

本能冲动的理性救赎

——读《非理性繁荣》有感

王 斌

从常理上讲，一部金融学专著几乎没有任何可能成为我的枕边书，但美国金融学教授罗伯特·J·希勒的《非理性繁荣》是个例外。一串串生动事例和详实数据，让抽象的经济学解释变得易读易懂；从认知心理入手对身边信手拈来的经济事件的分析，很容易引起读者的兴趣和共鸣；对美国股票市场泡沫破灭的准确预言，使这本书毫无悬念地成为《纽约时报》“非科幻类最畅销书”和《经济学家》“2000年最佳图书”，也奠定了希勒教授“华尔街精

神教父”的地位。

《非理性繁荣》一书共有5篇12章。在介绍了股票市场的跌宕起伏和房地产市场的盛衰沉浮后，希勒从诱发投机性泡沫的结构因素、强化泡沫的文化因素、泡沫背后的心理因素三方面，详尽分析了造成非理性投资行为的根源所在，即解释了为什么会出现非理性繁荣。之后，希勒把与非理性繁荣有关的理论放置在一个更广阔背景下进行论述，同时参考了一些反对非理性理论的观点。在最后一篇中，希勒转向了如何应对非理性

繁荣带来的严重后果，用原文的话来说，即探讨了“非理性繁荣带给我们的关于政策问题的思考”。

烟人·反馈环·本能冲动

一直以来，传统西方经济学分析都是建立在“理性人”假设的基础之上。然而在现实生活中，人们往往自觉不自觉地沉浸在一夜暴富的发迹故事中，带着赌徒般的侥幸心理和贪婪欲望参与到市场投机中来，这与理论假设是相悖的。因此，希勒绕开了“理性人”分析的常道，

的名誉损失会使董事更加承受不起。因此，董事必须真正独立，不依附于公司管理层或某一个股东。目前国内公司的董事津贴一般较少，有的公司甚至没有，因为都是股东，发给你董事津贴和分红的区别不是很大。上市公司的独立董事则不同，董事津贴有的还比较高，但基本也是固定的，独立董事看着大股东的脸色行事就基本上能保证自己能顺利取得董事津贴。董事津贴由股东决定，因此，股东如何用好董事津贴这张牌，让

董事为公司创造更大的价值，也是股东需要思考的问题。

巴菲特还就如何选择合伙人、经理人，如何监督经理人，甚至连如何召开年度股东大会等问题阐述了自己的做法和观点：要和你尊重的人一起工作，这会使得你取得好的结果的机会最大化；公司的年度报告要坦诚，误导别人最终会误导自己；只接受那些能够合理评估的风险，在风险中获胜；本着简单和公平的原则，合理确定高管薪酬，避免“平庸

的表现获得天价报酬”现象的出现；关注长期经济目标，注重公司的未来发展；配置好自己的资本……在读完了《巴菲特致股东的信》一书后，笔者把其中的一些做法在工作上做了小试，确实收到了一定的效果。这也是我今天写这篇文章的动因所在。■

（作者单位：云南省烟草公司曲靖市公司财务部 云南省曲靖市烟草公司师宗分公司）

责任编辑 刘黎静

在有限理性的“社会人”假设的轨道上娓娓地阐发了他的警世惊论。

希勒在序言中直截了当地指出,其书的初衷虽是分析当前的经济事件,但事实上早已拓展到人类的错误判断如何相互传染这一问题上。他还用“烟人”来比喻,为历史上多次重演的非理性繁荣定下了行为金融学的分析基调。意大利未来主义诗人兼小说家阿尔多·帕拉采斯基(Aldo Palazzeschi)在距今100年前创作的超现实主义小说中,描写了一个仅仅依靠集体想象成为权威公众人物的完全由烟雾构成的“烟人”形象。希勒认为,这个实质上虚无缥缈的主人公,具有相当的现实性,因其生动地说明了哪怕一丝虚幻的暗示也可导致人们形成毫无根据的信念体系,从而引发一段相当长时间的非理性繁荣,并最终对整个世界产生负面影响。只有当人们转变观念、认识到如“烟人”般的投机性泡沫的非真实性时,才能回归真正的理性繁荣。

在对造成非理性投资行为的诸多因素分析中,不同情境下作用方向有异的反馈环机制是被希勒提及最多的。在谈到蓬齐骗局时,反馈环被描述成一种自然而然的蓬齐过程——过去的价格上涨增强了投资者的期望和信心,进一步抬高了股价继而吸引了更多的投资者,如此循环往复,最终造成了对原始诱发因素的过激反应。与此类似,在涉及到投资者对负面新闻的过度反应时,反馈环机制意味的则是发生加速向下反馈导致负泡沫。因而,反馈环在不同的场合也被表达成恶性循环、从众效应或扩大机制。简言之,正是人们过度贪婪或恐惧的非理性投资心理,加剧了反馈环机制向上或向下的回馈速度,导致了具有稍许滞后性的放大效应,使得外在价格远远偏离了内在价值。

希勒在书中列举了许多不同历史时期股价短暂冲高又反转骤降的事例,充分说明非理性繁荣早已不是新鲜事

物。著名经济学家凯恩斯早在其代表作《货币利息与就业通论》(1936)中就使用了与非理性繁荣意义相近的“本能冲动”(animal spirits,也翻译作动物精神)来解释经济行为。只是凯恩斯把视角集中在自发的乐观主义精神驱动经济振兴的积极功效上,而希勒则将更多笔墨转向行为经济学领域,重点阐释本能冲动中的非理性成分产生的负面能量,并认为有限理性的社会人决策不仅要避免由于保守带来的停滞,更重要的是应对非理性情绪产生的冲动风险,警惕不正常的剧烈波动和狂热的投机性泡沫。

其实,非理性情绪在反馈环放大作用下导致的股票暴涨或暴跌,不仅在时间纵轴上反复出现,而且还可以应用到横向不同市场和其他环境中以解释社会生活现象。例如,前不久几乎波及全国的“抢盐风波”,就是人们被挑起的恐慌心理在反馈环作用下被加剧放大,最终导致了迅速蔓延的疯狂抢购。

风险·多元化·理性救赎

在分析了各种非理性因素推动投机市场变化的作用机理后,希勒援引了学术界对市场泡沫给出的各种理论解释,并给出了如何采取行动进行理性繁荣尝试的针对性建议。希勒认为,作为特定情况下应对泡沫的救急方法,关闭和限制市场具有一定的有效性,不失为权宜之计。例如,作为这种措施典型代表的跌停板制度,在很大程度上有助于防止因股价短期内剧变而引起过度恐慌的公众反应。但是,若想从根本上解决由投机性泡沫造成的长期非理性繁荣问题,这种方法并非上策。

由于本能冲动是客观存在的人性特点,所以市场不可能由理性情绪完全控制和支配,风险必然存在于一切资产和投资之中。基于此,应对非理性繁荣的措施绝不能妄图去消除所有风险,而是应当试图通过一些方法来对冲和化解风

险。美国金融学会前任会长迈克尔·布伦南(Michael J. Brennan)曾提出建立一个包括标准普尔500家公司股息总额的新市场,这与希勒的建议在实质上有着相通之处,即应该设法把市场参与者的注意力从短期投机中转移出来,复归到对公司和市场长期基本面的关注上来。而要达到这一目的,需要投资者采取多元化的投资策略,而不仅仅通过多持有几家公司股票这样简单的方式来实现。具体来说,一方面,无论是个人投资者还是机构投资者,都不应小觑本能冲动中负面能量的不良后果;作为反馈传导重要一环的新闻舆论,也应引导投资者更多地关注经济实体而非投机市场。另一方面,具有足够应变力的日臻完善的社会保障体系和金融制度安排,将会有助于鼓励市场参与者进行抵消泡沫经济的建设性交易。只有满足以上主客观两方面的条件,才能实现有效的多元化投资,真正分散被套牢的风险,才是对非理性繁荣的理性救赎。

希勒对非理性繁荣的这几剂药方,其基本思想也适用于解决现实生活中的非理性问题。良好的制度环境和有效的规则执行,是解决问题的客观基础;而引导大众舆论给予事物以平和关注和多元思考,是更为关键的主观因素。

一部著作能够称得上经典,绝非因为它可以让读者在读后都能切中肯綮,而往往是因其能够引发读者结合自身实际去思考并有所感知和领悟。希勒的《非理性繁荣》以311篇参考文献和平均每章28个注释的严谨和详实,让读者对不稳定的市场和随处可见的投机有了更深入的认识;不仅理解了“信息层叠”、“漩涡效应”、“混沌理论”等抽象概念,更为重要的是使读者发现并开始关注自身潜在的可能引致决策扭曲的各种内在冲动,并试着给予“不过分、不过度、不过激”的思索和应对。■

(作者单位:中国人民大学商学院)

责任编辑 刘黎静