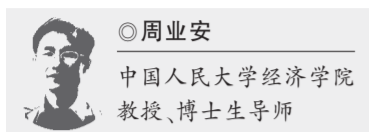


Column

■ 困学集

似是而非“一价律”

——社会制度和文化等因素也会影响估值



◎周业安
中国人民大学经济学院教授、博士生导师

全球那么多股票市场,市盈率从来也没有趋同过。因为对同样的公司,不同投资者群体的估价可能永远都存在差异,所以在不同市场的交易,并没有出现所谓的一价律。对同样商品的两地价差,决不仅仅是运输成本、垄断租金等就能解释的,除了市场正常的交易成本外,还有消费者的主观因素在起作用。在谈上市公司股价差异时,千万不能只看现金流,还要重视投资者对贴现率的估计。贴现率来自投资者在相应的社会制度和文化等背景之下的主观认识,而社会制度、文化以及其他层面的影响等因素决定了投资者的风险识别和风险偏好。

A股市场股价的迅速回落让股民大为伤心和失望,倒是某些学者显得兴奋。因为这些学者突然发现,一价律起作用了,有效市场假说得到验证了。所谓一价律,是经济学中新古典范式的核心概念:假如北京的一斤苹果卖3元,而在上海同样的苹果每斤4元,那么水果商贩就会把北京的苹果贩到上海去卖,以赚取差价。只要能够获取正利润,套利就能够持续。随着套利商贩的增多,相互间的竞争会使得套利空间逐步缩小并最终趋近于零,这就意味着两地同样的苹果应该是同样的价格(当然,其中包含正常的运输费用等)。这就是所谓一价律。根据新古典经济学理论,只要市场是无摩擦的,充分竞争的,理性经济人的套利行为总是能够实现一价律。即使市场是有摩擦的,那两地的价差也仅仅反映正常的摩擦成本;而如果市场是不充分竞争的,那么两地的价差应该包含某种程度的垄断租金。

总的来看,按照新古典经济学的理论,给定某个市场的价格基准,就能够预测其他类似产品的市场价格趋势。回到资本市场,都说美国的证券市场是全球最发达、制度最完备的,所以经济学家总是以此为基

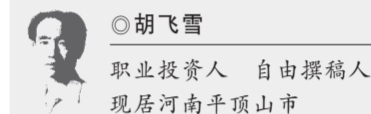
准。那么给定美国证券市场的股票价格,就可以推测我国A股市场的股价走势。所以现在就流行这么一个判断:美国股市的市盈率平均为18倍左右,中国A股市场的股价还能不大跌?同样,也可以藉此来预测这轮大调整的市场底部,按照18倍市盈率计算即可。如此简单的一个道理,居然劳烦许多知名的和不知名的学者喋喋不休,看来国内的投资者的简直太无知了。也出于类似的理由,一些人在文章中兴高采烈地说:本次大调整说明中国A股市场走向成熟了,满足一价律了。

那么,是否向美国股市市盈率水平靠拢就算是市场成熟了呢?我在本栏前一篇文章中已讨论过,拿市盈率说事,只能反映这些专家学者的忽悠国内投资者,而不是一种科学的讨论态度。全球那么多的股票市场,市盈率从来也没有趋同过。尤其重要的是,金融学家们的研究发现,即使同一家公司,在不同市场上市交易,也没有出现所谓的一价律。哈佛大学知名教授、克拉拉克奖得主施莱弗把这种现象称为“有限套利”。既然完全套利很少发生,又何来一价律?如果套利是有限的,又如何把美国的市盈率水平



■ 边上人语

劳尔·卡斯特罗“新政”两个月



◎胡飞雪
职业投资人 自由撰稿人
现居河南平顶山市

劳尔·卡斯特罗成为古巴国务委员会兼部长主席的两个月以来,陆续取消了许多有违常识理性、限制民生事业的“新政”,“新政”颇有整体推进、重点突破的架势。虽然遭到了部分人的非议、质疑和反对。

3月下旬,古巴政府宣布,民众可以购买手机、DVD机和电脑,以及电动摩托车、微波炉,这些东西曾是少数特权特殊人物才可以使用的稀罕物。古巴旅游部宣布,民众可以在涉外宾馆消费,也可以租乘出租车。4月初,古巴政府又宣布,居民可以出租自己的住房给他人,并取得租金收入,还有,解除工人工资限制。重点突破,政府提出了“土地动议”,允许个体农民在国有闲置土地上耕种烟草、咖啡和其它农作物。古巴官方电视台曾有报道,目前全古巴有51%的土地闲置或未开发,官员正在采取各种办法,使耕种权转移到农民手中。

为什么说古巴的“土地动议”是“重点突破”呢?说来话长。在1959年革命之前,古巴曾大量地向外国出口西红柿、豆类等农产品,蔗糖更是其大宗出口物,曾有“世界糖罐”之誉,但古巴革命后,尤其在60年代早期完成社会主义计划经济国有化之后,古巴的经济、民生状况却是每况愈下,不仅蔬菜要从苏联和东欧进口,连糖也要从邻国进口,几乎所有物品都要实行配给制。苏联、东欧剧变后,自身难保,无暇他顾,一大蔬菜源断绝,古巴一时陷入蔬菜极端短缺的窘境,给外国旅游者食用的蔬菜都需要从海外空运,古巴飞行员因此称这些航班为“耻辱的飞行”。因为像新加坡、香港这样的城市型经济进口食品还情有可原,它们没有耕地,而像古巴这样土地广袤,至少现在还看不出有啥土地人口比例上的压力的国家也要进口日用的蔬菜,实在说不过去。所以,在笔者看来,古巴新当家人推出“土地动议”有重大而深远的意义。

但面对变化,总是有一些人不理解、不赞同、不支持,甚至诋毁、反对、上纲上线。古巴军队后备役的邵黄将军(华裔)在劳尔·卡斯特罗支持下,开始经济改革,号召大种蔬菜,为提高激励,允许多余产品可以在市场上自由销售,多劳多得,按劳分配。这项改革首先在军队展开,其结果是蔬菜供应大增,菜农收入大增,有些菜农的收入甚至超过了部长的名义工资。邵黄将军为此饱受压力,他被称为“走资本主义道路”,鼓励两极分化。

面对这类舆论压力,古巴国务委员会第一副主席马查多·本图拉在接受古巴电视台采访时说,政府的优先目标是“解决经济问题”,政府采取的一切变革措施都将在社会主义框架内进行,并使社会主义更加完善和发展”。国际上有人说,古巴改革是在学习中国和越南模式,这是大而无边,不啻天际的荒唐之论。依笔者之见,古巴新领导人让民众多种地、多种菜,与“主义”无关,与“模式”无涉,古巴人不过是在遵守起码的常识理性而行事。“主义”、“模式”之类太高深、太玄奥,也太容易引起争议,评价一件事的是非对错,最好还是看它是否合乎基本的常识理性。

回首人类历史,总结经验教训,完全可以说,人类历史、世界潮流就是文明与野蛮的博弈史,换言之,就是遵守常识理性与违背常识理性的斗争史。更乐观一些说,就是遵守常识理性与违背常识理性的演进发展史。仔细看看,在自由放任、无为而治与政治专制、经济统制、社会管制此起彼伏的古代经济史上,一代史家司马迁明确提出:“故善者因之,其次利道之,其次教诲之,其次整齐之,最下与之争。”现代经济学的开山鼻祖亚当·斯密也大力倡导自由放任,让“无形之手”充分发挥作用。司马迁、亚当·斯密主张自由放任更多是出于直觉、常识,弗里德里希·A·冯·哈耶克和雅诺什·科尔内内虽颇具思想高度,却也不离常识理性。哈耶克在《通往奴役之路》中从多方面反复论证了自由对人类的必要性,科尔内在《短缺经济学》中则论证了高度集权法网恢恢的计划统制经济体制必然造成资源闲置、货物短缺、民不聊生。从30年前的中国到20年前的越南再到今天的古巴,古今中外哲人巨匠们的思想价值在今天越来越显示其巨大魅力。

闻道有先后,领悟有深浅,践行也有快慢,因而,虽然古巴顺应世界潮流,遵守常识理性有些姗姗来迟,但却仍值得称道。而古巴新领导人的施行新政,也给我们中国人,尤其是“关键少数”一个极大的启示,这就是,在全球化浪潮下,永远要保持与时俱进的精神状态,官员思想要真正解放,民众自由要充分扩展,民间创业竞争活力要完全释放,针对个体、民营经济主体的种种不合法、不合理、不公正、不合常识的限制要彻底解除,横亘在个体、民营经济主体面前的玻璃门要拆掉,各种资源(如土地、劳力、资本、管理)要得到优化配置,个人权利要得到保障,如此,最广大的民众才能得到全面发展,切实分享到经济增长的成果。

■ 世话实说

复合型经济恶魔让伯南克大犯其难



◎程实
金融学博士,供职于ICBC城市金融研究所

太阳每天都是新的,但我们似乎还滞留在次贷危机的阴霾之中,时而顾影自怜,时而痛定思痛,时而踌躇满志,时而义愤填膺,时而恍然大悟,时而追悔不迭。直到某一个瞬间,随处可见的“次贷”字眼突然变得异常刺目。我突然意识到,这一切都该适可而止,我们应该走出过去了。

是的,次贷危机已经发生,无止境的灾后诸葛和未雨绸缪不仅让我们审美疲劳,更让我们忽略了现在正在发生的事。而刚刚过去的历史告诉我们,错过识别和规避新生风险的时机成本是如此高昂。

将迷离的目光拉回充满质感的现在,我们赫然发现,次贷危机不过是承载诸多风险的载体,就像潘多拉之盒,盒子本身并不可怕,面目狰狞的是曾经密封于盒子中的经济恶魔。现在,谁打开了盒子,谁还将会打开盒子已不再重要,如何关上盒子、重新封印四壁的魔鬼才是性命悠长的当务之急。

那么,谁有能力关上盒子?如果此间有答案,唯一可能的答案就是伯南克、特里谢、金这些货币魔法师,而其中最被人寄予厚望的还属白袍法师伯南克。4月30日,他将和他的伙伴们第三次坐在一起讨论如何将货币魔法,哦不,应该是第四次,FOMC(联邦公开市场委员会)这个神秘的法师兄弟会曾经在1月22日出人意料地非常规性集结,念出了降息75个基点的咒语。这一次,他们又会有什么惊人之举吗?

这一次他们更加为难,因为现在的形势远比次贷危机初期错综复杂,在国际货币体系紊乱、全球通胀压力加大、经济增长乏力、信贷市场紧缩等实质性问题的同生共生的情况下,单纯化解次贷危机,但解决次贷危机后的新问题上加难,因为次贷危机盒子中放出的都是复合型的经济恶魔。

第一种复合是整体通胀和局部通胀的复合。4月,国际油价走上每桶118.98美元顶端,粮价也创出10多年新高,公用资源和必须消费品的普遍价格高企让全球通胀触目惊心。与此同时,各国最新CPI指标也处于高位,美国4%,欧元区3.6%,俄罗斯13.3%,乌克兰26.2%,南非9.8%,土耳其9.15%,阿根廷8.8%,巴西4.73%,委内瑞拉29.1%,中国8.3%,印度5.47%,印尼8.17%,越南19.39%,同样的通胀剧目在世界不同角落集体上演。

第二种复合是实体经济受损和货币体系收缩的复合。美国楼市依旧深陷泥沼,消费者行为谨慎,储蓄率上升,就业状况大幅恶化,经济信心持续削弱。与此同时,货币市场信贷紧缩依旧没有缓解,3月期美元Libor与同期基准利率0.5个百分点左

右的偏离依旧大大高于正常水平。第三种复合是市场联动和摩擦加剧的复合。在美国楼市深度调整的同时,全球楼市也不景气,截至4月23日,全球房产指数就较去年末下跌了16.33%;而1月21日的“黑色星期一”也让人们再次领略到了全球股市的互动威力,实际上在整个一季度,不仅美国的标准普尔500指数、纳斯达克指数和道琼斯指数下跌了9.92%、14.04%和7.55%,德国DAX指数、法国CAC40指数、英国富时100指数和日经225指数也分别下跌了19%、16.16%、13.24%和18.18%。

市场之间荣辱与共,而双边和多边合作氛围却有所恶化,在美元超跌的背景下,欧洲和日本对于弱势美元转嫁风险的行径大为不满。

面对第一种复合型恶魔,伯南克需要释放冰霜法术,用紧缩政策消除两种通胀压力,而且作为全球货币政策标杆,伯南克似乎应该像沃克尔一样意志坚定,因为对于每个备受内外通胀双重折磨的经济体而言,都存在“搭便车”的潜在激励,道德风险一旦失控,通胀恶魔将更猖獗。面对第二种复合型恶魔,伯南克需要释放火球法术,用宽松政策刺激经济增长,缓解信贷紧缩。虽然自次贷危机以来伯南克已经六次施法,但效果的滞后性让市场心存不满。则面对第三种复合型恶魔,伯南克则需要加强与全球同行的协力合作,惟有提高政策协调性,联动市场才能得到更为有效的整体引导和控制,汇率作为经济纽带才能更加真实地反映市场整体信息。

在冰与火的选择冲突中寻求平衡已经不易,而谋求个体平衡与整体平衡的统一就更加困难。伯南克像他的每位前辈一样,正在用制度创新的方式增强自己的法力。他并没有急于在危机中尝试自己的学术试验,推广一贯提倡的通胀目标,而是切实有序地完善了货币政策结构,一套以公开市场业务和贴现率政策为主体,以定期资金招标工具、定期证券借贷工具和一级交易商信用工具为补充,以互惠货币掉期机制为跨国合作形式的多层次货币政策体系初见雏形。

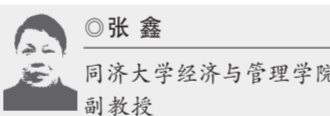
灵活运用这套多层次货币政策体系,伯南克在与经济恶魔的斗争中无疑将有胜算。选择更为温和的基准利率调降不仅将有助于通胀预期的控制,还能保持对经济增长的有效刺激,灵活多变的定期资金招标工具、定期证券借贷工具和一级交易商信用工具能够通过改善融资环境激活信贷市场,而互惠货币掉期机制则有望通过改善国际货币政策博弈结构稳定离岸市场的美元汇率,给更多更广的多边合作培育和谐的市场氛围。

正在“善其器”的伯南克现在更需要的似乎是逆流而上的勇气。敢于适时结束本轮降息,甚至在不久的将来果断加息以避免低利率政策长期化的“重复错误”,防止过度宽松政策在“一个泡沫还未彻底破灭的时候催生另一个泡沫”,并避免低利率的美国成为新套利投机活动的乐土,挽救奄奄一息的美元汇率,将长期通胀重新置于可控范围之内。当然,这些都不会是4月30日会发生的事,伯南克可能还需要一到两次小幅降息才能重新考虑紧缩事宜,在此之前,白袍法师仍将进一步积聚法力,关注经济恶魔动向,以便在最好时机向比次贷危机更可怕的经济恶魔发起真正挑战。

但愿如此!

■ 矢在弦上

公司治理这篇大文章才刚起笔



◎张鑫
同济大学经济与管理学院副教授

自2005年5月股权分置改革启动以来,由于绝大多数上市公司顺利地实施了股改方案,沪深股市由此爆发了一股气势如虹的大行情,投资者的信心为之大振。许多人都以为,这一下解决了股权分置这一最重要的制度性障碍,中国资本市场将步入快速健康的发展坦途了。但近期随着“大小非”解禁和多个巨量再融资计划对沪深两市带来的巨大冲击,股指指流直下,又使越来越多的人体悟到,对于中国资本市场来说,股权分置改革并非是一劳永逸的,以为全流通就能把上市公司建成股东利益共同体,只是个美好的愿望,少数上市公司利用股权分置改革谋求自身的利益,损害中小投资者利益,牺牲整个资本市场发展的行为仍然存在。

中国的资本市场到底怎么啦?股权结构无疑是整个公司治理制度的产权基础,但到底什么样的股权结构对于公司发展最有利,在理论上和实践上至今并没有明确答案。在西方发达国家的资本市场上,由于保护投资者权益的法制比较完善,经理人市场比较有效,上市公司的评价和控制权收购等资本市场功能有效性较高,很难区分不同的股权结构对企业价值变化的作用。所以说,股权结构合理化其实是个非常含糊的概念,因为世上根本就不存在最优或合理的股权结构。实际情况是,高度分散型股权结构往往使单一股东缺乏积极参与公司治理和驱动公司价值增长的激励,容易导致公司

治理系统失效,产生管理层内部人控制问题,形成所谓“弱股东、强管理层”,由此产生代理人追求自身利益而损害委托人利益的行为。因而一定的股权集中度是必要的。但股权高度集中或“一股独大”也会产生大股东与外部小股东的利益冲突。大股东可以通过牺牲或剥削外部小股东获取自身利益。当大股东股权比例到了基本上能够充分控制公司决策时,可能更倾向于获取外部少数股东不能分享的私人利益,如支付特殊红利、进行关联交易、通过合理利用会计准则的缺陷进行利润管理以获取内部控制利益等等。因此说,股权结构高度分散或高度集中各有利弊。以英、美为代表的股权高度分散模式和以德、日为代表的股权高度集中模式,都在向相对控股这一国际主流股权结构转变,同时出现了多种改善上市公司治理的政策取向。

我国上市公司的股权结构一开始就比较复杂,在股权分置的格局下,同一上市公司可流通股与非流通股并存,同股不同权,流通股股东的权益不同程度受到非流通股股东的侵害;国有股“一股独大”,无法建立科学合理的治理结构,无法建成股东利益共同体,严重影响了其他股东尤其是流通股股东的利益。因此,有的学者甚至肯定地说,中国资本市场存在的种种问题,80%源自于股权分置所带来的制度性缺陷,解决了股权分置问题,中国资本市场80%的问题都可能得到解决。

应该看到,上市公司股份全流通是发达国家资本市场的基础。我国近3年的发展历程也充分证明,不解决股权分置问题,就难以建立完善的公司治理结构,难以解

这种攀比和跟风在股票投资中经常会出现,并形成大范围的羊群效应。

制度的不同也会影响到投资者对贴现率的估计。譬如,对中石化这样的国有垄断企业,一些投资者认为,石油是稀缺资源,而国家对这种战略资源肯定要管制和支持,这就意味着中石化存在长期的、稳定的垄断租金;同时作为国有大型企业,背后有国家信用的支撑,与其他私营企业相比,破产的风险微乎其微,这就意味着中石化还能享有额外的国家信用溢价。综合这两者,从制度层面看,中石油的溢价水平就该高于其他类型的企业。但另一些投资者则会认为,油价并不取决于某个国家的控制,而更多要受制于欧佩克组织,中石化看似垄断,其实垄断租金并不高;石油行业受控严重,不可能有高成长性,未来几乎是平稳发展,没有成长红利;作为国有垄断的资源型行业,通常内部效率较低,价值创造能力较差,应该给予一个所有折现。综合这三点,中石化不仅不该有高风险,反而会受到投资者的折价。可见,同一个公司,有同样的制度基础,但由于投资者对制度可能的潜在作用的理解不同,估价就有严重分歧。这就是为什么中石油的海外市场价格和A股市场价格差异较大的原因。

所以,在谈上市公司股价差异时,千万不要仅仅看现金流,还要重视投资者对贴现率的估计。贴现率来自投资者的主观认识,它建立在相应的社会制度和文化等背景之下。对同样的公司,不同群体的投资者估价永远都存在差异。因此,一价律在证券市场上很难实现。

决证券市场资源配置效率低下、大股东肆意侵吞上市公司资产等漠视投资者利益的行为。但是,如果仅仅从股权结构角度来考察公司治理的质量,那也是很全面的,更不能把中国资本市场存在的种种问题都归结为股权分置。因为影响上市公司治理与经营业绩的因素并不是只有股权结构一个,还包括控股股东的性质如家族、风险投资者、金融机构投资者等、管理层激励、公司控制权市场、产品市场和公司法、证券交易法、投资者权益保护等法律体系等多方面。股权多元化或全流通既不是形成有效公司治理的目的,也不是完善公司治理的唯一手段或必要前提。那种认为解决了股权分置,实现上市公司股份全流通就能解决我国资本市场的自由现金流,也是不现实的,也是极其危险的。

所以,笔者以为,我们应通过多方面的努力来完善公司治理以及资本市场发展的外部环境。从上市公司内部角度看,至少有这么几条:调整上市公司董事会结构和职责;完善上市公司融资行为和融资方式,如增加财务杠杆,增加对管理层行为的约束,减少管理层滥用公司的自由现金流;增强管理层激励,如实行年薪制、股票期权试点。从外部角度看,可以列出的几条有:鼓励机构投资者持有较大比例的股权,积极参与公司治理;完善投资者保护的法律法规;发展一个活跃的公司控制权市场,对上市公司管理层形成外部接管压力;建立职业经理人制度等等。

一句话,对于我国资本市场的发展来说,不解决股权分置问题是万万不能的,但全流通却不是万能的。