

活化諾貝爾經濟學得獎理論！

鉅亨網 總主筆 邱志昌博士

壹、前言

每年「諾貝爾經濟學獎」多有當下時代意義；學以致用、能夠運用於「問題解決」、「福利增加」與「生活方式效率進展」理論或模型，才是諾貝爾經濟學獎主要目的。2016年10月諾貝爾經濟學獎，由兩位美國經濟學者獲得；其中英國出生的 Oliver Hart 教授，在北波士頓哈佛大學任教，芬蘭裔的 Bengt Holmström 教授則在南波士頓的麻省理工學院 MIT 任教。兩位學者教授研究核心多是「契約理論」Contract Theory。契約理論在實體經濟、勞動市場與金融交易中具有實用價值。此一理論實用價值在解決雙方、或多方利益衝突問題，促進雙或多方總和福利增加。這在全球貧富不均加劇趨勢下，契約理論具有解決利益衝突思維。QE 就是一個龐大催化利益工具，2009年3月起歐、美、日、英央行為解決 2008 年金融風暴，所執行的寬鬆貨幣政策就造成所得分配不均問題。QE 只是權衡非長久政策，它無法確保長期經濟穩定，而且其「涓滴效果」也無法由上而下，滲透到社會每一個階層。在這種情勢發展下，衍生出貧富不均與利益衝突問題；2015 年諾貝爾獎頒給研究所得分配不均的學者，2016 年頒給契約理論研究者；多是針對這種當下經濟發展行為而來。

貳、自 2013 年以來全球核心經濟、金融問題與解決思維？

審查委員們認為，人類生活規範多處在於、有形與無形約定契約中；但契約雙或多方會有資訊不對稱、與利益不一致問題；透過賽局納許均衡方式溝通與協調可增進彼此福利。諾貝爾經濟學獎包含個體、總體、勞動、環境、管理經濟學；與財務理論、選擇權定價、股票定價

與公司理財等領域等專業知識領域。財務金融也歸屬於諾貝爾經濟學獎中，例如 2013 年該獎的三個得獎學者之一 Eugene Fama。Fama 教授出生於波士頓，在 1970 年就在期刊上提出資本市場「效率市場理論」(Efficiency Market Theory, EMH)，也算是開啟「投資組合理論」先河。他以訊息分類結構與股價互動，將有價證券市場交易區分為「強式效率市場」(Strong-form Efficiency Market)與「半強式效率市場」(Semi-form Efficiency Market)與「弱式效率市場」(Weak-form Efficiency Market)。在 2013 年與 Eugene Fama 一起得獎學者還有 Peter Hansen，他是研究產業與廠商產品定價決策理論；屬於個體經濟「廠商理論」(Firm Theory)中一環。廠商理論中敘述了「完全競爭」、「聯合壟斷」、「寡占」與「獨佔」廠商等各種市場下產品不同定價模式。學者最在意的是，在那一種市場型態下、那一種產品定價模式；會使消費者與生產者剩餘(Surplus)即福利多會同步增加。

2013 年第三位獲獎學者是 Robert J. Shiller，他是一位「出世」經濟學家；所謂「出世」是指對實體經濟與金融市場，不時多會有獨到見解見諸於公開媒體。Robert J. Shiller 為新凱因斯學派學者，最有名經典著作是為 2000 年完稿、且及時推出的一本著作：「非理性繁榮」(Irrational Exuberance)。當時美股由於社群網路類股創新，美國 NASDAQ 股價指數上衝到歷史高點。他認為當時美股價指數充滿經濟繁榮背後泡沫危機；在該本書中 Shiller 教授以，美國近百年以上股價本益比變化為研究核心指標，敘述股價本益比的各種變遷與樣貌。該書出版後沒多久，2000 年 3 月美股網路泡沫破裂，股價指數重跌、道瓊與 NASDAQ 大幅回檔。「股價本益比」是股價除以企業獲利，上市櫃公司每股稅後盈餘 EPS；一般 EPS 是會計報表所呈現，但他認為企業獲利是需要以「通貨膨脹率」去調整，以樣本期間或約近 10 年平均通膨率、即長期平均 CPI 年增率去調整。換言之，也就是將上市公司獲利面，每股盈餘 EPS 帶入購買力觀念中。經過這樣

的調整研究發現，調整後的每股盈餘是會下降的；而股價除以這樣調整後每股盈餘，所獲得的本益比會變得很高，也就是股價變貴了。但在未調整前當下，投資人渾然不知此時股價已在高檔，而是當股價開始先行下跌、企業獲利表現衰退後才會警覺到；原來經過通膨平減的股價本益比是偏高的。

Robert J. Shiller 還認為，在我們日常生活中一不留神多會成為通貨膨脹與失業率及 GDP 低度成長受害者；這些實體經濟風險與危機，多會影響我們生活的社區品質。因此他提出六種方案，要以信息透明方法與深化金融理論模型，來化解實體經濟風險；建構 21 世紀的新金融市場產品。也就是將理論建構成一種金融商品，透過投資這種商品可獲得風險保障。這種概念其實源自於傳統經濟學，就是以付出代價方式，將投資行為上的「不確定性」(Uncertainty)改變為「確定性」。有一派投資理論認為，所有投資多是在「不確定性」下做決策，如果可付出部份代價將「不確定性」轉為「確定性」，就能大幅降低投資的「下方風險」。當然這絕對不是指內線或內部信息，而是指透過類似買保險方式、或是付費買進合法信息；就是要以買進保險降低股票投資風險。

叁、近幾年諾貝爾經濟學理論、正積極面對 2008 年後後遺症！

2014 年諾貝爾經濟學獎是由法國經濟學家 Jean Tirole 所獲，他的學術貢獻在於產業組織與賽局理論。在法國的大學念數學、再到美國麻省理工念經濟的 Jean Tirole，其主要著作在教導政府、如何馴服全球強大企業；就是以賽局方式管理壟斷性企業、與企業間購併與合併等行為；以政府干預方式建構企業組織型態，符合當前與未來人類社群生活需求。Jean Tirole 得獎被認為是，整府對釀成 2008 年金融風暴的大企業進行反撲；因為不少企業多遊走在法令邊緣，以至釀成 2008

年經濟與社會危機。Jean Tirole 理論很容易令人再令人連想到，目前台灣熱極一時的人民幣 TRF。2015 年的諾貝爾獎由一位出生於蘇格蘭經濟學家 Angus Deaton 所獲，他在英國劍橋大學教書、以研究個體經濟學聞名。Angus Deaton 博士曾運用聯合國委託研究計劃，以印度國民所得分配為樣本，剖析全球接近貧窮線國家的「國民所得分配」問題；他的理論模型被運用為解決各國貧富不均。為了增進個人福利與減少貧窮，Angus Deaton 認為必需要消費者改變「消費選擇行為」；審查委員們認為 Angus Deaton 的「個人消費選擇」理論若再擴張，可改變現代個體與總體經濟學樣貌。

近期除貧富不均外，由於泡沫經濟後遺症、及勞動力老化引發的低薪與退休恐慌、與經濟低度成長問題，終於引爆勞資雙方、甚至與政府共三方利益衝突。「契約」是現代社會最主要生活機能架構者，Oliver Hart 與 Bengt Holmström 兩位學者研究的「契約理論」，照亮與處理了經濟行為的利益衝突問題；就如同台灣目前火熱的勞資糾紛。契約的改善可幫助三方合作，勞動市場中受雇者與雇用者及政府福利，如果能充分合作則可使生產力達最高峰，也可將生產與消費者剩餘達到最大化。兩位學者認為，像借錢的信用契約不到 1 頁、而有些動則數千頁；契約行為不是比較靜態，其實應該是動態化。簽訂契約最重要理由是讓未來，彼此多因此而有規則可實現在行動上；如雇用契約在規定被雇用者在哪種情況是表現很好，而那一種表現是正常的；哪種行徑是契約另一方所需要，而哪一種又不是雙方協議的？但有一些事是沒有規範在契約中，於是面對契約時雙方也多要有分攤風險心理準備。「契約理論」提供給我們一般設計契約的意義；理論說明了在日常生活中為什麼會有這麼多規則？有各式各樣契約？最佳契約是彼此訂定一種分享式契約，彼此有利、促進社會進步；契約理論也適用於公共財、交通服務等等。

Oliver 著名的契約理論是由個體經濟學著墨，像廠商理論 Firm Theory 與公司資本結構等。例如其中一文獻：「Theories of Optimal Capital Structure : A Managerial Discretion Perspective」。這篇文獻不是運用很複雜數學做為分析驗證工具，而是由企業 CEO 觀點衡量「公司最適資本結構」。所謂「資本結構」就是公司資產負債表上資本來源；如企業的短與長期負債、或向股東募集資金即、現金增資，或以發行公司債、或以私募方式進行募資等等。檢視發現這篇文章延續有名的 MM 定理，即 Modigliani 與 Miller 的「資本結構與公司價值無關」定理。這篇文章一開始就提到，如果研究者放鬆理論前題的一些假設、那它的生活實用效果會更好。例如借貸行為中的 Debt 與 Equity 是如何 Claim 的，如何區別這兩者特質？如果用實際例子闡述，則驗證的效果會貼近實際行為。

肆、結論：沒有完美無缺的理論、唯有納百川才能匯為大江河！

Oliver Hart 與 Bengt Holmström 比較美與英國在 1980 年代資料，當時企業運用財務槓桿情況大量增加。他們參考之前公司理財文獻詮釋，處理 CEO 與公司利益衝突問題；Bengt Holmström 一系列的研究較偏向財務理論，在 1970 年時推出公司「委任代理模型」，成為公司理財的經典之作；倆人研究領域涵蓋個體經濟學與傳統財務理論。傳統財務與現代投資組合理論分界為，以多元化資本資產做成投資組合；在此之前多是單一商品投資理論。公司理財理論在探討 CEO 與董事會、財務長如何做，才會使公司價值最大？以目前企業與股市投資人概念，一家上市公司如有持續資本支出，將會不斷創造未來現金流量 Future Cash Flow；但資本支出資金又要從何而來？Oliver 認為有個比率可以衡量，就是這家公司以股票與債券發行籌資比率。這個比率越高表示這家公司，必需要承擔較多的現金股利負擔；因為持有股票股東所需要的回報就是現金股利，而已債券為借貸的債權人所需要的是

利息。由這種差異就可以了解到，大規模資支出的廠商剛開始建立時候一定得用貸款，不然股價會被不斷被賣出換手；因為在股票市場中，投資人需要現金股利為回報。而如果在企業獲利很高時、使用借貸方式作為資本支出；在低利率環境未變下，會使企業 ROE 拉高、公司價值增加；公司價值的量化指標為股東權益總值、或是公司總市值。

當年 Modigliani 與 Miller 就是認為，企業運用借貸或是向股東拿錢對企業價值是沒有差別的。這當然是一種理想情況，也就是公司資本結構與價值無關；這真會是這樣？當然是不可能的。現實是一家債台高築公司，若遇上不景氣與資金成本上揚，則會承擔沉重利息負擔；光是利息費用就足以讓這家公司虧損連年。因此 MM 定理有很多種假設 Assumptions，例如長期間利率不變、一家公司可無限借貸等等；拆掉一個理想假設去探討，就會使理論更貼近現實生活。因此要成為諾貝爾獎的經濟或財務理論，多是在被批評中成長的；而這些經典理論也不畏批評，唯有納百川才足以匯為大江大海。(提醒：本文是為財金專業研究分享，非投資建議書；不為任何引用本文為行銷或投資損益背書。)