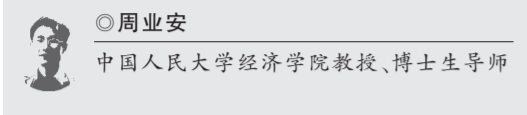


■ 困学集

小心公司股权投资
织起巨大关系网

——闲话金融危机(三)



◎ 周业安

中国人民大学经济学院教授、博士生导师

在一个由股权关系织起的企业网络中,公司就像处于一个大家族里,有事互相帮忙,有坏事相互掩盖;相互之间做生意,却又不能像纯粹市场交易那样显示信息;内幕交易和股价操纵自然随之而来,以满足一些高管的私人动机以及粉饰公司业绩的需要。早些年东亚金融危机就有来自公司治理层面的因素。

股改之后,A股上市公司股权投资的现象越来越多,其中有单向持有的,也有相互持有的;有直接持有的,也有间接持有的。不管怎样,通过股权投资,许多上市公司结成了伙伴,甚至成了亲戚。可惜办企业不比一些具体的生活琐事,面对未来发展的诸多不确定性,攀亲结朋未必管用。不过,股权投资却能够带来面子上的收益,在股市热得发烫的今天,股权溢价对公司来说实在是一笔不少的收益,特别是对一些小日子难熬的企业,一项股权投资简直如同救命稻草。

当然,也不能把所有股权投资都归类为粉饰公司业绩的行为。从现有的公司股权投资行为看,大体上可分为三类:一类是出于布局的需要,通过股权投资实现纵向或者横向一体化,从而做成一个具有较大垄断势力的集团;二是出于缔结战略关系的需要,通过股权投资相互之间成为战略伙伴,不仅能够稳定股权,应对外来的敌意接管者,而且还能够实现信息和业绩共享;三是出于粉饰业绩的需要,如同前面所说的,自身产业盈利能力不足,通过股权投资获得可观的投资收益,这样可以避免账面的难堪。

第三种股权投资行为的副作用是不言而喻的。本来公司的盈利是可以体现其经营状况的,但是通过股权投资获得投资收益,就会掩盖其可能出现的营业亏损。普通投资者可能不会去关注公司的盈利来源,而仅仅从公司的表面粗略地判断投资价值,从而出现决策失误。在市场上混杂着各种各样的信息,通常好的信息比较顺耳,容易为投资者所接受。比如A股市场中报呈现出的是盈利企业多,盈利增长快的繁荣景象,尽管一些分析师一再提醒投资者,要关注对这种现象做两类区分:主营业务利润真正快速增长的与仅仅是投资收益增长的,但投资者似乎并不在意这种区分,依然乐此不疲地追逐那些可能缺乏成长性公司的股票。结果市场就会出现自欺欺人的画面,一些公司通过股权投资获得可观收益,投资者以为公司具有较好的成长前景,于是高估这些公司股价,这又反过来增加公司的股权溢价,进一步强化投资者的有偏认知。如果这一正反馈持续出现,那么股市就会出现严重的泡沫。投资收益而非主营业务盈利的增长,最后推动了泡沫的产生和放大,这一点在证券市场发展史上是有很多教训的。

随着机构力量的逐渐增强,第三种股权投资行为会逐渐得到遏制,因为机构能够识别投资收益的增长和主营业务利润的增长,从而较少犯认知上的错误。我所担心的是前面两类。前面两类看起来是合理的,并且有助于基本面的价值创造。从第一种看,一些行业龙头公司通过股权投资,逐步控制其他的非龙头公司,从而在行业内提高自身的垄断地位,获得更大的垄断收益,同时通过整合资源,改进资源配置效率。这些行业整合可以在同行业中完成,也可以在上下游企业之间完成,也可以在相关行业之间完成。无论如何,通过股权投资,似乎达到了资源优化配置的目的。从第二种股权投资看,在股改以后也显得非常重要。由于A股市场上很多公司规模较小,当股权都可以流通的情况下,一些具有较大发展潜力的公司就很容易成为并购者的猎取对象。如果没有一些战略股东作为稳定力量,那么频繁的并购行动会导致管理层以及公司战略极不稳定的,不仅容易导致人力资本的贬值,而且还会给公司的发展造成不必要的波动,影响公司的成长。经验研究表明,频繁的并购并不一定有利于公司的成长。

不过,即便第一种和第二种股权投资看起来有百般好处,但还是隐藏着一些风险,这些风险一旦被释放,就可能成为破坏市场的巨大力量。大家应该记得日本的金融危机,学者们对这次危机的各种诱发因素有很多解释,我个人认为,日本企业长期坚持的相互持股制度也是一个不可忽视的重要因素。10年前,国内一度非常流行研究日本企业的相互持股制度,并且把这种制度当作榜样,恨不得把所有的企业推行。但当时的学者们忽视了日本金融危机的微观基础。直到近年来国外的一些学者才真正认识到,日本通过股权关系形成的特定财团模式的确可以在相互合作和公司稳定性上起到重要作用,但同时也播下了一些不利于公司未来成长的种子,这些种子就是预算约束软化、相互粉饰以及信息操纵等。

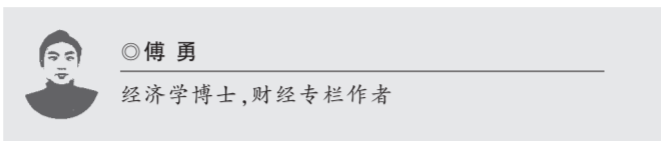
在一个由股权关系织起的企业网络中,公司就像处于一个大家族里,有事互相帮忙,其中就包含了有坏事相互掩盖;集团内部特有的转移定价出现了,相互之间做生意,但却不能像纯粹市场交易那样显示信息;人事网络也会慢慢成型,市场化的激励被逐渐弱化;内幕交易和股价操纵自然随之而来,以满足一些高管的私人动机以及粉饰公司业绩的需要,如此等等。看似不可能的事情,因为股权关系的复杂化,都将变成可能。股权关系是公司治理的一个部分,一些学者早就警告说,早些年东亚金融危机同样有来自公司治理层面的因素。

A股市场的公司股权投资会不会演变成一张股权关系网呢?但愿我是杞人忧天。

■ 一言难尽

听格老自揭次级债根源

——危机中的货币政策笔谈之二



◎ 傅勇

经济学博士,财经专栏作者

长期以来,经济学家执著于发展各种理论来解释经济波动。在这些理论中,我以为有两种最为有趣:太阳黑子论将周期归为人类不可抗拒因素,而政治经济周期理论将经济波动视为政治需要的结果。

恰好130年前,以效用理论闻名于世的英国大经济学家威廉·斯坦利·杰文斯发表了他对经济周期的看法。与众不同的是,他以太阳黑子的活动来解释商业循环周期,这一理论上永远烙上了自己的名字。跟他同时代的科学家发现了太阳黑子每11年发作一次的规律,而在那个年代,商业危机恰巧每10年或11年发生一次:1825,1836—1839,1847,1857,1866。难道这中间就没有什么联系吗?杰文斯断言,“最近50年中,金融危机发生得如此有规律性,看来这样或那样的解释都是可靠的。”经过深思熟虑后(他曾一度撤回过论文),杰文斯的论文发表在《自然》杂志上。

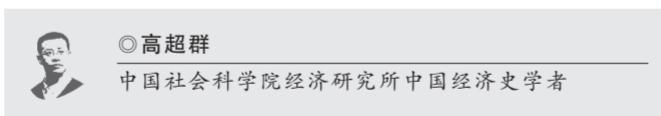
那么,太阳黑子能解释当前的金融动荡吗?似乎尚未有此高论面世。不过,换个角度看,杰文斯假说的积极意义在于提醒人们,经济周期是“自然灾害”,经济学家应该放弃研究。就经济学的发展而言,近二十年风靡一时的真实经济周期理论也是要论证,经济波动是在技术革命、各类灾难等冲击下,行为人性选择的结果,因而没有什么残局可供政府收拾。

然而大多数经济学家并不这么看。至少有一些学者认为,有时经济波动可能是政策当局人为操纵的。当前席卷全球的信贷危机或许就是。

近期很多学者认为,格林斯潘时代的美联储应该对造成当前信贷市场的泡沫负责。2003年中期,美联储将基准利率降到1%,并维持长达一年之久,催生了房地产市场的泡沫,而现在的困境只不过是那些泡沫的破裂罢了。在央行高层人员最近召开的Jackson Hole会

■ 商间之间

富人招人怨恨的根本原因



◎ 高群超

中国社会科学院经济研究所中国经济史学者

或许,在当下的中国没有什么比有关穷人、富人的讨论更能刺激人的神经了,就如同在并不遥远的过去我们曾经为文化、民主激动一样。但是,这并不意味着贫富之间的阶层战争已成为一个迫切的问题,恰恰相反,它远远还没有开始。这仅仅只表明了财富在我们生活中的重要性,因为在正直之士愤慨地讨伐富人时,穷人们却在悄悄地向富人学习,学习他们致富的各种技巧和本领,并没有想到去推翻,或者攻击富人的剥削。

富人常常委屈地抱怨舆论对他们的批评,他们自认为是财富的创造者,是改革开放30年来中国经济繁荣最重要的创造者。他们觉得全中国都应该感谢他们,仿佛他们得到金钱感谢他们,仿佛他们得到金钱的酬劳还不够。那些为富人说话的人,似乎认定富人是为了中国的繁荣,而不是为了自己发财致富才致力于辛勤的工作和勇敢的冒险。因此,他们得到金钱、成为富人还不够,他们还应该得到荣誉。他们似乎也相信穷人也不是因为自己的双手和血汗,而是因为富人的存在,

议上,斯坦福大学的约翰·泰勒谴责美联储在2002至2006年期间采取了过分宽松的政策。泰勒是“泰勒规则”的提出者,他将货币政策与产出和通胀的变动联系起来,并主张将真实利率作为主要的货币政策工具。另一些批评家则把上世纪90年代的股市泡沫也部分地算在格老头上,认为他本来可以通过降低利率做得更多。

对此,格老会说什么?以闪烁其词而著称的他这次并未发表只言片语。虽然退下来之后,他忙于发表演说,预言全球经济,评论货币政策,一个月前又开始担任德意志银行的高级顾问。当然,重回投行业,对他来说仅是重操旧业。但无论如何,至今为止,在他价码惊人的各种演讲中,人们没有听到他任何形式的回应。

谜底最近揭晓了。格林斯潘的回忆录《动荡岁月:一个新世界里的历险记》即将问世,《华尔街日报》近日透露了其中的少量内容。令人匪夷所思的是,格老早已预见今天金融市场的结局,并做了辩护:

“我们是想排除出现破坏性通货紧缩的可能性。”格林斯潘写道,“即便我们可能因通过降低利率而催生我们最终必须承担的某种通胀泡沫,不过我们愿意这样做。那是正确的决策。”

那么,在格老眼中,骂名该由谁来背呢?显然,问题的关键在于解释低利率的成因,因为,低利率对泡沫的产生负有不可推卸的责任。答案是上世纪后期的社会主义体制的动荡和剧变。将近20年前,苏东国家相继放弃社会主义制度,在此背景下,中国和印度等人口大国也更加坚决地扬弃计划体制,转而放开管制,发展市场经济。由此而来的影响是,在全球劳工市场上,释放出数以亿计的低成本劳动力,将工资和物价拉下,并将长期利率拉低。剩下的故事当然就顺理成章了。低利率刺激了股市、房地产等资产部门的泡沫,是泡沫当然会



格林斯潘在新出版的回忆录中终于不再闪烁其辞了

破灭,金融危机当然也就随之而来。

因而,在格老看来,当前的泡沫是一个无法抗拒事件的结果,就像太阳黑子的活动一样,或者像真实经济周期理论家所说的那样。

历史无法假设。世人永远无法得知格林斯潘当年不那么做经济是否会因此衰退。但我们可以说的是,如果事实如很多经济学家所认为的那样,美国乃至全球资产泡沫是长期低利率政策的后果,那么这些成本要由当前的美联储而不是由格林斯潘来承担。从回忆录中,我们有理由猜测,在做这些决定时格林斯潘真的预见这一事实:宽松货币政策所造成的乱象出现时,自己已荣归故里。是的,格老是以胜利者的姿态交出货币政策权杖的。在他长达近20年的任期内,美国经济享受了一段低通胀和低失业率的美好时光,前后只发生过两次轻微的衰退。他在任期间,全世界都随时准备聆听他那含糊其辞的演说,渴望从他的举手投足和一颦一笑中得到些许暗示。长期以来,

人们已习惯于关注他的健康,因为这很可能影响到他的情绪,进而对货币政策转向产生蝴蝶效应。

这种臆想或有以小人之心度人之腹的嫌疑,但有一种经济周期理论令人信服地指出了这种可能性,即政治经济周期理论。根据这个理论,当局者在政策制定过程中的“私念”可以成为经济周期的重要诱因。在任者为了赢得连任或退休时的声誉,倾向于在当权时采取扩张性政策,此时有效需求受到刺激,产出就业得以扩张,但由此导致的物价和泡沫通常要经过一段时间才能显现,而当通胀真正来临或泡沫真正破灭时,执政者已经成功连任或已退休。

当时的格林斯潘可能正面临此种诱惑:低利率政策的后果由后来人承担,迷人的经济表现和无限荣光由自己享有。格老暗示曾预估今天的困境,并坚持说“那是正确的决策”,但对于后继者和承受损失的投资者来说,答案可能不是如此确定。不过话说回来,如果换作是你,又会怎样做呢?

的将领无疑是无能的,受到士兵们的痛恨,没什么好抱怨的。何况在士兵们看来,将领们还很喜欢享受这种依靠人力换来的胜利果实。而且,在人们被要求激励富人的同时,却被指出穷人们的付出是应该的。也许,真相真的如同阿密斯所说,我们没必要因为吃到了面包,而感谢面包商,因为他是在为了自己的利润而生产。在这个经济决定论的时代,这句话对于穷人和富人一样适用。

对已经到手的财富,富人们总是担心穷人出于嫉妒而心存歹念。因此他们感觉自己的地位非常脆弱,常常受到来自权力的实质性侵扰和来自穷人的嘘声恫吓。因此,他们需要特别的保护。然而,他们寻求保护的方式却是向权力行贿,以购买自己的权利。因为每一次购买都是私下的,针对个人的,因此这种权利便演变为特权。有时他们的购买是主动的,这是因为权力能给他们带来更大的利益;有时他们的购买是无奈的,这是因为权力能给他们造成更大的伤害。更有甚者,在金钱至上、有钱能使鬼推磨、笑贫不笑娼的氛围下,金钱常常意味着权力,没有人能否认金钱给这个社会公平带来了巨大的伤害。一些愚蠢、短视的富人还不停地夸耀自己的财富,不断

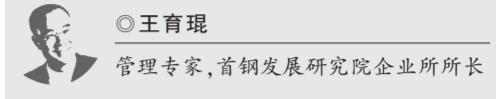
地刺激民众,并且试图把自己打扮成特权阶级的一员,他们想用金钱打造一条等级的腰带。这才是他们招人怨恨的根本原因。

如果穷人没有仇富心理的话(也许事实上,这种所谓的仇富心理在穷人中并不那么强烈),也并不是怨恨富人比自己有钱,而是怨恨富人们用金钱来伤害公平正义,干伤天害理的勾当。富人们只有在受到权力侵害的时候,才能清醒地意识到自己原本也只是没有权力的,只是和穷人一样是利维坦的食物而已。

富人们没有勇气停止对权力的依附,当然也就不太可能终止穷人对他们的敌视。于是,穷人和富人之间事实上并不存在的鸿沟,就被挖掘、制造出来了,虚拟的鸿沟就会成为现实。人们用什么样的方式来获得自己的权利,将决定这条鸿沟用什么样的方式被填平,这不仅取决于富人,而且取决于他们是否更加分离对立还是更加联合合作。在新国家的缔造过程中,富人也许不能担当成为领导者,但他们至少得选择站在哪一边,并为自己选择承担后果。他们必须在政治上充分清醒,而不是不停地打发出人出来絮叨抱怨。

■ 排沙简金

两种见地 两种轨迹



◎ 王育群

管理专家,首钢发展研究院企业所所长

一个是孤家寡人独撑局面,一个则是后进不断挑起重担。两种轨迹,同样源于他们对人性的深刻把握。

约翰·纳斯比特令人兴奋。当一些未来学大师如大前研一、阿尔文·托夫勒、克里斯·安德森等急着去分析描述被互联网所改变了的世界面貌时,这位以《大趋势》等大著风靡世界的作者则转向了人们的思维和精神,转向了人们观察世界的方式这个最基本的问题。在新近出版的《Mindset》中,他归结出11种见地和对五大趋势的预测(只可惜,中文书名用了“定见”,而不是用“心态”或我个人喜欢用的“见地”)。抓住决定一个人思维和行为方式的见地,也就抓住了变化的源头。

纳斯比特的视角,引发我强烈的共鸣。许多人总感觉到商业中有一种无力感,觉得自己被环境、被现实限制住,而实际上限制住自己的,正是在成长过程中烙印于内心深处的许多无形制约。人们需要一种力量,需要一种爆发力,来突破局限。这种爆发力源于心灵与思维,源于他们对周围世界的见地。

商业充满了传奇。20多年前每天上班撞钟的柳传志,今天成为驰名中外的企业家,而且在花甲之年成功转型,从卖产品到制作好公司;十几岁踏上北京的无助小子黄光裕,立志把一个小小的档口,发展成为世界第一的连锁大卖场,资本嫁接传统产业,成了耀眼的中国首富;沈南鹏一甩甩掉海归眼高手低的通常形象,连续创立携程和如家,受到海外资本市场的追捧,紧跟着一转身自己也做起了PE,把传统实业、网络与资本整合起来,创造新生活和新财富方式;80后的高燃们,全没有被圈养一代的身影,小小年纪为实现创造的激情而创业,不再是为了生计而创业……我们可以不断列举下去,可以列举成百上千个企业家,但是那毕竟还是少数。这些成功的企业家们,是时代变化的宠儿。

可是,为什么时代提供的机遇没有被大多数人抓住,只被少数企业家抓住了?这其中起决定作用的是他们的出身、人脉,还是他们观察和分析世界的根本观念?一如纳斯比特,我更倾向于后者。那些成为出色企业家的人,便是他们把握当下情绪的“见地”,“见地”使他们卓尔不群。

人的一生,大概经历三个阶段:“你应”、“我要”、“我是”。在孩童时期,我们通过依赖享受幸福。我们睁开眼晴,世界就向我们奔来。我们闭上眼睛睡觉,世界也就消失了。大人说的话天经地义。从小我们就习惯了“你应这样”、“你应那样”的训导。

后来,我们跌跌撞撞地长大了。对各种各样的“你应”,由反感而抵抗,可是渐渐地把“你应”转变成了“我应”。进一步把“我应”转变为“我要”。这个主词和动词的转变,显示了一种自主的意识。人生就从“你应”过渡到了“我要”。

当“你应”和“我要”自然地糅合在了一起,成为一个人习惯,成为一个人的呼吸和饮食,他会形成一系列该不该做的独立判断,渐渐成了“我是”。这其中,有老师传授的东西,有自己摸索的东西,也有环境迫使自己必须成为习惯的东西。一系列思维习惯和惯性,性格脾气,爱好追求,等等东西构成的一个人的“见地”。这个“我是”的见地,决定了人生的不同走向。

当然,“我是”与“唯我独尊”只有一步之遥。宗庆后的娃哈哈,已经是几万人的队伍了,有几个经营主体,但是总经理、副总经理、董事长他一个人挑。一个人的世界很孤单。同样是第一代企业家,柳传志对人性把握不可谓不透。联想历史上该出手的时候,他毫毫不含糊地出手。可是,在他的麾下,新人不断涌现。杨元庆、郭为、朱力南、赵令欢、陈国栋、陈绍鹏等等,这些领军人物谈吐视野思维都进入一定的层次。柳传志则在轻松自在之中,成功转型,他跳出具体事务,关照着多个产业,而把精专的人物放在了第一线。

公司成立了。一个是孤家寡人独撑局面,一个则是后进不断挑起重担。两种轨迹,同样源于他们对人性的深刻把握。宗庆后对人性至察而心不明。表现出来就是多疑于物,而不通透。柳传志对人性至察而心透明,始终知道自己能做什么,团队能做什么。他们内在的心态和见地,形成了他们全然不同的判断力。宗庆后生性多疑,没法对人做出判断,只好自己独撑擎天。而柳传志则得益于自己的判断力,得益于对人格的把握,他没有因为个人对他的背叛而对人性失去信心。对人性的那一抹灵明,使他善于择人任事。他不去以现有能力框定一个人的潜力,善于把一时看上去还不能独挑大梁的人,培养成可以独挑大梁的高手。

柳传志深知,一个人可以通过接触世界来提高判断力。为了培养杨元庆与郭为,当年他宁肯牺牲一些企业发展的短期利益,把完整的集团一拆为二,为的是让老虎有个摔打的空间。他时刻关注老虎的情势,该给翅膀时给翅膀,该给权力时给权力,该给股权时给股权。企业成长起来了,管理团队也随之成长起来了。公司因此而步入持续经营。

在柳传志与宗庆后背后起作用的是他们的见地。一个人的见地,是由一个人心态、心智能力、喜好、感觉、经历以及环境共同塑造的。见地决定了一个人的动机与行为。