

Hülsmann, J. G. (2017). The myth of the risk premium. In *The Economic Theory of Costs* (pp. 133-146). Routledge.

熊越 译

本文仅供研究使用，不一定代表译者观点

风险溢价的神话

约尔格·吉多·许尔斯曼 (Jörg Guido Hülsmann)

在经济分析中，“成本”一词有两种截然不同的含义。一方面，它指的是最重要的已放弃替代选项的主观价值（机会成本）。另一方面，它也用于表示企业中消耗的生产要素的货币价值（生产成本）。本章讨论后一种意义上的成本，特别是利率中的风险因素。

大多数现代经济学家认为可观察利率是三种主要组成部分的算术总和，每种主要组成部分都被认为是由不同的原因引起的。首先，存在一个纯利率或真实利率或无风险利率组成部分，通常认为它源于时间偏好。其次，存在一个风险溢价，它补偿投资者的市场风险。第三，存在一个价格溢价补偿，它补偿投资者货币购买力的损失。如果我们用字母 i 表示可观察的总市场利率，用字母 r 表示实际或纯利率，用字母 c （偶然）表示风险溢价，用 π 表示价格溢价，那么类似于以下等式[1]应该成立：

$$i = r + c + \pi \quad [1]$$

然后可以应用该等式来计算无风险利率；变量 i 来自观察；变量 π 应该等于某个计算出的价格通货膨胀率；变量 c 应该等于某个计算出的风险溢价，通常是围绕某个平均值的标准差。该等式还可用于通过对未来现金流进行贴现等来确定风险资产的价值。无论这种路径的变体如何，例如资本资产定价模型，其基本思想始终相同：可观察的利率被认为是不同组成部分的算术总和，每种组成部分都可以与其他组成部分分开确定。这个概念的基本问题是它脱离了普通的供求价格理论。人的选择和人的行动要么根本没有出现，要么在高度人为的假设下出现，例如在资本资产定价模型中。

在本文中，我们基于路德维希·冯·米塞斯对个案的或然性（*case probability*）和类的或然性（*class probability*）的区分，提出了另一种现实主义的风险研究路径。鉴于这种现实主义的路径，与总利率相关的流行风险概念似乎是没有根据的。将总利率设想为单独组成部分的总和是错误的。更仔细的分析表明，总利率内的风险溢价的整个想法是一个神话，应该从经济科学中抛弃。

本章组织如下。在第 1 节中，我们介绍了个案的或然性判断和类的或然性判断之间的区别。第 2 节包含一种现实主义路径来分析不确定性下的人的行动。在第 3 节中，我们应用这种路径来研究风险对资本回报率的影响。在第 4 节中，我们讨论了我们的发现对成本理论的重要性。

1 个案的或然性和类的或然性

通过强调两种不确定性之间的关键区别，即可量化的不确定性或风险（risk），以及无法量化的不确定性（或者简单地说，不确定性），Frank Knight (1971 [1921], pp. 11 and 198f) 彻底改变了关于不确定性和盈亏的经济分析。奈特强调了一个关键事实，即严格来说，风险根本不包含任何不确定性。它可以被提前预料。企业家可以通过资产负债表中的适当条款或保险合同来保护自己免受这种情况的影响。因此，风险不能成为盈亏的来源。只有不确定性才能成为盈亏的原因。

Ludwig von Mises (1949) 后来通过将其剥离到逻辑核心来详细阐述这一区分。最值得注意的是，米塞斯将概率分析与风险分析区分开来。概率理论只关注认识问题（判断的真实性），而风险分析也关注价值判断（风险是行动的不可欲后果）。米塞斯强调，奈特式的风险和不确定性类别植根于两种完全不同的或然性类型，它们只有一个基本特征：

如果我们对一个陈述的内容了解不足，则它就是或然的。我们不知道在真与假之间做出明确决定所需的一切。但是，另一方面，我们确实知道一些东西；我们可以说的不仅仅是不清楚或不知道。

(Mises, 1949, p. 107)

然而，米塞斯区分了类的或然性和个案的或然性。前者应用于自然科学，而后者应用于人的行动科学。

米塞斯定义类的或然性如下：

就相关问题而言，我们知道或假设知道，关于一整类事件或现象的行为的一切；但是关于实际的单一事件或现象，我们只知道它们是这一类的元素。

(Mises, 1949, p. 107)

类的或然判断的关键特征是，所讨论的人忽略了导致具体事件的因果顺序。例如，他忽略了为什么这个瓶子破了而不是另一个。他忽略了为什么这个谷仓而不是另一个谷仓被烧毁。但他从经验中知道，在那家工厂灌装的所有瓶子中，0.08%会在任何一天破损；在他所在县的所有谷仓中，每年有 0.03% 的谷仓会被烧毁。他知道这个具体的瓶子是那个工厂里灌装的瓶子之一，他知道这个谷仓就在他的县里。因此，即使他不知道导致这个瓶子破裂和这个谷仓被烧毁的确切原因，他仍然可以对该工厂中的所有瓶子和该县的所有谷仓做出类的或然判断。

当涉及到个案的或然判断时，知识和无知的结合是截然不同的。米塞斯是这样定义个案的或然性的：“对于一个特定事件，我们知道一些决定其结果的因素；但还有其他一些我们一无所知的决定因素” (Mises, 1949, p. 110)。他立即补充道：“个案的或然性与类的或然性没有任何共同之处，除了我们知识

的不完整性。在其他方面，两者完全不同”（Mises, 1949, p. 110）。事实上，做出个案的或然判断的人知道这个和那个确切的因果顺序。例如，他知道自己面包店的收入取决于步行距离内其他面包店的数量。他知道他可以使用技术 A 和技术 B 生产类型 X 的计算机屏幕。他知道他的农场的西红柿产量将在 250 天晴天和 80 天雨天时达到最大。他知道数学、物理学和经济学的规律。

所有这些情况下的知识都是精确的，有时甚至是普遍的。但它在两个方面存在不足。一方面，它是不完整的。相关人员知道这个和那个因素将对其收入、其物质产出等的影响。但是还有其他因素也可能发挥作用，而他对此一无所知。另一方面，在面对他人的选择时，他也不知道他人对未来的价值判断。也就是说，他忽略了影响这些判断的几个因素在未来将如何结合。

再次考虑面包店的例子。我们的想成为企业家的人知道面包店的收入取决于多种具体原因，例如步行距离内其他面包店的数量、有孩子的家庭的数量、这些家庭的收入、他在推销其羊角包和面包上的努力、他的销售单价等。但他并不清楚这些因素中的每一个对他收入的相对影响。也就是说，他不知道客户会在多大程度上重视精美的展示，以及他们的决定在多大程度上取决于价格。他可能粗略地了解这些因素中的每一个在过去的相对重要性。但他无法将这些知识推断到未来。他需要推测，或者用米塞斯的话来说，他需要押注它们在未来的相对影响（Mises, 1949, p. 112f）。

2 不确定性下人的行动的现实主义方法

将风险整合到经济分析中的传统方法在构想问题的方式上存在致命缺陷。隐含的假设是风险是某种“外在”事物，可以被经济学家和其他学者研究，迟早也会被所有其他理性决策者发现。外在的风险可以被包含在所有经济主体的效用函数中，从而确定需求表和供应表。然而，这个概念是站不住脚的，因为风险（更一般地说：或然性）是一个认识的范畴，而不是本体的范畴。可能的判断仅在以下范围内与经济学相关：它们是由人的选择挑选的，并在人的行动中表现出来。

主观价值是一个过滤器，所有可能真实的判断（因此，所有的风险评估）都必须通过它才能与人的行动相关。因此，只有通过该过滤器的判断才与经济学相关。此外，最重要的是，被认为重要的或然判断会导致行动。被认为对实现一个人的计划很重要的经济财货被有意地引入（即生产），而所有反对该实现的要素都被尽可能地消除了。让我们更详细地解释这些考虑因素。

A) 主观价值作为相关性的过滤器

或然性理论提出命题，它们关于与世界有关的人的知识，而不是关于世界本身或特别是关于人的行动。世界本身和世界本身的转变不是或然的。它们就是它们，不管人类对它们了解多少。我们世界上发生的所有事情都是完全确定的。它们都服从于不可抗拒的因果法则。但是人类只能获得这些法则的非常片

面的知识。多少或然的是我们关于世界的知识，而不是世界本身（参见 Poincaré, 1912, p. 2; Fisher, 1906, p. 266; Mises, 1957, pp. 73f）。

此外，或然性理论本身与经济学没有**直接**关系。人的行动受判断的指引，这些判断在主观上被认为或然为真。但这种对真理的判断总是以价值判断为中介。一方面任何命题的（或然）真理与另一方面人的行动之间没有直接联系。人类无论何时何地都需要权衡对未来事态的不同的（并常常相互冲突的）判断，以便采取行动。¹

经济学研究人的行动。它涉及在稀缺背景下决策的原因和后果。它不关心决策者对自己或周围世界的**了解**。经济学家充分考虑了这样一个事实，即行动者必须对自己和周围的世界有明确的想法。他们主要对这些想法的正确性不感兴趣。他们分析正确想法的（有意的）后果，不亚于分析错误想法的（无意的）后果。但分析的第一步始终是采用行动者的视角。因此，风险在与该人的价值判断相关的范围内与经济学相关。现实主义的风险分析方法采用的是主观价值的视角，而不是从“外在”发现的任何“客观”或然性的视角。

现实主义路径使我们强调两个与传统路径不一致的基本点。第一个是，并非所有从**某种**视角（例如，从学者的视角）有风险（即或然的和不可欲的）的事情，从行动人的视角来看也是相关的。第二个是知识的不完整性（这是所有个案的或然判断的特征）**本身**没有风险，不一定会对行动和资产的评价（valuation）产生影响。

从主观主义的视角来看，所选择的行动方案通常没有风险。这在消费者选择的情况下尤为明显。外部观察者可能会在人的行动中识别出的大多数风险从主人公的视角就消失了。史密斯认为喝啤酒使他快乐。他的母亲——外部观察者——不同意。她认为他喝啤酒有风险。但对史密斯来说，这无关紧要。他相信知道喝啤酒使他快乐。的确，他“只”相信知道，但对于经济学而言，这才是最重要的。史密斯的意见可能是错误的。但从经济的视角来看，这是无关紧要的，因为它不会影响史密斯如何去评价啤酒相对于货币的价值。²

类似的考虑也适用于知识不完整的问题。史密斯对 A 和 B 所嵌入的多种因果关系了解得越多，他的价值判断就越明智。但更多的信息并不一定会**改变**他的价值判断。他可能只知道关于一种经济财货的一件事，并且对这种非常片面的知识非常满意，因为对他来说，这是唯一相关的考虑因素。例如，在选择度假酒店时，史密斯可能只对他的酒店房间和海滩之间的距离感兴趣。还有无数其他情况也会影响他的假期体验。但**他看重的**只是床和沙滩之间的距离。我们可能会说他愚蠢，但如果他对自己诚实，那么他的选择就没有特定的风险。³

¹ 伯努利很早就认识到这一点，他强调“如果不考虑风险的**效用**，就无法获得风险价值的有效衡量标准”（Bernoulli, 1954 [1788], p. 24）。

² 从经济的视角来看，考虑某些信念被强烈持有而其他信念则不然的（心理）现象也变得无关紧要。对于经济学家来说，坚定不移的信念正是那些比其他信念更受重视的信念。没有必要将“信念的强度”作为一个单独的因素来考虑。

³ 这一重要的考虑在最近的一些关于“单一原因决策”的文献中很突出。参见例如 Katsikopoulos and Gigerenzer (2008)。

即使我们承认大多数消费者的决定是在更加谨慎的情况下做出的，但事实仍然是通常不涉及重大（主观）风险。消费者的偏好通常取决于他们所考虑的财货的相对少数特征，并且他们（或者更确切地说，相信）完全了解这些特征。如果他们犹豫，那不是与事实评估相关的风险，而是因为他们必须做出的价值判断相关的风险。

消费者选择的主要风险与耐用财货有关。风险在于一个人的未来评价将不同于他的现在评价。未来评价可能会有所不同，因为现在重要的因素以外的其他因素将变得至关重要。例如，在购买公寓时，一个年轻家庭不一定会非常喜欢单层公寓，而一对退休夫妇通常会。未来评价也可能发生变化，因为一些已知的重要因素将会恶化。例如，当非常讨厌的邻居搬进其他公寓时，对公寓的主观价值可能会下降，等等。

但消费者通常都知道这个问题。正是因为未来的情况可能与现在的不同，他们才有动机（a）尽可能多地调查可能影响未来情况的因素，包括他们自己的评价；（b）**在现在采取战略性行动**，尽可能消除可能产生负面影响的因素（即个案的或然风险）的影响。事实上，人的行动是最重要的手段，通过它可以增加可欲影响的或然性，并减少不可欲影响的或然性。⁴

B) 成功的生产

对于生产者而言，这种战略路径可能更为明显。布朗是一位制造耳机的企业家。他活动的根本目的是谋生，即赚取货币收入。他通过交换网络来做到这一点。他购买生产要素并出售耳机。对他而言，他购买的要素和他出售的耳机的物理特性与他成功的直接原因（即市场价格，也就是供求条件）只有很远的联系。

在评估市场状况时，布朗非常关心不完整知识的问题，比消费者史密斯关心得多。布朗的成功取决于**其他人的**评价。他们的评价受到许多情况的影响，而我们的生产商不完全知道，也不可能完全知道这些情况。此外，对于布朗来说，他自身知识的质量是一个至关重要的因素。史密斯可能认为喝啤酒会让他快乐，即使事实上这会破坏他的身心健康。那么从他的主观角度来看，喝啤酒是正确的事情。史密斯将成为一位“成功的消费者”。相比之下，对于布朗而言，如果使用的生产技术会损害客户所感知的其产品的质量，那将是致命的。他不可能通过生产符合自己喜好的财货和服务而获得成功。他必须满足客户的要求。由此可见，对于像布朗这样的企业家来说，有非常强烈的动机在合理成本的限度内，尽可能地填补他对市场状况不完全了解的空白。

此外，至关重要是，像布朗这样的企业家与其说是生产物质财货和服务，不如说是在“生产成功”。他们有策略地采取任何必要的方式，在合理成本的限度内，发挥所有有利于他们成功的因素，并消除或减少所有阻止或危及他们成功的因素（个案的或然风险）的影响。他们最显著地通过对他们打算从

⁴ 我们将这一简单而重要的见解归功于 Georges Lane 博士。

中获得收入的财货和服务的实际生产做出适当的安排来做到这一点：他们必须聘请合适的高管，选择合适的地点，确定用于此的适当资金数额，以及风险投资等。但他们也试图刺激所有可能增加销售的因素，并消除或减少其他阻碍销售的因素的影响。

归根结底，企业家行动的本质是消除个案的或然风险的影响，发挥可欲因素的影响。有人可能会说，企业家精神往往会减少已知的（个案的或然）风险并增加已知的成功因素。然而，正如我们所见，从降低其对整体结果影响的随机或然性的意义上，风险并没有降低；在具有已知负面影响的因素将被消除的意义上，它们被减少了。例如，番茄种植者可能会通过将种植园转移到室内来降低灌溉不足和温度不足的风险。

很明显，并非所有风险都能够而且将会被消除。但已知的负面影响往往会减少到边际成本仍被边际预期收入覆盖的程度。并且在合理成本的同等约束下，尽可能研究目前未知的负面影响。我们还要注意，知识的不完整性与人们不知道的活动（或资产）的价值之间没有一对一的关系。人们可能对一项资产了解很多，但这些信息可能都指向负面方向。而且，相反，人们可能只知道一些关于资产的信息，但这些信息可能会使它看起来非常可欲。最后，没有办法对未知进行评价。布朗可能意识到这样一个事实，即尽管他进行了所有的研究和有着所有的商业智慧，但可能仍然存在影响他努力成功的因素，而他根本没有考虑过这些因素。但他无法评估这些因素，正是因为他忽略了它们。他的评估只能基于他知道对他的项目有积极或消极影响的因素。然后，他将依靠积极因素并尽可能地遏制消极因素。这就是生产的意义所在。但他无法评估他不知道的东西。

3 风险溢价的海市蜃楼

现在让我们应用我们的现实主义路径来研究总利率中的风险溢价问题。上面我们指出，传统方法基于这样的想法，即可观察利率是不同组成部分的算术总和，每个组成部分都可以与其他组成部分分开确定。⁵就风险溢价的组成部分而言，这种路径涉及三个相关挑战：（1）定义风险，（2）衡量该风险，以及（3）解释如此衡量的风险如何与需求表和供应表相关。可以公平地说，今天对于如何最好地解决这些问题还没有达成普遍共识。⁶接下来，我们将简要讨论最普遍的路径，其核心是资本资产定价模型，然后将其与上一节概述的现实主义路径进行对比。

A) 资本资产定价模型下的风险溢价

⁵ “有违约风险的债券和无违约风险的债券（期限相同）之间的利率差被称为风险溢价，表明人们必须赚取多少额外利息才能愿意持有该风险债券”（Mishkin, 2013, p. 161）。这也是奥地利学派经济学家常用的风险溢价表述方式。参见 Mises (1940, pp. 490–508; 1998 [1949], pp. 543–556) 和 Rothbard (1993 [1962], p. 497)。后者指出“在真实世界中，还有额外的**企业家(或者“风险”)**成分，在个别有风险的投资中，根据风险的程度，**附加到利率上**”（Rothbard, 1993 [1962], p. 497; 强调为原文）。

⁶ 关于“风险”定义的复杂性，参见 Rosa (1998) 和 Holton (2004)。

最广泛的风险定义将风险视为资产的市场风险，即视为其价格（分别作为其回报）围绕某个平均值的标准差。这个概念至少可以追溯到欧文·费雪

（Irving Fisher）⁷，并在二战后由 Markowitz (1952)、Sharpe (1964)等人更详细地发展。夏普认为，在一般均衡中，所有投资组合以及事实上所有个人资产都将以这样一种方式完全相关，即一方面它们的回报与另一方面它们的市场风险之间存在线性关系。每项资产的均衡回报率（ R_i ）等于无风险回报（ R_{RF} ）和与该资产相关的市场风险补偿之和。或者，用 Howells and Bain (2000, p. 45)的话来说，“市场对风险资产的定价方式是，风险资产的回报率等于无风险回报率加上整个市场风险溢价的分数（或倍数）。”这个想法通常用等式[2]的等式表示。

$$R_i = R_{RF} + \beta_i \cdot (\mu_M - R_{RF}) \quad [2]$$

资本资产定价模型是巧妙的，因为它解释并证明了标准观点，即可观察到的资本回报率是不同组成部分的总和。它回应了我们上面强调的所有三个挑战。它定义风险，衡量风险，并解释风险如何影响任何资产的需求和供应。事实上，每个市场参与者都准备好为任何资产 A_i 支付价格，这样它的回报 R_i 将对应于等式[2]。 A_i 的任何当前所有者都需要至少支付该金额。

然而，这种路径的问题很多而且是众所周知的。让我们只提两个非常重要的。首先，风险作为市场风险的定义对于某些投资者群体来说可能是合理的，例如，对于那些具有非常短期的时间范围的投资者或那些负债累累的投资者。这对所有其他人来说都是难以置信的。长期投资者可能会认为市场风险是福音而不是祸根。⁸其次，市场风险与回报（风险溢价与总利率之间）之间的线性关系的前提是经济已达到一般均衡并且所有市场参与者对回报和风险的看法相同。这种假设存在很大问题，因为它暗示了与任何现实世界市场经济中完全不同的风险结构。资产价格波动将远低于现实世界，但流动性风险可能会更大。与不同意的人相比，同意风险和回报评估的人交换任何资产的可能性要小得多。

此外，最重要的是，如果风险溢价的解释涉及一个均衡世界，那么它充其量只能“解释某些”存在于现实世界中的风险溢价——在现实世界中，非均衡是永久且无处不在的。但是剩下的怎么解释呢？换句话说，虽然该模型没有解释个案的或然性知识如何影响现实世界中的需求表和供应表，但毫无疑问，现实世界是存在的，市场参与者买卖经济财货是基于不完全的知识。那么，真正发挥作用的机制是什么？

B) 对资本资产回报的现实主义观点

⁷ 在《资本和收入的本质》（*The Nature of Capital and Income*）中，Fisher (1906, p.279) 区分了三种价值：无风险的、数学的和商业的。他提出，要获得利率的数学价值，“我们只需将无风险价值加上获得更多的机会，减去获得更少的机会”（p. 282）。

⁸ 此外，请注意，应用此风险概念（作为标准差）使短期投资者相对于长期投资者处于不利地位。

让我们从熟悉的命题开始，即资本资产的回报一方面来自资产之间的主观价值差异，另一方面来自相关的未来现金流。可以说，资本资产的现在货币价值是从预期的未来现金流中推算出来的。资产的当前所有者希望以某个最低价格出售，这对应于他们放弃的资本资产的最大预期回报。同一资产的潜在买家希望以某个最高价格购买它，这对应于他们投资的货币资本的最低预期回报。资产的最终市场价格确定了持续的资本回报率，即总利率。

现在，众所周知，这种反向归属机制是适用于对最终产品有贡献的每个单一要素的一般原则。这使我们能够发挥上述关于个案的或然性和类的或然性的考虑。关于要素 X 与产品之间存在因果关系的知识是个案的或然性知识。在投资 X 的潜在买家的心中，对这种因果关系毫无疑问。⁹换句话说，就这种基本因果关系而言，获取 X 不存在任何风险。**存在**与 X 的贡献的货币价值的主观评估——其边际价值产品 (MVP_X)——有关的风险。¹⁰例如，相对于另一个已知的贡献要素 Y ，投资者可能会高估它。在这种情况下， MVP_X 会过高而 MVP_Y 会过低。投资者也会因他可能忽略要素 Z 的影响而冒风险，在这种情况下，他对 MVP_X 的主观评价也会过高。

但是，这些风险与 X 的 MVP 的贴现无关。无论投资者对 MVP_X 的主观评估如何，他都会以相同的个人贴现率对其进行贴现。如果他估计 $DMVP_X$ 比较高，那么对应的 $DMVP_X$ 也会比较高。如果他判断 MVP_X 相对较低，那么 $DMVP_X$ 也是如此。简而言之，无论个案的或然风险如何，它们本身都不会影响任何生产要素之间的主观价值差异及其对产品货币价值的贡献。无论投资者面临何种情况下可能发生的风险，它们都不会出现在投资者用来评估未来现金流现在价值的贴现率之内的风险溢价中。同样，这隐含在投资者面临的风险类型（即个案的或然风险）的本质中。风险溢价，正是因为它包含在贴现率中，将补偿他的风险——就要素 X 与 X 的产品的货币价值之间的因果关系而言。但在他的主观判断中，这种联系不仅是或然的，而且是已知的。

上述考虑的含义是，可观察利率的差异不能解释为风险补偿。那么如何解释呢？在下文中，我们认为它们是由对可用投资机会的不同主观评价造成的。不同的人对不同的原因有不同的评价。有些人可能认为原因 A 会导致资产 X 的市场价格上涨，其他人可能认为 A 仅与 B 一起带来这种情况。还有一些人可能认为 C 是相关因素，等等。因此， X 的需求表将由一系列具有不同动机的个人需求组成。如果所有流行的原因都存在，需求将达到最大值。如果 C 不存在，需求就会降低，如果 B 也没有，则需求会更低。

现在，从微观经济学的视角来看，这可能会造成 X 的价格取决于风险溢价的印象。如果有很多有利的情况，那么拥有 X 的风险似乎相对较低，这与相对较高的价格是相辅相成的。反之，如果只有少数这样的有利条件，那么拥有 X 的风险似乎相对较高，并且价格相对较低。两种价格的差异可以解释为“风险溢价”。

⁹ 也就是说，除非他赌博，在这种情况下，他将根据定义不投资（参见 Mises, 1949, p. 112f）。

¹⁰ 关于边际价值产品 ($MVPs$) 和贴现边际价值产品 ($DMVP$) 确定的基本机制，参见 Rothbard (1993 [1962], p. 387–409)。

但这种解释是没有根据的。并非所有市场参与者都以相同的方式评估资产 X 的优缺点。对于哪些负面因素会影响其收益率，以及它们对市场价格的影响有多大，他们的看法并不相同。希望拥有 X 的每个人都出于不同的考虑。不同的竞争者之间没有达成协议。在其中一个人看来是成功的关键因素，在另一个人看来却无关紧要。他们在所涉及的风险上看法不一致。他们每个人都根据他自己（也许只有他自己）认为相关的情况来评估 X。如果给定相关情况，每个人都愿意根据自己的个人评估对 X 出价。

没有企业家会用他的资本去赌博。¹¹每个企业家在购买资产时都确信这次购买将使他能够保全和增加他的资本。否则，他根本不会买。对于同一种资产，有些人愿意出高价，而另一些人愿意出低价，原因是他们对相关投资选择的看法不同。假设布莱克先生确信他可以通过以当前市场价格购买资产 X 而获得 10% 的资本回报。这种信念意味着他愿意为替代的资产 Y 支付的最高价格。对于对自己的投资机会会有不同看法的人来说，情况会大不相同。

2 年期债券和 5 年期债券之间的普通价格差异是因为更多人愿意以相对较高的价格购买前者。它不是 5 年期债券的任何“贴现”的结果。在这方面，据称受风险溢价影响的资产与不受风险溢价影响的经济财货之间没有丝毫区别。随时随地，不同的财货吸引不同的人，他们希望以不同的价格拥有它们，最显著的原因是他们看到拥有它们的不同选择结果。

但是，有些人会降低他们愿意为风险部分支付的价格，这不是真的吗？如果没有风险，约翰逊愿意支付 100 美元购买一股 XY 股票。但因为有风险，他只愿意出价 80 元。这种投资过程的表述有什么问题？没有办法知道如果股票是无风险的，它的价格会是多少。股份只能按原样购买。不可能将实际市场价格与不存在的东西进行比较。因此，即使约翰逊真的认为自己是在参考他编造的或其他人为他编造的某个数字打折，这与对他所做的事情进行经济分析无关。从经济角度来看，只有两个相关问题。第一个是史密斯是否确信以这个或那个价格购买 XY 股票将符合他的目的，例如赚取利润、保全他的资本、控制公司等。第二个是关于可用的替代方案。如果约翰逊不相信自己会成功，那么他就是在用他的资本赌博，而不是进行投资。

4 作为成本的风险

风险是企业成本的重要组成部分这一观点是企业会计和报告的基础。特别是，风险可能通过内部贴现率的风险组成部分间接影响各种业务成本。风险组成部分越高，对生产要素的需求就越低，因此成本支出就越低。同时，风险还可能通过损益表直接影响企业成本。公司可以创建各种准备金作为业务成本进入年度损益表。例如，可以为债务人可能违约的情况计提坏账准备，为潜在的法律费用计提或有负债准备等。所有这些准备金都作为业务成本计入年度损益表。同样，在建立资产负债表时，公司可以通过使用可能包含各种风险组成部

¹¹ 同样，这是一个同义反复的陈述。用他的积蓄进行赌博的人根据定义不是一位企业家，而是一位赌徒。

分的利率对相关现金流进行贴现来估算其固定资产的货币价值。风险组成部分变化导致的估值变化也进入损益表，在“其他综合收益”的标题下，从而进入业务成本。¹²

从微观经济的视角来看，认为风险是企业环境的“给定”部分是可以接受的。然而，经济分析需要克服这种狭隘的视角，并解释赋予任何单一市场参与者直接经验的现实的最终原因。这就是庞巴维克在生产成本的一般理论方面所取得的成果。他解释了要素价格最终是如何由最不重要的产品价格决定的。它们是通过折现其产品的价格而形成的。¹³

就风险而言，我们需要再次强调，或然性导致认识存在，而不是本体存在；风险是人的行动的主观因素，而不是其客观环境的性质。风险准备金是一种用词不当。事实上，这样的规定是在投资之后做出的。它们是对投资错误的事后承认。错误无疑是代价高昂的；因此，一旦发现错误，就应该在损益表中对它们进行说明。但错误根本没有“风险”。风险本质上是对（不完全了解的）世界的事前判断，而不是对世界真实情况的事后清算。

同样，正如我们所说，总利率中的风险组成部分是一种错觉。不同资产的不同价格是买卖双方主观欣赏资产的结果。从微观经济的视角来看，隐含的收益率差异可称为风险溢价。人们可能会在计算内部利率时使用这种溢价，以区分更让人感兴趣的企业和不那么让人感兴趣的企业。但这并没有改变风险溢价的想法是一种智力捷径的事实。它不对应于任何真实对象。

结论

尽管风险在商业会计和经济生活的几乎所有其他领域都很重要，但风险的经济分析并不令人满意。原因在于经济学家过于轻率地采用了数学家和统计学家打造的分析工具。当今大多数经济学家认为可观察利率是纯利率、风险溢价和价格溢价的算术总和，其中每一项都可以单独确定。我们认为这个概念是有问题的，因为它与普通的需求和供应分析脱节。

作为一种解决方案，我们基于路德维希·冯·米塞斯对个案的或然性和类的或然性的区分以及主观价值原则，提出了另一种现实主义的风险研究路径。

¹² 同样，在法国会计实务中，企业可能会制定风险和成本准备金，例如预期的法律诉讼（provision pour risques et charges）和对可疑索赔的准备金（provisions pour créances douteuses），以及固定资产的特殊使用准备金（provisions exceptionnelles）。企业可以根据CAPM模型，将其固定资产的价值评估为贴现的预期未来现金流的现在价值。标准程序是使用由三个组成部分相加得出的贴现率：无风险利率、市场风险溢价和企业特定风险溢价（Ferdjallah-Cherel, 2014, p. 60）。

¹³ 他由此证实了李嘉图的观点，即要素价格与资本价格密切相关。李嘉图认为，要素收入和资本收入陷入了一场零和博弈。资本回报率越高，生产要素的总收益必然越低，反之亦然。庞巴维克通过考虑生产的时间结构，为这个结果增加了细微差别。根据他的分析，我们可以看出，资本回报率与要素总收入之间并不一定存在反比关系。例如，如果作为资本回报率下降的结果，生产结构延长，如果这些要素现在比以前更多地用于更高的生产阶段（在这些阶段，它们的价格比较低阶段贴现更多），那么即使资本回报率也下降了，总要素收入也可能下降。参见Böhm-Bawerk (1959 [1921], 377f)。

这种路径使我们认识到，在自由市场环境中，与企业有关的已知风险往往会通过企业家活动来消除。它还使我们得出结论，与业务决策相关的个案的或然风险并未反映在贴现过程本身中，而是反映在对生产要素的边际价值产品的评估中。这意味着可观察利率的差异不能解释为对风险的补偿，而是由于对可用投资机会的不同主观评价。

参考文献

- Bernoulli, D. 1954 [1788]. "Exposition of a New Theory of the Measurement of Risk." *Econometrica* 22 (1): 23–36.
- Böhm-Bawerk, E. von. 1959 [1921]. *Positive Theory of Capital*. South Holland, IL: Libertarian Press.
- Ferdjallah-Cherel, E. (ed.). 2014. *Mission d'évaluation: Guide Pratique*. 2nd ed. Paris: Ordre des Experts Comptables.
- Fisher, I. 1906. *Nature of Capital and Income*. New York: Palgrave Macmillan.
- Holton, G. A. 2004. "Defining Risk." *Financial Analysts Journal* 60 (6): 19–25.
- Howells, P., and K. Bain. 2000. *Financial Markets and Institutions*. 3rd ed. New York: Pearson.
- Katsikopoulos, K. K., and G. Gigerenzer. 2008. "One-Reason Decision-Making: Modeling Violations of Expected Utility Theory." *Journal of Risk and Uncertainty* 37 (1): 35–56.
- Knight, F. H. 1971 [1921]. *Risk, Uncertainty, and Profit*. Chicago: University of Chicago Press.
- Markowitz, H. M. March 1952. "Portfolio Selection." *Journal of Finance* 7 (1): 77–91.
- Mises, L. von. 1940. *Nationalökonomie*. Geneva: Editions Union.
- . 1985 [1957]. *Theory and History*. Auburn, AL: Mises Institute.
- . 1998 [1949]. *Human Action*. Auburn, AL: Mises Institute.
- Mishkin, F. S. 2013. *Money, Banking, and Financial Markets*. 10th ed. New York: Pearson.
- Poincaré, H. 1912. *Calcul des probabilités*. 2nd ed. Paris: Gauthier-Villars.
- Rosa, E. A. 1998. "Metatheoretical Foundations for Post-Normal Risk." *Journal of Risk Research* 1 (1): 15–44.

Rothbard, M. N. 1993 [1962]. *Man, Economy, and State*. Auburn, AL: Mises Institute.

Sharpe, W. F. 1964. "A Theory of Market Equilibrium Under Conditions of Risk." *Journal of Finance* 19 (3): 425–442.