

本文系正式文章:《特朗普时代:克林顿美式全球化的终结与供给侧改革的全球复兴》的第二篇分段节选,有扩充,主题是导致美国今天经济问题的来源,今天聚焦 80 年代中后期美国实体经济的脱实入虚和对今天中国的警示。

特朗普时代前传： 80 年代中后期美国经济“脱实入虚”的萌动及对今日中国的警示

■ 简练

80 年代中后期美国经济 “脱实入虚”的萌动——杠杆并购

里根、撒切尔 80 年代早中期的改革,的确是立足于振兴供给侧的。但是却没有达到效果。根本原因是实体经济发展停滞,金融行业开始在“存量发掘”上做文章。这是美国经济脱实入虚的萌动。里根、撒切尔的败笔,在英国是片面私有化,在美国,则是让摘桃子的人(Value Taker) 凌驾于价值创造者 (Value Makers)之上。这里面,钻监管空子而未被制止是一大原因,毕竟摘苹果比种苹果容易的多。这些现象,集中体现在传统工业等领域。同期,信息技术产业开始起飞,西方信息技术产业(很快加上通信技术产业)和其他大型产业(能源、交通、电力、钢铁、建材等等)之间走势的差别就此出现。

在 80 年代, 美国也并非全然没有出现产业强人, 挽救了克萊斯勒公司的李·艾柯卡就是典型的美国英雄。但是, 由于左翼社会运动的崛起, 大公司的发展被压制, 沉闷的局面仍未改变——其中, 最具有杀伤力的就是 1988 年问世的“人类导致全球变暖”理论。在这一问题上, 撒切尔夫人做了次带有投机味道的事, 她为了压制自己的长期对手——英国国有煤矿而推动核电, 成为该理论站台的第一个国际重要政治人物(需要指出的是, 里根和老布什并没有大力支持这一运动, 尤其是里根从未支持过, 精心把它扶上台的是此时还很年轻的政客——戈尔), 结果在后来反噬了自己——该社会运动一旦扩散, 核电由于“安全因素”也被干扰, 在西方几十年没有新的建设, 对此, 撒切尔在 21 世纪的回忆中后悔不已。这一运动在克林顿时代发扬光大, 这是后话。

80 年代美国产业英雄李·艾柯卡, 在日本汽车长驱直入美国市场时奋起直追。在 50—70 年代技术推动的新市场需求突然消失后, 大量西方大型制造业成了停滞行业, 这时候金融新兴势力来了, 而且逐渐蚕食并长期统治西方这一产业领域。这就是 KKR 为代表的私募股权(PE)公司。他们启用连环高杠杆(通常是养老基金成为基金 LP, 保险公司提供过桥贷款, 银团贷款, 垃圾债券, 形成四级杠杆)现金收购上市公司, 退市后折腾一番再上市。这种行为连带激发了股市突击手 (corporate raider)等寄生行为(并购通常使标的公司股价

上涨, 如提前得到消息可提前布局)。“积极股东主义”盛行于世, 大量制造业上市公司被并购和转卖, 而私募股权公司接手后, 由于操盘手并非专业出身, 实质上玩的是靠削减研发投入等短期手法粉饰报表再上市套利的路数。具体的方法是: 在法律上将为并购建立的工具性法律实体和并购对象合为一体, 这样工具性法律实体为收购借的大量债务就变成并购对象的债务。并购对象通过大量削减成本——包括日常开支、员工及研发开支来还债。在这一过程中, 起先利润会很低(因为还债有利息), 但避免了税收(利息在交税前扣除, 记住, 原来公司被并购前没有高负债也就没有这笔利息, 那利润是要交税的)。随着利息逐渐偿还, 净利润就重新增长, 这样形成一个很好的 2—4 年的记录, 再拿上去市。而美国资本市场由于摆脱了高通胀, 所以在 80 年代中后期是有个持续的牛市的, 市盈率本来就比原来高, 而做出增长的上市前利润记录能搞个好估值, 如此卖出, 并购型 PE 就赚钱了。当然, 在经济上衡量, 利润很高, 所以后来有些经济学家拿着这资本进出的利润说 PE 如何如何“提升了经济效率”, 如果真的靠提升效率赚的钱, 那应该不受时间限制, 但其实并购型 PE 都是集中在某一时段爆发, 到今天也就三次热潮(Merchants of Debt, 已经翻译为中文《门口的野蛮人 2:KKR 与资本暴利崛起》, 写于 1992 年, 详细记录了 KKR 在 80 年代的几个案例)。

请注意这种并购和普通并购的不同。并购是企业成长历程中的一种常见行为, 本身是中性的(但并购后的整合从来都是很艰巨的任务), 有价值的并购是互有所需, 比如一些本身太小但有独到技术的公司通过被并购整合到具有系统能力的大中型企业里面发挥价值, 这在科技领域是常见的。但上述并购是纯财务公司并购实体经济企业, 而且大规模动用杠杆(而非自有资金或换股并购)。很显然, 这在本质上没有对企业的长期研发尤其是长期战略路径进行什么考虑, 这样一种短期操作, 对企业少有改进, 甚至摧毁了企业的长期研发体系。李·艾柯卡本人就非常厌恶这种行为。但在欧美, PE 成为传统行业公司的股东的现象持续了 20 多年, 在 80 年代中后期、2005—2007 年及最近有三轮热潮, 拿在手上的更多——现在在中国公司海外并购会发现大量企业的卖主都是 PE。平庸是这些产业近 30 年的主要特



图: 特朗普在演讲中

点。这也是规律: 从产业史看, 凡是进入金融性资本来全面主导局面的行业, 往往是技术进步已经停滞的行业(新技术不出现, 才比谁的钱更雄厚)。人类的进步, 就是要避免停滞。那么为何那时“积极股东主义”能得到相当的公众赞同, 主要是因为美国当时的管理结构正好处于一轮青黄不接的状态——大部分 19 世纪后期到 20 世纪前期创立的大中型企业创立者及其家族多已退居二线, 经过 60 年代的管理层接管, 大部分企业的经营很波澜不惊。另外, 80 年代初沃尔克治理通胀时的高利率也让一些企业经营困难, 80 年代中期大量制造领域的美国企业全面受日本冲击, 非常窝囊。这时有一批像《华尔街》电影的盖柯这样的人振臂一呼, “贪婪就是好”, 舆论就会一片倒, 再加上小股东天生墙头草, 有人出高价收购股票当然愿意卖。结果, 门口的野蛮人并没有振兴美国企业打败日本人——当 90 年代初这场泡沫破灭时, 他们就是一窝蜂跑去相对保守的房地产(REITS)市场了。

美国 80 年代中后期并购方面的 教训给今日中国的警示

需要特别指出的是, 中国资本市场的设计者在海外留学时, 正好赶上了这一浪潮, 这给他们留下了深刻的印象。而且那时这些活动的不利后果还没有真正表现出来, 这一情节导致了设计能带来“中国版的野蛮人之争”的制度(如高收益债)一直是一些群体的情怀。但事实上, 美国 80 年代中后期的经历为今天的中国敲响警钟, 我们也出现了类似的问题: 个别激进保险公司及控股集团突然冒起, 一些实业家如董明珠在公司治理上的被围攻, 和 80 年

代的美国多么类似! 差别仅在于: 美国并购的最主要资金来源是银团贷款和垃圾债券, 可以以工具性法人实体借债, 中国不允许, 所以中国财务举牌/并购的主体成了保险公司——靠发售等同理财产品质性的万能险的保险公司, 再和背后出资人的各种形形色色的融资结合在一起, 瞄准中国改革开放以来股权分散的一些大中型企业(这类企业通常不是典型国企, 而是有强人执掌的民营)进行举牌。而且这种举牌不像美国那样要全盘并购, 只需要成为最大股东(对那些股权分散的公司, 通常 20% 以上即可)就可以介入公司的经营。

2015 年年底以来, 在宝万之争中, 华生(80 年代中国改革最重要的设计者之一)出来反对“谁钱多谁说了算”, 这是有道理的。只是万科是过去 20 多年本身搭顺风车的房地产企业, 还不是特别典型。真正值得警惕的是对格力电器、特变电工这样的由能人一手领导带大, 具有重要科技产业制高点意义, 同时因为出身集体所有制而股权分散的公司的举牌——其中格力电器在 2016 年底的股价异动说明它已经成为目标。

为什么不能放任靠发行金融产品的金融机构无节制的举牌企业并查收企业经营? 因为只有一手带大企业的能人能最准确的评估企业下一步战略应该怎么走——这种为企业奋斗几十年乃至企业的实际创立者, 一般都视企业为自己的生命。而企业的每一次决策尤其是重大新产品研发, 有必需的投入时间——在中国最近很多案例中是 2—5 年(指物质领域或真正高技术领域的新产品, 不包括媒体领域的互联网“产品”), 一般 3 年较常见(越是从无到有的越难, 越是没有国外先例的越难; 比如康得新搞增光膜、欧菲光搞新型触摸屏、摄像头模组, 2—3 年; 比亚迪从无到有搞“云轨”, 5 年; 京东方搞扩产走出困境, 3 年; 特变电工搞超高压、特高压产品, 3 年左右; 华为从提出“云、管、端”搞高清图像传播, 研发了三四年了), 而后这个重要产品能给企业带来 3—4 年的回报期, 同时又用于维持新一批“下一代产品”的研发。这个过程中还可能出现多代产品迭代式研发, 多领域同时研发等情况, 但每个产品研发消耗的时间是硬要求, 很难改变。

由此可见, 企业本身的产品研发—收获/下一代研发—收获是一个连续流, 正是这种不断滚动的企业决策推动了人类技术的进步和

生活边疆的开拓。简单地把企业看作现金奶牛, 是一种短视的行为。对于大部分企业, 现金奶牛(如它能达到的话)只是一个假象; 如果它不投入研发, 那种稳定的利润——分红撑不过 5 年——那么即便按照每年分红率占市值 6% 计算, 也不过能分出市值的 30%, 一旦 5 年后企业败落, 持股者企业价值的损失更惨(不要提巴菲特, 巴菲得分红型企业的典型是喜诗糖果, 这种非科技民生行业不多且美国不是靠糖果立国的)。其实, 这就是为什么俄国很多被私人寡头控制的前苏联大型系统性企业逐渐落后的原因——俄国大亨大多不做再投资, 有了利润就汇到国外, 俄国现在已经陷入国内技术相比国外落伍, 寡头性企业把持国内物品高价人为维持利润的局面(更惨的是败落, 比如乌克兰, 前苏最高尖端的技术因为私人大亨没有兴趣参与——太难榨取现金, 扎波罗热的电力传输技术就由特变电工系统性吸收)。

明白企业运转的基本原理, 我们再来比较一下“举牌”相关的两个群体所做的事情: 一个是辛辛苦苦做了 20 年乃至 30 年的企业, 一心为企业长期发展着想(比如格力电器董明珠, 比如南玻的曾南), 一个是对外发理财产品, 短时间内囤积几十亿、几百亿的现金, 被堆着的现金推着“不得不”到处搜寻大规模投资对象, “不得不”举牌眼中的“类债股”。谁会为企业长期命运着想? 答案是显而易见的。举牌型金融资本的钱来就不是自己的钱, 而是通过调动小投资者心理腾过来的钱, 必然在很大程度上受限于小投资者的心态——即便万能险可以滚动。举牌型金融资本可能在敲门时会允诺不干预企业一把手战略决策——但一到企业要有重大战略动作的时刻, 他们经常会犹疑, 因为这会减少当年的分红, 这在南玻的案例上表现得淋漓尽致。从根本上看, 举牌型金融资本不愿意对企业进行长期投入, 因此对举牌行为必须在法律上有所约束。事实上, 这关系到一个经济体走什么道路的问题。真正有活力的经济体的强盛秘诀是鼓励并保护它的企业家——真正的企业家: 现代企业是系统工程, 系统工程需要统帅——企业家, 真正的企业家总是要带起一群团队, 再在其中历练出下一代企业家, 如此代代传承, 不断裂变。金融资本在企业发展上应处于辅助性角色, 当二股东、中小股东、不话事股东, 提供资金, 分享企业逐渐壮大带来的收益。

假如我们有发达的公司控制权市场, 保护投资者将更是一句实话。希望万科控制权之战仅是开始, 远非终结。

万科大战: 公司控制权与股东利益之辩

■ 长江商学院经济学教授、案例研究中心主任 李伟

时隔多日, 对万科公司控制权的竞争再起波澜, 这次的局面更复杂了。根据 11 月 9 日的新闻报道, 中国恒大目前持有万科股权的比例已达约 8.285%; 在 10 月 28 日, 恒大的持股比例为 7%; 在 8 月中旬, 这一比例为 6.82%。

在恒大大量买入之前, 万科高管层与“宝能系”(以旗下的前海人寿保险股份有限公司和深圳市钜盛华股份有限公司为主体的投资集团)的斗争已经超过了一年时间。2015 年 7 月, “宝能系”开始吃进 A 股老牌上市公司万科的股票。至 2016 年 7 月 6 日, “宝能系”的持股已达 25%, 晋升为第一大股东, 但以万科董事长王石为核心的管理层多次发言表示拒绝“宝能系”的参股。

本来是“宝能系”与万科高管层之间的“肉搏”, 现在恒大的加入变成了“三国演义”, 假如再算上原有的安邦和华润, 那么这场战斗就更复杂了。

先说一句, 笔者是经济学教授, 虽然经常接触中国的企业家, 但与王石、万科和恒大没有任何关联, 在此之前对“宝能系”更是闻所未闻。因此笔者的观点虽然可能有错误, 有偏颇, 但在立场上没有问题, 只代表笔者的个人看法。

什么是公司控制权市场

我们首先来看什么是公司的控制权。在现代市场经济中, 一个公司无论是否上市, 其控制权的归属都是一个无法回避的大问题。不同的经济学家曾经从不同的理论角度去阐释过公司控制权的含义, 这里笔者不再赘述。为了方便读者理解, 笔者暂且将其定义为对公司经营行为的决定权, 这里面包括战略、运营、人事和财务等领域的权力。

在谈及公司控制权的时候, 有一个问题很重要, 就是同股是否同权。设想一个公司 A, 在上市的时候股权被切分为 100 股, 公司重大问题的最终决定权握在股东大会手中, 那么在这个大会上, 是一股一票, 还是股票数与投票权相分离呢? 具体来说, 假如一股一票, 那么任何

一个股东大会的决议案, 当握有 51 股的股东支持或反对时, 他的决定就会左右这个决议案是否通过, 这就叫同股同权。但假如不是一股一票, 而是将股权分割成了两个不同种类的股票——X 股和 Y 股, 其中 X 股只有 10 股, 可拿到红利的 10%, 但其占投票权的 90%, 而 Y 股虽然有 90 股, 可拿到红利的 90%, 但其只占投票权的 10%。每一股 X 股和每一股 Y 股, 虽然有同样的分红权, 但却有不同的投票权。这就叫做同股不同权。

这方面的实际例子很多, 比如在美国股票市场上的京东集团。根据其递交给美国证监会的文件显示, 截至 2016 年 2 月 29 日, 集团 CEO 刘强东所持股份在总股份中的比例为 16.2%, 但投票权占比却高达 80.9%。换句话说, 京东集团是一家同股不同权的公司, 刘强东作为京东的创始人, 虽然只持有 16.2% 的分红权, 但在京东的控制权上他却独占鳌头。又如香港证券交易所奉行的是同股同权, 但阿里巴巴的公司制度是同股不同权, 因此阿里巴巴最终与港交所失之交臂, 前往美国上市。在这个问题上, A 股和港股一样, 奉行的都是同股同权。

由于 A 股实行的同股同权的政策, 因此我们在表面上看到的不是对万科股票的争夺, 但实际上各方争夺的不是万科的股票, 而是对万科这家公司的控制权。当我们每一次看到哪一方又增持了股票, 或者半路杀出个程咬金(就像恒大这样), 大家都会非常紧张, 这就是因为股票的背后代表的是同等的权力, 这种权力最后会按照少数服从多数的原则去获取公司的控制权。假如像京东那样, 除非刘强东自己改变主意, 否则你就是把外面的股票都买光, 也不可能对京东的经营有什么发言权。

因为股票在二级市场上交易, 当大股东持股比例发生较大变动时, 公司的控制权就可能易手。所以, 公司的控制权实际上也构成了一个市场。

公司控制权市场这一概念是由美国经济

学家亨利·曼尼在 1965 年首先提出的。曼尼认为公司控制权市场在股票市场中扮演着促进企业收购行为的角色。公司股价越低, 提升管理效率的空间就越大, 对于那些认为自己可以提高公司运营效率的人来说, 收购这种公司的吸引力就越大。成功的收购和接下来对低效公司的有力改革可能给收购方带来巨大的回报。换句话说, 股价反映了公司的基本面。一般而言, 股价低的公司运营效率也低, 对外部势力来说, 这种公司往往具有较大的吸引力(有时候也有反例, 例如万科就是一家效益不错但股价低迷的公司)。因为获得这种公司的控制权所需的成本较低, 而且提升效率的空间较大。

公司控制权市场的正面作用

争夺控制权市场从表面上看是各方对公司具体经营权的争夺, 但在一定的规则下, 控制权市场对改善公司治理水平的正面作用非常大。我们经常看到一些市场中的产品或服务存在价高质次的问题, 而且有趣的是, 这些市场往往是一些垄断或行业准入门槛较高的市场。当垄断和管制结束的时候, 竞争者增多, 该行业产品或服务的价格会立即下降, 而质量却大幅上升。这样的例子很多, 比如在中国的改革开放中, 几乎每开放一个行业, 就会发生一次这样的事情, 控制权市场也存在类似的现象。

万科的高管层经常把股东利益挂在嘴边, 笔者认为, 假如万科的高管层对股东, 尤其是中小股东, 一直都很好, 一直都在维护他们的利益, 他们怎么可能不维护万科高管层的利益呢? 万科的股价长期低迷, 何来的维护股东利益呢? 倒是并购战开始后, 万科的股价出现了大涨。公开数据显示, 从 2015 年 7 月底到 2016 年 10 月末, 万科的收盘价从 14.18 元人民币涨到了 24.92, 涨幅约 76%, 而在此之前的数年间, 万科的股价长期在 10 元左右徘徊。

这里笔者先戳一下万科的一个软肋, 就是它的事业合伙人计划。公开资料显示, 万科于 2014 年 4 月 23 日召开事业合伙人创始大会,

共 1320 名万科员工(包含在万科任职的全部 8 名董事、监事和高级管理人员)加入该事业合伙人计划, 并同时签署《授权委托与承诺书》将其在经营利润所产生的全部权益委托给名为“盈安合伙”【深圳盈安财务顾问企业(有限合伙)的简称】的一般合伙人进行投资管理, 包括引入融资杠杆进行投资等。

万科高管对此的解释是要将管理层和公司的利益捆绑在一起, 激励管理层的进取心。笔者认为建立这个计划的初衷是好的, 但万科的做法存在两个问题。第一, 该计划的受益者是公司内部人, 尤其是高管, 而高管同时也是接触公司内幕消息最多的人, 这中间有防火墙吗? 进一步说, 万科设置的防火墙到底能起到多大的作用? 我们有疑问。第二, 高管是公司的实际控制人, 它有没有可能利用手中的职权去为这个事业合伙人计划牟利? 比如说尽力打压股价, 让“盈安合伙”以较低的成本买入万科的股票。

根据媒体报道, 从 2014 年 5 月份到 2015 年 1 月份, “盈安合伙”利用融资杠杆资金 11 次增持万科 A, 累计耗资 48.77 亿元购得 4.94 亿万科 A 股, 占比 4.48%。购股成本价均在 10 元左右, 根据 2016 年 11 月 9 日万科收盘价 26.3 元人民币计算, “盈安合伙”账面盈利约为 31.72 亿元人民币。

也许万科高管的想法是善意的, 希望鼓励大家多劳多得, 安心在公司长期发展, 但从效果上说, 股价越低, “盈安合伙”的购入成本就越低。但凡事都有两面性, 万科的股价低迷, 这对“盈安合伙”是利好, 但对外部的收购者来说也是利好, 原因相同, 这可以降低其买入收购成本。

实际上, 万科的数据显示, 收购这家公司对外部势力的吸引力非常非常大。根据 Wind 资讯的数据, 截至 2016 年 9 月 30 日, 万科的所有者权益为 1435.34 亿元人民币。这意味着买入万科 25% 的股份仅需约 359 亿元人民币, 30% 的股份仅需约 431 亿元人民币。由于中小

股东出席股东大会的比例一直偏低, 因此 25% 的股份占比意味着在公司决策中享有重大的话语权。

正因为万科是一个低价的“香饽饽”, 因此引来了各路“野蛮人”, 都想分一杯羹。对万科的高管层来说, “宝能系”已经搞得天下大乱, 而恒大似乎也来者不善。之前王石宣称“宝能系”是“恶意收购”。虽然王石日后说“恶意收购”是一个中性词语, 但在日常语言中, 其贬义色彩毋庸置疑。

笔者认为王石这里缺了几句话, 那就是“恶意收购”为什么行得通? “恶意收购”行得通的基本条件就是得到了股东的支持。试想一下, 一家公司被高管层所控制, 公司价值被低估, 股价低迷, 这时候外部势力想夺取公司的控制权, 重组高管层, 赶走不称职的人, 提高公司价值, 你觉得这时候搞“善意收购”可行吗? 万科是中国最好的房地产开放商, 但在股市上, 它却是一支让人失望的股票。现在无论是“宝能系”, 还是恒大, 很可能都是看中了这点, 因此才发动了激烈的进攻。

笔者要强调的是, 资本市场是讲法治的地方。要想阻止外部的收购, 无论是大股东, 还是高管层, 一个可行的办法就是做好公司的业绩, 照顾好股东, 尤其是中小股东的利益, 让股价反映公司的价值。这样的话, 股东在关键时刻会支持你, 而对于外部势力来说, 未被低估的股价提高了其收购的成本, 企业遭“恶意收购”的几率也会下降。

万科的故事现在还在进行中, 而且从目前的局势来看, 未来的不确定性似乎越来越大, 最后到底谁死谁生尚未可知。但无论是谁最后赢得万科的控制权, 大家都应该从中汲取经验和教训, 公司的控制人不能长期忽视股东的利益, 不然的话即使内部没人造反, 外部的威胁也会不期而至。从制度上说, 假如我们有一个非常发达的公司控制权市场, 那么保护投资者将更多的是一句实话。笔者希望万科控制权之战仅仅是一个开始, 而远非是一个终结。