

美欧危机走势：国有化和利益相关者

崔之元

此文修改稿发表于《21 世纪经济报道》

<http://www.jrj.com> 2008 年 10 月 11 日

题记：在美欧应对危机的政策上，最重要的新发展是大规模的银行国有化已正式启动，**因为以国家参股的形式救市不仅比用纳税人的钱来买坏帐挽救华尔街更有效，而且对公众也更公平**。在对危机的理论反思上，最深刻的是对“股东至上”公司治理模式的批判，重新认识利益相关者模式的积极意义。

自美国国会通过鲍尔森的 7000 亿美元救市方案以来，美国金融危机不但未见好转，而且越演越烈。今天道指自 2003 年 8 月来首次跌破 9000 点大关。更为严重的是，由于货币市场的共同基金和其他投资者面临流动资金的压力而越来越不愿意购买 [商业票据](#)，特别是到期较长的商业票据，商业票据市场在最近几周情况紧急。这对高度依赖短期融资的美国实体经济影响极大，甚至不少企业已经到了发不出工资的程度。联邦储备委员会于本周二宣布建立 [商业票据](#) 融资机制（CPFF - Commercial Paper Funding Facility），直接从合格的发行机构那里购买为期三个月的无担保商业票据和资产担保（asset-backed）商业票据。这是美国金融危机正向实体经济快速蔓延的严重信号。

为什么鲍尔森的 7000 亿美元救市方案不能稳定市场信心？索罗斯最近在伦敦“金融时报”撰文，给出了一个有趣的解释：如果 7000 亿公共资金只是按鲍尔森方案买坏账（无人愿意买的住房抵押贷款及其花样繁多的衍生品），解决华尔街的短期流动性问题，如同打水漂。但索罗斯说，如果 7000 亿公有资金注资银行持股，则根据巴塞尔 8% 资本充足率协议，能带来 84000 亿的安全总资产。所以他语出惊人：“只有国有化，我才跟进购买问题银行的股份”。

索罗斯的国有化主张正在被越来越多的人所支持。伦敦经济学院的 Buiter 教授（曾任英国央行货币政策委员，欧洲开发银行首席经济学家）甚至在他的“金融时报”博客专栏打赌：2009 年底前欧洲和美国银行绝大部分将国有化（“My best bet is that by the end of 2009, most of the North Atlantic region's banking sector will be in public ownership”）。

在“金融时报”上，约翰霍普金斯大学的经济学教授卡罗尔（Christopher Carroll）举了一个生动易懂的例子，来说明为什么国有化要优于鲍尔森的“问题资产救助计划”（**Troubled Asset Relief Plan, 简称 TARP**）。卡罗尔把罗马古城庞贝城的毁灭与鲍尔森的“问题资产救助计划”进行了比较。他说，假定在公元 79 年的 8 月 24 日（即维苏威火山爆发的前一天）罗马银行拥有 1 亿元储蓄存款，同时罗马银行向罗马帝国公民放贷 1 亿 1 千万元。也就是说，罗马银行的净值是 1 千万元。第二天，维苏威火山爆发吞噬了庞贝城居民借款所抵押的财产达 2000 万元。至此，罗马银行资不抵债。因为贷出去的 1 亿 1 千万元中有 2 千万元肯定收不回来了，也就是说最多只有 9 千万元贷款可以收回，而存款为 1 亿元。罗马银行不可能再进行任何新的贷款，即便

是对有盈利且信誉好的公司也不可能再放贷款了。罗马银行破产的原因是因为市场对庞贝居民（现在已不存在了）偿还贷款的信心崩溃了。

类比庞贝城，美国目前的金融危机也是因为放贷款者对于次贷借款人是否能够偿还债务的信心崩溃而触发的。虽然美国次贷债券抵押的资产将来还是能够恢复一些价值的，而庞贝城的房屋已被毁灭了。但是卡罗尔认为，从本质上来看美国目前的情况与庞贝的情况没有什么不同。问题的关键是罗马银行损失的金额（2000 万）是否超过了维苏威火山爆发前罗马银行的净值（1000 万）。鲍尔森方案的实质是要罗马皇帝尼禄从罗马帝国的国库中拿出 2000 万元来购买罗马银行手中的庞贝城的抵押契约。但卡罗尔教授认为，更好的方案是尼禄皇帝投资 2000 万元于罗马银行，而不是购买其 2000 万元庞贝城的抵押契约。如果维苏威火山爆发的谣传是假的话，尼禄可以拥有罗马银行的一部分所有权，他可以以后卖掉这些股权收回投资。用今日语言来说，这就是说：公共资金用于银行国有化优于购买坏账。

银行国有化被提上救市日程的关键是本周三英国政府正式宣布的救市计划。该计划明确要求，为银行提供公共资金必须以部分国有化作为交换，这一原则远比鲍尔森的救市计划对公众更有吸引力。包括汇丰银行在内的 8 大英国银行已经加入被救名单。欧洲各大国很可能效仿英国的国有化救市方案。在这样的背景下，美国财长鲍尔森也于昨天宣布，美国也将用公共资金向很多银行注资持股。这意味着对上周国会通过的鲍尔森方案的重大改变。至此，国有化在欧美已经形成不可阻挡之势。因为以国家参股的形式救市不仅比用纳税人的钱来买坏帐挽救华尔街更有效，而且对公众也更公平。

如果说，在美欧应对危机的政策上，最重要的新发展是大规模的银行国有化的正式启动的话，那末，在对危机的理论反思上，最深刻的是对“股东至上”公司治理模式的批判，重新认识利益相关者模式的积极意义。

在对当前金融危机原因的各种讨论中，注意焦点大都在金融衍生品泛滥上，对上市公司大规模回购本公司的股票因而带来现金枯竭的情况尚未给予足够的关注。而这是和“股东至上”公司治理模式有关的。美国麻萨诸塞大学洛厄尔分校（University of Massachusetts Lowell）的威廉·拉佐尼克（William Lazonick）教授长期从事对股票回购与公司治理理论和创新型企业的研究。在金融危机愈演愈烈的今天，拉佐尼克教授将华尔街的五大投资银行和三大商业银行 2000 年至 2007 年股票回购的规模和这 8 大银行由于次贷危机被迫销帐的金额做了对比（请见表一）：

表一：

	2000-2007 股票回购金额 (美元)	在股票回购金额 最大的公司中的 排名 (2000-2007)	2007 年第四季 度至 2008 年 7 月销帐金额 (美元)	股票回购金额与 税后净收益的比 例 (%)
美国银行	556 亿	第 4 位	153 亿	55
花旗集团	371 亿	第 9 位	575 亿	31
高盛	302 亿	第 12 位		70
摩根大通	212 亿	第 18 位	87 亿	36
美林	210 亿	第 19 位	468 亿	56
摩根斯坦利	190 亿	第 24 位	117 亿	46
雷曼兄弟	167 亿	第 30 位	70 亿	92

贝尔斯登	84 亿	第 48 位 (2000-2006)	34 亿	
房地美	84 亿	第 53 位		
房利美	41 亿			

来源：威廉·拉佐尼克“追求股东价值：美国经济中的股票回购”。William Lazonick, “The Quest for Shareholder Value: Stock Repurchases in the US Economy”.

拉佐尼克指出，这 8 家银行中除了高盛在次贷危机大爆发之前卖掉了手中的次贷证券从而避免了大规模销帐，而摩根大通由于业务的多样性使其能够相对较好地消化损失外，其它几家，特别是投资银行，都遭受了现金的极度短缺。而如果这些银行没有在 2000 年至 2007 年间花费大量现金回购本公司的股票的话，也不至于在次贷坏帐大规模显现后落到到处寻求资金注入以避免破产的境地。从上表我们可以看到，这 8 家银行用于股票回购的金额占其税后净收益的比例相当高，雷曼兄弟占到了 92%。同时，大规模回购股票的做法并不仅限于这些银行，事实上，很多大的公司包括高科技的信息通讯、医药产业公司和传统产业的公司都在做，而且股票回购所用金额占税后净收益的比例非常高，大大超过了普通股和优先股分红所用的资金（详见表二）。股票回购占用了大量资金致使许多公司要想其它办法筹集研制新产品的资金。

表二：2000 至 2007 年标准普尔 500 家公司中股票回购规模前 50 名公司的股票回购金额与税后净收益的比例，以及普通股与优先股红利与税后净收益的比例

2000 年至 2007 年股票回购规模排名	公司	普通股与优先股股票回购金额与税后净收益的比例 (%)	普通股与优先股红利与税后净收益的比例 (%)
1	埃克森美孚	47	29
2	微软	80	63
3	IBM	63	15
4	美国银行	55	49
5	PFIZER	76	61
6	通用电器	29	49
7	CISCO SYSTEMS	151	0
8	英特尔	93	18
9	花旗集团	31	36
10	PROCTER GAMBLE	80	44
11	惠普	128	33
12	高盛	70	9
13	家得宝	54	16
14	沃尔玛	31	20
15	强生	39	37
16	戴尔	136	0
17	时代华纳	-56	-4

18	ORACLE	92	0
19	AT&T	25	65
20	摩根大通	36	51
21	美林	56	17
22	百事可乐	64	35
23	UNITEDHEALTH	95	1
24	AMGEN	126	0
25	摩根斯坦利	46	23
26	ALTRIA	26	56
27	华特迪斯尼	92	27
28	美国运通	69	18
29	UPS	64	34
30	雪佛龙	17	35
31	雷曼兄弟	92	10
32	CBS	-70	-9
33	德州仪器	108	10
34	MERCK	34	53
35	3M	58	43
36	麦当劳	64	30
37	波音	69	33
38	ALLSTATE	49	27
39	ANHEUSER-BUSCH	69	37
40	WELLPOINT	99	0
41	可口可乐	30	53
42	SYMANTEC	413	0
43	KIMBERLY-CLARK	62	43
44	CONOCOPHILLIPS	17	19
45	COMCAST	112	0
46	CIGNA	133	13
47	CARDINAL HEALTH	93	6
48	VALERO ENERGY	51	5
49	UNITED TECHNOLOGIES	37	24
50	APPLIED MATERIALS	105	6

来源：同上。

那末，这些公司为什么要斥巨资回购本公司的股票呢？拉佐尼克认为，从理论上讲，这种行为是经济学中的委托—代理理论以及公司应追求股东利益最大化的意识形态胜利的表现。根据委托—代理理论，在现代公司所有者（投资者、股东，也即是委托人）和经营管理者（职业经理人，也即是代理人）分离的情况下，公司投资者的有限理性和逆向选择倾向往往使其无法事先选出能够有效配置资源、从而能给股东带来最大收益的经营管理者。同时，经营管理者的道德风险和机会主义倾向，又使得他们在配置资源时经常利用职务之便以追求自己的利益而非股东的利益。经营管理者可能会为了打造自己的王国而配置资源，他们也可能囤积剩余现金、控制这些尚未投资的资源，或者他们干脆利用对资源配置的控制权中饱私囊。

对此,主张股东价值应当最大化的詹森教授提出公司应当尽量减少自由的现金流(Free cash flow)。所谓自由的现金流,根据詹森的定义,既是公司在支付了所有能够为股东带来收益的项目后所剩余的现金。詹森认为这些自由的现金流是经营管理者与股东利益冲突的焦点。问题的关键是如何能够激励经营管理者“吐出”这些自由现金流,而不是将其浪费在低效率的项目上。这里,股票市场将发挥公司治理的作用以解决这一代理问题。如果一个公司不能够为股东带来收益最大化,股东可以卖出股票。而大量股票的卖出会导致公司股票的大幅下跌,从而使得股东能够以低廉的价格接管公司,并聘任能够为其“吐出”自由现金流、带来收益最大化的经营管理者。詹森还认为,利用贷款购买接管公司的做法使得股东能够将股权转让成债权,从而迫使经营管理者以支付利息的方式“吐出”自由现金流。当然,使股东利益最大化的最好的办法是支付给经营管理者以股票为基础的薪酬,例如期权,这样经营管理者的个人利益就和股东的利益一致了,他们只会去从事那些可为股东带来收益的项目,而将剩余的自由现金流以红利或者股票回购的方式发放给股东。

詹森的理论除了无法解释为什么只有股东是剩余索取者,而其它的利益相关者(工人、政府、和社区等)都不是剩余索取者,因而需要最大化股东的收益以外,还不能够解决如何测量什么是自由现金流的问题。公司的创新投资是充满了不确定性的。公司的经营管理者在进行战略投资时面临着技术、市场、和竞争等等的确定性。因此无法百分之百的确定那个项目一定会给股东带来最大的收益,从而也无法确定什么是剩余的自由现金流。但是,詹森的理论确实为上市公司斥巨资回购本公司的股票以使股东的收益最大化提供了理论基础。我们从第二表中已经看出,2000年至2007年间,股票回购规模最大的50家公司,其用于股票回购的金额大大超过了普通股和优先股所得的红利金额。究其原因,即是股票回购会推高公司股票的价格,使得包括经济管理者在内的股票持有人的利益最大化。

从上世纪五十年代起,美国的公司为其管理层发放股票期权就成为了一种较为普遍的做法。第二次世界大战以后,美国的所得税法规定收入最高阶层的边际所得税率为91%。1950年的税收法案使得公司的管理层可以对股票期权行权所得到的资本收入只缴纳25%的所得税。公司管理层的这种特权在1960年代受到了政治上的批评,险些被取消。然而,1960年代又出现了一种目的完全不同的股票期权。新兴的高科技公司开始利用股票期权来吸引技术人才以及非管理层的行政专业人员,使其愿意放弃在成熟公司里的稳定收入。这种做法在硅谷尤其普遍。在许多高科技公司里,不仅管理层以及技术、行政专业人士拥有股票期权,一般的员工也能得到股票期权。当然,公司最高管理层(Top5)所得到的股票期权是普通员工的几十、几百甚至几千倍。因此,公司的最高经营管理者对回购本公司股票、以推动其价格上升的积极性是很容易理解的。

在公司的财务声明中,经营管理者们经常提到回购股票的目的是因为公司不断发放股票期权的方案会稀释股票的价值。这种说法从表面上看似乎是很有道理的,但是仔细一想还是有矛盾的。因为公司发放给内部人员(不论是最高管理层,还是技术人员和行政专业人员等)的股票期权是一种奖励。也就是说,公司认为这些人已经给或是将要给公司带来收益,因此是增加公司的价值而不是减少公司的价值,当然这些股票期权所带来的公司价值的增加是需要一个过程的。

另一种被公司的经营管理者所经常提到的回购股票的原因是,他们这么做是向市场传递一种信号,即他们对公司股价长期稳定上涨有信心。然而,从公司财务的角度看,只有当公司在其股票价格大幅上升后再卖出以前回购的股票,公司才能获得利益。但是,在股票市场大幅上扬的九十年代末期,我们并没有看到公司大量卖出股票获利的情况。事实是,公司的管理层在其股票期权行权后,作为股票所有者个人,在公司股票回购中变现获得了巨大的利

益。

应当指出的是，许多国家是不允许公司回购本公司的股票的。即使是在美国，1982年以前，美国的证监会也是常常将股票回购看作是公司操纵其股票价格的一种做法，回购股票的公司是冒着被证监会调查的风险的。但是，在1982年以后，做为对金融业放松监管政策的一部分，美国证监会在其新规则10b-18中保证了，只要公司在公开市场上每天回购的股票数量不超过该股票平均每日交易量的25%，证监会就不会对该公司提出操纵股票价格的调查。在美国目前的金融危机中，公司股票回购对社会财富分配以及对经济增长的影响、和相关的公共政策的讨论正在将进入公众的视野，公司治理的两大模式---股东至上模式和利益相关者模式---争论必将在新的水平上展开。