

陈志武

财富的逻辑

2

所有的泡沫终将破灭

理解现代财富机器的制度基础



上海三联书店

THE LOGIC OF
WEALTH

陈志武 财富的逻辑

2

所有的泡沫终将破灭

THE LOGIC OF
WEALTH

常州大学图书馆
藏书章



上海三联书店

图书在版编目(CIP)数据

财富的逻辑. 2: 所有的泡沫终将破灭 / 陈志武著.
—上海: 上海三联书店, 2018.8

ISBN 978-7-5426-6252-1

I. ①财… II. ①陈… III. ①中国经济—经济发展—研究 IV. ①F124

中国版本图书馆CIP数据核字(2018)第063257号

财富的逻辑 2

所有的泡沫终将破灭

陈志武 著

特约策划 / 何江涛 李利明

特约编辑 / 陈凌云 赵雪峰 王家胜

责任编辑 / 殷亚平 张静乔

装帧设计 / 里巷

内文制作 / 马志方

出版发行 / 上海三联书店

(201199) 中国上海市都市路4855号2座10楼

邮购电话 / 021-22895557

印刷 / 山东临沂新华印刷物流集团有限责任公司

版次 / 2018年8月第1版

印次 / 2018年8月第1次印刷

开本 / 635mm × 960mm 1/16

字数 / 280千字

印张 / 23.25

书号 / ISBN 978-7-5426-6252-1 / F.777

定价 / 68.00元

如发现印装质量问题, 影响阅读, 请与印刷厂联系调换。

目 录

序 言	现代财富机器的制度基础.....	001
-----	------------------	-----

法治和产权保护体系是一个社会能否从简单的“无商不富”过渡到“无股权不大富”的基础。

第一部分 金融与财富

第 1 章	中国人为什么爱存钱.....	011
-------	----------------	-----

中国人是根据“收入流”来花钱,而美国人是根据“收入流”加“财富存量的增值”来花钱。为什么中国人不能更有信心地消费呢?答案在于三方面:市场化程度,金融发达程度,还有就是所有制。

第 2 章	证券市场发展与共同富裕.....	019
-------	------------------	-----

股份的证券化交易是缓和贫富悬殊的一种方式,给中产阶级在收入上“与时俱进”的机会。

第 3 章	美国基金公司为何比银行创造的富豪更多.....	029
-------	-------------------------	-----

分析财富是怎样产生的,将其成功的“秘诀”“公布于众”,让大家都受益,这样才在实质上更能让社会朝人人“机会平等”的方向迈进。

第二部分 股市与财富

- 第 4 章 如何评价股市的贡献** 043
- 股市与其他证券市场的存在不只是为了企业融资，也是为了消费者、为了老百姓配置自家资产的未来而提供各种证券品种，让他们有机会更有效地规避风险、安排未来的福利。股市还有一个极重要的作用，那就是为整个经济和社会提供价值评估信号。
- 第 5 章 中国股市质量变差了吗** 049
- 从 1991 年到 2005 年，中国股票的同向波动程度平均为 90%，也就是说，任一一周内有 90% 的股票一起涨或一起跌，中国股市基本无法区分好与坏的上市公司。
- 第 6 章 股市半桶水** 061
- 没有公正独立的司法环境，没有法院对行政部门的司法审查，就不可能有真正的现代股票市场，证券市场也不会成为真正意义上的企业融资途径。
- 第 7 章 为管理层股票期权正名** 071
- 民营上市公司在财务和经营上远优于国有上市公司，这说明让管理层持股是一种良好的激励机制。在美国，高科技公司的技术创新能力的增长也间接说明，管理层和职工股票期权机制是技术创新的直接引擎。
- 第 8 章 安然之谜** 081
- 安然系在企业结构上与中国许多“金字塔”式企业控制结构类似。在运作上，也与中国的许多企业类似……
- 第 9 章 非理性亢奋：世界通信的故事** 097
- 能够在 20 年、50 年或更长时间里保持以每年 20% 以上的速度增长利润的公司几乎不存在，那是概率为零的事件。可是，在股市非理性繁荣的岁月里，反映在世界通信股价中的市场预期是：该公司能永远以超过 20% 的速度增长其利润。
- 第 10 章 股市泡沫的危害：解读美国股市危机** 113
- 任何人为炒成的泡沫最后只能破灭。股市泡沫可以是社会大众自发地、不约而同地炒成的，也可以是政府政策炒成的。虽然泡沫形成方式不同，破灭方式也可以不同，但破灭的事实一样。

第 11 章 泡沫破灭引发经济衰退：重温 1929 年美国股灾..... 125

股市泡沫的培植、经济的超速增长，常常是技术发展、制度变迁和社会氛围等众多因素作用的结果。由于股市预期的财富增长速度大大超出了实质经济能支持的速度，社会又没有及时的纠错机制来制止虚拟经济与实质经济的进一步分离，泡沫的继续膨胀就不可避免。

第 12 章 证券投资的风险管理..... 134

在社会缺乏诚信和法律制度又不完善的情况下，指望机构投资者一夜之间改变中国股市面貌是极不现实的。说到底，其主要原因还是对市场管制太多。允许各类市场启动，让更多民营企业上市并引进做空机制，最终会让基金管理业找到更好的立足点。

第 13 章 社保基金应采用指数投资法 141

如果在金融经济学和投资学中有任何一个像力学中的牛顿万有引力定律这样的结论，那么这个结论必然是：人为管理的投资基金无法长久打败股市大盘指数。

第 14 章 从人的行为偏差谈“指数投资法” 150

除非社保基金一分也不投入股市（这一点不现实），否则就应该把分配到股市的资金份额以被动的方式投入大盘指数，这样才能使老百姓的钱不受管理人的交易行为偏差的左右。

第三部分 媒体与财富

第 15 章 中国经济发展为何离不开开放的新闻媒体..... 161

开放的新闻媒体则不仅可以独立地提供完整的、公正的市场信息，而且它们能成为中国市场经济的重要纠错机制。开放的新闻媒体不仅对政治民主十分必要，而且可以在经济增长和创造就业方面发挥举足轻重的作用。

第 16 章 开放的新闻媒体是市场经济的必要制度机制 169

受法律保护的开放的新闻媒体是市场经济发展的一个必要的制度机制。也就是说，如果没有媒体的自由监督，市场经济发展到一定的阶段就要出问题，就会出现市场关闭的现象。

第 17 章	经济学与媒体是如何互动发展的	197
	中国的经济学研究首先应该领会过去两百多年在世界发展起来的经济学，在此基础上创造，这样中国才不仅有“经济”，而且还有“经济学”。	
第 18 章	媒体和市场对公司治理的监管效率	213
	市场和媒体对公司的监督通常更直接，甚至在事态刚刚发生或正在发生时就可产生效果。政府行政监管的直接责任应以设立并维护合理的市场机制为核心，把对公司的直接监管和监督留给董事会、市场和媒体。	
第 19 章	从诉讼案例看媒体言论的法律困境	237
	尽管中国媒体在市场经济发展和社会公共利益的维护中起到越来越重要的作用，在“政府喉舌”和“社会大众喉舌”间选择的立足点也日益多样化，但是，它们得到的法律保护到底有多少呢？	

第四部分 法律与财富

第 20 章	立法，立法，再立法吗	269
	不管是针对新行业还是老行业，中国的立法者一谈到立法，就习惯性地想到针对从业者的“约束性”条文，想到要“把他们管起来”，而不是要约束行政部门的权力，反倒是一边倒地增加、扩张行政部门的权力。其结果是不仅没有推动新行业的发展，反而使其空间被压到最小，违背立法初衷，那又何必呢？	
第 21 章	证监会、法院与人大：如何分管证券市场	279
	政府只有在以下情况下才有必要介入市场交易中：第一，两方势力不对等、信息严重不对称；第二，强势方的侵权或违法行为会对公众产生伤害。因此，证监会的所有运作都应以保护弱势投资者为根本宗旨。	
第 22 章	司法独立、判例法与股东权益保护	295
	如果要建立真正有助于证券市场发展的司法制度、要保护股东权利，除了司法程序细节外，大的司法环境还必须改变。没有真正独立的司法，投资者就不会有真正可靠的法律保护。	

第 23 章 “判例法” 的优势 302

判例法是基于“自下而上”的原则，基于第一线的法官根据具体案情去掌握运用的精神，由此“造”出的法律更能反映对专业、对具体案情较了解的法官的判断，能反映普通人的观念，使法律的可操作性提高。

第 24 章 集体诉讼是保护股民的有效方法 313

在受侵害者众多，又无经济激励去单个诉讼索赔的情况下，集体诉讼是一种最有效的司法程序，也最有利于社会安定，有利于司法公正。

第 25 章 美国如何对待内幕交易 325

美国打击“内幕交易”的法律实践中惯用的理论大体有两种。一种理论认为，内幕信息本身是无形产权的一种。这种财产的所有权应当属于公司本身，这种信息应当以最能促进公司股东福利的方式进行使用。非法的内幕交易等同于对私有财产的侵犯。

第 26 章 追查“东京究” 344

该案是第一次从互联网的角度对美国与证券相关的法律提出挑战，美国司法界和证券业都甚为关注，其结果也非常具有里程碑意义。

现代财富机器的制度基础

法治和产权保护体系是一个社会能否从简单的“无商不富”过渡到“无股权不大富”的基础。

过去 30 年改革开放的成就，来得很快，似乎也来得容易。试想，打开国门，放开私人创业的手脚，还给老百姓投资、生产、定价、运输和销售的权利，就可以带来这么快的增长，人们的收入和生活水平就能得到这么快、这么大的提升，这让人自然要问：为什么这种政策不早几年、早几十年推出，非得等到经历 1958 年后的大饥荒、“文革”十年浩劫之后才做呢？这么简单的政策举措就能带来这么大的效果，似乎来得有点太容易了。其实，这种成功的背后有某种根本性的原因，有某种已经存在、等待了些许年月的“列车”，让中国只要决定乘上这一“列车”，就能迅猛发展。这趟“列车”就是我们现在常说的全球化，就是两百多年工业革命带来的技术成果和有利于跨国贸易的国际秩序。

另一方面，正因为成就来得太快，也相对轻松，容易带来非理性亢奋，得出错误结论，这不仅使我们容易把功劳全归结于自己，而且也让我们得出诸如“发展跟法治无关”“经济增长跟产权保护无关”“民主只是少数知识分子的抽象诉求”等短视性结论。不可否

认，经过晚清、民国及共和国一代一代维新人士、有识之士一百多年的努力，到 1978 年，中国才具备数量巨大的工人和科技人才群体，并拥有了相当规模的工业基础。一旦中国自己选择市场化方向并对外开放，很快，仅仅通过模仿现代工业，利用西方世界建立的国际贸易秩序，中国的经济就能实现腾飞。现代技术和全球化秩序带来的潜力实在太大了，给像中国这样的后发国家提供了前所未有的机会，让后发国家仅仅通过模仿也能一夜腾飞。

客观地讲，一个封闭多年、人口众多的计划经济国家，当它重新走上市场化道路、加入全球化秩序时，积压多年的后发潜力在初始时期必然会快速发挥，经济会迅猛增长，就像摘果子，沉甸甸的果子位置最低，理所当然一下子就能摘到手。过去 30 年改革开放的成果就是那些位置最低的沉甸甸的果子，但不能因为摘到了这些位置最低、最容易摘的果子，我们从此就认定摘果子不需要高梯子了。实际情况是：越往高位，果子就越难摘，越需要高梯子。

为什么中国三十来年的经历不能说明“发展跟法治无关”“经济增长跟产权保护无关”呢？我们就以致富方式为例，做一讨论。

——从“无商不富”到“无股权不大富”

这些年谈论最多，也最令人兴奋的话题，是盖茨、戴尔、李彦宏、江南春等这些亿万富翁是多么富。盖茨的个人财产有 600 多亿美元！而且盖茨、戴尔是在二十几岁，李彦宏、江南春是在三十几岁就成了亿万富翁！相比于传统社会，这些数字普通人连想都不敢想。2008 年，中国一般城镇居民的人均可支配收入在 1.5 万元左右。那么，李彦宏 14 亿美元的个人财富就相当于 65 万城镇居民一年的可

支配收入，而盖茨的财富等于 2760 万城镇居民的年收入。不管对传统社会，还是对今天的人来说，这些也都是天文数字。

问题是，为什么这些创业者会这么富？他们的财富机器跟传统商人有什么差别？如果把这些富翁的“财富机器”都称为“现代财富机器”的话，那么，法治、产权保护体系在中间又起什么作用？或者说，在现代法治社会出现之前，是否有可能培植出这种规模的现代财富机器？

我知道，有两种说法历来流行。其一是剥削论，可能会说资本家是靠剥削获得这种超额财富的。我认为这是一种不具建设性的解释，就好比看到任何事情时只说一句“事出有因”，然后不再细究原因，不管了；见到财富就以一句“剥削”定论，到最后，我们什么也没学到，没让自己或者他人增加见识。如果说微软、戴尔、百度、阿里巴巴的员工待遇不如其他公司，那可以去具体调查这些公司的员工待遇，在调查比较之后基于事实下结论。否则，更具建设性、对社会更有益的做法就是去回答：为什么同样是普通家庭出身的盖茨、戴尔、李彦宏、马云可以成为亿万富翁，而其他人都没有？他们的成功对广大社会的正面启示是什么？决策者应该做什么才能让更多的普通人也有机会“步其后尘”？

其二是“他们拿绝对大头，我们拿小头的小头”，这种说法还是只停留在事实陈述，把数据重说了一遍，就像剥削论那样没有建设性。为什么我们只能拿小头？如果他们没有政府权力当头，如果他们公司跟客户的买卖是自愿交易而不是强制性的，那么，就不存在剥削。更有建设性的是去回答：为什么他们有这种定价权而我们不一定有？怎样做让我们也能拥有这种“赚大头”的地位？抱怨不可避免，但不一定有建设性。

俗话说，“无商不富”。这话说得有道理，只是传统的“商”最多只能带来小富。现在是“无股权不富”，至少是无股权难以“大富”。差别在哪里呢？传统商业都是以制造产品、卖产品、卖服务来赚当前的钱为特点，这样你得一天一天地去赚、去积累，但毕竟人的生命有限，每天的买卖赚得再多，一辈子就只有这么多天，而且还要考虑生病、节假日等因素。

但是，有了股权交易市场，比如股票市场之后，财富增长的空间就根本改变了。因为在正常情况下，股权价格是未来无穷多年的利润预期的总贴现值。也就是说，如果一个公司办成功了而且职业化的管理也到位，让公司享有独立于创始人、大股东的“法人”人格，那么，这个公司就具有无限多年生存经营下去的前景，拥有这个公司的股权就等于拥有了这种未来无限多年收入流的权利。当你卖掉这种股权时，等于是在卖出未来无限多年的利润流的总贴现值，这就是为什么靠股权赚钱远比靠传统商业利润赚钱来得快、财富规模来得大！你想，一个人靠自己一天天累积利润，靠自己的长寿来最大化个人财富，怎么能跟一个通过股权交易把未来无限多年的利润今天就变现的人比呢？后者的未来利润总和是不受自然人的寿命限制的，是无限的。

这就是盖茨、李彦宏、施正荣等能在二十几、三十几岁就成为亿万富翁的核心原因，这种情况在历史上从来没有过。

——法治和产权保护是普及“股权致富”的基础

我们会说，传统中国也有股份合伙企业，那些股份虽然没有活跃的交易市场，但不也是可以买卖吗？为什么以前就不能以“股权

致富”呢？这就涉及现代和传统社会的核心差别问题，亦即产权保护体系和契约交易（证券交易）所要求的配套制度架构问题，是决定能赚“大钱”还是只能有“小钱”的问题。

首先，一个公司的管理是否能够足够职业化、非人格化，决定了公司的寿命是否能超过创始人的生理寿命，并“无限地”活下去。如果公司的管理不能与创始人、主要股东的自然人格脱离开，如果公司的利益和股东的私人利益不能分开，公司没有独立的“法人”人格，这个企业就没有自身的独立生命，顶多是自然人为了小打小闹的短期生意而设，企业的生命跟创始人的生理寿命捆绑在一起。也就是说，靠股权致富而不是靠今天卖产品致富的第一要素是，公司具有独立于自然人的无限“法人”生命，这是股权价值等于未来无限多年利润流的贴现总值的前提，否则股权不值钱！只有企业有长久生命力，“股权致富”才有基础。

就以费孝通、张之毅先生所著的《云南三村》中的玉村为例。1943年当张先生回访玉村考察时，他发现玉溪旧有富商基本都走向衰败：“文兴祥家的衰败情况：本人已于1942年死去，其两个儿子已分家，均在家闲着。因无人手经营及洋纱缺货，洋纱号已停业。……冯祥家的衰败情况：本人已于1942年死去，死后家里兄弟七人分成七份，每家分得四十亩田，洋纱一包（值三万多元，1942年时价），铺面二间三层。洋纱号停业。”

张先生总结道：“我们看过以上玉溪四户富商之家的衰败情况后，最深刻的印象是像文兴祥、冯祥这两位本人兴家的人一经死去，商号即因无人经营而停业。……由于本人在世经营商业时，家中兄弟子女等家人，几乎都是闲散过活，并多有烟、赌等不良嗜好，以致家人中没有一个是成器的，所以本人一死，一家即后继无人。”

费孝通、张之毅两先生调查到的情况不是特例，而是中国传统社会的普遍现象，甚至到今天仍然是“富不过三代”！近代中国虽然有过北京的同仁堂药店、瑞蚨祥绸缎店及江西药材店等“百年老店”，但这些只是千千万万家族企业中的凤毛麟角，不是普遍现象。

为什么文兴祥、冯祥这些创业者在世时没有培养“接班人”？公司的管理显然没有程序化，非人格化。为什么除了自己的亲属、亲戚外不能在更广泛的范围内招募职业经理人？从这个意义上，由于儒家所主张的社会秩序（包括信誉秩序）几乎是排他性地基于血缘，不超出血缘，所以，儒家社会的“人际交易”范围和信赖范围基本不超出血缘网络，职业经理人不仅缺乏其生长所需的契约法律土壤，而且即使有了，也不一定有企业要，因为除非这些职业经理人是亲戚，否则企业东家怎么相信你呢？也正由于宋朝时期儒家文化在中国社会的地位得到根本性强化，使血缘外的信任体系更难有机会发展，非人格化的法律体系也就没机会出现和发展。这样一来，中国传统家族企业难以走上非人格化的职业经理人道路。没有非人格化、跨区域的法治，企业的管理就超不出血缘，进而使中国企业走不出只有一代、两代，最多三代的宿命！因此，儒家文化是中国社会难以靠“股权致富”的文化制度性障碍。

所以，公司的非人格化、非血缘化管理是将其寿命无限延伸的前提保证，而实现公司职业化管理又以契约精神、法治秩序为前提。否则，没有几家企业会看重长远，只会关注短期效益，进而“股权致富”不可能成为社会中的一种普遍致富模式。

其次，即使企业能够发展到非人格化管理，能够无限多年生存下去，亦即利润流可以无限长久，那么，企业的股权作为一种长期产权是否能得到保护，这又极为关键。如果产权（特别是无限长久的

产权)得不到保护,或者产权的界定根本就不明晰,公司的生命不管有多长,其股权还是难以有交易市场,至少没有人愿意出高价,也不会有“股权致富”的通道。所谓“无恒产者无恒心”,没有产权保护,自然没有人去相信公司无限生命的价值!

与此相关的是实物资产的产权化。在云南玉村,如果实物本身可以作为产权独立地存在和交易的话,那么,即使冯祥死了,他的兄弟七人也用不着将洋纱厂拆分成七份,让企业关门,而是可以将其分成七股产权,并同时让企业本身继续运作。当然,这又涉及围绕产权的法律支持问题。

最后,除了公司能长久生存、产权无限期受到保护外,股权的交易市场必须足够广泛,交易成本必须足够低,交易量必须足够大,否则,股权没有流动性,价值也不会太高,“无股权不大富”就难以成立。这就再次涉及法治、监管、权力制衡的问题。

所以,法治和产权保护体系是一个社会能否从简单的“无商不富”过渡到“无股权不大富”的基础。

当然,正因为过去30年中国经济的增长靠的是“硬苦力”,只要中国人愿意没日没夜地勤劳工作,即使只能靠传统的短期商业利润致富,尽管不是“大富”,那也行。只不过,这不是中国社会的长久愿望,因为中国人也有权利过上质量更高的生活。至少,中国到目前为止的阶段性的经济成就并没有证明法治、产权保护对经济发展不重要,只是说明产权保护对低利润的经济增长不一定重要。

最后我要说的是,虽然中国的法治、产权保护还有漫长的路要走,但为什么在今天的中国像李彦宏、沈南鹏、马云等也能享受到“股权致富”的威力呢?他们的共同特点是让公司在境外改制并到境外上市。也就是说,由于金融和公司法律的全球化,中国境内的企业

可以选择变为另一个法律体的公司，受那个国家法律的保护和约束，这种公司注册和相关法律的选择权，从实际效果上给中国境内企业提供了一个“股权致富”的通道。这种选择的存在反过来也迫使中国法治和产权保护体系得到发展，最后，只有中国本身的法治进程达到一定水平时，“股权致富”才能成为本国社会的一种普遍模式。

本书所收集的文章大都发表在2007年中期之前，这些文章虽然不能针对任何问题都入木三分，但都尝试从不同角度讨论金融、法治、新闻媒体对致富的基础性作用。其中一些文章从表面看与“财富创造”不相关，但细看它们都很相关，这也是现代财富观的特征。我们的目的不在于以“剥削”去贴标签，而在于理解现代财富机器背后的机理。各篇文章在结构上相对独立，因此，即使挑着读，也基本不影响其可读性。由于这些文章起初是为不同媒体而写，因此除了注释所用数据资料的来源之外，基本没有能够一一列出相关参考资料和文献，这是本书最大的遗憾，希望各位同人能够谅解。

[第一部分]

金融与财富

☆ 中国人为什么爱存钱

☆ 证券市场发展与共同富裕

☆ 美国基金公司为何比银行创造的富豪更多