证券期货监管的行为金融学分析

北京工商大学证券期货研究所所长 胡俞越教授
北京工商大学证券期货研究所研究生 李翠旭

摘要: 本文主要通过行为金融学的理论对证券期货监管中出现的认知和行为偏差进行了分析。对于如何克服监管者自身的行为偏差提出了一个解决的办法；在减少监管者自身出现行为和认知偏差的前提下，本文又对监管者如何通过监管来克服投资者认知和行为偏差进行了分析，提出了自己的解决办法。

关键词: 行为金融学 行为和认知偏差 证券期货监管

并不是所有的投资者都是理性的。行为金融学家认为，与理想的行为模型相反，在金融市场上缺乏理性的投资者，因为投资者有许多行为偏差（比如损失厌恶和过度自信等）。甚至在证券投资机构和中介机构，由于他们也存在着过度自信等偏差，也会产生投资错误。

行为金融学家对投资者是否有能力保护自己的资产不受损失并不很乐观。他们认为套利并不会导致市场非理性，反而会使市场波动增加。因此，许多人利用投资者认知上的缺陷这样的证据来说明有必要保留甚至扩大这种监管。如果缺少政府的监管，贪婪的市场投机机构或者是其他投资大鳄就会利用投资者的认知缺陷来获利。应该特别嘲讽那些建议用市场自我规范来代替政府监管瑕疵的人。如果真如他们所建议的这样的话，市场参与者将不会寻求制度的保护来取信投资者，而是转而利用投资者的认知偏差来使自己更加富有。由于偏差的系统性本质，也就不能利用竞争来提升投资者的福利。中小投资者也就不能依赖“聪明钱”（smart money）来获得平等的待遇——聪明钱同样受到这一系列偏差的影响。只有政府的介入才能够弥补投资者自身认知偏差所产生的后果。

既然我们认为投资者的大量的认知偏差是当然存在的问题，在这里又提出了另一个不同的问题：如果认知偏差是普遍存在的，那么政府的监管介入会起作用吗？即便是完全理性的监管者也会发现很难完全解决投资者的这些认知缺陷。如果认知偏差使投资者不能将所披露的信息整合到他们的投资决策中去，那么信息披露——目前较为盛行的证券监管策略——也不能完全使投资者受到保护。更为重要的是，如果每个人都受到认知缺陷的影响，难道这些人就不包括监管机构的委员们和雇员们吗？

作为监管机构，由于其决策要保持权威性以及其成员也不能摆脱人类认知上的许多缺陷，监管机构的行为也可能对市场投资者的认知缺陷产生正面或者负面的影响。首先，监管者越独断，其就越不可能通过干涉来纠正市场偏差。独断的监管机构是行为偏差繁盛肥沃土壤。其次，监管机构所制定的规章如果过多的代替市场自身所产生的解决方案，市场就越可能反对这些规章制度。因为这些规章制度本身就是一道不可逾越的壕沟，一旦这些规章制度成为市场的一部分，进行纠正的行为就越困难。

本文并不想讨论监管在理论上是否可行,本文所要讨论的是究竟哪些认知和行为偏差影响了监管的效率,我们如何通过克服这些偏差来使监管更加合理。

一、投资者的认知偏差

如果监管者想保护投资者,使他们不受到他们自身的认知和行为缺陷的影响,想保护他们避免遭受利用这种偏好或者缺陷赚钱的投资者侵害,监管者必须首先区分出是哪些行为缺陷影响了投资者。监管者所设计的、用来避免投资者行为偏差的制度并不能使投资者避免产生投机性的偏好行为。确实,有些投资者会对自己的投机性投资非常满意,如果这是这样,政府将很难干涉到这种偏好性的行为,尤其是当投资者讨厌这种干涉的时候。此外,投资者都或多或少存在某种程度的投机偏好和认知上的偏差,但是令人困惑的是,这些偏差或者偏好的效用是不同的。某些投资者可能会追求(在给定风险下)最大化他们的回报;另外的投资者可能会以极大的偏好(而且可能是不明智的),在一定理性的基础上参与到投机性投资中;还有另外一些投资者可能会面对这样的行为偏差以至于他们不能有效的处理信息和作出投资决策。针对投资者的这样多的行为特性,我们需要作出相应的监管反应。但是,我们首先要认识投资者的行为和认知偏差。以下就是投资者在进行决策的时候会产生认知或者行为偏差:

1、过度自信(overconfidence)

行为金融学研究发现,人们在投资决策时,往往高估自己的判断能力,显示出过分的自信,从而忽视客观情况的变化对最终决策的影响,造成失误的可能性。心理学研究表明,如果人们称对某事有90%的把握时,那么成功的概率大约只有70%。在金融活动中,这种心理特征表现的很突出,其直接影响表现为投资者过分的依赖自己收集到的信息;其间接影响是过滤信息时,注重那些能够增强他们自信心的信息,忽视那些使他们自信心受挫的信息,从而降低投资者的回报。同样,过度自信的交易者通常伴随的就是过度交易,而国外的研究表明,过度交易会导致交易者的回报率降低。

2、从众心理

经常在一起的人们有相近的思想,这对人的偏好又有很大影响,盲从心理便是最突出的表现。在股市中,表现为股市中的“羊群行为”,这将导致整个市场上的投资策略趋于一致。

3、损失规避

卡尼曼和特维尔斯基通过实验发现,在决策参考点进行心理算计的时候,行为者在大多数情况下对预期损失的估值会比预期收益高出两倍,因为在不确定的条件下,人们的偏好是由财富的增量而不是总量决定的,所以人们对于损失的敏感度要高于收益,这种现象称作损失规避,它不同于新古典理论关于偏好的假定,从而解释了人们决策和行为与数量模型的偏差。

行为金融学的研究表明,人们在投资活动中,内心对利害的权衡是不均衡的,赋予“避害”因素的权重往往大于“趋利”因素的权重。因此在进行交易的时候往往会首先选择有利

的一种交易策略，而把对自己不利的（尤其是目前看来不利的）交易策略置之不理，而不去考虑未来的会产生什么影响。在投资中，盈利的时候，害怕失去这些利润，在失利的时候，通常迟迟不愿意实现这种损失，希望还有机会将损失弥补回来。

4、减少后悔与推卸责任

当投资决策失误后，投资者的后悔心情是难以避免的。因此,即使是同样的决策结果，如果某种决策方式可以减少投资者的后悔心理，则对投资者来说，这种投资方式将是优于其它决策方式。这类决策方式有许多种，如委托他人代为进行投资决策、“随大流”、仿效多数投资者的投资行为进行投资等等。

5、小数字定律

投资者会对近期的事件赋予较大的概率，而通常会给予低概率高风险事件较少的关注，尤其是当这样的事件在近期没有发生从而没有引起他们充分注意的时候。相反，当一个重大事件发生的时候，投资者可能会过度反应，会特别强调该事件发生的概率而忽视其它，也就是把小样本中的概率分布当作总体的概率分布，夸大小样本的代表性，对小概率加权太重，犯了“小数法则偏差”。

这种心理也同时会导致投资者出现“易获得性偏差”，某件事情让人比较容易联想到，行为者可能便误以为这个事件经常发生；相反，如果某类事件不太容易让人想象到，在人的记忆中相关信息不丰富不明确，行为者就会在不自觉的情况下低估该类事件发生的概率。在这样的可能性下，一个社会、一个时代所风行的、被人们熟知的事物自然成为易获得的，所以，行为人在决策时受社会化影响的程度是不可忽视的。例如，把经济泡沫和房地产相联系，由股市不景气联想到互联网在走下坡路等等。

6、宿钱效应

就是说投资者中已经实现盈利者和出现亏损者对于下一步的交易策略是有很大的不同的。在盈利者中，大概是 82%的投资者选择继续进行追加投资；但是在亏损者中，超过 80%的人会选择不再继续进行追加投资。¹

7、自我归因偏差

在中国投资者中，当自己的判断和实际的情况有所矛盾时，一般投资者中 58.27%的人认为情况不完全清楚，应该等一等再说；22.18%的人甚至坚持原有判断不变；只有 19.53%的人认为原判断有问题了。而当自己的判断和后来的实际情况一致时 39.79%的一般投资者没有明确的归因；36.45%的人归因为自己的判断能力；只有 23.74%的人归因为偶然因素。显然在一般投资者中面对正确的判断有自我归因的倾向，面对错误的判断有不同的多种归因，这时他们更愿意等一下再看，而不愿意认为自己错了。在机构投资者中对正确判断的自我归因现象更为强烈，72%的人认为正确的判断是自己判断能力的充分证明；面对错误的判断 64%的人（比一般投资者多）不愿意归因为自己的错误判断。显然无论在一般投资者还是机构投资者中，自我归因偏差现象是明显地存在的，而且机构投资者的这种归因偏差更为

¹ Thaler 和 Johnson ， 1990 年

严重。²

8、保守性偏差

面对市场中每次出现的新的信息，一般投资者中 42%的人需要进一步证实，26%的人需要价格上的配合反应，21.33%的人立即加以利用，10.66%的人不关心；机构投资者比一般投资者对于新信息表现出更加保守的态度，58.33%的机构要等待进一步证实，只有 8.33%的机构会立即加以利用。³

9、决策参考点(reference point)

投资者投资时判断效用的依据并不像传统理论中所论述的是最终的财富水平，而是总会以自己所处的位置和衡量标准来判断行为的收益与损失，也就是选取一个决策参考点，以此点来决定行为者对风险的态度，从而作出投资决策。卡曼尼和特维尔斯基的研究指出，在参考点上，人们更重视预期与结果的差距而不是结果本身。因此选择什么样的决策参考点，至关重要。也正由于决策参考点的存在，使得预期具有不确定性和不稳定性，由预期所带来的行为也不可能与理性选择理论完全相符，所以很多时候，非理性的行为偏离了传统金融模型。

10、框架效应

卡尼曼和特维尔斯基研究人类在不确定条件下的决策时注意到行为选择与行为环境之间的关系，人们面对决策时，不仅考虑行为的预期效用，也会受到问题的框架方式的影响，也就是说，问题以何种的方式呈现在行为人面前，会在一定程度上影响人们对于风险的态度。面对同样预期效用的确定性收益与风险性收益，如果行为方案是收益的，行为人会选择确定性收益，即呈现出一种风险规避；然而，面对同样预期效用的确定性损失和风险损失，如果方案是代表损失的，行为人会选择风险损失，即呈现一种风险爱好。

11、模糊规避(ambiguity aversion)

这个概念描述的是人们在进行决策的时候会有一种对不确定性的厌恶。在面对选择进行冒险时候，会倾向于拿已知的概率作为依据，而趋避不确定的概率。很明显，当新的金融产品出现的时候，往往会被投资人增加过多的风险溢价，而经过一段时间以后，当人们对该种金融产品有了一定的把握，相应的便会降低风险溢价。

12、心理帐户(mental accounts)

许多行为金融学学者都认为，在行为人进行决策的时候，并不是权衡了全局的各种情况进行考量，而是在心里无意识的把一项决策分成几个部分来看，也就是说，分成了几个心理帐户，对于每个心理帐户行为者会有不同的决策。Shefrin 和 Statman 认为普通投资者会将自己的投资组合分成两部分，一部分是风险低的安全投资，另一部分是风险较高但可能使自己更富有的投资。这是由于人们都有既想避免损失又想变得富有的心态，因此，人们会把两个心理帐户分别开来，一个用来规避贫穷，一个用来一朝致富。而且，在考虑问题的时候，行

² 见董梁《我国股票市场投资者六种非理性心理研究》，现代管理科学 2003 年第 11 期，P43

³ 同 2，P44

为者往往每次只考虑一个心理帐户，把目前要决策的问题和其他的决策分离看待。也就是说，投资人可能将投资组合放在若干个心理帐户中，不太在意它们之间的共同变异数，这也就从另一个角度解释了行为者在有些情况下的非理性行为。

在仔细阅读日益发展的行为金融学理论之后，我们就非常想知道投资者应该如何从市场中创造自己合理的利润。确实，利用行为理论解释金融现象的先驱—Robert Prentice—曾经说过“并不是所有的偏差在任何时候和任何地方适用于所有的投资者”⁴。但是它未能指出这些偏差在何种情况下是实际适用的。因此，在进行实际决策的时候，监管者必须要考虑在特定的情况下，投资者的哪些偏差会起作用并因此制定相应的监管措施。

二、监管机构的行为偏差

为了论述的方便，我们做了以下前提假设：金融市场存在行为偏差；投资者和机构都受到偏差的影响；偏差的范围和起作用额偏差数量是有不确定的。

利用行为金融学家的观点，我们分类一系列的监管者所要碰到的偏差。通过对监管机构的组织形式进行优化可以最小化这些偏差的影响。然而，正如这些偏差会长存于专业的投资机构一样，这些偏差同样也会顽固的存在于监管者中。这种可能性要引起高度重视，因为监管者没有面对竞争，而竞争会减少这些偏差对机构的影响。此外，存在于监管者之中的特殊的偏差也是可能的，只要这些偏差没有使个人投资者受到影响。不太可能列出所有影响监管者的偏差。当然，我们也发现了许多被行为学家所定义的偏差存在于监管者中的证据。

1、有限调查（Bounded Search）

在监管中，有限调查指的是监管者对于解决问题的其他可行的办法视而不见，仅仅坚持已经存在的或者是被此前经验所证明合适的方法，完全不顾当前的实际情况和具体的问题，试图用一种规定来解决很多的问题。

监管机构通常并不会主动进行监管创新，他们经常试图用一成不变的解决办法和措施来处理监管中的所有问题。传统上，上市公司的信息披露已经被作为一种揭露潜在问题行为的手段而被监管机构大力提倡。一旦投资者能够清楚的看见这些行为，那么市场的参与者们就不太有可能首先采取机会主义的行为。信息披露在有效的配置投资方面、更好的应用资本方面以及更准确的获得证券的价格方面帮助理性的投资者。但是，对行为学家来说，信息披露是否真的能够起到上述的作用是值得商榷的。在大多数的投资者遭受认知偏差的影响的情况下，信息披露是最佳的监管策略，这样的观点是不容易让人接受的。信息披露在帮助那些在决策方面有偏差的投资者效率是不高的。例如，受到过度自信偏差影响的投资者会忽视信息披露中提到的警告信号。同样，信息披露在克服过去曾经作出错误投资决策的投资者的认知缺陷方面所起的作用也不太明确。损失厌恶是很难克服的，那些有这种偏差的投资者会一直持有已经发生损失的头寸以期待挽回损失，而完全不顾信息披露所发出的可能使他们遭受更大损失的信息。并且信息披露怎么可能会帮助投资者将错误的投资变为“好”的投资呢？最

⁴ 见 Robert Prentice, Whither Securities Regulation? Some Behavioral Observations Regarding Proposals For Its Future, 51 Duke L. J. 1397 (2001); Lawrence A. Cunningham, Behavioral Finance and Investor Governance (working paper 2001)

后,投资决策可以通过相互交流做出,而这也是投资者经常做的。信息披露对于靠“嘴唇(就是那些喜欢通过跟别人交流,大家一起采取行动的投资者)”和流行偏好所做决策的投资者来说影响甚微。⁵

信息披露并没有使得投资者在进行投资决策的时候真正的克服自身的认知偏差,我国证券市场上出现的银广厦事件、亿安科技事件就是一个很好的例子。虽然要求了信息披露,但是对于那些存在过度自信的投资者来说,他们可能不会感受到由公司提供的合格的信息中所呈现出来的风险,更何况,投资者受到易获得性偏差的影响,可能会对近期披露的信息赋予更大的关心而忽视以前的一些不良的证据和公司管理层在提供信息的时候的欺诈行为。也许信息披露对监管当局这样由吸引力的主要原因就是这是一个“妥协”的解决办法,是介于什么都不做和监管所有事情之间的一种办法。尽管监管当局依靠信息披露来作为包治证券市场顽疾的良药,但是监管当局很少调查这种措施对市场的影响到底有多大。

2、有限理性 (Bounded Rationality)

监管机构每天都会接收到大量的信息:来自公开发行证券公司的各类声明;大量的二板市场信息;来自于证券交易所发布的各类信息。尽管监管机构通过强力手段保证制度的执行,但是监管机构仍旧每天都收集到许多最新的欺骗投资者的各类信息的情报。当监管机构进行法律法规以及制度制定的时候,通常会收到大量的对它即将进行表决的制度或者是规定的评论意见,当然也包括证券相关法律专家关于这些法规制度的某一监管条款甚至到整个的法规制度的意见和相关解释。

设计新的法规制度的代价是非常高的,需要对复杂的经济现象进行大量的分析。市场参与者可能会比监管者对这些经济现象了解的更多。⁶毫不怀疑,监管者通常会管中窥豹,根据自己觉得已经了解的情况进行制度的制定,或者是执着于此前的法规制度而拒绝进行新的监管制度的制定。当监管者根据自己所了解的情况进行工作的时候,由于监管者不能够接触到所有的市场风险并且将这些风险按照程度的大小进行排序(主要是因为这些监管机构员工和人员的有限理性),因此监管机构解决金融市场的所有问题就存在着困难。

3、启发性偏差,易获得性和自我归因偏差 (Heuristics bias, Availability and Self-Attribution Biases)

与有限理性非常相关的就是监管者用来处理大量来自于金融市场的信息和问题的启发性偏差 (heuristics bias),他们有可能根据事件的某些与以前相似的特征而进行制度的制定,从而仅仅考虑了事情的一方面,或者是没有考虑事情的发生条件,根据以前的经验做出决策。与投资者一样,监管者也受到可得性偏差的影响,将很大的注意力集中在近期的或者是能够很快得到的信息上。当然,自我归因偏差也会导致调查者在解释一个人的行为的时候过高的估计已知的问题的影响而忽视在给定的环境中一个人自身的特殊的条件的影响。一旦监管者认定某个人不值得信赖,它就会不考虑该人的特殊的情况而倾向于从他身上找出欺诈行为等,而不是把这个看作是一个失误。监管者也很少去通过反馈来对其看法进行验证。许多强

⁵见Robert J. Shiller and J. Pound, Survey Evidence on the Diffusion of Interest and Information Among Investors, 12 J. of Econ. Behavior and Org. 46 (1989).

⁶ 见Cf. Henry T.C. Hu, Misunderstood Derivatives: The Causes of Informational Failure and the Promise of Regulatory Incrementalism, 102 Yale L.J. 1457, 1499 (1993)

制性的法案就是这样通过的，因为受害者不愿意冒着很可能招致严厉的惩罚作用的欺诈行为审判而反对他们这些监管者以及其所采取的监管措施。

这些偏差的作用也会因为监管机构的强制执行而加强。当一件事情发生的时候，虽然卷入这些丑闻的公司数量非常少，监管者很愿意就此认为，即使这样也预示着大量的类似事件会连续发生。当然从统计的角度来说这是很可疑的（根据小数定律）。尽管做出这种结论的经验基础很可疑，但是一旦这样的事件产生了，其他的解释就不会得到应有的注意，监管机构很可能会就此通过一定的制度来进行管制。

当然，我们也可以说监管者的对于重大事件的急迫心态来源于政治上的压力，这也反映了可得性偏差。一件事情的发生，监管当局急于消除事件的影响，没有进行通盘考虑就根据目前的事件进行处理，着眼于眼前的很容易获得的情况而忽视了其他的情况。可得性偏差和行政上（政治上）“做一些事情”（我们当然不否认在多数情况下，“做一些事情”的目的是给上司或者民众看的，因为如果发生重大事件不做出反应显然是表明自己所在的机构没有尽到责任）的需要就会在很大可能性上造成监管上的过度反应，这会进一步减少了监管安排会有有效的保护投资者的可能性。

4、框架效应（Framing Effects）

框架效应是指人们通过改变对结果的描述来改变参考点，从而影响人们的选择偏好。一个问题怎么样解决决定了监管者是否或者怎样对事件做出反应。框架效应一方面会导致监管者努力避免出现重大的失误以免影响监管者自身的权威，另一方面，监管者也很少会有动力和兴趣来使得投资者获得比当前多得多的福利。⁷许多监管制度的出台通常是在一个较大的投资者损失或者是监管者的权威受到威胁之后不久而发布的。在缺少对监管权威或者投资者的利益威胁的时候，监管机构通常又是自满的，很少主动进行制度的检查和修改。

人们可以认为这种监管方法是有意义的，哪里出现了问题就对哪里进行处理，在没有可见到的威胁或是投资者的损失之前去实验制度的代价是昂贵的。但是，这种情况就像处理爆炸一样，仅仅拔出导火索并不注意炸药包仍旧存在，监管的作用确实是不确定的。

5、过度自信（Overconfidence）

过度自信意味着投资者或者监管者或高估他们所持有的信息和自己的能力，每个人都认为自己可以比别人做的更好。

监管者在制定政策的时候会产生过度自信，而这会导致错误和法规调整幅度太大。确实，监管机构所声称的对于监管上的专业技术会使他们的在制定制度时候的自信产生膨胀。专家在评估他们决策能力的时候通常都是乐观的。正如 Dale Griffin and Amos Tversky 所说的那样，“专家通常会犯错误，但是他们通常很少会对自己怀疑”。监管机构对于自己监管市场的能力的自信的例子无处不在。这种努力反应了监管机构对于法律改变人们行为方面的程度过分乐观了。

⁷ 见 Steven M.H. Wallman, Competition, Innovation, and Regulation in the Securities Markets, P53

另外，不同的监管机构在争夺监管范围的斗争也来源于过度自信。比如，美国政府将监管证券的责任交给证券监管部门，而将监管商品期货和衍生品的权利交给 CFTC。这两个机构在法律规定比较模糊的地方为了监管权而进行激烈的争斗。这种为了管辖范围的争斗不仅仅存在于监管机构，在国会中也同样存在，如商务委员会支持监管证券机构而农业委员会支持 CFTC。这种争斗已经产生了许多游说成本和吸引了过多的精力，而这对投资者毫无帮助。⁸尽管监管者渴望加强自身的权利这样的公共选择理论能够很好的解释这种管辖权之争，但是这也表明证券监管机构相对于 CFTC 对于自身监管能力的过度自信。

6、证实偏差（Confirmation Bias）

人们一旦建立了一个信念就会以一种偏见的态度看待随后的证据来尽可能的证明这个信念是正确的，人们有一种寻找支持自己某个信念的证据的倾向，这种证实而不是证伪的倾向叫做证实偏差。

监管者也可能受到证实偏差的影响⁹，就是说一旦监管制度设立了，监管者就会尽力证明这种制度的合理性而不是严格的评价这种制度的效用。那些不能证明这些制度是有效的事实和证据也可能被监管者有意无意的忽视了，并且如果这样的证据非常复杂或者有互相冲突的后果的时候，这种证实偏差就会更加突出，这是证券市场大部分监管问题的的一个明显的特征。

监管机构特别倾向于对自己的制度进行辩解，以表明自己是有成就的。监管机构也不愿意承认政策中的缺陷。证实偏差（以及监管机构对于自己以前政策的过度自信）也可以在监管制度的路径依赖中看到。比如，在美国，1933 年和 1934 年通过的证券法要求，进行首次公开发行的公司和那些仅仅想在二板市场交易自己的股票的公司所要披露的信息标准是不一样的。在那之后的数十年里，大部分的人认为应该将这两个标准统一。信息披露对投资者购买首次公开发行的股票或者是在二板市场上购买股票的作用是一样的。直到 1969 年最终采用了一个统一的披露标准之前，监管机构并没有严肃的考虑修补这部法律。

监管机构通常还相信投资者与他们看待问题的方法和视角是一样的。监管机构对投资者这种态度的坚持，会导致监管机构制定出误导性的监管制度。监管机构通常会不疼不痒的说他们会保护投资者——但是不要忘了，在缺少了监管机构努力的市场，市场投资者的信心会逐渐的减弱。当然，在极个别的情况下，监管机构也有可能检验一下自己的设想或者是制度是否是正确的，但是，由于证实偏差的存在，监管机构通常并不能对这些设想或者制度进行有效的检验，有可能会最终走向证明这样的制度是有效的老路，从而使得监管机构的这种能力大打折扣。

7、群体思想（Groupthink）

在一个群体中，个人是会受到影响的。他们有可能会放弃自己的观点而附和群体的主要观点。

⁸ 见 Sanford A. Fine, Back to the (Single Stock) Future: The New Regulatory Framework Governing Single-Stock Futures Trading, 54 Admin. L.

⁹ 见 J. Klayman, Varieties of Confirmation Bias, 32 The Psychology of Learning and Motivation 385(1995).

监管机构的认知偏差会被普遍存在的组织机构中的“群体思想”所放大。当一个组织已经存在，并且组织中的每个人都以组织的使命为己任的时候，群体思想偏差就会出现。¹⁰一旦组织通过了一项决议，组织成员就会对于那些与他们意见相左的反馈意见不予重视，因为如果不这样做的话就会在组织之中制造紧张，从而影响组织的团结或者使组织的效率受到影响。尽管有时候个人可能会很严肃的对某一项决策进行评价，但是要使组织的成员达成一致的意见还需要需要很长的时间，因为需要进行协调。而且群体思想的偏差也会减少遇到问题的时候组织成员会认真考虑的问题的范围¹¹，毕竟在进行协商的时候为了达成一致的意见不得不对其中的某些问题让步。

“保护投资者”这种观念已经深入到监管机构每一个成员的心中。这种文化有助于保持士气并且将监管者的注意力集中于对资本市场的监管任务中去。尽管有这样的优点，但是这种强烈的保护投资者的文化也会导致监管机构出现群体思想的偏差。一旦监管机构致力于制定一种政策，那么这种努力就会成为一种集体的努力，在政策通过之后，对于这种政策的任何反馈意见与制定政策之前相似的意见相比很少会获得相应的重视。群体思想的偏差也会体现在监管机构一厢情愿的保护投资者的执着上。当一项决策在标准程度上用来保护投资者的时候，或多或少，集体决策的动力会推动这种保护发展到一种极致的保护。在监管机构中，系统性的倾向于保护更多的投资者。许多投资者能够保护他们自身，但是监管机构通常过犹不及的试图在他们的保护中将这些人加入进去。

三、纠正机制

也许由于群体思想偏差、过度自信、证实偏差、损失厌恶偏差，或者上述偏差的混合作用的偏差的存在，监管机构会认为它了解投资者对资本市场公平的看法¹²，从而在制定规章制度会在某种程度上加重投资者的认知偏差的作用，使得所制定的规章制度并没有起到相应的作用。我们并不能通过这样的纠正纠正机制来完全杜绝监管机构在进行政策制定的时候的这些偏差，但是我们确实可以通过一些纠正机制来最大程度上减少这些偏差的作用。比如，如果监管者在制定政策的时候告诉投资者框架效应是什么，而且在这之后马上让他评价避免损失一元钱和挣一元钱之间怎么进行选择，我想投资者肯定不会完全陷入到框架效应中去，这样就会在一定程度上减轻框架效应的作用。

以下是纠正监管机构产生认知偏差的可行的方法：

1、监管机构内部组织机构的调整

通过进行监管机构内部组织机构的调整可以减少行为偏差的影响。监管机构内部的各方面专家在没有外力介入的情况下，通常会仅仅注意本领域内的事务并根据本领域的方法来解

¹⁰ 见 Irving Janis, *Victims of Groupthink* (1972). 又见 James D. Cox & Harry L. Munsinger, *Bias in the Boardroom: Psychological Foundations and Legal Implications of Corporate Cohesion*, 48 L. & Contemp. Prob. 83, 99-108; Robert J. Haft, *Business Decisions by the New Board: Behavioral Science and Corporate Law*, 80 Mich. L. Rev. 1, 37-49 (1981)

¹¹ 见 Chip Heath, Richard P. Larrick & Joshua Klayman, *Cognitive Repairs: How Organizational Practices Can Compensate for Individual Shortcomings*, 20 Res. in Org. Behavior 1 (1998)

¹² 见 Jeffrey M. Laderman et al., *The Epidemic of Insider Trading*, Bus. Wk., Apr. 29, 1995, at 78

决这些事务，他们并不能意识到通过学习和了解别的领域尤其是相近和相关领域的问题的解决方法可以使他们的解决方法受益。机构的调整可以打破这种惯例，从而集中不同类型的专家进行决策，这样就会减少出现诸如没有考虑问题的范围而出现启发式偏差的风险。这些专家被分入不同的部门，如果所有的制度的制定都要通过几个不同部门的审核，那么就会有效的减少各类偏差的影响。通过这样的机构组织形式和议事方式，就会使得提出要通过新制度的部门能力的为自己的制度寻找理由以证明制度的合理性，同时也不会使得更好的替代方案和创新方案没有获得足够的重视。

由于缺少统一的行为偏差理论，因此组织机构的调整对监管机构偏差到底会产生多大的作用还不甚清楚。但是，作为一个替代方案最起码不会有比目前的监管机构更坏的结果。

2、系统外评价

行为经济学家认为，在监管机构体系之外对监管的效果进行评价有助于减少监管机构的行为偏差的影响。监管者因自信而产生的相关的偏差（比如过度自信和过分乐观等）的影响会由于被迫反省自身的缺陷等措施而减少。¹³监管者在知道自己的行为会被某些匿名的专家进行评价，尤其是这种评价会影响到监管机构的权威以及个人和机构利益的时候，在制定决策的时候就会分外的小心，并且他所考虑的问题的宽度和深度就会更加全面，这都有助于减少各种偏差的出现风险。这种方式也使得监管机构更加容易接受各类意见和建议，这会避免出现过度自信、群体思想等偏差，在最低程度上会减少这些偏差的影响。

3、行政上的分权，避免权利垄断

如果一个领域的事务仅仅由一个监管部门来管辖，这种垄断地位就会更加加重行为偏差的作用。在我国，证券期货市场是由证监会来进行监管，当然某些涉及到其他领域的问题会由几个部门联合下文处理，比如跟中央银行一起。但是，由于过度自信的存在，任何一个监管部门毫无疑问都要努力扩大自己的权限，增加自己监管的范围，证监会也毫不例外。但是，在国家的行政管理体系中应该有相互制衡的部门对同一事务进行监管，让这些部门既有分工又有交叉，同时在行政层次上要拉开距离。

比如，在美国，除了 CFTC 对期货行业进行监管以外，在国会中还有相应的委员会对期货市场有监管权利，这样的机构在大部分事务上是不干涉 CFTC 的监管的，但是当出现重大的问题的时候，由它来对 CFTC 进行矫正，这样对 CFTC 来说由于在其上有一个部门对其进行监督，在制定制度和出台措施的时候就会小心谨慎，在一定程度上就会减少偏差的影响。在我国，全国人大虽然也有相应的委员会存在，但是由于我国政体的不同，在证监会出现问题的时候仅仅通过国务院内部相应的行政途径进行处理似乎对证监会的影响不大，而且这会导致证监会只考虑上级领导的意思而忽视市场的声音，况且国务院系统作为更大的监管者也会出现很大监管偏差。而且，我国的期货监管虽然名义上是三级监管，在证监会之上还有全国人大的监管，但是这种监管的力度由于我国行政问题的存在而极大的减弱；在证监会之下还有期货业协会的自律监管，但是期货业协会没有获得足够的授权，其在行业中的地位是尴尬的，这样的三级监管体制实际上还是权利垄断，远远没有力量解决市场上的问题。

¹³ 见Linda Babcock, George Lowenstein & Samuel Issacharoff, *Creating Convergence: Debiasing Biased Litigants*, 22 J. L. & Soc. Inquiry 913, 920 (1997).

四 监管介入

通过上面的分析，我们已经对市场的投资者和监管者的行为偏差进行了分析，而且我们也介绍了避免监管者出现更大监管偏差的纠正机制。但是我们更关心的是，在监管者避免自己出现更大监管偏差的前提下，如何通过制度上的保证来减少投资者出现更大的行为偏差。以下就是监管者在进行监管的时候，为了减少投资者的偏差的影响，应该采取的办法。

1、限制投资选择

在目前缺少更加有效的、限制更少的措施之前，相对于监管介入的好处来说，通过限制投资者的投资选择，能有效的避免投资者出现较大的行为偏差，从而减少潜在的投资错误。我们相信投资者确实存在行为和认知偏差，而且我们也已经认识到了这些偏差的危害，那么，在进行监管措施的制定的时候，减少投资者每次做出投资决策时选择监管者“不愿意见到的”投资选择的可能性从而避免出现大的行为偏差就很有吸引力。¹⁴

在金融市场中，即便是专业的投资者也很难准确的把握住市场瞬息万变的形式从而做出准确的投资决策。在面对着可以进行投资的领域的多样化，利用手中所知不多的或者说不完整的投资信息，投资者很可能就会根据个人的投资偏好做出投资决策。恰恰有趣的是，相当多的投资偏好都是跟投资者的认知缺陷和行为缺陷相联系的，所以，在监管措施中通过限制投资者的投资选择会极大的避免这些缺陷发挥作用。

当然，限制投资者的投资选择并不是盲目的，也不是人为的限制市场作用的发挥，我们在制定监管措施的时候首先要考虑在保证市场自身作用的前提下顺势而为。因此，比较困难的是如何将需要通过监管措施保护的投资者同那些不需要保护的投资者区分开来，从而使得出台的措施不影响那些没有受到自身偏差影响的投资者。对于那些理性的投资者来说，他们会审慎的考虑自己的投资方向，因为市场竞争的压力足以促使他们克服某些行为偏差。但是对于监管者来说，它所制定的监管措施如果不能全面的提高所有的市场投资者的福利，那么这种限制投资者投资选择的措施就是失败的。

判断哪些投资者受到了行为偏差的影响是一个令人生畏的事情。因为没有任何统一的理论来解释我们为什么会受到行为偏差的影响，我们也不能预测哪些人受到了行为偏差的影响，当然我们更不能对行为偏差的程度进行量化。进行概括性总结是可能的。例如，专业的投资者会很少受到可得性偏差和框架效应偏差的影响，他们的经验会使他们“看到”这些偏差从而避免出现这样的偏差；另一方面，专业的投资者会更多的受到过度自信、过分乐观和启发性偏差的影响。当然，缺少相应的理论做基础，我们很难说专业的投资者受到偏差影响的程度要低于普通投资者所受到的程度，但是我们可以说这些投资者所受到偏差是不一样的。如果缺少对不同投资者进行分类的能力，监管者通过监管措施对投资者的投资选择进行干涉就会成为一场猜枚游戏。

2、调整现行的证券期货监管制度

监管者也可以通过另一种方式来避免或者降低投资者行为偏差的影响，这就是调整现行

¹⁴ 见William O. Douglas, *Protecting the Investor*, 23 *Yale Rev.* 521, 524 (1934)

的监管条款。通过调整现行的监管制度虽然不能完全的杜绝投资者做出多样化投资选择而仅仅从事于监管部门所期望的投资，但是却可以极大的阻碍他们做出选择的时机，在这个瞬息万变的市場，这一点非常重要，因为投资者在错过选择时机的时候其赖以做出投资决策的信息可能发生变化，他就会再次对自己的决策进行审视，这样就有可能发现或者避免认知和行为缺陷的影响。

信息披露是证券市场监管的主要手段之一，但是以前的信息披露的要求主要集中在公司披露信息的真实性上，当然对于时间性也有一定的要求，但是公司可以在规定的时间内通过选择披露的时机以及通过披露文件的态度（比如更加肯定的语气或者更加鼓动性的预期等）等来影响投资者。我们要调整这样的监管制度，针对更加容易产生过分乐观情绪的投资者，我们要求公司披露信息时要使用平实的语气，不对未来进行预期；当然，有限理性缺陷使得投资者在公司频繁披露信息的时候忽视了很多非常有效的信息，尤其对那些存在过度自信偏差的投资者，二者的综合作用更加明显，针对这样的投资者，监管制度对信息披露在时间和时机上的要求要更加细化。总之，我们可以通过调整现行的监管制度对投资者容易产生的行为偏差进行抑制，从而更加有效的保护投资者的利益。

3、影响投资者

除了上述两种方法之外，监管者还可以通过影响投资者的决策环境来影响投资者的决策。

比如，针对那些交易过快或者交易量过大的交易者（交易过快或者交易过大从总体上看最后会导致投资者回报率降低），可以通过影响其决策的措施来延迟投资者的投资。通过交易的延迟，投资者会有更多的时间来审视自己的投资决策。在这样的“冷却”期内，投资者就有可能发现自己的行为偏差从而做出更加理性的决策。当然，这种措施确实也会导致投资者成本的增加，尤其是那些对信息能够做出快速而准确反应的投资者来说，这种损失会更大，这样就会打击他们获得即时信息的积极性。但是，短时间的交易延迟并不会很大的影响他们构建自己选择的投资组合的实现，因此从总体上说这种措施可能是有效的。当然，这种措施也不是万能药。因为交易的延迟有可能使得某些投资者更加急躁而不是使他们减少了过度自信，这样就很难预料到底这种措施所产生的理性交易会否大于交易成本的损失。

投资教育也会影响投资者的决策。监管者和投资者之间的学习和反馈有助于减少偏差的作用。经验证明，只要监管者针对某些领域的投资者偏差进行有意识的引导，就会很大程度上减少这些偏差的作用。

当然，对于人性中的弱点，比如倔强，影响投资者的措施可能是徒劳的。但是，投资者并不需要完全去除自身的偏差，只要能够意识到自身的偏差并时刻加以注意，监管者就可能通过教育或者其他手段在某种程度上使投资者避开自身行为陷阱，获得较好的投资收益。

五 结论

我们分析了投资者和监管者的偏差，并将重点集中在如何避免监管者出现偏差以及监管政策如何避免投资者偏差上，我们所提出的解决方法在一定程度上可以避免出现监管者和投

投资者认知偏差的相互影响，从而减轻金融市场中行为偏差所带来的损失。但是，我们有两个难点：首先，如何对监管决策者进行分类，因为不同的决策者其认知偏差会存在差异；其次，如何对监管介入进行分类，针对不同的投资者，监管介入所要选择的方法是不同的。这两个难点是相互联系的，又有所侧重。但是，行为金融学的理论体系还远远没有成熟，即便是我们找到了问题之所在，解决问题的方法还是很难找到。本文仅仅是应用行为金融学对金融监管进行了一些分析，所提出的解决问题的方法有待于商榷，希望行为金融学的发展能够给我们找到一条解决问题的更好的途径。

参考文献：

- 1、李树 行为经济学的理论框架及其评析 《探索》2003 年第 5 期 51—54；
- 2、changyun wang the behavior and performance of major types of futures traders 《the journal of futures markets 》 2003 年第 1 期 1—31；
- 3、刘志阳 国外行为金融理论评述 《经济学动态》2002 年第 3 期 71—75；
- 4、Barberis, Nicholas, and Ming Huang, 2001, Mental accounting, loss aversion, and individual stock returns, *Journal of Finance* 56, 1247-1292；
- 5、DeBondt, Werner F.M., and Richard H. Thaler, 1995, Financial decision making in markets and firms: A behavioral perspective, in R. A. Jarrow, V. Maksimovic, and W. T. Ziemba, ed.: *Handbooks in Operations Research and Management Science, Volume 9, Finance*. pp. 385-410 (Elsevier)；
- 6、Kahneman, Daniel, and Mark W. Riepe, 1998, Aspects of investor psychology, *Journal of Portfolio Management*, 52-65；
- 7、Kahneman, Daniel, and Amos Tversky, 1979, Prospect theory: An analysis of decision under risk, *Econometrica* 47, 263-292；
- 8、饶育蕾、刘达锋 《行为金融学》 上海财经大学出版社 2003 年 4 月；
- 9、董梁 国外行为金融学研究进展及其对股票市场投资实践的建议 《现代管理科学》2003 年第 5 期；
- 10、张新 中国金融学面临的挑战和发展前景 金融研究 2003 年第 8 期
- 11、贺强、杜惠芬 关于行为金融若干基础问题研究的几点意见 《财经市场》；
- 12、李心丹等 中国个体证券投资者交易行为的实证研究 “上证联合研究计划”第三期课题研究成果的一部分；

- 13、金晓斌,唐利民,2000:《政策与股票投资者博弈分析》,《海通证券 2000 年研究报告》;
- 14、李向军,《中国股市应建立政策与股市的协调机制》,《证券日报》2001 年 11 月 26 日;
- 15、罗伯特·J·希勒《非理性繁荣》,中国人民大学出版社,2001;
- 16、施东辉,《中国股市微观行为理论与实证》,上海远东出版社,1995
- 17、宋颂兴,金伟根,《上海股市有效性实证研究》,《经济学家》1995 年第 4 期, p p .107—113;
- 18、张成威,石巧荣,《中国股市政策市的特征和形成机理分析》,《郑州大学学报》1998 年第 2 期;
- 19、张人骥,朱平芳,《上海证券市场过度反应的实证研究》,《经济研究》1998 年第 5 期, p p .58—64。
- 20、郑士贵,《论国家宏观政策对股市的影响》,《管理科学文摘》1998 年第 11 期, p p .24—28;
- 21、刘力昌,朱忠贤 投资者决策行为与股价形成及波动 《当代经济科学》2003 年 5 月第 25 卷第 3 期;
- 22、孙培源、施东晖,2002:《基于 C A P M 的中国股市羊群行为研究—兼与宋军、吴冲锋先生商榷》,《经济研究》第 2 期;
- 23、宋军、吴冲锋,2001:《基于分散度的金融市场的羊群行为研究》,《经济研究》第 11 期;
- 24、王晋斌,刘元春,2002:《投资选择权约束、意见分歧与中国股市风险》,《经济研究》第 2 期;
- 25、文淑惠,2001:《理性与非理性:证券市场投资者行为分析》,《四川大学学报》(哲学社会科学版)第 2 期;
- 26、许均华、李启亚,2001:《宏观政策对我国股市影响的实证研究》,《经济研究》第 9 期;
- 27、杨胜刚、卢向前,2002:《行为金融、噪场交易与中国证券市场主体行为特征研究》,《湖南大学学报》(社会科学版)第 1 期;
- 28、朱少醒、吴冲锋,1999:《行为金融研究及其最新发展》,《上海金融》第 8 期;