

Column

■知无不言

银行股权这笔账，到底该怎么算

◎袁东
中央财经大学教授

凡是可卖的东西，都可能有个“贵卖”还是“贱卖”的问题。两者的界分，通常以那个能够充分反映内在价值的公平价格为标准。只不过，竞争性或者替代性越强者，出现价格不公的概率越小。垄断色彩越浓者，不公平成交的可能性越大。人们很容易认为，处于供给垄断的东西，肯定会“贵卖”。未必！到底是“贵卖”还是“贱卖”，取决于卖者的身份特征——市场化倾向。

“贵卖”还是“贱卖”，也就是一个“卖者剩余”还是“买者损失”的问题。任何一个以利润最大化为目标的卖者，没有不想想方设法追求“卖者剩余”的。如果具备此类身份特征者居于垄断地位，出价肯定是“贵卖”。然而，当卖者不是真正的市场化主体时，利润最大化也就不可能是其持续动力和目标，即便所卖的东西处于供给垄断状态，也难以“贵卖”。甚至，这一主体的决策者都不可能具备足够的动力、精力、积极性、热情以及信息，去准确计算分析所卖商品的内在价值和公平价格。特别是，当这样的卖者面对的是特定少数同质性（比如同属海外某一行业）买者，或者存在“寻租”空间时，结果常常更多是“贱卖”。

即便是一个真正的市场化主体，有追求“卖者剩余”的强烈欲望和动力，但如果相对于特定少数买者，其行业经验、市场阅历、交易技巧等都要欠缺很多，定价能力也远不如买者，对其所卖商品，也未必不会“贱卖”。更何况，那些集“非市场化主体”与“新手”于一身的卖者，又怎么能有把握避免“贱卖”呢？

如果你承认市场化主体与非市场化主体的最大区别在于是否以利润最大化为目标，那么你也更容易理解有关当前中国国有银行“改制上市”过程中股权究竟是“贱卖”还是“贵卖”的争论。笔者前几天看到只有一种声音和一个结论的学术论坛宣传，它的结论是：“贱卖论”根本不成立，“银行业的改革迄今为止是成功的”，主要依据是：四家银行改革之初，国家注资共6666.2亿元人民币，以2007年12月底股价计算，国有股权总市值达43733.9亿元人民币，比注资增长了6.6倍；是改革时国家花费的财务重组成本11791.2亿元的3.7倍。此外，自2004年股改到2007年底，国有股东分红总额达1833.9亿元人民币，总回报率27.5%，按2.5年计算，年均回报率为11%。通过增值及分红，国有股权价值比改革之初增长了约4倍，远远高于境外战略投资者的收益。”

且不说，这一依据本身就值得商榷，因为，四家国有银行在上市前，政府用行政手段成立了四家资产管理公司，承接了由银行剥离的2.5万亿元不良资产，这不仅使四家银行大大“瘦身”，资产质量一夜之间大幅改善，向“境外战略投资者”出售的是一个甩掉历史包袱、资产优良的银行股权，此其一。其二，央行为此向四家国有资产管理公司再贷款8526亿元，中央财政出资100亿元，四家资产管理公司向对应银行发行8200亿元债券，这些共计16826亿元的资金，谁能说不是“改革时国家花费的财务重组成本”呢？这不仅使四家银行2.5万亿元不良资产一下子从“资产负债表”中消失，而且增加了“表内”收入16826亿元，亦即对银行而言，不良资产回收率为67%，这个水平是西方金融机构在此次“次贷危机”中难以望其项背的。其三，迄今为止，政府对境内资本投资银行股权实施严格行政准入制，用最严厉的保护手段维持着四家国有银行的绝对垄断地位，这一方面确保了四家银行的垄断收益，另一方面也是中国民众对四家国有银行付出的巨大“机会成本”。如此说来，“国家花费的财务重组成本”岂止是11791.2亿元？国有股权的价值增

银行改制时的股权是否“贱卖”，同银行业改革成功与否没有必然联系，只是表明银行股权的出售价格是否合理，是否反映了其真实的内在价值。过去几年四大国有商业银行的“改制上市”式的改革，成功与否仍还需要时间检验。如果一次性股权“贱卖”能够换来确保银行经营效率与效果改进的保障条件，也就为今后的可能成功奠定了基础。如能正确面对现实，认真反思银行股权交易过程中存在的一些问题，会更有利于今后推进国有银行的改革进程。

长率又怎么“远远高于”那些没有承担任何历史成本的境外战略投资者？

即使就这一交易过程中的出售对象、买卖者身份特征看，也很难发现“贵卖”甚至“公平价格”的逻辑。作为出售对象的“国有银行股权”，是处于绝对垄断地位的商品——四家银行垄断了中国银行业资产的80%以上。鉴于有着预期良好的中国经济增长前景，银行股权的潜在价值相当可观。至少“贱卖”应当是这类商品的出售结果。但是，由于卖者是“政府”，而买者一律是境外金融机构——属于少数同质性最具市场性的主体。不管是“内阁”中的哪一个部门或附属机构代表卖者，均不是真正的市场化主体，仍属行政性主体。追求“卖者剩余”和利润既不是这类主体的本能和最大目标，也非其真正动力所在。其组成人员，不可能像真正的市场人士那样，有着切身利益激励动机，能以及敏感的市场感觉对所出售银行股权估算出其内在市场价值。特别是，在与那些有着强烈利益激励并具备丰富市场经验的“境外战略投资者”交易时，定价权不可能掌握在如此身份特征的“卖者”手中。在这种情况下，又怎么能够保证银行股权不“贱卖”呢？

实际上，“贱卖”与否，同银行业改革成功与否没有必然联系，只是表明银行股权的出售价格是否合理，是否反映了其真实的内在价值，并只是就当时的一次性交易而言的。银行业改革成功与否，主要是指银行的体制与机制是否有所改进，服务质量、经营效率与效果是否有待增强和改善。当然，过去几年四家银行的“改制上市”式的改革，成功与否仍还需要时间检验，尤其是得经过一个完整的经济上升和下降周期的检验，而过去两年银行状况的改善更多是经济上升阶段的反映。不过，可以确定的是，承认股权“贱卖”，并不意味着银行改革就不成功。如果一次性的股权“贱卖”能够换来确保银行经营效率与效果改进的保障条件，也就为今后的可能成功奠定了基础。而且，如果能够正确面对现实，承认并认真反思银行股权交易过程中存在的一些问题，可能会更有利于今后推进中国国有银行的改革进程。



■金融城事

国际金融中心是如何炼成的？

◎李华芳
上海金融与法律研究院研究员

如何建设国际金融中心，大致有三类不同意见。一是政府扶持，即在政府政策的主导和扶持下建设国际金融中心；二是市场自发，即经历一个市场主体在局部和边际谋求发展和改进，最终促成金融中心的形成；三是两者结合，即政府和市场的相互作用。尽管市场自发需要一个长期的过程，甚至有时这个长期超过了人们能够忍受的限度，但多数“亲市场”的意见还是认为需要依靠市场。但如同经济发展一样，建设国际金融中心很难剥离政府的行为。

回顾历史经验，或许是个好办法。国际经验表明，市场选择和政策扶植都可以成为打造一国金融中心的途径。市场选择的例子是纽约，政策扶植的例子是新加坡，而两者相结合的例子就是伦敦。当然，这是一种简单粗略的分类，实际上，在任何一个国际金融中心的成长史上，市场的作用和政府的作用并不是截然两分的。如果政府能促进市场的成长，并且维持市场的良好运行，以及有效的监管，那么对市场而言将会是一个极大的促进。反之，则可能会造成对立，市场可能会削弱市场的作用，并且限制市场的发展。

目前除了将政府本身视为一个理性主体外，没有特别好的方法来处理政府在其中所起的作用。面对如何建设国际金融中心，诸多经济学家在政府的“建构理性”和市场的“演化理性”之间徘徊不定。因为如果相信政府能构建国际金融中心，就可能意味着放弃对于自发秩

序的坚守；而如果彻底秉承自发秩序而要求最小政府，则不能很好处理政府在实际过程中所发挥的作用。

不过大致而言，我们可以区分出政府作用是强还是弱。以专制政府与民主政府为左右两极，越接近左，意味着政府越强。这里，我们先搁置了规范性分析，而侧重于描述当前的现状。中国的位置比美国显然靠左，并且从改革开放的历史来看，也是先试点后拓展，无不凸显政府的角色。可以预见，行政力量还是会建设国际金融中心的主导力量。这就导致中国的国际金融中心建设主要通过市场力量演化出多个金融中心的“美国道路”不同。经济地理上，中美具有一定的相似性，但在金融中心建设上，没有多大的可比性。

如果只考虑强势政府的作用，那么新加坡的经验或许是可以借鉴的。新加坡的经验是，靠政策力量成功建设国际金融中心的关键在于集中投入，动用所有政策和资源给予金融中心支持，而不是分散选点、无谓浪费。这与中国各地竞争的情形又大不相同。新加坡经验的另外一个局限是经济地理学的因素，一些批评的意见指出，新加坡的例子不适用于幅员辽阔的中国。

那么，伦敦的例子是否适合中国呢？伦敦金融城集政治中心与经济中心于一身，要在中国挑选这样的城市，不是一项简单的任务。北京集监管部门、金融机构总部和大型国有企业总部于一身的特殊性，使之似乎具备了仿效伦敦政治中心与金融中心并举的条件。但上海作为中国大陆事实上的金融中心，以及政策上的扶植，已走在前头。而且北京的经济活跃程度比不上上海。有论者认为，伦敦“金融城”之所以成功，在于其独立运作和有效监

管。因此如果只考虑与伦敦的表面相似性，而忽略了其实质性内容，很有可能造成“南桔北枳”。

如此看来，美国道路不可取，新加坡模式有局限，伦敦的例子又不能照搬，那么中国特色的金融中心建设道路又该如何走呢？这里有一个重要的考虑是除了地方竞争以及由此造成的市场分割外，还必须考虑地方与中央的博弈。大致来说，如果中央的目标是试点上海，那么对其他城市的政策扶持就应该减少；但地方会基于其自己的利益，向中央争取政策和资源。这就可能造成在并没有做大的情况下，地方竞争带来的效率以及由此产生的好处往往会被市场分割和重复建设带来的坏处所抵消。

当然政府建构并非一无是处。经济学家奥斯特罗姆也指出小团体决策或者局部改善是可以一定程度建构理性来达成的。经济学家也不至于认为所有的理性只出于建构的目的都会出现差的结果，“建设国际金融中心的政府理性有其积极作用，但这种作用显然也不能被无限放大。

或许可取的路径是，不论是地方还是中央，都应该着眼于踏实，先办好一件事情，再办另外一件事情。对于中央来说，先做一个试点城市，在把饼做大后有条件的情况下再推广，这种“摸着石头过河”的改革方式其历史效果不错；而对于地方而言，比如上海，还是努力扎稳马步，打好基本功再说。1991年春天，邓小平在视察上海时曾明确表示：中国在金融方面取得国际地位，首先要靠上海。那要好多年以后，但现在就要做起。”而这显然是一个上海市政府自身如何定位的问题。上海不妨着眼于“服务长三角”这样的目标，有助于以低调的方式展现自己的雄心。

■大英小语

爱尔兰酒吧博弈：奇妙的60%客满率

英国学者拟用这个模型预测股市和汇率

◎李俊辰 (jonsson.li@gmail.com)
欧金伦敦投资有限公司特约经济学家和金融投融资顾问，现居伦敦

前段时间，不少英国学者希望利用经济与计算机合作，采用少数者博弈 (Minority Game) 模型来研究美元对日元汇率的变化。少数者博弈是最初由金融市场的合作和起伏现象所引出的简单的数学模型。它采用基于事件的模拟过程和类似于自旋玻璃理论的近似。用历史数据来训练模型，并用训练好的模型去做预测。预测的结果与实际的结果的标准差说明这种模型的确起到了一些预测的作用。当然这个一直受到传统经济学者的批判，因为后者认为这种变化是随机的布朗运动。可近来一直有文章来说明这种随机是不准确的，这些结果也重新点燃了很多人想用数学理论和模型到市场上赚钱的梦想。当然，也使很多人后悔当初为什么没有好好学数学。

关于少数者博弈，还要从爱尔兰酒吧谈起。

离研制出首枚原子弹的美国新墨西哥州洛斯阿拉莫斯国家实验室不远，就是复杂性科学研究的前沿阵地——圣塔菲研究所 (Santa Fe Institute, SFI)。近年来，这个研究所的物理学、经济、理论生物、计算机、数学、哲学等领域一些科学家把兴趣逐步转移到对经济作为复杂自适应系统 (Economy as an Evolving Complex System)、混沌边缘 (edge of chaos)、人工生命 (artificial life) 和系统进化 (evolution of system) 的研究。对传统的经济学、社会学、生物学产生了巨大影响。爱尔兰酒吧 (El Farol Bar) 问题就是由该所的著名经济学家布莱恩·阿瑟 (Brian Arthur) 于1994年提出的。爱尔兰酒吧吧是当地一家真实的酒吧。每周五，这家酒吧主打爱尔兰音乐时就会大爆满。当然，如果太拥挤的话，也会破坏

气氛，那许多人就宁可待在家里了。但问题是，所有人都有类似的想法。

阿瑟的解决方式如下：如果爱尔兰酒吧晚上满座程度不超过60%，每个人都会很开心。反之，要是超过60%，将没有人开心。于是，人们只有在估计酒吧客人不超过60%的情况下，才会去；否则便待在家里。那么，周五晚上人们到底该怎么估计呢？阿瑟先假定，既然没法用数学方式解决，不同的人将会依赖不同的策略。有些人就只简单假设，本周五的客人人数目大概和上周五差不多。有些人则回想上次他们去那儿时，酒吧里大约有多少人。不过在阿瑟的模型中，即使你本人没有去，你还是要弄清楚酒吧的客人人数。有些人则采用平均法，抓出前几个周末的平均客人人数。另外有些人则猜测，本周客人会与上周相反，也就是说，如果上周客人少，本周客人就会多。

接下来，阿瑟设计了一系列以爱尔兰酒吧客满程度为主题的计算机仿真实验，连续运行100周。他是创造了一群计算机仿真人员，让他们各自采取不同策略，然后由他们自行运作。由于这些计算机仿真人员遵循的策略不同，结果是酒吧吧人数每周波动得很厉害，没有规律化，而是随机变化，因此没有出现特定的模式，没有任何策略可供个人遵循，以确保选择正确。相反，所有策略大概都只能用一下就失灵了。不过，这个实验最引人注意的是：在这100周内，该酒吧的平均人数刚好落在六成满，等于群体希望的客满程度。换句话说，即使个人采用的策略都是要视其他人的行为而定，团体得到的集体判断，仍然可以非常理想。

这个问题后来又被简化成了少数者博弈，可以说是改变了形式的酒吧

问题。“少数者博弈”是由一位定居瑞士的名叫张翼成的中国人在1997年提出的。一个形象的例子是：有A和B两个房间，我们让N(N是个奇数)个人独立选择进入A或B房间。之后每个人按自己选择进入房间，如果A房人数少于B房，那么进入A房的人就赢了。假设你知道了前几次A房的人数 (当然，B房的人数是N减去A房的人数)，你如何决定下一次去哪个房间才能使你赢的机会最大？实际上，我们在生活中经常面对这样的选择，比如，在岔路口决定走哪一条路才不堵车等等。

就是这么简单的行为，但是它们的宏观的结果 (例如：一次进入A房的人数) 显现的那么杂乱和随机。这里有个有趣的怪闻，宏观的行为是很多微观行为的组合效应。但是这些微观行为会根据以前的宏观行为变化，因为假设每个个体的行为是与宏观行为有联系的，例如，有的个体用非常简单的规则来决定自己的行为。例如：上一次哪个房间人少，我这次就去哪个房间。但是，有的个体会用一些稍微复杂的规则。例如，如果哪个房间连续两次都是人最多，那么，下一次我就选哪个房间——因为他认为下一次别人不会去，因为它一直人多。这样，他的赢面反而大。但从宏观上看，它就成了一个不可预测的复杂系统。

少数者博弈可以运用于股市。每个股民都在猜测其他股民的行为而努力与大多数股民不同。如果多数股民处于“卖”股票的位置，而你处于“买”的位置，股票价格低，你就是赢家；而当你处于少数的“卖”股票的位置，多数人想“买”股票，那么你持有的股票价格将上涨，你将获利。而股民采取什么样的策略则多种多样，而策略完全是根据他们以往的经验归纳出来的，因而类似于少数者博弈。但是物理学家对少数者博弈研究的结论能否用来指导股民在股市上搏杀，并没有得到确认。因此，在现实生活中，至今没有人发现有炒股必赢的方法。

■排沙简金

“答案永远在现场”

◎王育理
管理专家，《经理人》商学院院长

20世纪是精英管理的世纪。我们熟悉了一大批挽狂澜于既倒的美国管理明星。《临血十杰》中那些明星运筹帷幄，运用数字化工具，决胜于战略整合，读得让人心醉神迷。可是美国次贷危机与安然等一系列巨型公司丑闻，把包含在严密数据中的巨大陷阱一下子摊在我们面前，令我们不寒而栗。

其实，那些数据，已经是“二手货”了。它们是经过若干人的趋利避害而提炼出的包含着错觉的信息。把管理建立在这些“二手货”上，而且自诩科学，怕是美国管理的致命缺陷。

这是个充斥着“二手货”的世界。我们已经身陷其中而不能自拔，我们习惯了听凭“二手货”的奴役，我们却很少听到来自现场的声音！

注重现场力量则是日本公司的传统。丰田、索尼、西武、松下、京瓷等一流公司，都是现场力量的信仰者。京瓷创始人稻盛和夫就说过，现场有神灵，答案永远在现场”。现场的神灵，使得稻盛和夫在42年的经营生涯中，一手创立了两家世界500强企业。

丰田生产方式TPS创始人野村耐一，毫不隐讳他是现场主义者。他抓住了一个朴素的真理：对人的智慧的浪费是最大的浪费，不能只用两只手，要活用员工的大脑。现物、现地、现时。现场能力，也就是现场工人整体的生产效率。对制造业来说，用人的创造性去耕耘的深度和精度是成败的关键。现场员工技术、销售和制造能力超强，可以持续突破极限，释放潜能，公司焉有输的道理！

一般管理容易把现场看成一堆数字，而TPS则把握住了现场的活人，把现场看成充满灵性的隐性知识集地。管理的重点不是驾驭可视数字世界，而是要把那些存储在血肉之躯中潜在的、隐性的创造能量发掘出来，并使由下而上的现场能力与由上而下的战略传递之间没有断层。

全球TPS的顶级专家河田信，在其专著《丰田管理方式》中，提出了一个经济信息的层次模型，构成基础第一层的，是经营过程的最深层、最前线、营销、技术、生产现场第一线。这一层的工作是由机械故障、工作中断、客户投诉、新兴热点等集合而成的。任意一个非数据、现场信息发生瞬间的最佳时间，取决于偶然碰上此种情况的工人自身瞬间所采取的举动。

只要非数据、现场信息一冒头就敲掉它。”这就是现场能力了。如果现场能力足够强，问题一冒头就敲掉它，还没有来得及产生第二层次物量信息和第三层次的货币信息，问题就已经解决了。

这种对现场信息的瞬间反应动作是符合全体最适这个目标的。这种现场能力，带有突发性、自发性、自决策、自律性等诸多特点。TPS实际上是在制造业流水线这个最容易抹杀人个性的地方，植入了一种活力因子，或者说建立起了现场自主运营的机制。

TPS的绝妙之处在于，它注重在过程中把一切可能形成的隐患全部消除。一道道程序已保证无暇瑕疵，他们没有质检人员，也没有加工庞大数据的ERP系统。而ERP在中国已经流行几十年了，真正成功的却很少。原因是“二手货”数据的真实性成了很大问题。而其中暗含的判断是，以数据来分析事实”。当这些数据本身是滞后的而且充满着错觉时，再依据它们来控制现场的“隐性知识领域”，还怎么对路呢？

现场神灵落脚在现场能力上。无论从前还是现在，运作现场都是以“非数据、现场信息”和“隐性知识”为主角的领域。TPS正是抓住了现场的这个特点，由现场工人团队协作，自主设计、自定适应性规则，自律自治，从而塑造了独一无二的生活组织。

河田信更在此基础上，发现了一个石破天惊的秘密：当第一层次完美的系统设计实现之后，第二层和第三层管理的必要性就会消失。这就是TPS的终极目标。也就是说，取消管理这个前提，改为以“不要管理”的思考为前提。

在全球经济不景气，能源、矿产等资源价格飙升，制造业利润趋零的背景下，TPS被认为是能让制造业摆脱困局的一套方法体系和工具。在笔者6月底去名古屋学习TPS的同时，韩国公司有5个班也在那里学习。据说，三星电子这些去年去名古屋接受培训的人超过了20000。为此前总统卢武铉还授予MIC 国家贡献奖。

以TPS为基础的精益制造，眼下正开始在中国流行。跟我们一起去看名古屋学习的久立集团董事长周志江还准备派出一个20个人的团队去日本学习。据说，在中国围绕精益制造顾问服务的从业人员，已经有了几千万人的规模。

TPS之父野村耐一说，TPS是一场“意识革命”。我体会，这个“意识革命”，首先是革“二手货”的命！当人们把焦点真正对准现场，真正对准真问题，无谓的争执就少了，公司的效率也就有了革命性的提高。

但愿，这场“意识革命”在中国制造业能来得更快、更凶猛一些。