

從OpenAI事件看企業管治



企業治理 鄧志剛
人民大學財政金融學院
應用金融系主任

相信這次OpenAI的內部紛爭在短短幾日內以阿爾特曼(Sam Altman)的重返落下帷幕，令不少網友和讀者深感失望。事實上，離職風波為我們了解企業內部紛爭解決的中外差異提供了難得的窗口。那麼，中外企業存在哪些差異呢？

首先，對於治理權威的尊重。對於在非營利組織中具有權威性的董事會辭退決議，阿爾特曼並沒有以創始人的身份宣布董事會的決議無效，甚至解散董事會，而是一度以選擇接受微軟的加盟邀請方式接受了被董事會解僱的事實。

近年來，類似紛爭在一些中國企業中時有發生，讓人很容易聯想到「召開新聞發布會，宣布董事會決議無效」，甚至暴力進入公司，搶文件，搶公章等情節。

十分有趣的是，在遭到解僱後，阿爾特曼曾一度現身OpenAI總部，但他僅僅是以「訪客」的身份，儘管他不無憤恨地說，「這是第一次，也希望是最後一次。」

如果非營利組織的最高權力結構是董事會，那麼對應的，營利性商業組織的最高權力機構自然就是股東大會，因為股東大會能夠以投入的真金白銀為可能做出錯誤決策承擔責任。

對於股東大會做出的決議，在中國的公司治理實踐中，我們又有多少人把其作為治理的權威加以尊重呢？股東大會及其決議不過是實際控制人翻手為雲覆手為雨的玩偶。

其次，就事論事地協商解決。

如果類似的紛爭發生在另一些企業中，紛爭一方往往選擇媒體揭露對方醜聞，不惜侵犯隱私，通過博取輿論和公眾同情，謀求對自己有利的解決方案。在這次阿爾特曼的離職風波中，直至已經落下帷幕的今日，外界始終不知道阿爾特曼和決定解僱他的前董事會衝突的焦點究竟是什麼。

從媒體的報道中，僅能看到「在溝



▲阿爾特曼離職風波的快速化解，OpenAI最重要的有限合夥人微軟扮演重要的角色。

通中始終不坦誠」、「阻礙了他履行職責的能力」、「董事會不再相信他繼續領導OpenAI的能力」這類模稜兩可的措辭。最重要的當事人阿爾特曼對此沒有做太多的辯解。

同樣令人意外的是，美國相關政府部門和司法機構與網友其實都是「吃瓜群眾」，沒有試圖發聲呼籲，更沒有為了保持美國在人工智能研發的領先，力挺其中的一方。即使阿爾特曼離職風波已近尾聲，OpenAI的研發得以延續，他們也沒有高調地宣布對這一結果表示歡迎。也許在他們看來，這些原本就是企業的事，絕不應該出現任何官方機構的聲音和影子。

再次，參與各方並沒有私心，並不作為紛爭雙方其中一方的利益代表，而是積極地扮演自己的角色，認真履行職能。

在阿爾特曼離職風波的快速化解中，OpenAI最重要的有限合夥人微軟扮演的角色可圈可點。他沒有利用有限合夥人的身份向董事會施加壓力，迫使董事會推翻之前的決議。固然，作為有限合夥人，尚未盈利的OpenAI的普通合夥人OpenAI Non-profit似乎並沒有違反有限投資合夥協議，而且有限合夥協議似乎沒有賦予其那樣的權力。但微軟選擇邀請被解僱的阿爾特曼加盟微軟，甚至為準備隨同阿爾特曼一同離職的OpenAI員工開出高達1000萬美元的天價「轉會費」。

筆者認為，微軟這一行為很大程度促成了OpenAI董事會最終下定決心邀請阿爾特曼重返OpenAI。

讓我們設想，如果作為OpenAI的最大有限合夥人不是微軟，其慣用伎倆會是什麼呢？一些讀者也許會想到通過「退夥」威脅來施壓董事會推翻之前的決定；一些讀者甚至想到它會藉機收購OpenAI，把其直接納入微軟旗下。但微軟的行為似乎也讓很多吃瓜群眾同樣意外了。

契約精神值得學習

在注意到阿爾特曼重返OpenAI的消息後，筆者在密切關注這一事件的幾個微信群裏寫了三段話：

第一，這次OpenAI離職風波結束的效率遠比我們想像的高。很大程度是這些人雖然理念不同，但沒有太多的私心。更加重要的是，他們是在現有的程序框架下遵循契約精神就事論事地解決問題。這些規則意識和契約文化值得學習。

第二，經過這次變故，OpenAI的商業化進程也許會加快。商業化助推下的AI可能離我們日常生活更近了。這是一個好消息，或者說不太壞的消息。

第三，「對『ChatGPT之父』阿爾特曼離職風波的幾個誤解」這篇文章，雖然是上周一寫的，但現在看似乎不需要進行太多的修訂。



▲2023財年美國財政赤字增至1.7萬億美元，赤字率升至6.4%，高於國會預算辦公室的預測。圖為美國財政部。

回顧2023年，中美財政脈衝「裂口」意外擴大，導致兩國經濟周期出現錯位。美國財政脈衝達到2021年以來新高，中國財政支出則創出2021年以來新低。中美財政脈衝的意外分化進一步解釋了信用周期的背離：美國私人部門信用收縮本來緩慢，財政擴張「火上澆油」，導致經濟增長第三季度的「再加速」。因此，財政如何演變成為分析資產走向的核心抓手。

美國明年財政轉向收縮

中金點睛 劉剛 李雨婕

中金公司研究員

財政脈衝指財政赤字率的同比變化，可以衡量政府部門信用擴張的強弱程度，尤其當私人部門指不上時，更加成為主導變量，2023年即是如此，2024年更將如此。美國財政脈衝指標採用聯邦政府赤字率同比變化，中國採用「一般公共預算+政府性基金財政赤字+土地財政淨收入/GDP」的同比變動。

筆者認為，美國財政脈衝轉弱導致信用收縮是「逃不掉的周期」，中國中央加槓桿是「避不開的選項」。

本輪美國經濟本來就有「滾動式」放緩特徵。在此基礎上，意外風險導致政府信用「被迫」寬鬆，反而延遲了貨幣到信用的傳導。2023年美國結構性財政脈衝和廣義財政脈衝都繼2021年後再度回到擴張區間，分別達到了1.9%和4.6%的高點。2023年美國財政超預期擴張，直接導致經濟「加速」和美股、美元和美債利率的走強。

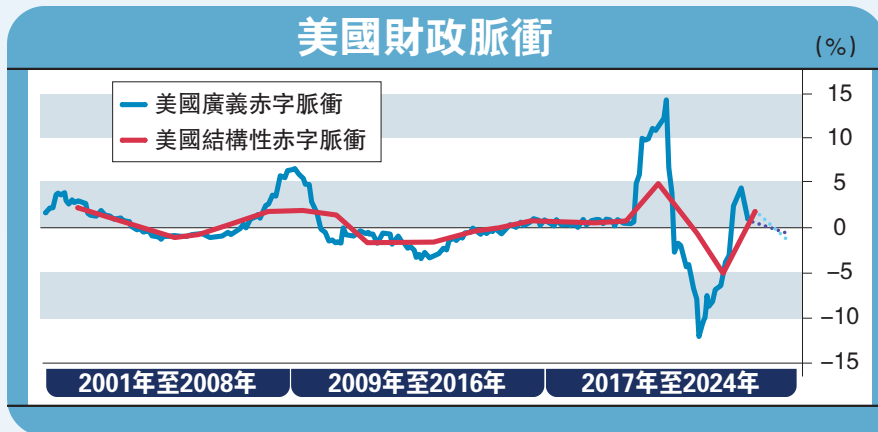
金融風險、財政收入回落、部分支出激增共同導致赤字擴張。2023財年美國財政赤字1.7萬億美元，同比增長23.2%，赤字率升至6.4%，明顯高於CBO（國會預算辦公室）5.9%的預測。雖然整體支出小幅下滑2.2%，主要是因為政府運轉、退休失業金和醫療健康等支出，但利息支出、社會保障、商業和住房信貸等均有明顯增加。與此同時，財政收入減少9.3%，主要因個稅大幅下滑17.3%，反映了2022年美股等金融資產大跌導致資本收益下降。

與美國不同，中國財政脈衝收縮主要是因為，財政收入抬升但支出受限。一方面，疫後經濟修復和減稅政策到期導致稅收收入的提升；另一方面，項目預期回報下降導致政府可投項目減少，地方專項債發行節奏放緩，且再融資債擠壓專項債額度，政府性基金支出主動收縮，都制約了政府部門信用擴張。

大選年博弈 兩黨分歧

展望2024年，對於美國，在FRA（聯邦儲備法）法案限制、大選年博弈等影響下，筆者推算美國財政脈衝自2022年以來再度轉負，再加上當前私人部門增量融資成本均已超過投資回報率，政府部門的信用收縮則意味著整體信用周期或終將走向收縮。對於中國，增發國債意味著政策重心已經從地產代表的私人信用轉向中央政府信用，改善在路上，但速度和幅度是能否撬動私人部門信用和增長的關鍵，因為政策也存在「保鮮期」。

為什麼2024年美國財政大概率走向收縮？FRA法案和大選年博弈可能限制財政力度。在債務上限被凍結後，作為附加條件的FRA法案限制了2024和2025財年可選支出規模。當前美國2024財年支出法案仍在博弈中，在10月給出臨時支出法案接近到期時，國會再度通過了第二個臨時支出法案，將新財年支出的博弈推遲到了明年1月。新法案的持續僵局體現



出當前兩黨內部對財政力度的分歧較大，且財政可持續性擔憂依然存在。當前博弈分歧較大和總統眾議院歸屬不同黨派也導致再度達成一致去擴張財政難度增加，歷史上這種情況財政大多收縮。這個判斷的風險在於意外事件再度催生財政被迫轉向。

筆者估計明年美國財政赤字低於2023年，導致財政脈衝轉負。參考CBO在7月FRA法案通過後對財政收入、可選支出和強制性支出的預測，並相比CBO預測調高2024年利息支出的有效利率至3.5%，合計2024年赤字規模是1.66萬億美元。這個規模高於CBO在7月的預測1.5萬億美元，但略低於2023年的1.7萬億美元。

進一步，赤字回落和TGA（美國財政部在美聯儲開設的收支賬戶）回補完成也會減少2024年發債規模。第三季度10年期美債利率快速抬升，主要受美債超預期發行導致的供需錯配影響，期限溢價走高。財政赤字的減少，以及TGA回補完成（當前超過8000億美元），筆者預計2024年美債淨發行或從今年的2.37萬億美元降至1.77萬億美元，部分緩解美債利率的壓力。

中國增發國債逐步扭轉了財政脈衝收縮，但未來幅度和速度將成為能否撬動私人部門信用和增長的關鍵。9月後，廣義財政赤字再度擴張，同時增發國債也意味着，政策重心已經從地產代表的私人信用轉向中央政府信用。但考慮到私人部門預期和信用收縮的壓力，財政脈衝如果更快且更大發力將會起到更好效果。

筆者推算，如果財政脈衝明年回正，需要公共財政赤字淨增加約3萬億元（人民幣，下同）。若後續財政規模更大、速度更快，正反饋也會更強。在假設政府性基金赤字和地方財政公共赤字與當前情況基本不變的情況下，如果公共財政赤字淨增加5萬億至6萬億元，財政脈衝在明年第二季度可能觸及其歷史每輪高點時接近4%的水平。接下來，月度的財政赤字變動、社融政府融資，以及中央經濟工作會議和明年兩會預算目標都將是重要的觀察窗口。

中國逐步提升槓桿

2022年，美國「緊財政+緊貨幣」，流動性和增長共同承壓，彼時衰退預期升溫，美股大跌。2023年，美國「寬財政+緊貨幣」，寬財政抵銷緊貨幣影響，美股反彈，納斯達克在AI行情驅動下反彈力度更大。展望2024年，美國或進入「緊財政+寬貨幣」。這一背景下，美國增長方向往下但程度不深，第三季度或是增長低

點，貨幣政策成功抑制需求後逐漸寬鬆，有助於流動性壓力的緩解。

筆者復盤了自80年代以來美國歷次「緊財政+寬貨幣」階段，發現經濟基本面和資產表現特徵如下：

經濟基本面：增長指標相對弱勢，通脹放緩。歷史上緊財政但貨幣逐漸轉鬆的8個類似階段中，美國ISM製造業PMI指數普遍放緩，平均回落1.45個百分點；通脹小幅回落，平均下降0.03個百分點，但失業率變化方向並不統一。

資產表現：成長股和黃金領先，新興和大宗商品落後。一、發達好於新興。MSCI發達指數年化中位數漲幅10.9%，新興下跌10%；美匯指數走強（2.4%），新興貨幣走弱（-2.9%）。二、美股普遍上漲，成長領先，納斯達克（年化中位數23%）>標普500（16.9%）>道瓊斯（13.5%）。三、中國市場漲跌不一，更多取決於自身基本面情況，滬綜指和恒指分別漲2.3%和3.8%。四、債券也有不錯表現，公司債（17.6%）優於國債（14.4%）。五、黃金大漲，其他大宗商品下跌。平均來看，黃金上漲12.9%，但原油（-11.9%）、農產品（-10.4%）和工業金屬（-4.6%）普遍下跌。

結合上述的經驗，在財政「小年」、利率下行和經濟「滾動」放緩綜合作用下，成長風格和結構行情可能繼續受益。除了上述財政貨幣環境外，成長股也得益於本輪美國經濟「滾動式」放緩特徵。納斯達克已經提前在2022年就釋放了相當程度的盈利下調壓力（累計下調24%）。剛剛披露完畢的美股第三季度業績看，在2022年大規模裁員降本增效舉措持續見效下，科技板塊盈利增速持續抬升。例如Meta降低成本舉措的持續見效和AI技術對核心業務廣告的大力支撐，亞馬遜去年以來已經累計裁員27000名員工，帶來的降本增效成效顯著。

對中國而言，美國增長放緩和加息壓力緩解，都給中國的利差、匯率政策和政策再寬鬆提供窗口，因為當前進一步降低長端和實際融資成本也將成為一個可用的提振增長手段。如果借這一窗口盡快推動財政擴張，也可以借此縮小增長差距。對資產而言，美債利率和美聯儲政策會提供一個央行政策和估值修復的喘息窗口，此時利率敏感行業或高彈性板塊更為收益，如生物科技、科技硬件、新能源與互聯網等。但在修復式反彈後和更大對症政策前，建議依然沿用攻守兼備的「啞鈴」結構，高端科技、出海邏輯、長期分紅能力是三條主線邏輯。

減辣刺激交投 樓價有望見底



樓市強心針 廖偉強
利嘉閣地產總裁

樓價從高峰期轉弱回落約兩成，部分人寄望施政報告減辣，為樓市帶來強力反彈，但現實卻又不似預期。樓市雖然沒有出現明顯反彈，但成交量確實有回暖。數據顯示，樓市交投正從谷底回升，而且大金額的交易明顯增加，這其實是一個頗為正面的信息。

筆者認為，交投回暖確實是減辣帶來的效應，尤其是合資格外來人才置業，買家印花稅（BSD）及新住宅印花稅（NRSD）不但減半，更可以「先免後徵」，令市況出現變化。這批外來人才數目龐大，而今後置業時只需繳交與港人首次置業者一樣的稅率。他們積極入市帶動氣氛轉旺，樓價亦有機會止跌回穩。

筆者從事地產代理三十多年，見證無數次樓市起落，經過多次驗證，可以肯定每逢經濟蕭條、樓市疲弱，就是最好的置業機會，更何況樓價現已下跌兩成，而業主們仍有若干的議價空間。現時置業，縱使之後樓價繼續下跌，跌幅亦十分有限。

高息環境影響有限

有些人可能會將1997年後樓價的巨大跌幅來做對比，並且深信後市仍會有很大下跌空間，於是判定了現時入

樓價有望見底

市，風險仍然頗高。

但別忘記，1997年時，業主的按揭比例頗高；反觀今天物業沒有按揭的比例接近七成，而有做按揭的業主，平均貸款額只有四成，在今天高息環境之下，對大部分業主影響輕微，樓價出現斷崖式下跌的機會微乎其微。

其實，選擇在這時候進入市場的人，絕非單純有勇無謀；不少人深明這個時間點置業是非常有利的，原因是仍有相當的業主信心不足，甚或看淡樓市，買家與他們議價，自然可以較為進取，所以這個低迷時期，亦可以說是可遇不可求的低位上車機會。

隨着香港不斷加大力度輸入人才及勞動人口，香港經濟亦開始受惠，並逐步復元。當各方面穩步向好的時候，樓市成交量自然也會增加，樓價就可以企穩並且穩步回升。



▲目前樓市交投正從谷底回升，大額的交易明顯增加。