

索罗斯金融反身理论的理性阐释

——基于博弈分析视角

吴怀军

(盐城师范学院商学院 江苏盐城 224002)

【摘要】本文在对金融反身理论进行博弈分析的基础上,详细分析了金融市场大起大落波动背后的内在原因与机制,探讨了该原理对于金融主管部门与金融机构的应用策略。

【关键词】金融反身理论 索罗斯 博弈

一、索罗斯金融反身理论

金融反身理论是由乔治·索罗斯经过数十年的思索和实践提出来的(尽管还没有得到世人的充分接受),他用此指导自己在股票、外汇市场的投资活动,且获得了巨大的成功。“反身性”一词的专业含义是由索罗斯赋予的。他认为在社会科学中,研究者无法独立于所研究的对象之外,研究者的思维不可避免地影响到所研究的情境,于是社会事件的发展要受研究事件发展的参与者本身的思维和行动影响,这就是反身性。反身性在人类的经济生活中普遍存在,在金融市场中表现尤其明显。

参与者的思维和他们所参与的情境之间的关系可以用两个函数来表示。参与者认识情境的行为可以称为被动函数或者认知函数,而他们的思维通过行动对情境的影响成为主动函数或者参与函数。认识函数的自变量是情境,因变量是参与者的思维;而参与函数的自变量是参与者的思维,因变量则是情境。两个函数同时发挥作用并相互干扰,一个函数的自变量是另一个函数的因变量,最终不会有确定的结果出现。运用简单的数学原理,反身性可以表述成一组递归函数:

$$\therefore y=f(x), x=g(y)$$

$$\therefore y=f[g(y)], x=g[f(x)]$$

两个递归函数不会产生均衡的结果,而只有永不停止不断变化的过程。在经典的经济理论中,认识函数被完备理解的假说所替代,从而回避事实使均衡在理论上得以成立。删除认识函数会造成失真,在某些情况下,比如微观经济分析中,这种失真还不算太明显。然而放大到金融市场中,由于其特殊的杠杆交易机制,这种失真变得十分严重。因为确定价格的最重要因素就是参与者的认知,参与者的偏向导致了价格的变化,而价格变化又影响了参与者的偏向,不断变化的预期和不断变化的事件使得寻求均衡价格的努力变得徒劳无益。

由于市场里众多参与者的偏向各不相同,我们还需要引入主流偏向这一个概念——即所有参与者彼此相反的偏向相互抵消以后留下的偏向,相当于偏向的合力。我们可以假设最初市场价格是“均衡”的,由于认识的不完备,主流偏向导致了

股价的运动。而运动本身又反过来证实了主流偏向的预期,从而强化了主流偏向,使得价格继续沿着同一方向运动。除非事件的发展已经到了一个十分离谱的地步,人们在依据现有的资料对未来做出分析时,总倾向于认为事件会沿着现在的趋势继续向既定方向发展。崩溃后反向变动的结果也是类似的过程。反身性演进的最终结果导致了金融市场的大起大落,也即索罗斯所强调的荣枯循环。

以中国股市为例,2005年中国股市进行股权分置改革之后,主流看好的偏向刺激了股价的上扬,价格上扬之后又改善了上市公司的经营业绩,强化了人们的预期,这进一步刺激了股价的上涨,循环往复最终股市持续上涨达到2007年最高点,造成了严重的投机泡沫。经过高位剧烈震荡之后,2008年经济危机导致人们的主流偏向受到沉重打击,上市公司业绩大幅度下滑,预期和经济基本面的崩溃刺激股价持续跳水,开始反向循环不断加强挤泡沫的过程。我国股市近几年的大幅度波动走势可以说是一个典型的荣枯循环,是金融反身理论的现实反映。

二、博弈论

博弈论又称对策论,起源于上世纪初,1944年冯·诺依曼和摩根斯坦恩合著的《博弈论和经济行为》奠定了博弈论的理论基础。20世纪50年代以来,纳什、泽尔腾、海萨尼等人使博弈论最终成熟并进入实用。近20年来,博弈论作为分析和解决冲突和合作的工具,在管理科学、国际政治、生态学等领域得到广泛的应用。

简单地说,博弈论主要研究决策主体在给定信息结构条件下如何决策以最大化自己的效用,以及不同决策主体之间决策的均衡。博弈可以分为合作博弈和非合作博弈,根据对信息的掌握程度还可以分为完全信息博弈和不完全信息博弈。博弈论主要强调不同主体在决策时相互间的影响与作用,进而会产生什么样的博弈结果。从这里我们可以看出,博弈论看重的主体间的影响与作用和反身理论强调的参与者思维与情境之间的互动关系其实是一个紧密联系的整体,有很多非常相似的地方,只有将它们综合考虑才能对金融市场的波动性

做出更深层次的合理解释。

三、对索罗斯金融反身理论的博弈分析

下文我们通过对索罗斯金融反身理论的博弈分析,重点研究金融市场主流偏向的发展与演进,进而找出金融市场趋势变动的内在本质原因。

1. 基本概念及原理分析。在完全竞争市场中,每个参与主体只是价格的被动接受者,对市场没有影响力,市场的变动由整体的供求合力决定,我们称此时的博弈主体为无影响力的博弈主体。在非完全竞争市场中,少数一些寡头由于实力强大,对市场有了一定的影响力和控制力,可以在一定程度上调控市场,我们称此时的博弈主体为有影响力的博弈主体。根据主体对信息的占有不同,又可分为完全信息博弈主体和不完全信息博弈主体。一般而言,有影响力的博弈主体因其实力强大,通常也接近于完全信息。

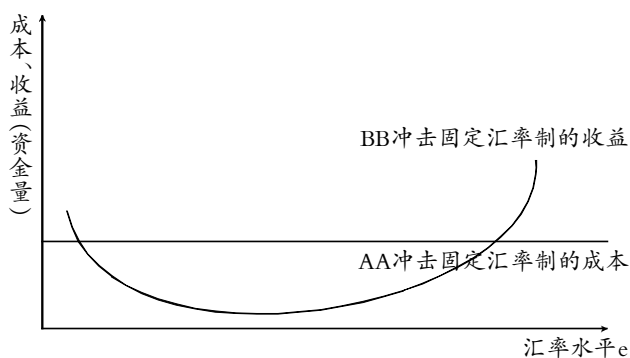
博弈论强调单一主体在做决策时要同时考虑自己行动对其他主体产生的影响,以及其采取的相应行动,进而在此基础上分析做出自己的决策。不过在金融反身理论的分析框架下,各主体之间的关系将发生变化。各思维主体和市场价格之间存在互动的反身关系,同时各思维主体之间又存在着博弈关系。如果主体数量众多,实力相近且很弱小,此时市场价格的趋势性无论在时间上还是空间上都不明显,因为此时各主体并没有一个强有力的实力机构可以跟风。根据行为金融学的解释,人非理性的,人的心理状态又变化无常,所以此时不会有固定的博弈模式,金融市场多暴涨暴跌,投机性非常强,这也符合各国金融市场发展初期的实际状况。如果市场被一些实力强大的寡头机构所控制,此时他们之间努力合作以实现共赢是最佳结果,同时可以实现博弈均衡,否则只会两败俱伤。寡头中有一个公认的领导者时更是如此,那些弱小的博弈主体跟随有影响力的博弈主体一起行动也是最佳的选择。因此强势寡头通过相互间的影响与干预并带动众多的弱小群体,与市场价格之间形成了一个反身走势,即通过影响主流偏向进而影响市场价格走势。

2. 金融市场实证分析。金融市场由于其规模巨大、流动性强,而且跨国交易一般可认为近似于完全竞争市场,如全球外汇市场。每个博弈主体并不能去影响价格,只能通过自己对价格趋势的把握进行投资决策。根据金融反身理论,投资者思维与市场间的双向互动导致了市场趋势的大幅变动,最终结果不是趋向均衡而是导致涨跌波动的荣枯循环。索罗斯在成名前的投资秘诀主要是对金融市场趋势的预测和判断,他自己也承认对转折点的把握比别人要成功,能做到先行一步,此时他是一个无影响力的和不完全信息博弈主体,依靠的是自己丰富的经验和对市场独特的领悟。

随着经济发展的深入完全竞争假设并不符合实际情况,各行业都出现了垄断组织。金融市场中一些实力机构凭借自身优势,在某种程度上可以干预市场价格的运行,此时他们是有影响力的博弈主体,对市场价格趋势有明显的放大加速作用。以索罗斯为例,经过多年的精心运营早已经是名利双收,无论是量子基金本身的实力还是他本人巨大的号召力,都足

以对市场产生重大影响。同时索罗斯借助慈善基金会获得了广泛的人脉关系,在信息来源上也接近完全信息,甚至有人戏称他做的是内幕交易,此时索罗斯和市场价格间的反身关系必须引起我们的重视。也许市场起初的主流偏向只是一点苗头,价格趋势并不明显,但作为一个有影响力的博弈主体,他可以通过自身的影响去放大加速市场主流偏向的变动,最终导致市场价格形成一个大的荣枯循环。在东南亚金融危机中,亚洲国家本身的经济问题和决策失误是危机发生的根源,没有索罗斯等人冲击,亚洲国家汇率的贬值与回归也是迟早的事,但最终结果却是亚洲国家持续多年的经济衰退,这是因为以索罗斯为首的对冲基金可调动的资金数额庞大,高达上千亿美元,加上金融市场的杠杆效应,其实力足以和一个国家相抗衡,而且各国金融市场是紧密联系的整体,所以影响更是广泛而深远。

在市场趋势出现苗头时,是否加剧市场趋势的变动我们可以借助于成本收益分析法。以东南亚金融危机中的泰国为例,其实行的是固定汇率制度。对索罗斯等国际热钱来说,如果冲击失败,他们的成本主要为交易的手续费和一些佣金,加上些许变动损失。然而一旦成功其收益却十分巨大,所以这些国际热钱必然会蜂拥而上不断冲击泰铢汇率,实行多年的早已僵化的泰铢固定汇率的崩溃也是迟早的事,经济学家们称这种投机为“单向投机性赌博”。用模型表示如下:



如上图所示,纵轴表示用资金量衡量的冲击成本或收益,横轴表示汇率水平。BB曲线表示冲击固定汇率制的收益的变化,它随着汇率的变动而变动,先逐渐减小后逐渐增大,表现为一条弧线。AA曲线表示冲击固定汇率制的成本,根据上文分析它基本与汇率无关,可假设为一条水平线。随着汇率水平的变动,在超过某一临界点之后,冲击收益会变得远大于冲击成本,最终导致冲击成功,固定汇率制因崩溃而被放弃。

总之,对于有影响力的博弈主体而言,只要这个反身互动的收益远大于成本,其必然会加剧市场趋势的变动,力图实现更大程度的反身循环。从某种意义上说,国际热钱并不能改变经济发展的趋势,只是顺势而为的跟风者,目的在于放大经济的起伏动荡。亚洲经济本来只是“感冒”,索罗斯等对冲基金一桶“冷水”浇了上去,最终导致亚洲经济得了“肺炎”,多年经济成果付诸东流。我们也可以说金融反身理论与我国股票市场发展初期盛行的坐庄理论有异曲同工之妙,只不过做庄的机构影响力更大,几乎控制了一个股票的所有走势。

非公开发行中利益侵占的国内外研究述评

陈华妹

(暨南大学管理学院 广州 510632)

【摘要】非公开发行是我国证券市场股权再融资的主要方式之一。由于我国上市公司公司治理不完善而且股权过度集中,大部分学者着重于对非公开发行中是否存在控股股东利益侵占行为进行研究。本文对国内外非公开发行利益侵占的相关文献进行梳理述评,以期抛砖引玉。

【关键词】非公开发行 控股股东 利益侵占

非公开发行是指上市公司采用非公开方式向特定对象发行股票的行为。自中国证监会于2006年5月6日公布的《上市公司证券发行管理办法》以来,非公开发行股票由于其门槛低、操作简单,逐渐成为中国上市公司股权再融资的最主要方式(吴育辉等,2010)。到目前为止,非公开发行已经有6年多了,中国学术界对股票非公开发行的研究主要集中在控股股东的利益侵占问题上。对非公开发行中利益侵占问题研究的述评却很少见。本文通过对国内外非公开发行中利益侵占相关文

献进行梳理评述,以为相关研究提供有益的启示。

一、国外私募利益侵占问题研究述评

利益侵占问题研究由来已久,其根源在于公司所有权和经营权分离产生的第二类代理问题,即大股东和中小股东之间的代理问题,该问题最早由英美等国家的研究者开始研究,进而扩展到其他的国家。Grossman和Hart(1983)认为,如果公司存在着持股比例较高的大股东,那么就会产生大股东的控制权收益。Johnson等人(2000)提出首次提出“利益侵占”一

四、启示

金融反身理论本质上是关于人类认知行为的哲学理论,在我们认识世界的过程中都可以借鉴使用,尤其对于经常处于博弈中心的金融部门而言,用处更是广泛。

1. 宏观运用。无论是影响力多么巨大的金融机构,其能力都不足以和金融市场的内在运行趋势相抗衡,只能适应或强化它,这是非常重要的一点。东南亚金融危机中亚洲各国金融主管部门的失误正在于此,量子基金和老虎基金等国际热钱在我国香港的最终惨败也是因为忽视了这一点,妄图和市场主流偏向相抗衡。我国中央银行正在进行的人民币汇率改革和资本金融项目的开放应该要牢记这个教训,随着经济环境的变化,相关配套政策必须进行不同程度的调整。同时我们也要知道,有了主流偏向并不一定意味着经济会大起大落,各博弈主体的行动方式也起着非常关键的作用,这就对金融监管提出了更高的要求。中国经济的开放进程应吸取东南亚国家的前车之鉴,根据本国国情循序渐进地改革,避免国际热钱的放大冲击效应。

2. 微观运用。根据金融反身理论,金融市场不会趋于均衡,只会大起大落,金融市场中的博弈主体也不再只是市场趋势的奴仆,他们的决策与行动决定了自己的命运,可将他们的做法简称为相机抉择。具体可以分为两种情况进行讨论,一是以散户为主要参与力量的市场,另一个是以机构投资者为主导的市场。散户为主的市场,其并不是一个成熟的市场,大型金融机构可以发挥一定程度的引导作用,但总的来说市场投

机性较强,金融机构在某种程度上也只是随波逐流而已。对于以机构为主的市场,金融机构可以充分发挥自己的实力和信息优势,进行长期战略投资。具体而言,精心选择优质投资对象,即那些众多博弈主体主流偏向都预期看好的对象,顺势而为与众多有影响力的实力机构共同合作,放大加速市场的主流变动趋势,推动市场长期相好。当然也不排除某些机构通过自身的精心包装与运作,先行激发市场的主流偏向然后加以利用。我国股票市场努力推进的大力发展机构投资者活动和股权分置改革就是按照这个思路来进行的,取得了非常好的效果,我国股市也进入了前所未有的加速发展阶段。

总之,对索罗斯金融反身理论的博弈分析启示我们,大型金融机构完全可以通过发挥自身的优势努力地去改进市场,而不是消极的适应市场,这是一种非常积极的投资观。在我国政府大力鼓励国有大中型企业走出国门进行国际投资这个背景下,我们完全可以借鉴使用这种方法,在与国外机构进行合作与竞争的同时,不断提高自身的水平,在国际金融市场占得一席之地。

主要参考文献

1. 乔治·索罗斯著.孙忠,侯纯译.金融炼金术.海口:海南出版社,1999
2. 乔治·索罗斯著.王宇译.开放社会——改革全球资本主义.北京:商务印书馆,2001
3. 白波.博弈智慧.哈尔滨:哈尔滨出版社,2008
4. 姜波克.国际金融新编.上海:复旦大学出版社,2011