

## 郎咸平风波，所有者掠夺与“好的市场经济”

崔之元

香港中文大学金融系的郎咸平教授是为我国 7000 万股民所熟知的人物。自 2001 年以来，他高举保护小股民的旗帜，力主在证卷业监管上实行“辨方举证”和推动小股民“集体诉讼”，特别是准确预言了有“中国股市第一庄”之称的“德隆”的崩盘，从而被股民们誉为“朗监管”。2004 年 8 月，郎咸平在上海发表“在国退民进盛宴中狂欢的格林科尔”的演说，引发了“郎顾之争”（郎咸平与格林科尔董事长顾雏军）和一场范围广泛的国企产权改革大讨论。他大声疾呼制止国有资产流失的势头，反对管理层自我定价收购不上市的国有股。据新浪网调查，90%的普通民众支持郎咸平的观点。但不少经济学家则认为他哗众取宠，是“民粹主义”者。郎咸平的思路究竟是怎样从“保护小股东利益”发展到“制止国有资产流失”的呢？

最近，社会科学文献出版社翻译出版了郎咸平的论文集《公司治理》，汇集了他国际上著名的经济学杂志《政治经济学》，《金融经济学》上发表的论文。同时，东方出版社出版了郎咸平的《操纵--机构投资人与大股东操纵策略案例》，它搜集了西方国家、香港和中国大陆的操纵案例，主要是关于大股东（往往是家族控股股东）如何剥削小股东。从郎咸平这两本书可以看出，他从“保护小股东利益”发展到“制止国有资产流失”，是有内在思想逻辑的。关键在于，大股东既然可以剥削小股东，也就可以继而剥削债权人，也就可以进而剥削劳动者。而具体机制，则是顾雏军这类私人企业家，通过低价场外收购国有股，形成印尼和菲律宾那种“金字塔控股结构”。

实际上，如果我们检索一下西方主流的金融学、法学和经济学杂志，就会发现大量的文章是研究掠夺(looting)、操纵(manipulation)、淘空(tunneling)、和剥削(expropriation)。其中最著名的是加州伯克莱大学的乔治·阿克洛夫(George Akerlof)和罗墨(Paul Romer)1993年所提出的**所有者掠夺的一般模型**。阿克洛夫和罗墨是两位世界一流经济学家，前者与斯蒂格利兹(Joseph Stiglitz)并称“不完全信息经济学之父”并同获诺贝尔经济学奖，后者是内生增长理论的创使人。他们的关于所有者掠夺的一般模型是针对美国 1980 年代末的“储蓄与贷款协会”(一种以经营房地产为主的银行)破产而提出的。在他们的论文“掠夺：为获利而破产的经济地下世界”发表前，经济学家们一般用政府提供存款保险导致银行投资不谨慎来解释“储蓄与贷款协会”的破产危机。但是，在阿克洛夫和罗墨看来，不谨慎并非破产主因，因为许多投资是在明知项目不可行的情况下作出的。真正的原因是所有者通过投资负收益的项目而掠夺本企业资产。他们认为，资深调查记者所写的“盗窃通行证”和“空前的银行抢劫”比许多经济学家想当然的“不谨慎投资”解释更接近现实。那么，所有者如何掠夺本企业资产呢？阿克洛夫和罗墨提醒我们回到企业资产的会计恒等式：

资产=所有者权益+负债=净资产+负债

据此，阿克洛夫和罗墨建立了所有者掠夺本企业资产的一般模型。其要义是，只要所有者(包括个人和母公司)只负“有限责任”(这是现代企业制度的常态)，并且投资要经过若干个会计期才能完成，所有者就可以人为膨胀前期会计净资产值，从而增加所有者权益分配，尽管后期会计将会显示整个企业的亏损。这就是阿克洛夫和罗墨所谓“为获利而破产”或有意选择负净现值的投资项目。

尽管郎咸平的论文中没有直接引证阿克洛夫和罗墨，但他们的精神是一致的。这可以从郎咸平对净现值法(Net Present Value)的独特解释中看出。他认为，许多教科书没能讲清为什么净现值法是最好的项目评估方法，即净现值法能反映出小股东因负的净现值的投资所受的损失，而大股东则“可以选择投资低收益或负收益的项目，因为他们可以产生利益侵占的机会”(郎咸平《公司治理》第65页)。为什么大股东可以从低收益或负收益的项目中获利？郎咸平着重以“金字塔控股结构”来说明。他用下图说明“金字塔控股结构”的运作：



这个家族控制了公司 D 的 51% 的股权,但是它的对 D 的实质所有权只是 7%(= 51%\*51%\*51%\*51%)。郎咸平总结道：“家族可以将公司 D 的资产以低于正价出售给控制性家族，或向控制性家族购入高于正价的资产。这类交易有利于家族，因为他们对底层公司拥有权低（7%），但控制权高。以下是一个例子：控制性家族向 D 公司购入了一批低于正价 1 0 0 元的资产，家族通过公司 D 的亏损是 7.6 元（1 0 0 \* 7.6%），但是利润确是 1 0 0 元，由此可见，这项交易的净利润是 92.4 元，也就是剥削少数股东的利益”（郎咸平《操纵--机构投资人与大股东操纵策略案例》第 137 页）。在这个例子中，公司 D 进行了负收益的项目（低于正价 1 0 0 元的资产出售），但控股家族却通过“金字塔控股结构”而获利。

在考察了东亚 9 国 2980 家公司后，郎咸平指出，东亚公司的大量财富集中在少数几个家族手中。例如，在印尼和菲律宾，通过“金字塔控股结构”，十大家族控制了本国股市总市值的 5 0 %。家族集团内部的关联交易，造成了许多负收益的项目，因而放大了外部投机者的冲击，成为亚洲金融危机的重要内因。而令郎咸平担忧的是，中国已经出现了以德隆和格林科尔为代表的“类家族企业”。让我们略仔细看看“郎顾之争”的焦点——格林科尔集团内部的关联交易。

顾维军的“类家族企业”的两个主要成员是香港格林科尔科技控股有限公司（香港上市公司）和生产制冷剂的天津格林科尔公司（顾维军私人所有的全资公

司)。2001年底,香港格林科尔公司向天津格林科尔公司预付2.3亿元购买制冷剂,2002年4月,顾维军收购的广东顺德科龙公司宣布向香港格林科尔购买价值2700万元的制冷剂,6月,科龙公司新任管理层到位后,又准备继续向香港格林科尔购买价值为3亿元的制冷剂。通过这条交易链,我们可以清楚地看到,科隆公司的资金流入香港格林科尔(该上市公司本身是销售公司),而香港格林科尔的资金又流入了天津格林科尔顾维军私人所有的全资子公司。据《财经》杂志的报道,这是一个相当典型的关联交易(顺便说,顾维军先生如认为郎咸平的分析有误,他似乎应该起诉更早报导该消息的《财经》杂志)。什么是关联交易?好比一个杯子,它本身正常市场价值10块,但如果几个公司是有关联的,关联公司用1万元来购买这个杯子,即形成了关联交易,实际上是进行资产转移,是对小股民的剥夺。《财经》杂志详细报导了香港格林科尔公司与天津格林科尔公司及科龙公司三者之间的关联交易,很严肃的质疑了顾维军先生。《财经》记者去采访天津格林科尔公司,因为它以2.3亿元卖其制冷剂给香港上市公司,但其实际年产量根据天津市工商局的检查只有50万吨,根本就没有那么大的生产能力,但记者去的时候受到保安阻拦,根本不能进到厂房里。经过一天的观察,记者发现,工厂仅有上百人在上班,并了解到这里的人员变动很大,基本上是几个月就换一批人。也就是说,支持香港上市公司的天津格林科尔公司竟是一个如此小规模的公司。记者惊异地指出:格林科尔香港上市公司公布的年报,竟说它营业收入三年中增加了3300倍。它自称是一个世界知名的制冷剂生产企业,其94%的产品销往欧洲和加拿大等地。但如果真的出口就要有出口退税,而《财经》记者去海关查了出口退税单,据海关人员回忆,2000年一季度只有5万多元。有人曾来咨询格林科尔公司的情况,海关于是咨询格林科尔有没有必要再办理出口退税,格林科尔答复是自己规模小,没有必要办理,只有5万多元这一笔(见《黑幕与陷阱》一书第六篇,《财经》杂志编辑,著名经济学家吴敬琏先生作序)。

格林科尔的故事讲到此,还属于一般的剥削小股民的关联交易,还没有和“国有资产流失”联系起来。建立这个联系的关键是看清顾维军收购广东顺德的科龙(桂镇政府控股的上市公司)的过程中的关联交易。郎咸平和《财经》记者都认为,顾维军和科龙的原大股东容桂镇政府之间达成默契,以优惠条件收购容桂镇政府持有的科龙法人股,之后豁免容桂镇政府原先欠科龙的债务。这是损害作为上市公司的科龙的小股东的利益的。这种关联交易使“保护小股东利益”和“制止国有资产流失”联系起来。在更一般的意义上,郎咸平指出,“在2000年国家股及法人股转让实例中,法人股的平均转让价格为同期流通股平均价格的13%。由此来看,那些处于相对控股地位的控制性股东可以用很小的代价,通过法人股场外协议转让,实现对一家上市公司的控制。”(郎咸平《操纵--机构投资人与大股东操纵策略案例》第76页)。因此,国有股和国有法人股的场外协议转让,成为中国私人企业家建立“金字塔控股结构”的关键环节。也正是因此,郎咸平提出管理者自我定价的管理层收购应该停止。

郎咸平认为中国的管理层收购,好多经济学家称为中国的MBO,实际上不是MBO(Management buyout),而是MBI(Management buyin)。MBO是管理层收购市场上上市的股票,美国管理层收购的最大案例是1988年12月RJR Nabisco公司的管理团队计划买下本公司所有上市的股票,将上市公司变为非上市公司。管理层开

始出价每股 75 美元，它向银行借钱购买，但是其他公司的管理层认为这远远低于该公司的价值，其中一家 KKR 公司以每股 90 美元的价格购买 RJR Nabisco 公司，最后，RJR Nabisco 公司的管理团队以每股 112 美元买到。而郎咸平批评的中国管理层收购，不是收购上市的股票，而是收购不上市的国有股和法人股，且又没有有一个公开竞价的过程，完全由管理层自己定价。这对公平和效率都没有任何好处。这恰恰是现在最值得我们关注的问题。

在 MBO 问题上，有一位反驳郎咸平的是国务院发展研究中心的张文魁研究员。张先生早在 2003 年 12 月 17 日网上就有一篇文章，标题是《力推“场外转让”，慎对“补偿式全流通”》。现在我们国家流通股是个人的，占 1/3，还有 1/3 是国有股，1/3 股是法人股，后两者不流通。近几年有一个政策争论焦点是如何使国有股和法人股流通，成为“全流通”。但是这样会损害流通股股民的利益，流通股的股民对此不满，一位叫张卫星的股民代表在网上写文章主张补偿式全流通。而张文魁则主张在市场之外进行场外转让，他认为国有股场外转让的主要形式是协议转让，而不可能是在交易所中挂牌交易，或者竞拍。这和我们国家最近一个宏观政策是相违背的。国土资源部规定在今年 8 月 31 日以后不能再有土地的协议转让，必须是拍卖。可是国有股转让的主要形式为什么在张文魁看来还应是协议转让呢？**我们必须使国有股的协议转让也有一个“8.31 大限”！**

至此，我们可以看到郎咸平的思路是怎样从“保护小股东利益”发展到“制止国有资产流失”的。关键是理解所有者掠夺理论，以及私人企业家通过低价场外收购国有股而形成印尼和菲律宾那种“**金字塔控股结构**”的现实危险。吴敬琏教授曾提出区分“好的”和“坏的”市场经济。郎咸平风波的重大意义，正在于引发一场关于什么是“好的”市场经济的全民大讨论。这场讨论正方兴未艾。

（郎咸平《公司治理》，社会科学文献出版社，2004。

郎咸平《操纵--机构投资人与大股东操纵策略案例》，东方出版社，2004）