

Column

■因学集

# 公司治理脆弱总是最后一块楼板

——闲话金融危机(五)

◎周业安  
中国人民大学经济学院教授、博士生导师

东亚金融危机已经过去了十年，但人们至今仍对国际游资的套利有着深刻印象，在一些国家和地区外汇管理体制的改革过程中，一些机构总是能够抓住机会从汇率波动的套利空间中赚取巨额投资收益。这些从事投机的机构被视为金融危机的始作俑者。可是话说回来，如果一个经济体没有内在的问题，索罗斯等人又如何发现套利机会呢？外汇市场的波动之所以会演变成整体性金融危机，是因为经济体本身比较虚弱。这就好比在寒冷的冬天，同样的一阵狂风吹过，体质好的人安然无恙，而体质差的人就会感冒。一个经济体是否会感染金融危机，关键在于其体质好坏，也就是说，经济体的基本品质决定了应对危机的能力。

经济体的基本品质并不仅仅取决于经济高速增长和企业高盈利能力，更重要的是取决于支撑经济发展的制度的牢固程度，后者决定了前者的稳定性和持续性。制度的重要性在经济转型过程中经常容易被人们忽略。宏观的经济增长来自微观的企业成长，但好的企业绩效并不意味着存在一个好的制度。企业绩效只是一种结果，它可以来自好的制度，也可以来自差的制度。在充分竞争的经济当中，如果一个企业能够稳定成长，那么我们可以断定，这个企业的制度优于其他的企业。但是，在一个竞争很不充分的经济当中，即使某个企业能够称得上是最赚钱的公司，我们仍然不能说它具有一个好的制度。道理很简单，这些赚钱的公司可能不是依靠自身的能力，而是依靠某种或某些特定资源的垄断力，比如矿藏，更可以是来自行政的力量。

转型经济最大的问题就在于，企业的发展背后总是有一只“看得见的手”在不断调控企业的行为，这使得企业的公司治理总是不完整。看似符合规范的法律文本架构实际

上无法有效实施，公司治理中的具体机制的执行有时并不取决于公司本身，而是要看背后那只手的态度。转型经济的公司治理是附加了“看得见的手”的治理机制，这种模式不仅出现在早期的日本经济起飞时期和亚洲“四小龙”的鼎盛时期，也出现在当今的中国经济当中。不可否认，从东亚金融危机和日本经济衰退前的经济发展结果看，这种模式总是伴随着出色的经济绩效，看看当时的报道、学术论文以及各种著作，大多充斥着对这种治理模式的歌颂，以至于到现在我们还迷恋产业政策，迷恋公司治理中的政府关系，尽管对经济学家来说，如今已经认识到产业政策作用的微不足道，以及政企不分的危害。

说实话，我们对东亚金融危机反思得远远不够，根本赶不上美国人对于1929年大危机的反省。可能因为上次东亚金融危机对我们的影响太小，还不足以引起大家的警惕。但回顾历史就知道，东亚金融危机和1929年大危机实际上存在某种共性面，那就是在微观层面上，公司治理出了问题，只不过问题的表现形式不同。1929年大危机更多地表现大金融机构的合谋，而东亚金融危机更多地体现为银企之间的软约束关系。不过，共同的特征在于，其背后都隐藏着千丝万缕的政府关系。华尔街从来就没有离开过政治，东亚金融市场更是如此。金融活动一旦嵌入了政治活动，那么就如同电脑嵌入了病毒，即使购再先进的杀毒软件，也未必能够完全将其清除。一旦有了恰当的时机，这些病毒就会发作，后果就是整个电脑瘫痪。反映到金融市场上，就是危机出现了。

更麻烦的是，在金融市场上，潜在的病毒经常会被繁荣的绩效所掩盖，让人根本无法察觉，或者即使察觉，也不以为然。在一个繁荣的时代，

人们根本就不会去问：这些繁荣是来自哪里？当A股市场的股价被公司业绩推升时，我们是否问过去自己：导致业绩增长的原因是什么？我想至少有四个问题值得大家思考：第一，A股市场上最赚钱的公司有多少是来自竞争性行业？有多少是来自垄断性行业？第二，在垄断性行业中，有多少是来自行政垄断？有多少是满足早期芝加哥学派提出的可竞争市场？第三，在上市公司当中，有多少呈现了隧道效应？有多少呈现了支撑效应？第四，在“隧道”和“支撑”中，有多少是政府参与的？

回答第一个问题是判断这个市场微观基础是否坚固的首要条件。如果A股市场的盈利主体都是来自竞争性行业，那么说明市场微观基础异常坚固，而如果这个市场的盈利主体主要来自垄断行业，那么微观基础就有点脆弱。进一步回答第二个问题，如果垄断性企业中，主要是类似微软这样的公司，那么微观基础仍然非常坚固；但如果都是依靠政府看得见的手的干预，才形成了目前的垄断格局，那么这个市场的微观基础就非常脆弱了。

企业的漂亮绩效不仅来自垄断利润，也可能来自上市公司背后的“支撑”，也就是大股东的利益输送。在转型经济当中，大股东和上市公司的关系缺乏制度化，当大股东缺钱时，就把上市公司的钱转移到自己名下，哈佛大学商学院教授把这种行为称为“隧道效应”；当大股东希望上市公司有好的市场表现时，就向上市公司输送利益，比如注资、资产置换、业务支持、关联交易支持等等，这就是所谓的“支撑效应”。无论哪种效应出现，对上市公司来说都是缺乏制度化的体现，或者说约束软化的体现。“支撑”固然好，但其反面就是“隧道”，两者无法分离，我们不能指望大股东只做前者，不做后者。特别是，如果两种效应都有政府参与，那么对金融市场的发展来说，将是灾难性的。

上述问题中，前两个问题东亚各国和地区未必都有。但在发生金融危机前后，后两个问题的确普遍存在。为什么要一再谈论东亚金融危机？因

为现在中国的金融市场的微观基础并没有摆脱当时的公司治理模式。想想看，同样的模式，怎么可能不会出现同样的结局？

■扁平世界



## 原油基准货币之争外“虚”内“实”

◎陆志明  
金融学博士、财经专栏作者

作为第三届欧佩克首脑会议主要成就，11月18日公布的《利雅得宣言》涵盖了此次高峰会议的主要议题：承诺将保证国际原油市场的充足供应，强调欧佩克成员国将努力实现充足、及时的原油供应，加强环境保护和援助发展中国家实现可持续发展。此外，峰会还正式接纳厄瓜多尔重返欧佩克，成为该组织的第13个成员国。

对比此次会议前后媒体所披露的议题安排，可以发现美元贬值带来的石油美元危机并未进入宣言。这可能是因为欧佩克在对美外交攻势上的一种选择，此次欧佩克首脑会议有意忽略了美国的原油增产呼声，但同时作为某种意义上的补偿，欧佩克也未在公开场合讨论原本计划中的一个重要议题：美元与国内通胀的关系。

提升到战略的高度来看，承诺保证国际原油供给，不公开讨论石油美元贬值问题是“务虚”；而维持产能和高位油价，未来进一步讨论新的原油标价货币是“务实”。宁人以虚，固己以实，对欧佩克来说无疑是一招高明的选择。

然而选择新的原油标价基准货币本身就是一项充满风险的行为，欧佩克内部最为积极推动石油美元制度改革两个成员国——伊朗和委内瑞拉实际上均为美国在世界范围内的政治敌对国。两国之所以如此专注于推翻石油美元购买力，同时加剧了产油国内部的通胀压力才是原油计价基准货币制度改革的最迫切动因。从这个视角出发，影响未来原油计价基准货币制度改革需看两个主要因素：一是美元是否会持续贬值；二是以美元为主的原油计价转为其他货币，如欧元、日元或者欧佩克自己设立的货币单位是否具有现实意义。

先看第一个因素。短期内美国经济面临楼市萎缩、次贷危机和就业不振等因素的影响，采取扩张性的货币政策和贬值为主的汇率政策有助于刺激复苏，摆脱目前低迷的经济困境。并且从目前的实际效果来看，美元贬值至少大大刺激了美国的对外贸易，第三季度的经济增长率超预期达到3.9%，

我们对1997年东亚金融危机反思得远远不够，根本赶不上美国人对1929年大危机的反省。回顾历史就知道，东亚金融危机和1929年大危机实际上存在某种共性面，那就是在微观层面的公司治理上出了问题，只不过问题的表现形式不同。现在的中国上市公司并没有摆脱当年的治理模式，那我们到底该怎么避免10年前东亚各国的那种糟糕局面？

■排沙简金

## 任正非的别样视野

◎王育理  
《经理人》商学院院长

素来低调的任正非已经成为全球关注的建设者与巨子”。美国《时代周刊》评价说，华为正重复当年思科、爱立信等卓越的全球化大公司的历程，并且正在成为这些电信巨头“最危险”的竞争者。

1944年出生的任正非，从小就经历了战争与贫困的折磨。任氏兄妹7个，加上父母共9人，生活全靠父母微薄的工资维持。当时家里每餐实行严格分饭制，以保证人人都能活下去。任正非上高中时，常常饿得心慌，也只能用米糠充饥。他家当时是两三人合用一条被盖，破旧被单下面铺的是稻草。他高中三年的理想只是吃一个白面馒头！可以想见，任正非青少年时代是在怎样的贫困中度过。生活的艰辛以及心灵承受的磨难，成就了少年任正非隐忍与坚定的性格。他感慨：我能真正理解活下去这句话的含义！”

1967年在重庆上大学时，因挂念挨批斗的父亲，任正非扒火车回家。因为没有票，挨过车站人员的打。步行十几里，半夜到家，父母来不及心疼长子，怕被人知道，受牵连，影响儿子前途，催促着他第二天一早就返校。分别时父亲脱下唯一的翻毛皮鞋给他，特别嘱咐：记住，知识就是力量，别人不学，你要学，不要随大流。学而优则仕”是几千年的真理。以后有能力来帮助弟妹。”任正非知道那临别嘱咐的分量，啃书本、钻研技术，成了他唯一要做的事情。功夫不负有心人，上世纪70年代任正非成了部队的技术尖兵。

转业到深圳南油集团后，任正非在家庭和事业中都出现了不适应。他的夫人先他转业高居南油高层，他则在南油下属的亏损企业中运营连连失利。偏偏他又是个孝子，还要把父母与弟妹接到一起居住。支柱倾斜，那个家解体了。

为了活下去，任正非自己创办公司。在起初的两年时间，公司主要是代销香港的一种 HAX 交换机，靠打价格差获利。代销是一种既无风险又能获利的方式，经过两年的艰苦创业，公司财务有了好转。少许好转的财务并没有用来改善生活，而是继续被投入了经营。当时任正非与父母等住在深圳一间十几平方米的小屋里，在阳台上做饭。父母通常在市场收档时去捡菜叶或买死鱼、死虾来维持生活。

穷困是有大作为的人的第一桶金，饥饿感就是一个人不竭的动力源。恍若隔世，任正非感谢生活给自己的馈赠。他认为：“华为最基本的使命就是活下去。”在高科技领域活下去更需要超凡的毅力。

他一定听到一种神秘的声音：离开商人唯利是图这个“一般”，要敢想敢做，不流俗，不平庸，做世界一流企业。这是生命充实激越起来的根本途径，他禁不住这种诱惑。

任正非甘愿把自己藏于九地之下。商人们花巨资才可以现身的媒体盛事，企业家们趋之若鹜的工商联副主席和全国人大代表资格，他守拙婉拒。别人的价值在广场上，他的价值在对企业经营的专注上。他是沉默、孤独、果决、不求闻达、坚持到底的人，而具有敢于胜利的大勇，总能对一切胜利者以及对每次胜利的偶然因素做出独立而精辟分析。

一个历经人生冷暖的灵魂，从最低的山谷，走到了人生的正午，避开喧嚣，获得一种静观。看事、看人、看物都有了别样的视野。他常常根据企业、市场、大环境的发展，不时抛出凝聚着深刻洞见和教益的美文，说公司、谈战略、谈做人。他对中国人素质教育的建言、对“冬天”的忧虑，以及对英雄主义的旷野呼喊，既能与一线员工保持共鸣，又能为广大公众所接受，有些思想甚至直接被国家领导人所熟悉和欣赏。

视野即价值。超乎常人的视野，铸造了华为超乎寻常的武器。动态竞争学创始人陈明哲在2007CEO年会上说，凡是战略，都是专注，凡是执行的战略制定者，才不会被冲垮和狂热牵着走，才会避开那些伪装成机会的陷阱。中国企业的战略资源本来就不多，战略失误将流失最宝贵的战略资源。

任正非对此心有灵犀，专注是华为的一种强大力量。

在《华为基本法》第1条规定：为了使华为成为世界一流的设备供应商，我们将永不停止进入信息服务行业。通过无依傍的市场压力传递，使内部机制永远处于激活状态。”

华为固守通讯设备供应这个战略产业，除了一种维持公司运营高压强的需要，还为结成更多战略同盟打下了基础。商业竞争有时很奇怪，为了排除潜在的竞争者，花大本钱都不在乎。在通讯运营这个垄断性行业，你可以在一个区域获得一小部分的收益，可是在更多区域运营商们会关闭你切入的通道。任正非深知人性的弱点，守护着华为长远的战略利益。

许多公司垮下去，不是因为机会少，而是因为机会太多、选择太多。太多伪装成机会的陷阱，使许多公司步入误区而不能自拔。机会，就是竞争对手打下的基础。商业竞争有时很奇怪，为了排除潜在的竞争者，花大本钱都不在乎。在通讯运营这个垄断性行业，你可以在一个区域获得一小部分的收益，可是在更多区域运营商们会关闭你切入的通道。任正非深知人性的弱点，守护着华为长远的战略利益。

任正非有自知之明。他善于区分伪装成机会的陷阱和装扮成陷阱的机会。

■经世论衡

## 达娃之争逼问契约精神与商业诚信

◎夏业良  
北京大学外国经济学说研究中心副主任  
中国经济体制改革研究会公共政策研究所副所长

从本质上说，契约精神是市场经济之魂。没有契约精神和商业诚信，就不会有发达的市场经济。持续经年的达能与娃哈哈之间的利益之争和商业纠纷凸显了这一点，实在值得中国企业深长思之。”

1996年，世界500强企业之一的法国达能集团与杭州娃哈哈集团共同创立了合资企业，根据所达成的协议，由达能绝对控股的金加公司拥有合资企业51%股份，另外49%属于杭州娃哈哈集团（1996年为100%的国有企业，1999年改制后有股份占46%）和杭州娃哈哈美食城股份有限公司。根据合资双方约定，达能与娃哈哈之间的合资企业享有独家生产、经营、销售娃哈哈品牌的食品和饮料的权利，双方必须遵守不从事与合资企业竞争之商业行为的规定。

1996年2月29日，杭州娃哈哈集团与合资企业签署了《商标转让协议》，将“娃哈哈”商标及有关商标的所有权作价一亿元卖给了合资公司（其中五千万元作为中方投资，另外五千万元由合资企业购买）。该协议规定：娃哈哈集团除了可以在企业名称中继续使用娃哈哈字样外，不得在产品中使用娃哈哈商标。不得将任何商标或其中的任何权利、所有权或利益转让给第三方，亦不得允许任何第三方使用商标或拥有其中的任何权利、所有权或利益”。

自1996年协议生效以来，达能娃哈哈合资企业由最初的5家扩充至如今的39家，年产值增长至180亿元，成为中国最大的饮料食品企业之一，产品涵盖饮用水、碳酸饮料、果汁、乳制品等门类，从1998年起，娃哈哈合资公司在资产规模、产量、销售收入、利润、利税等指标

上一直位于中国饮料行业之首。

自合资开始至今，达能对合资企业的累积投资超过25亿元，目前累积赢利已接近总投资数额，而作为中方主要合作者的宗庆后先生也获得了数亿惊人的经济报酬。然而，宗庆后先生在近几年来竟然违背他亲笔签署的契约，违反不与共同合资企业竞争的条款，逐步建立起其个人家族的非合资企业王国，事实上形成对达能娃哈哈合资企业的同类产品竞争。

自1998年以来，宗庆后先生以其女儿的名义在海外注册了10家离岸公司，而私下运作的50多家非合资企业中至少有28家由这些离岸公司参股，并有15家被控股。其中不乏宗庆后已经完全由宗庆后及其家族所掌握。宗本人曾向媒体披露，去年，这些非合资企业的总资产达56亿元，年利润10.4亿元。而这些资产和利润绝大部分归宗庆后及其家族所有。

达能方面透露：考虑到企业的长远发展以及两万七千多员工的就业和相关地方政府的税收，达能没有直接诉诸法律手段，希望通过协商和平解决这一合作危机。达能董事长专程赴杭州与宗庆后签署一项协议，约定将由宗个人及其家族实际掌控的非合资企业纳入到合资企业体系之中。根据宗庆后此后对媒体的说法，达能提出以40亿人民币收购这些非合资企业51%的股份。

然而事隔不久，宗庆后致函达能集团，表示不执行已经本人签署的该协议。事后他曾向媒体解释他违约的理由是这些非合资企业的股东不同意，而他当时是在达能方面的胁迫下签署该协议的。人们对此不免纳闷：一家外国企业在中国

的中国，如何能够在光天化日之下胁迫一位在业内举足轻重的著名企业家签署他所反对的协议？

2007年4月初，宗庆后陆续在媒体上发表有关合作危机的言论，声称达能集团要强行并购娃哈哈，并指责达能有行业垄断行为。甚至动用员工和经销商的名义，在大众媒体上发布“八国联军欺负中国人民的时代已经结束了”，为中华民族的利益而战”等言论，引发了网络上有一股狂热、偏激情绪，甚至出现了“达能滚出中国”、跨国公司在中国不劳而获”这样有悖常识和理性的极端表述。

这些过于情绪化的言论，把原本是一起普通利益冲突和合作纠纷的商业争端，夸大和上升到所谓“捍卫民族利益”，抵御外来资本欺侮”的社会政治与国家利益事件。在一片泛政治化和极端的民族主义情绪化的喧嚣之中，市场规则、契约精神、法制观念以及企业操守和商业诚信似乎变得微不足道了。可事实上，为了掩盖少数个人违约行为，利用舆论大造外国资本和跨国公司“阴谋”、“侵略”、“吞噬”民族企业的虚幻威胁，已经形成了对商业环境的噪音污染，也对扩大开放的进程产生不容小视的负面影响。

英国《金融时报》、《亚洲华尔街日报》等境外媒体就在评论中认为：达能娃哈哈的冲突不断升级表明，外国资本在中国成立合资公司风险巨大”。《法国论坛报》则疑惑地发问：是否中国经济已经发展得足够强大，以至于不像以前那样需要外国资本了？”

我们深知，市场经济建立在自愿交易的基础之上，商业契约和市场规则在很大程度上规范人们的交易行为和经济活动，也可以说是法治精神的社会载体。但愿达娃之争能尽早得到妥善合理的解决，并且由此引导更多的企业遵守市场规则与契约精神。