

中集B转H暂时只是孤独者的游戏

黄生 (@ 风雨下黄山)

中集集团15日发布公告称,拟将已发行的B股转换上市地,以介绍方式在香港联交所主板上市、挂牌交易,为除招商局国际、COSCO及其关联企业Long Honour之外的全体B股股东提供了高出B股现价5%的现金选择权;B股投资者可选择中集B股在香港联交所挂牌行使现金选择权,也可选择转化成H股。

有很多人认为,中集集团如果成功实现B转H,长期困扰市场的B股改革的新模式有望由此展开,不仅是对解决B股历史问题的有益尝试,也是在对投资者利益充分保护的前提下,为该类型上市公司的发展增添了新的可能。

但笔者认为,中集由B转H股,有极大的个体意义,而对其他已发行B股的上市公司而言,则没有太多的板块示范效应,B股板块长期的历史遗留问题,仍将困扰资本市场,未来还需要多方探索解决途径。

香港市场准入门槛较高,尤其是监管非常严格,这已经将大部分B股挡于门外。中集集团是一家非常有竞争力的公司,管理非常优秀,自然满足香港上市的条件;况且在香港上市也有利于其打通国际资本通道,为其在海外的业务拓展和资本运作带来便利。

中集集团给B股投资者提供了现金选择权,如果B股投资者全部选择现金方案,那么第三方将需要至少支付几十亿的资金,第三方为什么愿意掏出几十亿资金?是因为看中了中集集团的雄厚实力,否则不敢为现金选择权背书;而B股上市公司中绝大部分公司不具备如此雄厚的现金实力,或不具备寻找资金雄厚的第三方的实力。这决定了由B转H股是少数案例,而不具备大范围的示范效应。

中集集团选择在H股上市,还有一个原因,因为同类公司在H股市场估值比B股高,在H股上市有利于提高公司市值。但对于其他行业,我们

可以看到H股的估值大多低于B股,有的甚至是大幅度低于B股,如果其他行业的企业选择B转H股,股价恐怕还要继续大幅度下跌。这也注定了其他公司不会仿效中集集团,不会步其转战H股的后尘。

同时,我们可以看到,中集集团提供的现金选择权方案,现金选择价格仅比市场价高5%,这对B股投资者来说吸引力不足,所以建议中集集团提高现金选择价格。从另一方面讲,也许中集集团并不希望过多投资者选择现金选择权,不希望消耗太多的资金,而希望投资者转战H股,但这对不熟悉国际市场交易规则的国内投资者来说,难免会有所顾虑。因而,中集集团和投资者之间还会有一段博弈、妥协的过程。

基于以上原因,我认为中集集团B转H股的案例,不具备广泛的示范效用,B股的历史遗留问题仍将是困扰市场的大问题,需要各方献计献策、努力探索解决之道。

不管是B股回购注销,还是大股东

私有化的方式,都需要上市公司、大股东具备雄厚的资金实力,或者公司背后由金融机构或投资机构提供巨额资金,但这条条件很难满足,有能力实施回购、私有化、寻求外部机构巨额资金支持的B股上市公司毕竟是少数。因此,这也很难成为主流方式,只能是少数案例。

尽管交易所表态,对于主动退市的公司,上市公司选择A股上市,将会简化审核,一路绿灯,但在证监会没有明文的政策出台之前,B股公司也不敢轻易尝试转A股。一是如果股价跌到1元面值以下,会给上市公司市值和投资者带来不可估量的损失;二是证监会的政策只要没有明确出台,就有很大的不确定性,用下跌低于面值20个交易日去赌不确定性,确实也非理性。

B股未来何去何从,中集集团开始了一个新的探索,但注定这是少数孤独者的游戏,B股市场未来是继续边缘化,还是病树逢春,还有待于各方进行更积极的探索。

(作者系中国上市公司舆情中心特约评论员)

元来如此 | Xiao Guoyuan's Column |

将企业办成“百年老店”才是真正的红利



肖国元

A股市场的投资者似乎比较迷恋上市公司分红,认为这是对自己的投资回报。在他们看来,有红利比没有红利好,红利多比红利少好。于是,不仅期望从政策上鼓励分红,甚至希望管理层采取强制手段逼迫上市公司分红。也难怪,“双鸟在林,不如一鸟在手”的实用主义是如此深入人心,使人产生对红利的本能偏好,容不得我们去反思这种期盼分红的意愿是否理性。其实,分红之举并不像我们想象的那样简单。

分红常成左右手游戏

众所周知,分红来源于上市公司的盈利。投资者要求上市公司分派红利,无非是将利润的一部分分给投资者。如果上市公司这样做,那么投资者必须承担如下结果:

其一,上市公司可以动用的资源减少了。如果分红影响了扩大再生产与后续的企业经营,那肯定是不佳的事。因为上市公司必须通过外部融资来解决资金短缺问题,而融资是要支付成本的。如果企业自有资金充足,这部分成本本来可以省略。在此我们必须明白,上市公司的成本就是投资者的成本。公司筹资成本的增加必然会影响到业绩,进一步影响股价表现与投资者的盈利预期。

其二,如果上市公司没有扩大再生产计划,或者没有更好的投资项目,那么,留存下来的利润可以派发给投资者,投资者因此可以获得一些回报。但是,紧接着发生的就是股价的调整。因为没有新的投资,上市公司就不可能有增长。而没有增长预期的公司的股价肯定看跌。这样,投资者通过右手获得的分红会被左手的股价下跌对冲掉,甚至股价的下跌会远远大于分红回报。

最生动的例子就在我们身边不断上演,沪深股市中股息率高于一年期存款利息的公司寥寥无几。上市公司2%的派息很快就会消失在股价的下跌中。沪深股市每年数千亿的派息似乎是一个巨大的数字,但是,相对于投资者在首次公开发行(IPO)中投入的资金和二级市场的投资亏损总额而言,这是一个很小的数字。如果将20多年来的投资与分红对比,我们发现,分红根本没有赶上投资者的投入,而这还没有考虑20多年投入的复利增长。这就是说,如果从分红角度来衡量,投资A股是完全无意义的。因此,对投资者而言,无红可分当然不是好事,但分红也不见得是好事。这就是红利所具有的令人迷惑的特质。

红利的理论迷雾

红利不仅在投资实践中面目难辨,容易带给投资者幻觉,对于专业的经济学家而言,也是迷幻重重,让人莫衷一是。

在经济理论界,经济学家对红利现象早有关注与探究。他们认识到红利可以被用来降低代理成本——红利作为对大股东(例如机构和企业投资者)的附加支付,以吸引他们持有股票并监督公司管理层。他们还观察到,当红利变动公告日临近时,股票收

益与红利变化是正相关的。对这一现象的解释是,红利变化传递着有关公司目前或未来经营优劣的信息。红利的变化等于向外界透露了某些被经理知晓的信息,从而在一定程度上消解了公司经理与外部投资者之间的信息不对称。至于管理人员通过红利支付向市场传递何种信息,则没有一致的意见。而关于红利支付方式的选择,即什么方式好过其他方式,学者也没有拿出依据。

总之,1961年之前,对红利的学术上的论述基本上是性质上的描述,普遍所持的观点是投资者宁愿较高的红利而不愿意要较低的红利;但关键问题是红利对股价的变化会产生什么影响,即红利本身具有怎样的价值,并没有严格的理论证明。

1961年,米勒与莫迪利亚尼发表了一篇经典性论文,对公司分派政策动机与后果的科学探讨产生了显著的影响。“莫-米”论文的最大贡献在于,他们论证了这样一个与常识相悖的命题,即红利政策对股东而言是无关紧要的事。就是说,公司的价值与红利政策无关。

“莫-米”的理论实质是:投资者可以通过买卖股票创造自己的红利。如果公司保留收益和投资于新项目,那么股东可以卖掉股票并用于消费,从而达到与公司支付红利相同的效果。一方面,如果公司支付红利,那么,为了进行新的投资,必须发行新的股票以筹集资金;如果股东愿意进行再投资而不是消费,那么他们可以用已经获得的红利去购买新发行的股票。在这种情况下,股东会处于与红利没有支付的情形相同的状态中。因此,不论公司红利政策如何,投资者能毫无代价地形成他们自己的红利。基于这一原因,股东对公司的红利政策漠不关心。由此得到一个结论,即公司的价值与它的红利政策无关。可以肯定,到目前为止,虽然难以计数的经济学家在红利的研究道路上锲而不舍,但是,“莫-米”的“先天性命题”基本上被普遍接受为正确的命题。

分红政策面临的尴尬

经历过20多年的探索,在有关红利政策方面,我们了解的东西远远少于不了解的东西。我们不知道:公司每年要付给股东相当数量现金,而且这种支付大多数是以一般现金股息的形式。我们也知道,当红利增加时,股票价格会上涨;当红利下降时,股票价格会下跌。我们设想,股票价格发生变化,是因为红利变化反映了经理所掌握的信息,而这种信息又是外界投资者在不知道红利变化时不能掌握的。但是,与国际上其他成熟市场一样,这仅仅是红利带给我们的表面印象。

为了鼓励上市公司回报投资者,以保护投资者利益为由,我们出台了一系列政策,一方面鼓励分红,另一方面限制不分红公司的再融资行为。比如,我们规定上市公司每年必须拿出不低于利润的30%用于分红;并且规定不分红的公司不得以配股、增发等形式进行再融资。在这样的政策指引下,一些公司硬着头皮去迎合政策的要求,而这颇有得不偿失的味道。一方面,分红所得必须缴纳所得税,投资者的红利无缘无故损失10%;另一方面,分红之后再融资使得上市公司又额外增加了融资成本。

巴菲特的公司从来不分红,可他的股东赚得盆满钵满;微软则以大手笔分红开启了微软股价的漫长征途,让投资者失去了赚钱良机。这些例子活生生地告诉我们:分红与否真的不重要,重要的是上市公司要经营好,让它成为年年进步的百年老店,这才是真正回报投资者。

联系我们

本版文章如无特别声明,纯属作者个人观点,不代表本报立场,也不代表作者供职机构的观点。如果您想发表评论,请打电话给0755-83501640;发电子邮箱至pp118@126.com。

不能低估中长期通胀压力

刘兴祥

7月份居民消费价格指数(CPI)一如预期地回落至1.8%,并创下了30个月以来的新低。就短期而言,未来几个月CPI环比涨幅可能将季节性回升,而同比涨幅7月份也可能已经见底,但短期总体通胀压力并不大。具体来看,推动国内物价水平涨幅回落的主要因素包括,国内经济增长疲软导致需求放缓,即需求端下降产生的直接推动力;农产品价格持续回落,如一向被视为影响CPI重要因素的猪肉价格不断回落;在货币因素方面,M2增速仍低于既定目标,新增贷款数量也趋于前期。

目前有观点认为中国经济存在通缩风险。就当前产品结构而言,工业品方面确实存在结构性通缩的压力。当前中国经济最大问题并不是国内生产总值(GDP)的下滑,而是企业被过剩产能所压制,去库存的压力很大。

据统计,在24个重要工业门类中,21个工业门类严重产能过剩,平均过剩水平达到35%以上。不仅钢铁行业、建材行业如此,采掘业和机械加工业同样严重产能过剩,这是市场低迷、信心低迷的主要原因。当前结构性通缩的出现,实质是市场终端需求低迷,是企业对宏观经济政策方向缺乏信心。但是,只要国家采取有力措施压缩过剩产能,市场工业品价格就会出现明显回升,整个市场环境就会出现根本性变化,绝大多数企业利润都会增加,结构性通缩局面会很快得到逆转。所以,以工业品的结构性通缩为依据推导整个宏观经济存在通缩风险难以成立。

包括工业企业在内,所有企业都不得不面对中国人口红利逐步消失的压力,这意味着对价格水平影响非常大的劳动力成本低水平时代已经结束。从更广范畴来看,未来企业还将面临资源价格、环境成本

上升的压力,考虑到这些成本上升具有较强的刚性,即不以企业盈利水平的升降来波动,那么企业总体成本水平上升将是一个必然的趋势。尽管技术进步可以部分化解成本压力,但总体而言,这必将系统性地推高整体的CPI平均水平,价格总水平在整体趋势上已经是易涨难跌。当然,成本推动型的通货膨胀在一般情况下影响会相对温和,但它也将是长期的、全面的和复杂的。对此我们必须要有足够认识。

在我国CPI价格体系中,粮价是食品价格的核心,粮价涨一般都会导致食品价格跟涨。2006年第四季度通胀开始抬头,就是从粮价上涨开始的。从当前情况看,国内粮价较为稳定,然而从外部因素看,输入型压力对我国粮价可能会产生较大影响。美国作为世界最大农产品出口国,目前正面临50年以来最严重的大旱灾,随着美国农业部大幅下调今年农业产量预期,可以预见未来全球粮食供应会更加趋向紧张,粮食价格还会进一步上涨。另外,作为全球市场占比80%的小麦出口国俄罗斯今年也出现持续的干旱天气,严重的导致小麦的减产。在市场趁机炒作等因素的共同作用下,自5月31日以来,国际期货市场上玉米价格已累计上涨47%,大豆价格上涨26%。目前,中国是全球第一饲料进口大国,主要进口品种是玉米和大豆,其中大豆需求量大近80%依靠进口。因此,国内粮价的未来上

涨压力不容忽视,这是对CPI最为直接的、最大的不确定因素。

从本质上看,通货膨胀最终归结为货币现象,考察未来我国的中长期通胀压力必须从货币政策的角度进行分析。前所未有的货币宽松政策和量化宽松等非常措施,有可能加剧通货膨胀风险。从国际上看,尽管在过去的二三十年全球通货膨胀率处于相对稳定和总体下降的趋势,但是对于长期投资者而言,尤其是在当前环境之下,通货膨胀风险还是一个值得关注的问题。为了刺激增长,美欧都实行了宽松政策,全球性的通胀压力是显而易见,最终必然会对我国物价水平产生较大影响。

在国内货币政策上,稳健的货币政策在执行结果上还是较为理想的,以今年执行的情况来看,M2要达到14%的目标甚至会比较困难,这意味着新增货币供应量会略为减少。但是,货币扩张步伐的放缓不能只看增速,从绝对数量来看,货币发行仍然是相当惊人的。到今年6月末,我国M2余额已经达到了92.50万亿元,比美国的广义货币供应量还高出三成左右。毫无疑问,我国高居首位的货币投入量已经远远超过了实体经济的增长需求。如此庞大的基数,意味着未来每年的新增货币投放量在绝对数额上都是以10万亿元来计算的。这些货币量投放结果只有一个,那就是通胀压力不断加大。因此,即使当前我国短期通胀压力减少,货币政策的调整空间仍然是较为有限的。

地方发展新兴产业当汲取光伏泡沫教训

7月9日,国务院印发《“十二五”国家战略性新兴产业发展规划》,为各地方政府招商引资提供明确指引,在中国国情下,预料地方政府将按图索骥,把规划当成招商引资的目录。事实上,已经有些地方开始这样做了。

据媒体报道,四川省2012年第一批战略性新兴产业发展专项资金评审工作日前告一段落。经四川省工业化城镇化工作领导小组审定,包括“歼击机航空模锻件规模化生产线建设项目”、“超导磁共振医学成像系统的研发和产业化”等在内的首批140个战略性新兴产业项目,将有望获得总计20亿元财政资金的支持。

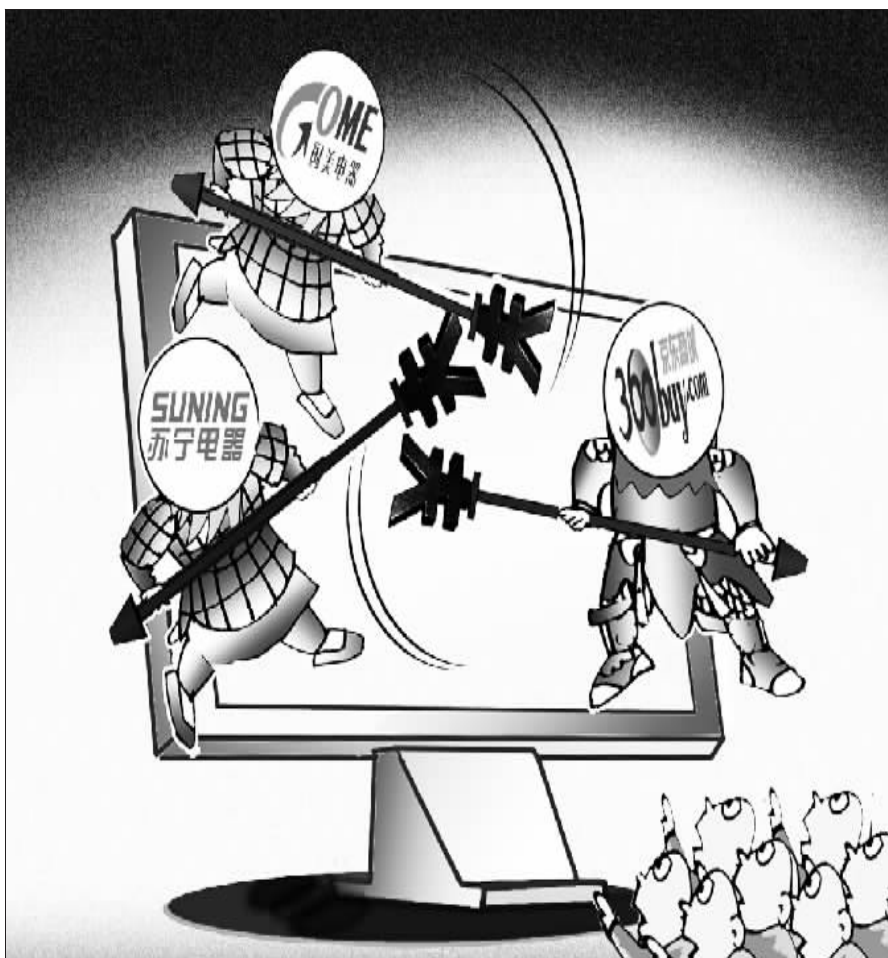
地方政府在招揽新兴产业投资时,采取财政专项资金的方式予以支持,这是各地引进新兴产业时的共同做法。在早期,这种做法所投入的金额可能并不会很大,但随着各地支持新兴产业的力度加强以及区域竞争日益激烈,不难推想,资源也将越来越多地向新兴产业倾斜,甚至像往常那般,出现一窝蜂投新兴产业项目的情况。从历史上看,这种一窝蜂的做法是中国区域经济发展的常态。在地方政府助推下,钢铁、光伏、风电等重点投资领域,都曾出现过一窝蜂似的热潮,部分地方与企业也的确从中获得了不少好处。但这种一窝蜂似的投资,在经济周期低谷时,便很可能转化成严重的产能过剩,形成进退两难的局面。企业和地方政府都将注定为一窝蜂似的投资买单。

事实上,以产业政策为轴、以政府为主导的投资模式,可能并不适用于发展技术路径不确定、创新风险较高的新兴产业。地方政府并不了解新

兴产业所蕴含的风险,再说,公共财政本来就不适合从事高风险投资,这更多是市场,是风险投资所从事的领域。以政府力量扶持新兴产业,规模小时可能不会出什么问题,可一旦上了规模,风险便逐渐难以控制。在这一点上,新余市政府在赛维上所经历的教训,应当被各地方政府牢记。

值得注意的是,由于政府资源总量有限,新兴产业的发展还有可能对原主导产业形成挤出效应。我们认为,中国的产业政策最大的误区之一就是支持新兴产业。不是说不应该支持新兴产业,而是说更应该重视地区性主导产业。通常而言,一个地区的产业体系,总存在几个主导和支柱产业,它们构成当地经济的脊梁,如果它们出了问题,整个经济就垮了,也就无力做其他事情了。不过,现在某些地方出现了盲目追逐时髦概念的现象,把有限的财力用于前途不明确的新兴产业,而偏废了原有的产业。这种赌博似的行为相当的危险。

更让人担忧的是,目前有些新兴产业还停留在概念阶段,企业与地方政府就拼命往这些概念上套,这等于鼓励经济往畸形的方向上走。一旦出事了,也就来不及了。故而,对于地方政府来说,需要在事前打一剂预防针。我们不否认战略新兴产业是中央规划的重点,但这更多是企业的事情——企业需要通过承担风险、大胆创新来达到利润最大化的目的。对于地方政府来说,依照目录,加以引导即可,千万不能把自己想象成风投,更不能一窝蜂似地扎进去。这个边界,需要认真坚守。(安邦咨询供稿)



电商行业上演精彩“三国杀”

赵乃育/漫画