

## 小市值个股沦为濒危物种是A股之殇

熊锦秋

总市值低于20亿元的股票群体到9月初还有140多家,到了9月19日就只有109家,小市值股票逐渐沦为“濒危物种”。另外,这109只个股今年低点以来平均涨幅高达65%,是同期上证指数涨幅的3.6倍,且不少是在3月《国务院关于进一步优化企业兼并重组市场环境的意见》出台后加速上涨,涨幅居前的多涉及重大重组或增发收购。

针对企业并购重组面临审批多、融资难、负担重等问题,《意见》出台一系列优惠政策举措,包括“取消下放部分审批事项、简化审批程序改善金融服务、落实和完善财税政策”等。《意见》提出三个主要目标,其中的一个核心目标就是让一批企业通过兼并重组焕发活力,有的成长为具有国际竞争力的大企业大集团,产业竞争力进一步增强,资源配置效率显著提高,过剩产能得到化解,产业结构持续优化。另外,《意见》专门提出,要推

动优势企业强强联合、实施战略性重组,带动中小企业“专精特新”发展,形成优势企业主导、大中小企业协调发展的产业格局。

《意见》明明提出强强联合、形成优势企业主导产业发展格局,可为何A股市场并购重组却变成了由小市值个股或垃圾股唱主角?在笔者看来,一些市场主体扯虎皮做大旗,利用《意见》的政策优惠,以中小市值股票并购重组作炒作题材,通过实际上的操纵劫掠投资者财富。之所以持此观点,是因为其中存在以下诸多疑点:

其一,有的小市值上市公司进行跨行业并购,比如网游资产纷纷被工业类上市公司收购并享受高估值,怎会形成《意见》所期望的“资源配置效率提高,过剩产能得到化解”等问题?或许反而会导致网游产能过剩等问题,这显然与《意见》的精神背道而驰。其二,诸多企业资产由于种种硬伤走IPO之路行不通,转而由上市公司并购,却被捧成了香饽饽、

金疙瘩,这不合逻辑。其三,在成熟市场,很多上市公司并购并不会导致股价暴涨,有的甚至由于宣布并购消息股价反而下跌,毕竟并购需要付出一定成本甚至过高成本,而其对公司业绩的有利影响还存在诸多不确定性。而A股市场小市值上市公司一宣布并购消息股价往往连续涨停,不排除有人在幕后进行操纵,而选择小市值个股正是因为其容易操纵的缘故。

事实上,香港股市是一个很早就放开并购重组限制的自由市场,但港股释放一个资产注入的消息,股价不一定马上出现重大波动,除非业绩出现显著变化股价才会作出激烈反应。另外,港股并没有随着上市公司并购重组不施限,低价股、仙股就逐渐被消灭,相反,目前低价股阵营依然庞大。笔者以19日港股交易最新价作粗略统计发现,在香港股市1659只挂牌交易个股中,其中价格低于1港元的仙股竟然达到628家、比例接近40%,0.1港元以下的个股也有近30只,这着实让笔者吓了一跳。

在笔者看来,A股市场经过多年发展,出现一批2元以下个股,这本是市场远离投机、逐渐恢复投资理性的一个具体表现,但今年以来,一些人借《意见》出台和政府支持企业并购重组的新形势,制造并购题材、行操纵之实。而且,现在即使有些小市值上市公司并购重组暂时受挫,但只要市场歪风不变,人们就仍然会预期未来有并购重组,一些散户也在

预期市场被操纵的情况继续参与游戏,股价也可仍然保持上升,这形成A股市场一个新的奇观。以这种方式消灭小市值个股,并非《意见》释放的改革红利,而是篡改扭曲国务院有关并购重组的指引精神,在市场形成新的肿瘤疾患,某种程度上也可说明A股市场操纵违规的猖獗以及理性投资文化的陨落,这是A股之殇。其最大悲哀,莫过于市场价格发现功能以及优化资源配置功能的逐渐失去,导致资源极大浪费,同时产生劫贫济富等巨大社会副效益,让这个市场存在的正义基础受到侵蚀。

小市值个股或者几分钱的仙股的存在,可以视为市场价格发现功能正常发挥的一个标志,正常情况下,总会有一些公司经营糟糕、一文不值,这些公司的股价就让它逐渐归零!它们要么通过自身发奋努力做大做强,要么被其它强大公司并购吞并,要么日渐衰落通过自然死亡方式从A股离开。像现在这样越穷越光荣,集体翻身当主人,大摇大摆吞并其它场外企业资产甚至是垃圾资产,并受到市场顶礼膜拜,加以爆炒,是极不正常且有害的。建议有关各方要准确解读《意见》,对违背《意见》宗旨精神的并购重组要严格控制,尤其要对其中的市场操纵予以最为沉重打击。

## 国企高管该与谁比薪酬

冯海宁

根据全国侨商联合会常务副会长华生的统计,目前国企负责人比政府官员同一个级别的工资高了5—8倍,但是央企、国企与同等规模的民企CEO的收入相比,与真正市场经济的企业相比,其工资却是对方的1/10—1/50。央企高管与员工的薪酬差距在10倍以内。

部分国企尤其是带有垄断性质的国企高管薪酬过高久遭诟病,因此要进行薪酬制度改革。究竟如何调整央企高管薪酬,目前还没有明确,如何认定某些国企高管的收入偏高、过高,眼下成为舆论热议的重点。

在讨论国企高管薪酬高低这个问题时,横向比较就成为评判的一种手段,比如,拿2013年央企上市公司董事长薪酬与沪深上市公司主要负责人平均薪酬进行对比,就会发现部分国企高管薪酬明显偏高。再比如,拿国企高管的薪酬与政府同级官员的收入进行比较,国企高管的薪酬更是高出一大截。但是,与同等规模民企CEO的收入相比,国企高管薪酬却低了一大截。毫无疑问,如果与外企CEO的收入相比,国企高管的薪酬显得更低。也就是说,对比收入低的,部分国企高管薪酬应该下调,对比收入高的,部分国企高管薪酬不应该下调。

在笔者看来,国企高管无论与谁比薪酬都不能令人完全信服。国企高管有一定行政级别,从表面上看,其薪酬与同级官员收入进行比较,有一定合理性。但要意识到,国企高管与政府官员是完全不同的两种人,两者不仅工作内容不同,而且考核方式也不同。那么,把他们放在一起比较收入,自然很难得出合理的结论。

同样,把国企高管的薪酬与同等规

模的民企CEO的收入相比,也不合理。这是因为,虽然二者都是企业高管,但国企拥有很多天然竞争优势,包括政策照顾和市场垄断,而民企则完全要靠自己去打拼。同时,国企高管的薪酬基本上是自己制定,而民企CEO的收入则由市场来决定,决策机制也有明显差异。

拿中国国企高管的薪酬与国外对比也不适合,道理很简单,企业不同,市场环境不同,国情更不同。当然,拿央企上市公司董事长薪酬与沪深上市公司主要负责人平均薪酬对比,同样没有可比性,因为企业规模不一样。这样说来,似乎无法去认定国企高管的薪酬偏高还是不高。

在笔者看来,评价国企高管薪酬高低,关键在于如何考核以及业绩多少。对于垄断国企高管来说,考核的标准应该更高更严,因为企业本身拥有很多天然竞争优势。而对于非垄断国企高管,则应该参照市场化考核方式。尤其是,考核内容要多样要创新,既要与企业效益挂钩,也要与社会责任、创新管理等挂钩。

对于垄断国企所取得的业绩,要客观评价国企负责人所做的贡献,不能高估。而非垄断国企所取得的业绩,应该合理国企负责人的贡献很大,理应获得合理的报酬。换言之,只有先对国企进行分类,然后才能分别评价国企负责人的贡献,进而才能讨论薪酬高低。总之,国企高管薪酬与付出、风险等要相适应。

坦率地说,国企只有“去行政化”之后,才能确定合理的薪酬制度,因为既当“高官”又当“高管”,很难制定合理薪酬,作为“高官”来说,却拿着比政府同级官员高5—8倍的收入,即使没有可比性,官员们恐怕心理不平衡;作为“高管”来说,似乎又比市场化企业高管的收入低,国企高管或许心理也不平衡。

## 经济重回平走阶段 政策思路仍将延续

胡月晓

观察新增信贷和广义货币增长,发现它们在8月份出现背离:新增信贷基本符合预期,回归正常;货币增长则继续超预期回落。在现代信用货币体系下,信贷过程即信用创造过程,因此信贷回升应当带来货币增长的回升。但8月信贷回稳并没有改变货币继续回落的态势,说明前期货币高速增长为虚高增长,前期6月份是货币增长显著超越信贷增长的情况,现在看来为异动。

前期货币增速的回升,主要是货币当局持续微刺激和在金融机构得到定向支持后货币流转速度上升的结果;信贷的增长,则主要是表外转向表内的结果,这种高增长属于“伪增长”。在央行悄悄加强了对基础货币投放的控制,在货币乘数不可能持续上升的情况下,货币增速反弹显然是昙花一现。

“底部徘徊、有限复苏”是2014年

宏观经济贯穿全年的运行特征。在经济继续“底部徘徊”的格局下,企业部门去杠杆的压力会比较大。2009—2010年间的信贷泡沫,使得企业部门杠杆水平上升过高,随后的行政干预措施——对楼市的一系列投融资限制和过剩产能行业治理,并没有有效降低社会整体杠杆水平。没有经过市场出清,社会杠杆水平过高局面也就不会改变。中国经济杠杆水平偏高,主要体现在企业部门。家庭部门的杠杆主要体现在住房消费按揭上,由于楼市限购、限贷措施对家庭部门杠杆扩张有着直接限制作用,以及整体上城镇化进程还未结束,因此家庭部门对信贷等融资的需求就会很强烈。为维持高杠杆水平,短期周期性的融资需求会一直处于高位。由于央行持续推行和引导货币的定向投放,高杠杆部门的融资压力并不因信贷的平稳增长而得到缓解。

从贷款的部门统计分布看,2014年二季度以来新增信贷部门分布中,企业部门持续增长,住户部门相对稳定,意味着近期的经济回升主要来自于企业活力的增加,而不是居民住房投资的增长,表明近期经济反弹的质量较高。7月新增信贷的部门分布中,企业部门显著回落。在居民部门新增信贷保持基本平稳的同时,新增信贷规模为2010年以来的新低,原因是企业部门贷款的回落,这意味着企业经营前景没有根本好转,二季度以来的经济持续反弹进程难以持续。作为经济最主要动力的投资再度不及预期,再加上企业部门的信贷增长显著回落,二季度经济持续反弹的进程可能结束,经济再度进入平走阶段。8月企业部门信贷增长再度回升,表明企业部门信贷需求满足程度提高,经营活动得到的信贷支持度上升,意味着经济运行平稳局面将持续。

笔者认为,市场对经济预期已重新回到上半年乐观的状态。目前,从“强

刺激”到“微刺激”,市场出清替代“政府”出清,人们应该适应这种转变。货币政策的重心已转向调结构,前期定向投放的各项政策也深刻体现了本届政府的货币管理思路。因此,经济增长反弹结束和偏低的增速,并不会改变决策层对货币调控的思路。我们坚持前期的判断,房地产等高风险资产领域对资金的饥渴,仍然得不到商业当局的响应。

从商业银行的角度,在当前格局下,银行经营重心已转向防风险,信贷冲动不再出现。我们对银行的草根调研情况是:信贷规模控制今年比以往更加强化。即使经济“微刺激”持续,信贷、货币增长持续回升的状况也难出现。

资本市场上,经济和货币环境不支持的股市行情看来终究走不了多远,前期即使“看多”热情高涨,市场还是又逐渐回到主题投资、概念、热点轮炒境地;随着时间推移和不及预期的宏观经济数据出台,各机构将逐渐从“发热”中冷静下来。

## 焦点评论

### 央企高管薪酬超同级官员5倍,与员工差距10倍



央企高管收入高?须看以何做参照。简单对比不可取,仔细分析有必要。权责对称争议,政企不分惹牢骚。分配机制望改革,优胜劣汰定钱包。

赵顺清/漫画 孙勇/诗

## 将门票当摇钱树 是弱智的发展思维

谭浩俊

据媒体报道,近期,多家知名景区宣布上调门票价格,其中,丽江玉龙雪山门票由105元涨到130元,广东丹霞山门票由160元涨到200元。统计显示,国内5A级景区平均票价已迈入“百元时代”。

一张门票上百元,一家人外出旅游,算一算门票账,很多人就可能打消旅游的念头。虽然黄金周景区原本就很拥挤,少一些游客还有利于景区的管理,但是,如果因为门票价格过高,将居民旅游的心理压垮了,给旅游业带来的影响和损失可能就不是几个经济数据就能说明的了。

不知道一心想着给景区门票涨价的地区,到底是怎么想的,为什么总把经营的思维停留在涨价一个点上,而不算综合旅游经济账。前些年的西湖,就是因为取消了门票,综合收入不仅没有下降,反而提高了吗?

在西方发达国家,很多政府投资的旅游景点门票价格是非常低廉的,是鼓励居民频繁进出的。而到了景区里边,很多私人投资的项目,就可以按照市场供求关系确定价格了。而游客则可以依据自身的需要以及经济状况,选择游玩哪些旅游项目。也正因为如此,这些旅游景点一直能够保持比较旺盛的旅游热情,广大游客也乐意到这些公园去旅游,甚至在公园内聊天、谈话。

显然,真正的旅游经济,门票只是其中很小的一部分。政府不应该把眼睛盯住门票。不断地提高门票价格来捞取眼前利益,是极为短视和弱智的行为,它最终会扼杀居民的旅游动力。

众所周知,2008年金融危机爆发以后,为了应对金融危机的冲击和影响,中央曾经出台了鼓励居民旅游的相关政策和措施,地方政府则推出了免费向居民发放门票的措施,这些政策措施的推出,也确实给旅游业的发展带

来了积极的推动作用。尽管很多景区都取消或降低了门票收入,但是,旅游总收入却因此不降反升。而随着各地频繁上调门票价格,从门票收入来看,确实有了很大的提高。但是,综合旅游收入却并没有因此而增加,居民的旅游热情,也因此受到了严重影响,很多居民已经放弃了旅游的计划。

事实上,类似于将门票当“摇钱树”这样的行为,在政府身上随处可见。土地财政就是最好的例证。从表面看,土地财政为地方政府获取了大量利益,实质上却对地方经济的可持续发展留下了极大的隐患。特别是实体经济发展,在土地财政的冲击下,已经被严重边缘化。

毫无疑问,旅游是一篇大经济文章。这篇文章怎么做,目前地方政府的回答是不合格的。政府在发展旅游经济问题上,如此在乎眼前利益,在乎一时得失,在乎门票带来的短暂快感,怎么可能将旅游经济抓好?正如有的网友所言,按照地方政府把门票当作“摇钱树”的做法,即便徐霞客再世,也会变成宅男。

旅游不仅是一种经济行为,也是一种公益行为。对地方政府来说,需要通过发展旅游来促进经济的发展。特别是旅游景点比较多的地区,旅游更可能是当地的支柱产业。但是,旅游的经济价值绝不是简单地用门票收入来衡量,旅游经济更不是门票经济。如果真想发展旅游经济,就必须有大旅游概念,有大旅游意识,追求的应该是综合收入。要想不把门票当作“摇钱树”,唯一的出路,就是地方政府发展经济的理念有根本性的转变,能够把眼前利益与长远利益结合起来,将局部利益与整体利益联系起来,从而站在全局和战略的高度,制定发展目标,明确发展思路。到时候,像门票涨价这样的行为,也就自然而然地会市场的眼光、长远的眼光、更具经济价值的眼光来看待了。

## 最大罚单 不应是葛兰素史克案句号

王传涛

湖南省长沙市中级人民法院19日依法对葛兰素史克(中国)投资有限公司和马克锐等人对非国家工作人员行贿、非国家工作人员受贿案进行不公开开庭审理,并于当日公开宣判。该公司被判处有期徒刑人民币30亿元,这是迄今为止中国开出的最大罚单,马克锐等被告人被判处有期徒刑两到三年。

这次判决的严厉程度,已经超乎许多人的想象。不得不说明的是,葛兰素史克毕竟实力超群、资金雄厚。而且,面对史上最大的罚单,葛兰素史克的官方表态也很具有全球战略的高度——接受罚单,坚持整改,坚持投资中国市场。

不过,一家世界500强的跨国药品生产企业,在许多领域都有自己的“治病良方”,然而,面对一个潜规则横行的中国医药市场,却选择了随波逐流、浑水摸鱼并恶如崩,这着实发人深省。

回到案件本身,葛兰素史克管理人员从上到下都选择向医生、医药代表甚至是一些公务人员行贿,构成了行贿罪。这起案件本身没有什么疑问。而针对葛兰素史克对华销售药品价格超出在欧美国家的10倍之多的事实,国人尤其是患者及家属们可谓也是“恨之入骨”。在某种程度上,因为葛兰素史克公司在抗感染、中枢神经系统、呼吸和胃肠道和代谢四大医疗领域代表当

今世界的最高水平,这也决定了一些疾病的患者必须而且只能使用葛兰素史克生产的药品。其行贿并抬高价格之举,无疑加剧了国人“看不起病”的问题。

但是,如果把葛兰素史克比作一张试试纸,则试验的结果让国人心痛。在笔者看来,葛兰素史克至少对我国的医药体制现状存出了两大病情:一是,价格监管存在巨大的漏洞,至少从表面上看,对于相关药品的价格,根本都不参照国际标准,以至于葛兰素史克的药品价格可以无限高谱;二是,以药养医,最终抬高了药品价格,扰乱了市场秩序,在所有的成本转嫁给患者后,让“看不起病”的现象愈演愈烈。

世界500强外企,来到中国之后似乎很快就能学会潜规则的事实表明:对于整个中国医药市场而言,比要求所有企业遵纪守法更重要的是,我们要重建市场之规则。只有这样,才能让外企们不敢在中国行贿,也才不会出现一个外企在中国“南橘北枳”的结果。

开出最大罚单不应是葛兰素史克案的句号——比惩罚更重要的是改革,而改革的目标是价值的还原。十八届三中全会通过的全面深化改革的决定中,明确了“深化医药卫生体制改革”的内容,而破除以药养医、规范价格管理,也将成为接下来医疗体制改革的重中之重。或许,这才是规避再次出现葛兰素史克悲剧的治病良方。