

認知失調與其於財務研究之應用  
Cognitive Dissonance and Its Applications in Finance

周賓鳳\*

國立中央大學財務金融系

「認知失調」理論是由社會心理學家費斯汀格 (Leon Festinger) 所提出，自 1957 年發表後，馬上就成為社會心理學的主流，並影響了整個領域的研究長達十五年之久。不過它的流行也只持續到 1970 年代，之後，也就風采不再了。今日，儘管多數的人不清楚這個理論的內涵，但「認知失調」已成為一般日常用語。有趣的是，經濟學家一直到近二十年來才開始注意到這些理論對人的決策的影響，並逐漸將之納入理論模型中，而財務理論的相關研究則又是最近幾年的事了。

本文簡單介紹認知失調理論，並簡短介紹這個理論在財務研究上的應用與意涵。

### 一、「認知失調」理論

「認知失調」理論主要在處理各種認知間的關係。簡單而言，認知失調是當個體對所面臨的情況和他們心中的想法不同時，所產生的一種心理的衝突。而當個體知覺有兩個認知（包括觀念、態度、行為等）彼此不能調和一致時，會感覺心理衝突，促使個體放棄或改變認知之一，遷就另一認知，以恢復調和一致的狀態。

基本上，認知(cognition)可視為是一種“知識(a piece of knowledge)”，而此知識泛指一切有關態度、情緒、行為、觀念、或對價值的看法等等。例如，「環保很重要」、「我喜歡黃色」、「當孝敬父母」等，都是認知。多數的認知是在個體成長的過程中學習而來的。每個人心中都會同時有各種不同的認知，而這些認知，很多是不相關的，有些是一致的或是調和的(consonant)，而有些則是不一致或是失調的(dissonance)。我們大多數的認知是不相關的。調和的認知(consonant cognitions)係指認知間彼此配合或是存在協調的從屬關係。例如，「我很用功唸書」與「我的成績很好」就屬於調和的認知。人們基本上喜歡他們的認知間是存在調和關係的，但是何以有這種偏好，其根源卻是不可知的，或許這是由於生物基因構造使然，抑或是因為個體在社會化的過程中漸漸形成的。

一認知如果與另一認知的“相反面”是調和的，則我們可稱此二認知是失調的。比如我「很用功」，但「成績不好」間就有失調的關係。Festinger 認為個體

---

\* Email: [choup@cc.ncu.edu.tw](mailto:choup@cc.ncu.edu.tw); Tel: 03-4227151 ext. 6270; Fax: 03-4252961.

在經歷到認知失調時，心中會有一種不快的張力或壓力；這種壓力就如同在飢餓與口渴會有一股力量驅使生物去尋找食物與水一樣，個體也會尋求解決方案來降低這種張力與壓力所帶來的不適。

影響認知失調強弱程度的因素可大至分為四項。一、當認知間的差異性愈大時，連帶所引發的不適感也就愈大。比如「非常用功讀書」與「成績很差」就比前面的「很用功」與「成績不好」來的令人難受。二、彼此間失調的認知的個數越多，所帶來的不悅程度也會越高。比如除上述的兩個認知外，再增加一個「其他人成績都很好」的認知，就會讓人更不舒服。反之，如果「其他人的成績也很差」，則可以降低不舒服的感覺。亦即，三、當彼此間調和的認知的數目增加時，不適的感覺也會下降。四、個體賦予各個認知的重要性也會影響到認知失調張力的大小。比如說，我的成績雖然不佳，但我的父母或老師從來不會以成績來作為獎懲的依據，因此我賦予「成績不好」的“重要性”或“權重”也就較低些，進而這個失調所帶來的不適也就會弱一些。

由此可知，我們可預測，個體在降低認知失調可採取的步驟包括：

1. 改變原有認知。當存在認知失調時，由於各種認知抗拒改變(resistence to chance)的程度不同，「認知失調」理論預測個體會傾向於改變最容易改變的認知，也就是抗拒改變最小的認知。例如，我們可能會開始相信，其實「成績不好」是因為「相對別人而言，自己並不是真的很用功」。一般而言，認知失調常常導因於一個既有的概念或看法與後續行動結果間的不一致，而由於行動的結果是自己選擇的，較不具可逆性、較不易改變，因此個體會傾向於改變原有的看法。
2. 增加“調和”的認知的個數，減少“失調”的認知。例如，「題目很難，大家都考不好」，「我讀書時，家裡一直有事情在干擾我專心」等等。在做法上，個體可能會以「選擇性暴露(selective exposure)」的方式來避免認知失調。所謂「選擇性暴露」是指個體會經意或不經意地忽視非調和的認知，而只注意到調和的認知。
3. 更動各認知的相對“權重”。

由以上的介紹可知，人的決策行為深深地受到其認知的影響。即使面對同樣的情境，不同的人也會因為其背景或特質的差異而對環境有不同的認知與反應。例如，投資人對股利宣告或購併等公開資訊就常會有不同的解讀。

我們也可以從資訊與決策過程的角度來解釋認知失調。基本上，從系統的角度來看，整個決策過程可以表示為「輸入(input)→處理(process)→輸出(output)」三階段的程序。因此，影響決策結果（即輸出）的因素可分為二大類：

1. 在「輸入」階段，哪些資訊被納入考量？
2. 在「處理」階段，在相關資訊納入後，個體如何做出適當的決策。

Heiner (1983)指出，個體所面對的問題之困難程度，以及可獲得之資訊的複雜程度常常超過其能力所能勝任，以致於無法正確的處理資訊，並做出最適的決定。Heiner 稱此為「勝任程度-困難度落差(competence-difficulty gap; C-D gap)」，當此落差加大時，個體能夠對問題（情境）做出適當決策的不確定性就會提高，而為了避免此不確定性，個體會變得越不願意對新的資訊做出反應，而反而傾向於依循及採取可為之所掌握或熟悉的行為與經驗法則（參見 Hosseini (1997)）。

由於情境的複雜，個體常會以簡化認知的方式，來簡化其決策過程。三種常見的現象包括：

1. 先前假說偏誤(prior hypothesis bias): 個體囿於其先前既有的看法，會傾向於尋找驗證其看法的資訊，而對與其想法相反的資訊視而不見（也就是會不經意地過濾掉不利的資訊，頗有「掩耳盜鈴」之趣）。研究發現，個體會高估確認其心中想法的資訊的價值，而低估相反資訊的價值(Kozielecki, 1981)。
2. 定位與調整(anchoring and adjustment): Tversky and Kahneman (1974)指出，對某一變數的初始估計值(initial estimates)會被個體視為一個參考的指標（即“錨(anchor)”), 這個初始估計值就變成個體的一個認知，而當新資訊或證據顯示原有認知不對時，個體仍會以原有的估計作為調整的指標，因此常常使得修正的幅度太小，而不是馬上就根據新的證據調整認知。
3. 強化承諾(escalating commitment): 當個體對某些事件或行動有所承諾時（或是覺得有責任時），這個承諾就形成一個認知而不易改變。因此個體會改變其他與此承諾不一致的認知來降低認知失調所帶來的不適。更而甚者，個體甚至會加強原有承諾的認知。

不過，傳統的經濟理論假設個體在面對所擁有的資訊下，總是能夠做出極大化其預期效用的理性決策，而即便表現出偏離理性的行為，此「偏離」也是隨機的，因此無須也無從以科學的方法去探討。然而也正因如此，傳統經濟理論在解釋許多像是金融泡沫等的怪異現象時，就顯得牽強與力不從心。以下，我們討論幾個「行為財務學」的主題與「認知失調」理論的關係。

## 二、財務相關研究

認知失調可解釋相當多的現象，包括「原賦效果」、「沈沒成本效果」、「心理帳戶」等。以下我們一一說明之。

### 1. 原賦（安於現狀的偏誤）效果

人們對於賣出一樣物品所要求的價格會比要買入此物所願意付的價格較

高。換言之，人們一旦擁有了一項物品（亦即“原賦(endowment)”），就會賦予此物品較高的價值，儘管人們未必需要此一物品，這就是所謂的原賦效果。從認知失調的角度看來，「我擁有物品 A」與「物品 A 沒價值」是不一致的認知，而前者是既定事實，因此人們會傾向改變後者，亦即賦予所擁有的東西較高的價值。這跟「安於現狀偏誤(Status Quo Bias)」，亦即人們傾向於保留他們現有的，而不願去與人交換，有異曲同工之趣。

由於個人有避免失去原賦的傾向，Samuelson and Zeckhauser (1988) 設計了一個實驗。他們的實驗中假設參與者獲得一筆意外的遺產，其中包含中度風險公司、高度風險公司、基金票券或政府公債等四種投資組合中的一種，並提供其更改投資組合的選擇權，實驗結果顯示大部分參與者選擇維持原狀。Hershey, Johnson, Maszaros, and Robinson (1990) 對 New Jersey 與 Pennsylvania 兩州的汽車保險法令的制定進行研究，兩州均提供兩種型態的保險以供抉擇，第一種較便宜但有訴訟的限制；第二種較昂貴而無訴訟的限制。實驗結果顯示：New Jersey 州原有的汽車保險法令為第一種，只有 23% 的人選擇改為第二種；而 Pennsylvania 州原有的汽車保險法令為第二種，有 53% 的人選擇現狀。這些證據都顯示安於現狀的偏誤是存在的（參見周賓鳳等 (2002)）。

「安於現狀偏誤」會隨著現狀的複雜度提高（即前述的「勝任程度-困難度落差；C-D gap」）而加強。在現實中，由於投資人面對成千上萬的投資標的，因此一些投資人在做了投資決策後就鮮少更動他們的投資組合。這在投資組合有損失的時候更是如此，因為「認賠出場」與原先買入時的“好”預期間存在認知失調的關係。我們稍後再詳述之。

「安於現狀偏誤」也暗示了人們有抗拒改變的慣性或惰性(inertia)。Bernartzi and Thaler (2002) 就利用這個人性的“弱點”，以相當低的成本設計了一個方案成功的提高了許多美國人的儲蓄率。

另外一個眾所皆知的研究證據就是多數的共同基金績效無法擊敗大盤，但是令人不解的是，共同基金的規模仍不斷地攀升。Goetzmann and Nadav (1997) 以問券的方式讓投資人回想其共同基金的績效。問卷結果顯示，不論是有高教育的建築師(但對投資未必懂))或是美國個別投資人協會(American Association of Individual Investors, AAII)的會員（對投資的理論與實務較熟悉），都明顯地高估了他們所擁有的基金的績效；平均而言，他們以為的報酬比實際的基金報酬高出好幾個百分點，而且他們也都過分樂觀(overly optimistic)地以為其共同基金大敗大盤。這個結果顯示，投資人的確會過濾掉會與其認知不符的訊息。

## 2. 沈沒成本效果

沈沒成本是經濟學裡一個重要的觀念，意指已投入而無法恢復或收回的成本，由於其為不可恢復，因此對後續的決策不應有所影響。例如，你租了一個店

面賣飲料，且也已經付了三萬元的月租，但可預期這個月扣掉銷貨成本（假設包含你的薪水，但不包括房租），你只能賺二萬元，尚無法支應租金，那麼這個月你還要營業嗎？顯然，已支付的租金是固定成本，也就是沈沒成本，只要營業能彌補銷貨的成本就應繼續營業，即使收入可能無法完全彌平租金的支出。但是，若繼續營業會虧更多（比如說東西沒賣掉會壞掉而導致損失），則當然就選擇關門。顯然，就這個月而言，租金是沈沒成本，對我們是否營業沒有影響。但是人的行為並不總是這麼理性，Thaler (1980)舉了以下的例子說明：假定某甲為了要參加某網球俱樂部，支付美金 300 元的入會年費。在兩個星期的練習之後，某甲不小心得到了網球肘。但是他可能會忍痛持續打網球，因為「花了錢買」但卻「不使用」是相互衝突的認知；選擇「繼續打球」，而忽略「打球會痛」的認知（即降低其權重）是降低認知失調的典型作法。

以此例來說，300 元的入會年費是一項沈沒成本，傳統財務理論認為沈沒成本不會影響個人的決策。但是，個人在做決策時，顯然受到沈沒成本的影響。

其實「沈沒成本」正代表了個體對某事物的“承諾”，因此就成為一項不易改變的認知（「強化承諾」的呈現）。<sup>1</sup>在現實世界中，沈沒成本的影響處處可見。不好的投資計畫通常不會馬上被修正，尤其是投入的金額越大時。Scherer (1984) 就發現成效不彰的購併行動通常不會被及時的終止，而要一直等到原先負責的主管離開公司之後。

以買賣股票為例，人們在買入一股票時當然預計自己會獲利（一項認知，也是對自己的一項承諾），但如果是後續的股價一路下跌而導致損失，就會產生認知失調而感到痛苦。這個時候，多數投資人會寧可套牢，並等待股價回升來解套（以降低認知失調所造成的痛苦）。反之，投資人若賣出“套牢”的股票，認賠出場，無疑的是承認自己決策錯誤，其所帶來的痛苦恐怕比金錢的損失還要來的嚴重。

這解釋了為何投資人會在股票一再下跌卻寧可套牢，而一旦回本，或小賺時就會趕快獲利了結。研究者認為，投資人為了避免後悔，會傾向繼續持有資本損失的股票，而去實現具有資本利得的股票之狀況。他們將這種現象命名為「處份效果」或「錯置效果(disposition effect)」。舉例來說。假設某投資人在一個月前以 50 元買進某股票，到了今日，該股票的市價為 40 元，此時投資人要決定到底是賣出或繼續持有該股票。另外假設未來此股票不是上漲 10 元就是下跌 10 元。投資人會將此決策編輯成以下兩個賭局的選擇：「一個是立刻賣該股票，馬上實現 10 元的損失」，另一個是「繼續持有該股票，這樣一來，有 50% 的機率再損失 10 元，另外有 50% 的機率可以得到 10 元，將目前下跌的部份扳平。」。顯然，後者

---

<sup>1</sup> 在賽局理論中，廠商所投入的大量的成本（如積極擴充產能），儘管是沈沒成本，也被視為是一種承諾，但這種承諾是用來作為威脅外在潛在競爭對手進入市場中的訊號(singal)。這與我們這裡的“內在承諾”有不同的含意。

是比較符合原有認知的。<sup>2</sup>

當然，隨著股價的繼續下跌（直到這樣的資訊無法在被忽視），投資人還是可能會認賠出場。Frey (1982)認為，個體雖有「選擇性暴露」的偏誤，但一旦認知失調的強度過高到一定的程度時，會突然完全的修正原有看法，而支持外部的資訊（參見 Gild et al. (1987)）。

其實，認賠出場所帶來的痛苦或許不會太大，因為人的心理機制常會將自己的行為合理化。Heider 指出，個體會把驗證其行動的事件歸因於其能力（即內在歸因），而把不如理想的事件結果歸咎於外在干擾因素（即外在歸因）。這就是所謂的「歸因理論」。歸因理論顯然是認知失調理論的另一種形式的呈現。

不過，人們在解釋他人的行為時，又似乎會傾向於以相反的方式；即別人的成功歸諸外在，而錯誤則歸諸內在因素（這就是所謂的歸因謬誤）。例如，我們與人約會遲到時，常會以類似「鬧鐘沒響」、「交通擁塞」來解釋（外在歸因）；但別人遲到時，我們反而常常會解釋為「他就是喜歡遲到」、「這個人就是沒有時間觀念」（內在歸因）等。

回到上面認賠出場的例子。投資人可能會以諸多外在的因素來增加調和的認知的數目，例如，「這支股票其實很好，一定會回漲，不過我現在需要用錢」、「股票是選對了，但大局勢不好嘛」等。

### 3. 過度自信(overconfidence)

「過度自信」大概是被用來解釋各種行為及金融現象最廣的觀念之一。實驗研究顯示，人們經常會過於相信自己判斷的正確性。此外，當詢問受訪者一些問題時，受訪者會傾向於高估他們答對的機率。即使受訪者確信他們絕對答對時，通常答錯的機率仍高達 20%。另一項對汽車駕駛訪談的研究則發現，有 82% 的受訪者認為他們是平均以上的駕駛。顯然至少有 32% 的人高估了自己的技術。

「過度自信」似乎是導因於個體犯了「先前假說偏誤」與「選擇性暴露」的錯誤。如前所述，個體為避免認知失調，會高估確認其心中想法的資訊的價值，而低估相反資訊的價值。

就股票交易而言，一個令人不解的現象是：何以大多時候成交量會如此大呢？顯然買賣成交雙方都認為自己會獲利；買方認為股價將漲，而賣方認為股價會跌。如果大家的看法都一致，那麼成交量必定變得很小。其實大多數人所握有

---

<sup>2</sup>這個現象也可以利用 Kahnman and Tversky 的「展望理論」來解釋。根據展望理論，當股價下跌時，投資人為損失規避者(loss aversion)，因此會持有股票而避免實現損失。若股價目前處於獲利的階段，則投資人為風險規避者，投資人會傾向實現確定的利得，因此較會賣出有資本利得的股票。不過，雖然實現一個有利得的股票會產生驕傲感，但隨著被實現的股票其股價持續的上漲，投資者的驕傲感會下降，並產生實現太早的遺憾（另一個認知失調）。

的資訊並無太大差別，但何以對資訊的解讀與看法會如此分歧呢？顯然，大多數的投資人都犯了過度自信的問題。投資人之所以過度自信是因為他們不知道自己是資訊不足的。Odean (1999)在分析美國個別投資人的投資行為時，發現散戶會在賣股票之後很快地又買另一種股票，但是平均來說在第一年的時候，即使扣除交易成本，他們賣的股票會比他們買的股票表現要好。這樣交易過度頻繁可能就是導因於投資人的過度自信。

### 3. 心理帳戶

Thaler (1985)與許多學者都指出，個人在做決策時並不會綜觀所有可能發生的出象，而是將決策分成好幾個小部份來看，即是分成好幾個心理帳戶，對於不同的心靈帳戶會有不同的因應之道。

讓我們看看下面這個例子。

- 假如你事先花了 1,000 元買了一張演唱會的票，但到了會場大門你發現票不見了，你會再花 1,000 元買一張票嗎？
- 又假如你準備去看一場演唱會，但到了會場大門你發現錢包裡掉了 1,000 元，你會再花 1,000 元買一張票嗎？

多數人，在第一種情況下會有困難掏腰包再買一張票，但在第二種情形則較願意。但這二種情形在實質上並無分別：不論是否再買一張票，都已損失了 1,000 元（都是沈沒成本）。這說明了人的行為的確會因為問題或情境呈現的形式不同而有所不同（即所謂的框架相依(framing dependence)）。

但何以人們在面對這兩種情況的作法會不同呢？

第一種情況下「買的票掉了」與「再花錢買一張票」讓我們覺得「花了 2,000 元看一場演唱會」，因此形成花太多錢的失調感。而掉了票是既成事實。無法改變，因此許多人選擇改變行為（即不看了），來降低認知失調。

但第二種狀況下，我們會傾向於視損失為金錢的遺失(other loss)，而不是“買票的錢掉了”。「買票看演唱會」與「錢包掉了 1000 元」變成不相關的認知。在這個例子中，我們以改變認知(change in belief)的方式將「買票的 1000 元掉了」編輯為「其他的錢掉了」。

這其實也就是所謂的『心理帳戶』的效果：我們把「看演唱會的預算」與「錢包裡得錢」看成二個不同的帳戶。顯然，「心理帳戶」也可視為個體為降低認知失調，改變認知的一種型式的表現。

比如說，個人一般會將自己的所得分成三部份：目前的薪資所得、資產所得和未來所得，對於這三種所得個人的態度並不相同，譬如對於未來所得個人總

是不太願意花掉它，即使這筆所得是確定所得。投資人也會傾向將自己的投資組合分成兩部份，一個部份是低風險的安全投資，另一部份是風險性較高，以期望讓自己更富有的投資。以上這些理論都認為，大部份的投資人會想避免貧窮同時又想要變得很富有。此時，投資人會把目前的財富分為兩個心理帳戶，一是為了避免貧窮，另一個則是想要一夕致富。這說明了為什麼人會保守的去買保險，卻又同時熱中於樂透彩券的購買。

在應用上，Barberis and Huang (2001)以心理帳戶與損失趨避的概念建構一個理論模型，成功地解釋了為何在時間數列方面個別股票報酬有高平均數、高波動性和明顯的可預測性，同時也解釋了橫斷面報酬的價值溢酬與規模溢酬之謎。

### 三、結語

本文介紹了認知失調的概念並簡單探討其在財務研究上的幾個應用。許多行為財務學探討的觀念，似乎都可以認知失調的理論來說明。不過，這個理論雖然廣泛且簡單明瞭，但卻不夠明確(specific)，以致於經濟學家在嘗試將其數量化與模型化上並不是很成功。我們期待各種心理學的理論與概念能與經濟學及財務學的理論有更一致與完整的結合。

此外，認知失調理論主要應用在解釋個體的行為，但並未能解釋群體的互動，因此在解釋由群眾交互作用而呈現的市場行為上，仍有相當大的限制。我們也期待未來有更多的心理學的理論，尤其是社會心理學的理論，可以應用在行為財務學的研究上。

## 參考文獻

1. Barberis, Nicholas and Ming Huang. (2001). “Mental accounting, loss aversion, and individual stock returns,” forthcoming in *Journal of Finance* 56, 1247-1292.
2. Benartzi Shlomo and Richard H. Thaler, 2001, Save more tomorrow: Using Behavioral Economics to increase employee saving, *UCLA working paper*.
3. Frey, D., 1982, Different levels of cognitive dissonance, information seeking and information avoidance, *Journal of Personality and Social Psychology* 43, 1175-1183.
4. Gilad, Benjamin, Stanley Kaish and Peter D. Loeb, 1987, Cognitive Dissonance and utility maximization, *Journal of Economic Behavior and Organization* 8, 61-73.
5. Goetzmann, William N and Nadav Peles, 1997, Cognitive Dissonance and mutual fund investors, *Journal of Financial Research* 20, 145-158.
6. Hosseini, Hamid, 1997, Cognitive Dissonance as a means of explaining economics of irrationality and uncertainty, *Journal of Socio-Economics* 26, 181-189.
7. Kozielecki, J., 1981, *Psychological decision theory*, Dordrecht, Holland: D. Reidel Co.
8. Odean, Terrance, 1999, “Do investors trade too much,” *American Economic Review* 89, 1279-1298.
9. Samuelson, W. and R. Zeckhauser, 1988, “Status Quo bias in decision making,” *Journal of Risk and Uncertainty* 1, 7-59.
10. Stephenson, Hugh, 2002, Cognitive dissonance, <http://www.ithaca.edu/faculty/stephens/cdback.html>.
11. Thaler, R. H., 1980, “Toward a positive theory of consumer choice,” *Journal of Economic Behavior and Organization* 1, 39-60.
12. Thaler, R. H., 1985, “Mental accounting and consumer choice,” *Marketing Science* 4, 199-214.
13. Tversky, A., and D. Kahneman, 1974, “Judgment under uncertainty: Heuristics and Biases,” *Science* 185, 1124-1131.
14. 周賓鳳，池祥萱，周冠男，龔怡霖，2002，行為財務學：文獻回顧與展望，*證券市場發展季刊*（即將出版）。