



Behavioral
Economics

行為經濟學

理論與應用

Behavioral Economics

原著 薛求知 · 黃佩燕
魯 直 · 張曉蓉

審訂 郭敏華

智勝
BEST-WISE

行為經濟學

理論與應用

Behavioral Economics



原著 薛求知・黃佩燕・魯直・張曉蓉

審訂 郭敏華

智勝文化

行為經濟學理論與應用

Behavioral Economics

國家圖書館出版品預行編目資料

行為經濟學：理論與應用＝Behavioral

economics / 薛求知等原著. -- 初版. -- 臺

北市：智勝文化，2005[民 94]

面；公分

參考書目：面

ISBN 957-729-497-9 (平裝)

1. 經濟—哲學，原理

550.1

94003407

作者/薛求知・黃佩燕・魯直・張曉蓉

審訂者/郭敏華

發行人/紀秋鳳

出版/智勝文化事業有限公司

地址/台北市 100 館前路 26 號 6 樓

電話/(02)2388-6368

傳真/(02)2388-0877

郵撥/16957009 智勝文化事業有限公司

登記證/局版臺業字第 5177 號

總經銷/知識達股份有限公司

傳真/(02)2312-2288

出版日期/2005 年 3 月初版

定價/500 元

ISBN 957-729-497-9

Chinese complex translation copyright © 2005 by BestWise Publishing Co., Ltd.

Behavioral Economics, first edition

Copyright © 2003 by Xue Qiuzhi, Huang Peiyan, Lu Zhi, Zhang Xiaorong

All Rights Reserved.

智勝網址：<http://www.bestwise.com.tw>

本書之文字、圖形、設計均係著作權所有，若有抄襲、模仿、冒用情事，依法追究。

如有缺頁、破損、裝訂錯誤，請寄回本公司調換。

審訂序

自從經濟學與財務學打開一扇窗，開放一個可能性：「各種經濟行為、特別是投資行為中，人的情緒與內在傾向可能扮演重要角色」之後，財務經濟學迎進了大片的和煦陽光，亮麗異常。

其實，在經濟學的領域中，利用實驗方法探索經濟議題的實驗經濟學，已累積了相當豐碩的研究成果，也有一定的支持者，對於人類經濟知識的拓展，具有重要貢獻。但是在財務學的世界裏，在行為財務學崛起前的數十年中，在實證發展上，所研究的對象與所採取的資料，幾乎清一色屬於資本市場中的企業資訊，特別是股價資訊與公司財務資訊。其背後的原因不只一端，包括適逢電腦技術的突飛猛進、資本市場資料庫的取得愈來愈容易、時間序列計量技術的精進等等，使得絕大多數的財務經濟學家不約而同地將焦點集中在資本市場的研究上。但是還有另外一項特別值得提出來的原因，就是古典經濟學與現代財務學對於人的假設——人是理性的。

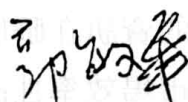
人是理性的，如果再加上資訊是不需要成本的，「效率市場」似乎就變成一個順理成章、再自然不過的概念了，因為又精明又理性的投資人會以最快的速度採取最正確的交易，使得任何攸關價值的資訊在瞬間就反映在價格上。因此之故，人的情緒是不可能干擾市場效率性的，因為一個理性的人絕不會任由情緒來影響決策；就算有少數莫名其妙的不理性份子，也不會構成什麼障礙，因為廣大的理性投資人，在其迅速而強大的套利動作下，可以輕而易舉地結束任何一個偏離價值的價格缺口。在此理性的基本信念下，優秀的財務經濟學家們當然不會把精力耗費在「個別投資人」的研究上，

對於心理偏誤、內在心理傾向之類的概念，更沒有興趣——反正不影響價格。

此一信念構成了現代財務理論的基礎，無怪乎在理論發展的過程中、在一流的期刊中，幾乎沒有看到人的心理或情緒與投資行為間是否存在任何關係的報導；然而，在真實的世界裏，不管是自己親身的經歷、直接觀察別人的表現、或是間接聽聞旁人的行為，幾乎沒有不受情緒或心理傾向所影響的，因此也無怪乎當行為財務學崛起後，便洶洶然沛然成勢，一發而不可擋。

國內行為財務學的發展，其生意之盎然，也不遑多讓。自從世新大學財務金融學系於2003年年底開始針對台灣個別投資人進行調查以來，台灣投資人情緒指數已正式誕生。不但主觀情緒與股市變動間的關係，有了客觀的指標可作為研究，問卷調查法的價值獲得肯定更是一大突破，畢竟，欲期瞭解與衡量個人內在心理傾向，除了間接由市場資料加以推論外，更需要直接探究內在傾向的直接衡量法，多種方法共同驗證，必有助於行為財務學更快速的發展。

本書之出版對於想要進入行為經濟學或行為財務學領域的有識之士，必有莫大助益。



世新大學財務金融學系副教授

2005年2月

目錄

Contents

審訂序

導論：行為經濟學挑戰傳統經濟學 1

對「經濟人」假設的挑戰 4

對經濟學方法論的挑戰 7

對經濟行為人偏好穩定一致的挑戰 10

對行為人簡化機制的挑戰 11

Part 1 行為經濟學的理论 17

Chapter 1 行為經濟學溯源 19

1.1 經濟學與心理學之交會 20

1.2 行為經濟學的發展軌跡 66

1.3 行為經濟學概述 72

Chapter 2 行為經濟學的主要理論 83

2.1 行為經濟學的發展脈絡 84

2.2	Kahneman 和 Tversky	88
2.3	Richard Thaler	105
2.4	Matthew Rabin	112
2.5	Robert J. Shiller	118
2.6	Andrei Shleifer	125
2.7	George A. Akerlof	131
2.8	Christopher K. Hsee	134

Chapter 3 行為經濟學的延伸 141

3.1	總體經濟	142
3.2	個體應用	154

Chapter 4 行為經濟學的重要分支：行為財務學 175

4.1	行為財務學的理論背景	176
4.2	行為財務學的理論架構	182
4.3	理論觀點及其研究方法	188
4.4	對行為財務理論的評述和預期	207

Chapter 5 行為經濟學的發展新方向 213

5.1	案例基礎決策理論	214
5.2	回歸效用最大化	216
5.3	幸福經濟學	220

Chapter 6 行爲經濟學與傳統經濟學之區別與
聯繫 231

- 6.1 理論假設的差異 232
- 6.2 聯繫行爲經濟學與傳統經濟學之分析框架 238
- 6.3 傳統經濟學不接受行爲經濟學的理由 242

Part 2 行爲經濟學的應用 251

Chapter 7 封閉型基金之謎 253

- 7.1 封閉型基金之謎 254
- 7.2 「封閉型基金之謎」的傳統解釋及其不足 256
- 7.3 封閉型基金的投資人情緒化解釋 270
- 7.4 投資人情緒化的證據 276
- 7.5 中國證券市場的封閉型基金之謎 291

Chapter 8 從衆效應：中國與台灣股市的研究 299

- 8.1 上海證券市場從衆行爲影響因素之研究 302
- 8.2 上海證券投資人從衆行爲之影響因素的個人差異研究 318
- 8.3 從行爲財務學的觀點探討台灣股市之從衆傾向 332
- 8.4 台灣股市從衆傾向之實證結果分析 338
- 8.5 結論 352

Chapter 9 基於行為財務學的投資策略 355

9.1 市場非理性與組合投資策略 356

9.2 行為投資組合理論 366

9.3 行為財務基金 382

9.4 行為財務學及其策略在中國的運用前景 397

Chapter 10 寄情效用暨延遲消費之行為學研究 403

10.1 提出假設及理論支援 404

10.2 實驗設計和實驗結果 409

10.3 應用價值與理論價值的一般討論 414

Chapter 11 行為經濟學與經濟生活 419

11.1 日常經濟現象的行為經濟學解釋 420

11.2 感性消費和體驗經濟 428

11.3 判斷和決策失誤的行為經濟學分析 435

11.4 我們的幸福構建在什麼基礎之上 446

後記 455

參考文獻 457

中英文索引 459

Introduction

導論：行為經濟學挑戰 傳統經濟學

經濟學已經進入第三階段。在第一階段，人們認為經濟學僅限於研究物質的生產和消費結構，即傳統市場學；到了第二階段，經濟理論的範圍擴大到全面研究商品現象，即研究貨幣交換關係；今天，經濟研究的領域業已囊括人類的全部行為，以及與之有關的所有決定。

——Cary S. Becker

2002 年，美國普林斯頓大學心理學教授 Daniel Kahneman 和喬治梅森大學(George Mason University)經濟學教授 Vernon L. Smith 雙雙獲得諾貝爾經濟學獎的殊榮。Kahneman 對經濟學的貢獻，在於將心理學的前沿研究成果引入經濟學研究，其中特別側重研究人在不確定情形下進行判斷和決策的過程；而 Smith 則奠定了實驗經濟學的基礎，為經濟學家提供了在實驗室條件下研究人類行為傾向的有效途徑，特別是針對市場機制選擇的研究。一般認為，實驗經濟學基本上還是遵循了傳統主流經濟學的理論假設，只是引入了實驗方法來驗證理論假設，其意義較偏重於經濟學方法論的革命。而行為經濟學卻修正了傳統經濟學的基本假設，因而更可說是一場顛覆性的革命。

此一發展對不少經濟學家而言頗為意外，畢竟，行為經濟學和實驗經濟學的研究方法尚未完全融入主流經濟學。但在回顧這兩個領域的發展歷程與兩位經濟學家的主要成就後，我們發現這是一個重要信號：經濟學的未來可能因此而大為改觀。

現代經濟學以其嚴密的邏輯和數學推理而有別於其他社會科學，被稱為社會科學的皇冠。1950 年代，Von Neumann 與 Morgenstern 從個體一系列嚴格的公理化理性偏好假設出發，運用邏輯和數學工具，發展了期望效用函數理論。Arrow 與 Debreu 將其引入瓦爾拉斯均衡的框架中，成為處理不確定性決策問題的分析模式，進而構建了現代個體經濟學，並由此展開包括總體、財務、計量等在內的宏偉又優美的

理論大廈。

在這個公理體系之上，經濟學家運用日益先進的數學工具，建立了無數精緻的經濟學模型，用以分析個體、組織行為與經濟金融問題，以及各種人類行為。Becker 甚至運用經濟理論解釋政治、法律、犯罪、婚姻、愛情各方面的問題，顯示出經濟學強大的威力，並獲得 1992 年諾貝爾經濟學獎，因此有「經濟學帝國主義」的說法。

然而，一些非主流的經濟學家卻發現，期望效用理論存在嚴重缺陷，現實中特別是金融市場裡人類的諸多決策行為，皆無法用期望效用函數來解釋。於是，行為經濟學家和實驗經濟學家提出了許多著名的「悖論」(Paradox)，像「阿萊斯悖論」、「股權風險溢價迷思」、「從眾傾向」、「偏好反轉」等，向主流經濟學發難。

針對此，經濟學家開始修補古典理論，修改期望效用函數、原賦(Endowment)、技術和市場資訊結構等，但迄今仍未獲得滿意的答案。經濟學家們日益體認到人類行為本身的重要性，期望效用理論開始受到懷疑，因此認知心理學的概念和分析方法被引入經濟分析，實驗資料的地位也愈來愈重要。

理性選擇是經濟學對人類行為的基本判斷，可謂是經濟學的理論基礎，但對理性選擇的批評和質疑，從該理論產生之日起就沒有停止過。經過針對理性選擇所進行的各種實證檢驗與細緻實驗，行為經濟學和實驗經濟學發現了許多與理性選擇理論不一致的反常現象。在此之前，制度學派與 Simon 等學者也對理性選擇理論有所批評，但主要是從理論分析上展開，而行為經濟學和實驗經濟學則以實證批評為主。從行為人特性假設、到決策環境假設、再到行為目標，甚至是理性選擇理論的個人主義方法論基礎，都受到行為經濟學的挑戰。

歷經二百餘年的發展和進步，經濟學家已經構築起規模宏大、結構嚴謹、表述精確、邏輯性強的經濟學理論大廈，經濟學也因此享有

「社會科學中之物理學」的美譽。主流經濟學家對於理性研究模式有著根深蒂固的偏好：主張從抽象的簡單化理性假設出發，針對客觀的經濟變數（如利率、國民生產總值、通貨膨脹率等），利用公理化的邏輯演繹得出核心的統一理論；推崇理性邏輯演繹和數學定量分析的研究方法，同時徹底摒除人的主觀因素和實驗方法，反對用實驗解釋經濟現象之間的差異，認為經濟學之所以為經濟學，就在於有著「高貴的興趣」和歷史的檢驗；它透過區別基本的變數並研究變數間的相互關係（如收入與消費、貨幣供應量與價格運動之間的關係），排除因考慮人類行為而產生的混亂和糊塗的思想，因而「沒有在起因於人性弱點的無數偏差和過失中迷失方向」。但不得不指出的是，由於對理性研究模式的過度推崇和固守，傳統經濟學已面臨了重大的挑戰和困境。

對「經濟人」假設的挑戰

「經濟人」(Homo Economics)是整個經濟學思想體系中的前提性假設和基礎性假設，也是所有理論架構的邏輯支撐點與方法論原則。它主張：

- 1.人是理性的。每個人在各項利益的比較中選擇自我的最大利益，亦即以最小的犧牲來滿足自己的最大需要。
- 2.利己是人的本性，人們在從事經濟活動中追求的是個人利益，通常沒有促進社會利益的動機。
- 3.個人利益的最大化，只有在與他人利益的協調中才能實現。交換是在經濟人的本性驅使下自然而然發生的。人類的交換傾向是利己本性的外在形式和作用方式^①。

以經濟人假設作為一種高度抽象的理性模型，固然使經濟學理論研究的公理化、體系化、邏輯化成為可能，然而正如思想家 Vico 所說：「人並不能理智地勝任一切」^②。由於外在世界的複雜多變，以及個體在資訊獲取與加工上的認知限制，很難達到經濟人假設所設想之完全理性的程度，因此，「自利」不可能在個體對成本—效益的精確計算，以及完全理性抉擇的基礎上實現。事實上，「人類理性，或可作為探索特定需求問題的工具，但遠不足以成為構造和預測全世界系統的一般均衡模型、或者創造一種包羅所有變數的宏大總體模型的工具。」^③如果無視於理性的局限性和界限、賦予經濟人一種「全智全能的荒謬理性」，並無限誇大經濟人理性行為的解釋價值，把它看作是唯一的、根本的假設，會誘使人們過於相信從抽象的經濟人假設出發所做的論證，導致經濟學的認知迷惘和誤導。

畢竟，「人不是完全理性的，完全理性的經濟人充其量只是一種極端和個別的情況。」^④個體一方面具有努力追求最大化的理性傾向，同時也具有不努力追求最大化的非理性傾向。追求最大化原則，只是某些人在某些時候、某些條件下採取的特定行為特徵，而不是所有時候、所有條件下採取的行為特徵。人類的行為往往受到各種無意識或不合邏輯的因素影響，無知與偏誤處處可見，「即使與切身利益有關也無動於衷」^⑤，使得人的行為常與個人利益最大化原則背道而馳。

① Smith, A., 1776, *The Wealth of Nations*, New York: Dutton Press.

② 朱光潛譯，G. Vico 原著，《新科學》(*The New Science*)，北京：商務印書館，1989 年。

③ Simon, H., 1982, *Models of Bounded Rationality*, 2, Cambridge, Mass.: MIT Press, 408-423.

④ Leibenstein, H., 1987, X-Efficiency Theory, *The New Palgrave*, London: Macmillan.

⑤ Albou, P., 1984, *La psychologie Économique*, Paris: Presses Universitaires de France.

行為經濟學的奠基人 Kahneman 和 Tversky^⑥透過大量研究指出，個體的行為除了受到利益驅使，同樣也受到自己的心理偏好、心理特徵、價值觀、信念等多種心理因素影響。經濟生活中的種種「異常現象」(Anomalies)和「悖論」，正是對於經濟學完全理性和最大化原則的嚴峻挑戰，舉例說明如下：

1. 一個人想修剪自家的草坪，如果請鄰家的孩子來修剪只需花 8 元，但如果支付 20 元請他（她）去修剪鄰居家同樣大小的草坪，他（她）卻不願去做^⑦。

2. 人們常常願意爲了買衣服便宜 5 元而走上一公里的路，卻根本沒想過爲了便宜 2,000 元，而去另一個城市購買轎車。

事實上，人類雖有自私的特徵，也有公正和利他的特性。經濟學理論所預言的「搭便車」行為在日常生活中並不多見，反而可看到相當多的利他行為。研究發現，平均有 40%~60% 的人願意爲公共事務做出貢獻，如無償捐血、幫助他人等^⑧；有些企業也常捐助慈善機構，或對陷入困境的其他公司伸出援手。大量實驗已經證明了，像利他主義、忠誠、公平和感恩回報之類的品格，十分常見。

再說，在現實的市場競爭中企業要實現最大化原則，並不容易。經濟學家 Leibenstein 認爲，由於存在「X 低效率」，企業無法達到新古典理論中的最大化目標。Albou 指出：「根據調查研究結果，不管古典理論得出的結論看上去多麼合乎邏輯且前後一致，但與企業領導

⑥ Kahneman, D., P. Slovic, and A. Tversky, 1981, *Judgement under Uncertainty: Heuristics and Biases*, Cambridge University Press, Cambridge; Kahneman, D. and A. Tversky, 1974, *Judgement under Uncertainty: Heuristics and Biases*, Science, 185(3).

⑦ Thaler, R. H., 1980, *Advances in Behavioral Finance*, New York: Rusell Sage Foundation.

⑧ Marwell, G. and R. Ames, 1981, Economists Free Ride — Does Anyone Else?, *Journal of Public Economics*, 15, 295.

人的真實情況並沒有多大關係，因為經濟學家並不瞭解經營者的真實行為，而企業家也幾乎不關心經濟理論。」

對經濟學方法論的挑戰

在 Ricardo 之後，經濟學方法論以邏輯演繹的理性方法為主流，將演繹的規則看成是現實經濟活動唯一可靠的模式，但對於其局限性的認識卻遠遠不夠。事實上，在掌握現實的市場信號和經濟行為人的活動規則與行為特徵方面，理性邏輯工具是十分有限的。由於行為人的直覺、意志、衝動、習俗、本能與欲望是理性邏輯所不可言狀、難以描述的，故而邏輯演繹往往無法準確地認識和解釋現實的經濟現象與行為。另外值得注意的是，演繹法在對一個被拒絕的假說進行歸因時面臨很大的困難，因為假說之所以被拒絕，可能是假說本身不正確或不完整，但也可能是所研究的概念定義不好或是操作性不佳、測驗的效度和信度問題，或者是測驗程式不適宜（如樣本太小）等原因所致。僅僅依靠邏輯演繹並不能確定究竟是哪一個原因或是哪幾個原因的組合，因而難以確保演繹結論的正確性^⑨。

1950 年代以來，以 Arrow-Debreu 模型^⑩(Arrow-Debreu Theorem) 為代表的公理化體系，為個體經濟學提供了形式完美、結構嚴謹的數學模型。數學方法在經濟學中的廣泛傳播和應用，使得經濟學理論達

⑨ Clarkson, G. P. E. and H. A. Simon, 1963, Simulation of Individual and Group Behavior, *American Economic Review*, 50(5), 920-932.

⑩ Arrow, K. and G. Debreu, 1954, Existence of an Equilibrium for A Competitive Economy, *Econometrica*, 22.

到了「深奧而漂亮的新境界」，同時由於數學方法高度的抽象性、精確性和反隨意性的邏輯一致性，很多經濟學家認為它是唯一能夠為經濟學提供科學性和完整性的方法；對於實驗方法，則採取漠視乃至排斥的態度。高深的數學表達和精巧的建模技術，已經成為經濟學研究的一種時尚，經濟學也愈來愈走向數學化與模式化。

然而，現實經濟活動中有許多方面，如經濟人的心理傾向、情緒、價值偏好、習俗、文化等，都是很難用數學理性的方法完全予以描述和說明的；經濟現實的豐富與多變，使得數學理性方法只能近似地反映現實。經濟學家對於數學理性方法的推崇，使經濟學日益抽象為1991年諾貝爾經濟學獎得主、新制度經濟學家Coase (1976)所謂的「黑板經濟學」^①。正如著名經濟學家Myrdal(1963)所說：「研究社會事實及其相互關係必須考慮的因素，比起高度抽象模型中的參數和變數，確實要複雜得多，也更加變化多端。這些事物如果只是用一些總計數和平均數來表示，是不可能說明其真實行為的」^②。Simon也認為：「古典經濟理論對人的智力做了極為苛刻的假設，為的是產生那些非常動人的數學模型來代表簡化的世界。在這方面，近年來人們已經提出了疑問，認為那些假設與人類實際的行為相距過遠，以致根據那些假設所得出的理論，與我們所處的現實狀況幾乎沒有任何關係。」^③雖然數學化讓經濟學披上了貌似嚴謹的公理化外衣，卻是一種以犧牲經濟內容來顧全數學形式的片面發展，與經濟學的實質分析

① Coase, R. H., 1976, Adam Smith's Views of Man, *Journal of Law and Economics*, 19(3), 520-46.

② Myrdal, K. G., 1968, *Asian Drama: An Inquiry into the Poverty of Nations*, 3, New York: Pantheon.

③ 同註②。