

非理性行为与市场效率的新诠释

方壮志 黄春兴*

【摘要】 传统金融理论假设投资人是理性的,并以市场有效性假说为核心解释金融市场的现象。近年来,行为金融学者不断提出挑战,但是尚未建立完整的理论体系。由于行为金融学者责难的是新古典关于市场效率的解释。本文重新诠释传统的理性行为,使其意义扩展到个人在不确定环境下的行动。在这新定义下,我们将论证:行为金融学者责难的非理性行为,其实也都满足新定义下的理性假设。

【关键词】 金融市场 非理性行为 市场效率

前 言

2002年诺贝尔经济学奖授予了在行为经济学研究方面贡献卓越的Daniel Kahneman和Vernon Smith,标志着现代经济学的发展。行为金融学融合了心理学和经济学,解释人们在不确定环境下的行动,以及这些行动对投资决策和市场价格的影响。他们不采用传统金融理论的理性假设。传统金融理论假设投资人是理性的,以追求效用最大化为行为目标,并以市场有效性假说(efficient market hypothesis)为核心解释资产组合、资本资产定价、套利和期权定价等理论。尽管行为金融理论否定了市场有效性假说,但它还停留在

* 方壮志,华中科技大学经济学院金融系,电子邮件: fzz112@sina.com。黄春兴,清华大学(台湾)经济学系。

投资人实际行为的实证和证伪研究,尚未建立完整的理论体系。^①

行为金融理论所提出的争议,不仅关于方法论的假设前提,也涉及彼此对于长期现象和短期现象的相对解释能力。传统金融理论属于新古典经济学派,其理论的解释重心置于经济的长期均衡成长,而不在于短期的经济行为。因此,即使行为金融学者能无误地指出投资人和金融市场的短期表现接近非理性行为,仍无法撼动他们对于金融市场长期效率的信心。^②实际上,市场机制在长期中本来就具有效率,这并不需要传统金融理论的特别捍卫。相对地,正如 Pasour (1989) 指出的,传统金融理论在理性和市场有效性假说假设下,不仅无法正确地解释市场机制的长期效率,也无法解释行为金融学者所提出的短期非理性现象。他利用了奥地利经济理论中的企业家精神,很成功地说明金融市场的短期非理性行为和市场的长期效率。简单地说,不论扮演 Kirzner (1997) 所说的有助于均衡形成的角色,还是 Schumpeter (1950) 所说的对现行均衡的创造性破坏 (creative destruction), 企业家的作为常出乎一般人的洞见之外;然而,在他们的贡献下,资源不断地被引致更具效率的新商品或交易模式,使经济社会在长期呈现出效率。

遗憾地, Pasour 在专注企业家精神的解释时,忽略了金融市场学者所论述的非理性行为不仅存在于企业家,也普遍发生在一般大众投资人和职业的基金经理。^③譬如害怕后悔以及由此导致的从众行为、面对不确定性时的冒险而又避免损失、跟随潮流忽视长期效果、对成功的深刻记忆而导致的过度自信等。^④此外,当投资人不断地在短期中表现出相似的行为模式时,我们就不宜认为长期中只存在个别企业家经由市场竞争所展现的效率,而忽略了金融市场论者所关注的长期存在的上述行为规则。为了弥补金融理论在这两方面的缺失,本文将提出一套和 Pasour 的解释互补但更为强调规则角色的不同解释。

本文认为:在时时变化的金融市场中,新古典理论强调的长期稳定与均衡只有在一种意义下可以接受,就是指向投资人普遍接受的一些规则以及随着知识累积而发展出来的标准作业程序 (standard operation performance), 因

① Fama (1998) 和 Shefrin (2000) 质疑以非理性假设去建构投资人行为理论的可能性。

② 市场有效性假设认为可以根据自己的风险特征快速而理性地判断金融资产的基本价值;即使是非理性的投资人,由于他们的交易是随机的,交易的策略又是不相关的,也可以相互抵消,不至于影响金融资产的价格;就算他们的行为不是随机的,其对价格的影响也将被理性投资人的套期保值所抵消。事实上,证券市场无法预测当前的经济状况,也无法预测未来的发展趋势,例如德国的经济增长持平,失业率居高不下,而证券市场增加了三倍。更多的信息内容,可参阅 Siegel (2002) 的 *Stocks for the Long Run* 一书。

③ 此处所称并不是强调 Mises (1949) 所认为的一般人都具有企业精神的观点,而是强调 Pasour 未解释行为金融学者所称那些也发生在一般人身上的非理性行为。

④ 相关文献请参阅 Odean (1999), Shleifer & Summers (1994), Scharfstein & Stein (1990), Ritov (1996) 以及第五节的文献回顾。

为只有这些规则 and 标准作业程序不受变化影响。这些行动不符合利润或效用极大化的最适条件,而这正是行为金融学者所关注的非理性行为。简单地说,有些利润或效用可以计算,有些则不能。一旦利润或效用无法计算,也就无法以福利或经济效率评估行为的选择或资源的配置。如果金融市场面对的是 Knight (1921)定义的不确定性(uncertainty),而不是可以估算预期值的风险(risk),新古典学派所称的最优行为就不存在,建立在理性假设基础上的市场有效性假说也会失效。这让我们看到行为金融理论的兴起和切入点。但是,这未必需要以非理性假设去替代传统的理性假设。由于行为金融学者责难的是新古典对于市场效率的错误解释。本文拟重新诠释市场效率和传统的理性行为,使其意义扩展到个人在不确定环境下的行动。在这新定义下,我们将论证:行为金融学者责难的非理性行为其实也都满足新定义下的理性假设。

除了本节的前言外,本文第二节将从 SARS 危机下人们的行为谈起,提出人们在不确定环境下发展出来的规则,以及遵循规则行动的意义。在这一节,我们将定义不确定环境下的效率和理性假设,并论述人们在 SARS 危机下的非理性行为其实符合新定义下的理性假设。第三节将讨论金融市场的确定性。在第四节,我们将论证人们在金融市场下的非理性行为也符合新定义下的理性假设。最后一节是本文的结论。

不确定性下的效率定义——以 SARS 危机为例

面对不确定性环境,人们表现出来的行为可以从出现在亚洲的 SARS 危机中看到。根据 Knight 的概念,当人们在执行一项行动而无法预知可能结果,或虽知可能结果却不知其概率分布时,便可称该行动是在不确定性环境下展开的;如果可能结果与其概率分布都知道,只是无从预期最后出现的特定结果时,便称该行动是在风险环境下展开的。换言之,在风险环境下展开的行动能够估算其预期效益和预期成本,而在不确定性环境下展开的行动则无法估算这些预期值。一旦无法估算预期效益和预期成本,我们就无法利用成本效益分析法去评估该项行动,也无从计算新古典经济学者所称的最适行动。由于这缘故,新古典经济学者在探讨经济行动时,常自限于风险环境下的问题,从不触及不确定性环境下的问题。不幸的,SARS 危机带来的正是不确定性,而不是风险。^①

即使经济学者不愿触及,人们却无从逃避而必须有所行动。当然,人们的行动是不会依据成本效益分析法的,如若这样,新古典经济学者就不会回避。

^① SARS 为新冠状病毒,在继续不断地变种,我们尚无法掌握它的可能发展方向。

就当前的学术界用法,(经济)理性几乎等同于成本效益分析。^①因此,在我们观察了人们应对 SARS 危机的行动后,可以这样说:人们采取了非理性行动。本节将仔细分析这些非理性行动。同时,我们也将第三节说明:金融市场的不确定性超过 SARS 危机下的环境。也就是说,如果我们能在这一节证明人们在 SARS 危机下会采取非理性行动,那么,投资人在金融市场里的行动也就应多属非理性行动。就此而论,我们必须毫无异议地支持行为金融学者的主张:投资人在金融市场里的行动普遍是非理性的。

上述结论是在将成本效益分析等同于经济理性后得到的。也就是说,如果我们仿效新古典学者将实际发生的不确定环境改写成他们有能力处理的风险环境,将会发现人们这时采取的行动并不符合成本效益分析。换言之,“人们采取非理性行动”的结论源于方法论下的逻辑结论,而非实际观察所致。因为在方法论中,是假设人们处于风险环境下,而实际上人们是处于不确定环境下。因此,与其争议人们的行动是理性还是非理性,不如我们在方法论里就让人们处于不确定环境下,而不是风险环境下。当然,这不是新古典理论所能承担的工作,因为他们的经济理性建立在能计算预期值的风险环境。因此,我们若要置换方法论中的环境假设,就只好抛开新古典对于经济理性的界定。

如果我们重新界定经济理性,是否有能力重新建构出“人们采取理性行动”的经济学古典传统?明显地,这里存在着等待讨论的三段论述:第一,如何在新的方法论环境假设下界定符合古典传统的经济理性?第二,人们处于不确定环境下的行动为何?第三,这些行动是否符合新界定的经济理性?如果我们能完成这三段论述,那么,我们就能重新诠释古典的理性传统。

在下面的三段论述过程中,我们将首先观察人们在 SARS 危机下所采取的行动。我们从各媒体报导中整理出以下五点行动规则,并于每条规则下说明人们的行动之所以符合该规则的意义。

【规则一】 自我隔离与逃避 在理性假设与成本效益分析下,人们仅采取预期效益高过预期成本的行动。在面对无从预测的不确定性时,无知会让人们主观上夸大自己染病的概率和染病后的痛苦。许多风险趋避程度高者也选择了自我隔离。人们接二连三自我隔离之后,经济活动大为减少,交易也不再热络。如果 SARS 带来的是风险环境而非不确定性环境,理性下的最适选择将不会是自我隔离。所以,自我隔离看似非理性的选择,其实是知识问题。既然个人可能选择自我隔离,也就是选择不采取行动;同样地,他也可以选择自现有行动中撤离,也就是逃避。在 SARS 出现初期,不少的医务人员选择了逃避,也是出于这种顾虑。这是知识问题,不是非理性的选择。

【规则二】 宁愿过之而不要不及 这不难理解。既然无法计算预期效益

^① 将成本效益分析等同于经济理性假设的做法过于简化。但是在本文讨论不确定性和风险下的行为差异时,这个简化假设已够掌握经济理性的意义。

与成本,个人在防疫工作上自然无法采取最适量的行动。在仅剩下的“过”或“不及”中,个人会出于类似规则一的态度,以保命为先,采取事后看来是防疫过度的行动。

【规则三】 顺从以往经验 数学上,不确定性的涵义是无法计算预期效益与成本;知识上,不确定性的涵义是我们对于新病毒还处于极度的无知状态。在预防上,我们会采取规则一和规则二;若染了病,则会先采取过去的经验。既是新病,自无所谓经验。这里的经验,是一种归类法,也就是从病症上假设能治疗该病症的现有药物都具治疗效果。譬如:中药的板蓝根、肺炎草等。由于SARS引发的病症非单一,可以预见根据经验法采行的治疗药物就呈现多样化。^① Becker (1962)便曾将不理性行动化约成“随机”和“惰性”的线性组合。他说的惰性,也就是这里所称的顺从经验。毫无疑问地,如果信息或知识充分,顺从经验的行动绝非理性。但若处于无知下,人们与其采取随机,不如顺从经验。

【规则四】 英雄楷模 人与人不同,这包括风险趋避程度,也包括对他人赞誉的评价。因此,即使没有货币性报酬的奖励或利他心的假设,仍有一些人会选择不逃避、不自我隔离、采取经验法则方式去参与抗疫。这些人可能不是很多,但看起来很勇敢。他们无论成功或失败都会成为英雄楷模,因为在不确定性下,抗疫行动仍属于试误阶段,而愈多的试误才能愈快累积出愈多的知识。再者,试误的成功概率也是独立于个人的风险偏好。因此,借着英雄楷模的行动规则,一个社会可以提升参与抗疫的人数,从而加速抗疫知识的累积。

【规则五】 分区隔离与敬业精神 风险趋避程度介于逃避者和英雄楷模之间者,也大有人在;其中对他人赞誉的评价较高者,则会选择参与抗疫行动。但是,在不确定性下,他们会希望采取一个彼此能照顾呼应的集体行动。就像早期的拓荒者一样,即使在无政治组织下,他们也会发展出一些能增加彼此互信的规则。这些规则除了义无反顾的相互支持外,也包括孤立无援下的不妥协精神。不同于英雄楷模强调个人的焕发英姿,这些规则在于建立坚固的团体。然而,面对的毕竟是不确定性,一切都还在试误阶段,因此,像潜水艇式分区隔离的作业方式可以避免整个团体因一次失误而瓦解的危机。

以上五条规则都是在对SARS危机极度缺欠知识下发展出来的。正如我们一再强调的,人们在不确定性下,无从根据最适计算去行动,因此,他们发展了这些规则以作为行动依据。那么,根据这些规则去行动是否理性?也就是在方法论中让人们处于不确定环境下的理性界定问题。

本质上,新古典理论界定理性的目的是希望能将个人的理性行动连结到社会资源的配置效率,而其连结过程是经由预期效用和成本效益的计算。当

^① 介于治疗和预防之间的增强防疫上,亦出现这样的经验法则,如菠萝、地瓜、绿豆等都已上场。

我们在方法论上就让人们从新古典理论的风险环境回归到不确定环境,作为连结个人理性行动和资源配置效率的计算功能将丧失。我们是否必须寻找新的连结工具?其实未必。既然假设个人理性是为了阐释资源的配置效率,为何不直接从资源配置效率的角度去定义个人理性?

在无从计算下,理性和效率都已不再具有成本效益分析下的内容。既无从计算,如何界定资源配置的效率?这里,我们采取了 Buchanan (1975) 的界定法。他在论述宪法的选择时指出:不同的宪法选择将决定不同的交易结构和价格体系,因此,我们无法事先选择一套价格结构去评估不同宪法的优劣。既然成本效益方法无法作为宪法选择的工作,布坎南认为“情愿交易的机会”可以作为评估不同宪法之优劣的标准。原因是,任何的情愿交易都会带来交易利得,而交易利得对于交易双方和社会整体都是好的。能发展出愈多情愿交易机会的宪法,愈能累积愈多的交易利得,自是较佳的宪法。

同样地,我们也以情愿交易的机会作为不确定性下的评估标准。当然,我们不是在选择宪法或制度,而是在定义行动的理性。由于情愿交易的机会不存在于行动而是存在于制度与规则下,我们的做法就很清楚了:在 SARS 危机下,个人的行动会遵从哪些规则?这些规则是如何扩大了人们的交易机会?如果上述五条规则都能够扩大人们的交易机会,我们就可以交易机会的扩大作为论述这些规则符合古典传统之经济效率的定义。我们已在各条规则中论述了其扩大交易的意义,因此,人们在 SARS 下所发展出来的五条规则是符合古典传统的经济效率的。

当人们还处于完全无知状态时,任何的行动都是试误过程,谁也无法预期结果。随着防疫和治疗工作的进展,人们开始累积经验和知识。有了起步的知识后,新病毒带来不确定性的成分降低,增加可稍加计算的风险成分。此时若要开始计算成本效益,其误差还甚大。但是,人们仍会善加利用这些获得不易的知识,寻找一些更好的规则,而不必继续遵循前述不确定性下的五项规则。标准作业程序就是从新获得的知识下发展出来的规则。

【规则六】 制定标准作业程序 人们在获得些许的知识后,为了降低不必要的风险和损失,会利用这些知识发展一些规范行动的程序。计划行动的人只要遵循程序,就能利用到内嵌在程序里的知识,降低不必要的风险和损失。遵循程序的人不必追问标准的作业程序的意义。这样,遵循程序就不会增加计划行动的人太大的成本,却能降低不少的风险和损失。于是,即使还无法计算成本效益,人们也能明白这相对变化,从而使更多的人从自我隔离中走出来,也让他们开始行动和参与更多的交易。

目前,我们对 SARS 的知识还在继续增加中。回顾过去,为了不让活动停顿,开始时,人们被要求戴口罩方能进入密闭的活动空间。等到世界卫生组织(WHO)公开宣称感染者在发烧前不具传染力之后,现有的一项参与聚会标准程序是:门口先量温度,温度高过 37.5°C 者才被要求戴口罩。标准作

业程序会不断随着知识的增加而调整,而每次的调整都让更多的人开始行动,也让已经行动的人们参与更多的交易。标准作业程序不仅让人们不再自我隔离,也让社会不必再仰赖战士楷模,其他规则的角色也会逐渐失去价值。

知识会继续发展。当我们搞清楚 SARS 对身体的伤害情况和其传染路径和力道后,就能开始计算在这风险环境下行动的预期成本与效益。换言之, SARS 危机从不确定性转成风险后,人们就能经由成本效益分析考虑行动的最适量,也可以考虑行动的激励设计。^①事实上,当知识发展到一定的时候,这些激励设计已是依附在市场机制下运作了。^②



金融市场的不确定性

上一节以 SARS 危机为例,讨论了人们如何在成本效益分析法无法应用的不确定性环境下发展出行动规则,并在这些规则下扩大社会的交易利得。我们也从扩大交易利得的角度重新诠释行动的理性定义,并认为人们在不确定性环境下的行动符合新的理性定义。我们认为投资人在金融市场中所处的不确定性环境,就如同一般人在 SARS 危机下行动一样。如果这假设无误,投资人在金融市场中也应会发展出类似于上节的六条行动规则,并在这些规则下扩大金融市场的交易。在论述这些规则和行动之前,这一节将先讨论金融市场存在不确定性的经济理由。

投资人在金融市场中面对的不确定性,可以 Kostolany (2002) 的观感为例说明。他说:“今天导致股票行情涨跌的还是幻想、郁闷、乐观、悲观、惊喜或信念,希望和害怕,期待和失望,金钱或债务。从这一点来看,即使计算机和网络也未改变任何东西。”(p. 82)在他看来,从过去到现在,证券市场的不确定性并无改变,像 17 世纪一本描写股票市场的书《混乱中的混乱》的记载,投资人对证券市场的表达也常是也许、希望、可能、似乎等等不确定性的词汇。如果金融市场的不确定性是这么地强烈,我们要问的是一般的现货商品市场的不确定性如何?同样是受供给与需求波动影响,为何参与者在这两市场感受到的不确定性之差异如此不同?

供给与需求双方必须在市场中完成交易。假设货币币值可以保持固定,则一般现货商品交易的完成是指供给者愿意在一定价格下将商品转交给需要者,而需要者也愿意在此价格下接受该商品。以苹果为例,决定供给者是否愿

① 譬如,台湾以提高抗疫护士四倍月薪的方式为激励,以吸引护士参与抗疫工作。类似地,大陆则给予参与抗疫工作人员之子女在进入高校时的优先权。

② 像现在的许多疾病,从疫苗费到入院治疗费用都可以很精确地计算出。

意在一定价格下供给取决于他消费该苹果之边际效用,也就是说,他只有在价格高于边际效用的货币值下才愿意供给。在这个现货商品市场里,如果个人的消费效用和苹果的生产技术没发生革命性的变化,剧烈的市场波动是不会发生。如果消费偏好和生产技术发生边际变动,双方大致可以依循边际法则和过去经验以预测市场变化。换言之,对于一般的现货商品,由于消费偏好和生产技术长期的稳定或缓慢变动,使得供给与需要双方可以在共同经验下期未来市场的供需变动。虽然个人从共同经验形成的预期是主观的,但双方主观预期的重叠部分不少,对变动的预期方向也常一样。譬如出现新的生产技术时,双方的预期都会是供给的增加和价格的下降,虽然幅度大小会不同。再以劳动力市场为例,劳动力供给者是从他的保留薪资率(reserved wage rate)去决定是否愿意在一定薪资率(价格)下供给劳动力,也就是说,他只有在薪资率高于保留薪资率下才愿意供给劳动力。保留薪资率就像消费苹果的边际效用,都是个人决定商品供给的主要因素;但是,决定保留薪资率的主观因素显然远较决定消费苹果之边际效用复杂多了。因此,相对于苹果市场,劳动力市场供需双方的主观因素之间较缺欠共同经验,使双方主观预期不易出现重叠部分,因而存在较大的波动或较高的不确定性。

不论是苹果还是劳动力,只要是一般现货商品,它的供给或需要都必须参照参与者自行消费或生产的机会成本,而长期经验的存在使交易双方在预期上有共同经验可依循。但金融市场则不相同,它交易的不是可供直接消费或生产的现货商品,而是用以持有以便进行下一次交易的货币化商品。当交易商品不再是现货商品时,交易双方在预期上因没有可供参照的机会成本,而不再存有接近的共同经验可依循。根据 Menger (1892)对货币的定义,人们交易会以一种货币化商品交易另一种货币化商品,只要个人认为交易得来的货币化商品在下一次的交易中有利益可图。这预期利益,不仅包括资本利得,也包括预期消费的更容易实现。换言之,在金融市场的交易,决定交易双方供给或需要的因素是他们对于交易品在下次交易的预期价值,而这“下次交易的预期价值”有可能决定于再下次交易的预期价值,如此递延下去。相对于边际效用或生产,这些参照值的虚幻不定会随着预期递延交易的次数而提升。这是金融市场之所以展现高度不确定性的根本原因。

在金融交易中,当供给者愿意卖出金融商品时,其继续握有的预期收益必然低于对方所提出的购买价格,或者说,他在交易的时刻是认定该金融商品的未来价值会下跌。反之,需要在提出购买价格收购金融商品时,则是认为该金融商品的未来的价值会上涨。Pasour 清楚地指出:金融市场交易之所以能完成,是因为供给与需要双方对金融商品未来价值存在相反的预期,一方看涨,另一方看跌。如果投资人的预期都相同,金融市场的交易就会不存在。相仿地,投资人的预期差异愈大,市场愈是活络。供需双方存在的相反预期,更加剧了金融市场本质上的不确定性。

上节在讨论 SARS 危机下的不确定时,我们认为随着抗疫经验和医疗研究不断累积出知识,该不确定性会逐渐为风险所替代。SARS 病毒会继续变种,人们若要完全摆脱这不确定性,必须要在了解病毒的知识累积速度上超越病毒的变种速度。病毒的变种不是朝向预设的目的,也不是随机选择,而是随着人类在抗疫时所投入的药剂而变。换言之,这是人类和病毒的博弈,但这博弈不是预先给定可能策略的集合和报偿表(payoffs table),而是朝着非预期结果的方向相互演化与对抗。在这对抗性的演化过程中,病毒一方选择的策略是随机的,其中包括一再重犯的错误选择,也包括人类从未预期到的新策略的出现。也就是说,病毒无法先了解人类的策略去思索新的策略,而是凭着其快速繁衍和变种的速度,在大量的试误过程中繁衍人类一时无法消灭的新株。相对地,人类的策略选择则是建立在知识的累积上,能够有效地找出对抗病毒新株的新策略。

相对于人类与 SARS 病毒的博弈,参与金融市场里的投资人都能累积知识和从知识中选择策略。从这个角度而言,个人在金融市场里所面对的不确定性,将远高于他在 SARS 危机下的行动。

金融市场的非理性行为

既然金融市场的不确定性超过 SARS 危机,投资人在金融市场中的行动会和人们在 SARS 危机下有着类似的行为模式。这些行为模式不是新古典经济学的成本效益分析所能预期的,而是遵循着一些流传下来的规则。这些规则之所以流传下来,是因为它扩大了不确定下的交易机会;至于投资人之所以遵循这些规则,也因个人的交易机会随着整体交易机会的扩大而增加。由于金融市场的不确定性大,发展出来的规则势必多过第二节所述。在这一节,我们将检视行为金融文献的一些非理性行为,并探讨这些行为与规则是否扩大了投资人在不确定性下的金融交易机会。

首先,让我们检验金融市场流传并早已成为常识的一些规则。第一条是有闲钱才进入股票市场的警句,或可称为“进入条件”规则。对于低所得者,这条规则并不建议他们将辛苦储蓄下来的钱转入股票市场,因为股市一次巨幅波动就将吞噬他们的整个储蓄。股市的平均报酬率指的是大数法则,只适用于不会被一次巨浪吞噬的投资人,不适用于低所得者。对于他们,银行才是较佳的保值机构。换言之,这条规则希望他们能遵循类似 SARS 危机下的规则一,也就是自我隔离与逃避。

其次,对于资金稍微充裕的中产阶级,流传的是“三分天下”的规则,也就是建议投资人将资产分成三份,平均分散在不动产、现金、金融市场。当然,三

分天下只是一项建议数目,原则是不要把鸡蛋放在同一个篮子里。这项原则对照着 SARS 下的规则二:宁愿过之而不要不及。也就是说:既然无法估算风险,不论个人的风险趋避程度如何,我们都应该保守一点。如果风险可以估算,三分天下规则绝不符合成本效益分析后的最适条件。但是,投资人面对的是不确定性,而不是风险。

第三条规则是多听老手的话,也就是“顺从经验”规则。这条规则几乎就是 SARS 下的规则三。较特殊地,由于股市长期存在,不像突现的 SARS 危机,老手的“经验”也就有机会成为可交易的商品。譬如股市解读的书籍,就是这些经验编码后的商品,其经验编码就是书里的各式图表和术语。但这些商品只陈述过去的经验,无法应用到未来,也就是实战。实战还需要很多无法编码的经验。同样的,无法编码的经验也可以商品化,就是目前股市中的操盘手、股评人、名嘴等。

处于不确定环境的金融市场,也和抗疫行动一样,强调英雄楷模的影响力。值得注意的,像 Buffet 或 Soros 等股市英雄,他们在传记中往往强调他们的兴起或成功是因为在重要时刻采取了经验规则之外的行动。如 Buffet 就能很好的区分前瞻性与后视效应 (Statman & Scheid, 2002)。英雄楷模不是要做秀给选择自我隔离或逃避的人看,而是要做秀给那群选择面对不确定性的人们看的,是为了鼓舞他们勇于进行各式各样的投资行为。金融市场的英雄楷模不能只扮演在试误过程中摸索方向的暂时性角色,因为市场的不确定性较 SARS 危机更高,探索出来的方向很快就失去价值,也不适用于每一个市场。^①因此,英雄楷模必须较长期地以拥有巨额财富为诱因,以吸引更多的人进入市场参与交易。媒体便是这种财富诱因的传导工具,它可以积极影响公众的注意力和思维方式。^②

英雄楷模往往嘲笑学院派的分析。这里透露着金融市场中知识编码的困难,甚至是可编码知识的稀少。如果这些知识稀少又不容易取得的话,金融市场的操作就无法随着知识的累积而出现标准作业程序。

最后一条是“禁止内线交易”规则。这道理很简单:既然市场已经存在着高度的不确定性,如果参与者连最基本的公平也没保障,这市场就会瓦解。如果存在内线交易,那还有多少人愿意继续留在市场?禁止内线交易就像是规则五的敬业精神,它的存在是为了避免市场的瓦解。

金融市场有一项不同于 SARS 之处,就是投资人即使不幸失败,一般而言还不至于致命。也因此,在相同风险趋避程度下,金融市场中选择自我隔离者远少于在 SARS 危机下。当这群众多的高风险趋避程度的投资人参与金

① 如美国《财富杂志》评出的二十世纪八大投资高手之一的 Max Heine,便专购其他基金不屑一顾的破产公司,但是这条编码经验并不适用于国内的资本市场。

② Shiller(2001)在谈到美国股市的繁荣时曾指出一项研究结果,即在过去 20 年中,报纸将庄重的财经版变成了强化的“金钱版”。

融市场,而市场又无法提供成本效益分析的指导原则时,他们也就需要第二节之外的其他行动指导规则。这群在 SARS 危机中选择自我隔离却又勇于参与金融市场的投资人,其实就是行为金融文献上所观察到的非理性行为者。底下,我们就文献常讨论到的几项非理性行为加以讨论。

第一,减少后悔或回避损失

与预期效用理论不同,Tversky & Kahneman(1979)认为投资人在不确定的情况下,对收益和损失的偏好不同。他们在决策过程中会尽量减少后悔(Josephs, 1996; Ritov, 1998)。换言之,投资人对损失的敏感性更强,损失所导致的沮丧程度大于获利时的快乐。为了尽可能不损失已获得的收益,投资人会采取非理性的行为,如过早地卖出盈利的股票(Shefrin & Statman, 1985)。但在面对明确的损失时,投资人却继续持有或延迟卖出这些股票,宁愿接受这损失(Arkes & Blumer, 1985)。同样,为了减轻决策错误的负担与后悔,投资人常进行频繁的交易行动,并求助投资咨询公司、经纪人、基金经理、操盘手、股评人等。Welch(2000)认为这种倾向导致他们容易采纳投资咨询师或基金经理人的建议,即使明知专家与权威之间存在明显的矛盾判断。另外,William(1992)则认为投资人需要代罪羔羊,退休基金的管理者和雇佣投资经理人便应运而生。于是,业绩好时,大家获利也自喜;业绩差时,就归罪给管理者和经理人。虽然行为金融学者从心理学角度来看这些损失回避和减少后悔的行为,但这些非理性行为的结果扩大了金融市场的分工和专业化,也造就了市场繁荣。就此而论,“减少后悔”规则下的非理性行为也符合本文的新定义。

第二,从众行为

从众行为是减少后悔所衍生的非理性行为。投资人在面对着不确定性时,常会接受从众行为的规则,跟随专家或庄家的行为进行买卖。^① Odean(1998)认为这样可以减轻后悔时的压力。在投资人看来,当大多数人都做出相同的判断时,那么这决策就可以算是正确的;即使错了,因大家都遭到相同损失,错误决策的后悔压力也就减轻不少。所以,Graham(1997)便认为华尔街崇拜的神是投资银行,因为它们扮演了“造市商”的角色。Welch(2000)进一步指出:不仅一般投资人存在从众行为,机构投资人的从众行为更是严重,他们相互模仿以维护职业声望。^② 这是可以理解的,因为在竞争的证券代理人或经纪人市场里,若其他业者也做出相同的错误决策,那么错误决策对自己职业声誉的伤害就最小(Patrick & Strickland, 2002)。机构投资人的从众行为带动资金的大量流动,是导致市场震动和股市兴衰的主因。这种非理性行

① 类似 SARS 危机之初,人们尚未认识到它而出现抢购板蓝根之类的集体行动。

② 1986年,Kostolany曾在Bremen问一个外汇交易员如何决定买卖,交易员意味深长地回答说:别人怎么做,他就怎么做。

为对扩大市场的影响甚巨,以至于 Shiller(2001)指称投资银行和基金经理人是金融市场的引擎。

第三,过度自信

按照预期效用理论,交易越频繁,预期效用就会下降。但金融市场上却存在频繁的交易,尽管频繁交易的平均收益率并不高。^①这种非理性行为被作为金融学者视为投资人过度自信的表现。Griffin & Tversky(1992)认为投资顾问和经纪人的频繁交易,除了向客户显示他们努力在做事,并从大量买卖中得到佣金外,特别的原因在于表现自己的能力与知识。他们会将过去的失败归因于外部环境,而将成功归因于自己的能力;他们对成功的记忆尤胜对失败的记忆。整个业界存在的这种“事后诸葛亮”的系统性偏误(hindsight bias),^②Hawkins & Hastie(1990)称为业界的自负表现。不同于 SARS 危机,这些行为绝不可能出之于无知;自负下的频繁交易,必说明投资人相信自己拥有有价值的信息。有此自信,每一次的正确决策,都会进一步加强这信心。Huberman(1999)指出:为了小心呵护自己建立的信心,他们也会避免风险和模糊的选择,只选择那些自己熟悉的甚至是本地公司的股票,至多是本国的股票。^③毫无疑问,这使得古往今来众多的投资人与经纪人在这个市场上来来往往,带来繁荣的金融市场。Shiller(2001)认为上述的从众行为和一些异想天开的行动都是过度自信的表现。但不管怎样,投资人在一些无逻辑的想法基础做出的严肃决定,也带来无数新兴行业的诞生。^④

第四,启示与代表性偏差行为

在不确定的金融市场中,投资人通过寻找熟悉的模式和便捷的方式做出判断,行为金融学者称之为启示性简化(Heuristic Simplification)或代表性偏差(Representative bias)。就统计学上言,这行为夸大了小样本事件发生的概率。时间偏差是一种偏差行为,投资人在判断股票价格水平时,仅关注那些距离现在最近的股价指数。Shiller(2001)认为不同行业都将总部设在同一国家和地区的现象就是这种行为造成的结果。专以熟悉度和相似性进行判断也是

① 纽约股市平均换手率大于 75%,而与此同时纽约市场每天的外汇交易量(即期、远期和掉期交易),占世界交易总量的 1/4(Odean, 1999)。频繁交易并没有带来平均收益的 10%(Barber & Odean, 2000)。Kostolany 也指出外汇交易员将几千万美元在一天中挪来挪去只为了赚一千马克。

② 提前认知并捕捉到未来的成长是非常困难的。为什么微软和 IBM 能成为市场的主导?在今天看来一清二楚,但在 20 年前或 40 年前谁能知道呢?

③ Huberman (1999)对不同地区的七家 Bell 公司股票所做的研究显示,不同地区的美国投资人更愿意持有当地 Bell 公司的股票;而 Coval & Moskowitz(1999)则阐明共同基金经理倾向持有和交易总部在当地公司的股票;Grinblatt & Kloharju(2001)对芬兰的股票持有者的研究发现,投资人偏向持有和交易公司总部位于附近地区和使用芬兰语发布年报的股票。

④ 例如有研究认为是 Lynch 对 Dunkin Donuts 咖啡的过分偏爱使得他最终赢得了这家公司。Lynch 是美国财富杂志评出的八大投资家之一。而 Buffett 被认为是对 Cherry Cokes 的渴望导致了他偏爱可口可乐公司。或许事实上是因为这些公司的产品是食物,依照前面的讨论。食物市场的不确定性小,因而 Buffett 从不购买微软的股票(Barker, 1997)。

一种偏差行为,尽管熟悉的信息更容易理解(Heath & Tversky, 1991)。此外,偏差行为还包括以经验、经历与情结来下判断。行为金融学称这些行动为“框架效应”,也就是说:投资人的行动受制于行动所依赖的环境或框架,如从过去的经历、熟悉的人和事及其经验、近期所发生的事件、个人的社会联系等所形成的知识框架。^①当这框架提供投资人满意的决策依据时,他的期望水平也将提高,过度自信便产生。

相对于传统理性行为假设,投资人在金融市场的决策行为简单多了。投资人多少持有一些个人的主观知识,但距离传统理性假设所要求的水准还甚远。因此,若依据新古典理论假设,投资人根本不可能参与金融市场。投资人自然知道自己主观知识的局限性,但他的问题不是信息的不足,因为金融市场是不确定的而不仅是风险。于是,金融市场发展出减少后悔、从众行为、过度自信、启示与代表性偏差等规则以供投资人有所依循。这些规则不同于第二节在 SARS 危机下依循的规则,因为参与金融市场的投资人一方面拥有一些个人的主观知识,另一方面也勇于参与具有不确定性的金融市场。就如我们上面的论述,这些投资人遵循这些规则表现出来的非理性行为,促进了金融市场的扩大与发展。根据本文的定义,这些非理性行为符合不确定性下的理性条件。

五 结 论

传统的理性假设是非常狭窄的概念,因为它适用的市场环境以风险为主,而现实环境都是不确定的;于是,金融市场参与者的决策看来就像是非理性行为。本文重新诠释传统的理性假设,以规则的形成和遵循规则的行动来思考人们在不确定下的行动,并以交易的扩大替代传统的效率标准,则这些非理性行为也能满足新定义下的理性假设。随着知识累积,人们经由规则而发展出制度。发展过程中,金融市场的企业家警觉到那些不为众人所注意的机会利润,尝试以新的金融商品和交易模式获取利润,其结果促成金融市场的不断成长。

金融市场能满足人们实现理想的需要,如果存在无风险的获利,那么就不会有蒸汽机的发明和今天遍布世界各地的计算机网络,金融市场的投融资与产品市场一样有风险。金融市场的参与者是冒险的,企业也是这样的。要增进金融市场的效率,需要一种能让更多的参与者加入的制度。在这些制度下,

^① 例如 Kostolany 之所以购买英法合资的欧洲隧道公司的股票,把握贯穿英吉利海峡的最佳投资时刻,只是因为童年时读过的小说《隧道》所描述的美国与欧洲在贯通的隧道中的激动人心的场面。

能产生企业家的创新精神,能带动市场资金的流动,人们能自由地利用有限资源以实现其理想。

因此,对于一个金融市场不发达的经济社会,我们特别提醒:金融市场各项规则和制度的建立都是为了保证更广泛的市场参与。当政府权力还未能完全撤离市场之前,政府应确立自己为一个市场参与者,而不宜是一个主导者。如本文所述,政府对于金融市场的任何主导行动,不论是介入或评价,都带给市场参与者新的不确定性。参与者的决策需要真实可靠的信息。政府即使以权力介入电视、报纸和杂志等媒体,同样也会扭曲人们的决策。当然,政府也有能力帮助人们发现自己决策过程的某些偏差。如果政府可以提供更多的客观信息,让人们多关注企业家的创新活动,金融市场和经济社会将会是双赢。

参考文献

- (1) Arkes, H., C. Blumer. 1985. The Psychology of Sunk Costs. *Organizational Behavior and Human Decision processes*, 35: 124~140
- (2) Barber, B., T. Odean. 2000. The Common Stock Investment Performance of Individual Investors. *Journal of Finance*, (April): 773~806
- (3) Barker, R. 1997. The Perils of investing too Close to home. *Business Week*, Sept. 29
- (4) Becker, G. S. .1962. Irrational Behavior and Economic Theory. *Journal of Political Economy*, 70(February): 1~13
- (5) Buchanan, J. M. . 1975. *The Limit of Liberty: Between Anarchy and Leviathan*. Chicago: University of Chicago press
- (6) Coval, J. D., T. J. Moskowitz. 1999. Home Bias at Home: Local Equity Preference in Domestic Portfolio. *Journal of Finance*, 54: 145~166
- (7) Daniel, K., D. Hirshleifer, S. H. Teoh. 2001. Investor Psychology in Capital Markets: Evidence and Policy Implications. *Carnegie/Rochester Conference Series in Public Policy*. N. Y: University of Rochester
- (8) Fama, E. 1998. Market Efficiency, Long Term Returns and Behavioral Finance. *Journal Financial Economics*, 49:283~306
- (9) Genesove, D., C. Mayer. 2001. Loss Aversion and Seller Behavior: Evidence From the Housing Market. NBER Working Paper
- (10) Graham, B. 1997. *Intelligent Investor: the Classic Bestseller on value Investing*. N. Y.: Harper Collins Pub
- (11) Grinblatt, M., M. Keloharju. 2001. How Distance, Language and Culture Influence Stockholdings and Trades. *Journal of Finance*, 56: 1053~1073
- (12) Griffin, J., A. Tversky. 1992. The Weighing of Evidence and the Determinants of Overconfidence. *Cognitive Psychology*, 24: 411~435
- (13) Hawkins, S. A., R. Hastie. 1990. Hindsight: Biased Judgments of Past Events After the Outcomes are known. *Psychological Bulletin*, 107: 311~327

- (14) Huberman, G. 1999. *Familiarity Breeds Investment*. Working Paper. Columbia University
- (15) Hirshleifer, D. 2001. Investor Psychology and Asset Pricing. *Journal of Finance*, (August): 1533~1597
- (16) Heath, C., A. Tversky. 1991. Preference and Beliefs: Ambiguity and competence in Choice under Uncertainty. *Journal of Risk and Uncertainty*, (4): 5~28
- (17) Hayek, F. A. 1960. *The Constitution of Liberty*. Chicago: University of Chicago Press
- (18) Josephs, R. R. P., Larrick C. M. Steele, R. E. Nisbett. 1996. Protecting the Self from the Negative Consequences of Risky Decisions, *Journal of Personality and Social Psychology*, 62: 26~37
- (19) Kahneman, D., A. Tversky. 1979. Prospect Theory: An Analysis of Decision Under Risk. *Econometrica*, March, 47(2): 263~291
- (20) Kan, Steven S. 1993. Entrepreneurship, Transaction Costs, and Subjectivist Economics. *Journal of Enterprising Culture*, 1(2): 159~182
- (21) Kirzner, I. M. 1997. Entrepreneurial Discovery and the Competitive Market Process: An Austrian Approach. *Journal of Economic Literature*, 35: 60~85
- (22) Knight, F. H. 1994. *Risk, Uncertainty and Profit*. Boston: Houghton and Mifflin
- (23) Kostolany, André. 林琼娟译. 一个投机者的告白之金钱游戏—证券投资心理学. 第1版. 智商文化
- (24) McFadden, D. 1999. Rationality for Economists? *Journal of Risk and Uncertainty*, 19: 75~105
- (25) Menger, C. 1892. On the Origins of Money. *Economic Journal*, (2): 239~255
- (26) Mises, L. 1949/1998. *Human Action: A Treatise on Economics*, NY: Irvington-on-Hudson
- (27) Odean, T. 1998. Are Investors Reluctant to Realize Their Losses? *Journal of Finance*, (October): 1775~1798
- (28) _____. 1999. Do Investors Trade too much? *American Economic Review*, 89: 1279~1298
- (29) Patrick, J. D., D. Strickland. 2002. Who Blinks in Volatile Markets? *Journal of Finance*, 57(5): 1923~1949
- (30) Pasour, E. C. Jr. 1989. The Efficient-Markets Hypothesis and Entrepreneurship. *Review of Austrian Economics*, (3): 95~107
- (31) Ritov, I. 1996. Probability of regret: Anticipation of uncertainty resolution in choice. *Organizational Behavioral Decision Making*, (3): 263~277
- (32) Ritov, I., J. Baron. 1990. Reluctance to vaccinate: Omission Bias and Ambiguity. *Journal of Behavioral Decision Making*, (3): 263~277
- (33) Saxenian, A. 1994. *Regional Advantage: Culture and Competition in Silicon Valley and Route 128*. Cambridge: Harvard University Press
- (34) Scharfstein, D. S., J. C. Stein. 1990. Herd Behavior and Investment. *American Economic Review*, 80: 465~479

- (35) Schumpeter, J. 1950. *Capitalism, Socialism, and Democracy*. New York: Harper
- (36) Shefrin, H., M. Statman. 1985. The Disposition to Sell Winners too early and Ride Losers too Long: Theory and Evidence. *Journal of Finance*, 40: 777~790
- (37) Siegel, J. 2002. *Stocks for the Long Run*. 3rd ed. NY: McGraw Hill
- (38) Shefrin, H., M. Statman. 2002. *Behavioral Portfolio Theory*. CA: Santa Clara University Press
- (39) Shiller, R. *Irrational Exuberance*. NY: Broadway Books. 2001. 非理性的繁荣(中译本). 中国人民大学出版社
- (40) _____. 2003. *The New Financial Order: Risk in the Twenty-First Century*. Princeton University Press
- (41) Shleifer, A., I. H. Summers. 1994. Crowds and Prices: Towards a Theory of Inefficient Markets for Research in Security Prices. *Working paper 282*, University of Chicago Center
- (42) Statman, M., J. Scheid. 2001. Buffet Understands Well the Distinction between Hindsight and Foresight. *Financial Analysts Journal*, (July/Aug): 11~17
- (43) William M. O, J. M. Conley, K. Brancato. 1992. *Fortune and Folly: The Wealth and Power of Institutional Investing*. Irwin Professional Pub
- (44) Welch, I. 2000. Herding Among Security Analysts. *Journal of Financial Economics*, 58: 369~396

Irrational Behaviors and an Extended Interpretation of Market Efficiency

Fang Zhuangzhi

(School of Economics, Huazhong University of Science and Technology)

Huang Chunxing

(Department of Economics, Tsinghua)

Abstract: Without explicitly theoretical system, behavioral finance challenges both rational individual hypothesis and efficient market hypothesis of traditional financial theory. Since it criticizes the interpretation on market efficiency of neoclassical economics, instead

of market efficiency itself, this paper extends the neoclassical interpretation on rational behaviors to the environment under uncertainty. We find that irrational behaviors which behavioral finance disclosed accord with the new definition.

Keywords: financial market, Irrational behavior, Market efficiency

经济转型与发展研究系列

南大商学评论

Nanjing Business Review



4

南京大学出版社

2005年4月

目录

- 1 垄断和反垄断的市场秩序 洪银兴 程雷堪
- 22 后社会主义国家法治形成的障碍：来自俄罗斯的证据
卡拉·霍夫 约瑟夫·E·斯蒂格利茨
- 38 公共执法的经济学理论
A·米切尔·波林斯基 斯蒂芬·谢弗
- 74 劳动分工、专业化与侵占行为 李克 杨小凯
- 95 经济危机和政策选择：来自日本的实例 胡志宁
- 115 助学贷款的经济学分析 刘民权 许亦玫 俞建拖
- 133 转轨经济中银行上市后的软预算约束及监管 王潇
- 147 中国银企关系合约的非市场化性质分析 李一鸣
- 159 正反馈交易与股票市场过度反应 李诗林 李扬
- 178 非理性行为与市场效率的新诠释 方壮志 黄春兴
- 195 劳动市场制度对劳动供给的影响 樊明