

# 从不确定性的研究看行为金融学的发展

文风华<sup>1</sup> 马超群<sup>2</sup> 胡春艳<sup>3</sup>

(1、2、湖南大学 工商管理学院,湖南 长沙 410082 3、厦门大学 人文学院,福建 厦门,361005)

[摘要] 不确定性产生的根源就在于世界的复杂性与人类有限理性与非理性之间的矛盾,是二者交互作用的产物。行为金融的产生是人们对不确定性决策研究深入的结果,因此对不确定性决策的研究将推动行为金融学的发展。将能解释投资者非理性的群体心理学以及将数学领域对模糊集合的研究成果引入金融市场研究,这可能是行为金融学的进一步发展方向。

[关键词] 不确定性;行为金融;群体心理学;模糊集合

[中图分类号] F830 [文献标识码] A [文章编号] 1003—8744(2005)01—0050—04

不确定性是对确定性的否定,确定性是指一种明确肯定的性质或状态。那么,不确定性就是指一种不明确的不肯定的性质或状态。本文认为根本的原因需要从哲学的层面上才能较完整的加以把握。

从本体论来看,世界是运动的、变化的,其运动与变化的形态多姿多彩,这样,世界的本源就相当复杂,复杂性是这个世界的普遍属性。可以说,客观的复杂性是不确定性产生的根源之一。从认识论上来看,人类的认识虽然在不断的发展,但相对于这个广袤的、复杂的、变化的世界还远远不够。人们的认识无论是在认识能力还是认识手段、认识方法等方面都受到种种限制,这使得人类的认识有可能具有偏狭性、主观性、模糊性、不完全性,使得人类的认识既是确定的,又是不确定的。同时,精神分析学派认为,人对自己本身的认识也存在不确定性,人很大一部分时间都是由潜意识所控制,这就导致人的非理性的产生。可以说,这种人类的有限理性与非理性是产生不确定性的根源之二。把以上两方面综合起来,不确定性产生的根源就在于世界的复杂性与

人类的有限理性与非理性之间的矛盾,是二者交互作用的产物,它既可能来自客观,也可能来自主观,还有可能来自客观与主观的关系。

## 一、不确定性与行为金融学的关系

传统的经济学对不确定性研究关注不多。在瓦尔拉一般均衡体系中,假定商品与劳务的价格以及购销日期都为人所知,同时,所有的经济行为人都都是价格接受者,经济契约不具有约束力,信息是免费的,获取信息无需支付成本。这些假设的逻辑结构便是经济环境是完全确定的,市场机制是完善的。同时另一个隐含假设就是经济人是完全理性的,所以经济人的认识与决策不存在不确定性。这样的经济学所描述的经济系统与经济决策中都不存在不确定性,不确定性完全从经济学中排除了。

在经济学中真正称得上对不确定性有系统研究还是20世纪的事情,其重要人物就是凯恩斯。从李嘉图时代到凯恩斯时代,整个正统经济学思想的基石是有关确定性知识与完全预期的假设,根据这些假设来解释人们正在做的或可能做的事情。它们几

收稿日期:2004—11—20

作者简介:文风华(1974—),男,湖南大学工商管理学院管理科学与工程博士生;马超群(1963—),男,湖南大学工商管理学院教授,博士生导师;胡春艳(1977—),女,厦门大学人文学院科技哲学博士生。

乎都忽略现实世界因为不确定性和不完全预期产生的全部经济问题。凯恩斯指出不确定性成了宏观经济中一个不可忽视的主要问题。为了避免经济危机的出现,保证经济稳定增长,必然要有政府对经济的干预。不仅如此,凯恩斯还认为大多数经济决策都是在不确定性的条件下做出的。在一定程度上可以说,凯恩斯的经济学是一个在不确定性无法用概率计算的不确定的社会中,分析预期的形成与影响行为的方式。虽然凯恩斯释放了经济环境是完全确定的这一假设条件,但并没有指出经济人决策的不确定性,也就是经济人并不是完全理性的。

凯恩斯为不确定性经济理论研究开辟了新的道路,强调了在不确定性条件下人们所采取的现实决策。到20世纪八九十年代,不确定性分析受到理论界的青睐,逐渐渗透到现代契约论、决策理论、制度经济学、博弈论等众多领域。契约理论认为,不确定性决定了经济契约的不完备性,即经济契约不可能准确地描述与交易有关的所有未来可能出现的状况以及各种状态下契约双方的权力和责任;决策理论认为,不确定性决定了经济行为人的有限理性,而博弈论与不确定性的关系更是人所皆知;制度经济学更是以否定古典经济学所坚持的确定性而把不确定性当成其理论的假设前提,认为人们的理性相对于环境的不确定性和复杂性来说十分有限,制度的存在则利于减少不确定性,从而弥补人的有限理性给有效选择带来的困难。

然而,以上经济理论相对于传统的经济理论里确定性假设与完全预期而言,承认外部环境的不确定性,承认人的预期的有限性,这是一个很大的进步。但是,所有这些理论都没有研究或描述经济人自身的有限理性,更不用说非理性了,这些理论研究的都是外部环境的不确定性。开始关注人认识方面的不确定性的是行为金融学。行为金融学最早的起源可以追溯到1951年,俄勒冈大学的商务学教授贝内尔(O.K.Burrell)的一篇名为《投资研究的实施性方法的可能性》的文章,Burrell也因此成为最早倡导将心理学和金融研究结合的学者之一。此后,心理学教授斯罗维克(Paul Slovic)在1969年发表了详细的从行为角

度研究投资过程的论文。然而由于种种原因,行为金融学一直没能成为金融研究的主流,也没有获得像金融经济学那样辉煌的成就。在80年代末以前,只有会计研究领域的学者就心理过程对金融决策的影响展开广泛的调研。

80年代末,一批心理学研究成果被成功地引入了金融学领域,行为金融学才逐渐受到经济学家们的瞩目,并迅速复兴起来。为行为金融学做出了奠基性工作的是两位心理学家:阿莫斯·特韦尔斯基( Amos.Tversky )和卡尼曼( Kahneman )。他们在1974年的 Science 和1979年的 Econometrica 上面发表的两篇论文,分别阐述了行为金融学的核心概念——直观推断错误( heuristic-driven bias )和形式依赖性( frame dependence )。另外,他们于1979年的 Econometrica 上面发表的另一重要论文,提出了行为金融学的基础理论——期望理论( Prospect Theory )<sup>[2]</sup>这一理论改进了传统的期望效用理论的不足,更加真实地描述了不确定条件下人们的决策心理行为。

行为金融学认为经济人是有限理性的,它主要研究人们实际上是如何决策的,这方面的主要工作由阿莫斯·特韦尔斯基和卡尼曼以及其追随者完成。卡尼曼和特韦尔斯基发现,人们面对不确定的外部经济环境,一般不是通过概率,而是通过被叫做启发法的经验法则来处理问题的构成。这些启发法是处理复杂问题和有限的描述信息的简化策略。有时这种方法是最优的,但在其它时间就不是了。卡尼曼和特韦尔斯基发现,人们不能区分什么时候最好用概率,什么时候最好用启发法。这样就会导致进一步的非理性行为,这时决策本身就会带来不确定性。

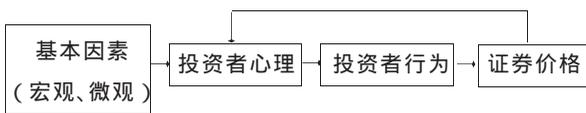
启发法有三个基本类别:易得性启发法以从记忆中提取范例的容易程度为基础估算概率。这时候个人倾向于把较高的概率赋予熟悉的事件,这样的决策有很大的随意性,也就是不确定性。代表性启发法以与我们从过去学到的原型情况的类似性为根据作决策,不管看到什么,我们都喜欢把它与过去所经历的一些原型做对比,然后我们就按类似程度最高的原型去决策,而忽视目前的具体情况。所谓锚定与调整法就是先选择一个参照点,然后根据当下的信息调整决策。卡尼曼和特韦尔斯基在他们1979年提出的期望理论中系统地描述了启发法决策及其

产生的偏差。

## 二、从不确定性看行为金融的发展方向

(一) 将能解释投资者非理性的群体心理学引入金融市场研究

证券市场的价格水平是证券供求双方激烈竞争的结果,供求双方的竞争行为是由其意志和心理状态决定的,而投资者的心理活动又受制于证券的基本面因素和交易价格水平。这种心理因素对投资者的投资行为以及证券的交易价格的决定性影响可简要地用下图表示:



有效市场假说基本上就是认为市场上的主要投资力量的投资心理基本上是理性的,能够产生理性的投资行为,但行为金融的期望理论否认这一点,认为尽管投资者意识理性也不一定产生理性投资行为。行为金融在这一点上取得了突破,但行为金融的期望理论也没有跳出理性人假设,认为投资者是有限理性的(即有理性意识,但没有理性能力),否认投资者非理性的存在,或者认为投资者的非理性通过市场上优胜劣汰的竞争将自动被市场消灭。

我们可以将理性概念划分为“理性意识”与“理性能力”两个部分;“理性意识”就是狭义的理性,是经济活动中的各种主体所具有的,追求自身最大利益的主观意识和愿望。直观的说法就是决策者要始终以自己的最大经济利益为目标。“理性能力”则是有理性意识的经济主体具有的、实现主观愿望所需要的客观能力,包括认知能力、理解能力、计算能力、判断能力、预见能力、记忆能力和避免错误的的能力。可见理性可以理解成主观的“理性意识”和客观的“理性能力”两部分。“有限理性”很大程度上就是“主观上理性的,但实际上做不到的行为”。这其实与有理性意识但没有足够的理性能力是相一致的。而非理性主要指投资者处于特定的条件下没有理性意识,也就是投资者被自己的潜意识所控制。这时理性能力存在与否并不重要,因为理性能力与理性意识相

比处于依存地位。

那么市场上存在不存在非理性的投资者行为呢?我们来看几个简单的案例。1636年发生在荷兰的郁金香事件,是最好的证明投资者存在非理性投资行为的案例。一个名为“总督”的郁金香球茎在1635年时值24马车粮食、8头肥猪、4头奶牛、4大桶啤酒、1000磅奶油以及9吨奶酪。这种交易是理性行为或有限理性行为吗?1720年6月24日,短短的6个月内英国的南海公司的股票从每股108英镑涨到1050英镑,而这家专门从事南海地区贸易的公司从来没有经营过上规模的贸易。那些购买股票的行为理性吗?物理学家牛顿在1720年夏天因为买卖这支股票亏损了20000英镑,他是理性投资者吗?如果不是,那他的这种行为能够仅仅用有限理性可以解释?1929年10月美国股市的崩盘,1987年10月道琼斯指数的剧烈下跌,经研究发现当时在市场上并没有能够导致崩盘的信息,那为什么众多的投资者要抛售手中的股票呢?为什么会同时抛售手中的股票呢?这一切的案例都表明市场上确实存在非理性的行为,而且这些非理性行为是不能通过竞争机制被市场自动消除。

所以从释放传统金融学的基本理性人假设入手,从人是否理性这一简单的哲学争论出发,在行为金融的基础上研究非理性投资行为将是行为金融将来一个发展方向。而群体心理学为解释市场上这些非理性投资行为提供了一种可能。但勒邦与塔得<sup>[4]</sup>提出群体心理学一直没有得到普遍的承认,甚至很多心理学家对群体心理学持怀疑态度,这主要是因为群体心理学建立在并不牢固的类推法的基础上。因此,收集大量数据,对群体心理学的理论进行检验也将是一项非常有意义的工作。然而,由于群体及其行为的特殊性,社会生活中很难收集到关于群体行为的数据,而将群体心理学引入证券市场,一方面可以完善现代金融理论,另一方面利用证券市场上数据的易得性验证群体心理学的有关理论,有助于群体心理学这门学科的发展。

### (二) 利用模糊集合将行为金融学系统化

现代金融理论需要解决两个问题:一是通过最优决策模型解决什么是最优决策;二是通过描述性决策模型讨论投资者的实际决策过程。由于在标准金融理论中的经济行为人被认为“理性人”,也就

是说这些经济行为人在认知方面不存在不确定性。因此,尽管在解决第一个问题时,标准金融理论取得了毋庸置疑的成就。然而,当标准金融理论试图用基于理性的最优决策模型来提供一个关于投资者实际决策过程的完整描述时,这不能对证券市场的实际运行状况给出合理的解释。行为金融理论中的经济行为人被认为是“正常人”,所以人们的在实际决策过程并不能很好地遵从最优决策模型,而是经常犯这样或那样的错误。行为金融学理论观点有效的解释了许多市场异像。另一方面,以行为金融学理论推断为基础的投资策略获得了巨大的成功。但是,由于缺乏统一的坚实的理论基础,行为金融学的研究始终是十分分散,不成体系的,众多的研究还停留在对市场异像和投资者心理偏差的定性描述和假设检验上。所谓的“缺乏坚实的理论基础”,就是指行为金融学的基础——行为学虽然对经济行为人的复杂决策程序进行了一定的研究,但没有提出可以允许我们利用这一知识的数学模型。

但卢特菲·扎德<sup>[5]</sup>(Lotfi Zadeh)(1965)提出的模糊集合认识到,人类将对象分类以识别它们,同样地,人类常常根据过去经验将情况分类以做出决策。麦克尼尔(McNeil)和弗赖伯格(Freberger)(1994)以如下方式阐释了模糊集合的必要性:“当复杂性出现时,精确性陈述失去意义,而有意义的陈述失去精确性。”因此,当面对复杂情况时,清晰集合所要求的精确性所产生的

效果是负面的<sup>[6]</sup>。要将行为金融系统化,离不开一个将经济行为人的复杂决策程序数学化的模型,模糊集合提供了这种可能。

行为金融的产生是人们对不确定性决策研究深入的结果,因此对不确定性的研究将推动行为金融的发展。承认证券市场上非理性投资行为的存在,并将能解释这种非理性行为的群体心理学引入证券市场研究,以及将模糊集合引入行为金融研究将行为金融系统化,这很可能是行为金融的进一步发展方向。

#### [参考文献]

- [1]汤光华.证券投资的不确定性[M].北京:中国发展出版社,2000.
- [2]Kahneman,D. And A. Tversky (1979). Prospect Theory:An Analysis of Decision under Risk. Econometrica, Vol 5, 273-291.
- [3]Lotfi Zadeh(1965),Fuzzy sets, Inf. Control 8, 338-353.
- [4]Le Bon,Gustave,1963,La Psychologie des Foules,PUT, Parris.
- [5]Lotfi Zadeh (1968),Probability measures of fuzzy events, Journal of Math Analysis vol 23, 421-427.
- [6]埃得加·E·彼得斯.资本市场的混沌与次序[M].北京:经济科学出版社,1999.

责任编辑:蒋建国

(接第30页)

#### [注 释]

[1][3][4][5][10][11]鲁道夫·哈勒.新实证主义:维也纳学圈哲学史导论[M].北京:商务印书馆,1998.186.190.191.202.197.220.

[2]Otto Neurath. <http://www.fact-index.com/o/ot/otto-neurath.html>.

[6][7]奥托·纽拉特.社会科学基础[M].北京:华夏出版社,2000.98.103.

[8]菲利普·弗兰克.科学的哲学:科学和哲学之间的纽带[M].上海:上海人民出版社,1985.28.

[9]克拉夫特.维也纳学派:新实证主义的起源[M].北京:商务印书馆,1998.20.

[12]埃德蒙德·胡塞尔.欧洲科学危机和超验现象学[M].上海:上海译文出版社,1988.9.

[13][14]F.A 哈耶克.个人主义与经济秩序[M].邓正来译.北京:生活·读书·新知三联书店,2003.128\205.

[15]Nancy Cartwright, Jordi Cat, Lola Fleck, Thomas E. Uebel.Otto Neurath Philosophy between Science and Politics [M].Published February 1996.

责任编辑:李三虎