

■ 经济理论与实践

“行为金融学”发展方向新探

夏 明, 杨春甫

(湖北经济学院 会计学院, 湖北 武汉 430205)

[作者简介] 夏 明(1961-), 男, 湖北武汉人, 湖北经济学院会计学院副教授, 会计研究所副所长, 主要从事自由经济和行为财务学的研究; 杨春甫(1956-), 男, 湖北武汉人, 湖北经济学院会计学院讲师, 主要从事自由经济和财务管理的研究。

[摘 要] 行为金融学是当前金融研究的前沿领域之一, 越来越受到国内外学者及业内人士的高度关注。作为一门年轻学科的发展走向, 其理论基石应该建立在政治哲学、知识论和经济学的基础之上; 其运用范围应该拓展到金融思想和公司制度等方面; 其核心观念应该“以人为本”, 真正站在“人”的立场上重新审视其价值理念。以此将“行为金融学”的研究提升到一个新的高度。

[关键词] 行为金融学; 以人为本; 新方向

[中图分类号] F069 [文献标识码] A [文章编号] 1672-7320(2005)02-0268-06

一、行为金融学兴起的背景和意义

如果说金融学有一个领域属于行为主义的话, 那么这个领域就是“行为金融学”(behavioral finance)。起步于 20 世纪 80 年代后期的行为金融学结合经济学和心理学的基本原理, 充分吸收了现代心理学中的经验证据, 修改了经济学中某些有关人的理性的基本假定。它研究在这种修改后的理性条件下市场中人的经济行为, 由此得出很多与已有的金融理论不同的结论, 并能够解释一些令人困惑的金融现象(如阿莱悖论、日历效应、股权溢价之谜等), 行为金融学由此产生。20 世纪 90 年代, 行为经济学(包括行为金融学)在理论和实证方面的研究取得了重大进展。在行为金融学方面, 塞勒(Richard Thaler)和施莱佛对人的有限度理性行为对金融市场的影响做了很多重要的研究。但最有意义的事件有二, 一是 2001 年美国经济学会将该学会每两年一次的最高奖克拉克奖章(Clark Medal), 颁发给为行为经济学的基础理论做出开创性贡献的伯克利加州大学的雷宾(Matthew Rabin); 二是 2002 年瑞典皇家科学院将当年的诺贝尔经济学奖颁给了为行为经济学(包括行为金融学)作出重大贡献的美国普林斯顿大学的卡尼曼(Daniel Kahneman)和美国乔治梅逊大学的史密斯(Vernon L Smith)。两人的获奖表明了主流经济学界对行为经济学(包括行为金融学)的一种认同并再次掀起了行为金融学研究的高潮; 同时也表明, 行为金融学的兴起恐怕是自 20 世纪 50 年代以来, 现代金融理论发展历程中的新的里程碑。

行为金融学是当前金融研究的前沿领域之一, 越来越受到国内外学者及业内人士的高度关注, 已经成为金融投资公司及金融学界的热点问题。特别是近年来全球金融危机不断, 股市震荡不已的时候, 其学说所涉及到的问题愈来愈受到人们的重视, 被誉为金融学领域里的“显学”。然而, 笔者在阅读了大量的行为金融学的文献后发现, “行为金融学”作为一门年轻的学科, 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;就国内而言(除台湾地区外),还处于“文献”译制阶段,相关研究也才刚刚起步。在这样的背景下,笔者深感无论在理论层面、应用层面,还是在观念层面,“行为金融学”都需要在深度、广度和核心价值上作全面而深入的挖掘,以此来完善其学科体系和确立其学术地位。本文试图结合自由经济原理,在以上三个方面对“行为金融学”的发展作些探讨。

二、“有限理性”:夯实行为金融学的理论基石

“人的理性行为”是行为金融理论和传统金融理论争论的焦点之一。传统金融理论的基石是有效市场假说(EMH),它的分析框架局限在理性分析范围内。随着资本市场大量的异常现象,如“小公司效应”、“星期一效应”、“反向投资策略”等的出现,传统金融理论无法解释并陷于了尴尬的境地。正是在这种情况下,20世纪80年代兴起的行为金融理论从两个方面对有效市场理论提出了质疑:一是人的完全理性;二是理性投资者的套利行为。因此,从根本上说,行为金融理论是由这两个方面构建的。尽管“行为金融学”从心理学、行为学和社会学的角度对此作出了阐释,但这些阐释停留在一般的心理分析和技术分析的层面,其理论根基尚显零碎和薄弱。我们认为,应该将“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。在自由经济的语境中,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”,以夯实其理论基石,逐步建立其完整的理论体系。

(一)追寻“有限理性”的政治哲学渊源

由于自由经济大师海耶克的影响,在政治哲学的脉络方面,思想史上划分出了所谓两种自由主义传统,一个是英国传统,另一个是法国传统。英国传统的自由主义,其核心是从经验主义出发的批判的唯理主义。主张文明生长论和社会演化论,强调一种历史的、自然的、渐进的社会成长,尊重个人自由,尊重法治,反对无限夸大理性的作用,反对人为的、全盘的社会设计;而法国传统的自由主义,其核心是认为理性具有无限裁判能力,是一种理性万能论。它强调人类理性的一种超历史的对社会进行设计的能力,崇拜组织,崇拜人为建立的新社会、新秩序。

“行为金融学”作为一种全新的金融理论,无疑是需要某种政治哲学作为其基础的。就“有限理性”这个命题而言,行为金融理论到底应以什么样的哲学理念作为其基础呢?按照海耶克提出的“进化论理性主义”与“建构论唯理主义”的框架,“行为金融学”需要以前者而不是以后者作为其哲学基础。之所以如此,是因为二者对人类认知状态的不同估计会带来完全相异的结果:建构论唯理主义极端颂扬人的理性能力,确信某些人能够掌握所有的知识,即达到全知,而全知的假定意味着有人发现了惟一正确的“终极真理”,这样其他人只需信奉、追随这些“终极真理”而无需自由地探索与选择;与此相反,进化论理性主义认为人的理性能力有其限度,任何人都不可能通晓一切,达到全知,因而人类不可避免地始终处于某种相对的无知状态。然而,正是这种“无知”为个人的自由与选择留下了空间。美国经济学家 Shleifer 等人的研究表明,在绝大多数情况下,投资者并不知道什么时候才能够了解证券的真实价值,也不知道投资期间到底持续到什么时候才是最佳的;在多半情况下,非理性投资者实际上可以获得比理性投资者更高的收益。所以,海耶克在借“无知论”提醒世人:面对纷繁复杂的世界(或市场),自己知道的是怎样的少。在真正理性化的认知过程中,我们会知道理性本身的能力是有限的。换句话说,经由我们用理性的考察与分析,会发现在任何事情下,理性的能力并不像笛卡儿式建构主义所认为的那样几乎无所不能。我们必须承认理性是有限度的,这才是真正理性主义所应采取的立场。

(二)探求“有限理性”的知识论解释

自由经济大师海耶克曾多次借用哲学家赖尔(Gibert 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。从理论上说,只要我们有足够的耐心,

不仅可以充分掌握这些知识,而且还可以用一本百科全书将其全部地记录下来,或者将其存入一部电脑中。然而,还有另外一种知识——“知其然”的知识,海耶克后来将其称为“默会知识”(社会知识),这种分散在社会各个角落,仅仅由个人所拥有,“极其重要但未经系统组织的知识,即有关特定时空之情势的那种知识”,决定了没有任何一个机构或头脑能够随时全部掌握它们,即使再先进的统计系统和再高级的计算机,也不能将这样的知识集中起来。然而,正是这种具有分散性、多样性和易变性的“默会知识”,在人类社会的进程中发挥着不可替代的作用。“智慧散在人间”,海耶克这句名言就是建立在这种“知识”基础上的。

海耶克经常把社会比作一个“有机体”,他借助于一些研究“复杂现象”的学科知识说明,对于这种包含着无限多的要素,相互作用关系极为复杂的有机体而言,人类的理性在了解它们的程序模式的形成机制上所能达到的认知水平是十分有限的。在此认识的基础上,海耶克提出了著名的“自生自发秩序”的思想,简言之,那些追求自己目的的个人之间发生的秩序,是人类行为的结果,但不是人类有意识设计的结果。在他看来,文明于偶然中获得的种种成就,来源于人类不断的试错、竞争等有机的进化机制,而不是像理性主义者认为的那样,是条理井然的人类智慧设计的产物。所以,面对复杂多变的世界,人类的理性不可避免地处于短缺状态。因此,不可能依靠人类的理性来设计和规划制度和秩序,而只能靠行为人与人之间有机的自发的作用来形成制度和秩序。正是从“知识论”这一理论体系出发,海耶克从逻辑上证明了“计划经济”的不可行性。只有一种机制能够使这样的知识得到最大限度的利用,那就是“市场”。

因此,我们看到,在生产领域或投资领域的企业家或投资者的工作中,最关键的问题,要生产什么或投资什么,或者说,生产什么(投资什么)才最赚钱,仅仅靠翻阅百科全书、统计报表,甚至咨询专家、聘请智囊团,都是无法找到答案的。答案就在流动不息、瞬息万变的市场当中。只有身在其中的企业家(投资者),靠着自己的机敏、灵感和直觉(默会知识)发现市场的错误,才能够捕捉到——实际上是猜测到——可能的利润机会。而由于从发现机会、形成设想、到组织货源、安排生产(投资)活动、到产品最后上市,需要耗费时间,而在这段时间中,市场一直在发生变化。可能有别人也发现了同样的机会,在一个他根本不知道的地方同他竞争。因此,他的决策总有失败的可能性。市场是不确定的,企业家(投资者)作出任何决策,既不可能是在完全理性,也不可能是在完全非理性,而是在“有限理性”的状态下作出的,而决策一旦作出,相对于未来而言永远是在“冒险”。

(三)透视“有限理性”的经济学脉络

1978 年诺贝尔经济学奖得主西蒙(Simon)是“有限理性”概念的主要提倡者。他认为,通常情况下,每个人都不可能获得与决策相关的全部信息,并且个人的大脑思维能力有限,因而任何个人在一般条件下都不能做到充分理性,而只能拥有“有限理性”,故此人们在决策时不可能追求最优结果,而只能追求满意的结果。自从西蒙提出“有限理性”概念半个世纪以来,经济学家对什么叫“有限理性”至今还没有公认一致的看法。

早在 1921 年, Knight 就指出“有限理性”的根基是所谓“根本的不确定性(Fundamental uncertainty)”,它不同于不完全信息。Shackle(1961), Roegen(1971), Slater 和 Spencer(2000)都将这一思想发挥。他们认为“不完全信息”是指决策者知道某一变量所有可能的取值,以及每一值发生的概率,而“根本的不确定性”是指决策者根本不知道变量有几个可能的值,以及每一值发生的概率。1980 年以来有几个研究方向开始触及“有限理性”概念的实质。对策理论经济学家早就用囚犯难题的模型证明,个人完全理性决策的交互作用可能导致全社会无理性的后果,而 Neyman(1985)和 Rubinstein(1986)发展了有限固定规则机制模型。在这类模型中,对局中人没有什么最优决策的理性,只是按固定规则决策,而社会理性却有可能在个人有限理性的基础上出现。最近黄有光、姚顺田、杨小凯等经济学家掀起了一阵用瓦尔拉斯均衡模型研究“有限理性”理论的浪潮,该模型也再次验证:个人决策面临的不是不完全信息,而是“根本的不确定性”。

如果我们以这种“根本的不确定性”作为有限理性概念的基础,则我们会发现,西蒙提到的和对策论

模型中的不完全信息与“有限理性”根本不搭界。再从自由经济的角度而言,即使我们不考虑这种“不确定性”的内生变量,在这个千变万化的市场中,个人决策之间及其与价格的互动也会产生社会性的“根本不确定性”。换言之,在市场用价格制度做社会试验,逐步获得社会理性的过程中,个人的理性是极其有限的。个人面对根本的不确定性,他不可能了解其他人的私人信息。也就是说,价格制度和社会试验不可能减少根本的信息不对称,相反它可以在每个人只知道全社会信息的极小一部分时充分利用所有分散在各地、各个专业的信息。例如,每个专家根本不必懂其它专业的事(隔行如隔山)也可以通过市场竞争享受各行各业价廉物美的产品。这正是海耶克、奥地利自由经济学派所说的市场在个人“有限理性”和“根本不确定性”条件下,综合利用分散在各地各人的信息(知识)的功能。

由此可见,“进化论理性主义”、分散在社会上的“默会知识”以及个人决策面临的“根本不确定性”构成了人类“有限理性”的三维视觉,它们异曲同工,浑然一体共同构成“行为金融学”的理论基石。

三、“公司制度”:拓展行为金融学的运用范围

诺贝尔经济学奖三次授予行为经济学家(贝克尔、阿克劳夫、卡尼曼),已充分说明:现代经济学正在向“行为学”转向。这种“转向”对现代经济影响最大的是行为金融学的产生和崛起。但是行为金融学的运用目前还仅仅停留在对金融市场行为主体的考量以及异常现象的解释上,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。行为金融学的运用应从财务理念、公司制度两个方面加以拓展。

如果用一句话来概括行为金融学兴起的背景,那就是:技术融合带来的不确定性、高风险和个性化体验,正成为21世纪的经济不同于以往时代经济的最主要现实,实践要求行为金融学重新审视其基本假设,树立全新的金融理念。传统金融理论的基本假设是“经济人理性”,行为金融理论的基本假设则是“自然人快乐”。虽然两者都以功利主义为其源泉,但“经济人理性”的功利最大化是指“效用(利润)最大化”,而行为金融学的功利最大化却是指“快乐(幸福)最大化”。首先,近年来国际学术界的多项研究表明,快乐与金钱并不成正比,二者之间的关系非常复杂,决不是简单的“正相关”关系。实证研究表明:在人的生活水平很低的情况下,其行为和精神状况是“不自由”的,即为了生存而忘记其它;而俟当人们的生活质量有了“质”的飞跃,在金钱带来的快乐效应递减的同时,对“自由”的期望值在大幅度提高。即人作为人本身享有的尊严和价值应得到尊重,人的创造力应得到自由发挥,人的基本权利和基本自由应得到保障。而这一切实现所带来的快乐远不是金钱所能给予的。其次,个性化经济或曰体验经济是未来新经济的主体,而不确定性是其核心特征。面对今天的市场经济,我们不能奢求它带来太多的安定,风险性正是市场的魅力所在。只要我们建立起为冒险提供保障的制度(机会面前人人平等),就意味着“市场”会成为冒险家的乐园。而企业家只要立志成为企业家,就要敢于成为商业乐园中勇敢的探险家并从中获得乐趣。第三,传统的金融理论把“自利”置于考察中心,但行为金融理论认为,人类行为不只是自利的,它还会受到社会价值观的制约,而做出不会导致利益最大化的行为。实践表明,利他主义、社会公正性也是广泛存在的,否则无法解释人类生活中大量“非物质动机”或“非金融动机”的行为。

现代公司金融奠基于金融市场和公司制度。公司金融行为就是财务经理人员在公司制度框架内,面对现实的金融和经营流程应用金融理念所表现出来的行为。刚开始时,金融学家们对于市场和经营中扞格不入的现象,习惯用“异常”称呼,视之为研究方法的偏差或是样本选择的偏误,不足以正眼对待。然而等到“异常现象”堆积如山再不能以“偶然”、“异常”推诿时,这才愿意俯首沉思“心理”与“情绪”对于人们投资理财行为的影响——“行为金融学”终于诞生了,尽管姿态姗姗,但不嫌迟。作为一门学科,“行为金融学”更是一门艺术,而非一门科学。它告诉我们:金融管理工作所需的仅仅是答案的一个范围,一个提供可能的快乐或不快乐的范围,而不是什么数学的或精确的东西。目前在金融领域,越来越多的人热衷于为金融行为构建数学模型,试图以此来指导金融学的发展。他们所追求的,与其说是科学,毋宁说是技术。金融活动的目的无非是要创造更多的财富,而财富的增值在于人的创造力的自由发挥。若

人丧失了作为“人”的基本自尊和从事经济活动的广泛自由,也就丧失了创造财富的自由。因而企业要实现持久的利润来源,就必须找到一种能充分发挥人们聪明才智的制度结构,以打破对人的自由和创造力的限制。个人越自由,奉献的知识就越多,企业获得的养分就越充足。“行为金融学”清楚地告诉我们:商业和金融的生命不是数学模型而是人的自由,不是枯燥的数字而是基本的理念,不是几条政策建议,而是持久的制度和法规。

四、“以人为本”:重构行为金融学的核心观念

“行为金融学”的诞生传出一个清晰的信息:金融学也是“人”的行为学之一。这里所指的“人”是行为金融学的核心观念,它需要我们细细品位。这是因为现在的金融学有一派走上了岔道!在走上岔道的那一派金融学里,有血有肉、有知性有感性的一个一个的人,几乎全被埋葬在一堆堆的统计平均数字下,埋葬在一串串的联立方程式中。符号成了“人”的象征,并被简化为一个个的点或一条条的线,人的行为、人的精神等完全被舍弃了。特别是当自然科学方法运用到金融学的研究之后,“现实的人都被约化为一个简单的孤立的数学模型中的理性人,人的情感、想象、实践行为都约化为与人的经济行为不相关的东西”。换句话说,他们所研究的金融学与物理学相类似,嗅不出一丝“人”的味道,活生生的人几乎全被物化了。实践证明:这样的金融学,不仅“无法解释许多人的经济行为之谜”,而且“在政治经济的实际层面可能招致的后果是很可怕的”。值得欣慰的是,“行为金融学”异军突起,“人”这个通常被传统金融学忽视甚至蔑视的概念,终于纳入了金融学研究范畴,正在成为行为金融理论与实践最为关注的一个领域。但是,目前行为金融学研究的“人”不是研究自由的人,而是考察被控制的人;不是研究一定经济关系中的人,而是考察实验室里作为实验对象的人;不是研究人们的经济行为,而是考察“管人术”。在这里,“人”被看成“黑箱”,一头输入刺激,一头输出反应。因此,我们在充分肯定行为金融学将“人”作为其核心观念的同时,也亟待在自由经济的话语中对其进行解析和重构。

“行为金融学”产生的渊源可追溯到 20 世纪 60 年代“新经济运动”的风潮崛起。其思想底蕴主要来自于“人的行为”(human action)这个社会科学中普遍存在的概念,使经济学的研究不仅更好地解释了市场主体的实际决策过程和实际运行状况,而且还将研究的触角延伸到“非市场”的人类活动以及市场的核心——各式各样的行为人身。上。“人的行为”从经济学角度而言,主要源自经济学奥国学派的中心思想。奥国学派被誉为是最坚定的自由经济学派,也是最完整的将经济学的运用扩展到包含社会学、政治学、人类学与伦理学等层面的经济学派,奠基者为孟格(C. Menger)。传至第三代,代表人物米塞斯(Ludwig Von Mises)在其巨著《人的行为》中清楚地将人的行为之经济性与经济分析下的人的行为作了最充分的诠释,由此开启了一股“回归于人”的新经济研究取向。师承米塞斯作为奥国学派第四代传人的海耶克(F. A. Hayek)更是集奥国学派之大成,高擎“以人为本”的大旗,凸现“活生生的人”,再三强调“市场”是由无数个“个人”的行为所组成的,离开“人”的行为就无所谓市场;人的行为是有目的、有选择的,“个人”应成为社会科学包括经济学研究的起点,同时也是终点。“行为金融学”的产生并不是什么“稀奇事”,行为学原理在最近才引起经济学家和金融学家的注意,一方面是由于主流经济学派历来排斥、打压自由经济学的基本理念;另一方面也由于现代经济行为与金融行为愈来愈“人性”化,主流学派的分析家们难以继续用传统的标准模型来解释这些行为。所以,“行为金融学”研究的雀起,无非是对传统金融理论的“反叛”以及对自由经济人本思想的“回归”。

重构“行为金融学”核心观念,首先要批判“行为金融学”中把“人”当做实验品的做法,撇开“人”不等于“物”这个简单的定义不说,就“实验”而言,其设计总是会舍弃很多真实环境,而且实验者的人为性与真实的经济行为相去甚远。这就使得运用其得出的结果来观察现实中“人”的各种行为具有不可靠性。其次我们要明白,经济的发展,人类自主意识的觉醒,为行为金融学的生长提供了实践的基础。一方面,随着网络经济的发展以及用“交往”定义人的本质等新思潮,直接导致了“社会人假设”的建立,当相关的

“社会资本”等新范式进入财务报表体系,“经济人”假设在涉及赢利问题上的局限暴露得越来越充分;另一方面,体验经济或曰“个性化”经济在各行各业的比重成主流化趋势,美国股市脱离基本面“非理性繁荣”和“非理性走熊”就是例证。第三,按照自由经济的解读,人是企业所有金融活动的引擎者、参加者和归宿者,金融活动本质上是人的活动,人的不同素质和经历、不同的价值观念、不同的心理状况乃至个人的嗜好,都会直接或间接地在金融活动中发挥作用。最后,所谓“金融关系”,本质上就是人与人在经济活动中的相互关系,其最深层次的关系是人们的经济利益关系。我们怎能设想“见物不见人”的所谓成本效益分析和经济利益分析?套用经济学大师马歇尔的一句话:金融学是一门研究财富的学问,同时也应该是一门研究人的学问。

斗转星移,时过境迁。现在应是恢复“以人为本”的理念,真正站在“人”的立场上重视审视金融学的时候了;也是以“人本、人性、人权、人道”为本位,在全面研究“行为金融学”的基础上,创建具有中国特色的“人本金融学”的时候了。这既是对“行为金融学”的肯定,更是对“行为金融学”的发展。

[参 考 文 献]

- [1] [美]米塞斯.人的行为[M].夏道平译.台北:台湾远流出版社,1993.
- [2] [英]海耶克.个人主义与经济秩序[M].夏道平译.台北:台湾远流出版社,1993.
- [3] MONTIER, James.行为金融学[M].郭敏华译.台北:智能出版社,2004.
- [4] 杨小凯.杨小凯经济学文集[M].台北:翰芦出版社,2002.
- [5] 易宪容.行为与实验经济学对传统经济学的挑战[J].经济学动态,2002,(12).
- [6] 黄树青.行为金融学与数理金融学论争[J].经济学动态,2002,(1).

(责任编辑 邹惠卿)

New Research on Development Direction of“Behavioral Finance”

XIA Ming, YANG Chun-fu

(Accounting Institute, Hubei University of Economics, Wuhan 430205, Hubei, China)

Biographies: XIA Ming (1961-), male, Associate professor, Accounting Institute of Hubei University of Economics, majoring in free economy and behavioral finance; YANG Chun-fu (1956-), male, Lecturer, Accounting Institute of Hubei University of Economics, majoring in free economy and financial management.

Abstract: Behavioral finance is one of foreland fields of present finance research, more and more domestic and foreign scholars and specialist pay highly attention to it. As for the development direction of one young school, its theory footstone shall be established on the basis of Political Philosophy, knowledge theory and economics; its application area shall be spread to financial thinking and corporate institutions; its core concept shall be “people oriented”, standing on the position of “people” to re-survey its Value Concept. So as to bring the research of “behavioral finance” to a new level.

Key words: behavioral finance; people oriented; new direction