

第三章

当下企业低投资、高利润的其他解释

尽管我们可以用管理层薪酬支付方式的变化解释导致企业投资下降的原因，但或许还存在其他影响因素。

原因之一可能是对经济增长前景信心不足。尽管我们无法计算人们对经济增长前景的信心，但通常认为金融危机发生之前英国和美国对经济增长还是充满信心的。如图 3-1 所示，尽管在英国和美国发生金融危机之前经济发展并不稳定，但没有明确的理由表明对发展前景不乐观。

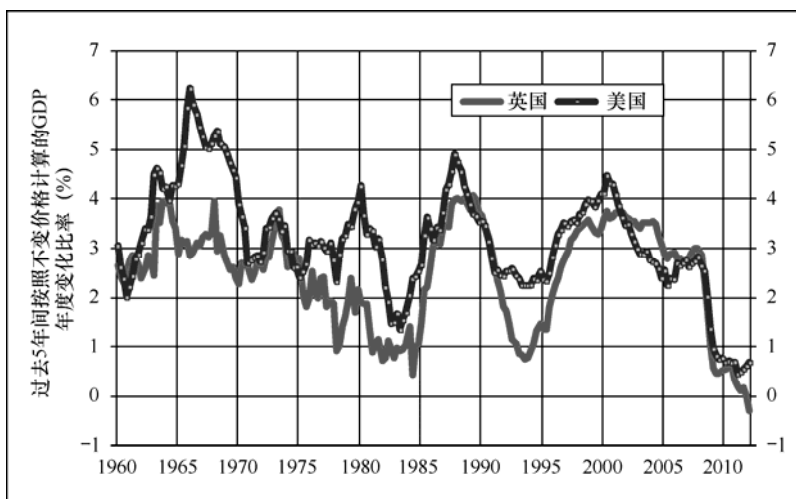


图 3-1 英国及美国的 5 年增长率

资料来源：英国国家统计局和美国国民账户（ONS & NIPA）。

另一个原因可能是投资收益的下降。美国的净资产收益率，如图 3-2 所示。

按照美国国家会计师采纳的两种利润定义的任何一种，美国公司 2012 年第一季度的国内利润率高于平均水平 40%或 67%。^①

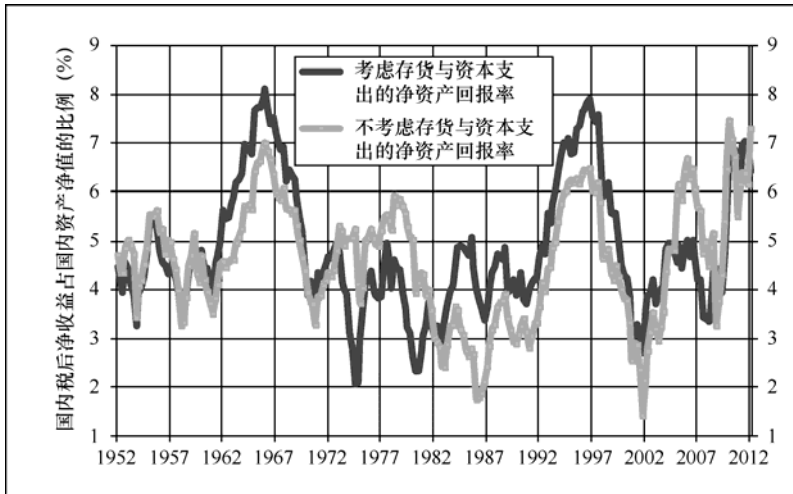


图 3-2 美国非金融企业的税后净资产收益率

资料来源：美国资金流动账户和美国国民账户（Z1 Tables B.102 & L.102 & NIPA Table 1.14）。

英国的资本收益率虽然不如美国高，但如图 3-3 所示，没有迹象表明资本收益率受到英国处于经济疲弱状态的不利影响。实际上，相对于明显疲软的经济水平，资本收益率似乎相当高。

如图 3-3 所示，2012 年第一季度英国非金融企业资本收益率几乎等于自 1989 年一季度（数据序列起点）以来的平均值。

按照标准的经济模型计算，预计美国的高资本收益率（如图 3-2）将会引导企业增加投资，但如图 2-13 所示，这一预期与经济实际运行结果相矛盾，

① 有关英国 2012 年第一季度的盈利能力数据，仅能获得国家统计局界定的“资本收益率”，如图 3-3 所示。因此，图中所示的收益不能直接与图 3-2 中所示的美国收益数据相比较，按照绝对值计算，后者显著低于前者。但两个时间序列数据，随着时间的推移具有可比性，因此可以将其与各自的均值相比较。美国 40%和 67%的回报差异源自国民经济核算中采用了两种不同的计算方法。存货（IV）和资本支出（CC）调整数的作用是考虑通胀对存货价值和折旧的影响。

投资不但没有增加反而减少。即便是英国的平均收益率(图3-3)也无法解释其超低投资水平的原因(图2-13)。

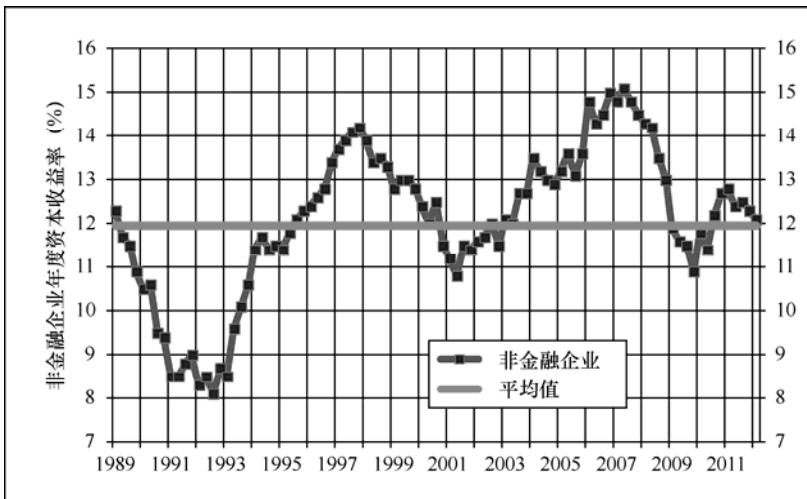


图3-3 英国非金融企业净资产回报率

资料来源：英国国家统计局(ONS via Ecwin)。

尽管英语国家资本收益率较高，但如果人们认为其他地方的潜在收益率可能更有吸引力，那么这些国家投资可能会始终处于低迷状态。因为我们既无法计量上述期望，也无法取得适当的数据，用以比较不同国家的投资回报率，因此无法直接检验上述假设是否成立。通常，人们阅读财经媒体有关不同国家权益回报率的文章，但这些文章是依据公司披露的财务数据撰写的，不应用于比较不同国家、甚至是同一国家不同时期的收益情况。如果采用公司披露的数据，就只能比较其账面价值，因为不同国家过去的通货膨胀水平不同，因此，资产的重置成本与账面成本之间必然存在差异。在日本这样的国家，由于多年以来一直处于温和通胀，按账面价值可能会高估资产的重置成本，而英国和美国则正好相反。即使按照相同的会计准则计算利润，并且全部三个国家的资产回报率的确相同，日本按照账面价值计算的回报率也低于英国或美国。另外，

我们在下文里会详细论述，不同国家的会计核算方法大不相同。为了剖析国外投资收益率是否高于美国以及美国公司是否会因此而转移投资，我们有必要看看公司披露数据之外的其他数据。

如图 3-4 所示，战后美国公司对国外子公司按不变价格计量净资产的方式已经发生改变。图中数据表明，近些年海外投资远未形成增长的趋势，相反一直在下降，其中 2007—2012 的 5 年间低于战后水平。因为我们仅能获取国外子公司的净资产数据，所以，如果这些子公司的杠杆率持续增加，那么，总投资也应该是增长的。事实表明，这是不可能的。^① 通常，人们认为美国公司国外子公司的杠杆率一直在下降，因为税收劣势鼓励公司将资金存放于国外，而不是汇回美国。^② 如果上述事实证据无误，美国公司的海外投资增长速度会更

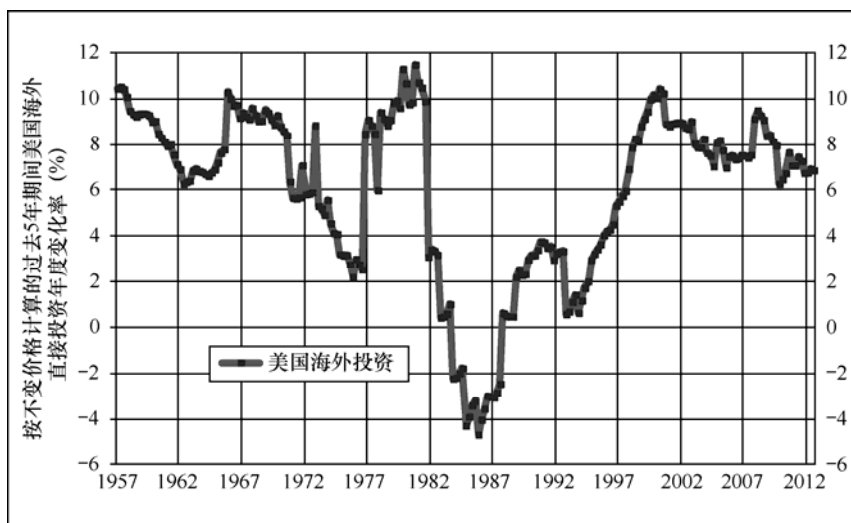


图 3-4 美国海外非金融类直接投资

^① BEA 也发布美国海外直接投资价值数据。其中包括金融类公司的投资，似乎为短期数据，但显现出同样的趋势，按不变价格计，截止到 2011 年的五年中，美国直接投资价值年度增加 7%，2010 年增加 5%。

^② 图 3-4 和图 3-5 所示，石油危机后，美国海外投资实际价值的下降似乎反映了国有化以及其他形式的扣押，在那个时期，打击了石油巨头和其他一些人。

资料来源：英国劳工统计局和美联储（BLS & Federal Reserve Z1 Table L. 102）。

加缓慢，甚至低于图 3-4 中所示的趋势。因此，没有证据表明美国企业令人失望的投资水平可以归咎于企业偏好国外投资而不是国内投资造成的。

认为海外市场的诱惑力并没有吸引资金逃离美国的另一个原因是，大量的海外投资均发生在发达国家，这些国家以往的经济增长以及未来的增长期望都不会高于美国。表 3-1 数据显示，即便是在 2009 年，即我们所讨论时间窗口的期末，对快速发展中国家的投资依旧屈指可数，尽管这里一直是人们心目中理想的投资目的地。按收入计量，美国海外直接投资的 2/3 发生在发达国家，仅有 11%在日本之外的亚洲国家。

表 3-1 美国直接海外投资收入

	10 亿美元	占总量的百分比 (%)
合计	900.47	100.00
发达国家	592.75	65.83
除日本之外的亚洲国家	97.90	10.87
拉丁美洲	167.52	18.60
其他国家	42.31	4.70

资料来源：美国经济分析局最新数据，2009。

因此，无论是对英国和美国经济增长的悲观预期，还是对竞争机会的乐观预期，都无法解释两个国家在经济衰退之前令人失望的企业投资水平。由此看来，管理层薪酬支付方式的改变是最好的解释，尽管经济复苏疲弱可能抑制了公司的投资支出，但管理层行为的变化确实阻碍了投资的增长，因此，它的结构性影响增加了负面的周期效应。

我曾经指出，管理者薪酬的变化解释了企业投资水平低和利润率高的原因。关于当前的高利润率水平，还有人提出了其他解释，尤其是那些在金融服务部门工作的人士，他们更热衷于相信高收益的持续性，因为他们发现，行情上涨比下跌更有利于他们的营销。通常，利润增加比下降更能促进企业蓬勃发展。

这一观点似乎合情合理。如图 3-5 所示，纽约证券交易所成交额的强劲增长因 2000 年的利润下滑而被逆转了一段时间，2008 年利润出现下滑之后，成交额再次大幅减少。因此，投资银行家希望最近的利润率增长能够永远持续下去，而不是昙花一现，他们还希望工人的谈判能力永久性降低。而通过解释消除当前高利润水平对未来利润威胁的尝试，包括工会声称利润率之所以上升是“由于工会会员人数减少，攻击性减弱，导致工人谈判能力下降”所致。这与他们的希望不谋而合。

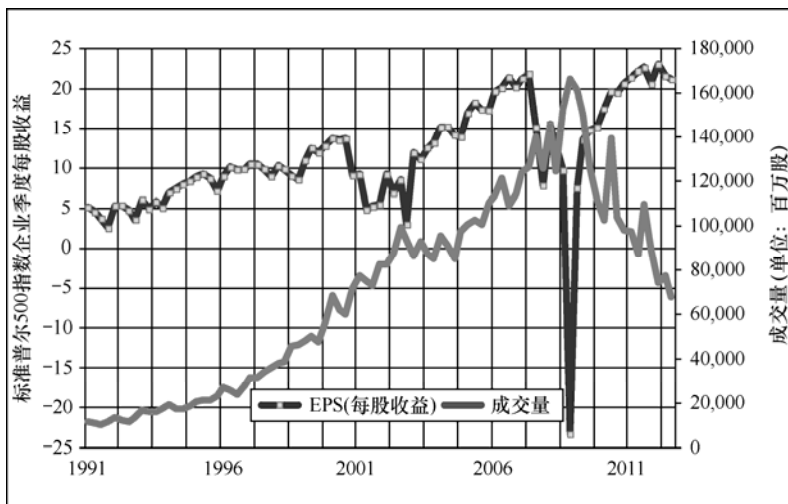


图 3-5 美国纽约证券交易所成交量& S&P 500 指数企业每股收益

资料来源：纽交所和美国标普（NYSE & Standard & Poor's via Ecwin）。

我们有理由认为工会想推动失业，并因此减少劳动供给，增加雇佣成本。但非常幸运的是，工会导致失业人口增加的能力十分有限。随着失业人口数量的增加，他们会降低某些行业的工资水平，因为这些行业中工会无法阻止雇主以较低成本雇佣工人。这会降低人均劳动力雇佣成本，增加那些不受工会限制影响行业的就业机会。工会提高劳动成本的能力也因此随着他们的控制所覆盖经济领域的程度而增加或减弱。

如图 3-6 所示，自二战结束之后，工会成员的比例和他们的战斗性（以罢

工行动衡量)均稳步下降。如果将其与利润率(如图3-7所示)相比较,我们会发现二者无论如何都没有明显的联系。战后到1980年,利润率有下降的趋势,而工会成员数量及其战斗性稳步下降。1980年之后,工会成员数量及其战斗性继续下降,但利润率上升。

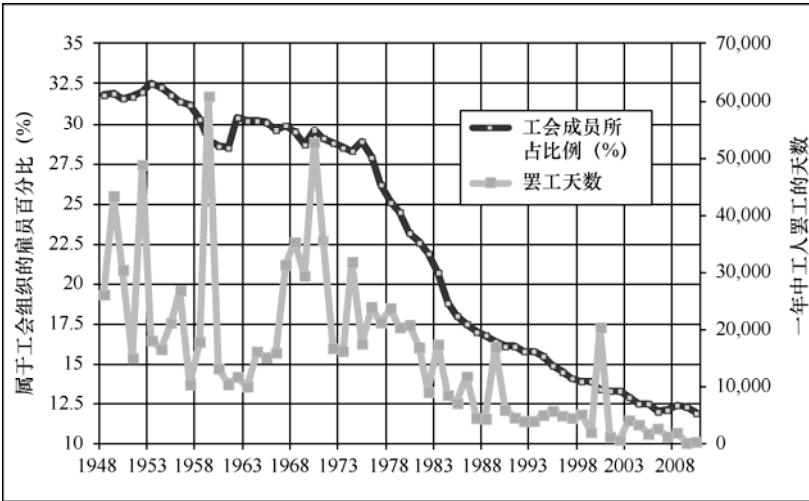


图 3-6 美国工会及其罢工行动

资料来源：美国劳动部 (Department of Labor)。

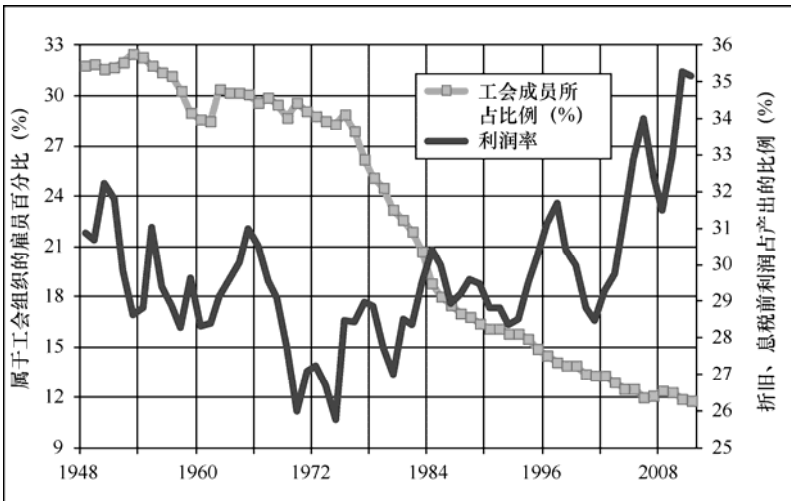


图 3-7 美国的企业利润率与工会成员

资料来源：美国劳工统计局和美国国民账户（BLS & NIPA Table 1.1.4）。

因此，数据支持下述观点：毫无疑问，自二战以来，工会成员数量或劳动力的战斗性以及谈判能力一直呈下降趋势，至少上述因素随时间变化的趋势对企业的利润空间无任何影响。

关于美国和英国企业利润率提高的原因，还有一个解释不时被人们提出，即全球化导致利润率上升，更准确地讲，是从中国加入世界经济大家庭时开始。如果相对于劳动而言资本更为稀缺，则利润率（即利润占总产出的比重）就会高于正常水平。图 2-20 显示了日本在二战后的情形，尽管其后利润率随着经济周期的波动而波动，但战争结束时利润率处于非常高的水平，并在接下来的 30 年中稳步下降，现在低于美国利润率水平。20 世纪 70 年代后期，拥有庞大劳动力资源的中国开始实施改革开放政策，相对于当时的生活水平而言，中国劳动力接受过良好的教育。因此，中国当时的情形与日本在 20 世纪 50 年代的情形相类似，即相对于劳动而言，资本更为稀缺，因此中国的利润率模式与日本当时的模式相似。因此，当中国刚刚实施改革开放时，其利润率可能处于很高的水平，这种高水平的投资回报吸引更多的投资涌入中国，不出所料，利润率开始下降。^①

这不仅是能预期到的模式，而且是经过时间检验的模式，至少强有力的经验证据表明，这可能正是近些年来中国股票市场投资者收益率低的主要原因。^②如果劳动与资本能够自由流动，则可以预见中国市场日趋降低的收益率可能对世界经济产生类似的影响。即使没有上述附带条件，假定利润率受到中国市场因素的影响，那么利润率在中国实施改革开放初期上升，而后，随中国

① 开放经济中，斯托尔珀—萨缪尔森定理是大家普遍接受的标准模式。即使世界经济远未实现劳动力的自由流动，似乎中国的发展可能对利润率产生一定程度的影响。

② 根据爱德华·钱塞勒（Edward Chancellor）的观点，自 20 世纪 90 年代初以来，中国股票的投资者实际回报率降低了 2.5%。金融时报基金管理增刊（Financial Times' Fund Management Supplement）（2013 年 3 月 4 日）。

利润率的降低而趋于下降。

但近年来,英国(图 2-18)和美国(图 2-17)的利润率趋于上涨而非下降。因此,经济全球化或者更确切地说,中国改革开放对英国和美国的利润率水平产生重大影响的假设是不合理的。而且,经济全球化对英国和美国利润率的影响不可能与对法国和日本利润率的影响不同。

还有人将利润率增长归结于技术原因,经合组织即是这一观点的支持者。该组织认为,“信息与通信技术的传播,为创新、新生产资料和新生产工艺的产生创造了前所未有的发展机会,从而推动生产率的提高,不仅如此,对某些类型的工作而言,还促进了机器替代工人的工作,尤其是那些从事常规性任务的工作。”该报告开篇即宣称“在过去的 30 年中,几乎所有的经合组织成员国国民收入中工资、薪水和福利(劳动力收入)所占份额都在下降”。报告随后指出这种方法遇到计量方面问题的困惑。^①我们可以采用比报告中更少的技术术语解释上述问题,即:国民收入与生产核算账户中,国民收入所占份额减少可能是公共部门或个体经营者的相对重要程度发生变化所致,而非利润率的变化。为了应对财政赤字的减少,公共部门的产出水平已经发生显著变化,并且失业人数增加导致个体经营者数量增加。上述说明意味着劳动力收入占 GDP 比重的变化并不能为企业部门收入中劳动力收入所占份额提供有用的信息。

因此,查阅劳动力收入占 GDP 的比重并非调查利润率变化原因的合理方法。经合组织自己注意到的计量问题,意味着应该依据劳动力收入占企业部门产出的比重、而不是 GDP 的比重,得出有关利润率增长原因的结论。尽管经合组织接受上述观点,并且审视诸多国家不同产业的发展趋势,但它似乎尚未

^① “企业部门之外的许多行业,附加值的计量是有问题的。比如,国民经济核算中的公共管理附加值经常被公共部门异常夸大,如同雇员薪酬水平一样,不同行业之间个体经营者所占份额差异很大,因此,按照整个经济中平均薪酬归因于水平和趋势上均可能产生误导。”劳动输给了资本:如何解释劳动所占份额下降? (*Labour Losing to Capital: What Explains the Declining Labour Share?*) OECD 就业报告(2012)第三章 3.2 节。

考虑我前面提及的五国集团中四个国家的非金融企业的数。如果经合组织考虑上述数据，就会注意到法国与日本的情况显著区别于英国和美国。前面已经指出，相对于产出缺口，法国和日本的利润率一直呈下降趋势，如图 2-19 与图 2-20 所示，而英国（图 2-18）和美国（图 2-17）则呈上升趋势。

要想有充分的理由解释不同国家利润率变化的差别，必须针对每个国家找出具体的原因。只有当五国集团所有国家变化趋势相同时，世界范围内普遍存在的技术变化或全球化才能合理解释利润率变化的原因，但情况并非如此。但此异议并不适用于管理层薪酬支付方式变化带来的影响，因为各国情况不尽相同，实际上仅有英国和美国存在这种奖金文化问题。

美国经济学家保罗·克鲁格曼（Paul Krugman）在发表于《纽约时报》的一篇文章中指出，里根执政期间，反托拉斯力量几近被摧毁，而且从未真正恢复。^①他在文中援引了新美国基金会（New America Foundation,）巴里·林恩（Barry Lynn）和菲利普·朗曼（Phillip Longman）的观点，他认为，两者认为企业合并可能是造成劳动力需求停滞不前的主要影响因素的论点是有说服力的，因为企业合并导致公司对价格的垄断能力日益增长，但雇员并没有分享到公司因价格提高而获得的收益。^②有证据表明，劳动力需求并未停滞不前。实际情况正好相反，增加产出时，企业界更倾向于雇用更多的劳动力，而不是投入更多的资本。尽管垄断能力的提高能够解释企业的高利润水平，却无法解释令人失望的企业界投资水平。

在关于英国和美国利润率水平提高的理由中，除了公司因管理层获得报酬方式的改变而引起公司行为的变化之外，我认为企业垄断能力的提高是最好的理由。公司在短期内拥有极大的垄断能力，除非企业拥有大量的过剩产能，

^① *Technology or Monopoly Power?* by Paul Krugman, New York Times, (9th December, 2012).

^② *Who Broke America's Jobs Machine?* by Barry Lynn and Phillip Longman, Washington Monthly, (March/April 2010).

否则商品与服务的购买者无法在短期内将其大量购买力从一家供应商转移到另一家。因此，管理层总会在确定他们所掌握的价格时作出判断。长期看，如果利润率保持增长，则管理层将承担不断失去市场份额的风险。如果他们允许利润空间缩小，则面临着短期内利润水平降低的风险。进行投资决策时，管理层同样需要做出类似判断。长期看，如果不进行投资，则相对于他们的竞争者而言，承担着更高的生产成本增加的风险。投资决策涉及短期利润减少的可能性，这是因为融资成本和折旧费用增加而致。还有一个原因，即，花费在投资上的支出无法用于回购股票，因投资降低了提升每股收益的范围空间，导致管理层的机会成本增加。奖金制度鼓励管理层接受更高的长期风险，而在可能的情况下回避短期风险。与管理层报酬支付方式改革之前相比，这实际上鼓励了管理层短期内更激进地积累垄断力量。

因此，近几年来奖金制度以及垄断能力的提升产生了类似的效应。两种情况下，利润率均会高于其原本应有的水平。在垄断能力提升的情况下，管理层同样没有动力增加投资。因为利润率不会因投资增加而成比例地增加，因为投资会提高现有的资本存量，却未必能增加额外的产能。奖励制度实际上产生了阻碍投资的效应。因此，导致投资低迷的原因还有管理层薪酬的变化而不仅仅是垄断能力的变化。

另外，如下原因更能说明奖金文化的影响导致利润率在投资低迷时为何如此之高。

- 垄断能力提升的证据同样适用于英国和美国，因而需要说明两个国家企业行为的变化。据我所知，英国企业没有上述行为的变化，仅有美国企业发生了上述的行为变化。即使是美国，表明竞争程度低的证据也只是相对于经济疲软，利润率出奇得高。因此，证据就是间接的，在奖金文化的影响下，我们更需要增加一些解释的证据，而不是仅仅注意到那些证据与现象无关事物的存在。因此，公认的吝啬原理，又

被称为奥卡姆(14世纪的哲学家与神学家)的剃刀原理,应该会引导我们选择奖金文化作为解释这一问题的首选答案。[⊖]

- 奖金文化鼓励管理层披露高度不稳定的利润。这与垄断力量增强引致的激励没有相似之处。相对于国民经济核算中的利润(图 2-12),上市公司披露利润的波动性急剧上升,因此,从逻辑上讲,我们也应该优先选择奖金文化解释上述现象。

这并不一定意味着竞争削弱,也不必然意味奖金文化的变化会导致利润率提高。导致变化的原因可能是多重的,除了奖金文化的变化之外,政策制定者应该更加重视降低垄断利润和加强竞争,这样才是明智之举。

[⊖] 在此情况下,特别适用于“奥卡姆剃刀”原理,即伯兰特·罗素所说的“避重趋轻”“如无必要,勿增实体。” *A History of Western Philosophy*, George Allen & Unwin Ltd, (1946)。