



第3章

投资者心理与行为偏差



引导案例：长生生物退市前连续涨停

2018年7月5日,根据举报提供的线索,国家药监局对长春长生生物科技有限公司进行飞行检查。7月15日,国家药监局发布《关于长春长生生物科技有限责任公司违法违规生产冻干人用狂犬病疫苗的通告》,指出长春长生冻干人用狂犬病疫苗生产存在记录造假等行为。

长春长生是深交所上市公司长生生物(002680)主要的子公司。7月23日,因涉嫌信息披露违法违规,长生生物被中国证监会立案调查。该公司当天发布公告表示,如果公司被监管部门最终认定存在重大违法行为或移送公安机关,根据有关规定,公司股票可能存在被实施退市风险警示、暂停上市或终止上市风险。同一天,深交所对长生生物大股东、董监高所持有的股份进行限售处理。7月26日,受疫苗事件影响,长生生物主要银行账户被冻结,开市起被实施其他风险警示,股票简称变更为“ST 长生”。

10月16日,长春长生因违法违规生产疫苗,被国家药品监督管理部门作出吊销药品生产许可证的行政处罚决定,并处罚没款91亿元,上述罚没金额为长生生物2015年—2017年营业收入合计33.67亿元的2.7倍。11月5日长生生物被实施退市风险警示,其简称再度变更为“*ST 长生”。

自7月16日至8月29日,长生生物连续32个跌停,期间市值蒸发207.27亿元。但从11月8日至16日,公司股价连续7个涨停。Wind数据显示,涨停期间,机构、大户、中户、散户资金流入额合计17.06亿元,其中中户、散户资金大约占比70%。

2018年11月16日深夜,沪深交易所发布《上市公司重大违法强制退市实施办法》,同时启动对长生生物重大违法强制退市机制。随着退市新规落地,七连板疯涨后的长生生物,被深交所启动重大违法强制退市机制,17亿元入场资金难以出逃。

在长生生物疫苗事件过程中,相关部门和长生生物公司一再向投资者警示长生生物

退市的风险,但是仍然有部分投机者无视这种风险,在长生生物面临强制退市前,还在对其股票进行疯狂投机。这些投机者的行为,很难得到市场的理解。在这些投机者中间,有些人带着投机和赌博的心理,认为长生生物有可能不会被真正强制退市;有些人则是跟风操作。实际上,对于长生生物而言,因其事件造成的社会影响很大,社会舆论对其关注度非常高,因此最后不被强制退市的可能性微乎其微;而且被强制退市后几乎不可能再次回归 A 股,重新上市的概率几乎为零。显然,这些投机者的动机和行为完全是非理性的。

2019 年 1 月 14 日,深交所发布《关于对长生生物科技股份有限公司股票实施重大违法强制退市的决定》(深证上[2019]23 号),决定对长生生物实施重大违法强制退市,长生生物将从 2019 年 3 月 15 日起开始暂停上市。

投资者在进行投资决策时,其心理因素会随着外界环境的变化而发生微妙的改变,人类固有的行为模式会不知不觉地主宰着投资者的行为,尤其是当证券市场面临着不确定性和不可预测性时,情况更是如此。每个投资者开始总是试图进行理性决策,并希望规避风险,但是,当投资者发现由于自己的有限能力不能把握投资行为的可靠性时,投资者就会向政策的制定者、媒体、专家或者自己的感觉、经验等寻求心理依托,投资行为的前景越不明朗,投资者的心理依托感就会越强,人类特有的认知偏差的弱点就会更为明显。

本章从人类心理角度,分析投资者在面临不确定性条件下的决策过程中出现的心理和行为偏差。其主要表现为过度自信、损失厌恶(loss aversion)所导致的禀赋效应和短视偏差,同时,在不确定性决策过程中,投资者还会出现证实偏差、后悔厌恶、模糊厌恶、心理账户(mental accounting)、时间折扣等偏差。这些偏差的存在,影响着人类的理性决策。由于行为金融理论和实证对过度自信的研究结论相当丰富,在本书第 7 章将专门介绍过度自信及其对金融决策产生的影响。

3.1 心理账户

1. 心理账户的含义与特点

心理账户是芝加哥大学行为科学教授理查德·塞勒提出的概念。他认为,除了钱包这种实际账户外,在人的头脑里还存在另一种心理账户。人们会把在现实中客观等价的支出或收益在心理上划分到不同的账户中,根据资金的来源、资金的所在和资金的用途等因素对资金进行归类,这种现象被称为“心理账户”。塞勒认为:小到个体、家庭,大到企业集团,都有或明确或潜在的心理账户系统。在做经济决策时,这种心理账户系统常常遵循一种与经济学的运算规律相矛盾的潜在心理运算规则,其心理记账方式与经济学和数学的运算方式都不相同,因此经常以非预期的方式影响着决策,使个体的决策违背最简单的理性经济法则。

心理账户的特点是:①每一项资金(资产或事情)都被放入一个心理账户。②各个心理账户通常是独立的、被分割的。③人们通过心理预算来考察每一个心理账户的成本与收益是否匹配,或者做一件事情是否划算。在进行决策时,个体通常并不从全局进行考虑,而是在心里无意识地把一项决策分成几个“心理账户”,对于每个心理账户人们会有不

同的决策。

心理账户说明人在金钱面前是很主观的、非理性的,并不具有经典经济学或金融学所宣称的理性。例如,传统经济学认为同样是100元,是工资挣来的,还是彩票赢来的,或者路上捡来的,对于消费来说,应该是一样的,可是事实却不然。在人们心里,会把辛苦赚来的钱和意外获得的钱放入不同的账户。人们会对辛苦赚来的钱有严谨的储蓄和投资计划,但是对意外获得的钱却持有相对随意的态度。对于理性的人而言,其名下的钱并不因为它的来源而有性质上的区别。

我们可以通过卡尼曼和特沃斯基(1981)设计的实验来进一步了解心理账户。

情形1:你打算去剧院看一场演出,票价是10美元,在你到达剧院的时候,发现自己丢了一张10美元钞票,你是否会买票看演出?实验结果表明(调查对象为183人):88%的调查对象选择“会”,12%的调查对象选择“不会”。

情形2:你打算去看一场演出而且花10美元钱买了一张票,在你到达剧院的时候,发现门票丢了。如果你想看演出,必须再花10美元,你是否会买票?实验结果表明(调查对象为200人):46%的调查对象选择“会”,54%的调查对象选择“不会”。

卡尼曼和特沃斯基认为:两种实验情境出现明显不同结果的原因在于:在考虑情形1的决策结果时,人们把丢失的10美元和买演出票的10美元分别考虑;而在情形2,则把已经购买演出票的钱和后来买票的钱放在同一个账户估价,看上去好像要花20美元看一场演出,一部分人觉得“太贵了”,因而改变自己的选择。

2. 心理账户的应用

1) 价格感知

特沃斯基和卡尼曼(1982)通过设计以下情境实验引入“心理账户”与消费者购买决策行为的研究。

情形1:假定你要买一件夹克和一个计算器。在某商场夹克的价格是125美元,计算器的价格是15美元。这时候有人告诉你,开车20分钟后另一个街区的一家商场计算器的价格是10美元。请问:你会去另一个商场买计算器吗?

情形2:假定你要买一件夹克和一个计算器。在某商场夹克的价格是15美元,计算器的价格是125美元。这时候有人告诉你,开车20分钟后另一个街区的一家商场计算器的价格是120美元。请问:你会去另一个商场买计算器吗?

在这两个情境中,其实都是对“是否开车20分钟从140美元的总购物款中节省5美元”作出选择。然而,实验对象在两个情境中的回答却不一样,在情形1中,68%的实验对象选择去另一家商场;而在情形2中,只有29%的实验对象选择开车去另一家商场。选择偏好发生了逆转。

特沃斯基和卡尼曼提出,消费者在感知价格的时候,是从三个不同的心理账户进行得失评价的:一个是最小账户(minimal account),就是不同方案所享有的优惠的绝对值,在本实验中的最小账户就是5美元。另一个是局部账户(topical account),也可称为相对值账户。例如,在实验情形1中开车前往另一家店的“局部账户”表现为计算器价格从15美元降为10美元(相对差额为1/3);而在实验情形2中的“局部账户”表现为计算器价格从

125 美元降为 120 美元(相对差额为 $1/25$)。第三个是综合账户(comprehensive account), 综合账户就是总消费账户, 该实验的综合账户为 140 美元。

特沃斯基和卡尼曼认为, 在上面的实验中, 消费者是自发运用了局部账户, 即通过相对优惠值来感知价格, 情形 1 有 33.3% 的优惠, 而情形 2 仅有 4% 的优惠, 因此, 人们的购买行为发生了反转——表现为在实验情形 1 中, 68% 的实验对象选择去另一家商场; 而在实验情形 2 中, 却只有 29%。

此后, Moon, Keasey 和 Duxbury 对特沃斯基和卡尼曼的研究进行了重复实验并且提出, 当优惠超过某个阈限值的时候, 消费者对绝对优惠值同样非常敏感。消费者对绝对值和相对值优惠的体验呈现这样一种规律: 当购买额度较小时, 消费者对相对值优惠更敏感, 即在商家让利水平相同的情况下, 相对值能让消费者体验到更多的优惠, 所以, 对额度小的商品, 商家应呈现相对值优惠。随着购买金额的增加, 绝对值与相对值之间的优惠体验差距会逐渐缩小, 如果继续增加购买金额, 优惠体验就会出现相反的结果, 此时消费者对绝对值更敏感, 即商家通过呈现绝对值优惠更能促使消费者购买。

2) 心理账户在金融投资决策领域的应用

心理账户在金融投资决策领域最广泛的应用是投资组合结构的运用。根据理性投资组合理论, 投资者应该只关心他们投资组合的期望收益, 而不应该关注某个特定投资部分的收益。可事实相反, 投资者倾向于把他们的资金分成安全账户(保障他们的财富水平)和风险账户(试图做风险投机的买卖)。1997 年 Fisher 和 Statman 提出: 人们在投资时会把资金分别放在不同的投资账户中, 即使是基金公司也建议投资者建立一个资产投资的金字塔, 把现金放在金字塔的最低层, 把基金放在中间层, 把股票放在金字塔的最高层。

2000 年, Shefrin 和 Statman 提出了多重账户行为资产组合理论(behavioral portfolio theory multiple mental account, BPT-MA)。多重账户行为资产组合理论是建立在卡尼曼和特沃斯基的前景理论之上的一个框定体系, 它认为投资者的资产结构应该是金字塔式的分层结构(这里的“层”就是心理账户), 投资者对其资产进行分层管理, 每一层对应投资者的一个目标。底层是投资者为避免贫穷而设立的, 所以, 其投资对象通常是短期国债、大额可转让存单、货币市场基金等有稳定收益、风险小的证券; 高层是为使其富有而设立的, 其投资对象通常是外国股票、成长性股票、彩票等高风险、高收益证券。

专栏 3.1 “支付分离”与会费策略

预先的支付可使人们对购买与消费的感受分开, 在消费时则减少了痛苦的体验。较典型的例子是人们的电话费包月偏好, 当月初交纳了月租, 人们在当月打电话时则没有明显的在开销的感觉, 也因此实际消费常常会超出话费预算。另外, 健身俱乐部的年费并非按次收取, 而是年初一次性收取, 它将使用与支付分开, 人们在使用时并没有明确地感觉到在消费, 而且很多消费者认为他们会经常使用这个收费, 是很合算的, 如果每次去健身都收费则不能与消费者的这种心理感受相匹配。因此, 服务性的商家, 如健身、美容, 如果采用会费制度, 同时把会费制度每次的花费与按次收费的费用进行对比, 会吸引更多的消费者, 而且因为接受服务时没有明显的花费感受, 这可以带给消费者更愉快的消费体验。

3.2 损失厌恶与禀赋效应

1. 损失厌恶的概念

期望理论的重要发现之一是人们在面对收益和损失的决策时表现出不对称性。卡尼曼和特沃斯基(1979)通过实验得出结论:人们并非厌恶风险,当人们认为合适时,他们会选择赌上一把,但如果不是厌恶风险又是什么呢?他们认为,人们的动机主要是躲避损失,而不是那么厌恶风险,人们厌恶的是损失,损失与收益相比,总显得更突出、让人感受更强烈。损失厌恶是指人们面对同样数量的收益和损失时,损失令他们产生更大的情绪影响,实验结果发现同量的损失带来的负效用为同量收益的正效用的2.5倍。期望理论认为,损失厌恶反映了人们的风险偏好并不是一致的:当涉及的是收益时,人们表现为风险厌恶;当涉及的是损失时,人们则表现为风险寻求。

关于损失厌恶的例子是Camerer等(1997)对纽约出租车司机的研究。这些出租车司机需要交一个固定的费用才能获得出租车12个小时的运营权,作为报酬他们可以将这期间的所有所得当作自己的收入。司机必须决定每天工作多长时间。一个最大化的策略是:在较好的日子里(每小时有更多收入的日子,就像下雨天或者在本市有大型会议的日子)工作久一些;在不好的日子里早点收班。然而,假设司机为每天设定了一个收益水平作为目标,把不到这个目标的收入当作损失,那么他们应该在较好的日子里较早收班,在不好的日子里较晚收班——恰恰与理性的策略相反。这就是Camerer等在实证研究里的发现。

2. 禀赋效应

捕猎野鸭是美国人最热衷的一项狩猎活动,但是随着人类对自然环境的影响不断加剧,野鸭的数量不断减少。为了保护野鸭的生息和繁衍,要么对捕猎者的人数进行限制,要么让捕猎者承担对野鸭栖息湿地的保护成本。美国学者哈马依克和布朗(Hannaek和Brown,1974)就此做了一个调查,结果发现,捕猎者愿意平均每人支付247美元的费用以保护适合野鸭生存的湿地环境,但是如果让他们放弃在湿地上捕猎野鸭,他们要求的赔偿却高达平均每人1044美元。也就是说,让这些捕猎者放弃捕鸭的权利比让他们购买捕猎野鸭的资格要难得多。这种个体在拥有某物品时对该物品的估价高于没有拥有该物品时的估价的现象被称为“禀赋效应”(endowment effect)。

塞勒(1980)首次提出了禀赋效应的概念,认为禀赋效应导致了WTA(willingness to accept,愿意接受的价格)和WTP(willingness to pay,愿意支付的价格)之间的差异,并将其定义为:与得到某物品愿意多支付的金额相比,个体出让该物品所要求得到的金额通常更高。后续的深入研究表明,禀赋效应是一种相对稳定的个体偏好,具有跨物品、跨时间、跨年龄和跨情境的稳定性,是一种极为普遍的心理现象。

禀赋效应是与损失厌恶相关联的现象。许多决策是在两种方案中选择:维持现状,或者接受一个新的方案(其在某些方面有利而在另一方面不利)。可以将现状视为参考水平,因为损失比收益显得更让人难以忍受,所以决策者偏爱维持现状。由于禀赋效应,人

们不愿意放弃现状下的资产,投资者偏好于持有他们已有的东西而不愿意与别人进行交易以换得更好的替代品。因为放弃一项资产的痛苦程度大于得到一项资产的喜悦程度,所以个体行为者为了得到资产的“支付意愿”要小于因为放弃资产的“接受意愿”。例如,许多人不愿意用自己的彩票去和别人同样的彩票外加部分现金进行交换。

禀赋效应导致买卖双方心理价格出现偏差,从而影响市场效率。如果让人们对于某种经济利益进行定价,则其得到的这种经济利益所愿支付的最大值,远远小于其放弃这种经济利益所愿接受的最小补偿值。或者说,同样一个东西,如果是本来就拥有的,那么卖价会较高;如果本来就没有,那愿意支付的价钱会较低。例如,在劳动力市场中,应聘者的薪酬目标与雇主愿意支付的金额存在一定的差距;在城市化进程中,政府部门和居民在拆迁补偿金额方面总是很难达成一致。

禀赋效应也导致了交易惰性(reluctance to trade)。例如,一位受试者假设被指派了一些工作,其在工资(S)和工作环境(T)两方面有差异。该受试者被指派到一个职位(S_1, T_1),然后可以选择是否跳槽到另一个职位(S_2, T_2)。(S_2, T_2)相对(S_1, T_1)而言,在一个方面更好,而另一个方面更差。实验结果表明,原来被指派到(S_1, T_1)的人不愿意跳槽到职位(S_2, T_2),原来被指派到职位(S_2, T_2)的人也不愿意跳槽到职位(S_1, T_1)。

虽然禀赋效应的存在会降低市场交易效率,但是它也有很多积极的应用,特别是在商业领域。精明的商家利用禀赋效应引导消费者的购买行为。最典型的例子是对商品的各种“试用”,其次是网络购物中购物车的设置,都可以令消费者产生已经“拥有”商品(虽然很短视)的错觉。

3. 短视损失厌恶

1995年,Benartzi和塞勒进一步提出短视损失厌恶(myopic loss aversion, MLA)的现象,认为该现象可以用于解释股票溢价之谜,并于1996年证实该现象的存在。他们认为,在股票投资中,长期收益可能会周期性地被短期损失打断,短视的投资者把股票市场视同赌场,过分强调潜在的短期损失,投资者不愿意接受这种短期损失的现象被称作“短视损失厌恶”。

Benartzi和塞勒认为如果损失厌恶的投资者不去频繁评估他们的投资绩效,他们会更愿意承担风险,即评估期越长,风险资产越有吸引力,风险溢价也就越低,然而,现实的客观和主观因素导致投资者的评估期总是有限的。例如,从客观因素来讲,资产收益的概率分布并不是长期稳定不变的,有时甚至还会因破产、财务危机等巨变而发生剧烈变化,投资者需要根据所获取的信息重新评估资产收益概率分布的变化,以调整投资决策,这样,资产收益的概率分布的稳定性以及可获取信息的频率(如年报等定期报告)就会影响投资者的评估期;此外,投资者的消费计划、风险偏好等主观因素也会影响其自身的评估期选择,在这种情况下,MLA理论能够对投资者的行为予以合理的解释。

1999年2月,以色列最大的共同基金管理人Hapoalim银行宣布改变其披露政策,将每月披露一次业绩改为每3个月披露一次,这样就使得那些依赖从银行获得业绩信息的投资者获取信息的频率下降,从而使投资者更愿意持有其基金。银行的理由是“投资者不应该为偶然的价格下跌所惊扰”,这也成为MLA理论的一次实践应用。

MLA 当中的“短视”就是指人们在短期中评估资产组合的行为。短视对投资行为的影响可以用重复博彩和单次博彩的差别来解释, Samuelson 首先关注了这一问题。他先设计了一个预期收益大于零的赌博——50% 的机会赢得 200 美元, 50% 的机会损失 100 美元。然后问一位同事是否愿意参加这个赌博。这位同事拒绝了这个赌博, 因为他感觉可能的损失导致的效用降低会大于可能的收益带来的效用增加, 但是他乐于接受 100 次这样的赌博。这个例子一方面隐含着损失厌恶的概念; 而另一方面说明, 大数定律会增加赌博的确定性, 提高人们承担风险的能力。这说明, 重复博彩会增大风险资产的吸引力; 同时也说明, 重复博彩问题并不是投资者非理性的表现, 而是投资者对风险资产收益的概率分布的理性反应。

Benartzi 和塞勒提出的 MLA 理论引起了理论界的极大兴趣, 许多学者对于这个理论本身是否正确进行了研究, 绝大多数的研究是通过心理实验来直接验证人们这种心理特征是否存在。这些研究不但证实 MLA 在不同的实验环境及团队决策下都普遍存在, 而且增进了人们对于信息在 MLA 中的作用的理解, 提高了对 MLA 的理论认识水平。

塞勒、特沃斯基和 Schwartz 运用心理实验的方法为此提供了直接证据。他们设计了如下的实验。实验对象可以投资于两个基金: 一个是与实际的某 5 年期债券相对应的低风险基金, 另一个是模拟股票指数基金的高风险基金, 两个基金的预期收益都为正; 实验被试必须通过实际体验了解风险和收益的分布。通过对 1 个月、1 年以及 5 年评估期的比较发现, 评估期的加长可以减少损失的体验, 因而提高对风险资产的投资比例。

Gneezy 和 Potters 也设计了一个相似的实验, 得出了相同的结果。实验分为 12 轮, 参加者在每个反馈期期初获得 200 美分的初始禀赋并进行投资; 风险资产为有 2/3 的可能性损失全部投资、1/3 的可能性赢回 3.5 倍投资数额的彩票, 参加者完全了解资产的概率分布。参加者可以考虑两种处理方式: 一种是“高频率”处理方式, 实验对象可以决定在每一轮投资多少, 并在每一轮之后得到收益的反馈; 另一种是“低频率”处理方式, 实验对象可以每 3 轮决定他们的投资数额并得到收益反馈。在“低频率”处理方式中, 实验对象对风险资产的投资明显比“高频率”处理方式多。这说明, 更长的投资评估期使有正预期收益的风险资产的吸引力增大。

在早期的这两个实验当中, “信息反馈频率”和“投资调整周期”被用作“短视”的代理变量, 前者体现了信息对短视的影响, 而后者则体现了投资调整行为对短视的影响。

3.3 证实偏差

人们一旦形成一个信念较强的假设或设想, 有时会把一些附加证据错误地解释为对他们有利, 因而不关注那些否定该设想的新信息。人们有一种寻找支持某个假设的证据的倾向, 这种证实而不是证伪的倾向称为“证实偏差”(confirmation bias)。

证实偏差产生的原因有以下几个: ①信念坚持(belief perseverance)是导致证实偏差的心理基础, 他们会坚持相信他们的假设, 即使这个假设和新数据相矛盾。这种偏差导致对新数据没有足够重视。②锚定往往也是导致证实偏差的心理因素之一。锚定导致人们

忽视附加证据。心理学研究揭示了这样的现象,人们倾向于把肯定的证据视为相关而且可靠的,而将否定的证据视为不相关而且不可靠的,因此在价值判断中,容易接受肯定的证据,忽略否定的证据。③对资料的选择性收集或审查。

证实偏差是金融市场正反馈机制形成的推动力之一。在金融市场上,当整个市场处于繁荣的上升期,即使有各种各样的证据表明市场已经被严重高估,人们仍然会倾向于忽略这些负面的信息,而对正面信息赋予更高的权重,乐观地推动市场价格越来越偏离其基础价值;相反,当市场处于低迷时期,人们会倾向于对负面信息赋予更高的权重,从而导致市场更加低迷。

企业经理人的证实偏差则更多地表现在投资决策上,在所投资的项目产生问题时,对负面信息不予重视,仅关注正面信息;在应当终止某个失败项目的时候,依然继续向项目追加资金,最终导致决策错误。

专栏 3.2 工业大麻概念股

2019年1月27日晚间,康恩贝发布公告称,公司全资子公司希陶公司的全资子公司云杏公司收到加工大麻花叶项目申请批复。同时,康恩贝表示,随着生物技术的发展,工业大麻成为全球新的产业热点,云杏公司申请开展大麻花叶加工项目是公司对于工业大麻领域的全新探索,在该项目建成并取得加工许可证后,公司将对工业大麻中的大麻二酚(CBD)及其他活性成分的提取物做加工技术研究和产品研发,为公司寻求新的利润增长点。

和康恩贝相比,顺灏股份掀起的“波澜”更大。在其于1月17日公布获得种植许可证以及加工大麻花叶项目申请的批复后,股价已经从4元多上涨到近10元。据统计,A股12只工业大麻概念股自1月到3月以来,没有一只股票涨幅低于30%,10家涨幅超50%,4家涨幅超过200%。金鹰股份主要业务为麻、毛、丝、绢纺织机械成套设备制造销售,但也被当作大麻概念股来炒,3月20—22日连续三个涨停。无奈之下,公司3月23日发布风险提示公告,与工业大麻概念并无关联。

工业大麻概念股热炒引起相关部门关注,国家禁毒委员会办公室于3月27日下发了《关于加强工业大麻管控工作的通知》。通知提出,《1961年麻醉品单一公约》规定,工业用大麻限于纤维和种子,其他用途的种植排除在外,并要求各省市自治区禁毒部门要严把工业大麻许可审批关,并声明我国目前从未批准工业大麻用于医用和食品添加。通知给热炒的“工业大麻”概念泼了一盆“冷水”。

康恩贝向投资者发出了四大风险提示,称公司工业大麻加工业务在法规政策、监管要求、自身实施等方面存在不确定性。康恩贝表示即使云杏公司试制和改造如期顺利进行,并且试制完成后经公安部门检查合格,何时和能否最终取得公安机关核准颁发的正式加工许可证也存在不确定性。

即使监管部门和上市公司都向投资者发出了风险提示,不少投资者依然相信工业大麻概念会给公司利润带来新的增长点,体现出所谓的“证实偏差”。在康恩贝上证e互动平台上,直至2019年4月,绝大部分投资者的问题依然与工业大麻有关,即使这些问题在上市公司公告里已经澄清。

3.4

后悔厌恶与处置效应

1. 后悔厌恶

后悔是一种非常普遍而且非常容易理解的心理,人们常常为作出了错误的决策而自责不已,这种情绪就是后悔。显然,后悔是一种消极的情绪。损失会让人很痛苦,而后悔是一种除了损失之外,还自认为必须对此负责任的感受,因此后悔比损失更让人痛苦。自豪是后悔的另一面。心理学家和经济学家认识到后悔与自豪对金融决策的重要影响,研究者认为人们会极力避免出现后悔这种感觉,重要的是,自豪和后悔的影响并不对称,人们对后悔有着强烈的抵触。

后悔厌恶就是指人们为了避免决策失误带来的后悔的痛苦,常常会做出一些非理性的行为。例如,投资者趋向于获得一定的信息后,才作出决策,即便是这些信息对决策来讲并不重要,没有它们也能作出决策,这主要是为了减少后悔给自身带来的精神损失。

后悔厌恶理论的核心是以下三个定理。

定理1:胁迫情形下采取行动所引起的后悔比非胁迫情形下的后悔要轻微。

定理2:没有做错误的行为引起的后悔比做了错误的行为引起的后悔要轻微。

定理3:个体需对行动的最终结果承担责任情形下引起的后悔比无须承担责任情形下的后悔要强烈。有利的结果会使责任者感到自豪,不利的结果会使责任者感到后悔。

前景理论发现,人们有时会寻求冒险,比如面对损失时,或许投资者正是因为想避免失败带来的后悔情绪,所以偏离了他们的风险规避本能,而变得风险偏好。另外,基于后悔厌恶的心理因素,投资者在买卖股票时,会表现出持亏卖盈的行为偏好,研究者发现,投资者会过早地卖掉表现良好的股票而又长期地持有亏损的股票。

2. 处置效应

处置效应(disposition effect),是指投资人在处置股票时,倾向于卖出赚钱的股票、继续持有赔钱的股票,也就是所谓的“出赢保亏”效应。处置效应的表现为,当投资者盈利时,面对目前确定的收益和未来不确定的走势时,为了避免价格下跌而带来的后悔,倾向于风险回避而做出获利了结的行为。当投资者出现亏损时,面对目前确定的损失和未来不确定的走势,为避免立即兑现亏损而带来的后悔,倾向于风险寻求而继续持有股票。正是由于这种心理,导致人们长时间地持有亏损的股票。

前景理论中的参考点能够对处置效应进行有效的解释。以股票买价为参考点,在收益区域,股票未来价格同等金额的涨或跌所引起的价值变化是不相同的,收益下降所带来的价值下降大于收益上升带来的价值上升,为了避免价格下降带来的恐惧,人们倾向于卖掉股票;相反,在损失区域,收益上升所带来的价值上升大于收益下降带来的价值下降,于是人们倾向于持有股票等待价格的上涨。

3.5

模糊厌恶与本土偏差

1. 模糊厌恶

模糊厌恶是指人们厌恶主观的或模糊的不确定性的程度超过对客观不确定性的厌恶。当这种模糊性可能导致未来巨大损失时,人们对模糊性的厌恶和回避心理就更加强烈了。模糊厌恶在股票投资中表现为:本国偏好、本土偏好。杨晓兰等(2016)对东方财富网论坛股吧的研究显示,投资者更喜欢讨论本地的股票。

以下是一个经典的模糊厌恶的实验。

假定有两个瓶子1号和2号,2号瓶共装有100个球,其中50个红球、50个蓝球。1号瓶也装有100个球,其中有红球也有蓝球,但是参加实验者不知道红球与蓝球的比例,要求参加实验者在以下两个风险事件中进行选择。

A1:从1号瓶抽取一个球,红球得100美元,蓝球得0美元。

A2:从2号瓶抽取一个球,红球得100美元,蓝球得0美元。

实验结果,人们普遍对A2的偏好多于A1。

2. 本土偏差

许多研究表明,投资者尤其是个人投资者在分散化投资时有“本土偏差”(home bias)的倾向,即投资者将他们的大部分资金投资于本国,甚至本地的股票,而不是如马克威茨的投资组合理论所认为的那样,投资于与本地股相关度低、能够降低系统性风险的外地股甚至是外国股票,从而降低投资组合的风险。

本土偏差的表现:一是投资于国内股票。投资者在投资中将绝大部分资金投资在国内市场,而只将很小一部分资金投资在海外市场。二是投资于距离近的公司。本土偏差的另一个表现是在国内股市中将大量的资金投资于自己任职的公司或者公司总部距离自己的住宅比较近的公司。《商业周刊》(1997)曾报道,在一些公司中,即使在雇员可以自由选择投资对象时,他们仍然倾向于投资他们本人工作的公司。塞勒和 Benartzi(2005)发现:①美国企业的雇员通常倾向于为本公司股票建立单独的心理账户,与其他股票不发生联系;②美国企业的雇员平均将42%的资产投资在本公司股票上(对本企业过度自信),导致风险过于集中;③由于本身又受雇于本企业,一旦公司破产倒闭,公司雇员通常会损失惨重,面临薪金和股票投资的双重损失。

3.6

跨期选择与时间折扣

在伊索寓言中,蚂蚁和蚱蜢是一对朋友,但是二者过着完全不同的生活,蚱蜢每日唱歌跳舞,享受温暖的阳光,不思来日;相反,蚂蚁每天忙着为即将到来的冬天储存食物。面对今天和未来,蚱蜢选择享受今天,蚂蚁选择为未来生存而努力工作,这就是典型的跨期选择问题。

跨期选择是指人们对发生在不同时间点的收益或损失进行权衡,从而作出选择与决策。例如,你愿意今天获得 800 元,还是一年后获得 1 000 元? 跨期选择不仅仅发生在收益情境中,也发生在损失情境中,行为学研究中已发现了跨期选择的符号效应,即人们对未来损失的折扣率低于对未来获得的折扣率。

跨期选择领域的研究发现,与当前或近期的奖赏或损失相比,人们常常倾向于低估未来奖赏或损失的价值,这种现象就是所谓时间折扣(time discounting),又称时间贴现。

为了进一步量化时间折扣在心理意义上的变化,学者们使用时间折扣(贴现)率来衡量时间折扣程度的大小。该领域的焦点问题是,是否存在一个恒定的折扣率或折扣函数。1937 年,经济学家 Samuelson 基于期望效用理论在论文《关于效用的测量》中提出了一个指数贴现效用(Discounted—Utility,DU)模型,用以解释时间折扣问题。DU 模型假设,人们对未来不同时间点的效用按照同一比率(指数函数的形式 r)进行折扣,而折扣后的未来各时期效用之和,就是人们对该决策赋予的总效用。所以,在 DU 模型中时间折扣率是一个恒定值。长期以来,该模型被视为解释时间折扣现象的基本模型。

但是自 20 世纪 80 年代以来,随着行为经济学的兴起,研究者逐渐发现了违背 DU 模型的多种异象。例如,人们对收益的时间折扣率大于损失的时间折扣率(符号效应, sign effect);奖赏数量不同,折扣率也会产生变化等等。因此,一些研究者在 DU 模型的基础上提出了各种双曲线折扣模型(hyperbolic discounting model),来解释时间折扣中发现的种种异象。双曲线折扣模型的特征是,人们在短期和长期的折扣(贴现)比率是不同的。

时间折扣的一种表现是时间偏好。时间偏好(time preferences)是指人们倾向于推迟执行那些需要立即投入而报酬滞后的任务,而马上执行那些能立即带来报酬而投入滞后的事情,即相对于远期的奖赏或报酬,人们更偏好即时的奖赏或报酬。在塞勒(1981)的实验中,参与者获得 15 美元的奖金,他们可以选择立即拿到 15 美元,也可以选择等待一段时间获得多于 15 美元的钱。塞勒要求参与者写出他们愿意为推迟获得收入而要求补偿的金额,延长的时间段分别为 1 个月、1 年、10 年。实验结果显示,参与者对应要求补偿的平均金额分别为 20 美元、50 美元、100 美元,按复利贴现计算的贴现率分别为 354%、126%和 19%,如表 3.1 所示。

表 3.1 塞勒的实验结果

	1 个月	1 年	10 年
补偿金额/美元	20	50	100
贴现率/%	354	126	19

近年来,时间折扣问题逐渐成为经济学家、行为决策学家、神经科学与心理学家、精神病学家等学科研究者共同关注的一个问题。这一关注包括两个层面的原因。

其一,人类与动物的重要差异之一是人类具有对未来进行计划和规划的能力,但在进行跨期选择时,人类却同寓言中“朝三暮四”的猴子一样,更偏好即刻的价值。大量神经科学和心理学研究已经从进化的角度证实,从动物到人类,从儿童到成人,普遍存在这种偏好。

其二,由于时间折扣的潜在机制与个体的冲动性和自我控制功能密切相关,时间折扣

可能与一系列精神疾病相关联,如各类成瘾行为、孤独症、暴饮暴食症等。已有大量行为学研究发现,成瘾病人的时间折扣率显著高于正常人,是正常人的2倍。也有研究发现人们对于工作的拖延,是由于人们对消费娱乐产品的贴现率高于对工作奖励的贴现率。

McClure等(2004)首次使用功能磁共振成像技术研究跨期选择的神经基础,发现人们对短期与长期偏好之间选择的不一致性,反映了二者背后不同的神经系统的激活。具体来说,短期的决定是由大脑边缘系统所控制的,大脑边缘系统与中脑多巴胺系统相连,它更容易受到即刻奖赏的影响,而对未来奖赏的价值不敏感。但是,长期忍耐则是由前额叶(PFC)和顶叶皮层所控制,它负责对遥远的将来做长期预期,能够对抽象奖赏和长久延迟的奖赏进行评价。McClure等的研究从神经科学的角度支持了双曲线折扣模型,揭示了人们在权衡即刻奖赏和延迟奖赏时存在不同的神经基础。

对跨期选择和时间折扣的研究不仅与人类心智的起源与机制等基础科学问题密切相关,也与国家公共政策的制定等现实问题相关。

专栏 3.3 美国海湾战争退伍士兵对补偿方案的选择

20世纪90年代的海湾战争之后,美国政府计划减少军队的规模,预算为退伍士兵提供34亿美元的退伍补偿。退伍的士兵要求在两种方案中进行选择:第一种是立即得到2万美元的一次性退伍补偿;第二种是在今后每年获得一定的补偿金(这些补偿金的贴现值大约是4万美元)。超过90%的士兵选择立即得到一次性的报酬2万美元,这些人的贴现率非常高,在17%~20%。这些士兵的选择给美国政府节约了17亿美元。

事实上,如果士兵的确是现在就需要钱,他们可以向银行贷款2.5万美元,而且可以用每年获得的补偿金来偿还债务。



本章小结

本章介绍了投资者在决策过程中可能会出现的心里和行为偏差。主要表现为损失厌恶所导致的短视偏差和证实偏差;以及后悔厌恶、禀赋效应、模糊厌恶、心理账户、跨期选择和时间折扣等。这些偏差的存在,影响着人类的理性决策。



思考题

1. 名词解释:心理账户、损失厌恶、禀赋效应、证实偏差、后悔厌恶、处置效应、模糊厌恶、本土偏差、跨期选择、时间折扣、时间偏好。

2. 按照心理账户理论的分析,你认为对于高价商品(如汽车)和低价商品(如面包),在“绝对值优惠”和“相对值优惠”两种促销优惠,应选择哪一种,为什么?