

主观性视角下的行为金融学研究

——基于奥地利学派的观点

夏明*

摘要: 行为金融学的崛起,预示着当代金融学正发生一次“行为学转向”。但是,由于传统主流金融学的强大,这种“转向”并非彻底。奥地利学派经济学属于“人的行为学”的一部分,但与行为金融学的“行为”有很大区别。奥地利学派认为人的行为是人的意志的结果,人的行为都是理性的,行为和理性属同一概念;而行为金融学认为人的行为受心理活动的支配,不完全是主观意志的产物,因此存在非理性行为。理论是建立在理性基础上的逻辑体系,兴起的行为金融学能否借鉴奥地利学派经济学思想促进其发展?本文尝试将两者联系起来,依据奥地利学派的观点,基于主观性视角对传统金融学和行为金融学作出评论,以此探讨发展行为金融学的可能路径。

关键词: 奥地利学派;行为理性;规则与秩序

一、引言

理论的形成和发展需要对立面。2013年诺贝尔经济学奖同时颁给了对金融理论贡献卓越而其观点几乎完全对立的两位经济学大师:尤金·法玛(Eugene Fama)和罗伯特·希勒(Robert Shiller),既是不同理论对同一金融研究对象不断探索的阶段性成就,同时也为我们从不同层面深入理解金融学发展的内在逻辑提供了契机。法玛(Fama, 1970)的“有效市场理论”强调市场的有效性,亦即金融市场上所有证券的定价都是永远正确的,不存在错误定价,也就不存在超额回报的机会;但以希勒(Shiller, 1981)为代表的行为金融学派认为事实并非如此,金融市场上不仅存在着各种障碍,阻碍投资者及时充分完整的对新信息作出反应,而且市场上存在着系统性的错误定价和赚取超额利润的机会。有效市场理论将市场视为一个均衡静态的状况,而行为金融学派认为市场是一个过程而非目的。Lee(2001)指出:直接假设价格等于价值没有意义,而应重点关注股票价格何时何地以何种方式回归或偏离其内在价值;著名的格罗斯曼和斯蒂格利茨悖论(Grossman and Stiglitz, 1980)清晰的表明:在有效资本市场中,均衡状态是不可能存在的。在此诘疑下,有效市场理论试图淡化行为金融学的挑战,法玛和弗兰西(Fama and French, 1992, 1993, 1996)在著名的CAPM模型的基础上提出了扩展的Fama-French三因素资本资产定价模型,亦即控制了三个因素(市场风险、市场规模、账面与市值比)后,模型呈现出来的规模异象、盈余与现金流市值比异象所产生的超额回报

*夏明,湖北经济学院会计学院,邮政编码:430205,电子信箱:ciay@mails.tjmu.edu.cn。

作者感谢匿名审稿人提出的富有建设性的修改建议!当然,文责自负。

均消失了。但行为金融学派认为模型缺乏经济学理论的支撑,因为若按照这个模型的做法,针对任何一个市场异象,均可以根据这个异象指标构建一个风险因素然后再把它化解掉。不过行为金融学派也清醒的认识到,如果行为金融学不能提出一套较全面的系统性理论,不能发展出一套自己的模型,那么单一的非理性观察就会逐步被市场有效学派的理性模型所吞并,主流金融学同化行为金融学只是时间问题。现在的问题是:行为金融学是否有能力创建一套独特的模型?而新的模型又必须跳出新古典经济学和心理学理论的束缚,否则就重新落入经济理性和非理性模型的窠臼。2013年的诺贝尔经济学奖组合既暗示主流金融学派和行为金融学派在金融问题上有可能形成互补的关系;又提示研究者需对“理性”和“行为”等关键词应有更深入的理解和把握,使之在一个新的理论层面和操作层面上达到较完美的结合。本文基于奥地利学派视角,从方法论、经济人、效用性三方面对传统金融学和行为金融学作出评论,并试图从两者的交锋与交融中探讨发展行为金融学的新路径。

二、行为金融学方法论之探析

方法论是元问题,其纠葛与争论对经济理论乃至金融理论的发展都产生过重大影响。通常将现代或标准金融学统称为“传统金融学”,主要包括两大块内容:以均值-方差模型的诞生为标志的现代资产组合理论(MPT)和建立在完全理性人基础上的有效市场假说(EMH)。从传统金融学的内容和模型的基本内涵不难看出,除了现行金融理论是建立在新古典经济学基础之上,承袭理性加实证的新古典方法论无疑也起到了重大作用。当运用差分、偏微分方程和随机积分等数学工具描述股票走势、收益率曲线时,数学、物理和工程学方法在金融学中的运用达到了高峰,甚至有人期望金融学能成为20世纪后期的物理学。但遗憾的是迄今为止,物理和数学并未能统治金融学,完美的金融模型并没有出现;相反这种“见物不见人”的方法论为那些挑战传统金融学的学派如行为金融学留下了把柄。起步于20世纪80年代的行为金融理论突破了传统金融理论研究的窠臼,不仅用创新的“预期(前景)理论”很好的解释了金融市场上诸多“异象”,更为重要的是重新审视了金融市场中“人”的因素对市场的影响。如此以来,行为金融理论开始尝试从实验心理的角度研究金融问题,试图以此修正传统金融理论的假设。于是认知心理学的概念和分析方法被引入到金融分析之中,同时实验数据也开始发挥越来越重要的作用。

相较于传统金融理论,行为金融理论使人们对资本决策研究由“应该怎么做”转变到“实际做什么”,它充分揭示了“人”的心理变化在资本决策和市场定价中的作用和地位,从而使得理论研究更接近于工作实际。但在实践中,行为金融尚未找到一个能够解释并验证各种“悖论”的统一框架;而在理论上,目前以心理学为替代模型的行为金融理论能否担当起基石的重任还没有得到充分的检验。从研究方法来看,行为金融研究大部分仍然依赖于传统的方法,譬如在对市场有效性的研究中,大多采用如事件研究法等传统的计量统计方法;而对投资者行为的研究也主要通过心理学实验、问卷调查、账户数据分析等,对所获得的实验数据大多采用平均数差异检验、相关或因素分析等传统统计分析方法。虽然这些方法在一定范围和程度上也可以满足研究的需要,但正如法玛(Fama, 1998)所抨击的那样:因为行为金融的论据是随机的并且相互矛盾,研究体系破碎零散,既无独立性,也谈不上方法论,被传统金融吸收同化仅仅是时间问题。就连希勒(Shiller, 1998)也不得不承认行为金融的基本缺陷,亦即心理学与金融学的出发点和研究基础是完全不同的,某些特殊的心理学现象不能

作为证券市场普遍规律的研究基础。边际革命的主要贡献就是使经济学具备了微观基础,也就是人的行为。当边际效用运用于金融分析也说明金融学家开始对“个人的主观存在”予以重视,行为金融学的兴起并开始重视个人行为分析就是明证。然而心理学视阈下的“人”是实验室中的人,是机械或动物般的人,其研究方法忽视了金融市场中人的行为目的和意义,与“人”的主观存在相去甚远。行为金融学的发展面临方法论的困境,那么奥地利学派主观主义方法论能否有借鉴作用呢?

奥地利学派最重要的特征之一就是主观主义,坚守价值的“个人主义”和方法的“主观主义”使得奥地利学派与其他经济学流派在方法论上有了根本的区分,甚至有人就将其命名为“主观经济学”(黄春兴,2013)。下面结合金融市场简要的描述一下主观主义方法论的基本内涵。首先我们要承认进入金融市场中的每个人的行为都是有意识有目的的,人的行为是每个人思想、价值和判断的结果。那么如何理解无数人的行为尤其是自发行为呢?奥地利学派经济学家米塞斯(1949)强调先验理论的重要性,他说惟有从人类行为中总结出先验的“公理”,然后才能理解人的行为和复杂现象。那么什么是先验的公理呢?譬如在金融市场中,每个人都想改善他自己的满意状况或者减少不满意的程度,每个人的行为都是有目的的,并且在主观上都会选择合适的手段来实现这种目的;再譬如,市场中的需求规律、边际效用递减规律、对道德风险的认识等都不是从经验中得来的,都是先验存在的“法则”。所以,“先验的方法是人类行为公理基础上的逻辑演绎,而演绎的最基本工具是‘智力试验’(mental experiment),‘理解’和‘内省’是基本的试验手段”^①。“理解”是建立在先验的公理之上的,这样,对金融市场中每个人的行为及行为的动机与结果都应该通过“理解”的方法去掌握。米塞斯(1949)认为“理解”是处理未来不确定性的唯一适合的方法,在《人的行为》一书中,他强调:“不是我们的感觉,而是‘理解’,一种智力过程,使我们认识社会的本质”^②。

奥地利学派认为经济学不是研究物体,而是研究人的行为,这一点与行为金融学不谋而合;但两者在方法论上却有很大差别。基于主观主义、市场过程和企业家理论,奥地利学派认为仅从经验或实验中寻求市场规律是不可靠的。行为金融学只是把经验的、实验的科学方法应用到金融市场人的行为现象的研究,忽视了人的行为的目的和意义;而奥地利学派认为惟有从人的行为本身出发才能理解市场现象,人的行为的“有目的性”是不能忽视的、构成经济现实的根本性因素。正是建立在基本人类行为“公理”上的主观主义方法论,不仅将奥地利学派经济学与其他经济学区别开来,而且也构筑了奥地利学派有关人类行为经济理论整个的结构体系。当然,主观主义方法论也有其缺陷,譬如缺乏一个实用的可以操作的工具为载体。但对以研究“人的非理性行为”为出发点的行为金融学来说,运用主观主义方法论可能更容易获得对金融现象的深刻洞见。行为金融学能否在保留现有研究方法的基础上,在方法论上有所突破,借鉴奥地利学派主观主义方法论促进其发展,值得业内同行深思。

三、完全理性、非理性及行为理性

对经济人“理性”的不同认识构成了主观主义方法论与其他方法论的主要区别。拥有完

^①朱海就,2009:《市场的本质:人类行为的视角与方法》,格致出版社、上海三联书店、上海人民出版社,第58页。

^②米塞斯,1949:《人的行为》,中译本,台湾远流出版公司,1991年,第118页。

全理性的处理信息的能力和拥有完全的有关经济体基础结构的知识,构成了传统金融理论理性预期模型基于经济主体的两个基本假设。面对从1980年代起,有关金融市场的经验研究发现的各种“谜团”和“异常现象”,对其解释若保留第一条假设、放松第二条假设则称为“理性范式”,若保留第二条假设、放松第一条假设则称为“非理性范式”或曰“心理范式”,目前来看,将两种范式结合将会是行为金融理论发展的一个方向。实践中,一些行为金融学家已经开始了将两者融合的尝试,如将“异象”中反映出的“超额回报”分为两部分,一部分反映传统金融理论对风险的补偿,另一部分反映行为金融理论中噪音交易者导致的错误定价。但在理论上如何将两者打通,学术界尚鲜有人探索,正如行为金融学家巴比利斯等(Barberis et al., 2001)指出:未来金融学的发展有可能发现“理性范式”和“心理范式”都是错误的或部分错误的,一种新的、可以包容两者的理论或许将替代它们。本文尝试依据奥地利学派原理以“有效市场理论”为例对其作些微探讨。

“市场是否充分有效”是传统金融学派和行为金融学派的分水岭。而关于市场有效性交锋的核心问题表面上是市场证券价格决定机制问题,本质上是对人的“理性”的不同解读。有效资本市场理论认为证券市场是由“完全理性”的人所组成的,是充分有效率的。不仅证券的价值等于其未来现金流的折现值,而且一旦任何与股票内在价值相关的信息披露给市场,投资者即刻可以正确处理这些信息并在此基础上做出合理的投资决策,所以证券价格一直等于其内在价值。但是行为金融理论认为价格反应价值的过程是一个动态的过程,其关键在于市场上的投资者并非都是理性的,既有理性的投资者,也有非理性投资者,而且两者是相互转换的。如此以来,投资者受心理偏差的影响难以根据贝叶斯法则处理信息,同时个人好恶影响投资者偏好,导致投资者不能理性看待公司的价值,使其投资决策不符合预期效用法则。由于市场上存在着难以预计的各种非理性投资者,使得理性投资者无法及时充分完整的对新的信息做出反应并准确调整其证券价格,所以市场上存在系统性的错误定价并存在赚取超额利润的机会。对于其争议,奥地利学派经济学的“行为理性”可以从一个新的视角加以说明。

“行为理性”的理论依据可追溯到奥地利学派经济学家哈耶克的“知识论”。“知识论”强调人的“无知”,既人类相对于自身的局限和未来的不确定所呈现出的一种状况。“无知”并不否定“理性”,而是“理性不及”,这一点与市场有效理论的“完全理性”既有联系又有不同;但“理性不及”不等同“非理性”,它不是“完全理性”,也绝非“本能”反应,而是处在“理性”和“本能”之间,这一点又与行为金融理论的“非理性”有了区隔。这样“行为理性”所表现出来的是一种理性不及的“理性”,它所蕴含的市场意义在于:市场上的每一个人虽不能对整个市场行为进行安排,但却能够依据其有限的知识对自己的行为进行安排;虽不能准确预测自己的行为结果,但却能根据自己主观的愿望判断其行为结果,并无论好坏都能对其结果负起全责。

“行为理性”是与奥地利学派“目的-手段”框架联系在一起的一个概念。行为理性认定:人的行为的原因是人自身的“目的”性所决定的,而非社会的、历史的或心理的等等其他原因。通俗的说,就是每个人做事都是有理由的。所以“行为理性”探讨的是正常人的行为,也就是“理性人”的行为,强调的是“人的行为”必然且一直是“理性”的。当然这种“理性”有别于“完全理性”,因为它并不意味着完全的知识或信息以及准确的预测或选择,也不意味着稳定的和可传递的偏好;但这种知识的不完备性和未来的不可预知性并非导致人的“非理

性”。还是由于人的行为的唯一根据是其自身的“目的性”,所以人的行为不能到达所预期的目的并不能说明其行为就是“非理性”的。譬如在纷繁复杂的投资市场中,投资人经常犯错误是极其正常的行为,投资人行为或手段若不适合所选择的目标,当然就达不到预期,也就与目标相违,甚至背道而驰;但他的行为仍然是“理性”的,或者说他最初的“目的性”决定了他投资是有理由的。无论是市场的繁荣还是投资人的失败,都不能简单的归咎为人的“非理性”。“行为理性”能否兼容“完全理性”和“非理性”?可否为行为金融学的发展提供一个指向?这也许是行为金融理论面临的一个课题。

四、效用最大化与规则最大化

人的行为既不是机械的完全理性,也并非动物般的非理性。奥地利学派经济学的行为理性就是假设“人”拥有“企业家精神”,米塞斯(1949)以“行为人”称之。而传统金融学和行为金融学都是在“经济人”的理论假设下建立模型以对市场现象作出各自解释,而且在研究方法上也大同小异并把效用最大化作为其追求目标。这里的“效用最大化”主要是指经济效益的最大化,追求经济效益最大化无疑是重要的,但若在追求的过程中漠视甚至破坏市场规则,其结果很可能沦落为“动物精神”驱动下的反市场行为。虽然“动物精神”这种人类的心理本能长期驱动着经济和市场,但人终究还具有异于禽兽的精神特质:意志、理念和逻辑思考,这是人之所以为人的一大特征(夏道平,1987)。因此,“人”不单纯是追求效用最大化的逐利动物,应该也必然是为达到目的而遵循规则具有“企业家精神”的“行为人”。所谓“规则最大化”是指市场中那些既保证个人利益又能促进整体利益的规则体系得以充分完善和充分遵守。因为“这些规则是人类在生活于期间的社会中经由一种选择过程而演化出来的,从而也是世世代代的经验的产物。”^①相较于“见物不见人”的传统主流金融学,行为金融学强调了人的“非理性”行为,唤醒了学界对人的行为的重视和研究无疑是一大进步,但如何在金融市场上由人的非理性走向行为理性,如何由“动物精神”提升到“企业家精神”,如何在追逐效用最大化的同时保证规则最大化,这些都将构成行为金融学需要进一步研究的问题。

区分“动物精神”和“企业家精神”不仅在行为金融理论上有其意义,在实践上也有其必要。金融市场的公平与效率一直是各国证券管理机构竭力追求与平衡的两大目标;然而,伴随着金融市场波动性与复杂性的加剧以及投资者非理性行为的层出不穷,各国在对证券市场的监管过程中经常出现顾此失彼的现象。不断设计与完善各种规则并引导投资者在追求效用最大化的同时也遵循规则最大化是各国证券管理机构普遍考虑的重大问题之一。“动物精神”驱动下的金融增长着眼于短线投机炒作,是一种单纯对物的满足的追求所带来的“物欲的增长”。这种增长所带来的市场繁荣必然是一种“非理性繁荣”,而这种“繁荣”给市场带来的危害却是深远的,欧美国家刚刚过去但迄今余波未平的金融海啸就是这种“繁荣”带来的结果。而“企业家精神”驱动下的金融增长着眼于长期投资运作,是一种由“物的满足”提升到对精神的追求所带来的“价值的增长”。一方面企业家以其不断求索创新的精神去追求某个认定的价值,另一方面又从人类的经验当中去学习、传播、遵循那些因成功而胜出并盛行的市场惯例和规则。再从市场的表面与深层来看,就短期而言,“动物精神”和“企

^①哈耶克,1979:《法律、立法与自由》,中译本,中国大百科全书出版社,2000年,第7页。

企业家精神”在表面上似乎都有推动繁荣的效果,但在深层次方面却有很大差别。主要体现在对“法治”的尊重与捍卫。法治是规则的最高体现。前述的“动物精神”有的直接破坏法治,有的以获利为首要目的,只要有机会就有可能随时破坏法治。法治对于金融市场的必要性源于市场可能的失效,尤其是新兴市场更是如此,如信息不对称、道德风险、逆向选择、羊群效应,尤其是非理性的乐观和悲观导致资产价格泡沫或恐慌抛售等。因此,如何自觉遵守市场的各种规则和制度,“法治”精神的维护是决定性因素。“企业家精神”不仅具有通常所说的创造物质财富的创新精神,而为了使其创新成果得以传播、扩散和延续,“企业家精神”还包含着遵循规则、捍卫法治的精髓,传播正义和良善的同时也推动着市场制度和秩序的改善。企业家们深深懂得,市场中“大多数行为规则都具有一个属性,即给予那些遵循它们的群体以更具优势的力量”^①。中国金融市场持续健康发展的一个重要因素,就是要将“动物精神”提升为“企业家精神”,在追求效用最大化的同时也要追求规则的最大化。当然这绝非短期内就能实现,因为这意味着人的思想观念、行为模式的根本性改变。但在这个转变的过程中,作为以研究金融市场中人的行为为其特征的行为金融学无疑将发挥重要作用。

五、简单结语

较之于主流金融学,行为金融学重新将“人”置于研究的视野,对金融学基本假设和前提进行了一番检讨和反思,行为金融学认为人的行为主要受心理因素的影响,不完全是主观意志的产物,因此其研究对象为人的“非理性”行为。但是理论是以理性为基础的逻辑系统,不以理性为基础的行为金融学通常为学者诟病为无法构建逻辑的理论体系,在金融市场上也仅仅作为一种“工具”在使用。如何打破“工具论”从而提升行为金融学的理论品质?本文尝试运用奥地利学派经济学的基本原理为行为金融学的发展开辟一条可能的路径。奥地利学派经济学属于“人的行为学”的一部分,但对“行为”的理解与行为金融学有很大区别。奥地利学派经济学认为人的行为是人的意志的结果,人的行为都是理性的,行为和理性属同一概念,不能说人的行为没有达到目的就说明其行为的非理性。当代金融学正发生一次“行为学转向”,但是由于主流金融学的强大,行为金融学仍没有摆脱新古典经济学的束缚,再加之其本身的缺陷,这种“转向”并不彻底。奥地利学派经济学延续了经济学重视“人”的传统,并且认定“人的行为”都是具有主观意义下有目的、有企图的理性行为,以此为基础建立起有别于新古典经济学的完整的理论体系。行为金融学能否借鉴奥地利学派经济学思想促进其发展?这将是本文进一步深入研究的方向。

参考文献:

1. 黄春兴,2013:《当代政治经济学》,台湾清华大学出版社,第49页。
2. 何卓恩、夏明,2013:《夏道平文集》,长春出版社,第3页。
3. 卡尼曼,2012:《快思慢想》,中译本,台湾天下文化出版社,第16-19页。
4. 陆正飞,2008:《会计信息与证券投资实证研究》,中国人民大学出版社,第5页。
5. 汪丁丁,2002:《行为学及神学视角下的经济学》,北京大学中国经济研究中心演讲稿, <http://blog.sina.com.cn/u/2258721392>。
6. 吴惠林,2010:《何为大师——历届诺贝尔经济学奖得主的成就》,商务印书馆,第39页。
7. 夏道平,1987:《自由经济的思路》,台湾远流出版公司,1989年,第77页。

^①哈耶克,1979:《法律、立法与自由》,中译本,中国大百科全书出版社,2000年,第18页。

8. 亚当·斯密, 1776:《国富论》, 中译本, 上海三联书店, 2009年, 第167-169页。
9. Barberis, N., M. Huang, and J. Santos. 2001. "Prospect Theory and Asset Prices." *Quarterly Journal of Economics* 116(1):1-53.
10. Fama, E. F. 1970. "Efficient Capital Markets: A Review of Theory and Empirical Work." *Journal of Finance* 25(1):383-417.
11. Fama, E. F. 1998. "Efficiency Survives the Attack of the Anomalies." GSB Chicago(winter):14-16. <http://blog.sina.com.cn/u/2258721392>.
12. Fama, E. F., and K. French. 1992. "The Cross-section of Expected Stock Returns." *Journal of Finance* 47(2):427-466.
13. Fama, E. F., and K. French. 1993. "Common Risk Factors in the Returns on Stocks and Bonds." *Journal of Financial Economics* 33(1):3-56.
14. Fama, E. F., and K. French. 1996. "Multifactor Explanations of Asset Pricing Anomalies." *Journal of Finance* 51(2):55-84.
15. Fama, E. F., and K. French. 1998. "Value versus Growth: The International Evidence." *Journal of Finance* 53(1):1975-1999.
16. Grossman, S. J., and J. E. Stiglitz. 1980. "On the Impossibility of Informationally Efficient Markets." *American Economic Review* 90(2):393-408.
17. Haugen, Robert A. 1999. *The Inefficient Stock Market*. New Jersey: Prentice Hall.
18. Lee, Charles M. C. 2001. "Market Efficiency and Accounting Research: A Discussion of 'Capital Market Research in Accounting' by S. P. Kothari." *Journal of Accounting and Economics* 31(1):233-253.
19. Shiller, R. J. 1981. "Do Stock Prices Move too Much to Be Justified by Subsequent Changes in Dividends?" *American Economic Review* 71(2):421-436.
20. Shiller, Robert J. 1984. "Stock Prices and Social Dynamics." *The Brookings Papers on Economic Activity* 2(1):457-510.
22. Shiller, R. J. 1998. "Human Behavior and the Efficiency of the Financial System." NBER Working Paper 6375. <http://www.nber.org/papers/wb6375>.

The Study of Behavioral Finance from the Subjective Perspective: The View of Austrian School

Xia Ming

(Hubei University of Economics)

Abstract: The rise of behavioral finance suggests contemporary finance is undergoing a "behavioral shift." However, due to the strong power of traditional mainstream of finance, this "shift" is still not a complete one. Austrian economics is part of the "human behavior", but is very different from the "behavior" of Behavioral Finance. Austrian economics regards that human behavior is the result of human will, and human behavior is rational, so behavior and rational are the same. Whereas, behavioral finance regards that human behaviors are dominated by mental activities, which are not entirely subjective products, so there are irrational behaviors. Theory is based on the rational basis of logical system. Can the rise of behavioral finance learn from the Austrian economic ideas to promote its development? The possible contribution of this paper is trying to link the above two, and according to the Austrian economics viewpoint, based on the subjective perspective to comment on the traditional finance and behavioral finance, to explore the possible path of the development of behavioral finance.

Keywords: Austrian Economics, Rational Behavior, Rules and Order

JEL Classification: G3

(责任编辑:彭爽)