

论新经济条件下 企业成长的金融维度

王凤荣

摘要: 本文从金融制度变迁的角度切入, 分析了企业价值二元化的生成机理和效应, 旨在论证一个命题: 企业成长的金融实质是企业追求实体价值最大化与虚拟价值最大化之间既统一又对立的矛盾运动。在此基础上, 着重论述了新经济和新经济企业得以孕育、发展的金融制度条件, 及企业虚拟价值过度膨胀后的回归必然性。

关键词: 金融制度变迁 企业价值二元化 新经济 企业成长

现代金融日益融入经济运行过程, 金融及其金融过程与实际经济运动之间的规律性联系在社会经济的微观层面体现得越来越突出。许多新经济企业通过互联网销售自己的技术、品牌与商品, 并且借助于股票市场的资本化而傲居世界级大企业的前列, 这早已是不争的事实。如微软公司的股票市价一度攀升到世界最大公司排行榜的首位。而同期传统企业通用汽车公司的销售额是微软的 16 倍, 员工人数是微软的 30 倍, 但股票市场价值仅是微软的 1/5。如何理解传统经济与新经济企业间的差异? 新经济企业高涨的市场价位是市场的合理定价还是被市场高估的泡沫? 企业成长的实质到底是股票市场的价值最大化还是商品市场上的价值最大化? 新经济企业获取的高额市场回报是效率型的, 还是分配型的, 其社会影响如何? 对此, 现有的企业成长理论(技术理论、制度理论和组织理论等)不能给予有效地解释。因此, 我们有必要从一个新的视角——金融制度变迁的角度, 来探讨企业成长的实质、机理和效应, 求索新经济企业成长的金融动因与路径。

一、金融制度的历史变迁 生成了企业价值二元化

金融制度因分工、交易费用和息成本而产生, 它顺应经济发展并与经济发展相融合, 对经济的作用表现为适应性阶段、主动性阶段和先导性阶段依次推进的变迁过程(帕特里克, 1966; 王广谦, 1997)。

在货币出现以前的物物交换时期, 人们只是基于使用的需要进行交换, 其流程是 C-C。商品的内在矛盾——价值和使用权的矛盾还未取得显性表现。金属货币的出现, 使商品的价值取得了独立的表现形式, 与商品的实物形式(使用价值的载体)相对立, 商品的内在矛盾显性化了。在金属货币充当流通手段时, 人们交换的流程拓展为 C-M-C。卖和买在时间和空间上完全独立开来: C-M, M-C。建立在商品交换关系基础上的资本主义企业, 作为通过生产经营获取价值增值的经济实体, 其运营的简化图式为:

$$M_i \dots C - P - C \dots M \quad (1)$$

其中, M_i 指内源融资的货币资本, C 指商品所代表的生产资本, P 代表生产过程, C 代表增值的商品资本, M 代表增值的货币资本。内源融资是企业创办过程中的原始资本积累和运行过程中的剩余价值资本化, 由企业产权所有者自身

的资本能力决定, 是所谓的自有资本。在这种融资条件下, 历史上最早出现的企业形态便是企业主企业或家族资本主义企业。这种古典企业组织的一个重要特征是产权结构的封闭性, 其唯一的资本来源就是业主或合伙人的资金。在现代市场经济中, 这种企业组织类型仍然存在, 并且在企业数目中占绝大多数。在这类企业中, 企业主本人与其合伙人或家族在企业的管理中居于支配地位, 需要付出大量的个人努力, 即业主的企业家才能。这些企业有一部分是非常成功的, 但大多数小规模的经营一开始就注定了失败的命运, 其平均寿命只有 6 年。而业主制企业失败率极高的一个主要原因即是资金的匮乏。

金属货币的出现开始了金融制度的“适应性”阶段。“适应性”金融制度对于企业经济发展和生产运营发挥的是定价功能(价值尺度)和中介功能(流通手段)。企业是实物流和货币流的复合体。实物流是货币流的使用价值载体, 货币流是实物流的价值(价格)表现。货币流从属于实物流, 作为实物流流通的媒介而存在。在适应性金融制度下, 一方面, 企业追求利润最大化是其商品(包括有形商品和服务、商誉等无形商品)市场价值的最大化; 另一方面, 企业生产运营的风险是由企业自身承担的, 呈现风险个体化特征。

随着银行信用的出现, 金融制度对经济的作用由“适应性”发展为“主动性”。银行信用的特征是货币信用化, 表现为一方面纸币依赖信用制度(国家、银行、法律)的支撑而代替金属货币成为通货; 另一方面随着商品经济的发展, 信用关系与信用货币结合产生的货币信贷, 使经济主体之间建立了复杂的经济关系, 由单纯的买卖关系发展到债权债务关系。不可否认, 在银行信用出现以前, 经济主体通过商业信用等形成的债权债务关系业已存在。但只是在银行信用出现以后, 才发展成为一种重要而普遍的经济关系。在债权债务关系中, 货币执行支付手段职能。货币的支付手段职能与银行信用相结合, 使得商品交换关系进一步复杂化, 商品的价值表现形式与其实体形式的关联度减弱。在此条件下, 经济社会的基本单元——企业运营的价值链条进一步复杂化, 其图式为:

$$\begin{matrix} M_i \\ S \end{matrix} \dots C - P - C \dots M \quad (2)$$

其中, M_i 为内源融资, S 为通过证券(商业信用、银行信用和企业信用的凭证)进行的外源融资。除了定价功能和中

介功能,“主动性”金融制度还对企业生产运营发挥配置功能,使企业突破了自有资金的限制,可通过外源资金促进企业成长。

外源融资是由企业产权所有者以外的储蓄者供给资金,它可不受企业所有者的资本限制。“资本主义的企业扩张,摆脱了个人财产的桎梏,现在可以按照技术的要求来进行:采用新机器,吸收相近的生产部门,使用专利等。”不仅获取了经济优势,还带来了技术优势。钱德勒在《看得见的手——美国企业的管理革命》中,描述了现代工业企业的两种扩张途径:一是生产型企业主动拓展,直接进入采购和分销领域,实现前向或后向一体化;二是小规模的家庭或个人所有的企业借助横向合并,成为全国性企业,在集中生产的基础上,再向前或向后实行联合。钱德勒在其1990年出版的《企业规模经济与范围经济:工业资本主义的原动力》中,对于现代企业的扩张方式进一步归纳为四种:横向合并、纵向合并、区域性扩张和生产多元化。并认为二战以后,随着经济增长和市场的国际化,原材料来源和产品出口的便利性加强,企业成长更多采取向国外扩张和相关产业多元化扩张的方式,基于防御性策略的横向或纵向一体化方式较少采用。由此可见,钱德勒将横向和纵向一体化视为防御型成长;对另外的两种扩张形式——区域扩张和多元化生产,我们或可视为进攻型成长。而对企业扩张提供一种重要支撑的是主动性金融制度,因为任何一次大规模的企业扩张行动,都需要巨额资金的注入,而单纯依靠内源资金是难以满足的。因此,靠内源资金起步的家族资本主义企业,此时需要依赖银行贷款完成其扩张战略。这一过程的另一方面是,企业生产运营的风险也经由银行信贷提供的外源融资渠道溢出。投资者通过银行而间接地承担了企业风险,即呈现风险间接市场化特征。需要指出的是,金融制度的“主动性”作用是与货币信用化的过程同步的。这一过程从形式上表现为完全没有价值的货币符号(纸币或票据等)取代了自身具有价值的金属货币;从实质上讲,金融制度的属性和功能已发生了变化,具有与实物或实体经济相互联系而又相对独立的性质。值得关注的是其独立性的一面,即货币在经济生活中逐步脱离实体经济形成独立的表现形态和运行方式,构成了现代“虚拟经济”的初始条件。

随着股份信用的出现,金融制度对经济的作用又进一步由“主动性”发展到“先导性”。股份信用的特征是货币金融化。货币金融化是指随着股份信用和随后的资本市场的出现,大量的货币转换为各种金融工具,包括股票、债券等。货币的金融化从实质上讲是货币在更高层次、更大范围的信用化。如果说货币信用中的纸币和银行券所依据的是国家和银行的信用,那么,货币金融化所产生的股票和(公司)债券所依赖的则是企业的信用。但与货币信用化阶段不同的是,这些有价证券一方面代行货币的支付媒介职能,另一方面也逐渐发展成为交易的对象,并取得了相对独立的交易定价机制。除了上述三种功能之外,“先导性”金融制度对企业生产运营还提供了套利功能,大量的金融资产已直接进入企业的生产运营过程,成为企业追求价值最大化的一种手段。至此,企业价值具有了两种表现形式:(实物)商品市场价值和衍生品(虚拟)市场价值。企业追求利润(价值)最大化有了两种途径:一是通过商品市场的开发创新,生产经营、市场营销等实现销售额、利润率等指标的最大化;二是通过在资本市场上的运作,达到融资成本最小,企业金融市场价格最大。用图式分别表示为:

$$M_i \dots C - P - C \dots M$$

$$S - M$$

(3)

需要指出的是,人们通常对股份制企业的界定,最常引用的是钱德勒的表述:“由一组支薪的中、高层经理人员所管理的多单位企业”。其特征是:(1)企业组织规模通常较大,具备多种经济功能,经营多个系列产品,在不同地区经营,被称为多单位企业;(2)企业的中高层管理者不再兼有所有者身份,而成为专门的支薪管理人员,资本的所有权与管理权发生了分离;(3)作为等级组织具有两个以上的决策层次,形成了较为复杂的分工决策体系,称为管理层级制。我认为这种表述注重了股份制企业的产权特征和层级特征,但忽略了其价值特征。

股份制企业区别于家族资本主义企业的一个重要方面就是价值表现特征不同。价值最大化是所有企业追求的目标,这一点股份制企业与资本主义家族企业并无二致。但后者是在单一的商品市场上运营的,其利润或价值都必须经过实际的商品生产与流通转化而产生。而股份公司则不同。股份公司作为一种企业制度得以盛行是和资本市场尤其是股票市场的出现互为因果的。由此决定了股份制企业具有两个身份证,两个价值尺度。一个是企业资产在商品市场中的价值,如销售额、利润率等实体经济价值指标,我们称之为企业的实体价值。另一个是从企业实体资产中派生出来的金融资产(本身没有价值,是虚拟资产)在金融市场中的价值,如企业股票的市场价值等价值指标,我们称之为企业的虚拟价值。也就是说,在先导性金融制度下,企业既可以通过实体价值的提升达到价值最大化,也可以经由虚拟价值的增长实现这一目的。企业价值特征的不同是金融制度变迁的衍生物,是金融制度从适应性到主动性再到先导性必然出现的现象。对这一现象的由来、构造及效应的剖析正是金融维度分析的独到之处和精髓所在。这一分析将有助于我们深刻地审视知识经济时代的企业成长问题,而忽视这一分析角度正是现存的企业理论的不足之处。

上述金融制度对经济发展作用的变迁是一种理论逻辑的抽象,也是对其历史演进逻辑的粗略概括。由这一过程的描述可以看出,在宏观层面,首先,金融制度作用的变迁从根本上说是由社会生产力和经济发展水平内生决定的。建立金融制度是需要成本的。低的人均收入只能支付低成本、简单的金融制度,提供动员储蓄、分散生产性风险和流动性风险,即中介和配置功能;而高的人均收入就可以发展复杂的、高级的金融制度,其功能涉及监督投资项目、估价创新的成本与效率等,即套利和复杂的定价功能,相应的运行这种金融制度的成本也更高。可见,在金融发展与经济发展之间存在“阈限效应”。其次,金融制度作用的结果一方面国民财富的增长,另一方面也形成了与国民财富并存的金融资产。美国著名经济学家和统计学家雷蒙德·W·戈德史密斯在建立金融发展理论的时候,把国民财富作为社会的基础结构看待,认为现代经济社会是由金融工具构成的上层结构和由国民财富构成的基础结构并存的体系。我国的经济学者则更多地采用实体经济和虚拟经济的概念来说明金融发展和经济发展的这种关系。

与宏观层次实体经济和虚拟经济的二元化发展相呼应,金融制度的变迁在微观层次也引起了企业特征的显著变化,即企业价值的二元化——实体价值和虚拟价值的并存。企业实体价值和虚拟价值依托的分别是实体经济和虚拟经济,同

时也是后者的微观基础。本文对实体经济的界定是：在商品（包括有形商品和劳务商品）市场上进行的生产、流通和消费活动，及自给自足等非商品的经济活动。企业的实体价值表现为企业在商品市场中形成的企业资产价格。这里资产不仅包括有形资产，也包括商誉、品牌、组织资本等无形资产。从本质上说，企业实体价值的实现反映的是商品价值与使用价值的对立统一关系。使用价值的生产者——企业与使用价值的需求者——消费者的矛盾关系通过实体价值实现的变化折射出来。具体地说，企业提供了受消费者欢迎的商品，其实体价值就上升，表现为销售额、利润率就上升；反之，企业提供的产品不被消费者认可，所实现的企业实体价值就下降，甚至导致企业破产倒闭。所以，实体价值从根本上反映的是企业与消费者就产品的使用价值属性而展开的博弈。

本文对虚拟经济的界定是：金融市场上金融资产的形成和交易活动。企业的虚拟价值就是指在金融市场（尤指股票市场）上形成的企业虚拟资产（股票）的市场价格。从本质上说，虚拟价值是企业与投资者或投资者与投资者之间在股票价格上展开的博弈。二者不直接涉及商品的使用价值属性，只是就货币资本的收益性和安全性进行谈判和博弈。

可见，先导性金融制度的出现最终导致了经济的二元化——实体经济和虚拟经济，导致了企业价值的二元化——实体价值和虚拟价值，并与经济的进一步发展相适应，将这些宏观和微观方面的沿革规范化、制度化，催生着新的经济时代。

二、先导性金融制度进一步孵化了新经济企业

发轫于股份信用的先导性金融制度，在 20 世纪最后一二十年与经济全球化趋势相互融合、相互促进，正形成金融全球化的热潮。金融全球化是各国经济对外开放和国际化的结果，是各国经济体制市场化的结果，也进一步催生和孵化着全球经济的新格局。

（一）关于新经济与新经济企业

“新经济”的先声在美国响起。从 1991 年 4 月开始到 2000 年 8 月，美国经济在平稳增长的同时，通货膨胀率、失业率和财政赤字都控制在较低水平，呈现出多年来少有的理想状态。正是基于这种经济现象，20 世纪 90 年代中期国际上一些经济学家提出了“新经济”概念。可见，“新经济”概念的最初提出，其含义主要侧重于经济层面，适用范围也仅限于美国。到 1997 年，新经济的含义转向了技术层面，主要是指一系列新的技术革命，其适用范围也由美国扩展到全世界。目前固然人们对新经济的认识还有诸多分歧，新经济自身的特征和效应也有待于时间检验，但毋庸置疑的一点是，新经济既是一种知识为本的经济，又是一种金融化的经济。现代科技的发展及其在产业中的扩散，是新经济增长的原动力，而现代金融则使这种原动力以乘数效应推动着经济的增长。新经济的出现正冲击和整合着传统经济增长方式及社会经济生活的基本构架。

事实上，每个经济时代都有自己的新经济，而新旧经济之间分野的首要标准就在于生产方式。今天，由电脑和互联网驱动的新经济，是在蒸汽机和电力驱动的工业经济基础上发展起来的，它在机器大工业的基础上具有了新的特点：第一，如果说以机器大工业为主要标志的生产方式是以机械代替人力的话，新经济则进一步以电脑代替人脑。第二，互联网较电网有更高的传输速度、更广的传输范围，尽管不能离开电网。第三，新经济是知识经济，以知识创新为基础，因而知

识、技术以及以此为基础的设备、产品更新速度大大加快。第四，新经济的主导产业是以信息技术产业为代表的新兴的高科技产业，即以电子信息技术为领头的集计算机技术、通信技术、光电子技术、人工智能技术、机电控制技术的高科技群。新经济并没有完全摒弃传统产业，新经济的生命力在于对传统经济的整合和改造，通过信息技术对传统产业的渗透，很多传统产业部门一跃进入新经济阶段。

新经济的另一个表述是知识经济，有人将知识经济的特征概括为以知识为基础的经济，这种表述没有准确地概括知识经济的本质，其准确表述应该是以知识创新为基础的经济。就创新来说，知识创新和技术创新是有区别的。科技进步的全过程包括三个环节：上游环节即知识创新环节；中游环节，即创新的知识孵化为新技术的环节；下游环节，即采用新技术的环节。技术创新主要是在中下游环节的创新；知识创新主要是在上游环节即知识创造领域的创新，是技术创新的源头。在新经济条件下技术创新和知识创新有相互交织的趋势。过去，技术创新的最终环节是将新技术应用于生产过程。在现代，技术创新的先导环节进一步延伸到科学向技术的转化过程。知识创新的环节过去主要限于科研机构 and 大学这样的知识创造和传播领域，现在之所以出现知识经济的概念，就是因为知识创新延伸到了科学知识转化为生产力的领域。

在新经济时代，建立在知识创新基础上的企业的成长期可能缩短。如微软公司不过几年就一跃超过具有百年发展历史的福特和通用等制造业公司而进入世界最大公司前列。像微软这样的“一夜暴富”的信息和网络公司无论在国外还是国内并不是个别的。但是，由于科技进步的速度加快，这些高科技企业的衰退期也可能加快，因此高科技部门和企业的创新要求特别紧迫。

高科技的孵化领域已成为知识创新和技术创新的交汇点。因此，当前发展新经济的基本内容是建立以知识创新为基础的经济，对发展高科技的创新机制的关注点，要由关注技术的采用转向关注技术进步的源泉（知识的创造领域）及其转化。在新经济时代，知识和技术的创新与知识和技术的创业是相联系的。在许多场合，知识和技术转化为生产力是通过知识和技术的创业实现的。创业即孵化高新技术，其依赖的一个重要的孵化器就是创业投资，这是先导性金融制度促进新经济和新经济企业的着力点所在。

（二）新经济企业与先导性金融制度

如上所述，知识创新和技术创新是新经济和新经济企业兴起的动力源泉。而金融制度则是将这种动力源泉开发为滔滔巨流的重要的制度因素。从一般意义上讲，先导性金融制度便利了资本的集中、转移和重组，从而实现了社会经济资源在企业之间的优化配置和规模节约。具体说来，先导性金融制度与资本市场对新经济企业的贡献表现在以下几个方面：

企业创建与创业资本的介入。高新技术企业的成长是一个充满风险的过程，它可以划分为五个阶段，即种子期、创建期、成长期、扩张期和成熟期。每个不同发展阶段上的资金提供者、投资方式、金融工具等方面都具有不同的特点。一个高科技企业的成功与否，除了技术、管理、市场等诸多因素外，在很大程度上取决于其融资计划是否能够与其阶段性发展计划相匹配，并能得到顺利执行。在整个风险投资中，建立能为高科技企业的发展提供金融支持的机制居于关键地位。高新技术产业相对传统产业而言，具有“三高”特点——高投入、高风险、高收益，以高投入为先导，承担风险，才能获得高

收益。作为高技术产业主体,高风险是影响其高投入的主要制约因素,它很难像一般企业那样从普通融资渠道获得资金,因此,必须建立一种有效的风险投资机制来推动高科技产业发展。在种子期,创业企业常处于产品开发过程中甚至是商业创意过程中,融资需求并不大,依靠企业家自身的财力,包括积蓄、家庭基金、亲友借款等或能基本满足对资金的需求。创建期是产品原型的商业化过程,需要购买一定的技术和设备,以一定的资本结构生产某种的产品。在这一时期,企业家自身的财力已所剩无几,巨额的资金需求将外源融资提上了日程。但由于产品技术的不成熟和市场的稳定性,决定了企业收益很低并且很不稳定。这个阶段如果企业过分依赖信贷融资,则很可能在企业冲破资金瓶颈而获得大量利润之前就被债务负担压垮了。另一方面从银行角度看,由于信息不对称等原因,银行基于安全性的考虑也不愿将资金投入初创企业。正是初创企业资金供需市场的失衡使得创业资本应运而生。创业资本作为一个独立的新兴行业发端于 20 世纪 50 年代的美国,是指为支持建立专门生产某种新知识新技术的小型企业和以持有一定企业股份为条件而提供的风险资本。创业资本作为一种投融资制度是股份信用的创新和延展。创业资本供需双方之间的关系类似于股份信用中出资者和企业家之间的契约关系,但二者之间又存在两点不同。一是对企业运营的参与程度不同。股份信用中的出资者主要通过股东大会和资本市场间接地参与企业的生产运营;而创业资本的出资者本身就具备部分企业家的职能,并与专业企业家结合,通过共同经营来实现和维护自身利益。二是追求的获利方式不同。股份信用的投资者看重的是股息或红利收入,而创业资本的投资者追求的是最终的资本利得。创业资本是先导性金融制度在投融资方面的创新,并以此对新经济企业的崛起作出了贡献。据统计,美国 1999 年为年轻的企业提供的创业资本达 365 亿美元,该年在美国上市的企业有一半受过创业资本的资助。微软公司、思科系统公司、戴尔公司和康柏计算机公司等都在纳斯达克股市占据榜首的大公司在创业初期也都得益于创业资本的资助。

企业的内部成长与资本市场。企业在冲破了初创期的资金瓶颈以后,便步入了成长期和扩张期。这个阶段企业产品已具有一定的市场占有率,但仍需要通过提高产品质量,开发新产品,扩大生产规模与市场份额。而企业要达到这一目的可采取两种战略:内部成长战略和外部成长战略。所谓内部成长是指现有项目的继续或扩展,或是内部新增项目;而外部成长是指以横向兼并、纵向兼并、产品扩张型兼并、地域扩张型兼并或混合兼并等形式出现的企业扩张。企业要实现内部成长,必须不断进行内部挖潜,在技术上创新升级,更新改造设备,开发新产品,开拓新市场,扩大企业规模,以延长企业的扩张期和成熟期。而要做到这一点,资金已不是企业发展的主要制约因素,因为企业已有大量利润可供积累,也具备了从银行和金融机构取得信贷资金的信用条件。这时最大约束通常来自企业内部持续的技术创新和管理创新,以及创新的源泉——经理人员和科技人员的激励问题。解决这一问题的关键在于改革企业创建时企业家个人或家族全部或绝对控股的产权结构,对经理和科技人员的生产性努力进行适度的产权激励。这就是通常实行的股票期权制(stock-option, SO)。股票期权制是依据现代公司理论中剩余索取权和控制权有效配置观点,借助于资本市场的定价和流动性功能而采取的对企业高层管理人员和核心科技人员的一种激励机制。其基本内容是以一定价格售予相关人员本公司的股票和给

予未来购买本公司股票的选择权,即在签定合同时给予他们在未来某一特定日期以签定合同时的价格购买一定数量公司股票的选择权,持有这种权利的人员可以在规定时期内以股票期权的行权价格(exercise-price)购买本公司股票。这种机制建立了企业成长与高级管理和科技人员收益之间的函数关系:

$$R = M \cdot (P_{t+N} - P)$$

$$P = \sum_{N=1}^N R_{t+N} / (1 + U_{t+N})^N$$

其中, R 代表经理和技术人员的收益, M 代表股票期权的数量, t 为售予期权的时间, t+N 为行权的时间, R_{t+N} 为 t+N 年度的股息, U_{t+N} 为贴现率, P 为时间 t 时的股票价格, P_{t+N} 为行权时股票的市场价格。

持有人收益成为公司长期利润的增函数。在这种背景下,经理和科技人员不仅关心公司的现在,更关心公司的成长。其理论逻辑是,SO 提供期权激励——经理和科技人员努力工作,实现企业价值最大化——企业股价上升——经理和科技人员行使期权获取收益。由此企业价值最大化成为股东和经理、科技人员共同追求的目标。如果说,创业资本是企业起步阶段的发动机,而合理的产权制度则是企业持续成长的助推器,而这个助推器必须依赖有效的资本市场才能启动。

企业的外部成长与资本市场。企业内部成长使企业规模在一定资本结构和特定范围内得以扩张。而利用外部成长战略,改变资本结构,开发新的市场,进行组织和制度创新,可以在极其短的时间内迅速掌握最先进的技术手段并以较低成本进入新的生产领域,培育起属于自己的更高层次上的核心能力。外部成长战略的实施,同样需要健全的资本市场和投资中介机构,以节约并购交易的搜寻成本和信息成本¹⁰。

三、新经济企业的缩水是虚拟价值向实体价值的理性回归

正是基于现代金融制度的一系列从外延到内涵的支持,使得技术创新有了产业化的土壤,于是新经济企业破土而出,并日益成长为一道令人耳目一新的风景。金融制度对社会经济财富的配置功能,使新兴行业和新兴企业在很短的时间内聚集了大量的社会经济财富,实现了快速成长,并使全球经济呈现全新的格局。然而不容忽视的一个事实是,先导性金融制度的资源配置功能和套利功能,也具有负面效应,企业脱离商品市场而过多地在金融市场上占据资源,最终会导致企业的虚拟价值与其实体价值的背离。我们仍以美国经济为例。自 1991 年以来,美国经历了一个长达 110 个月的经济繁荣期。但从 2000 年下半年以来经济增长开始出现减速,近期的经济衰退已成定局。实际上,近年来美国企业虚拟价值与实体价值的过度背离已经预示了经济形势的这一变化。据 1998 年 5 月和 1999 年 4 月美国《幸福》杂志统计,500 家最大企业 1997 年利润增长为 7.8%, 低于 1996 年 23.3% 的增长率, 1998 年 500 家大企业的总利润减少了 1.8%, 7 年来它们的盈利首次出现了下降。与实体经济中企业下降趋势相反,美国股市却呈现迅猛上涨的态势。道·琼斯工业股票价格平均数,代表了美国整个股票市场价值的 1/5,是衡量美国股票市场发展状况的一个重要参考指标。1983 年道·琼斯工业股票价格平均数才 1000 多点,而 1999 年一年就上升 2000 多点。有关数据显示,美国 20 世纪 90 年代末的股票市场价值是 90 年代初的 4 倍;而同期公司利润只增长了 1 倍,股市被高估约 1 倍。在新兴企业云集的纳斯达克市场,股票价格更是被严重高估。因此,2000 年下半年(下转第 54 页)

水平 k_{low} 稳态, 这时储蓄率下降到其初始值, 经济也不会再掉回到贫困陷阱。也就是说, 经济增长越过低水平稳态障碍就会步入长期增长的通道上。我国近几年经济增速趋缓, 经济中出现的收入水平和生活水平下降表明, 我国经济尽管取得 20 多年高速发展, 但因初始值低、人口基数大、每年新增人口比例大等等因素, 并没有彻底走出贫困陷阱。

储蓄一般而言是随着经济增长、人均收入提高而上升。长期看, 提高储蓄率无疑会带来经济持续增长, 但短期则不尽然。过高的储蓄率有可能减少消费造成的即期需求下降, 使经济增长受到需求不足的阻碍。我国目前高储蓄率反映了这一点。如果降低储蓄率是不可能的,¹⁰ 那么, 如何将高储蓄率转化为投资需求则是需要研究的。

我们将高储蓄率作为包括人力资本的总储蓄率, 即扩大和维护人力资本的各项开支都包括在总储蓄中。它既包括教育和培训开支, 也包括消费与健康开支。这时经济中较高的储蓄率应该会对经济增长产生正效应。因为这种高储蓄实际对应的是供给的发展空间。比如, 与人力资本开发有关的产业、教育、体育(健身、休闲)、娱乐等等产业发展。这些产业既提高人力资本素质, 又扩大消费领域, 拉动经济增长。

综上所述, 我们摆脱经济增长的困境在于应该重新认识经济增长的因素, 选择适时的政策措施, 发展新的产业群, 以保持经济的持续增长。

注释:

经济增长速度的高与低是相对的, 相对于改革开放 20 多年年平均 9.5% 的增长速度, 以及 80 年代年平均 9.8% 和 90 年代初年平均 9.5% 的增长速度而言, 90 年代末经济增长可称为低速。

国家统计局:《中国统计年鉴(2000)》, 55 页, 北京, 中国统计出版社, 2000。其他出自该年鉴的数据, 不再注。

在复式预算条件下, 经常项目收支相抵余额作为资本(建设)

(上接第 47 页) 以来, 美国股票市场尤其是纳斯达克市场的大幅下挫正是企业虚拟价值过度膨胀后向实体价值的回归, 是挤压虚拟泡沫的过程, 是新经济企业得以持续成长的必由阶段。因为新经济企业的可持续成长从根本上取决于以实体价值为基础的实体价值和虚拟价值的均衡增长。

值得强调的是, 新经济条件下企业虚拟价值与实体价值动态均衡的实现, 还要倚重于企业实体价值的提升。从微观层面看, 企业实体价值的提升体现为企业资源的配置效率和使用效率及产出效益的提高, 最终达到企业规模效益; 从宏观层面看, 企业实体价值的提升表现为社会生产的适度集中, 形成适度竞争的市场结构, 有助于实现社会资源总体上的最佳配置效率, 特别是虚拟经济与实体经济之间的资源的合理配置, 新经济产业与传统产业之间的有效整合。从根本上说, 企业的成长不仅应包括销售额的扩大、资产的增长等数量的扩张, 同时还应伴随着企业结构的演进: 企业要素结构的演进, 即企业占支配地位的要素由劳动力逐渐转向技术和知识; 产品结构的演进, 即企业所从事的产业从传统产业向高新技术产业演进。企业实现这些成长的过程也是新经济产业与传统产业的有效整合过程, 是夯实新经济微观基础的过程。

注释:

帕特里克在论述金融发展的战略阶段时, 将其分为需求跟踪型和供给引导型(帕特里克, 1966); 王广谦将金融对经济发展的作用分为适应性阶段、主动性阶段和先导性阶段三个阶段, 但他所依据的是历史标准, 适应性阶段和主动性阶段的分界线是 17 世纪新式银行的建立; 主动性阶段和先导性阶段的分水岭则是金本位制的解体和

项目开支。在实行扩张性财政政策条件下, 资本项目开支赤字, 通过政府债券来弥补。理论上基于投资可以取得收益, 收益可用于偿还债务。

在一个经济系统中, 消费和投资直接购买生产者的产品, 而储蓄是通过转换为投资实现的, 则通常将储蓄作为经济中漏出变量, 与此相应的还有税收变量。

参见王璐:《募资频变已成顽症》, 载《上海证券报》, 2001-08-29, 第 1 版。

方程(2)推导过程: 在一个时点上物质, 资本存量的净增加等于总投资减去折旧, 即: $\dot{K} = I - \delta K = s \cdot F(K, L, t) - \delta K$ 。K 上方的一点表示对时间的微分; s 表示储蓄率, $0 \leq s \leq 1$; 等式两边同除以 L, 则 $\dot{K}/L = s \cdot f(k) - \delta K$ 。K/L 写成 k 的函数, $k = \frac{d(K/L)}{dt} = \dot{K}/L - nk$, $n = L/L$, 把它代入 K/L 表达式中, 整理得到, $k = s \cdot f(k) - (n + \delta)k$ 。

假定条件决定。人口增长率和折旧率均大于零, 以不变或常速增长。

生产函数为资本报酬递减函数。

干中学对于我们采取第一种收敛形式, 即向发达国家经济发展十分重要。

¹⁰ 储蓄是居民行为, 是居民将收入在即期消费和未来消费中作出的符合自己意愿的选择。在目前我国全面改革社会福利制度条件下, 居民储蓄增长是必然的, 政策的重点应该放在提高储蓄利用率上。

参考文献:

1. Kuznets, Simon, 1973. Modern Economic Growth: Findings and Reflections. American Economic Review, 63-3 (June, 1973), pp.247 ~ 258.

2. Lewis, William Arthur, 1954. Economic Development with Unlimited Supplies of Labor. Manchester School of Economics and Social Studies, 22 (Aug, 1954): 139 ~ 191.

3. Murphy, Kevin M., Andrei Shleifer, and Robert W. Vishny, 1989. Industrialization and the Big Push. Quarterly Journal of Economics, 106, 2 (May, 1989): 503 ~ 530.

(作者单位 北京市社会科学院经济研究所 北京 100091)
(责任编辑: N)

金属铸币流通的终结而信用货币制度的开始实施(王广谦, 1997)。与此不同, 笔者对相应三阶段的划分所依据的是理论逻辑标准[参见王凤荣:《金融制度变迁与企业风险配置》, 载《当代财经》, 2000(11)]。

[美] 保罗·A·萨缪尔森、威廉·D·诺德豪斯:《经济学》(下), 中文版, 712 页, 北京, 中国发展出版社, 1992。

[德] 鲁道夫·西法亭:《金融资本》, 中文版, 125 ~ 126 页, 北京, 商务印书馆, 1997。

所谓套利是基于市场的半强势效率、弱式效率或不完善而在出现异常价差金融资产或时期之间进行交易以获取价差利润的行为。先导性金融制度下, 金融衍生工具、市场交易方式和规则的创新为套利行为提供了条件, 即先导性金融制度的套利功能。需要说明的是, 套利行为一方面是对市场无效率的修正, 是市场价格回归内在价值的过程; 另一方面, 套利行为也可能加大价格波动的风险, 甚至出现投机泡沫。

金融制度的定价功能随着金融制度的发展不断完善和深化。在适应性金融制度阶段, 定价的范围仅限于一般商品, 定价的手段仅是金属货币; 而在先导性金融制度阶段, 定价的范围从一般商品拓展到投资项目、科技创新的估价, 进而发展到对主动性资产——经营管理人员的定价, 所使用的定价手段也由一般货币发展到股票、期货期权等衍生工具。

雷蒙德·W·戈德史密斯:《金融结构与经济发展》, 中文版, 1 页, 上海, 上海三联书店, 上海人民出版社, 1994。

洪银兴:《新经济的经济学分析》, 载《新华日报》, 2000-07-03。

威斯通等:《兼并、重组与公司控制》, 中文版, 49 页, 北京, 经济科学出版社, 1998。

¹⁰ 搜寻成本包括显性成本(如用于广告以引发出售或购买资产的成本)和隐性成本(如用于确定并购对象的时间)。信息成本是与评估资产价值相关的成本, 即预期现金流的数量和可能性。

(作者单位 山东大学经济研究中心 济南 250110)
(责任编辑: J)