

全球金融资本主义的十二个特征事实

■ 向松祚 中国农业银行首席经济学家、中国人民大学国际货币研究所理事兼副所长

全球金融资本主义的第一个命题:全球金融资本主义时代,以货币市场、债券市场和股票市场为代表的金融市场成为支配整个经济体系最重要的市场。

百多年前,熊彼特曾经做出富有洞察力的论断:“信用市场是资本主义经济的司令部”(Joseph A. Schumpeter, The Theory of Economic Development, Harvard University Press, pp.63-67, 1934.)。熊彼特时代的信用市场,主要是银行信贷市场、债券市场和股票市场(熊彼特的《经济发展理论》完成于1909年。根据本书的分类,1909年属于产业资本主义时代的初期或中期。产业资本主义或工业资本主义时代,银行信贷是最主要的信用产品。产业资本主义或工业资本主义是商业银行主导的资本主义。熊彼特心目中的信用市场,主要是商业银行信贷和股票市场融资)。从大历史角度考察,资本主义经济体系的动态演进历史,就是一部科技和金融创新的历史,技术创新和金融创新是资本主义经济动态演变的两大核心动力。

16世纪开始兴起的商业资本主义,其主要金融创新包括合伙制、无限责任公司、有限责任公司、商业银行和投资银行、股票市场和债券市场。有限责任公司、公司债券市场和现代商业银行则是商业资本主义时代的三大核心金融创新,极大地推动了商业资本主义向产业资本主义转型。商业资本主义时代的全球金融中心是荷兰的阿姆斯特丹。到了产业资本主义时代,全球金融中心则逐渐从阿姆斯特丹转到伦敦和纽约。

产业资本主义时代的主要金融创新包括现代股票市场、现代商业银行、现代企业制度、现代公司制度、现代投资银行、现代公司制度是伟大的制度创新之一。公司制度创新本质上是金融制度和金融工具的创新。推动公司制度演变的直接动力就是融资的需要,股份转让和股票交易所的建立则是公司制度顺理成章的自然发展。我们应该从金融创新角度来重新考察公司制度的起源和公司治理机制。产业资本主义时代同时是伟大的金融创新时代,新型金融产品和金融工具的发明为第三次工业革命和全球金融资本主义时代开辟了康庄大道。

以电脑、无线通信和互联网为核心的第三次工业革命不仅开启了人类革命的新时代,而且开启了人类金融创新的新时代。(首句楷体)第三次工业革命的三大核心金融创新分别是VC(风险投资)和创业板市场(以NASDAQ为代表)、PE(私募股权投资)和股权激励机制、垃圾债券市场和资产证券化。

三大金融创新从根本上改写了人类的金融版图和金融游戏规则。首先是千变万化的基金业迅猛崛起,人类的金融资产组合发生革命性巨变;其次是风险投资、私募股权、对冲基金、高频交易、跨期套利、跨区套利等新兴金融产品的发明改变了人类的投资理念;其三是资产证券化则将世间一切转化为可交易的资产;其四是私募基金和风险投资迅猛发展改变传统产业格局,不断催生新兴产业;最后是互联网金融有可能开创金融个性化和人性化的全新时代,让人人皆能成为资本家和金融家。

从商业资本主义到全球金融资本主义,经过数百年的金融创新,金融资本主义已经演化为一个异常复杂、异常多样、无缝对接的全球性金融市场体系,金融市场、资本市场或信用市场真正成为全球性市场。如果说熊彼特时代的“资本主义经济司令部”还只是少数发达国家的国内经济司令部,那么,当今世界的全球性金融市场已经成为全球资本主义的司令部,支配和主导着世界经济格局。全球金融市场所发出的各种资产价格和利率信号,随时影响和改变着全球产业分工体系、各国货币财政政策和无数企业与个人的投资决策。如果说市场经济的基本定义是市场机制在资源配置里起决定性作用,那么,真正起决定性作用的市场则是金融市场,真正起决定性作用的价格信号是资产价格或利率信号。

全球金融资本主义的第二个命题:全球金融资本主义时代,三大关键价格信号决定着每个国家的资源配置、经济结构、产业发展和收入分配。

这三大价格信号就是利率、汇率和资产价格,它们正是由全球金融市场所决定,时刻处于剧烈动荡之中。三大价格信号之间的关系是经济学和金融学研究的重心。虽然至今我们仍然无法完整把握利率、汇率和资产价格之间的关系,有一些基本的结论却足以帮助我们把握全球金融资本主义的运行机制。

(1)正如人类经济体系大多数基本变量(如价值、效用、财富、成本、收益等等)一样,利率、汇率和所有资产价格皆是主观变量,皆是面向未来的决策变量,皆由决策者的预期所决定,皆反映着经济决策者的主观判断、心理预期和“动物精神”(1、动物精神(Animal Spirit)最早见于凯恩斯《通论》,2008年阿卡罗夫和席勒以此为题出版讨论金融危机和宏观经济学著作《动物精神—人类心理如何驱动经济以及它对全球资本主义的重要性》。格林斯潘2013年新著《地图和版图—风险和性格和经济预测的未来》亦基于对动物精神

的详尽分析。“动物精神”一词已经成为行为经济学和行为金融学的代名词。参见:Alan Greenspan, The Map and the Territory: Risk, Human Nature and the Future of Forecasting, The Penguin Press, 2013.)。由此可见,寻求所谓均衡利率、均衡汇率和均衡资产价格是完全徒劳的,更不在所谓绝对利率、绝对汇率和绝对资产价格,所有这些变量皆是相对变量或相对价格(关于均衡汇率的争议,参见向松祚《不要玩弄汇率》,北京大学出版社,2005年第一版)。

(2)既然利率、汇率和资产价格皆由主观预期和“动物精神”所决定,它们就完全可以脱离所谓“基本面”而自我变化和波动。利率、汇率和资产价格与经济基本面究竟是什么关系?始终是经济学面临的重大难题,金融学者至今没有找到令人满意的答案。众所周知,利率和汇率的变化经常会出现所谓“过度调节”(Overshooting),资产价格则经常出现“泡沫”(“正向泡沫”和“负向泡沫”)(经济学和金融学者讨论“过度调节”、“泡沫—破灭”的文献可谓汗牛充栋。关于汇率“过度波动”的经典论文,参见多恩布什的相关论文。关于资产价格泡沫及其对货币政策的影响,参见向松祚邵志兵编著《伯南克的货币理论和政策哲学》。所谓泡沫,其实就是过度调节或过度波动。过度泡沫,其调节、周期性或泡沫兴起一泡沫疯狂一泡沫破灭,是金融危机的典型特征,是全球金融资本主义经济体系的典型特征。

(3)纵然我们事后能够很好地解释利率、汇率和资产价格的波动,事前我们却很难预测利率、汇率和资产价格的走势(实证经济学方法论认为,解释和推测应该是一回事儿,然而事实却并非如此。通常,事后我们能够很好地解释,却无法事前准确推测。关于实证经济学方法论,参见张五常《经济解释》卷一《科学说需求》);纵然我们能够比较准确地推测利率、汇率和资产价格的长期趋势,我们却很难或不可能推测利率、汇率和资产价格的短期走势[2013年诺贝尔经济学奖得主罗伯特·席勒教授的主要贡献就是]。由此可见,从经济学方法论上说,事后解释和事前推测不完全是两回事,我们需要从人类思维的本质上来深入思考解释和推测之不同。重要的是,利率、汇率和资产价格是金融资本主义体系的决定性变量,决定了经济体系的分配与消费、储蓄和投资、经济增长和收入生产,既然这三大变量无法事前推测,金融资本主义体系本质上就是一个无法事前推测的经济体系,所谓预测或推测大体是一种相当不靠谱或极不准确的猜测或趋势外推,它解释了为什么当代最权威的研究机构亦无力推测金融危机的爆发(参见前引格林斯潘的新著)。既然我们无法(哪怕是稍微准确地)推测经济和金融体系的整体运作,经济金融政策就不能基于某种推测或预测,而应该基于某些最基本的原则和理念。倘若接受这个基本现实,必将意味着人类经济政策理念的革命性变化(凯恩斯主义经济学兴起和宏观经济预测模型大行其道,让经济学变成某种例行公事的机械式预测)。

(4)随机波动的利率、汇率和资产价格是左右经济周期的关键变量,时刻影响或决定着世界每个角落的投资、消费、增长和产业方向。既然金融市场所决定的利率、汇率和资产价格,天然具有随机波动的动态特征,因此,全球金融资本主义时代的人类经济必然是一个内在高度不稳定和不确定的经济体系。

(5)全球金融资本主义时代,利率、汇率和资产价格主要由全球金融市场来决定,三大价格不仅可以完全脱离经济的“基本面”,而且可以完全脱离主权国家的宏观政策影响,然而,各国政府和中央银行的财政与货币政策又试图控制和调节利率、汇率和资产价格,主权国家宏观政策目标与全球金融市场之间的冲突和博弈,将进一步加剧全球经济体系的内在不稳定性,降低主权国家宏观政策的有效性。

全球金融资本主义的第三大命题:全球金融资本主义时代,企业的行为准则不再是利润最大化,也不是管理者利益(效用)最大化,而是市值最大化或股东价值最大化。与此相应,全球金融资本主义时代,企业的核心激励机制就是股权或期权激励机制。

全球金融资本主义时代,最神圣和最难以抗拒的商业金科玉律就是股东价值最大化和企业市值最大化。投资者或股东可以不必关心企业(或很小企业)是否有能力或关心的经营活动、战略和策略、产品和服务,甚至可以不必关心企业是否能够创造收入和利润。他们唯一关心的就是企业的股价、市值或股东价值。无论企业的产品和服务、战略和策略、具体经营活动如何优越,无论企业收入和利润如何丰厚,毛利率和净利润率如何高,倘若所有这些财务指标不能转化为企业股价、市值或股东价值的持续上升,它们就什么也不是。全球金融资本主义时代里,在越来越多人的心目中,企业股票价格和市值几乎已经成为衡量企业是否卓越和管理者是否优秀和称职的唯一标准,甚至成为他们判断行业是否具有长远发展前景的唯一标准。投资者关系、股价管理和发展策略则成为越来越多公司内部必不可少的一项重要职能。股票上市则成

英国著名财经媒体《金融时报》的广告词如此写道:“We are living in Financial Times”(今天我们生活在一个金融时代)。准确地说,我们今天生活在一个全球金融资本主义的新时代。作为一个基本的理论假说,全球金融资本主义有许多重要含义和推论。



为越来越多或几乎所有创业者的梦想。

市值文化或者股价文化或股东价值文化,正以日益强大的威力和威胁,迅速改造着企业家、投资者和社会公众的价值观、资产观和财富观,迅速改造着无数公司的商业模式和无数产业的内部结构。

一家公司的产品和服务、商业模式和经营战略,如果不能被资本市场所认可,不能转化为资本市场的投资价值,该公司不仅会失去重要的融资渠道,而且极可能被其他上市公司收购和兼并。许多公司从创业开始,目标直接指向IPO(首次公开募股或上市)。许多公司积极引入风险投资、私募基金和成功的资本市场投资者作为自己的股东,核心就是为了成功实现IPO。许多长期不能实现IPO的公司,最终难逃被兼并和收购的命运。随着全球金融资本主义浪潮席卷全球,越来越多的公司难以抗拒IPO的诱惑和压力。私募基金和风险投资就像老鹰寻找猎物那样,它们锐利的眼睛时刻搜寻着下一个可能的IPO公司目标,搜寻着下一个微软、雅虎、苹果、谷歌、亚马逊、脸谱、腾讯、百度和阿里巴巴。

股价或市值最大化的哲学和投资理念,极大地强化了资本市场的原本就存在的“马太效应”和“赢家通吃”。私募基金和风险投资的至理名言是:永远要努力寻找和投资行业的领袖企业或行业第一名。研究发现,任何行业的第一名,往往享受着比同行业其他公司高得多的市盈率。行业第一名或领袖公司所享受的高市盈率和高股价,吸引和激励大批追随者,试图模仿领袖公司的商业模式。资本市场对行业第一名或领袖企业的高市盈率和高股价奖赏,往往深刻影响甚至决定着行业的发展方向。股价和市值文化正在深刻影响着越来越多大学教授和科学家的研究方向,越来越多的科学家成立自己的风险投资公司,并试图将自己的科技转化为股票市值。

起自1980年代的全球化收购兼并浪潮,背后动力就是以华尔街为代表的全球性资本市场,是私募基金、风险投资、共同基金等等所奉行的股东价值最大化。许多(甚至全部)收购兼并的动机就是为了提升公司的股价和市值。试图寻找托宾Q值小于1的公司并成功收购和兼并,然后进行价值发现和市值重估,不仅是许多金融家和投资者的职业使命,而且确实创造了历史上许多惊人的财富神话。

私募基金和风险投资的主要套现渠道或退出方式就是公司上市或兼并收购。努力实现所购买的股票和所投资的公司市值不断增长,或者至少跑赢大市,则是衡量私募基金、风险投资、共同基金等等所有基金投资业绩的唯一标准。确保公司顺利上市,或者上市之后确保公司股价和市值持续上升,则是全球投资者和财经媒体评价公司CEO的核心标准甚至唯一标准。相反,未能确保公司股价和市值稳定持续上涨的CEO,则很快会被投资者抛弃,被董事会扫地出门。

全球金融资本主义时代,金融家和企业家创造出许多令人眼花缭乱的叹为观止的“市值创造模式”。市值创造模式与收入创造模式和利润创造模式有相似之处,却亦有许多重大差别。众所周知,收入与利润、利润与市值并非线性比例和对应关系。市盈率是“市值创造模式”的基本标准。上市公司所处的行业和公司的“创业故事”赢得最高倍的市盈率,是许多CEO面临的重大挑战,亦是股票分析师和风险投资者孜孜以求的目标。

1990年代互联网狂飙和疯狂时期,华尔街投资者和股票分析师对“市值创造模式”做出革命性创新,他们发明出“市梦率”。因为许多互联网初创企业根本没有利润,有些连收入都没有,如何给公司估值呢?“市梦率模式”认为,公司股价和市值不再取决于收入和利润,只取决于公司网站的点击率、访问次数,甚至只取决于投资者对公司未来前景的狂热“梦想”或“幻想”。一些没有利润甚至巨额亏损的公司,一些产品和服务没有任何实际使用价值的公司,只是因为它们的商业模式符

合华尔街金融家的“预期”或“市值创造模式”,就立刻身价百倍,市盈率可能高达数十、数百乃至数千倍,成为真正意义上的“市梦率”。互联网狂飙和泡沫时代,人们见证了许许多多纯粹的“概念公司”或“模式公司”,它们没有任何收入和利润,却可以轻而易举地到华尔街或其他资本市场上市,市值高达数亿乃至数百亿美元。2000年初,华人首富李嘉诚经不住诱惑,斥资进军互联网。完完全全只有一个概念、刚刚才宣布注册的“tom.com”公司轻易实现IPO,吸引数十万人排队抢购股票,实在是一个人间奇迹,亦是金融资本主义时代“市值创造模式”和市梦率模式疯狂的最佳案例之一。

当然,2000年互联网泡沫破灭之时,许多基于市梦率的公司最后终归“黄粱一梦”,破产关闭。然而,市梦率的理念确实开创了市值创造模式的崭新时代,市梦率的概念至今仍然影响着资本市场和投资者对新型行业和新兴产业的估值和估值。任何行业一旦出现疯狂投资热潮,市梦率概念就会卷土重来。

相反,许多利润丰厚的公司,许多具有优秀产品和服务的公司,却会遭到资本市场的唾弃,只是因为其产品、服务、商业模式、经营战略和策略不符合华尔街资本市场所钟爱的“市值创造模式”,没有受到华尔街金融家和投资者的青睐或首肯。一些公司选择永远不进入资本市场,还有一些上市公司因为无法适应资本市场的“市值创造模式”而选择退市,重新私有化。

市值文化、股东价值最大化理念和“市值创造模式”深刻改变了公司治理结构和管理学文化的重要课题,核心就是如何协调股东、管理者、公司职员和社会公众之利益。有关理论和学说五花八门,精彩纷呈。市值文化和股东价值最大化哲学似乎找到了一个众所公认的标准,将所有公司相关者的利益统一起来,背后的理论基础则是著名的有效市场假说,最有效的制度安排则是股权激励机制。股权激励(期权)激励机制将CEO和管理团队(乃至所有重要员工)的收入与公司股价完美地结合起来,公司股价和公司市值的持续上涨不仅符合股东的最大利益,亦符合公司高管和员工的最大利益。股东价值最大化和市值最大化另外也符合社会公众的最大利益,则是通过另外的渠道得到解决,譬如越来越多公司的捐赠不再采取现金方式,而是采取股票捐赠方式。

股票期权激励机制让工资和奖金不再是上市公司CEO和高管们的主要收入来源,股票期权和股价上涨才是他们滚滚财源的不竭之源。过去30多年里,上市公司CEO和高管们的收入达到令人叹为观止的天文数字,动辄与数千乃至数亿美元计,工资和奖金所占比例几乎可以忽略不计,更有许多著名CEO承诺一分钱工资也不要,只要股票期权。

然而,被欢呼为最符合激励相容原理的股权激励机制,却创造出历史上最可怕的股票市场欺诈丑闻、内幕交易和管理者操纵,原本以为很好甚至完美解决了信息不对称和激励不相容的股权激励机制,却反而催生出新的信息不对称和激励不相容。CEO和公司管理团队为了实现自己任期内的期权或股权价值最大化,刻意追逐短期利润,制造公司长期繁荣的假象,甚至蓄意欺诈一般投资者和小股东。

最经典的案例当属2001年轰动全球金融市场的安然破产案。2001年宣布破产之前,安然是一家位于美国德州休斯敦的能源公司。曾经拥有超过21000名雇员,是世界上最大的电力、天然气和电讯公司之一。2000年披露的营业额达1010亿美元之巨。公司连续六年被《财富》杂志评选为“美国最具创新精神的公司”。然而,就是这个资产超千亿美元、营业额超千亿美元的巨型企业,却在2002年的几周内轰然崩溃、宣布破产,不仅成为美国历史上最大的一宗破产案,而且成为公司欺诈和堕落的象征。安然公司蓄意欺诈最终导致破产的核心原因就是持续多年、精心策划、乃至制度化是要营造的财务造假,而财务造假的目的就是系统性地制造高盈利、高成长假象,高盈利的假象,营造高盈利、高成长假象的目的自然就是为了维持公司的高股价和股价持续上涨,背后的总根源当然就是安然公司高管所拥有的巨额期权和股权。高盈利、高回报、高奖金、高期权,一句话,金钱至上和股票价格至上的企业和文化的最终崩溃了。安然公司造假揭示了股价或企业市值最大化背后所隐藏的人性的极度贪婪,以及股权激励机制的内在缺陷。

从安然公司和许多其他案例里,我们能够深刻地认识到,全球金融资本主义时代里,市值最大化或股东价值最大化是没有任何道德和伦理底线的。全球金融资本主义是追求主义和伦理底线的最高阶段,资本的贪婪本性终于演变到无以复加、登峰造极的巅峰。当马克思撰写《资本论》之时,资本家的主要目标还是榨取尽可能多的利润,所以《资本论》引用过一段著名的评论:“资本害怕没有利润或利润太少,就像自然界害怕真空一样。一旦有适当的利润,资本就胆颤起来。如果有10%的利润,它就保证到处被使用;有20%的利润,它就活跃起来;有50%的利润,它就铤而走险,

为了100%的利润,它就敢践踏一切人间法律,有300%的利润,它就敢犯任何罪行,甚至冒绞首的危险。如果动乱和纷争能带来利润,它就会鼓励动乱和纷争。走私和贩卖奴隶就是证明。”(马克思《资本论》第一卷(中译本)第829页脚注(25),人民出版社)。

全球金融资本主义时代里,我们必须修改马克思对资本家贪婪本性的生动描述:不仅要能够快速和永远提升公司的股价和市值,资本家和企业家就胆敢践踏人间一切规则和法律,就胆敢跨越人间所有道德和伦理底线。

金融市场尤其是股票市场的发达,让资本家和一切投资者不再满足利润和分红。股票市场的最大秘密是市盈率。股东价值或市值=利润*市盈率,则成为全球金融资本主义时代最神圣的价值公式,其神圣程度堪比物理学领域著名的爱因斯坦质能方程式E=MC(平方)。如何才能赢得或制造最高的市盈率?这是所有金融投资者或一切公司股东最感兴趣的重大问题。无论是风险投资、私募股权投资还是公司上市和日常股票买卖,市盈率都是最关键的变量。市盈率亦成为全球金融投资者最普遍的投资语言,市盈率决定一切,市盈率成为衡量每家公司在资本市场成败的试金石。

美国学者杰拉德·戴维斯指出:“金融方面的学者亦即股东价值或企业市值,是决定企业边界和战略的唯一推动力量。企业必须集中做对一件事情,这件事情通常就是由股票市场说了算。如果一家同时经营汽车和金融的企业被股票市场低估,唯一解决之道就是将该公司分拆。(Gerald F. Davis, Managed by the markets—How Finance Reshaped America, p.93.)

全球金融资本主义时代的“新共识”或“新华尔街共识”就是股东价值最大化。“围绕股东价值的新共识清晰地定义了公司的使命,决定性地推动了美国制造业经济的历史性转型(同上)。”耐克公司前任CEO曾经生动地描述了金融资本主义时代,企业所背负的神圣使命或“神圣枷锁”:“华尔街可以轻易消灭它们。它们是规则制定者,它们有自己的思想和偏爱。但是,很大程度上,它们判断公司的标准却也在不断演化。现在它们决定,如果一家公司能够以最少的资产创造最多的利润,它们就愿意给该公司以更高价格。我又如何能抗拒呢?(同上,p.86)”

全球金融资本主义的第四大命题:全球金融资本主义的核心理论基础是有效市场假说(Efficient Market Hypotheses, EMH)。

2013年10月14日,瑞典皇家科学院宣布将该年度诺贝尔经济学奖授予芝加哥大学教授尤金·法马、拉尔斯·因森和耶鲁大学教授罗伯特·席勒。三位学者因对资产价格波动的实证分析而获此殊荣。瑞典皇家科学院简要概括三位学者的贡献:“尽管预测股票和债券几天或几周后的价格是不可能的,然而预测资产价格的长期走势却是可能的,譬如三五年后的价格。今年的获奖者构建并运用了这一神奇而又看似矛盾的理论。”三位获奖者之理论和实证贡献各有擅长。法森首创分析资产价格波动的统计技术;席勒以研究“非理性繁荣”和资产价格的长期趋势而知名;法马则凭借“有效市场假说”的开创者著称于世。

“有效市场假说”荣获诺贝尔经济学奖,可算是全球金融资本主义时代的一个标志性事件,因为“有效市场假说”(其实它准确地说称为“金融市场有效假说”)正是全球金融资本主义最重要的理论支柱。如果说全球金融资本主义是资本主义经济体系发展和演变的最高阶段,那么,“有效市场假说”则是资本主义自由放任经济理论演变和发展的巅峰之作。

简而言之,有效市场假说认为资产价格(股票和债券的价格)完美地反映了与该资产的价格、价值和未来收入流相关的一切信息,或者说,市场买卖所形成的资产价格完美地包含或覆盖了与该资产的价格、价值和未来收入流有关的一切信息。

金融理论家将“有效市场假说”分为从弱到强三种形式。其一是所谓“弱式有效市场假说”,认为资产价格充分反映了该资产的所有历史信息,包括成交价、成交量、买空卖空量、融资金额等等。其二是所谓“半强式有效市场假说”,认为资产价格充分反映了该资产的所有历史信息,而且充分反映了该资产的所有未来信息,尤其是公司的经营战略和盈利前景。其三是所谓“强式有效市场假说”,认为资产价格不仅充分反映了该资产的所有历史信息,易言之,资产价格充分反映了该资产的一切相关信息。

有效市场假说最初只是金融学者对股票价格走势所做出的一个经验假说,其思想根源是古老相传的股票价格“随机行走理论”。股票价格(或一般性的资产价格)之随机行走理论,其实就是经济学的基本假说——“理性人假说”直接和简单的推论。理性人假说运用到金融资产领域,则又换了一个新词,叫做“预期效用最大化假说”(expected-utility maximization)。从一般均衡角度看,预期效用最大化率牵涉到投资、消费、储蓄的跨期决策和时间偏好(时间偏好就是利率的本质),数学推导可以非常复杂,现实意义却一目了然。(下转04版)