

奥地利经济学派视觉下的行为金融学研究

夏 明, 杨春甫

(湖北经济学院, 湖北 武汉 430025)

[作者简介] 夏 明(1961-), 男, 湖北武汉人, 湖北经济学院副教授, 主要从事奥地利经济学和行为金融学研究; 杨春甫(1956-), 男, 湖北武汉人, 湖北经济学院讲师, 主要从事奥地利经济学和财务管理学研究。

[摘 要] 起步于 1980 年代的行为金融学被誉为金融学领域里的“显学”。综合国内外相关文献, 作为一门年轻的学科, 其深入研究才刚刚起步, 研究显得松散破碎, 没有形成紧密的结构体系, 尤其是迄今为止行为金融学尚未找到一个独立的经济理论作为基础。行为金融学要摆脱其“窘境”, 就必须树立起独立的学科地位, 将心理学和实验方法作为一种工具或手段, 而将奥地利经济学派理论作为其理论基础, 并以此逐步建立起完整的理论体系。

[关键词] 行为金融学; 奥地利经济学派; 理论体系; 当代议题

[中图分类号] F830 [文献标识码] A [文章编号] 1672-7320(2007)03-0389-06

一、行为金融学发展述评

行为金融学的研究大致可划分为以下 5 个阶段。(1)拓荒期。最早的研究可追溯到 19 世纪, 以 Lebon 的《群众》和 Mackey 的《非同寻常的大众幻想与群众性癫狂》两本书为标志。这两本书首次探讨了投资市场中的群体行为, 通常视为最早阐述行为金融思想的著作, 为 20 世纪以后的行为金融学研究开拓了一片原野。(2)播种期。现代意义的行为金融理论与现代金融理论大约起源于 20 世纪 50 年代。一般认为, 美国奥瑞格大学 Burrell 和 Bauman 两位教授是其倡导人, 其中, Burrell 教授 1951 年发表的《投资研究实验方法的可能性》一文, 播下了现代行为金融学理论研究的种子。随后, Markowitz 和 Roy 分别于 1952 年发表了两篇著名的关于个人投资者形成投资组合的行为基础的文章, 提出的概念启发了心理学家和经济学家后来的工作。1969 年, 心理学教授 Slovic 以个人行为观点发表了关于投资过程详细研究的文章, 3 年后他又发表了该领域第一篇启发性论文《人类判断的心理学研究对投资决策的意义》, 开始从行为学的角度研究投资决策的过程, 从而为行为金融学的发展奠定了基础。(3)育苗期。由于 20 世纪 50 年代以来以 Markowitz 的现代投资组合理论为肇端的经典现代金融理论一直处于迅速上升的阶段, 加之当时 EMH 风行一时, 金融理论界普遍崇尚数学方法, 而将人的心理、情绪对资本市场的作用嗤之以鼻, 因而行为金融的研究遭至冷落而转入蛰伏期。尽管如此, 仍有大量的学者教授埋首工作, 为行为金融的研究辛勤育苗, 默默耕耘。这一时期的研究主要以 Stanford 大学 Tversky 教授和 Princeton 大学的 Kahneman 为代表人物。他们两人在 1979 年发表的有关“直觉驱动偏差”和“框架依赖”两篇文章对行为金融学的创建和发展影响深远。他们拓展了 Markowitz 的思想, 并于 1979 年提出

了著名的“期望理论”(Prospect theory),给出了解释人们在不确定条件下的决策行为模型,有力地说明了资本市场中的不少异常现象。“期望理论”现已成为行为金融研究史上的一面旗帜,被誉为行为金融学研究中的经典理论。(4)发育期。作为一种新兴理论,行为金融的真正兴起并取得突破性进展应是 20 世纪 80 年代后期。1985 年以《金融期刊》发表的两篇文章为其标志。一篇是 Debondt 和 Thaler 的文章,讨论了价格的“反应过度”问题;一篇是 Shefrin 和 Statman 的文章,讨论了投资者的“意向效应”问题。这两篇文章代表了行为金融学领域两条不同的研究思路,一条集中在证券价格上;另一条集中在投资者行为上。它们的发表引发了行为金融理论研究的复兴,此后的行为金融学研究有了突破性的进展。(5)成长期。20 世纪 90 年代以来,大量学者将注意力投向行为金融领域,其研究日渐深化,影响力也与日俱增。1994 年,Shefrin 和 Statman 提出了行为资本资产定价模型,2000 年他们又提出了行为投资组合理论。有趣的是,2001 年美国经济学会将 Clark Medal 颁给了为行为金融学基础理论做出了开创性贡献的加州大学 Rabin 教授;而 2002 年诺贝尔经济学奖颁给了行为金融学的奠基人之一的普林斯顿大学 Kahneman 教授。这一切都表明,主流经济学界对行为经济学,包括行为金融学的一种认同。同时,也彰显了行为金融学在未来学科发展中不可忽视的地位,它的兴起可能是自 20 世纪 50 年代以来现代金融学发展的里程碑。

从上述行为金融学的发展沿革中不难发现,行为金融学已不再局限于狭隘的理论框架,而是将其他社会科学的理论和见识纳入考察范围,重新回归到以“人”的自身规律为出发点的金融学分析,对金融学的理论建设和分析范式进行了重新思考。但是,综合国内外相关文献,作为一门年轻的学科,行为金融学的深入研究才刚刚起步,迄今尚未形成完整的理论体系。有不少文献将 20 世纪初心理学中行为主义的兴起视为行为金融学最早的理论根源,还有的学者将凯恩斯的“空中楼阁”理论视为其基础。笔者认为,行为金融学毕竟属于经济学的分支,它只是将心理学作为研究的工具之一,其最终目的是要对经济和金融行为给出解释,因而将心理学视为行为金融学的起源似乎欠妥;而“空中楼阁”是凯恩斯庞大理论体系中的一片枝叶,不足以撑起行为金融学理论的大厦。因而笔者首次提出,应将奥地利经济学派理论(简称奥派)作为行为金融学的理论基础,并以此逐步建立起完整的理论体系。

二、行为金融学和奥地利经济学派的关联性

众所周知,经济学发展中的一大革命性变化就是边际革命和随之而来的“方法论大论战”。从此,古典经济学便宣告终结,开始了现代经济学的发展。但是,现代经济学的发展却发生了分化,以杰文斯(1835—1882)、瓦尔拉斯(1834—1910)、克拉克(1847—1928)等为代表,发展出了新古典经济学。而以门格尔(1840—1921)、庞巴维克(1851—1914)、米塞斯(1881—1973)、哈耶克(1899—1992)等形成了奥地利学派。简单来说,奥地利经济学派和现行属于经济学主流地位的新古典经济学派同出于古典经济学,也同时参与了边际效用学派革命。但是,在参与边际效用革命的学派中,跟随杰文斯、瓦尔拉斯、克拉克的经济学者们过度借助自然科学的分析工具,不自觉地遗忘边际效用学派革命原本追寻的是主观价值分析,而在大量利用数学工具中逐渐走向价值的客观分析,实质上又退回到古典经济学的客观价值体,只不过替换了一些分析术语。相对地,奥地利学派则坚守其创始人门格尔强调的主观价值分析传统。也就是说,当新兴的经济学发展成新古典经济学之后,奥地利学派无形中在方法论上成了独立于新古典经济学和传统人文社会学之外的第三个学派。就本文的目的而言,就是研究奥地利学派和行为金融学的关联性,并以此为基础,从奥地利学派的方法论和价值论的论述中去说明其有足够的能力为行为金融学架构出独特的理论体系。

作为一个新兴的研究领域,行为金融学至今还没有一个为学术界公认严格定义。通俗的解释是“行为金融学是一门研究在复杂的、不完全理性的市场中投资、储蓄、价格变化等金融现象的学科,是金融学和心理学的有机结合”。行为金融学的核心理念是为理性的经济分析提供了一块被忽视已久的心

理学基石,从而拓宽了金融学理论的视野并使金融理论对实际现象的预期更为准确。其实将人类的心理因素作为经济学研究所考虑的因素之一的理念,并非行为金融学首创。早在200多年前,当经济学被视为一个独立的研究领域初始,许多经济学家已将研究人类的心理作为自己的“副业”,奥地利经济学派也身在其中。

如前所述,奥地利学派和新古典经济学虽然同时参与了边际效用革命,但却分道扬镳。新古典学派集中于资源配置的分析,抛弃了古典经济学的制度分析内容,而奥地利学派仍坚持古典经济学的政治经济学传统,但以个人的行为为对象,更强调欲求、偏好和知识均属于个人性格和属性,只存在于主观意义之中。与新古典过分依赖数学工具不同,奥地利学派更重视经济现象研究中心理因素的作用和影响,如门格尔(Menger.C)早在1871年就提出要认识经济批判中的需求、价值和判断等,只有通过内在的心理分析才能实现。奥地利学派的每一代宗师几乎都形成了自己的心理学思想。庞巴维克以边际效用论为基础,提出了时差利息论。他认为利息存在的根本原因是人们的时间偏好,即对现期产品的偏好大于未来产品的偏好,进而把利息分为借贷利息、企业利润和耐久物品的利息三种。庞巴维克的利息理论不仅在经济史上有着独特的地位,而且对奥地利心理学派也影响极大,如布伦塔诺(Brentano.F)等人的意动心理学研究。米塞斯是第一个发展出一般性的“主观经济学”的奥地利学派学者,堪称巨著的《人的行为》,不仅视“经济学是人的行为之一部门”,^①而且对将经济学扩展至一般性的社会哲学贡献巨大;而那本《反资本主义心境》更是将那些污蔑“自由市场”的人的心理状态描绘得淋漓尽致。奥地利学派成就最高、争议最大的人物哈耶克曾多次借用哲学家赖尔(Gihert Ryle)的“知其然”(Know that)和“知其所以然”(Know how)这两个概念来说明人类知识的性质。所谓“知其所以然”的知识,通常指的都是科学知识(书本知识),这样的知识具有系统化、抽象化和固定化的特点;而“知其然”的知识,哈耶克后来称为“默会知识”(社会知识),这种分散在社会各个角度仅仅由个人所拥有的“极其重要但未经系统组织的知识”,不仅任何一个机构或头脑都不能够随时全部掌握它们,而且这种具有分散性、多样性和易变性的“知识”,只能依靠每个人用“心”去感悟,并且这种“默会知识”在人类社会的进程中发挥着不可替代的作用。

从以上叙述可知,至少在“心理学”层面上,奥地利学派和行为金融学具有某种关联性。然而,市场上种种特殊的心理现象和行为很难成为金融学研究而得出的普遍规律,而仅仅停滞在“心理”层面上对经济现象作出分析,恰恰是一般行为金融学遭人诟病的软肋之处。奥地利学派则不然,它是从“心理”分析入手延伸至“人性”的剖析,继而立足于“把人当人”的社会哲学层面,将经济学纳入人类行为通论的架构之中。因此,奥地利学派自1871年诞生以来,在其130多年的历史长河中总是扮演着各个时代政治经济论题的领导者,并发展成一套能涵盖整个社会科学领域的理论体系。其二,奥地利学派和行为金融学的关联性还表现在两者对新古典经济学“理性行为假设”的批评上。但值得注意的是,行为金融学并没有全盘否定新古典经济学的研究方法,诸如均衡分析、市场效率分析、效用最大化等等;而奥地利学派不仅对理性行为提出质疑,而且也否定了最大化和均衡。奥地利学派认为,只有个人才是选择和行为的主体,而非制度和组织,因为只有个人才有欲望和需求,而制度和组织则没有;理性作为个人的构成要素,存在着“理性有限”和“理性不及”,因而从知识论来说,个人存在着“不可避免的无知”。这种“无知”虽然不能阻碍个人作出选择和行为,但却影响着行为和选择的方式。在这种情况下,个人如何进行选择和行为呢?按照奥地利学派的解释,一是企业家精神,即在无知的情况下进行尝试、探索和试错的勇气和行为,这是每一个人都具有的,只是具体情况有所不同罢了;二是规则遵从和行为调适及其试错和互动,从而形成一种动态的不断调整的预期;三是自然演化和自发秩序,它是人之行为且非意图或设计的结果。这些就决定了个人行为的因果关系以及人们之间相互关系及其变化,既不是估算那些并不存在的社会福利的极大值,也不是从一个均衡跳跃到另一个均衡,而是一个连续的动态过程。因此,奥地利学派所运用的经济学核心概念可以概括为主观性、理性不足和无知、企业家精神、互动和调适、自发秩序、文明演化等。而这些概念恰恰是需要行为金融学关注并逐渐引入的,换言之,行为金融学要想彻底摆脱新古典经济学的束缚,在“金融学族谱”中争得一席之地并在现有基础上继续发展,吸收奥地利经济

学派的思想方法和理论洞识将是不二的选择。

三、行为金融学理论体系与奥地利学派的方法论

行为金融学作为一门年轻的学科,就国内而言,还处于“文献”译制阶段,相关研究也才刚刚起步;就国外而言,有关行为金融理论的论著和论文,在最近几年才大量出现,至今还没有形成完整的理论体系。究其原因是多方面的,但笔者认为,主要原因是行为金融学的自身矛盾造成的,亦即它一方面想标新立异,摆脱新古典经济学的束缚;另一方面又在方法论上落入了新古典经济学的窠臼。因此,奥地利学派的方法论将为构筑行为金融学理论体系奠定方法论基础。

论述奥地利学派方法论的个人主义和主观论,必须回溯到亚当·斯密和门格斯的理论上来。从亚当·斯密发表《国富论》^②以来,经济问题的研究就逐渐成为一门拥有特定研究对象及专业研究社群的学问,但其研究方法与时其他人文社会学界的论述方式并无太大差异,多半采取历史经验作为论证依据。19 世纪末期,经济学社群出现边际学派革命,从本质上改变了古典经济学的研究方法,其代表人物分别是德语系的门格尔、英语系的杰文斯和法语系的瓦尔拉斯。其中作为奥地利学派创始人的门格尔认为经济研究若要成为一门名正言顺的科学,就必须满足两点基本要求:一是经济分析在严谨程度上必须符合自然科学设定的标准;二是经济问题不是将经济社会看成一个有机体下的问题,而是存在于社会中的一个个人所面临的问题。^③就第一点而言,门格尔认为历史经验的论述方法不仅无法发展出具有普遍性价值的经济理论,也容易流为学者个人意见的自由表述;而就第二点而言,门格尔清楚地指出了经济问题和经济分析的起点都应该是个人,而不是一个建构出来的社会。新方法论的提出需要有一套新的理论来展现。门格尔的新理论就是将商品定义在个人欲求以及个人知道如何去满足这些欲望的知识上。他以个人欲求为理论前提,提出了边际效用的概念,去分析一个人是否愿意继续进行同一行动。在他所举的例子中,讨论到的边际效用都是可数的商品,譬如消费一单位商品之后是否还要继续下一单位等,而不是抽象到微积分层次上可以微细分割的极限概念。这种不轻易从真实世界跳进抽象思考的态度,让以后的奥地利学派避开了在经济分析中对数学的大量依赖,也避开了一场方法论上的劫数。既然边际效用和个人会继续进行相同的下一行为是同义词,那么逻辑上就必须假设边际效用会递减,否则一个人的行为便无法停止。在奥地利学派眼中,边际效用递减是逻辑上的假设,并不是来自对于人的行为的心理学观察。经济分析不是历史经验,也不是心理分析。边际效用来自欲求的当下满足,但在欲求和当下满足之间,则存在着个人的认知或知识,门格尔称之为因果关系(causality)。知识或因果关系都存在于个人,而且在个人之间并不相同。因此,即使两人之间存在相同的欲求,表现在实现满足和边际递减之趋势等方面也不会相同。换言之,他强调的欲求和知识都是个人性格的内容,也都是只存在于主观意义之下。

行为金融学自诞生以来,批评之声就不绝于耳。从技术层面而言,Fama(1998)细心地对 20 篇左右的行为金融论文进行了详查,发现许多研究都是采取事件后研究方法(Post-event studies)。他得出结论,因为行为金融的论据是随机的并且是相互矛盾的,使得行为金融的研究显得比较松散、破碎,没有形成紧密的结构体系。从理论层面而言,Ball(1996)认为必须坚守经典的金融理论,因为(1)我们没有更好的选择;(2)它在过去是满足需要的;(3)它已经成为强烈遵循的信念。而行为金融学距离一个成熟的理论尚有相当的距离。除了提出的理论框架还得不到实证数据的支撑,运用心理学、社会学等其他学科的方法还没有太多标志性的案例,引用的实验心理学的若干理论又与现实生活有较大的差距以外,更为重要的原因是迄今为止行为金融学还没有找到一个独立的经济理论作为支撑,以至在尚未能整合成一个系统的理论体系之前,“理不直气不壮”,只能作为一种“工具”对传统的金融理论作一些修补,作一些说明;其研究也只是研究者们昙花一现的热情。

行为金融学要想摆脱这种“窘境”,只能坚持奥地利学派的“个人主义”和“主观主义”的方法论,并以此

为基点建立起自己的理论体系。如果比较参与边际学派革命的三位学者,不同于杰文斯和瓦尔拉斯,门格尔虽然希望经济分析需要自然科学的严谨,却从不认为经济问题能像自然科学问题那样能简化成逻辑符号,也不认为实验室的实验数据就能对真实的人的生活进行描述,因为在这种“逻辑符号”和“实验描述”中看不到真实个人的选择与行为。在真实世界,每个人都是选择与行为的主体,而这些人与人之间的种种互动,也就产生交易、协商、议价、合作等社会关系。因此,经济学者在分析这些社会关系时,就应该从个人如何才愿意和他人交往的角度去分析,而不是像主流经济学家一样只想估算那些不存在的社会福利的极大值。在门格尔的传统下,米塞斯厘清了个人行为和历史经验及实验数据之间的关系。他认为个人在行为之前会参考历史经验或实验室提供的一些数据。这些数据增加他的信息,让他清楚地了解他能选择的范围,以及行为之后的预期后果。但是,这些经验数据并不能主宰他的选择与行为。因为,除这些经验和数据之外,个人的成长经历、偏好、可支配的资源及周围环境,都能影响他的选择和行为。更重要的,行为是选择之后的实践,这还需要决定力、意志力、毅力等因素的配合。除了各种的往来关系和交换行为外,个人也会选择群居而形成一个实体,但这种实体并不等同于真实的个人。任何关于“实体”的行为都带有统计的性质,因为那些行为只不过是参与成员之间个人行动的总和,个人的思想、观念和情感常常被埋葬在一堆堆统计平均数和一串串联立方程式中。这样,经济学者就无法经由“因果关系”去分析其行动,更无法探索其演化过程。在奥地利学派看来,“演化”不是由一个均衡到另一个均衡的跳跃,而是一个连续不间断的动态概念。以市场价格为例,门格尔就认为“价格”虽然是一个真实存在的实体,但深入分析,“价格”实质是相关的交易者相互表现出来的现象,它可能在一小段时间中呈现稳定的均衡,但那只是巧合,因为任何一个交易者在实现他的欲求的过程中随时都会因为“个人知识”的改变而表现出和以往不同的行为。哈耶克的文化演进学说(cultural evolution)便继承了方法论的个人主义去探讨各种社会制度的演化。总而言之,奥地利学派对行为金融学最大的启示是:奥地利学派把经济学从狭隘的死胡同中解脱出来,置放在“把人当人”的社会哲学层面,“个人”不仅是经济学,也应是整个社会科学研究起点和终点。奥地利学派认为,一切从“人性”、人的心理、人的行为研究开始着手,强调个人、观念、自由、市场、永续发展等概念范畴,从而对市场经济再肯定;并随着对市场机制、经济程序研究的深入,将经济学的研究转向政治哲学、人类交往、社会合作等一般程序的研究。这一点对于将金融学置于心理学、社会学和其他相关学科背景下来研究的行为金融学而言,应具有典型的理论基石作用。故此笔者认为,行为金融学的研究若要保持持续的热情,必须树立起独立的学科地位,将心理学和实验方法作为一种工具或手段,而将奥地利学派作为其理论基础,并以此逐步建立起完整的理论体系。

四、行为金融学的当代命题

不容置疑,行为金融学成为一个成熟的理论尚有相当的距离,不仅理论发展的时间相对较短,而且相关的基础理论也正处于发展和完善之中,同时涉及人的心理和行为的研究亦具有相当的难度。因此,行为金融学需要后辈不断的完善和丰富是不争的事实。如何拓展行为金融学的发展空间,目前相关学者的研究也还仅仅停留在基于行为金融理论对金融市场投资主体的考量、金融市场政策和制度的设计以及金融市场异常现象的解释上,还没有从更为宽阔的层面来展现行为金融学的魅力和意义。笔者集几年来对行为金融学研究的心得,依据奥地利学派的观点和方法,概括性地对行为金融学的当代发展提出三点想法:(1)将行为金融学置于社会哲学和人类行为通论的视觉中来认识其产生的意义。从政治哲学、知识论和经济学的角度深刻阐明人类的“有限理性”,以夯实行为金融学的理论基础,逐步建立其完整的理论体系。(2)将行为金融理论的运用由外部的资本市场扩展至内部的公司金融层面。它不仅研究非理性下的投资者和管理者的公司金融行为,更要研究这些行为背后所产生的金融理念和金融信条,在不断与传统金融理论争论与整合的进程中,重新确认金融学是“人”的行为学之一部门,以此重构行为金融学的核心观念并拓展其应用范围。(3)将行为金融理论同制度金融理论结合起来,并归纳到文化金

融理论体系之中。未来行为金融学的发展应该跳出技术层面的束缚,努力向制度层面和文化层面延伸。行为金融学的产生传出一个清晰的信息,一切行为包括经济行为和金融行为应该也必然回溯到“个人”。从这个意义上讲,不能再行分解的个人及其主观价值判断,是一切处理“人的行为”的学问(包括经济学和金融学)的起点,同时也是它们的终点。归根到底,行为金融学在很大程度上就是对个人的经济自由提供一个金融学的论证。行为金融学家在未来所要做的主要事情,就是在社会经济事务领域创造出符合人性的制度安排和文化氛围,从而让个人获得更大的自由。因为伟大的行为金融学家都应该知道一个最简单的道理:推动社会发展和金融发展的真正动力,是自由的个人。

注 释:

- ① 台湾奥地利学派的学者夏道平(1989)提醒我们注意亚当·斯密书名原文中的“the wealth of nations”中“s”,强调是:“复数国家”。亦即说明这是一本探索世界各国一起富裕之原理的著作,而不是追逐零和赛局下的富国强兵之兵书。
- ② 门格尔在《经济学原理》一书清楚地说到“人自身是每个经济社会的起点,也是终点”,因此,经济学“这门科学是关于人们处理他的欲求能力的理论”。

[参 考 文 献]

- [1] 刘火松. 行为金融学挑战传统金融学[J]. 上海证券报, 2002, (10).
- [2] [奥]米塞斯. 人的行为[M]. 夏道平, 译. 台北:远流出版社, 1991.
- [3] [奥]海耶克. 个人主义与经济秩序[M]. 夏道平, 译. 台北:远流出版社, 1991.
- [4] [奥]米塞斯. 反资本主义的心境[M]. 夏道平, 译. 台北:远流出版社, 1990.
- [5] [奥]门格尔. 国民经济学原理[M]. 上海:上海人民出版社, 2005.

(责任编辑 邹惠卿)

Research on Behavioral Finance in the Eyes of Austrian School

XIA Ming, YANG Chunpu

(Hubei College of Economics, Wuhan 430205, Hubei, China)

Biographies: XIA Ming (1961-), male, Associate professor, Hubei College of Economics, majoring in market engaging and behavioral finance; YANG Chunpu (1956-), male, Lecturer, Hubei College of Economics, majoring in market economics and financial management.

Abstract: Behavioral finance is “famous school” in the fields of finance which started in 1980. Summing up the relevant literatures from the domestic and overseas, as a young school subject, the research just starts recently, the research is loose and disintegration, the tight structure system does not formed, especially until now there is no independent economic theory can be used as the basis for the research of behavioral finance. In order to avoid the “embarrassing situation” for the Behavioral finance, the independent school subject position must be set up, Behavioral finance should choose psychology and test methods as a means or methods, and choose the theory of Austrian School as its theoretical basis to setup gradually the complete theory system.

Key words: behavioral finances; Austria School; theory system; hot Topic