

投资者现状偏见及其影响因素的实验研究

任广乾¹ 李建标¹ 李政¹

(1. 天津南开大学 公司治理研究中心, 天津 300071)

摘要: 现状偏见是影响投资者决策的一个重要因素, 现有的研究主要利用前景理论对其进行阐释。框架效应、投资者情绪以及信息结构在投资者现状偏见中起着重要作用, 本文利用实验的方法研究了三者对投资者现状偏见的影响, 研究结果表明: 差值投资组合框架中投资者被试的现状偏见程度高于比率投资组合框架中的投资者被试的现状偏见程度; 三种情绪组中均存在投资者现状偏见, 积极情绪下被试的偏见水平较低, 消极情绪下被试的偏见水平较高; 被试选择信息结构确定的选项是选择信息模糊选项的 5 倍, 投资者被试对外在现状赋值的现状偏见小于自我现状赋值的现状偏见程度。

关键词: 现状偏见; 框架效应; 投资者情绪; 信息结构

中图分类号: F830

文献标识码: A

引言

偏见是一种事先或预先就有的判断, Bourne (1993) 认为偏见是感情、看法和行为倾向的组合, 是一种先入为主的想法。心理学、社会学研究主要集中于对偏见的实质、偏见的结构、偏见的消除等直接的研究, 经济学、管理学领域则主要集中于偏见对决策的影响、偏见的来源以及偏见的现实表现等方面的研究。Samuelson 和 Zeckhauser (1988) 把行为人在面临决策或者选择的时候, 往往倾向于保持已有的选择定义为现状偏见。投资者现状偏见是经济学、管理学领域的一个典型的偏见问题。投资者现状偏见的存在是受到不确定的外界环境与心理因素的双重影响下的投资决策过程, 是制约投资者决策的一个重要因素。投资者现状偏见主要来源于投资决策过程中信息获得阶段、编辑阶段和评价阶段, 目前的研究集中于易观测的评价阶段, 主要从前景理论视角、后悔规避视角以及其他视角对现状偏见问题进行研究。

对现状偏见的解释最能得到学界普遍认可的就是前景理论 (Kahneman 和 Tversky, 1979), 该理论认为, 产生现状偏见的原因在于投资者是损失厌恶型的, 或者说投资者的价值函数是 S 型^①, 在决策过程中, 人们赋予损失的权重要明显大于赋予获得的权重, 等量的损失比等量的获得, 对人们的感受产生更大的影响。Tversky 和 Kahneman 在其 1991 年的论文中指出人们对损失的价值感知通常是相同数量所得的两倍, 人们厌恶任何形式的损失, 并且尽量使这种损失不再发生。后悔规避视角的研究认为改变现状可能比保持现状带来更大的后悔感 (Kahneman, 2003; Gilovich 和 Medvec, 1994; Bommert et al, 1994 等)。行为人对那些能使他们预期后悔感最小化的决策 (Kahneman 和 Miller, 1986; Loomes 和 Sugden, 1982; Loomes, 1988; Roese 和 Olson, 1995)。Gleicher et al (1990) 根据行为有无采取行动把后悔分为两类, 一是对已经采取行动产生某种消极结果的后悔; 二是对没有采取某一行为产生消极结果的后悔。Bommert et al (1994) 认为对于同种程度的消极结果, 前者比后者后悔得更强烈、更持久。Inman 和 Zeelenberg (2002)、Ritov 和 Baron (1995) 以及 Johnson et al (1993) 研究得出, 行为人往往重视那些由于任务失败而给其带来的后悔感,

但是却不太看重那些由于疏忽导致错误带来的后悔感。Gilovich 和 Medvec(1994)的研究结果也表明,改变现状带来的结果比不改变现状带来同样结果时的后悔感要大,短时期内人们对已经做的行为产生消极结果更为后悔,但在长时期人们对没有做的行为产生的消极结果更为后悔^②。Thaler 和 Shefrin(1981)认为,后悔对个人来说,是一种除了损失之外,还自认必须对损失要负责的感受,因此,后悔对于个人来说比损失还要痛苦。国内学者赖志刚和时勘(2006)研究了被试在行为层面上后悔反应与风险偏好的关系;施俊琦、王垒和彭凯平(2004)考察了被试在象征性和利益性的情境中的行为选择以及后悔程度是否存在着差异,发现在象征性的情境中被试倾向于选择作为,而在利益性的情境中被试则倾向于选择不作为。评价阶段的现状偏见研究视角还有:模糊厌恶的视角(Tversky 和 Kahneman,1974;Gilboa 和 Schmeidler,1995 等),这些研究认为相对于不确定性的收益,投资者更加偏好于确定性的收益,相对于确定性的损失,投资者更加偏好于不确定性的损失;经验影响的视角研究认为行为人受过去经验的影响,更加偏见现状,经验对现状偏见的影响是单方面的,经验增加了行为人对现状偏见的敏感性(Burmeister 和 Schade,2007;Kahneman et al.,1991 等)。

以上研究发现了现状偏见的普遍存在性,但是投资者现状偏见的评价阶段研究仅能够部分解释现状偏见的来源和程度,其深层次原因则存在于信息的获得阶段和编辑阶段,在这两个阶段中,框架效应、投资者情绪和信息结构是三个典型的偏见来源。框架效应方面的研究有:国外学者 Moxey et al (2002)研究了医生决策受到框架因素的影响程度。国内学者王重鸣、梁立(1995)考察得出框架效应的动态特性受任务性质、任务内容和所处情景的共同影响。情绪方面的文献也主要是和前景理论结合起来进行研究,Schwarz 和 Clore(2003)得出好的情绪决策成功的可能性大些。Fishbach 和 Trope(2005)研究得出积极情绪能够增加交易的意愿,减少买者和卖者之间的价格差距,消极的情绪则起到与之相反的作用。信息结构方面的研究有:Ryan 和 Bate(2001)认为行为人偏好于现状,主要是由于他们对于改变选项拥有的信息相对较少。DuPont 和 Lee(2002)通过实证研究发现非对称信息是 WTA 和 WTP 价格不一致的原因。

这些研究主要从心理学角度对这框架效应、投资者情绪以及信息结构的存在性和影响因素进行研究,真正把三者结合起来,从投资者决策中信息的获得阶段和编辑阶段深入研究投资者现状偏见深层次原因的文献还不多见。框架效应、投资者情绪以及信息结构在投资者现状偏见的理论分析和实际运用中起着重要作用。框架效应是影响投资者决策的重要因素之一,现有研究证实了框架效应的存在性及其对行为人决策的影响。投资者情绪一直是行为经济学研究的重点之一,情绪能够影响投资者的现状偏见水平。信息作为行为人决策的必备要件之一,其对行为人的决策有着非常重要的影响,不同的信息结构下,投资者的现状偏见水平是不同的。

本文从框架效应、投资者情绪和信息结构角度,利用实验研究方法对投资者现状偏见及三者对投资者现状偏见的影响水平进行分析,以期能够找出降低投资者现状偏见水平的因素,从而为投资者和政策制定者的决策提供基础。对投资者现状偏见的研究有利于相关部门把握投资者的投资规律,规避或利用投资者的现状偏见提高决策效果,有利于提高和规范公司治理水平。

实验设计与实验过程

1 实验设计

利用股票收益的不同表示方式来设计框架效应与投资者现状偏见的实验,股票收益经常用买价与卖价的价格差表示,同时也可以用来表示收益率,但同一行为人对其感受可能会有所不同,因此,本文假定:如果收益用差值来表示,行为人有更高的现状偏见水平。在实验中,把实验问题分两份,每份由一个决策问题组成,每位被试只完成一个决策问题。为保证

实验的质量，被试均被告知该题目无标准答案，完全由其按自己的个人倾向答题，为不给被试任何心理压力，均采用匿名方式。为了使被试能够更完整、真实的表达其偏好，本实验设计采取让被试对所有4个选择进行排序的形式，被试意愿最强的排在第一位，第二位和第三位次之，第四位最弱。具体实验结构见表1。

情绪对投资者的决策有着非常重要的影响，一个积极的情绪能够增加交易的意愿，减少买者和卖者之间的价格差距；消极的情绪则起到与之相反的作用，积极情绪会增大行为主体的交易愿望，降低行为主体的现状偏见水平，而负面情绪则与之相反。在投资者情绪与现状偏见的实验研究中，共招募60名被试分为三组，积极情绪组、消极情绪组和中性情绪组，每组被试20人，每组被试又分A、B两类被试。具体实验结构见表1。

现状偏见能够降低行为人的模糊规避程度，模糊规避动机越强，现状偏见程度越大，被试在没有初始赋予的时候，将会更偏好于概率确定的博弈，模糊规避的程度在初始赋予模糊选项的和没有初始赋予的被试之间是不同的，初始赋予模糊选项的将会更倾向于选择该模糊选项，自我现状赋值组被试的现状偏见程度高于外在现状赋值组的现状偏见程度。本文参考Ellsberg实验的实验设计研究行为主体在不同信息结构下现状偏见程度的高低，用改变选项的数目/保持选项的数目之比来衡量现状偏见程度的高低。具体实验结构见表1。

表 1 投资者现状偏见实验分类

处理条件	实验环境	实验时间	被试概况				被试收益	实验问题设计
			数目	来源	经验	分组		
框架效应	实验室实验和场景实验	实验室实验：2008年4月18日上午9:00、下午1:30和3:30；场景实验：4月15日至4月20日	实验室实验：60人；场景实验：250人	自愿报名参加实验的南开大学本科高年级学生或硕士生	无	价格差表示组、收益率表示组	实验以现金作为报酬，实验室实验中，每位被试可得到实验费用10元人民币；在场景实验中，被试无收益。	见图1和图2
投资者情绪	实验室实验	2008年4月18日上午9:30、下午2:00和下午4:00	60人	南开大学自愿参加实验的本科生或研究生	无	积极情绪组、消极情绪组和中性情绪组	每位被试可获得实验参与费10元人民币，并有机会获得一份奥运纪念品。	见图3和图4
信息结构	实验室实验	2008年4月18日上午9:00、下午1:30和下午3:30	60人	南开大学自愿参加实验的本科生或研究生	无	自由选择组、外在现状赋值组和自我现状赋值组	被试从盒中摸乒乓球并猜其颜色，如果被试所摸乒乓球的颜色与其猜的颜色相一致，则被试可获得3元，另外每位被试可获得实验参与费10元。	见图5、图6和图7

2 实验过程

2.1 框架效应与投资者现状偏见实验过程。本实验为手工实验，实验环境分为实验室实验和场景实验，实验室实验在南开大学泽尔滕实验室进行（其它两个实验相同）。

决策一：假定你为证券市场的一位投资者，你的全部资产用来购买股票：

股票A价格为18元每股时，你买了100股，现在市场价格为每股21元。你盈利300元；股票B为17元每股时，你买了200股，现在价格为15.5元，你亏损300元。你现在会怎样决策？

A. 卖出A股票，保留B股票； B. 全部继续持有

C. 卖出B股票，保留A股票； D. 全部卖出

请将上述决策选项按照你的意愿强度排序（从强到弱）

图 1 价格差表示组记录卡

决策二：假定你为证券市场的一位投资者，你的全部资产用来购买股票：

股票A价格为18元每股时，你买了100股，你现在的盈利率为16%；股票B为17元每股时，你买了200股，你现在亏损率为9%。你现在会怎样决策？

A. 卖出A股票，保留B股票； B. 全部继续持有

C. 卖出B股票，保留A股票； D. 全部卖出

请将上述决策选项按照你的意愿强度排序（从强到弱）

图 2 收益率表示组记录卡

在实验过程中，首先，由实验组织者宣读和讲解实验说明；其次，给被试 3 分钟的时间理解实验说明，同时回答被试单独提出的提问，回答问题的准则是阐明实验的过程，但不提供新的信息，特别是不讨论实验的目标或者预期的结果，确保被试之间均只知道公共信息；随后，被试进行实验问题的填写，如图 1 和图 2；最后，实验结束，实验组织者以现金的方式私下支付实验报酬，回收实验记录卡，然后根据实验结果对其中一些被试进行访谈，并记录访谈结果。场景实验在随机抽取的南开大学学生宿舍进行，其过程与实验室实验大体相同。

2.2 情绪与投资者现状偏见实验过程。本实验是在框架效应实验完成后开始进行的。首先由实验主持者宣布作为实验过程的必要休息，现在请大家观看一部短片，短片结束后，实验主持者立即宣布实验室准备了 10 份纪念品作为参加实验的纪念，被试两两间进行猜拳游戏，获胜的 A 类被试可以获得该纪念品一份——水晶奥运福娃。然后让被试在较短时间内进行传看，由实验组织者向被试分发 A 类被试实验记录卡和 B 类被试实验记录卡（整个过程不超过 120 秒）。

被试编号：_____

欢迎你来参加实验，恭喜您获得纪念品！你现在有机会以一定价格把本纪念品卖给实验主持者，请在下面横线上填写你愿意接受的价格。_____ (单位：元)

图 3 A 类被试记录卡

被试编号：_____

欢迎你来参加实验！你现在有机会以一定价格从实验主持者手中购得刚才所展示的纪念品，请在下面横线上填写你为它而愿意付出的价格。_____ (单位：元)

图 4 B 类被试实验记录卡

被试完整填写好实验记录卡以后，由实验组织者收回实验记录卡，实验主持者宣布本实验结束。最后实验组织者发放本次实验的实验参与费，并根据实验记录卡上的内容对一些被

试进行访谈。三组实验的具体组织过程如下：

积极情绪组。播放短片《憨豆先生》（节选），时长8分钟。短片播放后，由实验主持者宣布：作为留念，现场每位A类被试可以得到奥运纪念品一份，被试现在有机会把该纪念品以一定价格卖给实验主持者；而B类被试可以以一定价格从实验主持者手中买得此纪念品。由被试传看纪念品，传看过程不允许相互交谈。五分钟后A组被试要求把其愿意接受的价格写在事先发放的实验记录卡上；B组被试要求把其愿意支付的价格写在同样事先发放的实验记录卡上，由实验主持者收齐卡片并确定无误后，宣布本组实验结束。

消极情绪组。消极情绪组与积极情绪组的实验过程类似，只不过此实验过程中播放忧伤短片《kiss》（时长9分钟）。

中性情绪组。中性情绪组与其他两组的实验过程类似，只不过此实验过程没有播放短片。

2.3 信息结构与投资者现状偏见实验过程。有两袋乒乓球，其中一袋 A 装有黄白乒乓球各 50 个；另外一袋 B 装有黄白乒乓球共 100 个，但被试不清楚两者具体的数目。本实验中把被试分为自由选择组、外在现状赋值组和自我现状赋值组三组，每组 20 人，被试从盒中摸乒乓球并猜其颜色，如果被试所摸乒乓球的颜色与其猜的颜色相一致，则被试可获得 3 元，另外每位被试可获得实验参与费 10 元。

自由选择组。实验主持者在确定所有被试到齐之后，宣读实验说明。被试充分理解实验程序之后，实验组织者发放实验记录卡，实验记录卡如图5所示。由被试选择基于A袋或B袋游戏，并对实验记录卡进行完整填写。然后被试按其编号顺序走到前台从实验协助者手中持有的盒子中摸球，同时实验组织者收回实验记录卡并做好被试收益的记录工作。待所有被试摸球完毕后，实验主持者宣布本次实验结束。

被试编号：_____

请在你选择的选项前面括号中打勾：

你选择的袋子： () 袋 A () 袋 B

你猜的颜色： () 黄色 () 白色

图 5 自由选择组记录卡

外在现状赋值组。实验主持者在确定所有被试到齐之后，宣读实验说明。在被试充分理解实验程序之后，被试开始抽签决定其是基于A袋或B袋游戏，实验规则为被试编号为单号的赋予其选项袋子A，而编号为双号的则赋予其选项袋子B，然后填写实验记录卡，实验记录卡如图6所示。180秒后，实验主持者宣布被试有机会改变抽签的结果，被试在其记录卡上标出更换或保留选项后（改变选项的要在实验记录卡下方的空白处标出），可以按其编号顺序从其重新选择的盒中摸球。实验组织者收回实验记录卡并做好被试收益的记录工作。待所有被试摸球完毕后，实验主持者宣布本次实验结束。

被试编号：_____

抽签结果： () 袋 A () 袋 B

你猜的颜色： () 黄色 () 白色

图 6 外在现状赋值组记录卡

自我现状赋值组。实验主持者在确定所有被试到齐之后，宣读实验说明。在被试充分理解实验程序之后，在60秒内选择其选项，基于袋子A或袋子B游戏（本文认为这一步骤增大了被试对选项的拥有感）。实验协助者发放实验记录卡，并由被试进行完整的填写，实验记录卡如图7所示。180秒后，实验主持者宣布被试有机会改变其初次选择的结果，被试在其记录卡上标出更换或保留选项后（改变选项的要在实验记录卡右上方的空白处标出），可以按其编号顺序从其重新选择的盒中摸球。实验组织者收回实验记录卡并做好被试收益的记录工作。待所有被试摸球完毕后，实验主持者宣布本次实验结束。

被试编号: _____

请在你选择的选项前面括号中打勾:

你选择的袋子: () 袋 A () 袋 B

你猜的颜色: () 黄色 () 白色

图 7 自我现状赋值组记录卡

实验结果分析

1 框架效应与投资者现状偏见实验结果分析

1.1 描述性统计分析。收回的决策问卷一中，选择选项A有32份、选项B51份、选项C15份、选项D9份，共107份；决策问卷二中，选择选项A的有44份、选项B35份、选项C22份、选项D11份，共112份。由此可见在第一种实验框架下，被试把“全部继续持有”选项排在第一位；在第二种实验框架下，“卖出A股票保留B股票”选项排在第一位。通过交叉列联表分析选项B在总数中的比例，定义选项B为1，非选项B为0；决策一组定义为1，决策二组定义为2。统计结果如表2所示。

表 2 框架效应与投资者现状偏见的交叉列联表描述性结果

决策类型	项目	选项B		Total
		0	1	
1	数目	56	51	107
	期望数目	65.0	42.0	107.0
	% within 决策类型	52.3%	47.7%	100.0%
	% within 选项B	42.1%	59.3%	48.9%
	% of Total	25.6%	23.3%	48.9%
	残差	-9.0	9.0	
	标准残差	-1.1	1.4	
	调整后残差	-2.5	2.5	
2	数目	77	35	112
	期望数目	68.0	44.0	112.0
	% within 决策类型	68.8%	31.3%	100.0%
	% of Total	35.2%	16.0%	51.1%
	残差	9.0	-9.0	
	标准残差	1.1	-1.4	
	调整后残差	2.5	-2.5	

总计	数目	133	86	219
	期望数目	133.0	86.0	219.0
	% within 决策类型	60.7%	39.3%	100.0%
	% of Total	60.7%	39.3%	100.0%

资料来源：作者根据SPSS16.0统计输出结果整理。

1.2 显著性检验分析。从下表 3 中可以看出，Pearson 值为 6.182，相伴概率为 0.013，小于显著性水平 0.05，可以认为决策一中选项 B 的比例显著高于决策二中的比例。因此，不同的描述方式对现状偏见的影响是显著的，被试对用差值表示损益的现状偏见程度要高于用比率表示的程度，说明框架效应对投资者现状偏见水平是有显著影响的。在该实验中，决策一用差值来表示被试的损益，其可达性要高于决策二中用比率的表示，因此，决策一中被试能很直接的了解到自己的损益情境，在不考虑资金时间价值时，被试意识到自己既未亏损，也未盈利，而倾向于保持现状，即继续全部持有；决策二用比率来表示被试的损益，其可达性较弱，被试难于对其损益情况有直观的认识，从而在处置效应的作用下，选择卖出盈利股票以锁定收益，同时继续持有亏损股票，这点可以从决策二中观察出来（把选项 B “卖出 A 股票，保留 B 股票” 排在首位的有 44 份占约 40%）。

表 3 框架效应与投资者现状偏见的卡方统计结果表

	Value	df	Asymp. Sig. (2-sided)	Exact Sig. (2-sided)	Exact Sig. (1-sided)
Pearson Chi-Square	6.182 ^a	1	0.013		
Continuity Correction ^b	5.513	1	0.019		
Likelihood Ratio	6.210	1	0.013		
Fisher's Exact Test				0.018	0.009
Linear-by-Linear Association	6.153	1	0.013		
N of Valid Cases	219				

资料来源：作者根据SPSS16.0统计输出结果整理。

注：a. 0 cells (.0%) have expected count less than 5. The minimum expected count is 42.02.

b. Computed only for a 2x2 table.

2 情绪与投资者现状偏见实验结果分析

2.1 描述性统计分析。三种情绪状态下WTA、WTP值的描述性统计如下表4和表5所示。积极情绪组，WTA/WTP的值约为1.64，消极情绪组，WTA/WTP的值约为2.35，中性情绪组，WTA/WTP的值约为2.15，由此可见，积极情绪下，投资者现状偏见水平最低，消极情绪下，投资者现状偏见水平最高。

表 4 三种情绪状态下 WTA 价格的描述性统计

类型	数目	均值（元）	平均值的95%置信区间		最小值	最大值
			下边界	上边界		
积极	10	8.85	5.23	12.47	1	15
消极	10	8.00	2.11	13.89	3	30
中性	10	8.50	4.15	12.85	2	30
总计	30	8.45	6.36	11.87	1	30

资料来源：作者依据实验结果统计整理。

表 5 三种情绪状态下 WTP 价格的描述性统计

类型	数目	均值（元）	平均值的95%置信区间		最小值	最大值
			下边界	上边界		
积极	10	5.40	3.29	7.51	1	10
消极	10	3.40	1.16	5.64	0	10
中性	10	3.95	2.20	5.00	0	6
总计	30	4.25	3.09	5.17	0	10

资料来源：作者依据实验结果统计整理。

2.2 显著性检验分析。表6给出了三种情绪组实验下分离出的WTA和WTP价格的方差齐次性检验结果，可以看出四个指标的显著性水平均小于0.05，因此认为二者价格是有显著差异的，WTA的价格显著高于WTP的价格，WTA/WTP的值大约为2.05。

表 6 WTA、WTP 的方差齐次性检验结果

	Levene Statistic	df1	df2	Sig.
Based on Mean	9.120	1	58	0.004
Based on Median	7.797	1	58	0.007
Based on Median and with adjusted df	7.797	1	37.532	0.008
Based on trimmed mean	8.163	1	58	0.006

资料来源：作者依据实验结果统计整理。

为了考察 WTA 价格和 WTP 价格波动幅度的大小，下图 8 和图 9 给出了 WTA 价格变量和 WTP 价格变量的正态概率图。从图 8 中可以看出，WTA 价格变量的正态概率图有一些点偏离正态分布斜线较大，被试的意愿接受价格分布较为分散。从图 9 中可以看出，WTP 价格变量的正态概率图大部分点都接近正态分布斜线，被试的意愿支付价格分布较为集中。可知，WTA 的价格显著高于 WTP 的价格，且 WTA 价格的波动幅度比 WTP 价格下的要大。

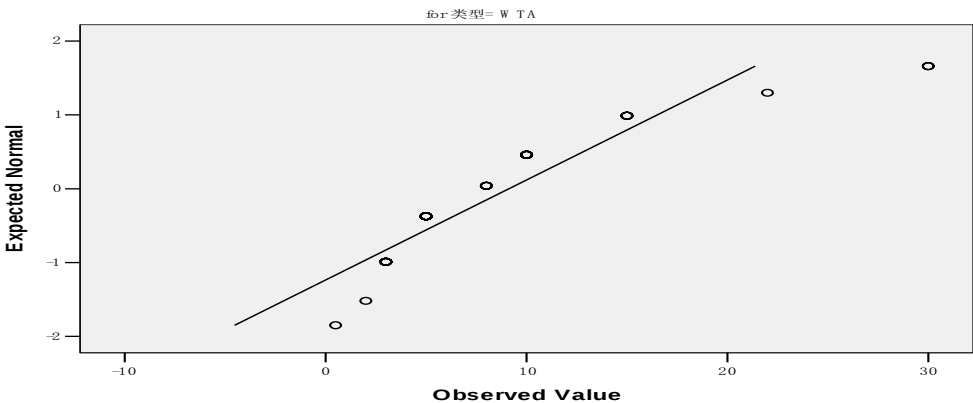


图 8 WTA 价格变量的正态概率图

资料来源：作者根据SPSS16.0输出结果整理。

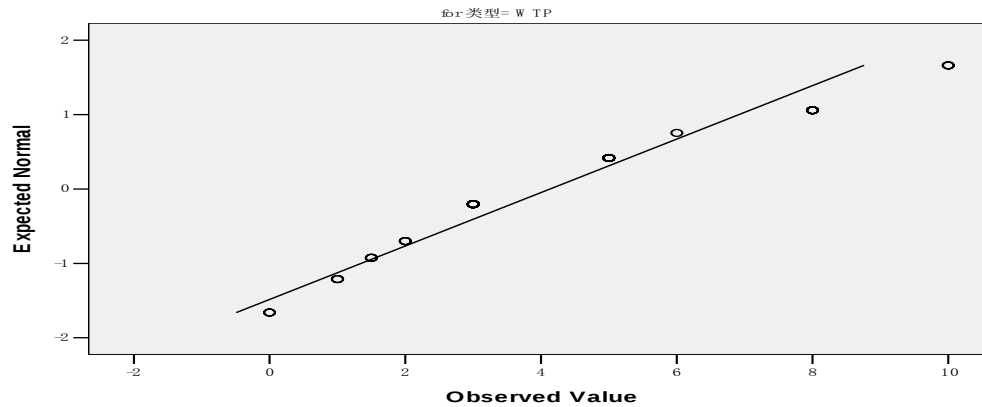


图 9 WTP 价格变量的正态概率图

资料来源：作者根据SPSS16.0输出结果整理。

3 信息结构与投资者现状偏见实验设计结果分析

3.1 描述性统计分析。自由选择组、自我现状赋值组和外在现状赋值组代表了三种信息结构，三组实验结果如表7所示。从表7中可以看出自由选择组的20个被试中只有5名被试选择了模糊选项袋子B，表明被试在面临模糊选项时大多数表现出模糊规避倾向，选择概率确定选项的比例是选择概率不确定选项的5倍。在外在现状赋值组实验中，保留选项的比例是改变选项的3倍，10名被赋予模糊选项的被试中9名保留了模糊选项袋子，证明了先前的假定。

表 7 不同信息结构下投资者现状偏见实验结果统计表

被试编号	自由选择组	外在现状赋值组		自我现状赋值组	
		赋予选项	最终选项	赋予选项	最终选项
1	A	A	A	A	A
2	A	A	B	B	A
3	A	A	A	B	A
4	A	A	B	B	B
5	B	B	A	A	A
6	A	A	B	B	A
7	A	A	A	B	A
8	A	A	B	B	A
9	A	A	A	A	B
10	B	B	B	B	B
11	B	B	A	A	A
12	A	A	B	B	A
13	A	A	A	B	A
14	A	A	B	A	A
15	B	B	A	A	A
16	B	B	B	B	A
17	A	A	A	B	A
18	A	A	B	B	B
19	A	A	A	A	B
20	A	A	B	B	B

资料来源：作者依据实验结果整理。

本实验值得探讨的是，在被赋予选项A的10名被试中，有4名被试更换为模糊选项B。本文认为主要有两个原因：其一是被试对实验组织者的不信任；其二是被试之间相互的学习，实验中被试编号为7的被试把选项更换为B后赚取3元人民币，这就可能引起其他被试的效仿，实验后的访谈证实了这一点。自我现状赋值组20个被试中只有4名被试选择了模糊选项袋子B，这又一次证明了前面的假设。初始选择模糊选项的4名被试全部保留了模糊选项袋子B，而初始选择袋子A的16名被试中，有2名被试更换为模糊选项B。

实验结果对比发现：外在现状赋值组保持现状的百分比为75%，而在自我现状赋值组实验中，则为90%，外在现状赋值组的现状偏见水平低于自我现状赋值组的现状偏见水平，此实验结果与前面的研究假设相一致，让投资者被试初始自由选择能够加强投资者被试的拥有感，进而提高了投资者被试的现状偏见水平。利用交叉联列表分析自由选择组和外在现状赋值组被试选择模糊选项比例是否显著不同，定义选项A为0，选项B为1，结果如表8所示。从表8可看出，卡方值为6.465，相伴概率为0.011，小于显著性水平0.05，可见自由选择组和外在现状赋值组，模糊规避的程度是显著不同的，可以认为现状偏见降低了模糊规避的程度，这也从一个侧面证实了现状偏见的存在性及其对行为人决策的影响。

表 8 自由选择组和外在现状赋值组实验结果的卡方统计结果表

	Value	df	Asymp. Sig. (2-sided)	Exact Sig. (2-sided)	Exact Sig. (1-sided)
Pearson Chi-Square	6.465	1	0.011		
Continuity Correction	4.949	1	0.026		
Likelihood Ratio	6.660	1	0.010		
Fisher's Exact Test				0.025	0.012
N of Valid Cases	40				

资料来源：作者根据SPSS16.0输出结果整理。

3.2 实验变量与现状偏见的回归分析。基于前两个实验，利用逻辑回归分析综合考察性别、学历、出价要价（WTA、WTP）和现状偏见的关系。由于信息结构实验和投资者情绪实验是由同一组被试完成的，此处摘取中性情绪—外在现状赋值组进行研究。定义性别变量：男为1，女为0；学历变量：本科为1，硕士为0；因变量（现状偏见变量）：保持选项为0，改变选项为1。统计结果如表9所示，表9显示对于y=0，有85.7%的准确性；对于y=1，有33.3%的准确性，对于所有个案总共有70%的准确性。

表 9 中性情绪-WTA-外在现状赋值组迭代结果的拟合效果

Observed		Predicted		
		y		Percentage Correct
		0	1	
y	0	6	1	85.7
	1	2	1	33.3
Overall Percentage				70.0

资料来源：作者根据统计结果整理。

表10给出了各个变量对应的系数及对应的Wald统计量值和相伴概率。该表显示X₃的Wald统计量值最大，相伴概率最小，可见该变量在模型中很重要。WTA的系数为负，说明要价越低，越易改变现状；性别的系数为负，说明女性的现状偏见程度较男性高；学历的系数为正，说明学历越高其现状偏见程度较低。

表11和表12给出了中性情绪—WTP—外在现状赋值组的结果。表11给出了迭代结果的拟合效果，从该表可以看出对于y=0，有87.5%的准确性；对于y=1，有50%的准确性，对于所有个案总共有80%的准确性。表12给出了各个变量对应的系数及对应的Wald统计量值和相伴概率，WTP的系数为负，说明出价越高，越易改变现状；性别的系数为负，说明女性的现状偏见程度较男性高；学历的系数为正，说明学历越高其现状偏见程度越低。

表 10 中性情绪-WTA-外在现状赋值组回归结果表

	系数	S.E.	Wald	df	Sig.	95.0% C.I. for EXP(B)	
						Lower	Upper
X ₁ (性别)	-1.097	2.140	0.263	1	0.608	0.005	22.126
X ₂ (学历)	0.945	2.089	0.205	1	0.651	0.043	154.319
X ₃ (要价)	-0.173	0.317	1.738	1	0.390	0.409	1.418
常数项	0.978	2.081	0.221	1	0.638		

资料来源：作者根据统计结果整理。

表 11 中性情绪-WTP-外在现状赋值组迭代结果的拟合效果

Observed		Predicted		Percentage Correct
		y		
		0	1	
y	0	7	1	87.5
	1	1	1	50.0
Overall Percentage				80.0

资料来源：作者根据统计结果整理。

表 12 中性情绪-WTP-外在现状赋值组回归结果表

	系数	S.E.	Wald	df	Sig.
X ₁ (性别)	-1.112	1.103	0.275	1	0.612
X ₂ (学历)	-0.748	2.014	1.305	1	0.271
X ₃ (出价)	0.105	1.007	0.836	1	0.394
常数项	2.018	2.341	0.337	1	0.326

资料来源：作者根据统计结果整理。

综合中性情绪—WTA—外在现状赋值组和中性情绪—WTP—外在现状赋值组的回归结果，可以得出以下结论：出价越高，越易改变现状；要价越低，越易改变现状；女性的现状偏见程度较男性高；学历越高其现状偏见程度越低。

结论

本文从前景理论和后悔规避等视角综述了决策信息评价阶段投资者现状偏见的研究文献。在此基础上，提出了决策信息获得阶段和编辑阶段的现状偏见是更加深层次的问题，框架效应、投资者情绪和信息结构是决策信息获得和编辑阶段的三个典型问题，三者对投资者现状偏见产生着重要影响。利用行为经济学和实验经济学的原理和方法，分别设计了框架效应、投资者情绪和信息结构对投资者现状偏见影响的实验，利用不同的实验设置分析了三者对投资者现状偏见水平的影响。

在框架效应与投资者现状偏见的实验中,重点考察了用差值表示的投资组合框架和用比率表示的投资组合框架下的投资者现状偏见水平,结果表明:差值投资组合框架中投资者的现状偏见程度显著高于比率投资组合框架中的投资者现状偏见程度。在投资者情绪与现状偏见的实验中,利用故事图像诱导投资者的积极情绪或消极情绪,分别考察他们的现状偏见水平,同时将没有情绪诱导的实验组作为基础观察数据进行比较。结果表明:积极情绪下被试的 WTA/WTP 值最小,为 1.64;消极情绪下被试的 WTA/WTP 值为 2.35,说明投资者被试在积极情绪和消极情绪下的接受意愿和支付意愿是有差异的,积极情绪下的被试的交易意愿较高,现状偏见程度较低,消极情绪下的被试的交易意愿较低,现状偏见程度较高。在信息结构与现状偏见的实验中,利用 2×3 实验结构设置分别测度投资者的现状偏见情况,结果表明:基础实验中,被试具有模糊规避倾向,选择概率确定的选项是选择概率不确定选项的 5 倍;外在现状赋值投资者被试的偏见水平小于自我现状赋值投资者被试的偏见水平,外在现状赋值组中,投资者被试选择保持现状的百分比为 75%,而在自我现状赋值组中,投资者被试保持现状的百分比为 90%。

^①损失与收益具有不同的价值函数。损失的价值函数是凸的,并且相对陡峭;而收益的价值函数是凹的,并且相对平缓。这说明个体对一定损失的感觉要比一定收益的感觉强烈,Kahneman 发现,等量的损失和等量的获得带给行为人的效用比大概为 2:1。因此人们在决策过程中对利害的权衡是不均衡的,对“避害”的考虑远大于对“趋利”的考虑。出于对损失的畏惧,人们在出卖商品时往往索要过高的价格。由于非常害怕损失,股票的拥有者在承受股价下跌时,往往会变得风险偏好。

^②Gilovich 和 Medvec 收集了 77 位被试的长期后悔,在这 213 个后悔(平均每人 2.77 个后悔)中,63%的后悔是不做的后悔,只有 37%的后悔是做的后悔(10 个后悔由于不能按做/不做分类而排除在外)。

参考文献:

- [1]BOURNE G R. Proximate costs and benefits of mate acquisition at leks of the frog *Oloolygon rubra*, *Animal Behaviour*, 1993, 45(6):1051-1059.
- [2]SAMUELSON W, ZECKHAUSER R. STATUS QUO BIAS IN DECISION MAKING, *JOURNAL OF RISK AND UNCERTAINTY*, 1988, 1(1): 7-59.
- [3]KAHNEAMAN D, TVERSKY A. PROSPECT THEORY: AN ANALYSIS OF DECISION MAKING UNDER RISK, *ECONOMETRICA*, 1979, 47(3): 63-91.
- [4]TVERSKY A, KAHNEAMAN D. LOSS AVERSION IN RISKLESS CHOICE: A REFERENCE-DEPENDENT MODEL, *THE QUARTERLY JOURNAL OF ECONOMICS*, 1991, 106(4): 1039-1061.
- [5]Kahneman D. Maps of Bounded Rationality: Psychology for Behavioral Economics, *American Economic Review*, 2003, 93(5): 1449-1475.
- [6]GILOVICH T, MEDVEC V H. The temporal pattern to the experience of regret, *Journal of Personality and Social Psychology*, 1994, 67(33): 357-365.
- [7]BOMNGER D S, GLEICHER F, STRATHMAN A. Counterfactual thinking: From what might have been to what may be, *Journal of Personality and Social Psychology*, 1994, 67(22): 297-307.
- [8]KAHNEMAN D, MILLER D T. Norm Theory: Comparing reality to its alternatives, *Psychology Review*, 1986, 93(2):136-153.
- [9]LOOMES G, SUGDEN R. Regret Theory: An Alternative Theory of Rational Choice Under Uncertainty, *The Economic Journal*, 1982, 92(368): 805-824.
- [10]LOOMES G. Further Evidence of the Impact of Regret and Disappointment in Choice under Uncertainty, *Economica*, 1988, 55(217):47-62.
- [11]ROESE N J, OLSON J M. Outcome Controllability and Counterfactual Thinking, *Personality and Social Psychology Bulletin*, 1995, 21(6): 620-628.
- [12]GLEICHER F, KOST K A, BAKER S M, STRATHMAN A J, RICHMAN S A, SHERMAN S J. The Role of Counterfactual Thinking in Judgments of Affect, *Personality and Social Psychology Bulletin*, 1990, 16(2):284-295.
- [13]INMAN J J, ZEELENBERG M. Regret in Repeat Purchase versus Switching Decisions: The Attenuating Role of Decision Justifiability, *Journal of Consumer Research*, 2002, 29(6): 116-128.
- [14]RITOV I, BARON J. Outcome Knowledge, Regret, and Omission Bias, *Organizational Behavior and Human Decision Processes*, 1995, 64(2):119-127.
- [15]JOHNSON E J, HERSHEY J, MESZAROS J, KUNREUTHER H. FRAMING, probability distortions, and insurance decisions, *Journal of Risk and Uncertainty*, 1993, 7(1): 35-51.
- [16]THALER R H, SHEFRIN H M. An Economic Theory of Self-Control, *The Journal of Political Economy*, 1981, 89(2): 392-406.
- [17]赖志刚, 时 勘. 后悔倾向、后悔反应与风险偏好的关系研究[J], *管理评论*, 2007, 19 (3): 3-7.
- [18]施俊琦, 王垒, 彭凯平. 作为效应的象征性与利益性影响因素: 后悔理论的经济心理学分析[J], *心理科*

学, 2004, 27 (4): 1016-1018.

[19] TVERSKY A, KAHNEMAN D. Judgment under Uncertainty: Heuristics and Biases, Science, 1974, 185(9): 1124-1131.

[20] GILBOA I, SCHMEIDLER D. Case-based decision theory, The Quarterly Journal of Economics, 1995, 110(3):5-39.

[21] BURMEISTER K, SCHADE C. Are entrepreneurs' decisions more biased? An experimental investigation of the susceptibility to status quo bias, Journal of Business Venturing, 2007, 22 (3): 340-362.

[22] KAHNEMAN D, KNETSCH J L, THALER R. The Endowment Effect, Loss Aversion and Status Quo Bias, Journal of Economic Perspectives, 1991, 5(1):193-206.

[23] MOXEY A, CONNELL D O, MCGETTIGAN P, HENRY D. Describing treatment effects to patients--How they are expressed makes a difference?, Journal of General Internal Medicine, 2003, 18(11): 948-959.

[24] 王重鸣, 梁立. 风险决策中动态框架效应研究[J], 心理学报, 1998, 30 (4): 394-400.

[25] SCHWARZ N, CLORE G L. Mood as Information: 20 Years Later, Psychological Inquiry, 2003, 14(3):296-303.

[26] FISHBACH A, TROPE Y. The substitutability of external control and self-control, Journal of Experimental Social Psychology, 2005, 41(3): 256-270.

[27] RYAN M, BATE A. Testing the assumptions of rationality, continuity and symmetry when applying discrete choice experiments in health care, Applied Economics Letters, 2001, 8(1): 59-63.

[28] DUPONT D Y, LEE G S. The Endowment Effect, Status Quo Bias and Loss Aversion: Rational Alternative Explanation, The Journal of Risk and Uncertainty, 2002, 25(1): 87-101.

An Experimental Study on the Status Quo Bias of Investors and Its Impact Factors

REN Guang-qian LI Jian-biao LI Zheng

(Center for Studies of Corporate Governance, Nankai University, Tianjin 300071; China)

Abstract: The status quo bias is an important factor which affects investors' decision-making. The existing research on this issue only considers Prospects Theory. In fact, framing effect, investor sentiment and information structure are also important variables which affect the status quo bias. But the existing literature is less involved to study status quo bias from the three aspects above. This paper researches the influence on the Status Quo Bias of Investors from the three aspects of framing effect, investor sentiment and information structure in the experimental method. The results show that: The investor status quo bias in the margined frame of the investment portfolio is higher than that in the ratio frame of the investable portfolio. There is status quo bias of investors in the three emotions conditions. In the positive emotions the status quo bias of investors is lower and in the negative emotions the status quo bias of investors is higher. The amount of choose the determined probability is five times that choose uncertainty probability. The level of status quo bias in self-status assignment group is higher than that in external status assignment group.

Keywords: Status Quo Bias; Framing Effect; Investor Sentiment; Information Structure

收稿日期: 2010-06-30;

基金项目: 本文感谢以下基金项目的支持: 国家自然科学基金面上项目 (70972086, 70672029)、国家自然科学基金重点项目 (70532001)、国家旅游局项目 (09TAAG008)、中国博士后科学基金面上项目 (20080440665) 和中国博士后科学基金特别资助项目 (200902264) 等。

作者简介: 任广乾 (1982~), 男, 河南商丘人, 南开大学公司治理研究中心、南开大学商学院博士生, 研究方向: 公司治理。李建标 (1965~), 男, 山东潍坊人, 南开大学公司治理研究中心、南开大学商学院 教授、博士生导师, 研究方向: 实验经济学与公司治理、制度与企业组织。李政 (1965~), 男, 山东济宁人, 南开大学公司治理研究中心、南开大学商学院博士后, 研究方向: 网络治理。