

doi:10.3969/j.issn.1672-626x.2015.02.001

财务学:理性和行为的交响曲

夏明

(湖北经济学院,湖北 武汉 430205)

摘要:本文以2013年诺奖颁发为引子,以多届诺奖获得者为主线,站在经济学的立场上深入探讨了财务学内在发展逻辑。首先,通过对几位获得诺贝尔经济学奖的财务(金融)学家的回忆,描述新古典经济学下的主流财务“见物不见人”的学科困境;其次,在肯定行为财务学对主流财务学挑战的同时,从诸多方面诟病了行为财务“见人不见魂”的发展窘境;最后立足奥派经济学的基本原理,为财务管理学发展指出一条“见人又见魂”的研究路径。

关键词:行为财务;奥派经济学;行为理性;企业家精神

中图分类号:F810 **文献标识码:**A **文章编号:**1672-626X(2015)02-0005-07

一、引言

2013年诺贝尔经济学奖颁发给了三位美国经济学家:尤金·法马(Eugene Fama)、彼得·汉森(Peter Hansen)、罗伯特·席勒(Robert Shiller)。他们关注的重点领域均为金融市场,但尤金·法马的研究具有新古典经济学特征,皮特·汉森的研究属于计量经济学范畴,而罗伯特·席勒的研究领域则是行为经济学。诺奖委员会颂词称:“他们三位发展出了资产定价研究新方法并将其用于对股票、债券和其他资产价格细节的研究之中。他们的方法已经成为学术研究的标准。他们的成果不仅给理论研究提供指导,更有助于专业投资应用。”

对这颇为有趣的三人组合,只要稍微涉足财务学和金融市场的人,除对皮特·汉森稍感陌生外,对尤金·法马和罗伯特·席勒应该相当熟悉。如果把法马教授1970年发表的《有效资本市场:理论与实证回顾》一文视为“有效市场假说”的正式版的话,那么这个在金融市场上被誉为“牛顿定理”的主流财务学理论主宰财务学领域可谓已近半个世纪;而若把席勒教授1981年发表在《美国经济评论》的那篇猛烈抨击有效市场理论的论文作为行为财务学派代表作的话,^①那么由此拉开的主流财务理论和行

为财务理论的争论也已超过30多年。毫无疑问,有效市场理论的提出当属财务学发展史的一根标杆;但行为财务理论却像一面旗帜,为我们深入理解财务学和证券市场提供了一个新视觉和新途径。30多年来,两种理论此消彼长、激烈交锋,其相互碰撞不仅构成了经济学、财务学和会计学最为炙热的研究领域之一,而且众多富有创新意义的学术成果也如雨后春笋般涌现出来,今年诺奖的颁发就是明证。有效市场假设理论之父法马教授和行为财务领军人物席勒教授的同时获奖,不仅预示着两种理论的争论还将继续,同时也拉开了学界与业界对财务学内在逻辑研究的序幕。今天的财务学可谓吹响了“理性”和“行为”的交响曲。

本文的旨趣在于:以2013年诺奖颁发为引子,以多届诺奖获得者为主线,站在经济学的立场上深入探讨财务学内在发展逻辑。本文除第一部分引言外,第二部分试通过对几位获得诺贝尔经济学奖的财务(金融)学家的回忆,来描述新古典经济学下的主流财务“见物不见人”的学科困境;第三部分在肯定行为财务学对主流财务学挑战的同时,也从诸多方面诟病了行为财务“见人不见魂”的发展窘境;第四部分将立足奥派经济学的基本原理,为财务管理

收稿日期:2015-02-09

作者简介:夏明(1961-),男,湖北武汉人,湖北经济学院教授,主要从事奥地利经济学、行为财务学研究。

学指出一条“见人又见魂”的研究路径。最后是简要结论和建议。

二、“见物不见人”：主流的财务管理学

财务管理作为一项管理工作虽然由来已久,但作为一门学问或理论体系,从经济学意义上来说产生于1958年两位美国经济学家 Modigliani 和 Miller 发表的著名的 MM 理论。为此,1985年瑞典皇家科学院将该年诺贝尔经济学奖授予了莫迪利安尼,以表彰他在家庭单位的储蓄和金融市场功能研究的贡献。就财务学而言,评价厂商和资本成本的莫迪利安尼—米勒定理(The Modigliani-Miller Theorems, 简称莫米或米莫定理)最为人所熟知。尽管后人不间断地对莫米定理提出批评,但它的诞生毋庸置疑地成为财务理论上的一颗“启明星”,它不仅为日后资本结构理论的发展提供了标准模式,更为财务管理学“投资、融资、分配”三大模块内容的设置奠定了基础。然而要指出的是,莫氏获奖除了莫米定理外,还有一项重要的研究成果,即“终生循环或生命周期假说”的建立与发展。这个对储蓄生命周期的“假说”完成了对“储蓄形态”的正确解释:人的生命的有限性决定了个人财富的累积状况就像“驼峰”的形状,因而个人的“消费”与“储蓄”都受到个人终生收入的影响,而且三者之间存在着相对稳定的比例关系;以此类推,当把个别人的储蓄行为加总时,“储蓄”就不再着眼于个别家庭,而是整个宏观经济体系。莫氏“驼峰式”的财富涵义告诉我们:虽然个人节俭行为在储蓄中具有一定的重要性,但个人储蓄率的高低主要受到两个因素的影响:一是个人财富在其一生中累积的轨迹形态;二是一国经济增长速度的快慢。笔者要指出的是:生命周期假说和莫米定理是莫氏有关“家庭单位财产”这个主题研究的一体两面,只不过前者论及财产的“总价值”,后者则论及财产的“组合”。而企业财产或曰资本的组合,从融资的角度说,同市场上无数个人的“储蓄率”以及一国经济的发展水平是密切相关的;再从投资来看,莫米定理已证明资产负债表右方的结构变化不会影响到左方,那么深受个人储蓄和国家经济发展影响的投资行为无疑就是决定企业价值的主要因素。进一步考察,莫米定理表面上研究的是企业资本结构问题,探讨的是如何将厂商的负债加股东权益的市场价值予以最大化,但其背后反映的

是企业的投融资行为,以及同企业投融资行为紧密联系的个人“储蓄”行为及宏观经济行为。或许可以说,莫氏“假说”或“定理”背后所反映的实质上是无数个个人的“行为”,换言之可否说:财务管理学自产生起就是一门“有关人的财务行为的学问”?

但需要指出的是,“莫米定理”中的“人”是理性的经济人,而且是在完美或有效的市场环境中发生的财务行为。2002年因行为经济学获诺奖的卡尼曼新近出版了其著作《快思慢想》,^{[1](P16-19)}书中他回忆了研究经济学的兴趣起因于一篇探讨经济理论之心理假设的文章。他对文章所谓的“经济人假设”,即“经济学理论的代理人是理性、自利的,而他的偏好不会改变”的说法深感惊讶。卡尼曼依据其长期对人之心理的研究,确认“心理学家所知道的普通人……不能像经济人一样有一致性,也不能很有逻辑,他们有时很慷慨,愿意对他们所属的团体贡献。他们常常不知道他们明年或甚至明天想要什么”。十分明确,卡尼曼的说法是对经济人假设的全盘否认;进一步,他怀疑的是整套建立在经济人假设下的新古典经济学体系。在这样的疑虑下,他开始设计实验并观察普通人的行为,由此获得许多不同于经济人行为的结论。譬如:普通人在选择时会受到个人的参考点(“锚定”)和禀赋的影响,但经济人则不受影响;经济人对得与失的感受是“对称”的,但普通人并不对称,其痛苦的敏感度要大于快乐;再如,普通人在选择时会依赖“框架”的辅助,而经济人却不需要。他的结论是:经济人是“神”,普通人才是“人”;心理学研究的是真实的普通人,而新古典经济学研究的是为了模型化而建构的经济人或曰“神”。若从学术上继续追问:新古典经济学为什么不以普通人的行为作为假设?这须从方法论上来回答。新古典经济学以弗里德曼(Milton Friedman)提出的经济学实证主义(Economics Positivism)为方法论,大意是:理论的价值在于其预测能力,而不在假设的内容是否与现实吻合。但行为经济学的方法论不信这一套。如果假设的内容无法判断出真假,那也就不追究了;但如果假设的内容完全与现实不符合,他们绝不能忍受,无法相信由经济人假设所推演的预期行为会符合现实的观察。卡尼曼以实验逐一检验经济人假设的内容,如逻辑的一致性、利己行为、不变的偏好、效用极大化等。他发现,没有

一项经济人假设的内容通得过实验的检验。其后,希勒也以实验去检验经济人假设所推导出来的预期行为,如经济人不会关心沉没成本。他发现普通人非但关心沉没成本,还重视责任,也能自我控制,而这都不是经济人假设预期的行为。换言之,行为经济学经由实验驳斥了经济人假设的内容,也否证了经济人假设所预期的行为。简单地说,他们完全否定了新古典经济学的方法论。

遗憾的是,这种否定并没有动摇新古典的根基。当经济学在上个世纪中叶走向数学模型后,新古典经济学逐渐居于主流地位。之所以能存活与坐大,新古典最大的优势就是其利用数学严谨性建立起来的美学印象:容易沟通的符号化概念、明确的假设和前提、严谨的数学逻辑、可预测和可证明的论述、容易学习与容易扩充的模型。这种优势在财务学领域表现得淋漓尽致。

1990年诺贝尔经济学奖由三位金融(财务)经济学先驱的美国教授共享,分别是马克维茨(Harry Markowitz)、夏普(William Sharpe)、米勒(Merton Miller)。三位教授的获奖,一方面表明主流经济学对金融(财务)投资理财理论的充分肯定,同时也标志着现代版的财务管理学三大模块的正式形成;另一方面,马克维茨的“现代投资组合理论”(MPT)、夏普的“资本资产定价模型”(CAPM),再加上罗斯(Stephen Ross)创立的“套利定价理论”(APT),不仅在实践上对无数投资理财者有诸多裨益,而且也使得财务管理学或曰金融投资学成为经济学各领域中“后来居上”的显学,被誉为“王冠上的一颗宝石”。如果说1969年首次的诺贝尔经济学奖颁给了挪威的弗里希(Ragnar Frisch)和荷兰的丁伯根(Jan Tinbergen)两位计量经济学家,以此证明经济学也是一门“科学”的话,那么1990年三位金融学家的获奖,以及7年以后再次将诺奖颁给“金融工程科技开创者”默顿(Robert Merton)和斯科尔斯(Myron Scholes)这两位美国教授,不仅使得财务学或曰金融学这颗“宝石”愈发灿烂,而且也使得在财务或金融领域计量模型和实证研究大行其道独领风骚。

我们当然不反对自然科学方法在财务学中的应用,更不是对自然科学方法的价值有丝毫的怀疑,而是要指出:社会科学(经济学和财务学)和自然科学在研究对象上是有区别的。自然科学研究的是“物”及物与物之间的关系,具有客观属性;社会

科学研究的是“人”及人与人和人与物之间的关系,具有主观属性。属于社会科学的财务学研究对象既然不同于自然科学,自然科学的方法当然也不能机械地适用于财务学。但是由于近代自然科学的成就,自然科学方法给人以万能的印象,于是热心于财务学的改良者对于太多的财务问题也一律诉之于自然科学方法,以为就此找到了研究财务或金融学问题最好的捷径。笔者认为,这是有失偏颇的。就拿前述的几位财务学诺奖获得者来说,无论是马克维茨、夏普,还是默顿、斯科尔斯,他们虽然一方面研制出了在众多假设条件下逻辑严谨的华美模型,但是另一方面这些模型在金融市场实际运用与操作中却面临着太多的局限性。这些局限性概况起来有三点。其一,模型在理论上运用假设将人的行为完全“物化”。假设是必须的,但有些假设的真实性值得怀疑,譬如,马克维茨假设投资者完全理性并且都是风险的厌恶者,市场中的投资者并非如此;再譬如,期权模型虽然假设条件较弱,但由于市场是由套期保值者、套利者、投机者等无数的千姿百态的投资人行为所组成,所以即使在假设条件下符合一定的数学规律,却也很难用一个标准的数学模型来概括。其二,模型在实际操作中面临重大局限性。模型不仅在物质上要求有一套高级且复杂的计算机程序来保证运作,而且在人员上要求有相当的数学涵养且严格按照数学指令来进行操作;模型按照计算机建立起来的证券组合、定价模式、期权价格等无疑需要大量准确的统计资料,即使我们假设历史数据是客观真实的,但我们无法保证对未来的预期;更为麻烦的是瞬息万变的证券市场稍有变化,模型就要求对其中数据进行调整,大量的数学计算工作不仅在实践中难以想象,就是做起来也会成本太高,得不偿失。其三,也是最重要的一点,诺奖多次将奖项颁给顶级的财务或金融学家,是否应验了1974年诺奖获得者哈耶克在授奖晚宴上简短讲词中的两点忧虑:一为担心诺贝尔奖项将助长时髦学风的盛行;二为偏重于“技术”或“工具”层面的专家频频获奖,使经济学脱离“人文”层面愈来愈远,这对于经济学所关心的对象——“人”而言,不知是福还是祸?^[2]

三、“见人不见魂”:挑战的行为财务学

或许是对以上疑虑的回应,2002年诺贝尔经济学奖颁给了美国普林斯顿大学的卡尼曼教授

(Daniel Kahneman)和乔治梅森大学的史密斯教授(Vernon L. Smith)。诺奖评审委员会的颂词指出:两位教授颠覆了传统经济学研究莫基于“自利”和“理性”的决策假设,首先将心理学和实验经济学运用于决策过程的研究。卡尼曼是前者的翘楚,史密斯则是后者的领衔人,他们的贡献终结了以“经济学非实验性科学”而反对将经济学列入诺贝尔奖行列的各种杂音。植根于认知心理学对人性判断和决策的研究以及实验经济学对理论预测的实证测度,两位教授的获奖无疑跨出了狭义经济学的范围而扩大至心理学和实验科学部门,同时也实现了诺贝尔奖委员会多年前的决议:经济学不应局限于狭义理论。与此同时,两位教授的获奖也极大地促进了行为财务(金融)学的发展,一时之间,行为财务学被誉为财务学领域的“显学”。

理论上,自MM理论诞生以来,由于其依赖太多“完美”的假设条件,财务学家在将近半个世纪对企业财务的研究中相继把各种“不完美”的因素纳入其中,不仅放松了MM理论几乎所有的假设条件,而且相继产生了许多著名的理论流派,如权衡理论、非信息对称理论、公司治理理论等。尽管如此,人们发现无论是外部的资本市场抑或内部的财务决策,仍然有大量的“异象”不能被现有理论合理解释,于是,MM理论唯一还没有被放松的假设——“理性人”假设受到了质疑,而卡尼曼教授的获奖似乎对这一问题给出了答案:人在很多时候是非理性的。于是“非理性”或曰“有限理性”成为行为财务理论的基本前提。在实践中,围绕着“非理性”,行为财务研究内容主要针对资本市场和企业内部管理者而展开,即市场“非理性”模型和管理者“非理性”模型。前者通过外部市场投资者“非理性”行为,理性的管理者利用市场“误定价”为公司股东谋取利益;后者通过内部公司管理者的“非理性”行为,理性的投资者利用公司财务的“误决策”在惩罚管理者的同时为自身谋利。而在方法上,一方面“行为”视角的研究雀跃而起几乎涉及到企业财务的所有领域;另一方面配合“行为”分析的案例法、问卷调查法和试验方法也如雨后春笋几乎每年都呈上升态势。如此以来,行为财务学无论就其理论前提、实践范围还是方法运用等都对传统的财务管理学发起了“挑战”,笔者甚至认为:“它的兴起可能是自上个世纪50年代以来现代财务学发展的里程碑”。^[3]

但是自行为财务学诞生以来,质疑、批评及内部的忧虑之声就不绝入耳。首先就其基本立论“人的行为未必理性”来说,是否将新古典经济学“理性人”假设完全推翻就值得怀疑。不用实验室试验,人性中天生就具备“明知山有虎,偏向虎山行”的所谓“不理性”行为。经济学鼻祖亚当·斯密早在1776年出版的《国富论》中,就以购买彩票的实例来说明人的“不理性”,有趣的是也是以保险业为例。^[4]在此诘疑下,新古典经济学试图淡化行为经济学的挑战,就像当年收编科斯(R.H. Coase)的交易成本经济学一样将行为经济学收入麾下。1991年诺奖获得者科斯就曾挑战过新古典经济学。他认为新古典经济学对交易或合作的分析都假设了零的交易成本,并斥之为“黑板经济学”,根本无法解释处处存在正交易成本的现实世界。但是新古典宣称它并不否认正的交易成本,于是就在经济人模型里加入一项代表交易成本的新变数或新函数。不久,许多学者也就以这类扩充的新古典经济模型去研究交易成本。新古典经济学轻易地化解了这场危机。无独有偶,今年诺奖获得者法马也曾用类似的办法回应过行为财务学的质疑。为了应对行为财务学“异象”研究的挑战,法马和弗兰西在著名的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。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和盈余与现金流市值比异象所产生的超额回报均消失了。这个模型最大的特点是:无论发现任何“异象”,都可以根据这个异象构建一个风险因素,然后轻易将这个异象化解掉。面对新古典经济学的强悍表现和有效市场理论的霸主地位,虽然有斯蒂格利茨悖论^[5]予以抗辩,但大多数行为经济学(财务学)家都表现出深深的忧虑。2001年诺奖得主、开创行为宏观经济学的阿克洛夫就曾明确指出:如果行为经济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新古典经济学的理性模型所吞并。主流经济学同化行为经济学只是时间问题。^[6]现在的问题是,行为经济学是否有能力创建一套独特的模型?而且新的模型不能以个人追求最大化为前提,否则就重新沦为经济理性模型。但是,如果模型里的个人不具有经济理性,而仅是接受外在给定的指令或规则去行动,那么这模型里就找不到独立的个人了。一个以“普通

人”为理论假设的选择模型,竟找不到独立的个人踪迹岂不矛盾?

阿克洛夫看到了问题的严重性,于是提出“接近理性”的方法论试图解决此困境。具体作法是:个人在选择时,以选择规则替代极大化。逻辑上,遵循规则很难获得极大化的效益,但是规则之所以成为规则,乃因它备受社会的尊重。遵循规则虽然当下会有损失,但随之会获得来自社会的另类补偿,如尊敬、友谊、信任等。不过,新模型不能假设个人在选择规则时已经知道来自社会的另类补偿,否则就会再度陷入经济理性。换言之,行为经济学为了摆脱经济理性,坚持个人是在对另类补偿无知下选择规则。当然个人在遵循规则的当下确实要忍受放弃最大化效益的机会成本,阿克洛夫认定这种忍受不是理性行为,但却是普通人的选择。这样,行为经济学打破了新古典“经济人”神话,使我们看到了“普通人”的选择。但是,如果机会成本太大,普通人是否还愿意选择规则?回到《快思慢想》,卡尼曼将人的心理系统区分为情绪性决策的“系统一”和理性选择的“系统二”。^[1](166-69)]在他的实验例子中,“82%的人接受规则而15%的人不接受”,前者受系统一的支配,而后者受系统二的支配。同时实验表明,个人遵从系统一的机会成本都不是很大,因为过大的机会成本会唤醒系统二。机会成本虽是主观的,而相对于接受系统一支配的82%的人,这15%的人也太锱铢必较、精于计算了。如果说出于系统一的情绪反应是非理性,刻画出人类的“动物精神”;那么出自实验室环境下的系统二的就算是理性吗?系统二显然是一个建构过程,其内容随时在变化,随时都可能违反预定的理性条件。我们的问题是是否存在系统三,即有没有不随波逐流跟随规则也不锱铢必较的第三种人。奥派经济学相信系统三的存在,并赋予第三种人为富于创新意识、具备企业家精神的人。新古典学派强调经济人的经济理性,忽略了人具有企业家精神;类似地,行为经济学强调普通人的非理性行为,也忽略了人具有企业家精神。企业家精神展现的理性不同于经济人的经济理性,更不是普通人的非理性行为。

四、“见人又见魂”:发展的财务管理学

在经济学族谱中,奥派经济学派始终处于边缘地位,但其理论洞识却不断为主流经济学派所吸

收,如人类行为论、时间结构论、机会成本论等。近年来,已有不少财务会计学者引用奥派文献,为诠释财务会计问题提供了新的视角。^②

受新古典经济学的影响,无论是主流财务学还是行为财务学,均将企业的财务行为视为一种纯粹的投入产出的技术关系;行为财务虽然把“人”的因素考虑进来,但也局限于普通人的“非理性”行为和市场的各种“异象”,并没有深刻揭示人的行为和企业财富增长之间的内在机制。奥派则不然,奥派认为经济学不是研究给定目的下的资源配置问题,而是研究“人的行为”;它的唯一任务是对人的行为的分析,是对财富实现过程的分析。按照这一逻辑,企业财务管理关于企业财富增长的研究,就不仅仅是探究财富增长的要害投入和均衡结构,而应该探讨企业财富增长的实现机制和实现过程。而在这种财富实现的过程当中,“企业家精神”无疑发挥着主要的作用。奥派经济学对人的假设就是他拥有企业家精神,米塞斯(Ludwig von Mises)以“行为人”称之。^[7]企业家精神的内涵就是:每个人都可以根据自己的逻辑去构思足以实现自己目标的计划,并在试错纠错、尝试探索的过程中设法使自己的目标实现。遗憾的是这种“人之魂魄”恰恰是主流财务学和行为财务学所严重忽略的。

再从方法论来看,经济学理性主义方法论先受到康德先验理性的影响,又受到詹姆斯实用主义经验哲学的左右。^[8]区别于古典经济学,19世纪末的边际革命使得“人的行为”成为现代经济学的微观基础,蓬勃兴起的“边际效用”分析说明“个人的主观存在”愈来愈受到经济学家的重视。^[9]但20世纪30年代以后,新古典经济学家过度借助自然科学分析工具,使其研究方法逐步走上“实证-经验主义”为特征的形式化道路;而奥地利经济学派却坚持主观价值分析传统,强调人的行为的“目的性”,强调市场行为的“过程性”,建立在个人主义基础上的方法论“主观主义”成为奥派经济学最鲜明的特征。长期依附于新古典经济学的主流财务学,以“理性人”为假设,沿用“实证-经验主义”方法论不足为奇;行为财务学以“普通人”为假设,采用实验方法虽然突破了将经济学视为“非实验性科学”的桎梏,但实验室的环境尽管可以通过各种模拟,同活生生现实的经济生活相比还是相去甚远,实验数据无法同实际观

测的数据相提并论。若发展的财务学以“行为人”为假设就必须另辟蹊径,奥派的主观主义方法论无疑是首选。

最后从内容结构来看,严格来说,现代意义上的财务管理学从一产生就沿着两条线索在发展。一条是明线:“物”或曰资金配置(学科特征);一条是暗线:“人”或曰人的行为(学科本质)。其理论逻辑也非常简单:任何“资金配置”的决策方案都是由“人的行为”所主宰的。而决定“人的行为”包括人的财务行为的根本力量,用经济学大师马歇尔的话来说,一则来源于“经济”,一则来源于“宗教”。若从经济学的角度考察“人的行为”,“理性选择”是第一要素,而“实证检验”位列其次,所以财务学就是“理性选择加上实证方法”。为了满足这两个选项,长期以来遵从新古典经济学的主流财务学一直沿用“技术型”的发展路径。若从宗教的角度考察“人的行为”,“情感”及其“情感倾向”是首选因素,所以财务学又有了以人的“情感”或曰“非理性”为研究对象的行为财务学。行为财务学挑战经济理性的起点是普通人在不确定下的选择实验。若普通人在实验中的选择不同于“经济人假设”的内容,其选择就是非理性。卡尼曼将非理性选择和理性选择分别归属于系统一和系统二。我们的问题是:接受实验的普通人的选择是出于情绪或出于理智是他个人的事,但是作为公共政策的选择怎么可以出于情绪?而作为政策选择或方案策划的决策者可以尊重“情绪”但怎能轻易由“情绪”来支配?显然,当行为财务学涉及到政策制订和方案决策领域,其建立在“普通人”基础上的“非理性”假设就值得推敲斟酌。奥派经济学让我们明白:个人在理智和情绪之外,还拥有企业家精神,而企业家精神的存在使得个人的行为出现极大差异。这种差异,向内来看,体现在每个人不同的性格、智商、体力、财富、知识、企图心等方面;向外来看,体现在每个人共同面临的客观环境,包括规则、制度、秩序、文化等因素对每个人的影响。而这一切,都是发展的财务学应该研究的内容。

五、结论及建议

理论的形成和发展需要对立面。今年诺奖颁给了对财务理论贡献卓越而其观点几乎完全对立的两位大师,既是不同理论对同一财务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

理解财务学发展的内在逻辑性提供了契机。

以法马为首的有效市场理论和以席勒为代表的行为财务理论对资本市场的理解处于对立的两极。主流财务理论以有效市场假说(EMH)和资本资产定价模型(CAPM)为两大理论基石,两者都认为市场是完全竞争市场,人是“理性的经济人”,资产价格由人的理性计算形成,含有丰富的信息,是经济个体进行决策的可靠依据;而行为财务理论则强调心理因素(动物精神)的作用,认为市场价格中充满了误导性的“噪音”,例如金融危机前的美国房价,并从一个全新的视角揭示了市场失败的原因在于“普通”投资者的“非理性行为”,从而进一步补充了市场微观结构理论所描述的“信息不对称”原因,合理解释了市场存在的“不公平”的“超常收益”现象。法马强调市场机制,揭示价格体系所具有的加总和集成信息的作用,这无疑是有意义的,但市场是一个动态的过程,均衡是短暂的,撬动这个“过程”乃因为市场是由无数个“个人”所组成的;席勒虽然看到了市场中的“人”,但却是具有“动物精神”的动物人或实验室贴有标签的实验人,看不到人应具备的精神即企业家精神。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大特征。^[10]反映在理论层面,这就是奥派经济学的“行为理性”,既不同于新古典经济学的“完全理性”,也有别于行为经济学的“非理性”。“行为理性”是与“目的-手段”框架联系在一起的一个概念,由于人天然具备的“无知”,在实现目的的过程中,人总会“犯错”。犯错说明人不是“全知全能”的完全理性,而人受认知、环境及信息等的限制,没有选择出合适的手段来达到目标,也不能称为“非理性”。故此在奥派看来,每个人的行为都是理性的,因为每个人的行为都具有鲜明的“目的性”。^③反映在财务学描绘的资本市场中,一方面财务学应关注投资人实现的目标和手段,而对投资人的价值判断保持中立。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,当然就与目标相违,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。另一方面,理性的投资人也不能

轻易地被“非理性”的“噪音”所干扰。对于投资决策者和政策制订者来说,最主要的责任就是为公司或普通人做出正确的选择并说服大家接受之。换言之,投资决策者和政策制订者应该属于卡尼曼实验中 15%当中的精英者,他们当然要知道 82%的人在想什么,但不能随意放弃原则听命于他们;他们也不是 15%中的大多数,锱铢必较且固步自封。他们应该审时度势,根据已有的知识、理念和意志去逐步实现确立的目标,并且勇于在这个过程中随时纠正自己的错误,最后藉以设计出或制订出大多数普通人在情绪上能够接受的方案或被操控的政策。这就是应在财务学领域中深入研究的“企业家精神”。

总之,2013年诺奖组合吹响了财务学理性和行为的号角,既暗示理性学派和行为学派在财务或金融问题上并非势不两立,也有可能形成互补的关系;又提示后学者对“理性”和“行为”这组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达到较完美的结合。本文提出的“行为理性”和“企业家精神”仅在这个方面做了一点探索。为此本文有三点建议:一是在学术研究中应鼓励提倡不同学派背景下的多角度研究,反对“一股独大”;二是在政策制订中克服盲目性,充分倾听资本市场中人性和行为的变奏曲,在理论的基础上使政策建议更具操作性;三是在财务学的教学改革中,应完整理解财务学丰富的内在逻辑性,迅速在本科阶段独立开设“行为财务学”课程,并配套在硕博阶段开展系列的“行为财务学”研究。

注释:

① 2011年,《美国经济评论》将席勒的这篇文章列为该杂志百年历史中最重要的 20 篇论文之一,与弗里德曼、斯蒂格利茨以及克鲁格曼等人的论文相提并论。参见 Shiller. R.J. Do Stock Prices Move Too Much to be Justified by Subsequent Changes in Dividends? American Economic Review, 1981, (71):421-436。

- ② 在由陆正飞、姜国华、张然主编的《会计信息与证券投资实证研究》一书中,三位作者第一次引用并阐释了奥派代表人物哈耶克“知识在社会中的利用”一文,并将其作为“有效市场假说”的理论基础,同时也深刻地指出了“有效市场假说”忽略了哈耶克所内含的关于市场是一个动态过程的思想,而这种忽略恰恰是日后行为财务学崛起的理论渊源。笔者长期浸淫于奥派经济学研究,这篇著作对于笔者将奥派经济学嫁接到财务学的研究工作起到了鼓舞的作用。
- ③ 本文的主旨是站在奥派经济学的立场上来阐释财务学的“理性”和“行为”。由于篇幅的限制,本文不能完全展开。简言之,奥派经济学和新古典学派都假设个人是理性的,但对个人行为的预期却完全相反。奥派经济学假设个人是理性的,行为经济学假设个人是非理性的,但两者对个人行为的预期却相当接近。只有新古典学派和行为经济学对个人的假设和对个人行为的预期完全背道而驰。

参考文献:

- [1] 卡尼曼. 快思慢想[M]. 洪兰,译. 台湾:天下文化出版社, 2012.
- [2] 吴惠林. 何为大师——历届诺贝尔经济学奖得主的成就[M]. 北京:商务印书馆, 2010.39.
- [3] 夏明. 行为财务学发展路径探析[J]. 会计研究, 2010, (2): 65-71.
- [4] 亚当·斯密. 国富论[M]. 郭大力,王亚南,译. 上海:三联书店, 2009.167-169.
- [5] Grossman, Stiglitz. On the Impossibility of Informationally Efficient Markets [J]. American Economic Review, 1980, (90):393-408.
- [6] 汪丁丁. 行为学及神学视角下的经济学[EB/OL]. <http://blog.sina.com.cn/u/2258721392>, 2002-09-23.
- [7] 米塞斯. 人的行为[M]. 夏道平,译. 台湾:远流出版公司, 1991.17.
- [8] 汪丁丁. 走向边缘[M]. 北京:三联书店, 2000.87.
- [9] 朱海就. 市场的本质:人类行为的视角与方法[M]. 上海:格致出版社, 2009.23-25.
- [10] 何卓恩,夏明. 夏道平文集[M]. 长春:长春出版社, 2013.3.

(责任编辑:许桃芳)

(下转第 30 页)