Yunnan Caijing Daxue Xuebao

# 云南财经大学学报

JOURNAL OF YUNNAN UNIVERSITY OF FINANCE AND ECONOMICS

朱富强：人本主义经济学先驱西斯蒙第的经济思想评述
王文成：清末民初的云南驿路、铁路与马帮
罗　霞，陈维政：组织人格：概念、维度、意义

全国中文核心期刊
综合性经济科学类核心期刊
中国人文社科学报核心期刊
中国核心学术期刊
全国百强社科学报

5

2009

ISSN 1674-4543

需要全本请访问 www.ertongbook.com




# 云南财经大学学报

（原刊名：云南财贸学院学报）

双月刊

创刊/1985年2月

第25卷 第5期 总第139期

2009年10月2日出版

**学术咨询委员**（以姓氏笔画为序）

于建嵘 王崇理 王敏正 巴曙松
左大培 叶 青 冉光和 李绍荣
陈学彬 陈栋生 肖红叶 张宇燕
罗明义 周三多 杨先明 杨 帆
杨春学 茅于轼 郑红亮 施本植
姚先国 秦 晖 徐 勇 高 梁
黄卫平 崔之元 韩德强 程恩富
曹和平

**编委会主任：** 汪 戎

**编委会副主任：** 周 跃 王力宾
李国疆

**委 员**（以姓氏笔画为序）

万广华 于克信 王学鸿 石 磊
龙 超 叶文辉 朱启才 朱锦余
伏润民 许南垣 刘尔斯 李严锋
张丽华 张 洪 张建红 陈 红
陈 刚 纳鹏杰 吴健安 罗宏翔
旷锦云 宋光兴 周好文 周 文
杨桂红 赵德志 姜近勇 顾秀林

主管单位 云南省教育厅
主办单位 云南财经大学
主 编 汪 戎（兼）
执行主编、编辑部主任 叶文辉
编辑出版 云南财经大学学报编辑部
国内总发行 云南省邮政局
国外总发行 中国国际图书贸易总公司（北京399信箱）
地 址 云南省昆明市龙泉路237号
邮政编码 650221
E-mail yncdxb@126.com
网 址 http://web.ynufe.edu.cn/xuebao/
国际标准刊号 ISSN 1674-4543
国内统一刊号 CN53-1209/F
国内发行代号 64-78
国外发行代号 1492 BM
广告经营许可证号 5300004000081
定 价 10.00元
电 话 (0871)5192375 (传真)5023571
印 刷 昆明鸿景印刷有限公司




公开发行　　邮发代号:64-78　　ISSN 1674-4543　　CN 53-1209/F　　定价:10.00元

云南财经大学学报
（总第139期）
2009年第5期目录
2009年10月2日出版

## 理论探讨

人本主义经济学先驱西斯蒙第的经济思想评述 …… 朱富强(3)
股权溢价之谜理论述评 …… 邓学斌(9)
ECB统一货币政策与EU单独财政搭配的"冲突"思考
——基于蒙代尔－弗莱明模型的探索 …… 蔡　云(16)

## 宏观经济

中国服务贸易结构与经济增长的关系研究
——基于VAR模型的动态效应分析 …… 尹忠明,姚　星(25)
中国服务经济发展的体验化趋势 …… 宁　阳(34)
我国财政农业投入:绩效、原因、对策
——农户经济行为理论视角的分析 …… 文　峰(39)
中国城乡收入差距对经济效率的影响 …… 王少国,贺福珍(43)

## 金融论坛

积极应对国际金融危机　进一步发展创新基金 …… 茶洪旺(57)
关于美国金融危机文献观点的综述 …… 廖旗平(64)
次贷危机对中国银行业的启示:风险联动与ERM …… 牟怡楠(72)
管理层持股、自由现金流量与过度投资 …… 蔡吉甫(78)
经理股票期权激励的最优设计
——基于博弈论的模型 …… 杜金岷,高　洁(84)
我国上市公司自愿信息披露与股权结构的实证研究 …… 刘　睿,李金迎(88)

## 区域经济与发展

清末民初的云南驿路、铁路与马帮 …… 王文成(98)
1840年前云南的经济地理特征 …… 车　辚(104)
加快推进环昆经济圈建设的研究 …… 杨　杰(109)
我国出口区域差异及增长效应分析 …… 胡　兵,乔　晶(115)

## 管理论坛

组织人格:概念、维度、意义 …… 罗　霞,陈维政(121)
有效公司治理模式基本特征分析及启示 …… 陈资灿(128)
非互惠接入定价、F-M模式与电信网络竞争:解释及政策含义 …… 安玉兴,田　华,李　宇(134)
国内知识型员工激励研究:现状及展望 …… 张建民(141)
《周易》智慧与企业家品质修炼 …… 卢正惠(147)
教学质量内驱力的科学经费分配模式探讨 …… 姜晓宇(153)

本期执行编辑:陆为群　　英文翻译:彭妍玲

JOURNAL OF YUNNAN UNIVERSITY OF FINANCE AND ECONOMICS

# CONTENTS

No. 5, 2009( General No. 139 )

**THEORETICAL DISCUSSION**

Review on the Economic Thoughts of Sismondi: the Pioneer of Humanistic Economics ..... ZHU Fu-qiang(3)

Theoretical Review on Equity Premium Puzzle ..... DENG Xue-bin(9)

The "Conflict Thinking" about the Unified Monetary Policy of ECB and the Independent Financial Collocation of EU—Based on the Model of Mondale-Fleming ..... CAI Yun(16)

**MACROECONOMICS**

Research on the Relationship between Chinese Service Trade Structure and Economic Growth—Dynamic Effect Analysis Based on VAR Model ..... YIN Zhong-ming, YAO Xing(25)

Experience-oriented Trend of the Development of China's Service Economy ..... NING Yang(34)

Financial Investment in Agriculture: Performance, Causes and Countermeasures—Analysis from the Perspective of Peasant Household Economic Behaviors ..... WEN Feng(39)

The Influence of Urban-rural Income Gap on Economic Efficiency in China ..... WANG Shao-guo, HE Fu-zhen(43)

**FINANCIAL FORUM**

Coping with International Financial Crisis Positively and Further Developing Innovation Fund ..... CHA Hong-wang(57)

Literature Review on the Financial Crisis of the U. S. ..... LIAO Qi-ping(64)

The Implication of Sub-prime Mortgage Crisis to Chinese Banking Industry: Risk Interconnection and ERM ..... MU Yi-nan(72)

Shareholdings of Managers, Free Cash Flow and Overinvestment ..... CAI Ji-fu(78)

Optimal Design of Executive Stock Option Incentive—A Model Based on the Game Theory ..... DU Jin-min, GAO Jie(84)

An Empirical Study on Voluntary Information Disclosure of Listed Companies and the Ownership Structure of China ..... LIU Rui, LI Jin-ying(88)

**REGIONAL ECONOMY AND DEVELOPMENT**

Post Roads, Railways and MaBang of Yunnan Province at the End of Qing Dynasty and the Beginning of the Min Dynasty ..... WANG Wen-cheng(98)

Economic Geographical Feature of Yunnan Province before 1840 ..... CHE Lin(104)

Study on Accelerating Advancing the Construction of Economic Circle around Kunming ..... YANG Jie(109)

Analysis on the Export Regional Differences and Growth Effect ..... HU Bing, QIAO Jing(115)

**MANAGEMENT FORUM**

Organization Personality: Definition, Dimensions and Significance ..... LUO Xia, CHEN Wei-zheng(121)

Analysis of the Basic Characters of Effective Corporate Governance Model and Its Revelation ..... CHEN Zi-can(128)

Non-reciprocal Access Pricing, F-M Model and Telecom Network Competition: Explanation and Policy Implications ..... AN Yu-xing, TIAN Hua, LI Yu(134)

Study on the Motivation of Knowledge Workers in China: Status Quo and Prospects ..... ZHANG Jian-min(141)

The Wisdom of Zhou Yi and the Character Training of Entrepreneurs ..... LU Zheng-hui(147)

Discussion on the Scientific Economic Distribution of the Internal Drive of Teaching Quality ..... JIANG Xiao-yu(153)

[期刊基本参数] CN53—1209/F*1985*b*A4*160*zh*P*￥10.00*2000*23*2009-10*n

需要全本请访问 www.ertongbook.com

# 人本主义经济学先驱西斯蒙第的经济思想评述

朱富强

(中山大学 岭南学院,广州 510275)

**摘　要**:在自由放任政策的指导下,西方资本主义国家的物质财富获得了急速增长,但与此同时,它并没有促进绝大多数人的福利提高,反而造成了大量的贫困问题。为此,西斯蒙第对这种自由放任政策及其理论进行批判,并重新把经济学的研究转换到提高人的福利这一途径上来:一方面,他把消费提到首要地位,强调生产是为了消费;另一方面,他把收入分配或分配问题作为政治经济学的研究中心。正因为西斯蒙第关心人的最终幸福,把政治经济学重新纳入伦理学的大框架下,从而成为人本主义经济学的先驱。

**关键词**:西斯蒙第;人本主义;自由放任;国家干预;新自由主义

**中图分类号**:F091　**文献标志码**:A　**文章编号**:1674-4543(2009)05-0003-06

## 一、西斯蒙第经济学的社会和学术背景

自从斯密建立起第一个具有完美理论体系的经济学,自利人、自由市场机制和劳动价值论就成为古典政治经济学的范式基础,这为以后西方经济学的发展奠定了基础,甚至可以说,迄今为止的经济学仍旧没有超越斯密所开创的体系。这个古典经济学体系主要有三部分:首先,劳动价值论是理论核心,因为当时关注的是财富的增长,从而热衷于探究财富的源泉以及创造财富的手段;其次,自由放任原理是政策基石,它是劳动有效配置的基本机制,因为深受启蒙运动带来的自然主义思维所影响的古典经济学家们相信,人类社会中存在一种类似自然界中万有引力的那种不加干涉就可以和谐、自动起作用的机制;最后,自利人是自由放任政策的前提假设,古典经济学普遍认为,经济不断调整的主旨就是利己地追求利润,并从自我利益这一轴心出发思考了有合理发挥作用的各个部分构成的一个相互联系的整体。事实上,斯密所奠定的较为完善的经济学理论体系,对人们理解当时正在兴起的经济革命具有非常重要的意义;不过,由于斯密建立起的是一套抽象观念,它只分析与经济活动有关的因素,而将其他更为复杂多变的经济因素排除在外,从而也引导后来的主流经济学走上了抽象的数理化道路。

当然,需要指出的是,以斯密为代表的早期古典经济学所理解的自利人不同于现代主流经济学所理解的经济人:现代主流经济学中的经济人是已经完全抽象的原子个体,它自私且冷漠;相反,斯密强调的自利人则是处于具体社会环境中,本身因内含了社会伦理而偏好带有较强的社会性。例如,斯密说,"我们每天所需的食料和饮料,不是出自屠夫、酿酒家和烙面师的恩惠,而是出于他们自利的打算。我们不说唤起他们利他心的话,而说唤起他们利己心的话"。[1]14这里主要强调的是通过互通有无、相互交换来实现自利,显示的是一种自助经济学而不是自私经济学,因为正是经由"追求自己的利益往往使他能比真正出于本意的情况下更有效率地促进社会的利益。"[1]27其实,古典经济学的根本目的是要强调个人利益和社会利益之间的统一,而要实现这种统一以及最大化个人的长远利益,理性的个体就必须具有克制能力,在克己的基础上将自爱心与社会利益统一起来。因此,"斯密的观点

**收稿日期**:2009-07-02

**作者简介**:朱富强(1971-),男,江苏丹阳人,中山大学岭南学院副教授,经济学博士,研究方向为理论经济学、人本主义经济学和制度经济学。

可以理解为成功地创造一个建设性古典自由社会的基础，在于个人对共同社会伦理的凝聚力。”[2]在斯密眼里，伦理和经济是统一的，伦理源于日常的经济活动，而经济活动本身就内化了伦理关系；同时，融合伦理的自主行为也显示了人性的本质，因为它体现了自利和克己的结合，从而有利于整个社会的利益和谐。正是基于这种内在的逻辑体系，尽管绝大多数古典经济学家关注人的福利、贫困的改善、制度的建设以及市场机制的完善，但基本途径还是寄希望于自由放任的政策。

然而，尽管斯密强调自由放任主要是为了限制当时的国王及其臣僚对经济的任意干涉和破坏行为，并清楚地认识到自由放任可能导致的垄断危害，但他那“无形的手”和演进主义思想却误导了后来的一群经济学家：他们不是利用“无形的手”和演化主义思维去支持新的制度变迁，而是为现实制度特别是既得利益阶级进行辩护，从而使得经济学越来越庸俗化。例如，马尔萨斯就认为，社会从历史的过程中创造了各种不同的制度，制度变迁必须发生自制度内部，任何外力均是不必要且不正当的。因此，他主张保持现状而不主张对社会制度作大幅度的修改，并把任何存在都视为合理的。这可以从马尔萨斯的两个政策主张上得到印证：一是他主张维护当时的谷物法，二是它主张废除济贫法，认为贫穷不是制度出了什么错，也不是社会不义，而是穷人天生的错。差不多时期的西尼尔则走得更远，面对激烈的劳资冲突和政府对工人的残酷镇压以及社会主义思想的蔓延，他宣称要建立非价值、非道德、非意识形态取向的“经济学”，取消经济学对惹起无穷争论的福利（实际是收入分配）问题研究。为此，西尼尔提出了为现实制度和既得利益辩护的极右翼公共政策：一方面，他反对当时法定的10小时工作日，认为这一工作小时数的减少会消灭制造商的利润；另一方面，他反对当时禁止雇佣9岁以下的儿童并限制那些年龄在9～13岁之间的青少年之劳动时间的奥尔索法案。

而且尽管斯密的根本性关注是在财富的增长上，其理论都是旨在动员国家采取适当的政策来促进财富的增长，但是，随着物质财富的急速增长，社会的贫困问题似乎并没有得到相应的解决，反而却在不断扩大，社会矛盾也在不断激化。显然，这反映出基于自由放任的自利行为并没有促进社会的和谐，因而自李嘉图之后，古典经济学就逐渐把精力从关注如何生产转向了这些生产成果如何分配的问题；特别是，由于劳动价值理论强调价值是由劳动单方面所创造而产生了劳资双方在收益分配上的必然冲突性以及劳资双方基于市场力量的博弈而造成了工资无法提高的铁律现状，使得越来越多的学者对自由放任思想开始提出了反思和批判。其中，主要的代表人物包括劳德戴尔、西斯蒙第、边沁、穆勒以及美国的雷蒙德、汉密尔顿、凯里等，特别是当时的历史主义经济学家如英国的琼斯、英格拉姆、莱斯利、白哲特以及德国的缪勒、李斯特、罗雪尔、希尔德布兰德、克尼斯等对古典经济学的自由放任政策提出了激烈的批判。究其原因主要在于两方面：一是西方社会的理论往往是脱离经验的抽象，尽管斯密强调人的行为中包含了伦理因素，但却可能高估了人的社会性：看到了人们之间互惠合作的一面，却没有充分注意利益的冲突以及市场的不完善性；二是后来的主流经济学转而把斯密倡导的自利人发展为经济人，这种经济人是原子主义的，从而进一步抛弃了人性中的伦理制约：不但把社会利益这一目标的考虑给抛弃了，而且进一步扭曲了人类之间的合作关系，加剧了社会秩序的失范和社会阶层的分化。

## 二、西斯蒙第经济学对自由放任政策的反思

对古典经济学的政策进行全面反思的先驱人物是西斯蒙第，他不仅对古典经济学的自由放任政策进行批判，而且对政治经济学把研究对象集中在物质财富上的主流传统进行反思，重新把经济学的研究转换到提高人的福利这一途径上来。在某种意义上，这实际上是向斯密传统的复归，并与穆勒的思路非常相似，但西斯蒙第的批判更全面、更强烈、也更深入。究其原因，一是西斯蒙第生活在不同于斯密、穆勒的历史背景下，对自由放任政策的危害有更强烈的体验。事实上，西斯蒙第在来到这个世界和离开这个世界时，这个世界一直充满了革命暴动和武装冲突：美国独立战争、法国革命、拿破仑战争和引起1848年暴乱的欧洲紧张的社会形势。二是西斯蒙第具有不同于英国学者的社会文化，站在英国传统之外而更容易看清英国社会问题的实质。事实上，由于他具有法国血统，比较倾向于对小私

有者的关注,提出了对政府作用的重视以及对制度的改革,因而又被誉为是法国古典政治经济学的完成者,熊彼特把他和古诺、萨伊看成是法国古典时期仅有的一流人物。三是西斯蒙第也具有非常广博的历史和社会学的知识,从而能够更全面和长远地剖析社会现实。事实上,他是一个生活不那么宽余但自得其乐的世俗知识分子和历史学家,他的历史著作有16卷的《中世纪意大利诸共和国史》、29卷的《法兰西人史》以及《罗马帝国衰亡史》等。

其实,在经济学方面,西斯蒙第起初是继承斯密和李嘉图的思想,他在1803年撰写的第一本著作《论商业财富》就着重向欧洲大陆介绍了《国富论》的观点;同时,他还发展了斯密和李嘉图的分工思想,提出将物品的国际交换归因于要素禀赋差异和要素价格的思想。正因如此,西斯蒙第的经济学更多的是英国的而不是法国的,早期的西斯蒙第甚至是斯密和李嘉图的狂热信徒,但是,法国革命后的一系列暴乱迫使西斯蒙第来到英国避难,从而能够了解到英国的经济学大观和社会的实际情况。在这个动荡时期,也正是工业革命时期,产生了一种完全不同于斯密所说的新经济形势:一方面,拿破仑战争以后大量的士兵返乡加入到求职大军中去,造成了工人阶级的普遍贫困;另一方面,西方社会开始出现了周期性的经济危机,最严重的时期是:1816~1822、1825~1831、1839~1842。正是受这些现状的触动,西斯蒙第的观点产生了巨大转变,因为他发现,斯密对前景的乐观估计与当时每况愈下的严峻现实格格不入:通过工业活动对财富的追求愈来愈成功,但它带给大多数人的却是苦难。例如,西斯蒙第在多次访问英国后就写道:"在这个令人吃惊的国家,似乎在进行一次伟大的试验,以垂范其他国家。但是,我却发现这里的生产在不断增长而快乐却在递减。这个国家的民众似乎和哲学家们一样忘记了财富的增长不是政治经济学的目的,而是为所有社会成员牟取幸福的工具。我曾在每个社会阶级寻找幸福的踪影,但它却无处可寻。"[3]115

然而,当时经济学家的领袖人物,如李嘉图、马尔萨斯和穆勒等虽然都看到了这一问题,却无法提出任何有帮助性的见解或政策;一些学者还极力反对关怀贫困人口问题,认为这些政策将刺激人口增长,从而使得整个社会更加贫困。例如,马尔萨斯认为,贫穷和困苦是对"下等阶层"没有能够控制其人口增长的自然惩罚,从而不应当因为他们的贫困境地而责备处于社会优势地位的富人和权贵;同时,对穷人也不能提供政府救济,因为给穷人更多的资助会使更多的儿童得以生存下来,从而将使温饱问题更加恶化。马尔萨斯甚至宣称,广大人民群众想提高生活水平是不可能的,任何提高生活水平的措施都将生出更多的人口,从而又会继续以前的贫困生活。因此,任何诸如济贫法等改善分配的政策都会促使人们建立他们不能赡养的家庭,从而进一步"创造出他们所维持的贫困"。相应地,在马尔萨斯看来,要解决有效需求不足引起的经济危机问题,单靠工人和资本家的支出是无能为力的,这只会更加恶化有效需求不足的问题;相反,要解决生产过剩的危机,最好的办法是维持不生产的消费,这包括食利阶级等只买不卖的阶级以及其他一批不从事生产的消费阶级,如奴仆、政治家、医生、法官、律师、僧侣等。但与这些学者不同,西斯蒙第清晰地看到了不同阶级之间的利益分歧,从而开始对社会不公正现象进行更为广泛和激烈的思索;在他看来,恰恰是富人和权贵的掠夺和贪婪而应该对广大劳动阶级的贫困处境负责,从而成为在英格兰出现的产业资本主义的早期批判者,并引起了以后经济学的巨大反响。

事实上,西斯蒙第在1819年出版的代表作《政治经济学新原理》就开始背叛"自由放任"的教条,并着重展开对古典经济思想的批判;当然,他不是否定其原理,而是其目标、方法和结论。在西斯蒙第看来,政治经济学研究的对象虽然是人们的物质福利,但它的最终目的是人的幸福。因此,政治经济学是关于指导我们为人类谋福利的理论,在理论上应研究为满足人的需要寻求道德依据,从整个意义上说,政治经济学应当从属于伦理学。正因如此,西斯蒙第对抽象的理论研究不感兴趣,甚至断言"每个抽象都是一个欺骗";而是更愿意从人的需要和愿望出发,诉诸道德和感情,把人的需要及其满足视为经济活动的第一也是唯一的目标。同时,西斯蒙第又警告经济学不是数学科学而是道德科学,因而如果想完全用数字来解释经济,必然将会误导经济;相反,只有把人类感情、需要和激情考虑进去,才能达到预期的目的。其实,西斯蒙第对政治经济学的兴趣和研究主要是基于对人的关爱,认为

经济学家的任务就在于使人人都有可能过上最佳质量的生活。正是这种高度的历史使命感，不仅赋予了西斯蒙第确立原理的兴趣，还产生了对历史和描述的兴趣，从而对于社会变化作了深刻的洞察。正因如此，西斯蒙第往往被视为以人为本的社会经济学的创始人，或者说是人本主义经济学的先驱，其最大特点就在于对人的关注，认为对是非判断和对敬佩、道德谴责的反应不仅是文化和社会的协议，而更依赖于广泛的理性和良知。

正是自由放任的市场竞争造成了社会的分化和人性，西斯蒙第揭示了对人性培养的重要性。究其原因，在西斯蒙第看来，“道德，即热爱秩序、节约、俭朴和正义，正如促进社会的幸福一样，对财富的增加也是有效的动力”，[4]245相反，如果以诚实、信任建立的信用制度一旦丧失，则一切契约都将不能履行。然而，在自由放任中，“个人利益常常促使它追求违反最大多数人的利益，甚至归根结底可以说是违反全人类的利益”，而且“每个人不顾别人的利益而只追求个人的利益。……于是最强有力的人就会得到自己所要得的利益，而弱者的利益将失去保障；……在这各种利益相互竞争的斗争中，不合理的事几乎常常在邪气占上风的情况下得到社会力量的支持。”[4]243因此，西斯蒙第寄希望于政府采取措施，认为社会、政府应为良好道德的建立、培养付诸努力，通过道德教育和感召力量来改变人们的自私本性，从而使自利和利他相协调，正如他所说，“这些道德几乎永远是由公共组织来培养的。宗教教育、政府和荣誉感，在改变人的本性。”[4]245此外，西斯蒙第把道德信任引入商业流通的银行信贷关系中，认为良好的信贷关系的建立有助于节省交易费用，保持商业流通的正常运转，也有助于银行产业的发展；相反，如果以诚实、信任建立的信用制度一旦丧失，则一切契约都将不能履行，银行产业也将面临破产。因此，诚实、信任是契约建立的前提。

### 三、西斯蒙第经济学对消费和分配的重视

早期资本主义的发展表明，古典经济学家开出的自由放任政策促进了社会财富的急速增长，却没有促进绝大多数人的福利提高。为此，西斯蒙第指责英国古典学派舍去人而谈财富是完全忽略了占有财富和应该享受财富的人，指责他们把无限制地增加财富作为政治经济学的目的，批驳其“把财富看作获得社会幸福的手段”，[5]2而是强调“政治经济学的研究对象是人人分享物质财富”的观点。[6]5西斯蒙第认为，经济学的目的应当是“人”，而不是“财富”，财富的增长不是政治经济学的目的，而仅仅是为所有社会成员谋取幸福的工具，财富只有使“所有公民都能享有财富所代表的快乐时”才是与经济相关的。实际上，正如西斯蒙第所说，“财富既然是人的一切物质享受的标志，我们就应该使它给所有的人带来幸福”，[4]17“他所创造的这一切，都应该用于满足他的需要或他的愿望”；[4]49而如果财富不能满足这种愿望或需要，则不能算为财富。而且西斯蒙第还从人的需要出发来探讨社会生产过程，反对李嘉图的“为生产而生产”，而主张“生产服从消费”，攻击李嘉图主义只不过是“理财学”，并且还是不现实的理财学。在西斯蒙第看来，人首先是消费者，人仅仅是按照自己的需要来生产，消费决定生产，而决定消费的是消费基金即收入的多寡。正如他指出的，“任何人起初都是生产自己要消费的东西；由于他了解自己的需要，便根据自己的需要来安排自己的劳动。……而且每个人在生产的时候，必须考虑到整个社会最迫切的要求，因为他的劳动果实就是为满足这种要求的。”[4]63

基于人本的认知，西斯蒙第把消费提到了首要地位，强调生产是为了消费。在西斯蒙第看来，政治经济学的目的不在于财富的增加，而是国民享受的增加。因此，消费才是政治经济学的核心问题，物质幸福构成了政治经济学的目的，“物质福利是政治经济学的对象”。正是从生产和消费的平衡及消费先于生产的思路出发，西斯蒙第对斯密“看不见的手”造成的实际后果进行了剖析，从而成为最早发现商业周期的人之一。西斯蒙第认为，产品不是用产品购买的，而是用收入购买的，收入虽然是由生产形成的，但生产本身并不等于收入；产品只有卖掉以后才成为收入，而问题正在于产品找不到那么多的销路，其中的原因在于，当年产品并不是用当年生产所形成的收入来购买的，而是用上年生产所形成的收入来购买。显然，如果只顾追求利润而年年扩大生产，那么就会使得当年的生产总是超过上一年的收入，因而就会存在经常性的产品卖不掉的现象；特别是，如果资本主义竞争使财产不断

集中,就会降低小生产者和工人的收入和消费,从而导致国内市场萎缩。这意味着,当生产超过收入即生产超过消费,就必然造成危机。因此,西斯蒙第将危机的根源归结为生产和消费的矛盾,将生产过剩归结为大量小生产者的破产和工人阶级贫困所造成的需求不足,即日益扩大的不平等使得不断扩大的工人阶级的购买力日益下降。至于矛盾的根源,西斯蒙第认为,这一切都是由于资本主义自由竞争引起的扩大再生产造成的:由于大机器的引进造成了生产者和生产资料的分离,工人不得不忍受十分低微的工资,而资本家的生产规模也不再取决于需求而是资本数量;工人只能实现工资这部分价值,而资本家和地主不可能消费全部剩余价值。

为此,西斯蒙第否认古典经济学基于理性经济人假设所得出的信条:每个人的利益就是社会全体利益;相反,他清醒地意识到,个体利益与社会利益之间存在矛盾。既然存在矛盾,于是,西斯蒙第转而诉诸于公共政策来解决那些在他看来市场机制不能克服的经济问题,从而转向了强调适当干预的新自由主义;显然,在某种意义上讲,西斯蒙第的思想代表了与过去的决裂,他自己也把其著作看作是对于正统教条的攻击。在西斯蒙第看来,正是无限度生产促使了社会不平等不断加深:一方面,无限度的生产严重侵犯了工人群众的身心健康,而"人是为了使人能够休息而劳动的;……如果剥夺人的童年和老年的休息,如果剥夺短工夜间的休息时间而让他劳动",实际上也就危害了劳动的本质;另一方面,劳动生产力无限生产的结果"必然给富人纸醉金迷的生活平添新的享受,助长他们的懒惰,使他们能够吞噬新劳动所生产的一切产品。"[4]231 显然,正是由于无限制的生产扩大了富人和穷人之间的贫富差距,这是不合理也不公正的,因为"社会的财富只有当它能为每一个阶级造福,才是人们所期望的。……如果不考虑从事劳动的人,而只考虑那些应该享受的人,这种劳动就会变成可怕的灾难。"[4]232 基于这种分析,西斯蒙第认为,无论个人或全社会的幸福,都不在于生产和生产力的发展,而在于所创造的财富的合理使用和公平分配。因此,他从对生产和消费的研究又转到了对生产和分配的研究,认为财富分配所得收入必须和人口的增减保持一定的比例关系,否则社会便陷入灾难之中。

当然,分配问题不仅是个经济理论问题,而且是个伦理问题;这个伦理问题的公平性在于:分配应该在一切参加生产的人中进行合理分配,才使人们得到幸福。然而,社会现实的分配却不是公正合理的,为此,西斯蒙第寄希望于国家站在公正的立场予以人道主义的救助和干预,来医治资产阶级社会的重病。例如,他说,"国家的利益决不是工厂主的利益,而是把生产所得的利益在一切参加生产的人中进行合理分配,国家的利益要求劳动所生产的国民收入,由各个阶级来分享。"[4]226 相应地,西斯蒙第提出了一系列经济干预主义的政策主张:通过立法的手段赋予工人新的有尊严的地位;有保障的工资里也包括这样一些补贴:疾病、失业和老年赡养,并把这些都看成是企业产生成本的一部分;实行利润分享以促进劳动阶级向上流动,通过累进税制进行财富再分配。归结起来,西斯蒙第的改革意见主要体现为:一是实行国家干涉政策,财产权应该由法律严格监督,法律应该限制长子继承制而鼓励遗产平均,采用累进税制来阻止大量财富集中,限制竞争以防止经济危机和生产过剩的恶性循环;二是劳动立法以保障劳动阶级的利益,建立各种劳动改良措施以保障弱者的利益:缩短劳动时间,取缔童工劳动,提高工资收入,实行劳动保险,农业改良,通过牺牲大农经济发展一定数量的小农经济。

## 四、简短结语

斯密开创的英国古典学派所关心的是财富怎样生产、流通和分配,认为政治经济学的目的就是为了国民财富;而西斯蒙第所关心的则是政府应该怎样指导和管理财富的生产、流通和分配以满足人的需要,认为政治经济学的目的是研究财富和国民享受的关系。事实上,尽管古典经济学关注财富的增长,并在"无形的手"的理论指导下以自由放任政策来促进财富的增长,但问题是,物质财富的急速增长并没有促进绝大多数人的福利提高,反而造成了大量的贫困问题。为此,西斯蒙第对这种自由放任政策进行批判,并重新把经济学的研究转换到提高人的福利这一途径上来:一方面,他把消费提到了首要地位,强调生产是为了消费;另一方面,他把收入分配或分配问题作为政治经济学的研究中心。在西斯蒙第看来,政治经济学研究的对象虽然是人们的物质福利,但它的最终目的是人的幸福。因

此,政治经济学是关于指导我们为人类谋福利的理论,在理论上应研究为满足人的需要寻求道德依据,从整个意义上说,政治经济学应当从属于伦理学。正是由于西斯蒙第关心人的最终幸福,因而成为人本主义经济学和福利经济学的先驱。熊彼特指出,西斯蒙第"实际上是后来的社会政策的最重要的先驱者之一;他的一些建议——例如,关于雇主应当负责保证工人在失业、疾病和年老穷困时的生活的建议——是属于他真正最富有创造性的贡献之列的"。[7]179正因为如此,西斯蒙第在后期获得了巨大的声誉,"对社会改革家和一般放任主义的反对派来说,他上升到了这样的一种地位:人们对之表示尊敬已成为礼貌。"[7]178在西斯蒙第看来,政治经济学应该以收入分配或分配问题作为研究的中心,通过政府的经济政策来实现最大多数人的最大物质福利;然而,古典经济学强调生产轻视分配,注重物质忽视精神,结果是在财富急剧增长的同时人民更加贫困了,因而政府应该设法限制而不是促进资本主义的发展。当然,西斯蒙第所提出的解决办法是浪漫主义和退步主义的,他主张利用国家的力量来延缓技术进步,从工业化退化到农业和手工业社会中去,这显然是不现实的。

**参考文献:**

[1] 斯密. 国民财富的性质和原因的研究(上卷)[M]. 北京:商务印书馆,1972.
[2] 何宗武. 经济理论的人文反思[C]//黄瑞祺,罗晓南. 人文社会科学的逻辑. 台北:松慧文化,2005.
[3] Sismondi, J. L. Plitical Economy and the Philosophy of Government (1847), Reprint, New York: A. M. Kelly, 1965.
[4] 西斯蒙第. 政治经济学新原理[M]. 北京:商务印书馆,1997.
[5] 西斯蒙第. 政治经济学研究(第二卷)[M]. 北京:商务印书馆,1989.
[6] 西斯蒙第. 政治经济学研究(第一卷)[M]. 北京:商务印书馆,1989.
[7] 熊彼特. 经济分析史(第2卷)[M]. 北京:商务印书馆,1992.

责任编辑、校对:刘玉屏

## Review on the Economic Thoughts of Sismondi: the Pioneer of Humanistic Economics

ZHU Fu - qiang

(*Lingnan College, Sun Yat - Sen University, Guangzhou* 510275, *China*)

**Abstract**: Under the guidance of Laissez - Faire, the material wealth of western counties increases very fast, but it cannot help to increase the welfare of the majority of the people in the west. On the contrary, it leads to many poverty problems. Therefore, Sismondi made critics on such kind of Laissez - Faire and its theories, and he proposes that we should put research emphasis of economics on increasing the welfare of people. On the one hand, he puts consumption to the primary status, and he believes that the purpose of production is consumption; on the other hand, he regards income distribution or distribution problem as the core of the research on political economics. Sismondi becomes the pioneer of humanistic economics because he puts political economics into the framework of ethics again, and his concern on the happiness of people.

**Key words**: Sismondi; Humanism; Laissez - Faire; State Intervention; Neo - liberalism



需要全本请访问 www.ertongbook.com

# 股权溢价之谜理论述评

邓学斌[1,2]

(1. 广东商学院 数学系,广州 510320; 2. 中山大学 行为金融与金融经济研究所, 广州 510275)

**摘　要**:总结已有的股权溢价之谜理论,在进一步了解目前研究现状的基础上探讨股权溢价之谜的成因,深化所涉及的相关论点,分析未来可能的发展方向。

**关键词**:股权溢价之谜;资产定价;风险厌恶

**中图分类号**:F121.26　**文献标志码**:A　**文章编号**:1674-4543(2009)05-0009-07

Mehra 和 Prescott [1] 在二十多年前的经典文献中首次提出所谓的股权溢价之谜(Equity Premium Puzzle)。他们利用美国历史股票数据进行实证研究,发现美国从1889年到1978年的股票市场收益率(年平均)约为6.98%,而同时期的美国无风险利率(国库券(Treasury bills)的年平均收益)约为0.8%。股票市场的收益率要远远高于债券市场的收益率,股票的超额收益为6.18%。这个差额称之为股权溢价。

为什么美国的证券市场会有如此之高的股权溢价呢?比较直观的回答是股票比债券更具风险,因此超额收益为股票投资者承受额外的风险而要求相应的风险补偿,即高风险,高收益。事实上也是,美国股票收益率的标准差约为20%,而债券的标准差约为4%。虽然股票的风险远远高于债券,这能解释他们之间6%以上的溢价吗?学者们用传统资产定价模型加以实证检验,发现历史数据显示的股票的超额收益太高,如果结合观测到的美国消费增长数据(相当平滑)用传统模型预测到的股票的超额收益率仅有0.35%,这与观测到的历史数据的数值(6.18%)差距太大。这就产生了一个谜,即股权溢价之谜。Mehra 和 Prescott 发现,为了解释这个谜,要求典型代理人(消费者)具有不可思议的高的风险厌恶水平,达到20以上的不合理的范围,金融经济学家们认为人的风险厌恶水平为2左右。反之,如果代理人的风险厌恶水平极高的假设成立的话,那么古典的基于消费的定价理论不能解释实证上的低风险利率之谜(低无风险利率是 Weil 发现的)。除非代理人有一个负的时间偏好假设。Mehra 和 Prescott 在对英、法、德、日等比较发达国家的金融市场研究中也发现存在类似的溢价之谜。

自从 Mehra 和 Prescott 首先提出股权溢价之谜后,此后的20多年间,有大量的文献从各种不同的角度提出各种理论模型和实证方法进行探讨和研究,到目前为止,依然未有被广泛接受的一致性结论。

股权溢价之谜提出之后,研究解决该谜的文献主要有两个方面:一类文献是基本模型的改进,以及关于投资者/消费者的假设放松方面。Mehra 和 Prescott 的文章是以 Lucas [2] 的纯交换经济体和 Breeden [3] 的基于消费的资本资产定价模型(CCAPM)为基础来构建的模型。试图解释股权溢价之谜的文献,主要以修正 Lucas 和 Breeden 的框架为主要方向。此框架下的主要假设如下:(1)消费者最大化特定效用函数的期望贴现值;(2)资本市场是完全的;(3)无交易成本;(4)消费者是同质的,

**收稿日期**:2009-06-08

**基金项目**:教育部人文社科规划基金一般项目(08JA790025)

**作者简介**:邓学斌(1971-),男,湖北人,广东商学院数学系教师,中山大学行为金融与金融经济研究所博士研究生,研究方向为金融经济学。

CCAPM 模型基于一个代理人可以代表所有的消费者。以上这些假设,之后都成为后续学者探讨此谜的主线,包括从行为金融学的观点,利用前景理论中关于消费者具有规避损失的倾向,来解释股权溢价之谜。

另外一类文献是关于经验检验。最近几年西方学者从历史数据的估计来分析股权溢价之谜,包括使用不同的债券收益率平均方式、不同债券的期限长短等来估计无风险利率,认为股票风险溢价的大小应该小于学者们以前的估计,股权溢价之谜现象似乎并不那么显著。

通过对股权溢价之谜的探讨,使许多金融经济学的相关研究有了较大进展。但对于股权溢价之谜本身,至今仍然没有一致性的结论。本文主要总结已有的股权溢价之谜理论,并介绍各种理论目前的研究现状,尝试探讨股权溢价之谜的成因,发展所涉及的相关论点,以及未来可能发展的方向。

## 一、股权溢价之谜对标准金融理论的挑战

资产定价理论是现代财务学和金融学的核心内容之一,其主要任务是研究确定各种资产和衍生工具的价值,从而为在资本市场中交易这些资产和衍生工具提供价格基础。而资产定价的起源为资本资产定价模型(CCAPM),此模型是以 Markowitz 的均值—方差模型为发展核心。指出市场的系统风险与期望收益率之间的线性关系。然而,资本资产定价模型本身受到其基本假设的极大限制,这些假设包括:(1)资本市场是完全的;(2)无交易成本和税收;(3)单期模型;(4)信息可免费获取且充分;(5)投资者在资本市场上对未来的预期是同质的。其中关于单期的假设并不合理,因为投资者投资的目的是为了最大化跨期的消费效用。由于投资者对未来资产的收益的预期,会影响当前的消费,并进一步反应在当前的边际效用上,因此,必须进行跨期消费投资组合选择的研究才合理。而仅研究当期的静态 CAPM 并不能满足此要求,必须进行多期的模型研究。于是 Merton[4] 以一生的效用最大化为目标,建立了跨期资本资产定价模型(ICAPM),更加符合人们的实际行为。而 Lucas 从另外一个方面出发,尝试将个人效用函数导入资本资产模型之中,建立交换经济体系,考虑投资者的消费和投资股票收益之间的关系。Breeden 在多期资产定价模型中,考虑消费者对各期消费和投资进行权衡,使其效用最大化,从而得到收益与风险之间的关系,最后得到资产定价模型,也称为以消费为基础的资本资产定价模型(CCAPM)。CCAPM 采用所谓代表性代理人的概念,将一个人的效用函数引入资本资产定价模型中,而消费者的平均消费(per capita consumption)假设和典型的消费者的消费相一致。因此,股票的风险可以用股票的收益率和单位资本消费之间的协方差来衡量。在此定价模型中,投资者通过跨期消费和投资的最佳分配以达到效用最大化,从而得到资产定价公式。

通过表 1 可以看出,不同学者就美国近 100 年的股票和债券数据所作的估计,即使研究时间段不完全相同,但股票的溢价都显著存在。

表 1　　美国历史资料——描述统计

| 时间段 | 股票收益 | 债券收益 | 溢价 | 统计资料来源 |
|---|---|---|---|---|
| 1889 ~ 1978 | 6.98% | 0.8% | 6.18% | Mehra and Prescott |
| 1802 ~ 1998 | 7.0% | 2.9% | 4.1% | Siegel (1998) |
| 1926 ~ 2001 | 12.2% | 3.8% | 8.4% | Ibbotson Year book (2003) |
| 1926 ~ 2002 | 8.7% | 0.7% | 8.0% | Mehra (2003) |

因此,许多学者尝试改进 CCAPM 模型,主要贡献有:(1)修改效用函数,如广义预期效用函数(generalized expected utility)以及引入习惯形成(Habit formation);(2)放弃消费者同质性的假设考虑异质性(heterogeneous)的情形;(3)考虑借款约束(borrowing constraint) 的存在,会造成资本市场的限制;(4)将完全市场修正为不完全市场(Incomplete market),以符合现实。如失业保险并不完全存在,消费者必须面临收入风险的实际情况。(5)也有一些学者从行为金融的角度来探讨这个问题,以前

景理论中的损失厌恶(loss aversion)的概念,来解析投资者厌恶风险的倾向。然而学者的研究结论,似乎在解释股权溢价之谜上依然不能得到大家认同。

## 二、解释股权溢价之谜的经典理论

下面按照解释股权溢价之谜的文献出现的时间顺序简要介绍主要内容并分析其不足之处。

### (一)效用函数的修改——广义期望效用函数(Generalized Expected Utility)

Weil[5]采用非期望效用偏好,利用与 Mehra and Prescott 同样的数据研究进一步提出了另外一个谜。假定投资者是标准 CARA 类的指数效用函数,投资者的跨期替代弹性等于相对风险厌恶系数的倒数。那么很大的股权溢价就意味着投资者高度厌恶风险,也即投资者的跨期替代弹性很小。小的跨期替代弹性意味着投资者的储蓄意愿很小,因此从理论上看,无风险利率应该很高。但是美国实际的无风险利率还不到1%,也就是说标准的基于消费的资产定价模型不能解释如此低的无风险利率。这一难题被称为"低无风险利率之谜"。也就是说并不是股票的收益太高,而是债券的收益太低了。这一问题的提出进一步加大了"股权溢价之谜"的解释难度。

在传统的指数效用函数下,经济人的风险厌恶系数和其消费的跨期替代弹性互为倒数,从而不能同时解释股权溢价之谜和低无风险利率之谜。最早由 Kreps 和 Porteus[6]提出,Epstein - Zin[7]用它来解释股权溢价的广义预期效用函数(generalized expected utility, GEU)摆脱了风险厌恶系数与消费的跨期替代弹性之间的联系,允许高的股权溢价和低的无风险利率共存。Epstein and Zin 的广义期望效用将跨期替代率和风险厌恶系数加以区分,将偏好修正为比较合乎现实的状态不可分离(state - non - separable)的效用函数。他们要求的代表性代理人的最佳资产组合的收益率这一数据是无法观测到的,改用市场组合代替,模型对股权溢价的解释能力值得怀疑。

也有一些学者从信息不对称的角度考虑,认为当市场为不完全竞争市场时,市场必须要有超额收益,来补偿投资者的获取市场信息所支付的成本。Zhou[8]说明掌握信息,优先取得市场先机必须付出额外成本。因此,在股票市场得到超额回报作为补偿。Heaton 和 Lucas[9]则从股票和债券之间交易成本差距的方向,来解释这两者之间的收益差距。

### (二)修正效用函数——加入习惯形成(Habit formation)

标准的效用函数,假设当期的消费水平不会影响下一期的消费需求,现实中并非如此。假定前一期的生活水平已经很高,则当期需求的消费减少其实是很不容易,亦即消费者的边际效用函数应该是消费水平的增函数,由此,Constantinides[10]对效用函数作了修正,认为消费者有习惯持续(habit persistence)的特性,只要放松预期效用函数中关于时间可分的假设,以在风险厌恶系数 $\alpha$ 很低的条件下,得到合理的股票超额收益。然而 Ferson 和 Constantinides[11]发现习惯形成所解释的溢价依然不足;另外 Kocherlakota[12]同样发现 Constantinides 所使用来捕捉过去消费影响的参数值太高,如果将参数值降到合理范围时,则溢价之谜将再次出现。Campbell 和 Cochrane[13]则是使用经济衰退的概率作为变量加入,结论是当经济衰退的概率变大的时候,投资者的风险厌恶系数会急剧上升。目前有些学者沿着这条路线继续研究,似乎还有潜力。但是 Mehra[14]认为目前这个改进方面所得到的风险厌恶系数还是太高,投资者是否一定会有如此之大的风险厌恶程度,值得怀疑。

### (三)习惯形成的修正——相对消费(relative consumption)

在修正效用函数的文献部分,除了考虑习惯形成之外,尚有许多方向。例如:Abel[15]以及 Gali[16]提出相对消费的概念(Catching up with the Joneses). 认为个人消费会受到整个社会消费水平的影响;而 Kocherlakota[12]认为这两种均不能解释股权溢价的现象。

Abel 对 Constantinides 的习惯形成理论作了进一步修正,并提出了名为攀比效应外部习惯形成模型。放弃效用具有状态上的可分性,用今天的消费与过去的消费基准进行比较来计算效用,而相对消费则是用今天消费与社会平均消费水平进行比较来计算效用。股权溢价的表达式与 Mehra 和 Prescott 的结果完全一样,并没有改变股权溢价的大小,即,相对消费的效用函数对解释股权溢价之谜

仍然无能为力，而且无风险利率还有所降低。

（四）修正投资者的基本假设——考虑异质性消费者（Heterogeneous consumers）

Mankiw 和 zeldes[17] 发现将近有四分之三的投资者并非拥有股票，他的消费会对股票市场的波动会比总体数据所体现的更加敏感，虽然经过调整之后的风险厌恶系数仍在 10 左右，这并未解决股权溢价之谜，但不再假设消费者为同质的已经成为主流。

Constantinides 和 Duffie[18] 利用家庭（Household）消费来作为人均消费，而 BLS（Bureau of Labor statistics）所提供的户口普查所得的实际家庭单位统计资料，考虑当消费者面对异质性（idiosyncratic）收入冲击时，如果不能利用保险将冲击消除时的情形。也就是在空头市场时，面对借贷的限制，不能用保险方式来消除风险，则在消费者面对失业的风险下，股票需要有额外的吸引因素，才能诱导消费者持有，因此，股票的超额收益才能成为合理的结果。虽然这个模型结合异质性消费者，不完全市场的借贷约束，好像成功地解释了股权溢价之谜，但是目前仍有争议的是，模型所要求的消费波动程度是否可以合理的被产生，仍值得进一步讨论。

（五）存活偏差（survivorship bias）理论

Brown，Goetzmann 和 Ross 试图用生存偏差来解释这个谜，他们考虑由于经济衰退和金融危机等因素导致业绩差的股票在市场上被淘汰，而生存下来的股票收益较高，如果考虑所有的股票收益，股权溢价之谜就可能不存在了。但是他们只是从理论上说明可能导致股权溢价在很大程度上被高估，而在实际计算中并没有用剔除生存偏差的数据来审视股权溢价。所以，生存偏差的解释力度是值得怀疑的。

（六）修正市场为不完全市场——考虑借贷约束（Borrowing Constraints）

Constantinides et al[19] 考虑消费者为异质性的，将消费者划分为三个世代：低年龄阶段、中年龄阶段和高年龄阶段。由于中年龄阶段的工作和薪水相对较为稳定，相对而言，低年龄阶段的未来薪水收入比较不稳定，同时也会受到较大的借贷约束，借贷约束使得筹集资金需要额外成本，因此必须比无风险的债券提供更多的溢价作为补偿。这种生命周期的观点，似乎为解决溢价之谜开辟另一渠道，值得关注。

Brav et al[20] 除利用家庭单位的数据之外，还考虑家庭单位的边际替代率为随机贴现因子（SDF），实证结果支持不完全消费保险的假说。这类以异质性消费者为基础并且考虑不完全市场或借贷约束的文献，如雨后春笋，如（Lucas，He 和 Modest[21]，Heaton 和 Lucas[9]，Constantinides Donaldson 和 Mehra[19]，这条线路可能仍是主流之一。

（七）行为金融学观点——损失厌恶（loss aversion）

根据前景理论，消费者都有厌恶损失的倾向，Benartzi 和 Thaler[22] 认为所有的投资者是依据其投资组合价值的变化情况来度量效用，也就是说效用来自投资收益，而不是消费者的资产整体水平。当损失产生的伤害远高于获利所获得的快乐时，投资者会有厌恶损失的倾向。由于股票投资的时间相对债券短，投资者在面对每天股市涨跌过程中，基于损失厌恶，投资者会减少股票投资或干脆不投资股票，所以如果股票无法提供相对于债券高出较多的收益，是无法吸引投资者的，常称这种现象为“短视的损失厌恶”（Myopic loss aversion）。

Barberis，Huang 和 Santos[23] 的模型结合损失厌恶来解决溢价之谜。他们认为效用函数会受到金融财富变动的影响，财富增加和财富减少相比较之下，投资者对财富减少有更高的敏感度，也就是利用分析投资者之前的投资绩效，会影响投资人对风险的容忍度，使得股票收益更具波动性，进而产生更高的溢价。该模型可以同时解释股票高收益、高波动性、高可预测性和收益与消费增长率低度相关等现象。虽然行为金融的观点目前在金融学界受到高度重视，行为金融分析了投资者的非理性行为对资产定价的影响，从而对传统的资产定价理论提出了更大的挑战。然而，行为金融学本身对投资者行为的把握仍是值得进一步研究和检验的问题。但是该类观点能解释一些消费现象，但不能解释投资现象，所以未来的发展还值得进一步探究。

## 三、股权溢价之谜的实证估计

首先是无风险收益率的衡量,传统上有几种方式:(1)国库券(Treasury - bill)的利率;(2)银行间债券回购市场利率;(3)长期债券收益率。一般最常使用的是短期(3 个月)的国库券的利率。如果使用长期债券作为无风险利率,股权溢价会下降,也就是如果考虑长期的效果,以长期政府公债取代将可进一步缩小收益差距。然而无风险收益率期限的选取一直都有争议,尚无定论。关于此方向的研究,可以参考 Cochrane[24] 以及 Derrig 和 E. Orr。[25] 而 Ibbotson 和 Chen[26] 将历史的股权溢价分解为诸多因子:通货膨胀、盈余、人均 GDP、账面价值、激励等,结果成功预测出长期的股权溢价约为 6%。从而得出溢价之谜不存在的结论。

由于在修正模型基本假设上的努力并非完全获得广大学者的普遍认同,因此一些学者从另一角度来思考溢价之谜。这类文献的核心是利用不同的数据时间段和不同的无风险利率(见表 1)。有部分学者还提出溢价之谜根本就不存在的观点。

另一个关于股权溢价存在与否的观点,是关于"事后的(ex - post)股权溢价"与"事前的(ex - ante)股权溢价"之间概念上的区分。因为过去的大部分文献是在计算收益时,包括 Mehra 和 Prescott 都是使用历史的,即用已实现的(观测到的)数据计算。然而有些文献提出事前的概念,因为不论是在多头市场还是空头市场,预期的与实现的收益常常都有差异。如 Dimson - Marsh - Staunton[27] 以及 Fama 和 French[28] 结论都有计算的预期收益率要低于过去 50 年中的股权收益。

另外,最近也有一些学者尝试研究收益加权的方式的影响。由于利用算术平均所得到的效益会高于几何平均数,过去的历史收益计算都是使用算术平均数,有低估的可能性。然而此论点面临估计方式必须同时影响债券及股票的问题。

除了本文中所探讨的解决溢价之谜的主流方向之外,还有些非主流的观点,似乎也不应忽略其发展的潜力。例如:Barro 认为 Rietz 引入极小概率(大灾难状态,如战争)事件的想法也非常有见解,应当受到关注。

## 四、结论与展望

近 20 多年来,资产定价的理论与实证分析已经在一个比较确定的范式里发展起来了。股权溢价在经济中并不是一个孤立的变量,而跟股市的收益率和波动率、无风险利率及其波动率、股利的波动率和平缓的消费增长率等现象并存。

股权溢价之谜的存在表明,目前尚无法完全了解,为什么投资者如此厌恶股票收益所带来的高风险,在研究溢价之谜的过程中对于了解总体经济有很大的帮助,不但可以了解资产定价模型的性质,也同时了解估计与检验资产定价模型的方法。因此,股权溢价之谜的存在对于了解总体经济而言,将会是一个很大的帮助。由于"股权溢价之谜"代表我们不知道人们为何如此厌恶股票的风险,正如 Andrew Atkeson 和 Christopher Phelan 所言,若不了解这个问题的答案,我们永远不知道人们为了预测经济增长需要付出多大的代价。

反之,可能投资者是真的非常厌恶风险,正如 Fama[29] 所言:"风险溢价之数值很大不一定是一个谜,也许高风险厌恶是一个事实。亦即,即使很小的负面消费冲击,消费者都会极度厌恶。"这点也可以从投资者总是把退休金投资在债券上可看出来。根据这个观点,我们是否应该对所谓合理的风险厌恶系数做更深入的研究呢?

目前结合行为金融的观点,来解释股权溢价现象方兴未艾,但是对于个体观点的行为金融学,如何与探讨总体现象的资本市场恰当的连结,将是未来所研究的一大挑战。而关于数据部分,近期的发展趋势是股票风险溢价比股票收益本身得到了更多的关注,因为股票风险溢价与股票收益相比较,似乎显得更加的稳定。

长期以来,学者们所探讨的股权溢价之谜,都是以美国资本市场为主,即使验证各国的溢价之谜

是否为普遍现象，所列举比较的国家也都是欧美发达国家。而最近探讨非欧美国家股权溢价现象的文章开始出现，如：Kubota et. al [30] 探讨日本，Salomons and grootveld[31] 比较发展中国家与发达国家之间风险溢价的差异。因为过去文献探讨的理论或许适用美国，但是未必适用于其他国家。中国改革30年来的经济增长率、储蓄率均远高于欧美国家，基于文化差异的影响，风险厌恶倾向也许也会有差异，目前国内关于股权溢价之谜的研究，主要是进行了一些文献综述和经验检验，理论研究相当少，显然这是未来值得进一步探究的领域。从这个发展方向来看，关于中国本土的研究将极具潜力。

**参考文献：**


[1] Mehra, R., and E. Prescott, (1985), "The Equity Premium: A Puzzle," Journal of Monetary Economics, 15, 145 - 161.

[2] Lucas, R. E., (1978), "Asset Prices in an Exchanges Economy," Econometrica, 46, 1429 - 1445.

[3] Breeden, D., (1979), " An Intertemporal Asset Pricing Model with Stochastic Consumption and Investment Opportunities," Journal of Financial Economics, 7(3), 265 - 296.

[4] Merton, R. C., (1973), "Intertemporal Capital Asset Pricing Model," Econometrica, 41(5), 867 - 887.

[5] Weil, P., (1989), "The Equity Premium Puzzle and the Risk - Free Rate Puzzle," Journal of Monetary Economics, 24, 401 - 421.

[6] Kreps, D. and E. Porteus, (1978), "Temporal Resolution of Uncertainty and Dynamic Choice Theory." Econometrica, vol. 46, 185 - 200.

[7] Epstein L. G., and S. E. Zin, (1991), "Substitution, Risk Aversion, and the Temporal Behavior of Consumption Growth and Asset Return II: An Empirical Analysis," Journal Political Economics, 99 (2), 263 - 286.

[8] Zhou, C., (1999), "Information Asymmetry and Market Imperfections: Another Solution to the Equity Premium Puzzle," Journal of Financial and Quantitative Analysis, 34(4), 445 - 464.

[9] Heaton, J., and D. Lucas, (1996), "Evaluating the Effect of Incomplete Markets on Risk Sharing and Asset Pricing," Journal of Political Economy, 104, 443 - 487

[10] Constantinides, G. M., (1990), "Habit Formation:"A Resolution of the Equity Premium Puzzle," Journal of Political Economics, 98, 519 - 543.

[11] Ferson, W. E. and G. Constantinides, (1991), "Habit Persistence and Durability in Aggregate Consumption: Empirical Tests," Journal Financial Economics, 29(2), 199 - 240.

[12] Kocherlakota, N. R., (1996), "The Equity Premium: It's still a puzzle," Journal of Economic Literature, 34(1), 42 - 71.

[13] Campbell, J. Y., and J. H. Cochrane, (1999), "By Force of Habit: A Consumption - Based Explanation of Aggregate Stock Market Behavior," Journal of Political Economics, 107, 205 - 251.

[14] Mehra, R., (2003), "The Equity Premium: Why is it a puzzle?" Financial Analysts Journal, 59 (1), 54 - 69

[15] Abel, A., (1990), Asset Prices under Habit Formation and Catching Up with the Joneses, American Economic Review, 80(2), 38 - 42

[16] Gali, J., (1994), "Keeping Up with the Joneses: Consumption Externalities, Portfolio Choice, and Asset Prices," Journal of Money, Credit and Banking, 26(1), 1 - 8.

[17] Mankiw, G., and S. Zeldes, (1991), "The Consumption of Stockholders and Nonstockholders," Journal of Financial Economics, 29, 97 - 112.

[18] Constantinides, G. M., and D. Duffie, (1996), "Asset Pricing with Heterogeneous Consumers,"




需要全本请访问 www.ertongbook.com