号内表示相应估计的标准差。***、**、* 分别表示在 1%、5% 及 10% 的显著性水平上显著,下表同。

^① 根据 Guiso 等(2008)的文章,金融市场参与可进一步分两个部分:一是是否参与,即是否投资;二是参与程度,即投资数额。由于被试在实验中的投资数额都大于 0,也就是说,无论信任水平的高低,被试都愿意参与金融市场。所以,本文着重考察金融市场参与的“参与程度”部分,用投资数额 s 来衡量参与程度,考察信任水平与参与程度的关系。

因此无论从信念还是偏好上看,被试的金融信任水平没有显著差异,故对参与程度的影响不显著。

金融市场参与程度还受投资者的个人偏好和社会特征等相关变量影响。比如,风险回避程度越高的投资者,投资行为越保守,金融参与程度越低。平等偏好越强烈,金融参与越高。家庭因素,例如父母对信用和忠诚度等方面的教育越重视,金融参与就越高,以上这些变量都在1%的水平上显著。互惠倾向和利他主义对金融参与也有正向作用,但在统计上不显著。性别差异对金融参与没有显著影响。回归6的解释能力最强, R^2 为0.3204。这一方面说明社会信任确实对金融参与有显著作用,另一方面也说明个人偏好和社会特征等变量对金融参与的影响也是不可忽视的。社会信任水平越高,越有利于投资者相信上市公司会不断改善经营管理,证券监管机构会有效保护投资者权益,证券公司会合规经营,因此投资带来合意回报的可能性就较大,从而提高投资者参与金融市场的积极性。

(三)社会信任、金融信任与投资收益

根据实验设计,投资收益 y 是投资者的最初资本禀赋减去投资数额,再加上交易对象返还的数额,即 $y = 50 - s + r$ 。结果显示,所有投资者的平均收益为59.59元,标准差为14.31%,最大值100元,最小值0元。平均上看,投资收益高于最初禀赋,但投资者的获利空间并不是很大。

将个人投资者的投资收益和信任水平进行回归分析,结果见表3。与社会信任相比,金融信任对个人投资收益有显著影响。模型1的 R^2 是0.2038,说明金融信任对投资收益具有一定解释能力。为进一步考察两者间的关系,模型2中加入了金融信任的平

表3 投资者的投资收益与信任水平

	模型1	模型2	模型3	模型4
金融信任	-32.60*** (4.67)	-27.73*** (4.33)		-32.07*** (4.66)
金融信任的平方		-70.92*** (11.26)		
社会信任			0.60* (0.30)	0.48* (0.27)
常数项	59.35*** (0.92)	62.16*** (0.95)	56.80*** (1.73)	57.11*** (1.56)
R^2	0.2038	0.3419	0.0204	0.2170

方项。金融信任和金融信任的平方项都对投资收益有显著影响,金融信任平方项的回归系数为负且在1%水平上显著,说明投资收益和金融信任水平之间呈非线性倒U型关系, R^2 是0.3419。模型3仅考虑社会信任因素,回归结果不理想。可见,尽管社会信任在很大程度上决定投资者的金融市场参与程度,但是个人投资收益却主要受金融信任的影响。结合金融信任的经济学内涵,从信念和偏好上看,投资者对金融市场的

前景、上市公司和股票分析师等的预期越高,对市场的信息和数据越认可,对金融产品本身的风险和收益的分析越明晰,金融信任的水平就越高,与投资收益间的关系也就越显著。

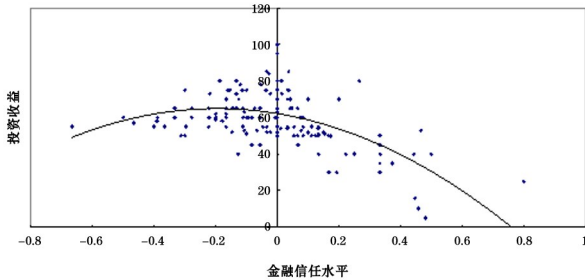


图1 个人投资者收益与金融信任

图1是个人投资收益与金融信任之间关系的散点图。可以看出:

第一,最优信任水平接近平均信任水平。投资者的平均金融信任水平偏低,实现投资收益最大化的最优信任水平接近平均信任水平,即当金融信任接近0时,投资者的预期接近真实值,投资收益实现

最大化,接近80元。

第二,个人投资收益和其金融信任水平之间是呈峰度的非线性倒U型关系。当金融信任很低时,投资者的投资策略比较保守,金融参与程度较低,虽然因被欺骗而遭受的损失比较少,但是由于放弃了一些有利的投资机会,获利空间比较有限,导致投资收益比较低,约在58元以下。随着金融信任的逐渐增加,投资收益逐渐上升,但是在超过最优信任水平后,随着信任水平的进一步提高,投资收益开始出现下降。当金融信任很高时,投资者对交易对象和整体经济形势的估计过度乐观,较高的金融参与可以带来较高的投资收益,但是过度投资也会导致投资收益出现明显下降。

第三,信任水平过高给投资者带来的损失显著高于信任水平过低带来的损失。当金融信任很高时,投资收益下降的幅度比较大,比如当金融信任的高估程度超过40%时,投资收益从最大化水平降为30元左右,下降幅度超过50%;而当信任水平很低时,投资收益的下降却没有这么明显,当低估程度高于50%时,投资收益下降到55元左右,下降幅度不到30%。这可以理解为,那些对金融市场缺乏信任的投资者会放弃有利的投资机会,导致投资收益的降低,而那些过度信任的投资者倾向于过度投资。一方面,过度投资本身会带来收益的下降,另一方面,盲目乐观和经常性地被欺骗也导致收益的进一步降低。所以,过度信任给收益带来的负面影响也不容忽视。

这一结论与Butler等(2009)的结论相吻合。从个体投资者的角度来看,投资收益与金融信任呈非线性倒U型关系,这就意味着存在一个使得投资收益实现最大化的最优信任水平。这一信任水平一般由那些最接近平均信任水平的投资者获得。

五 结论和政策建议

本文采用 STZ 实验方法对信任进行了经济学诠释,将信任分为社会信任和金融信任,并从个体投资者的角度探讨了不同涵义的信任对金融市场参与和投资收益的影响。研究发现:第一,社会信任水平越高,金融市场的参与程度就越高。对包括陌生人在内的一般社会大众,以及整体社会环境的信任水平的提高,有利于投资者参与金融市场。但是,本文没有发现金融信任对市场参与的显著影响,这可能因为在本文实验假定下,投资者的金融信任水平没有显著差异,然而现实市场中的投资者对上市公司、金融产品以及整体金融市场运行的信任是存在差异的,因此,金融信任也可能对市场参与产生一定影响。这一点有待以后进一步研究。

第二,投资收益和金融信任水平之间呈非线性倒 U 型关系。在金融信任较低的范围,投资收益随着信任水平的提高而提高,在达到最大化后随着信任水平的继续提高而显著下降,因为较高的信任水平会导致投资者过度投资,或者经常性地被欺骗并遭受损失。因此研究表明:发展中国金融市场,必须建立一套与现代市场经济相适应的信任机制,其中提高社会信任水平尤其是投资者对金融市场的信任水平是确保金融市场健康发展的一个重要环节。

结合信任的经济学解释和中国现实情况,我们提出如下建议:

一方面,保证投资者具有一定程度的金融信任水平,提高投资者对整个金融市场及运行机制的信心,有利于提高投资收益,并减少市场中的非理性行为。首先,要求上市公司、金融机构包括政府发布及时、真实和准确的信息,以取得投资者的信任,并建立彼此间的良好沟通。其次,从某种程度上看产权是诚信的基础。完善产权制度,保护投资者权益,建立统一规范的金融市场体系。

另一方面,提高投资者对社会的整体信任水平,有利于广大投资者参与金融市场,有利于促进市场竞争,提高金融市场的有效性。首先,需要政府充分发挥协调和引导功能,强化和改善政府的市场监管和法治管理,加大对失信行为的惩戒力度。其次,宣传诚信价值观,加大教育力度,发挥新闻舆论的监督职能,营造良好的社会信用环境。最后,将诚信建设摆在突出位置,大力推进政务诚信、商务诚信、社会诚信和司法公信建设,建立健全社会征信系统,从而保障社会的良性运行和协调发展。

参考文献:

弗朗西斯·福山(1998):《信任:社会道德和繁荣的创造》,远方出版社。

李涛、黄纯纯、何兴强(2008):《什么影响了居民的社会信任水平?来自广东省的经验证据》,《经济研究》第1期。

文建东、何立华(2010):《中国“信任之谜”及其解释》,《经济科学》第3期。

张俊生、曾亚敏(2005):《社会资本与区域金融发展:基于中国省际数据的实证研究》,《财经研究》第4期。

张维迎、柯荣柱(2002):《信任及其解释:来自中国的跨省数据调查》,《经济研究》第10期。

郑也夫(2001):《信任论》,中国广播电视出版社。

Arrow, Kenneth. “Gifts and Exchanges.” *Philosophy and Public Affairs*, 1972, 1, pp.343-362.

Butler, Jeffery; Giuliano, Paola and Guiso, Luigi. “The Right Amount of Trust.” *NBER Working Paper No. 15344*, 2009.

Cabon-Dhersin, ML and Ramani, SV. “Does Trust Matter for R&D Cooperation? A Game Theoretic Examination.” *Theory and Decision*, 2004, 57, pp.143-180.

Coleman, James S. *Foundations of Social Theory*. Cambridge: Cambridge University Press, 1990, pp. 306-310.

Fehr, Ernest; Fischbacher, Urs; von Rosenblatt, Berhard; Schupp, Juergen and Wagner, Gert. “A Nation-Wide Laboratory Examining Trust and Trustworthiness by Integrating Behavioral Experiments into Representative Surveys.” CESifo Working Paper No. 866, 2003

Glaeser, Edward; Laibson, David; Scheinkman, Jose A. and Soutter, Christine L. “Measuring Trust.” *Quarterly Journal of Economics*, 2000, 115(3), pp. 811-846.

Guiso, Luigi; Sapienza, Paola and Zingales, Luigi. “Trusting the Stock Market.” *The Journal of Finance*, 2008, 63(6), pp.2557-2600.

Guiso, Luigi; Sapienza, Paola and Zingales, Luigi. “Cultural Biases in Economics Exchange. 1” *Quarterly Journal of Economics*, 2009, 124(3), pp.1095-1131.

Hirsh, F. *Social Limits to Growth*. Harvard University Press, 1978, pp.78-79.

Holt, Charles A. and Laury, Susan K. “Risk Aversion and Incentive Effects.” *American Economic Review*. 2002, 92(5), pp.1644-1655.

Knack, Stephen and Keefer, Philip. “Does Social Capital Have an Economic Payoff? A Cross-Country Investigation.” *The Quarterly Journal of Economics*, 1997, 112(4), pp.1251-1288.

Luhmann, Niklas. *Trust and Power—Two Works by Niklas Luhmann*. Avon, Great Britain: John Wiley & Sons Ltd. Pitman Press, 1979.

Putnam, Robert. *Making Democracy Work*, Princeton University Press, 1993.

Sapienza, Paola; Toldra, Anna and Zingales, Luigi. “Understanding Trust.” CEPR Discussing Papers No. 6462, 2007.

Volken, T. “Elements of Trust: The Cultural Dimension of Internet Diffusion Revisited.” *Information Technology, Education and Society*, 2002, 3(1), pp.71-103.

Zak, Paul J. and Knack, Stephen. “Trust and Growth.” *The Economic Journal*, 2001, 111(470), pp.295-321.

(截稿:2013年6月 责任编辑:宋志刚)