

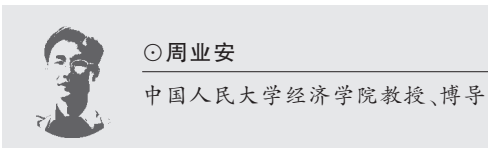
Column

■困学记

非同寻常思路:监管投资者

——金融发展新思考之八

投资者事后都是很聪明的,但事前又都是缺乏理性的。正因为如此,一些学者认识到,过去以投资者理性为基础建立的监管体系可能是错误的。所以有人提出了一个全新的监管视角:监管投资者而不是发行者!这个思路的用意很简单,就是分类监管投资者,而这种监管通过产品设计和限制市场进入来实现。从投资者的角度看,这个建议令人非常不快,因为谁也不愿承认自己存在理性缺陷。但这个观点,的确能够给现有的监管改革提供一个不同寻常的思路,基于此进行产品设计和制度设计,或许可能更有效地保障投资者权益。



◎周业安

中国人民大学经济学院教授、博导

证券市场过去的监管体系都是出于保护投资者的目的而设立的。这样一种立法理念假设投资者总是处于弱势地位,同时,隐藏着另一个假设,即如果投资者能够获得公平的信息,实施公平的交易,那就能够做出对自身最有利的投资决策。用经济学的术语说,投资者是理性的经济人,证券监管可以保障其自由公平地追求自身的利益,结果就会促进市场的良性发展。这样说来,监管无非就是运用政府这只看得见的手来弥补市场这只看不见的手的不足而已。

如此看来,监管和市场机制似乎配合得天衣无缝。可惜再好的监管也无法完全有效地保护投资者。安然事件迄今仍历历在目,全球最好的监管体系下居然隐藏着弥天大谎,不仅让美国投资者伤心,让美国证券监管机构汗颜,而且更让追随美国证券监管精神的其他市场也手足无措。样板轰然倒塌,留给人们永远的痛。投资者真的无法得到有效保护吗?经济学家其实早就意识到,政府对市场的帮助是非常有限的:一方面,政府对市场的认识未必比其他机构和投资者高明,因为监管机构也是由各种专业人士组成,而这些人市场上其他机构成员及投资者没什么本质区别;另一方面,政府未必公正高效,常常被各种利益集团俘获,或者推卸责任,不作为,或者自以为是,或者官僚作风等等。只要出现其中一种,政府就会失灵,这种情况下怎么可能完全保障投资者权益呢?

话又说回来,假设政府尽职尽责,是否就一定能够保障投资者权益?答案仍然是否定的。理由在于,政府工作人员存在有限理性,有知识和信息的局限,不可能完全识别和及时发现市场上各种不良行为,也就谈不上对症下药,及时准确地治愈市场疾病。我们看到监管部门整天忙忙碌碌,却经常一无所获,市场还是那

个市场,每天唱着神话,流行着欺骗,监管部门充其量只能减少和弱化市场的不良行为,但不可能根治。

假定政府没有我们想象中的强大和有力,按照一些极端自由主义者的观点,就可以不要监管。因为斯密的看不见的手最终会形成一个有序的市场。真的这样吗?如果投资者是一个理性经济人,的确不需要政府监管。因为每一个投资者都能够准确判断投资的风险和收益,都能识别公司的好坏,都能够及时调整自己的决策,投资者最终都会选择投资最有价值的公司,差的公司和骗人的公司将自动退出市场。俗话说,骗得了一时,骗不了一世,经过一段时间的试错,市场秩序最终呈现在人们眼前。

事实上,投资者只具有有限理性,甚至很多时候是非理性的。哈耶克说,人们的知识存在局限,而价格能够最大限度包含人们所需要的信息,这样人们只需依赖价格机制就能够正确决策。然而,很多时候价格包含的信息太多太复杂,人们还是读不懂。这一点在金融市场上表现得尤为明显。水果容易定价,衣服容易定价,可公司的股票难以定价。因为股价除了反映公司历史信息外,还要反映公司未来的信息和人们对未来的预期,而这个未来信息会受到各种各样的因素以及不确定性的影响。事实上,投资者面临金融市场的复杂情形,是无法做出极端自由主义者所期望的那种理性决策的!那么市场秩序还能自发实现和维持吗?答案不言自明。

承认自己的无知,需要极大的勇气。科学家和人文社科学家也是如此。长期以来,人们都希望自己是一个理性的经济人,但以此为基础设计的一系列制度规范并不尽如人意。心理学家卡尼曼等人反其道而行之,运用科学的方法来研究人们的实际决策行为,结果发现,原来自己并不聪明。作为一个普通

人,在决策的时候会经常表现出以下一些代表性的特点:第一,依赖过去的和他人的经验,比如买股票时经常不去作一个精确计算,而是凭借感觉买,或者看看别人都买什么,然后跟着买,正因为人的这种弱点,才导致小道消息满天飞,成为人们买股票的重要依据;第二,依赖某个框框,比如股市上流行的所谓“概念”就是一个典型的例子,概念本身并不能创造价值,但人们总是喜欢按照某个概念来推测股价的走势;第三,过度信心,比如买顺手时以为买啥都挣钱,结果最终把本都赔了;第四,过度悲观,看着大盘下挫,就吓得赶紧割肉,结果本钱越割越少;第五,情绪发作,买股票往往影响情绪,后者反过来又影响下一次股票买卖决策;第六,后悔不断,如同猴子掰苞米,掰一穗丢一穗,结果总在后悔,如此等等。

事情往往就是这样,现事后去看的时候,才发现某个股票的收益率非常高,可自己只赚取了中间的某一段收益。为什么?因为事先根本无法预料全部收益有多少,也根本无法具备足够的耐心来赚取这些收益。投资者事后都是很聪明的,但事前又都是缺乏理性的。正因为如此,一些学者认识到,过去以投资者理性为基础建立的监管体系可能是错误的。美国加州大学伯克利分校的教授史蒂芬·蔡提出了一个全新的监管视角:监管投资者而不是发行者!这个思路的核心在于,不同类型的投资者理性程度不同,机构投资者理性程度较高,而散户理性程度较低;对于散户来说,过去监管发行者的模式根本无法保护其权益,所以蔡教授建议限制散户对单只股票的投资,转而鼓励散户对消极指数基金的投资。

蔡教授的用意很简单,就是分类监管投资者,而这种监管通过产品设计和市场进入限制来实现。从投资者的角度看,这个建议令人非常不快,因为谁也不愿承认自己存在理性缺陷。但这个监管投资者的观点,的确能够给现有的监管改革提供一个不同寻常的思路,基于此进行产品设计和制度设计,或许可能更有效地保障投资者权益。

她的思考和求索不会远去

——悼亚平

◎贾康

徐雍萍同志曾在财政部科研所工作多年,当时她用的是徐亚平的名字,大家都叫她亚平。她是位工作非常勤奋努力、待人十分热情诚恳的研究骨干。后来她去中国社科院攻读博士学位,又进入中国证监会工作。不久前,当我听到她因患癌症英年早逝的不幸消息时,虽此前思想上隐约已有所准备,但仍感实在难以接受这个事实,不胜哀悼之至!

回想当年我刚到财政部科研所时,作为李海老师的硕士研究生,做些辅助性的工作,在办公室接触到的第一位就是亚平同志。研究生学习结束后,我留所工作,又曾与她共事若干年,一起调研、写作、参加和组织学术活动。记忆犹新,而斯人已逝,真使人深感生命的脆弱。

亚平是一位在工作中有“拼命三郎”精神的女同志,她过去曾在东北一家煤矿的“铁姑娘队”亲身经历过摸爬滚打(因我上大学前在北京门头沟矿务局工作过五年,故这方面颇有“共同语言”),大学毕业进入财政部工作,仍是干劲十足,家中女儿尚小,便托老人照看,或人托幼儿园,自己加班加点,无怨无悔。1986年,我们和其他同志一道,成功地处长春举办了第一次全国中青年财政理论讨论会,其后她曾写过一篇激情洋溢的题为“思考、撞击、责任感”的文章,发表在《吉林财政研究》上,文中充分体现了承担社会责任的心胸和奋斗的情怀。

与使命感和奋斗精神相联系,亚平也是一位极为注重钻研业务和做事

追求完美的人。80年代后期,她在研究领域中很快崭露头角,相继有文章刊发在《人民日报》、《光明日报》、《世界经济导报》上,当时颇有影响;在担任了研究室副主任后,她又毅然下决心去中国社会科学院攻读博士学位,师从戴园晨老师。毕业后,亚平去了证监会,又很快进入角色,走上了研究信息部的领导岗位,对规范上市公司的信息披露以及新闻报道提出了不少颇有见地的观点。在异常繁忙的工作中,我们那时各忙各的,已很少有时间联系,只是碰巧在学术活动中见面时,才得以得知一些她的情况。记得1999年底,她说正为全国证券交易系统完全稳妥解决“千年虫问题”在天天熬夜。

亚平对财政部科研所是颇有感情的,曾力求以在身份硕博而不离开财研所,因当时种种原因未能如愿。……种种思绪,竟是在得知噩耗之后几天,才不断地、反复地在脑海中出现,挥之不去。

痛定思痛,不能不重提国人已议论多年的知识分子“英年早逝”问题。这是一个转轨时代大背景中的特别现象:有那么一批人,被“十年浩劫”耽误了最宝贵的青春年华,改革开放后无比珍惜事业的机遇,竟至长年超负荷、高强度地工作运转,又被交织在市场经济带来的种种压力和焦虑之中。对此,似乎只好说,每一代人有一代人的历史命运,但“历史”又是什么?改革开放后成长起来的青年人,恐已很难理解比他们只大二十多岁的这些人,他们的事业追求,他们的心路历程。我不禁想起鲁迅先生引陶潜诗:“亲戚或余悲,他人亦已歌,死去何所



道,托体同山阿”。几年前写过的几句“自由体”小诗,一时间又涌上心头:

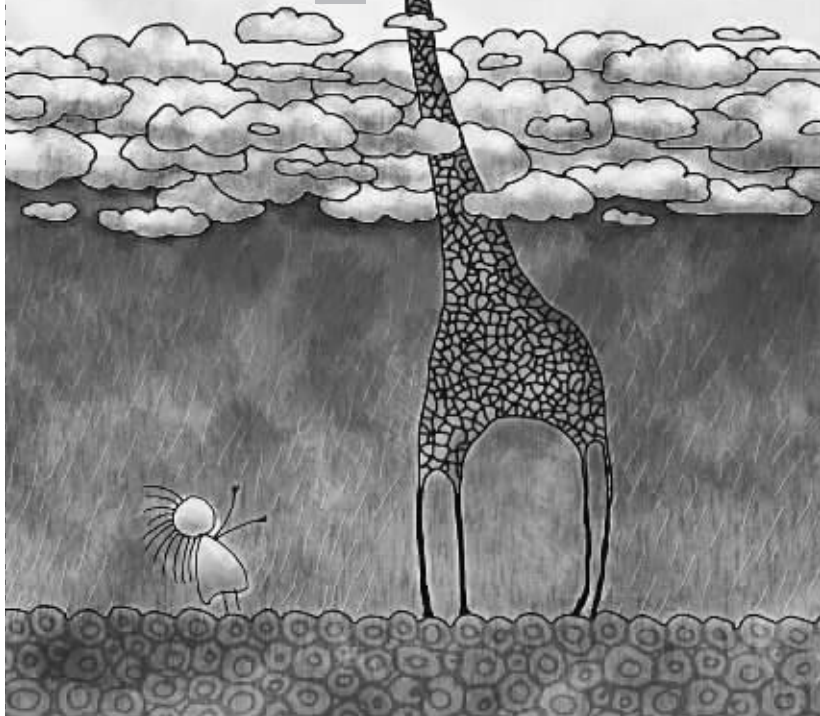
人生·历史
物质不灭
我们都将化烟化灰
星辰亘古
生命只是来去匆匆
顾不上总结
来不及叹息
活的是感觉
留的是延续
在有限的磨炼和消耗中
争取一点意义
如白驹过隙
轻风一缕

得知亚平身后事的安排,由她之愿,丧事极简,没有通知各方参加告别仪式。我谨以此短文,作心香一瓣,悼记财研科研界和证券界不应忘记的这位同志。

亚平志存高远,却天不假年,悲夫!但她追求卓越、不懈奋斗的一生,已足以使她有充分的理由,在天堂得到安息。

(作者为国家财政部财政科学研究所所长)

把环境的改善与人民升值联系起来观点确实很新巧,很有吸引力,但造成中国环境困境的关键事实是,中央总比地方更关心环境,如果无法让地方具备认真保护环境的积极性,结果可能更难以预料



蒋玉磊 制图

■一言难尽

安德森动议看上去很美



◎傅勇

经济学博士,财经专栏作者

今年“五一”期间,我从安徽蚌埠打车到淮南,途经凤台县,为了避开收费站,的哥说服我们走以前的老路。半小时之后,红色桑塔纳变身为一辆灰白小车。何也?原来,凤台县的煤、磷、石膏、紫砂土、耐火土、石灰石和白云岩等矿产资源丰富,是远近闻名的水泥大县,而副产品就是满天的粉尘。我注意到,一路上,从加重大客车到普通的东风、解放车,再到四轮车,甚至手扶拖拉机,全都满载矿石在坑洼不平的路上颠簸着,扬起一团团浮尘,路边大大小小的水泥窑场鳞次栉比。

与这个县的首次亲密接触就这样给我留下了难忘的印象。后来翻阅有关资料发现,凤台县原来还是皖北唯一的全省十强县,也是安徽省财政收入第一县。我知道,在中国,凤台县的发展路径具有典型意义——人们在努力创造出GDP增长奇迹的同时,也创造出令人震惊的污染速度。这样的例子俯拾皆是。过去的两周我在郑州小住,郑州市区有一条有名的东风渠,那是1958年郑州人用义务劳动的办法开挖的引黄灌溉渠。当地人告诉我,这条渠十年前还清澈见底,近年来却成了市区和近郊的主要泄洪排污河道了。最近虽然花了大力气清淤整治,两岸也成了高档小区的聚集地和城北主要的休闲娱乐区域,但“臭水渠”称呼仍可谓名副其实。

的确,中国面临的环境压力越来越沉重了。最近各地上半年的经济数据出来后,面对一片飘红的两位数增长率,有专家痛陈,实际上很多地方的GDP增长应为零,甚至为负,因为那些地方环境破坏严重,而这需要计算巨大的成本和损失。

说到中国日益恶化的环境问题,我最近注意到一种新颖而具有启发性的建议,加快人民币升值。在最新一期《远东经济评论》上,瑞银集团(UBS)亚太区首席经济学家乔纳森·安德森(Jonathan Anderson)撰文说,被低估的人民币汇率降低了人民币的购买力,阻碍了中国对资金和环境密集型的重工业品的购买。作为一个劳动力资源丰富,而资源、技术、资金短缺的发展中国家,中国大量出口纺织品玩具皮鞋等商品顺理成章,但在中国的大宗出口单子上还包括机电、IT甚至汽车这样本该进口的产品,正是这种出口全面开花的状况导致了顺差的居高不下。安德森认为,鉴于中国低附加值商品在国际市场上居于定价地位,人民币加快升值至少不会在短期降低出口,但却会让中国的资金和环境密集型重工业品丧失竞争力,从而增加进口。这些重工业包括化工、金属和机械制造等。

安德森找到了另一个要求人民币加快的理由。他的结论是,人民币更快更大幅度的升值会带来双赢或多赢的局面:中国能够缓解环境

能源压力,而世界主要经济体对中国的逆差将减少。这个观点的新巧之处在于,很少有人会把环境的改善与人民升值联系起来;其有说服力在于,在中国的进出口门类上,并不完全符合比较优势或者要素禀赋所设定的图景;而这个观点有吸引力的地方在于,日益严峻的环境形势值得我们去尝试任何合理的努力。

然而,我们不该指望政府会采纳这项建议。迄今为止,中央政府在控“六字方针”上没有改变的迹象。而且可以说,即便人民币汇率加速升值,环境也不是主要的考虑因素。这不是说政府不重视环境,而是因为,人民币升值对于改善环境的作用并没有想象的那么大。

造成中国环境困境的关键事实是,中央总比地方更关心环境,问题是如何才能让地方具备认真保护环境的积极性。地方政府纵容危害环境的过度开发或不合理开发是政绩需要,环境恶化通常有个过程,短期内可能不会及时显现,即便有所暴露,为了一时政绩也是值得的。所谓一俊遮百丑,在政绩考核时地方官员不会因此吃亏。另外,一个地方所造成的环境成本可以被其他地方分摊。比如,上游地区的排污会顺势转移到下游,对自己的影响并不大。

启动绿色GDP核算曾经被寄予厚望,然而,经过3年的折腾之后,权威部门日前已宣布绿色GDP项目被“无限期推迟”。的确,正如笔者曾在本专栏所提出的,自身问题多多的绿色GDP是难以承受政绩考核之重的。

几乎在绿色GDP核算宣布夭折的同一时间,出现了一个令人欣慰的政策动向。不久前,国务院下发意见明确了优化开发、重点开发、限制开发和禁止开发四类主体功能区的划分方式、功能定位、财政投资政策等相关内容,并确定今年形成初稿上报国务院审议,明年完成规划送审稿。划分主体功能区有望帮助环境治理迈上一个新台阶。功能区的划分依据是自然地理环境所具备的功能禀赋,这有利于消除临近地方相互推诿的“外部性”;更重要的是,划分主体功能区还意味着政绩考核方式的改变。对于那些限制开发和禁止开发的地方来说,不可能再按经济增长率来考核政绩了,相反会以“不作为”的程度作为考核标准。

尽管有不少人立即指出划分主体功能区存在这样那样的困难,但我相信这种方向的努力触动了环境困境的根子,比起通过人民币升值在价格机制起作用的建议要直接的多。倘要等人民币升值抬高来促使破坏环境的成本上升,从而让那些企业倒闭,天知道会多少地方的红军将变灰白,清渠将变成臭水沟。

■德鲁克在中国

“请问,贵公司的业务是什么?”



◎黄建东

北京光华管理研修中心

说起登康,知道的人也许不多。但提起“冷酸灵”,耳闻目睹者何止千万。当年,这句脍炙人口的广告词,曾打动了无数国人的心,养护了无数国人的牙,也让国人第一次领略了“冷酸灵”的风采。“冷酸灵”可以说是重点产品在全国辐射范围最广的品牌之一。

自1992年高露洁率先进入中国内地市场起,我国口腔清洁用品市场就有3类市场上百个品牌在激烈厮杀:一类是以高露洁、宝洁、联合利华三大世界顶尖高手为代表的外资品牌;一类是“冷酸灵”、“两面针”、“黑妹”等民族品牌;另一类则是其他日化企业的延伸产品,比如“拉芳”、“纳爱斯”、“云南白药”等。在洋品牌的强势挤压下,许多民族品牌选择了转身,而“冷酸灵”却矢志不移,只是把单一的牙膏,扩张到牙刷、漱口水、洁白产品等,“咬定口腔不放松,此根扎在口中。”靠着专业化的精耕细作,“冷酸灵”一直保持稳健增长态势,并成为每年销售2亿支牙膏、市场占有率达7%的行业巨擘。去年,“冷酸灵”抗过敏牙膏累计总销量近36亿支,荣登中国抗过敏类牙膏的销售榜首。

但是,牙膏这个市场毕竟太小了。如何在外资品牌和处于第二方阵、第三方阵的国产品牌的激烈竞争中生存和发展的问题,严肃地摆在了登康公司的管理层面前。登康公司的前身是重庆牙膏厂,2001年,完成了股份制改造,改名为“登康口腔护理用品公司”。名称上的变化反映了行业的变化,更是一个企业在思考了“我们的业务是什么?”这样一个关系到企业生死存亡的大问题之后所做出的慎重选择。

随着人们对口腔卫生重要性的认识不断提高和口腔科学技术的进一步创新,各种新的口腔清洁护理用品接连出现,如牙刷、牙线、漱口水、口腔清新剂、假牙清洁剂等。牙膏行业实际上已经成为一个以牙膏为主,其他相关产品为辅,多品种口腔清洁护理用品并举的行业,“牙膏”与“口腔护理用品”显然具有不同的内涵。自2001年起,登康公司始终坚持以口腔护理专业化为中心,产品从原来的牙膏扩展到包括“冷酸灵”系列牙膏、保健牙刷、“登康”牙齿速白套装;“登康”三面牙刷、漱口水等在内的口腔护理系列产品,形成了品牌化、规模化、产品多样化的发展态势。

在不少企业家看来,“我们的业务是什么?”这个问题,似乎太简单了,简单到根本不用考虑的程度。有家为可口可乐公司生产玻璃瓶的工厂曾经因为与这个国际名牌的合作而很是得意。但是,当可口可乐开始用玻璃瓶以外的包装(比如塑料瓶、铝质易拉罐等)时,这个专门生产玻璃瓶的厂子不得不考虑自己的玻璃瓶究竟是用来做什么的了。要不是老板及时调整,也许这个厂就倒闭了。

一个企业需要有一个明确无误的使命。一个企业并不是由公司名称、章程或成立公司的宣言来定义,而是由购买产品或服务以满足欲望的顾客来下定义。因此,问“我们的业务是什么”,答案只能从企业外部寻找。从“重庆牙膏厂”到“登康口腔护理用品公司”只是名称上的改变,而更为重要的是,公司在研究顾客需求以及整个行业上下的功夫。

“我们的业务是什么?”一直是个难以答复的问题。

联想的业务是什么?联想曾经试图通过对互联网、服务等业务的大力发展来使自己成为“像IBM一样的服务提供商”,“像思科一样的网络设备提供商”,“像美国在线一样的网络运营服务商”,“像雅虎一样的网络内容提供商”。那时,联想的业务既是电脑,又是服务提供,又是设备提供,又要当网络运营服务,……不能清晰定义自己的“业务是什么?”的结果是:在所有这些新领域它都未能有大的作为,而在原有的业务领域内,则节节败退。2001年联想在中国PC市场的份额高达30%以上,而戴尔市场份额尚不足5%;但到了2004年初时,联想的市场份额已经下跌到25.1%左右,而戴尔则节节攀高,达到7.2%。

经历了痛苦的联想重新定义了自己的业务并下决心要在PC业重新发力。2004年,联想迅速缩减了旗下非主营业务;收购FM365网站的AOL合资股份,进而停止该网站业务;将IT服务业务部分卖给信立,置换成亚信股份,决心专注于在PC领域里的拓展,据此,便有了收购IBM PC业务之举。

一个需要清晰定义使命和战略的公司,需要认真思考“我们的业务是什么?”这个企业战略的根本问题。