

“热手效应”VS.“赌徒谬误”：中国投资者的心理分析

2006年10月24日



编者按：沃顿知识在线中文版将陆续推出国内经济学和管理学界的最新学术论文概述，以加强国际学术交流，同时向全球读者介绍中国教授的研究成果。

如果篮球队员投篮连续命中，球迷一般都相信球员“手感好”，下次投篮还会得分。在轮盘游戏中，赌徒往往认定其中的红黑两色会交替出现，如果之前红色出现过多，下次更可能出现黑色。可是，直觉未必是靠得住的。事实上，第一次投篮和第二次投篮是否命中没有任何联系，转动一回轮盘，红色和黑色出现的机会也总是0.5。

就像受“热手效应”误导的球迷或受“赌徒谬误”左右的赌徒，投资者预测股价也容易受到之前价格信息的影响，用直觉代替理性分析，产生所谓的“启发式心理”。举个例子，一家制药公司的股价长期上扬，在初期，投资者可能表现为“热手效应”，认为股价的走势会持续，“买涨不买跌”；可一旦股价一直高位上扬，投资者又担心上涨空间越来越小，价格走势会“反转”，所以卖出的倾向增强，产生“赌徒谬误”。

“‘热手效应’与‘赌徒谬误’都来自人们心理学上的认知偏差——即认为一系列事件的结果都在某种程度上隐含了自相关的关系”。由南京大学商学院的林树、复旦大学管理学院和清华大学公共管理学院的俞乔、汤震宇、周建四位学者组成的团队，利用心理学实验的方法研究了中国的个体投资者在面对过去股价信息时的交易行为与心理预期。

林树、俞乔等发表在《经济研究》8月号、题为《投资者“热手效应”与“赌徒谬误”的心理实验研究》的文章发现，“在中国资本市场上具有较高教育程度的个人投资者或潜在个人投资者中，‘赌徒谬误’效应对股价序列变化的作用均要强于‘热手效应’，占据支配地位”，也就是说，无论股价连续上涨还是下跌，投资者更愿意相信价格走势会逆向反转。根据这一发现，研究认为“在中国股票市场处于中长期‘熊市’时，较高知识水平的个体投资者存在预期市场回升的基本心理动力。”

实验：10000元的抉择

此项研究的实验对象共285人，主要是复旦大学的工商管理硕士（MBA）、成人教育学院会计系和经济管理专业的学员以及注册金融分析师CFA培训学员，均为在职人员，来自不同行业，从业经验4—20年不等。“虽然他们不能代表市场中所有的个人投资者，但随着中国证券市场的发展，完全无投资知识的个人投资者将会逐步淡出市场，其投资资金将会由委托专家进行管理，而能自主进行证券投资的个人投资者将是具有一定投资知识与水平的投资者，本研究中的样本正是代表了这部分人或这部分潜在的投资人。”文章对样本选取的范围这样解释说。

实验过程以问卷调查的形式进行。第一步，假设每位投资者中了1万元的彩票，所得奖金打算投资股市。理财顾问推荐了基本情况几乎完全相同的两支股票，唯一的差别是，一支连涨而另一只连跌，连续上涨或下跌的时间段分为3个月，6个月，9个月和12个月四组。每位投资者给定一个时间段，首先表明自己的购买意愿，在“确定购买连涨股票”、“倾向购买连涨股票”、“无差别”、“倾向买进连跌股票”、“确定买进连跌股票”5个选项间作出选择。然后，要求在投资者在两支股票间具体分配10000元，买入股票所用的资金比例作为购买倾向的具体度量。

第二步由考察购买行为转为考察卖出股票的决策。假设投资者手中有市值40000元的股票，现在需要套现10000元购买一台电脑，同样推荐了两支基本情况相似的股票，时间段分组也一样。投资者先选择“对连涨或连跌股票的卖出倾向”，然后决定为了筹集10000元，打算在两只股票上各卖出多少钱。最后，实验还要求投资者就连续上涨或下跌的股票在第二个月的走势以及上涨与下跌的概率做出预测。

在每一步调查中，如果投资者的表现前后不一致，研究小组会剔除问卷。举例来说，如果选择“确定买进连涨股票”，可投资了更多的钱在连跌的股票上，那么问卷将被视为无效。此外，“如果被试对股票市场一点都不了解，或没有投资经验，则问卷也将在实验中被剔除”。研究小组最终采集的样本数为135人，“其中男性70名，女性65名，平均年龄为28.5岁，被试对股市了解程度与投资经验跨度很大，平均值均不到5。”

林树、俞乔等发现，“在持续上涨的情况下，上涨时间越长，买进的可能性越小，而卖出的可能性越大，对预测下一期继续上升的可能性呈总体下降的趋势，认为会下跌的可能性则总体上呈上升趋势”；反之，“在连续下跌的情况下，下跌的月份越长，买进的可能性越大，而卖出的可能性越小，投资者预测下一期继续下跌的可能性呈下降趋势，而预测上涨的可能性总体上呈上升趋势”。这说明，随着时间长度增加，投资者的“赌徒谬误”效应越来越明显。

但是，“这种效应受到投资者对股票市场的了解程度、投资经验、年龄甚至性别的影响”，文章补充说。同样是连续上涨的情况下，“卖出的可能性与投资者对股票市场的了解程度、投资经验呈显著的负相关，意味着了解程度越高，经验越丰富的投资者卖出的可能性更小”，而“股市了解程度、经验又均与年龄呈显著正相关”。在性别差异方面，“女性投资者在股价连涨时的卖出倾向显著高于男性，而男性在股价连跌时的卖出倾向却显著高于女性”。

最有趣的发现来自于对于投资者股票持有时间的观察，“无论在股价连涨还是连跌的情况，投资者打算的持有时间均很短，平均只有2.9个月和5.7个月”；而且“无论在多长的时间段中，投资者在连跌的情况下持有股票的时间都要显著长于持有连续上涨的股票”。文章认为，前者“验证了中国投资者喜好短线操作的印象”，后者则说明“在中国投资者中存在的显著的‘处置效应’”，通俗的讲，就是“赚的人卖得太早，亏的人持得太久”。其中，“处置效应”在女性投资者身上体现更明显。实验也发现，投资经验与知识程度低的投资者“处置效应”高于投资经验与知识程度较高的投资者，表明后者更加理性。

赌徒谬误、反转交易与漫漫“熊市”

研究小组实验的目的之一是“检验在面对股价连续涨跌序列信息时，投资者的交易行为是否与经典假设的情况一致”，也就是，“热手效应”与“赌徒谬误”共同作用，强度交替上升，轮流占据主导地位。可从实验结果看，中国投资者“赌徒谬误”的作用始终强于“热手效应”，“投资者总是相信股价会出现反转”，并且随着连续涨跌的时间加长，这种信念越来越坚定。

那么，为什么“赌徒谬误”会起主导作用呢？文章引用的一种解释认为，“‘热手效应’大多出现在对‘人所能及’的序列信息判断时，而‘赌徒谬误’则多出现在对‘客观’发生的序列信息反应时”。回想投篮和轮盘的例子，我们似乎不难理解，轮盘出现何种颜色是随机的，但是投手如果技术好，位置恰当，命中率就高。

“可能股价涨跌的序列信息在中国个体投资者看来是客观的，自身无法影响的，从而更容易出现‘赌徒谬误’。”研究小组推测说。

“赌徒谬误”的结果与“处置效应”很相似，表现为反转交易，“投资者在股价上涨时，急于抛出股票，实现资本增值，股价下跌时，则不会及时止损，而是继续持有，避免实现资本亏损，并且期待着股价会反弹”。研究小组观察到，不仅连跌股票的持有时间要显著高于连涨股票，并且“跌得越多，投资者越是持有”，连跌3个月股票平均持有4.8个月，6个月的平均为5.8个月，如果连跌12个月，那么投资者的持有时间将上升到7个月。

文章认为，“赌徒谬误”的根本原因在于投资者的代表性启发式思维，“人们倾向于认为如果一件事总是连续出现一种结果，则很可能会出现不同的结果来将其‘平均’一下，正是这种思维使投资者更加相信股价反转出现的可能性”。而且，研究者推断，投资者因为相信连续涨跌的股票会出现反转，对这种类型的股票出现集体卖出或买进的行为，极有可能导致证券市场中“羊群行为”，即在交易过程中存在学习与模仿现象，在某段时期内买卖相同的股票，进而造成股价的过度反应。

如果“赌徒谬误”占据主导作用时，股价越是下跌，投资者认为反转的可能性越大，买进的越多，那么之前中国长达数年的漫漫“熊市”，为什么很难发现明显的真正反弹迹象呢？林树、俞乔等认为三个原因导致了“赌徒谬误”效应的弱化：（1）心理学实验主要针对个体投资者，而在市场中的比重与作用越来越大的机构投资者更为理性，其抛售止损的投资行为促使行情持续低迷；（2）实验者均为受过较高水平教育的投资者，而市场中相当部分个体投资者教育水平较低，他们的“非理性噪声”行为可能暂时抵消了反转交易行为；（3）实验的研究方法，“仅仅考虑个体投资者面对股价连续涨跌序列信息时的交易行为与预期，没有涉及其他因素尤其是外部环境因素的影响，例如市场信息失真，上市公司的低质量，公共政策的摇摆，股权分置，国有股流通，以及悲观情绪在投资者群体中的感染、传递等”。

“本研究的意义仅在于，我们发现市场股价持续下跌时个体投资者中确实存在着一种支持股权回升的基本心理因素及与此相关的较稳定的行为方式，而这种市场需求方向的内在因素能否发挥显著作用，则取决于外部条件的满足程度。”研究小组最后解释说。