

行为 财务学

理论、应用与
展望

夏明 / 著



Behavioral
Corporate
Finance



北京大学出版社
PEKING UNIVERSITY PRESS

行为财务学

夏明 / 著



北京大学出版社
PEKING UNIVERSITY PRESS

图书在版编目 (CIP) 数据

行为财务学：理论、应用与展望 / 夏明著. —北京：北京大学出版社，2018.12
ISBN 978-7-301-30088-6

I. ①行… II. ①夏… III. ①企业管理—财务管理—高等学校—教材

IV. ①F275

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2018) 第 277762 号

书 名	行为财务学：理论、应用与展望 XINGWEI CAIWUXUE: LILUN、YINGYONG YU ZHANWANG
著作责任者	夏 明 著
责任编辑	黄炜婷
标准书号	ISBN 978-7-301-30088-6
出版发行	北京大学出版社
地 址	北京市海淀区成府路 205 号 100871
网 址	http://www.pup.cn
电子信箱	em@pup.cn QQ:552063295
新浪微博	@北京大学出版社 @北京大学出版社经管图书
电 话	邮购部 010-62752015 发行部 010-62750672 编辑部 010-62752926
印 刷 者	三河市博文印刷有限公司
经 销 者	新华书店
	730 毫米 × 1020 毫米 16 开本 20.5 印张 401 千字 2018 年 12 月第 1 版 2018 年 12 月第 1 次印刷
定 价	58.00 元



未经许可，不得以任何方式复制或抄袭本书之部分或全部内容。

版权所有，侵权必究

举报电话：010-62752024 电子信箱：fd@pup.pku.edu.cn

图书如有印装质量问题，请与出版部联系，电话：010-62756370

前言

探索非理性人的财务行为

本书的内容主要来自我多年研习行为财务学所撰写的文章、研究报告和授课讲稿。

最初在给研究生开设的一门课“财务管理专题”中，我将“行为财务学”作为一个子专题；后又在会计学院、金融学院和法商学院本科生中开设的“财务管理前沿”中讲授行为财务学；近年又以“行为视角下的公司理财”为题，在全校开设通识课讲授行为财务学，反响良好。换言之，虽然我讲授的内容是行为财务学，但从未以“行为财务学”为其命名，市面上也难找到一本有关行为财务学的教材，而行为金融学教材琳琅满目。

韦森教授在与我的互动中曾提到这个问题：“behavioral finance 在中国一般翻译为行为金融学，不知吾兄为何把它称作行为财务学？”这个问题关乎会计学界和金融学界对 finance 的认知。finance 可译作“财务”“金融”或“财政”。长期以来，中国会计学界奉行大会计体系，将财务视为这个体系的一个组成部分。改革开放后，企业财务的作用日渐突出，教育部才将财务管理单列为一个专业并开设相关课程；与此同时，原来仅关注货币与银行的金融专业，由于资本市场的恢复，尤其是证券股票投资行业的兴起，变得越来越热门和紧俏，很多本属于企业财务中有关资本运作的内容也在金融专业开设课程，比如“公司金融”实质上就是“财务管理”。中国海洋大学的罗福凯教授很早就对财务学和金融学的学科边界问题做过探讨，我在本书第八章就引用了他的很多观点，这里就不再赘述了。简而言之，行为财务和行为金融在本质上没有太大差异，就像现在的公司财务与公司金融一样。我为什么坚持将 behavioral finance 译成行为财务呢？除了我一直讲授财务管理学课程、对财务专业有感情，还想在某种程度上为财务学正名，不能为迎合时髦流行的学风而丧失对学术真义的理解和追求。更为重要的是，我想以行为财务为突破口，引入奥地利经济学，使行为财务学成为一门独立的学科，以避免多年前“行为会计”被淹没的教训；然后以独立的行为财务学为起点，构筑“双翼”财务学学科体系。这听起来很美，然而做起来实在难，本书试图做一些尝试。

本书分三个部分共十章。第一部分为行为财务学理论，含三章，分别阐述行为财

务学的历史渊源、理论基础和方法体系。第二部分为行为财务学实际应用，含四章，分别从投资、筹资、分配和并购四个方面阐释行为财务学的具体应用。第二部分是全书的主体，资料和案例取材于我多年来的讲稿和相关著述，是我一生从事财务学（含行为财务学）教学的一个总结。第三部分是行为财务学前景展望，含三章，主要源自我撰写的学术论文和平时的思考。虽然第三部分是全书最大的特点和亮点，坦率地说，还有很多不太成熟的地方，有很多需要进一步探索的地方。唯一值得欣慰的是，本书开辟了一条路径，至于这条路能延伸多远，还需后来人的努力。

作为探索性教材，本书主要适用于大专院校各类层次的学生。除此之外，我更期望两类朋友的关注和批评：一类是从事财务学教学与研究的教师 and 理论工作者，另一类是奥地利经济学的追随者和传播者。

对于前者，我们是不是需要对目前现行的财务学学科内容、方法和体系有一点点反思？

对于后者，我们是不是需要将奥地利学派的基本观念、原理和方法融入经济学学科的各个层面，使其思想的魅力向下扎根、向上结果？

当然，如果有幸得遇对本书提出的想法和路径感兴趣的朋友，我们今后还可以进行更深入的探讨。最后提一下对阅读本书的水平要求，很简单，能识字都能看懂。因为这里没有公式、没有模型、没有艰涩的道理，说的还是人话。

夏 明

2018年8月

目 录

绪 论 财务学：理性和行为的交响曲	001
-------------------	-----

第一部分 行为财务理论

第一章 行为财务学的历史渊源	012
第一节 行为财务学的发展脉络	013
第二节 行为学、心理学和经济学	023
第三节 奥地利经济学与行为财务学	034
第二章 行为财务学的理论基础	037
第一节 心理学相关理论	040
第二节 行为财务学相关理论	044
第三节 奥地利经济学相关理论	060
第三章 行为财务学的方法体系	074
第一节 具体研究方法	075
第二节 一般研究方法	078
第三节 哲学研究方法	082

第二部分 行为财务学实际应用

第四章 行为财务学之投资篇	104
第一节 两个主要的投资理论框架	105
第二节 投资者行为的心理学模型	111
第三节 基于行为财务理论的投资策略	123
第四节 典型案例	127
第五章 行为财务学之筹资篇	135
第一节 早期资本结构理论	137
第二节 现代资本结构理论及其发展	139

第三节	基于市场择机的行为财务资本结构理论	149
第四节	典型案例	156
第六章	行为财务学之分配篇	166
第一节	现代股利分配政策理论	167
第二节	基于行为财务的股利分配政策理论	171
第三节	中国上市公司股利政策的非理性现状	183
第四节	典型案例	187
第七章	行为财务学之并购篇	198
第一节	现代企业并购行为理论	199
第二节	基于行为财务原理的并购理论解析	205
第三节	行为财务两种模式下的企业并购行为	210
第四节	典型案例	216
第三部分 行为财务学前景展望		
第八章	古财务、旧财务与新财务	226
第一节	古财务的故事：公司、证券与资本	227
第二节	旧财务的窘境：技术、理论与市场	234
第三节	新财务的前景：行为、制度与文化	241
第九章	奥地利学派视阈下的行为财务学	252
第一节	行为财务学与传统财务学的区别和联系	253
第二节	奥地利经济学与行为财务学的关联和递进	257
第三节	奥地利学派视阈下行为财务学的开拓和展望	268
第十章	“双翼”财务学：构筑现代财务学新体系	291
第一节	行为财务学应成为独立的学科	292
第二节	行为财务、制度财务和文化财务的重新诠释	298
第三节	“双翼”财务学：现代财务学学科体系框架	307
参考文献		315
后 记		319

绪 论

财务学：理性和行为的交响曲

2013 年诺贝尔经济学奖颁给了三位美国经济学家：尤金·法玛 (Eugene Fama)、彼得·汉森 (Peter Hansen)、罗伯特·席勒 (Robert Shiller)。三位经济学家关注的领域均为金融市场，但尤金·法玛的研究具有新古典经济学特征，彼得·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。诺贝尔奖评选委员会颁奖词称：“他们三位创建了资产定价研究新方法并运用于股票、债券和其他资产价格细节的研究中，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了指导，更有助于专业投资的应用。”

对于这颇为有趣的三人组合，只要是稍微涉足财务学和金融学的人士，除对彼得·汉森稍感陌生外，对尤金·法玛和罗伯特·席勒应该相当熟悉。如果把法玛教授 1970 年发表的“有效资本市场：理论与实证研究回顾”一文视为有效市场假说的正式版本，那么这个被誉为金融市场的牛顿定律的主流财务学理论主宰财务学领域可谓已近半个世纪；而如果把席勒教授 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文章视作行为财务学派的代表，那么由此拉开的主流财务学理论和行为财务学理论的争论也已三十多年。^[1]毫无疑问，有效市场理论的提出当属财务学发展史上的一根标杆；但行为财务理论却像一面旗帜，为我们深入理解财务学、证券市场提供了一个新视角和新途径。三十多年来，两种理论此消彼长、激烈交锋、相互碰撞，不但构成了经济学、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如雨后春笋般涌现出来，2013 年诺贝尔经济学奖的颁发就是明证。有效市场假说理论之父法玛和行为财务学领军人物席勒的同时获奖，不仅预示着两种理论的争论仍将继续，也同时拉开了学界与业界对财务学内在逻辑研究的序幕。当今的财务学可谓奏起了理性和行为的交响曲。

[1] Shiller.R.J.1981.Do stock prices move too much to be justified by subsequent changes in dividends? *American Economic Review*, 71:421-436. 《美国经济评论》于 2011 年将席勒的这篇文章列为该杂志百年历史中最重要的二十篇论文之一，与米尔顿·弗里德曼 (Milton Friedman)、约瑟夫·斯蒂格利茨 (Joseph Stiglitz) 和保罗·克鲁格曼 (Paul Krugman) 等人的文章相提并论。

但当以 2013 年诺贝尔经济学奖颁发为引子，基于对多位具有代表性的获得诺贝尔经济学奖的财务学家的回顾梳理财务学发展史时，我们发现新古典经济学下的主流财务学出现了“见物不见人”的学科困境；而在挑战主流财务学的同时，行为财务学也面临“见人不见魂”的发展窘境。

有无第三条路可走？

能否为行为财务学开辟一条“见人又见魂”的研究路径？

现在是站在经济学的立场上深入探讨行为财务学内在发展逻辑的时候了。



“见物不见人”：主流的财务管理学

虽然财务管理作为一项管理工作由来已久，但财务学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，即两位美国经济学家莫迪格里亚尼（Modigliani）和米勒（Miller）发表的著名的莫迪格里亚尼—米勒定理（MM 理论）。为此，1985 年瑞典皇家科学院将当年度诺贝尔经济学奖授予了莫迪格里亚尼，以表彰他在家庭单位储蓄和金融市场功能研究领域的贡献。就财务学而言，评价厂商和资本成本的 MM 理论最为人所熟知。尽管后人不间断地对 MM 理论提出批评，但它的诞生不容置疑地成为财务理论的一颗“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、融资和分配三大模块内容的设置奠定了基础。然而需要指出的是，莫迪格里亚尼获奖的原因除 MM 理论外，还有一项重要的研究成果，即生命循环（或生命周期）假说（life-cycle hypothesis）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形似“驼峰”，因而个人的消费与储蓄都受到个人终生收入的影响，而且三者之间存在相对稳定的比例关系；以此类推，当把个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。莫迪格里亚尼驼峰式的财富内涵告诉我们：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，一是个人财富在一生中累积的轨迹形态，二是一国经济增长速度的快慢。需要指出的是：

生命周期假说和 MM 理论是莫迪格里亚尼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。

企业财产或资本的组合，从融资的角度来说，与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，MM 理论证明资产负债表资产栏的结构变化不会影响负债和权益栏，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，MM理论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+股东权益的市场价值最大化，但背后反映的是企业的投融资行为，以及与企业投融资行为紧密联系的个人储蓄行为和宏观经济行为。或许可以说，MM理论背后所反映的实质上是无数个人的行为，换言之可否说，财务学自产生就是一门有关人的财务行为的学问？

需要指出的是，MM理论中的“人”是理性的经济人，而且是在完美或有效市场环境中发生财务行为的人。2002年，因行为经济学而获诺贝尔经济学奖的丹尼尔·卡尼曼（Daniel Kahneman）出版了《快思慢想》，回忆了他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的、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，愿意对所属的团体做贡献。他们常常不知道明年甚至明天想要什么”。十分明确，卡尼曼的说法是对经济人假设的全盘否认；进而，他怀疑的是建立在经济人假设下整套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，经济人则不受影响；经济人对得与失的感受是对称的，但普通人的感受并不对称，对痛苦的敏感度要大于快乐；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构造的经济人或“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呢？这必须从方法论上予以回答。

新古典经济学是以弗里德曼提出的经济学实证主义为方法论，其大意是理论的价值在于预测能力，而不在于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；但如果假设的内容与现实完全不相符，那就是绝不能容忍的，让人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、偏好不变、效用最大化等。他发现，没有一项经济人假设的内容能通过实验的检验。随后，席勒也以实验检验经济人假设所推导出来的预期行为，如经济人不关心沉没成本。他发现，普通人不仅关心沉没成本，还重视责任，也能自我控制。这些都不是经济人假设预期的行为。进而言之，行为经济学经由实验，驳斥了经济人假设的内容，也否认了经济人假设所预期的行为。简单地说，行为经济学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经济学的根基。当经济学在 20 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，新古典经济学最大的优势就是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。这些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）经济学先驱共享，分别是哈里·马科维茨（Harry Markowitz）、威廉·夏普（William Sharpe）、默顿·米勒（Merton Miller）。一方面，三位学者的获奖表明主流经济学对金融（财务）投资理财理论的充分肯定，标志着现代版的财务学三大模块的正式形成；另一方面，马科维茨的现代投资组合理论（modern portfolio theory, MPT）、夏普的资本资产定价模型（capital asset pricing model, CAPM）和史蒂夫·罗斯（Stephen Ross）创立的套利定价理论（arbitrage pricing theory, APT），不但在实践上对无数从事投资理财者具有诸多裨益，而且使得财务学或金融投资学成为经济学各领域后来居上的显学，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两位计量经济学家，挪威的朗纳·弗里希（Ragnar Frisch）和荷兰的简·丁伯根（Jan Tinbergen），以此证明了经济学也是一门科学的话，那么 1990 年三位金融学家以及 1999 年金融工程科技开创者罗伯特·默顿（Robert Merton）和迈伦·斯科尔斯（Myron Scholes）的获奖，不但使得财务学（金融学）这颗“宝石”愈发灿烂，而且使得计量模型和实证研究在财务或金融领域大行其道，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，对自然科学方法的价值更没有丝毫的怀疑，但要指出：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以及物与物之间的关系，具有客观属性；社会科学研究的是人以及人与人、人与物之间的关系，具有主观属性。这样，属于社会科学的财务学的研究对象不同于自然科学，自然科学方法自然不能机械地适用于财务学。可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学或金融学问题最好的捷径。我们认为，这是有失偏颇的。就以前述几位财务学领域诺贝尔经济学奖获得者来说，无论是马科维茨、夏普还是默顿、斯科尔斯，虽然创建了在众多假设条件下逻辑严谨的华美模型，但是这些模型在金融市场实际运用与操作中却面临太多的局限性。综合以上分析，主流财务管理学的发展瓶颈有三点：

其一，模型在理论上运用假设将人的行为完全“物化”。假设是必需的，但有些假设的真实性值得怀疑。譬如，马科维茨假设投资者完全理性且都是风险厌恶者，但市场中的投资者并非如此。再如，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、投机者等无数千姿百态的投资者的行为所组成，因

此即使在假设条件下符合一定的数学规律，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。模型不但在物质上要求有一套高级且复杂的计算机程序以保证运作，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的统计资料且资料必须正确，即便我们假设历史数据是客观真实的，但也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，稍一变化，模型就要求调整数据，大量的数学计算工作不仅在实践中难以想象，即使能做，做起来也会成本太高，得不偿失。

其三，也是最重要的一点，诺贝尔经济学奖多次颁给顶级的财务（金融）学家，是否应验了1974年诺贝尔经济学奖获得者弗里德里希·哈耶克（Friedrich Hayek）在授奖晚宴上简短演讲词中的两点忧虑：一为担心诺贝尔奖将助长时髦学风的盛行；二为偏重于技术或工具层面的学者频频获奖，使经济学离人文层面越来越远，这对于经济学所关心的对象——人而言，不知是福还是祸？



“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普林斯顿大学的卡尼曼和乔治·梅森大学的弗农·史密斯（Vernon Smith）。诺贝尔经济学奖评选委员会的颁奖词指出：两位学者颠覆了传统经济学研究基于自利和理性的决策假设，率先将心理学和实验经济学运用于决策过程的研究。卡尼曼是心理学应用的翘楚，史密斯则是实验经济学应用的领衔人。他们的贡献终止了以“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，两位学者的获奖意味着经济学跨出了狭义经济学的范畴并扩展至心理学和实验科学领域，也实现了诺贝尔奖评选委员会多年前的决议：经济学不应局限于狭义理论。而与此同时，两位学者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。

自MM理论诞生以来，由于依赖太多完美的假设条件，财务学家在近半个世纪里对企业财务的研究中相继把各种不完美的因素纳入其中，不但放松了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。即便如此，人们发现无论是外部的资本市场还是内部的财务决策，仍然有大量的异象不能被现有理论合理地解释，于是MM理论唯一未被放松的假设——理性人受到了质疑，而卡尼曼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。前者基于外部市场投资者的非理性行为，理性的管理者利用市场误定价为企业股东谋取利益；后者基于内部企业管理者的非理性行为，理性的投资者利用企业财务的误决策在惩罚管理者的同时为自身谋利。在方法上，一方面，行为视角的研究雀跃而起，几乎涉及企业财务的所有领域；另一方面，配合行为分析的案例法、问卷调查法和实验方法如雨后春笋般，年年均呈上升态势。如此一来，无论是就理论前提、实践范围还是方法运用等方面，行为财务学都对传统的财务管理学发起了挑战，我们甚至可认为“它的兴起可能是自20世纪50年代以来现代财务学发展的里程碑”。

但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于耳。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。不必实验室试验，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说明人的不理性。有趣的是，这也是以保险业举例。在此质疑下，新古典经济学试图淡化行为经济学的挑战，就像当年收编罗纳德·科斯（Ronald Coase）的交易成本经济学一样将行为经济学收入麾下。1991年诺贝尔经济学奖获得者科斯就曾挑战新古典经济学，他认为新古典经济学针对交易或合作的分析假设了零交易成本，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。但新古典经济学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代表交易成本的一项新变数或新函数。不久，许多学者也使用这类扩充的新古典经济模型研究交易成本。这样，新古典经济学轻易地化解了这场危机。无独有偶，诺贝尔经济学奖获得者法玛也曾用类似的方式回应对行为财务学的质疑。为了应对行为财务学异象研究的挑战，法玛和肯尼斯·弗伦奇（Kenneth French）在著名的资本资产定价模型的基础上提出扩展的Fama-French三因素资本资产定价模型。在控制了三个因素（市场风险、市场规模、账面与市值比）后，原模型呈现出的规模异象和盈余与现金流市值比异象所产生的超额收益均消失了。新模型最大的特点是：无论发现何种异象，都可以根据这种异象构建一个风险因素，然后轻易地化解该异象。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予以抗辩，但大多数行为经济学（财务学）家表现出深深的忧虑。2001年诺贝尔经济学奖得主、开创行为宏观经济学的乔治·阿克洛夫（George Akerlof）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吞并，主流经济学同化行为经济学只是时间问题。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，而仅仅是接受外在给定的指令或规则去行动，那么在此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性模型，竟然找不到独立的个人踪迹，这岂不是自相矛盾？

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，试图解决这一困境。具体做法是：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，乃因为备受社会的尊重。遵循规则虽然在当下会有损失，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，为了摆脱经济理性，行为经济学坚持个人是在对另类补偿无知的情形下选择规则，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虽然不是理性行为，但却是普通人的选择。这样，行为经济学打破了新古典经济学的经济人神话，使我们看到了普通人的选择。但是，如果机会成本太大，普通人是否愿意选择规则？回到卡尼曼的《快思慢想》，他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”。在他的实验例子中，的确是“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。实验还表明，个人遵从“系统一”的机会成本不是很大，因为过大的机会成本会唤醒“系统二”。机会成本虽然是主观的，但相对于接受“系统一”支配的82%的人，这15%的人也太锱铢必较、精于计算了。如果说出自“系统一”的情绪反应是非理性的，刻画出人类的动物精神，那么出自实验室环境下的“系统二”就是理性的吗？“系统二”显然是一个建构过程，其内容随时在变化，随时可能违反预定的理性条件。我们的问题是，有没有“系统三”？即有没有不随波逐流地跟随规则也不锱铢必较的第三种人。

奥地利经济学相信“有”，并定义第三种人为富于创新意识、具备企业家精神的人。新古典经济学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，更不同于普通人的非理性。



“见人又见魂”：发展的行为财务学

在经济学族谱中，奥地利经济学派始终处于边缘地位，但其理论洞识则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地利经济学派文献，为诠释财务会计问题提供了新的视角。^[1]

深受新古典经济学的影响，无论是传统财务学还是行为财务学，均将企业财务行为视为一种纯粹的投入—产出的技术关系；行为财务学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。奥地利经济学则不然，它认为经济学不是研究给定目标下的资源配置问题，而是研究人的行为；经济学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，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，而且应该探讨企业财富增长的实现机制和实现过程。而在财富实现的过程中，企业家精神无疑发挥着主要作用。奥地利经济学对人的假设就是“拥有企业家精神”，路德维希·米塞斯（Ludwig von Mises）以“行为人”称之。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达成自己的目标。遗憾的是这种“人之魂魄”恰恰是传统财务学和行为财务学所严重忽略的。

从方法论来看，经济学理性主义方法论先受到伊曼努尔·康德（Immanuel Kant）先验理性的影响，又受到威廉·詹姆斯（William James）实用主义经验哲学的左右。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越来越受到经济学家的重视。但20世纪30年代以后，新古典经济学派过度借助自然科学分析工具，研究方法逐步走上以实证—经验主义为特征的形式化道路；而奥地利经济学派则坚持主观价值分析传统，强调人行为的目的性，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地利经济学派最鲜明的特征。长期依附于新古典经济学的传统财务学，以理性人为假设，沿用实证—经验主义方法论，这不足为奇；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，但实验室环境与活生生的现实经济生活相比，尽管可以进行各种模拟，但相差还是太大，实验数据无法同实际观测数据同日而语。如果发展的财务学以行为人为假设就必须另辟蹊径，奥地利学派的主观主义方法论无疑是首选。

从内容结构来看，严格地说，现代意义上的财务学从产生伊始就沿着两条线索发展：一条是明线，“物”或曰资金配置（学科特征）；另一条是暗线，“人”或曰人的行

[1] 在陆正飞、姜国华和张然主编的《会计信息与证券投资实证研究——重点文献导读》一书中，第一次引用并阐释奥地利学派代表人物哈耶克“知识在社会中的利用”一文，并作为有效市场假说的理论基础，同时深刻地指出有效市场假说忽略了哈耶克隐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。笔者长期浸淫于奥地利经济学的研究，哈耶克的文献对于笔者将奥地利经济学嫁接到财务学的研究工作起到了鼓舞作用。

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”，另一则来源于“宗教”。

从经济的角度考察人的行为，则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传统财务学一直沿用技术型的发展路径。

从宗教的角度考察人的行为，则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感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，其选择就是感性的。卡尼曼将感性选择与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出于情绪抑或出于理智，那是他个人的事。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，当行为财务学涉及政策制定和方案决策领域时，建立在普通人基础上的非理性假设就值得推敲斟酌。

奥地利经济学让我们明白：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的差异。这种差异，向内看，体现在每个人不同的性格、智商、体力、财富、知识、意图等；向外看，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。^[1]



结论与启示

理论的形成和发展需要对立面。2013年诺贝尔经济学奖颁给了对财务理论贡献卓越但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。

以法玛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。传统财务理论以有效市场假设和资本资产定价模型为两大理论基石，

[1] 本书的主旨是站在奥地利经济学的立场上阐释财务学的理性和行为。受篇幅所限，在此不能完全展开。简而言之，奥地利经济学和新古典经济学都假设个人是理性的，但对个人行为的预期则完全相反。奥地利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。只有新古典经济学与行为经济学对个人的假设和对个人行为的预期是背道而驰的。

认为市场是完全竞争的，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，认为市场价格充满了误导性的噪声（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，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。法玛强调市场机制，揭示价格体系所具有的加总和集成信息的作用，无疑是有意义的；但市场是一个动态的过程，均衡是短暂的，能撬动这个“过程”乃因市场是由无数的个人所组成的。席勒虽然看到了市场中的“人”，却只看到具有动物精神的动物人或实验室中贴有标签的实验人，看不到人应具备的精神——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一大特征。反映在理论层面，这就是奥地利经济学的行为理性，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，由于人天生具有的无知，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，而受认知、环境及信息等的限制，人未能选择合适的手段以达到目标，这也不能称为非理性。故在奥地利经济学看来，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。反映在财务学描绘的资本市场中，一方面，财务学应当关注投资者实现的目标和手段，对于投资者的价值判断则应当保持中立。譬如在纷繁复杂的投资市场中，投资者经常犯错误是极其正常的行为，投资者行为或手段若不适合所选择的目标则无法达到预期，当然就与目标相违，甚至背道而驰，但其行为仍然是理性的，或者说其初始目的性决定了投资是有理由的。另一方面，理性的投资者也不能轻易地被非理性的噪声干扰。对于投资决策者和政策制定者来说，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。换言之，投资决策者和政策制定者应该属于卡尼曼实验中 15% 当中的精英，他们当然知道 82% 的人在想什么，但不能随意放弃原则而听命于他们；他们也不是 15% 中的大多数——锱铢必较且固步自封，而应该审时度势，根据已有的知识、理念和意志，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，最后设计出或制定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。这就是在财务学领域中应当深入研究的企业家精神。

总之，2013 年的诺贝尔经济学奖组合吹响了财务学理性和感性的号角，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，有可能形成互补的关系；又提示学者对理性和感性这组关键词应有更深入的理解与把握，使之在一个新的理论层面和操作层面达到较完美的结合。我们提出的行为理性和企业家精神仅在这方面做了一点探索，更多的内容将在本书中得到充分展现。