

资产管理的责任链

资产管理的责任链

在GOOGLE搜索此内容

2002-3-2 周其仁 阅读4255次

根据报道，华融资产管理公司首批向境外投资机构出售帐面值为12亿美金资产的成交价为1亿美金。就是说，每1元净资产卖得了8分钱。现在问：那余下92%的净资产到哪里去了，究竟由谁来负责？

国资可按市价成交

春节期间，因为《21世纪经济报道》少出版一期，我得空多写了一篇文章交《商业周刊（中文版）》发表。我的观点是，只要按照在公开市场上“出价高者得”的原则竞售，我们没有理由说因为华融的出售，才造成了上述“损失”。

本来，“按市价成交”的意思是，卖家对这笔资产的估值低于成交价、而买家的估值高于成交价。想清楚这一点，就可以推论：按市价成交——资产从估值低的一方转移到估值高的一方——可以提高“资源的配置效率”。把这个推理一般化，“见交易则喜”的立场好象与生俱来。

但是因为产权约束的不同，上述“铁则”运用起来还须千变万化。比如国有公司代理人管的不是自己的资产，要是他们“故意”低估资产价值，然后通过各种手法将被贱卖的国有资产价值转为私人收益，怎么办？

这个问题相当难回答。这也许就是国有资产转让拖泥带水的一个原因。现在华融通过国际公开招标、组织有实力的私人机构竞标出价、最后按市价成交。它表明，在一定的程序保证下，国资也可以按市价——即便市价远比净资产价值低——成交。如果华融的经验普遍化，享受“按市场原则成交”好处的国资数量可以大大增加。

从“沉没”的角度看问题

以上分析，都是从“未来”着眼。是的，要论资产价值，必须从未来的角度看现在。华融的这笔交易，首先是双方从未来的角度认同这笔资产的现值为1亿美金。对于华融而言，如果继续“捂着不放”，那就有见到“棒冰效应”——资产价值随时间推移而“融化”、直到分文不值——的危险。正是从未来的角度看问题，华融按市价及时成交，可以避免更大的损失。

不过，资产又都是有来历的——它们是过去投资的结果。因此，也可以从过去的角度看资产：为了形成一笔资产已经发生的投资，在今天看来是多少？在财务概念上，“净资产值”（就是资产的帐面值）反映的就是这样一回事。以华融成交的这笔资产为例，当初的全部投资今天看来是12亿美金。

容易上当的是，“净资产值”反映的并不是资产现在的价值，而是已经“沉没”在资产里的历史成本。“沉没的成本”——更地道一点，不妨理解成“沉没投资”——与资产的现值断然无关；但是，倘若要考核的不是某项资产现在的价值，而是“为了得到这笔价值曾经付出过多少”，那么清楚而不含糊的“沉没投资”记录就是基础。简单一点说，人们常讲的“投资回报”，分子是由资产未来收益决定的资产价值，而堂堂分母，正是“沉没投资”。这样来度量，华融此次按1亿美金成交的资产，曾经花费了12亿美金的历史代价。换言之，当年每1元钱的“投资”在今天的回报是“赔了9毛2分”。

产权界定责任链

我已经指出，华融按市价处置资产，只不过是把早已形成的投资损失清楚地显示了出来。要看清这一点不难：要是华融得到这笔资产的时候就按市价衡量，世人岂不是早就可以见到“1元历史上的投资现在只值8分钱”？

如果那样做，资产损失就清楚地记在华融的“上家”——中国工商银行——的名下，可以清楚地看到该银行将一笔曾经花费了12亿美金形成的资产“管理”成现值只有1亿美金。

如是，虽然已经发生的资产损失不能减少，但有两个效果可以派生出来：（1）为追查责任、吸取教训、优胜劣汰提供了一个事实记录的基础，是可以改善工商银行以后的经营效率的；（2）华融接手后的管理成绩容易考核，因为本次的成交价，对于买家来说就是“沉没投资”，经过一段时间后再按市价出手，“投资效果”如何立等可见。

根据以上分析，我以为国有资产管理公司先“政策性收购”——按帐面净资产值划拨——国有银行不良债权，再按市场办法加以处置，切断了资产管理的责任链。第一，国有银行以1元之价转出了历史上花费1元形成的资产，它似乎没有造成很大的损失；第二，新成立的资产管理公司出售资产、显示了损失，但不需要——也不应该——对资产的损失负责；第三，将来要考核资产管理公司也是困难的事情，因为其投资效果的分母——“沉没投资”的信息——从一开始就不准确。

国有机构的资产损失最终都是国家的。问题是，抽象的“国家”甚至无从准确地记住，究竟是哪一个代理机构和代理人替它造成多大的资产损失。在风云莫测的市场上，任何银行、公司和个人都免不了犯错误。正因为如此，各种不同的体制之间比赛的不是从不出错，而是纠错能力。要害在于，纠错要以不含糊的业绩记录为基础，而正是不同的产权约束，影响了投资和资产管理体制的“记性”。

让我们从大处着眼。国有资产从不准谈转让变为允许转让，是进步；从不准转让给私人或私人机构到转让无歧视，是进步；从不按市场原则转让到按照市价转让，是更大的进步。不过，“行百里者半九十”。要达到“灵便转让资产而又不以松动管理责任为代价”，我以为，国有资产还要大大减少在“自己的”机构之间做转让游戏，而要象华融一样，干脆在公开、开放的市场上把资产处置给非国有的机构和个人。

(for 2002/3/2 21 Century Economic Review)

相关信息:

没有相关信息

相关评论:

没有相关评论 [点这里发表评论](#)



[发表、查看更多关于该信息的评论](#)



[打印本页](#)

[| 北京大学](#) | [中心概况](#) | [BiMBA](#) | [CENET](#) | [联系方式](#) | [网站导航](#) | [繁体版](#) | [ENGLISH VERSION](#) |

Copyright© 1998-2005 北京大学 中国经济研究中心 版权所有

保留所有权利，未经允许请勿挪用，有任何问题与建议请联络：webmaster@ccer.pku.edu.cn

京ICP备05005746