



【明远之道】

“代理人缺陷”是一个无解的问题。但对于投资者来说,要尽可能找到那些能和自己荣辱与共的代理人。

“以辽人守辽土”与代理人缺陷

陈嘉禾

在尊孔子为万世师表、以文治国的中华民族的历史中,能得到以“文”字开头的谥号,是当时每个中国人最为向往的事情。而在这些谥号中,又以“文正”为最。

纵观中国历史上获得“文正”谥号的人,如范仲淹、司马光、方孝孺、曾国藩等,无不为当世名臣,生荣死哀。在明末,就有一位获得“文正”谥号的大臣,抗清名将孙承宗。

明末熹宗时期,孙承宗在辽东前线提出了“以辽人守辽土,以辽土养辽人”的军事改革,一举扭转了明军的劣势,以致“中朝宴然,不复以边事为虑矣。”这种格局直到孙承宗在朝廷斗争失败而去职后,才再次被打破,史称“孙承宗去,大明始亡”。

那么,什么叫“以辽人守辽土,以

辽土养辽人”呢?

其实很简单,在此之前,在辽东前线作战的军队来自全国各地,而一名来自内地的士兵对辽东是否被女真军队占领其实并不关心,因而战斗意志也不坚定。明军常常是打得过就打,打不过当逃兵也没什么,跑回千里之外的老家照样可以种田过日子。

而孙承宗采取只招募本地人民充作军人的做法,使得士兵的家庭、个人利益和国家的利益捆绑起来:城破之时,不但国家丢失前线要塞,士兵们的家园也会毁于一旦。在这种简单的利益捆绑之下,明军战斗力陡增,辽东前线也就因此稳定。

啰嗦嗦写下这段历史,似乎和投资毫无关系,但当笔者在阅读沃伦·巴菲特先生的股东信时,却发现历史竟然惊人地相似。

在1962年的致投资者信中,时年

32岁的巴菲特先生,写下了这么一段话:“我不能为你们保证取得怎样的投资业绩,我只能保证三点:我们会忠于价值投资;我们会尽量避免损失;我和我妻子、孩子的几乎所有资产,都会和你们的资产投资在同一个投资组合中,我们荣辱与共。”

在这封信里,巴菲特表现得就像一个孙承宗军队里的士兵,他的利益是和投资者完全捆绑在一起的。在这种情况下,即使他仍有可能失败,但至少他的投资者可以相信,这位投资经理已经尽到了自己最大的努力去规避风险、获取回报。

一直以来,无论古今中外,金融行业中不负责任的行为比比皆是。对一个条款设计为盈利的时候投资经理可以分享投资回报、亏损的时候却没有任何实质性惩罚措施,甚至还可以继续提取固定管理费的投资组合来说,我们如何

相信管理者不会放手一赌以期获得最大回报,却忽视潜在的风险呢?

同样的,对于以交易佣金为主要收入来源的研究建议者来说,现行的佣金分成制度,又怎么能保证他们不会为了收入的增长,而给出不负责任的建议呢?毕竟,佣金的收入或许可以为无穷大,或许可以为零,但永远不可能为负。也就是说,投资者的收益会放大研究建议者的收益,但投资者的损失并不会带来研究建议者的损失。因此,那些胆大的人们尽可以放手一搏。

其实,这种“短期考核只有奖励、没有惩罚”的制度设计,在经济学上被称为“代理人缺陷”,是一个困扰不止投资业的问题。如果出资方对一个职业经理人进行短期考核,又怎么能确定这个职业经理人不利用企业的长期盈利能力为代价,换取考核期内的企业业绩和随之而来个人回报呢?

也许,对于整个社会来说,“代理人缺陷”是一个无解的问题。但是,对于投资者来说,却可以尽力规避这样的风险。也就是说,投资者们要尽可能找到那些能和自己荣辱与共的代理人。

一个几乎所有财产都由上市公司股份构成的大股东、一个把自己大部分身家都投资在基金中的基金管理人、一个几乎所有财产都是自己管理公司股份的职业经理人,都可能符合这种标准。

尽管这种选择方法可能不会找到最有能力的那个代理人,但至少可以找到最尽力的那个。足够尽心尽力,往往比杰出的能力更为重要。这就正如《大学》所说:“心诚求之,虽不中,亦不远矣。”以辽人守卫辽土,辽土能否守住姑且不论,辽人尽心尽力却是必然的。

(作者系信达证券首席策略分析师)



【明说董秘】

劳心劳力者在当今社会无高下之分,看谁能做到极致,均有自己的“核心竞争力”。

唐林明

相对而言,董秘的流动性较其他公司高管职位来说更为频繁一些。主要原因有三个:首先,出于信任度的原因,很多公司的董秘岗位更多选择其他高管兼任的方式。一旦有更合适人选,兼职的董秘就会全身而退。这种流动是内生性流动,是让董秘回归专业。

其次,“职业董秘”一度兴起,他们在企业间的辗转大大提高了董秘岗位的流动频率。这种流动受证券市场宏观大环境的影响较大,当资本市场火热,企业言必称上市的时节,职业董秘更为活跃;当资本市场万马齐喑时,职业董秘较为沉寂;

第三,随着监管力度的加强,在面临企业各种来自证券监管口的处罚时,董秘相对于其他高管岗位来说,其

主动防御力最差,有时会受到类似“连坐”的处罚可能。因此,很多董秘被监管部门“建议不适合担任董秘”。当然,还有更严重的情形,就是涉嫌触犯刑律,其人生之路彻底改变方向。

那么,董秘职场可选的职业发展类型有哪些?面对流动性较高的职业现状,董秘通常的变化方向是什么样的呢?作为董秘自身又该作何种选择呢?在论述上述问题前,我们先看看人在职场一般性的可选职业方向。

结合职业规划的选择问题,不论你身处什么地位、什么环境,要想活得明白、活得轻松,每个人的职业选择无非两个方向:技术型人才和资源型人才。

技术型人才是在一个领域做专、做精。一个小区域内无可取代,智商只是其中一部分,坚持和受得了寂寞才

是技术型人才的必备素质,如诸葛亮、张良、荀彧等;资源型人才需要与生俱来的天分,需要生活环境潜移默化赋予情商。这里需要强调的是,资源型人才不是溜须拍马、卑躬屈膝、阿谀奉承,是利用和整合一切有利于自己的条件和资源。“利己不损人的利用”才是长久的共生关系和生态环境。笔者看来,千万不要低估和轻视这种做人的取向,刘邦、刘备和历代盛世的皇帝均是此类典范。

相较而言,技术型人才的定位有较高的职业风险。因容易成为“劳力者”,有被取代的风险。三国时期曹操的恩人许攸,一等一高手,后来魏国第一谋士荀彧将其取代,并落得杀生之祸。所以如果选择走技术型人才的路线,要对未来社会环境、经济环境、技术环境等有较理性的趋势性判断。

不然刚刚成为专家,马上变成淘汰型专家。

笔者曾在化纤厂任职。在计算机普及的时期,打字员都定为技术岗位,门口贴一张“机房重地、闲人免进”的告示,让人望而却步,整个企业中唯一安装空调的地方,冬暖夏凉,工资级别还要高定半级。而今除了打字员,打字员还有用武之地吗?这也许是玩笑式的案例,可现实中类似形象比比皆是。

资源型人才有两个显著特点:一是会“哭”、二是善问“何如”。会“哭”是以情动人,激动受用者顿感自己是救世主的体验,以为己所用;善问“何如”者,是循循善诱,让被问者愿意知无不言、言无不尽地帮助他。因此,资源性人才较容易成为“劳心者”,技术型人才较容易成为“劳力

者”。劳心劳力在当今社会无高下之分,看谁能做到极致,均有自己的“核心竞争力”。同比来看,技术型人才更普惠于我们这些芸芸众生,如果你没有更多可利用的资源,就好好走你的技术型路线吧。

将董秘定位于技术路线的方向,但是董秘本身又是整合周边资源,达成对企业而言功在千秋事业的岗位,也许有人会觉得这岂不是自相矛盾?其实不然,当你眼界、视野、层面达到更高台阶上时,技术型、资源型的两个职业取向就会走向融合,所以董秘这个职业就是第三条中庸路线;复合型人才,当然,复合型人才不是简单一加一,经历了世事的洗礼和磨砺,才能将多种专业技术和社会属性复合在一起。

(作者系资深财务顾问,原为上市公司董秘)

谋取利益最大化与保护中小股东利益

杨苏

在公众场合和舆论场,大家都喜欢使用冠冕堂皇的词汇。放在资本市场,保护中小股东利益是永远正确的说法,所以各方主体都爱提一提。

在笔者看来,无论大股东、其他十大股东、公司管理层,还是公司之外的市场投资机构、媒体、监管部门,都会将不损伤自身利益作为发表言论和采取行动的前提条件。这还是客气的说法,通常情况下,经济学上的理性人都将谋取自身利益最大化。

一个长年位居持股数量第一的大股东,当然不会容忍自身股份权益被摊薄,何况据说还曾因避免同业竞争而限制旗下公司业务发展,同时也不情愿被赶下第一宝座。一个创业奋

斗的管理团队,自觉功勋卓著,也得到外界高度认可,团队甚至习惯了强势的处事风格和默默的大股东,怎会容他人酣睡床榻。

所以,任何一方采取的行动,都会维护自己的利益诉求,但你总说维护中小股东利益,却是不一定的。真正维护中小股东利益的方式,是大股东尊重管理团队的经营水平,管理团队尊重大股东的股份话语权。其实,大股东持有这么多股份,最希望股价上涨而非下跌,所以换掉管理团队并不符合对方自身利益。

有新闻报道,许多知名企业的创始人通过上市之前的设计,尽管持有很少股份但仍然能控制公司。这样的企业在中国和美国都有,比如阿里巴巴、Facebook。

这种说辞实在是一个悖论。如果公司有这样的制度设计,那么公司持有多数股份的股东,没有办法去挑战公司管理团队,也就不会对公司经营造成这方面的伤害。换过来说,既然你们没有这样的制度设计,为何不充分尊重大股东的意见和利益诉求?

两利相权取其重,两害相权取其轻。管理团队如果持股数量多,就不用忌惮大股东手中的股份。可是,管理团队持股减少,一旦股价下跌,损失最大的还是大股东。与之相比,丧失对公司的控制权而遭受的损失,要远远大于股价下跌。

没有控制权的大股东,在对股价的诉求上与中小股东更为一致。一些冲着公司品牌和经营业绩买股票的小股东们,在长年失意于公司股价

后,就转阵大股东阵营。

笔者前去参与了公司的股东大会,明显感受到中小股东的严重分化。同样的,公众场合会扭曲意见的表达,一些性格温和,但对大股东或者管理层有意见的股东并不会激烈提问甚至发言,而那些慷慨激昂的声音其实只能代表比例更小的意见群体。

股价涨了是溢价,控制权也是一种看不到现金的溢价。有的时候,大股东追求短期利益、杀鸡取卵,逼迫公司经营团队透支未来业绩空间,或者不支持有利于长期发展而无短期成果的业务,从而推高股价谋取利益。也有的时候,管理团队因为持股数量少但自身能力卓越,从而轻视公司股价涨跌,反而通过控制权获得其

他经济利益,比如关联交易,将上市公司经营资源输出给关联的关联方,或者隐蔽参股其他同行业公司。

这期间,夹在交战双方的独立董事,成为最难决策的弱势群体。本来就是神仙打架,非要让独立董事投票选择哪一方,还要考虑所谓中小股东利益。有的独立董事有自己的能力圈还可以尽量超然事外,有的独立董事与公司有各种瓜葛就只求尽量少树敌了,哪里还顾得了中小股东利益。

所以,对于中小股东来说,上述各方合理的互相监督制衡,可能更有利于公司的长期发展,也可以维护公司文化传承。如果不幸长期缠斗,任何强势的一方,都在漠视作为观众的小股东。

(作者供职于证券时报社)



【股市笙歌】

真正维护中小股东利益的方式,是大股东尊重管理团队的经营水平,管理团队尊重大股东的股份话语权。

宋清辉

英国脱欧公投结果明朗之后,就英国自身而言,仍然存在许多变数。支持脱欧的选票仅比支持留欧一方的支持率高3.8%,例如苏格兰和北爱尔兰的选民大多支持留欧。因此,市场对英国这两个地区的选民忧心忡忡,认为他们给英国作为一个整体国家制造了较大范围的宪法问题。如果苏格兰举行有关是否独立的第二次公投,或会触发一场宪法危机。虽然国际市场对英国这次公投产降以待,但是在公投结果明朗之后,欧洲股市前景不明。

英国脱欧公投前夕,国际市场严阵以待,6月24日公投结果出来后,中

国的A股午盘开盘几分钟便大幅跳水后立时强势反弹,表明A股一开始跟随国际市场步伐,但觉察到总体而言利大于弊之后,便出现A股反弹局面。

英国脱欧不仅对中国资本市场产生影响,“沪伦通”亦或受到牵连。有观点认为,之前伦交所所在欧盟体系内,很多产品必须遵循英国法律框架和欧盟证券法规两种法律制度的约束,规则上非常复杂。英国脱欧后,沪伦通仅受英国法律框架的影响,从某种意义上讲对“沪伦通”应该是好事。然而,事实并非如此,一方面英国脱欧导致伦敦交易所市场情绪和法律体系的巨变,英国决策者面临着难以预测的改制和转型;另一方面,英国脱欧致使伦

敦的金融中心地位远非昔日可比,中国决策者有必要进一步重估沪伦通的设计框架。虽然“沪伦通”已在技术领域内取得巨大的进展,但笔者预计,在今年第八次中英经济财金对话期间对外发布的可能性微乎其微。

目前,英国脱欧深层次的影响,经济学界暂时难以确定。截至6月27日,英国银行股蒸发了数十亿计的英镑市值,例如苏格兰皇家银行和巴克莱市值在仅两日就下跌了三分之一。综合来看,英镑兑美元跌至1985年以来最低水平,这或仅是一个开端。

无论如何,汇率受到冲击最为直接。在欧元和英镑双双之下,人民币难以独善其身。例如6月28日交易日,英

镑兑美元再创31年新低,人民币亦大跌创5年新低,由此可见一斑。短期内,英国脱欧对英国经济打击巨大,全球金融市场波动明显加剧。美国、欧洲等已正在考虑采取“维稳”举措,他们未来在考量货币政策时也变得越发谨慎。

美国经济方面,美元亦因受投资者避险情绪上升大幅升值,给美国经济增长前景增添变数。美联储年内加息的概率均已大幅下降,美国经济前景和加息计划将会被重新评估。

英国伦敦是香港以外全球第二大离岸人民币交易市场,从对投资者和消费者信心角度来讲,英国作为国际金融中心的地位将会动摇。因为伦敦的金融服务业将会失去允许它们在欧

盟内部自由经营的“金护照”。即便是从国家角度而言,英国的主权信用评级展望被国际评级机构穆迪下调至“负面”之后,也会导致英国经济恶化,英国庞大的金融业绩会受到冲击。再加上英国部分金融机构将业务转至欧盟,必将间接动摇英国作为国际金融中心的地位。

受英国脱欧影响波及,人民币进军欧盟市场的国际化战略亟需进一步调整,以适应当前多变的形势。总体而言,英国脱欧客观上拉近了中英之间的距离,人民币国际化的历史机遇可能已经到来,中英金融合作或将呈现突飞猛进的发展势头。

(作者系知名经济学家)



【一缕清辉】

受英国脱欧影响波及,人民币进军欧盟市场的国际化战略亟需调整。