



【元来如此】
笼统地对分红给予赞赏、褒奖、吹捧，都是不合适的。

什么样的分红才能增加股东财富

肖国元

好长时间了，曾以“高大上”著称的蓝筹股似乎成了“弃之可惜、食之无味”的鸡肋。不过，这几天，随着一些蓝筹股公布了高分红预案，投资者感觉到了一丝欣慰，对她的愤懑有些缓解。

由此，一些人触景生情，给分红戴上了许多美丽的光环，诸如分红“给投资者带来实实在在的回报”、“奠定了蓝筹股的价值基石”、“推动了股市投资文化建设”之类。如是之言，洋溢着人们的情感与期待。不过，要使这样的情感与期待能得到满足与印证，是需要条件的。

在经济学里，上市公司的分红是一个并不简单的概念，虽然方家们从基本理论、统计分析、股价实证等角度采用演绎、归纳的方法，长期对此进行

了艰辛探索，但理论上仍然存在争议与分歧，即使是世界上最权威的《新帕尔格雷夫经济学大辞典》，最后也只好将各种分歧同时呈现。不过，尽管理论上的分歧大量存在，但对于有关分红的一些基本命题，各方还是取得了不少共识。这些共识至少包括：1、分红不一定能增加股东的财富；2、分红很可能是公司衰退的前奏；3、分红表示公司不能再有效地使用内部资金为股东创造更大的效益；4、分红将加大公司的运营成本等等。笼统地对分红给予赞赏、褒奖，乃至吹捧，都是不合适的。

众所周知，上市公司是通过市场估值来确定自己的价值的，以致资产重组、产权转让等都要依估值而行。因此，对于上市公司而言，市值是一个非常重要的概念，是市场给上市公司的一个综合的、整体性的估价，包括与公

司价值有关的方方面面，既包括公司的现有业绩与未来潜能，也包括其行业地位与未来发展；既反映了公司个体的运行轨迹，也反映了宏观经济的演绎趋势。如果从时间坐标来看，按照有效市场理论，这个估值不仅包含公司的过去，也涵括它的现在，更预示了它的未来。有了这些基本的理论铺垫，我们才有可能建立起估值与股价的分析框架。由此，从红利理论可以得出以下几点推论：1、凡是能增加公司价值的，都会使其股价上升；2、凡是损害公司利益的，都会降低公司的股价；3、资本增值所带来的财富一定大于分红增加的财富，公司市值是股东财富增加的最大源泉。

因此，分红本质上意味着公司可用资源减少，也意味着未来筹资成本增加、获利机会与空间缩小，更意味着

公司使用资源的能力闲置、衰退与丧失。这也是分红要除权的理论根据。然而，实际上，除权只是从数量上反映了分红部分的经济后果。除此之外的其他一些重要含义，乃至对公司未来更重大实质性的影响，并没有通过除权而全面反映出来。而除权之后的股价走势，更真切地反映了市场对除权的态度与对公司未来的预期。

对分红进行除权处理的实践含义也是一目了然的。我们知道，在某个时点上，上市公司的价值是固定不变的。因此，从公司的角度看，分红减少了公司可以利用的资源，这部分必须从估值中减掉；而从投资者角度看，分红使其获得了利益，但因为这个利益来源于公司的损失，因此，相应地，投资者的持股价值也要有所降低。

不过，虽然经济学家对分红不得

见，但还是不能排除以下情形：1、上市公司分红之后，股价出现填权走势，投资者并不会因除权而对冲股价，那么，分红就是多得的；2、分红除权后，投资者可以持有股票直到除权缺口被填补。这样，分红就是实实在在的回报；3、只要买入股票的价位比较低，而且后来是在高位脱手的，那么，相比不分红，期间的分红也能增加投资者的财富。4、在投资本金不亏损的前提下，分红能提供高于同期银行存款利息或其他无风险投资所能提供的收益。这样，投资者的财富也是增加的。

然而，必须注意的是，即使分红如上述情形那样能增加股东的财富，那也只是退而求其次的方案，甚至是无可奈何的将就。不过，对于A股投资者而言，这已然是梦寐以求的奢望了。

(作者系证券时报记者)



【经济解释】
管理者一定要明白，人不是木头，你把它放在哪里，它就老实地呆在那里，任你摆布。

治霾治堵应有新思路

谢作诗

时下，雾霾和拥堵成为中国各大城市的通病。然而遗憾的是，管理者想到的治理办法，都是限号、限牌，限制污染排放。后者涉及的是企业排污与治霾，本文不做进一步讨论。

管理者一定要明白，人不是木头，你把它放在哪里，它就老实地呆在那里，任你摆布。人是主动动物，你管制，他会反管制，对管制做出反应的。你限号，他就真的老老实实坐公交、坐地铁了？一部分人会，但是还有一部分人会因此而买两台以上的车。你限牌，他会早早买下几台车等着转手升值呢。即使没有早早买车，他可不可以上一个外地牌照？你可不可能限制外地牌照的车进城？最终的结果，限号、限牌都不能限制车辆运行。简单地限制人们做他们想要做的事情，并不能达到理

想的效果。这是现代管制经济学给予我们的重要启示。

事实胜于雄辩，还是用事实来说话。北京限号又限牌，北京的雾霾怎么样？拥堵又怎么样？上海也限号又限牌，上海的雾霾怎么样？拥堵又怎么样？它们都解决雾霾和拥堵了吗？

治理雾霾与拥堵最有效的办法是发展地铁等公共交通。香港人口密度不比任何一个大陆城市低吧，人均购车能力也不比任何一个大陆城市低吧，但为什么香港不如北京、上海、杭州拥堵？因为香港有发达的地下交通网络，可以轻松地到达你想去的某个商场。

当然，发展地铁等公共交通需要钱和时间。但这并不意味着给定此约束，就只有限号与限牌一招了。正确的思路，应该鼓励既有车辆最大程度多载客人。在美国洛杉矶就有快车道，只

允许载三人以上的车辆通行。这是鼓励一车载多客。中国也可以鼓励一车载多客。不只是鼓励出租车拼客，还应该鼓励私家车以盈利为目的顺便拉人载客。这个逻辑对吗？对。因为小城镇、大城市的郊区，出租车就随行就市议价载客，我们并不对此加以约束限制。

朋友，不要以为我是一个简单的放松政府管制的教条自由主义者。告诉你，我不是。我走的是科斯、张五常经济学路线，高度关注现实世界的约束条件及其转变，依此得出逻辑结论。你问：在没有滴滴、快的这样的打车软件之前，该不该允许私家车载客营运？要不要对出租车行业进行管制？我的回答：不该允许私家车载客营运，要对出租车行业进行管制。

道理是这样的，假如我们允许车辆随行就市议价载客的话，那么在主要干道就会堵得一塌糊涂。避免的办法，是载客营运的车辆统统按照一个既定的价格载客营运。管制了价格，车主便可

能因为不能适应市场变化而遭受损失，当然应该对其做些补偿。所以进入数量上就有必要做管制。这样，就必须禁止私家车以盈利为目的顺便拉人载客。这个逻辑对吗？对。因为小城镇、大城市的郊区，出租车就随行就市议价载客，我们并不对此加以约束限制。

但是现在不一样了，有了滴滴、快的这样的打车软件，我们可以不把车停下来在大街上议价，而是可以通过软件平台议好了价，再出车。现在，应该鼓励一切车辆载客营运。如是，我保证街上运行的车会大幅减少，霾、堵必改善。在今天的技术条件下，霾、堵不了，那是自找的。信不信由你，由于打车软件的诞生，现有的出租车行业有朝一日定会退出市场。

至于反对的理由，无外乎是不安全？但这是杞人忧天。因为交易在电子平台上留下了记录，应该比传统出

租车更安全。所以，反对还是一个既得利益的问题。当初需要管制，但是管制一旦产生，又生出一个管制的既得利益者来。这在任何地方、任何行业都不例外。

近半年来，一款名叫人人快的手机APP悄然兴起，不到半年便在全国多地布点，拥有了500万用户。只要快的起始点和你当天的行程吻合，你可以马上抢单，顺路带个快件送到目的地，就能得到10到40元不等的报酬。可是湖北省邮政管理局叫停了人人快的在湖北的快递经营业务，理由竟然也是安全。可是，难道官员关心邮件的安全超过了寄件人自己？

从余额宝到人人快的，有关部门封杀任何创新。这些叶公，手起刀落还说他喜欢龙！

(作者系美国大唐集团中国区首席经济学家)



【三思而论】
加拿大人由于贷款买高价房，而使得债台高筑，债务水平屡创新高！

加拿大房价泡沫或催生金融危机

陈思进

得债务高筑，债务水平屡创新高！

目前，加拿大人的收入债务比高达167%，几乎全球第一！(中国没有这方面统计数字)请注意，美国人负债率的历史最高点出现在次贷危机爆发之前，也不过147%；而美国联邦政府的负债率更只有100%，已经使得美国政府经常停摆了！相比之下，加拿大的负债率简直令人胆战心惊！

尽管国际权威金融机构从两年前就一直在提醒，加拿大房价将会出现调整，但由于富裕的新移民不断涌入，超低的贷款利率依然维持等因素，使得加拿大房价，特别是一些大城市的房价，依然高企。近日出炉的一项民意调查显示：34%的加拿大受访者依然愿意竞购房产，这个数字比去年同期

多21%。加拿大各大中城市中，该数据最高的是多伦多，为44%，其次是温哥华，为41%。

目前，加拿大央行陷入两难。要是再不提高利率，房价将会继续上升、失业率将会继续上升、债务也将继续上升，将可能出现几年前类似美国的金融危机；而如果提高利率的话，将挤破房价泡沫，在短期内也将出现金融危机。

数字对比最能看清问题了。让我们来看看北美的20个顶级房地产市场吧。在和美国大城市的房价相比之后，你非但会对有多少加拿大城市进入前10而感到惊讶，更也可以感觉到加拿大的楼市过热到什么程度了！需要提醒的是，加拿大大城市居民的平均收入远低于美国大城市居民的平均收入。统计如下：

1、加拿大温哥华平均房价：733335美元；2、美国旧金山平均住房价格：682410美元；3、美国圣地亚哥平均住房价格：476790美元；4、加拿大多伦多平均房价：475206美元；5、美国洛杉矶平均房价：423900美元；6、加拿大卡尔加里的平均房价：400000美元；7、美国纽约市平均房价：386300美元；8、美国波士顿的平均住宅价格：371300美元；9、美国华盛顿平均住房价格：368000美元；10、美国西雅图平均住房价格：344400美元；11、加拿大首都渥太华的平均住房价格：314080美元；12、加拿大埃德蒙顿平均住房

价格：310058美元；13、加拿大蒙特利尔平均住房价格：287341美元；14、美国丹佛平均住房价格：279300美元；15、美国迈阿密平均住房价格：254900美元；16、美国芝加哥商品住宅平均价格：187100美元；17、美国休斯顿平均住房价格：182300美元；18、美国达拉斯平均住房价格：173900美元；19、美国奥兰多平均住房价格：165800美元；20、美国克利夫兰平均住宅价格：112800美元(我最早到美国留学的城市)。

而加币近期的大跌，已好似这个金融危机之初现了。而究竟会出现什么样的状况，拭目以待吧。

(作者系加拿大皇家银行风险管理顾问)



【缘木求鱼】
练太极其实就是练习包容；做企业也一样。包容了，眼里的世界一定会不同。

太极贵在包容 马云尚需参悟

木木

胜，以实击虚”的指导思想，实现“一招制敌”。

听起来似乎很难听，没有一点儿君子“堂堂之阵”的气概，但现实往往残酷地教训我们，“堂堂之阵”一般都看不中用。譬如，一个一米六的小个子和一个一米八的壮汉对阵，仍以眼对眼、以拳对拳、以命对命，就无异于鸡蛋碰石头。小个子要想在战斗中胜出，就需要掌握点儿太极拳的技击思想，以己之长，攻彼之短。

太极拳练起来看似柔弱绵软，许多人就难免有轻视之心；公园里“东摸一把、西摸一把”的也多是老年人，就更有迷惑性。其实，太极拳实在是至刚至猛的一种拳术，表现为没有躲避的概念，一定是迎难而上，另外，追求攻

击效率几乎达到了“变态”的地步，一招一式都极为讲求一击必克。这才是太极拳的精髓。而要想掌握这种核心技术，就必须有名师引导，详细讲解每一招每一式的用法和关节，自己还要每时每刻用心体悟并勤学苦练。

要想享受到“太极拳”的极致乐趣，仅仅明白它是“拳”，显然还不够，还必须参悟“太极”的奥秘。太极之于拳，或者拳之于太极，其真谛在于“包容”二字。太极拳“四两拨千斤”的关键，就在于“包容”；不想“包容”，就达不到“四两拨千斤”的境界，也就无所谓太极拳。要做到敌不动、我不动，随敌而动；对方想要什么，就一定“给”他什么，而且还要加倍地给；还要允许对方施展千钧之力。千钧之力集

于一点，他处必虚，我以四两之力击之，就一定会收到千钧的效果。

用心练习的时间长了，其中的奥秘才能真正有所参悟，也才能最终达到身心合一的境界。站在这样的境界之上打拳、行事、做人，就一定会如天边的高山，让人心向往之。

当今之世，马云先生应该算一个最痴迷的太极拳爱好者了吧，据说他从上世纪80年代就开始练拳了，近几年，更是拜师、建拳馆，新闻不断。不过，从诸多马先生打拳的视频看，搬脚、塌膝、夹裆、飘肘浮肩，打起来，招式也偷工减料，拳意更是与30多年的历练颇不匹配，或许是名师指点一二？亦或许是自己悟性不高、练功不勤？从最近几年马先生的行事风格来

看，心浮气躁得很，虽不能说拳完全白练了，但也足能证明其远未得窥“奥妙太极”的门户。

未得窥门户，却又偏爱人前显摆，这大约是未得窥门户者的通病。不治好这个病，企业或许能一时做得很大，但人却很难登上更高的层次；人登不上更高层次，企业就终究免不了崩塌的那一天。练太极，其实就是要“包容”；做企业也一样。包容了，眼里的世界一定会不同。一面利用自己的优势封杀别人，当其他的人“以彼之道，还施彼身”的时候，又满世界上网上线地叫屈，这似乎就不是一个太极拳爱好者应有的行事风格，更不是一个企业家应有的行事风格。

(作者系证券时报记者)