



【明远之道】

大股东低价私有化的举动，会令长期被动型价值投资者无法“笑到最后”。

被动型价值投资者如何减少公司私有化时损失

陈嘉禾

尽管大股东私有化并主动退市，在A股并不常见，但是在港股、美股等成熟市场，却是经常遇到的事情。

对于被动型的价值投资者来说，投资过程中的价格波动本来并不十分重要，因为其并不会对长期的价格向价值回归造成影响。但是，如果在投资过程中发生大股东私有化，并让公司退市，那么事情就大不一样了。

举例来说，如果投资者在10元价格买入某股票，并预期5年以后价格会涨到50元，但是在买入股票之后1年碰到了股票大跌，市价跌到只有2元，这时大股东提出以溢价50%，即3元价格私有化，那么对于这位投资者来说，原本可以盈利400%的投资，就被这一极端状况变成了亏

损70%。

即使这位投资者坚定看好公司长期的前景，并选择继续持有非上市公司的股权，他也将面临高昂的交易成本，以及可能沦为毫无话语权的超级小股东的可怕结果。

那么，对于被动型的价值投资者而言，如何才能应对私有化可能带来的潜在损失呢？也就是说，即使当一个长期的被动型价值投资者保持了“投资周期中的价格波动并不影响投资结果”的理念，大股东可能在低价私有化的举动，也会导致看准了企业长期发展的投资者仍然无法“笑到最后”。

总体来说，以下三个方法，可以让投资者减少受到私有化伤害的概率。

首先，尽量在估值偏低时买入股票：一般来说，大股东私有化都发生在公司价格相对低估，以现金收购所

有股份十分划算的时候。因此，低价买入的股票，因为进一步下跌的空间相对更小，遭受以更低价格私有化的概率就相对较小；反之，如果投资者以合理价格、甚至高价买入股票，上市公司经营遇到困难导致股价下挫、从而引发私有化的概率就会变大。

其次，由于大股东在私有化时，一般要较当前价格有所溢价，因此低价买入的股票被以更低价格私有化的概率也就相对较小。在不严重伤害投资回报的前提下，尽量分散投资：之前提出的低价买入股票的问题在于，一则投资者不一定每时每刻都可以找到低价的股票；二则有时候好公司的价格很难变得很便宜。在这种时候，尽量分散投资，就显得非常重要。

由于私有化并不是经常发生的事情，而私有化的前提，即股票价格大幅偏离价值，也并不是天天都会遇

到，而即使上市公司的股票价格满足大股东可以从私有化中获利的前提，大股东出于维持上市地位、融资便利、抑或现金不足等各方面原因，也不一定进行私有化操作，因此，分散化的投资对避免遭受私有化的严重伤害，就显得尤为重要。

当然，分散投资会导致在极其优秀的资产投资集中度不够，从而有可能对长期回报造成一定的伤害。但是，相对于维持投资组合稳健的回报，一定的收益率损失也是可以接受的。

第三，重点分析大股东对上市地位的在意程度：并不是每个上市公司的大股东对旗下公司是否维持上市地位所抱有的态度都是一样的，因而在其它投资条件一样的情况下，投资者可以选择那些大股东更加在乎上市地位的上市公司进行投资。

不过，大股东是否在乎上市地位，并不是一件容易猜测的事情，它只是一些比较特殊的场合下才可以被准确判断。比如说，一个地区的企业在自己旗下的交易所上市时，一般不会主动退市，而本地政府持有的最大型国有企业一般也不会随意撤销在本地交易所的上市地位等等。

我们必须承认的是，私有化带来的潜在伤害，对投资结果带来的不确定性，是难以避免的。但是，遵从了以上几点进行投资，则基本可以保证投资者不会受难以预料的股价大幅波动和随之而来的私有化过度的影响。毕竟，100%的确定性从来都不是追求超额收益的投资者所过度企盼的东西，而风险如果可以被控制，那么在追求更高收益的过程中，它也是可以接受的。

(作者系信达证券首席策略分析师)



【明眼看市】

股市杠杆率不能太低，以致丧失了效率，但也不能太高，导致风险高度积累。

股市投资杠杆率多少为好？

桂浩明

不久前，沪深交易所同时提高了融资融券业务中的保证金比例，实际上是对杠杆率进行收缩。

有业内人士预测，在这次调整后，双融的实际杠杆率上限将下降到170%，即客户如果有100万元资产，最多能够融到70万元的资金或证券，这比以前的确要少不少。由此也就引发了人们的讨论：股票投资中的杠杆率，应该是多少为好呢？

对于每个具体的投资者而言，这个问题似乎很难有标准答案。因为每个人的风险偏好不同，风险承受能力也不同，有的人愿意以小博大，投资时希望杠杆率越高越好；也有人则是风险厌恶者，根本就不愿意参与杠杆操作。不过，对于市场管理部门来说，还

是需要制定一个大致杠杆率标准。其原则应该是，即不能太低，以致丧失了效率，但也不能太高，结果导致风险高度积累。

就今年以来的市场格局而言，原先的杠杆率是比较高的。在这次两个交易所调整前，保证金比例是50%，在抵押品折算率与现在相同的情况下，杠杆率相当于240%，即有100万元资产可以融资融券140万元。在市场运行平稳的情况下，这样的杠杆率似乎也是可以接受的，但由于境内市场的不成熟，容易大起大落，甚至出现极端走势，在这种情况下，这样的杠杆率就会有很大的风险。6月份以来股市下跌，其中一个很大的因素就是杠杆率太高，在行情掉头向下时引发“踩踏”，而很多投资者也因此受到巨大的损失。管理层在市场基本企

稳以后，着手调整融资融券的杠杆率，其控制双融业务风险，维护市场平稳运行的意图，应该说是反映得十分明显。这也是管理层“降杠杆”思路的具体体现。

其实，参照国际成熟资本市场的状况，境内股市的杠杆率的确有过高之嫌。在海外股市，尽管没有某个部门对杠杆率作出明确标准，而是由各资金提供方自行掌握，但在实践中都还是相应的控制线。就整个市场而言，融资融券余额一般只占到股票总市值的3%以下，并且在大多数情况下是2%左右。我国的台湾地区股市杠杆率一度比较高，在市场最活跃的时候甚至达到6%，但这个时候距离大盘暴跌已经不远了。在境内市场，如果以40万亿元的流通市值来衡量，当融资融券余额达到10000亿元

时，其比例大致就在2.5%左右了，而在今年的6月份，融资融券余额甚至超过20000亿元。如果再加上场外配资等，那个时候市场的杠杆率很可能就超过10%。如果以更为严格（当然也是与海外市场更有可比性）的自由流通市值来衡量，杠杆率还会更高。杠杆率如此之高，市场风险自然巨大，后来出现暴跌，也就一点也不奇怪了。

当然，以融资融券余额与总市值之比来判断股市杠杆率的高低，可能未必是很妥切的，因为该指标反映的是市场的总体杠杆情况，而现在交易所调整融资融券的保证金比例，则更多是从具体的投资者状况出发。但问题是，如果整个市场上信用交易的比例很高，那么具体到每个参与融资融券交易的投资者，其杠杆率也就不会

低。所以，从控制市场总体风险的角度出发，现在将融资融券的保证金比例作出比较大的调整，的确有其合理性。事实上，今年上半年以来的实践也表明，当时中国股市的杠杆率是不低的，而且在很大程度上超越了市场可承受的范围，所以现在有必要进行调整。

至于说目前确定的杠杆率是否合适，恐怕需要通过一段时间的实践来检验。杠杆率本身具有动态的特征，因此也需要不断根据市场实际来做出相应的变动。从这次沪深交易所宣布提高融资融券保证金比例后股市不跌反涨的情况来看，现在所确定的杠杆率，还是能够为市场所认同的，至少在目前，从提高效率与防范风险两方面来说，都还算比较恰当。

(作者系申万宏源证券首席分析师)



【正理平治】

沪港通首要工作是搭建好两地互通的渠道，让整个互联互通机制渐渐发展成为一个生态圈。

互联互通机制催生良好投资生态圈

郭思治

沪港通自去年11月17日正式“通车”至今已一年多，正如香港特区政府财政司司长曾俊华评价的那样，这项打通内地与香港两地股票市场的互联互通机制确实为两地金融市场的重要里程碑。在这一机制之下，合资格投资者可以在上海及香港股市交易指定范围的A股及港股。

在沪港通成功实施一周年之际，不论外界如何评价此机制之得与失，笔者认为，两地市场进一步开放对投资者可谓有百利而无一害，令投资产品及渠道都更趋多元化。从更宽阔的角度来看，毋庸置疑的是，沪港通所

为乃两地金融史上一项划时代的举措——这一年，两地交易所及监管机构已成功将监管规则、交易文化及货币种类等大不相同的内地与香港两地股市对接起来。

回想一年前沪港通开通时，市场曾憧憬大量外资将会经由新启动的互联互通机制涌入A股市场。但事实上，在沪港通正式实施初期，市场反应相当不一，南水北上买A股之情况颇热闹。可以看到，北上沪股通额度持续出现“额满”的情况，然而，北水南下的港股通投资额度流入情况则显得“冷冷清清”。笔者认为，这显示内地投资者对港股之投资心态仍偏保守。当然，也有观点认为，这种冷清的情况归根在于机制上仍面对不少

限制，这包括内地持仓50万元以下的散户投资者未能参与，投资者教育未完善以及港股的投资主题及吸引力远较内地市场为低等因素影响。

幸而，内地投资者经历一段时间投资者教育对港股了解加深后，两地买卖交投情况逐渐改善。特别是4月中内地正式发布内地香港基金互认细则等消息，成为港股进入“大时代”走势的诱发点，不论港股以及沪股通实施后香港本地散户投资者真正受惠的主要表现。虽然，之后两地市场之走势均面对内地监管机构收紧融资融券等利空消息出现明显回吐，但总体上沪港通在机制上的实施并未有因此受到太大冲击。

截至11月，港交所数据显示，北向投资A股的沪股通3000亿元人民币总额度共使用约46%，至于南向的港股通2500亿元人民币总额度仅使用约36%。环顾市场上现时的舆论及意见，不少声音认为沪港通成功与否要视乎两地市场的交投量多寡，但笔者未敢认同单以成交量作为衡量指标的观点。

港交所总裁李小加早前曾表示，沪港通首要工作是搭建好两地互通的渠道，让整个互联互通机制渐渐发展成为一个生态圈。事实上，目前沪股通的资金流出与流入情况，或多或少正在反映外资对于内地经济以及后市的看法，加上两地投资者亦逐步习惯两地市场买卖的特性，即表示一

个成熟的投资生态圈已经形成。由此可见，沪港通的存在价值以及对整体投资市场的贡献得到了市场多方的肯定。

展望未来，目前市场正期待管理层公布深港通的细节及实施时间表，笔者认为，鉴于目前内地股市已逐渐回复稳定走势，相信深港通在近期发布时间表的机会颇大。更重要的是，在发布深港通细则的同时，笔者更期望市场管理层重新审视沪港通的尚待完善之处，进一步放宽及优化制度细则，包括股份买卖范围、投资者准入门槛乃至新股发行的参与等，因为这将吸引更多资金未来通过互联互通机制投资于内地和香港市场。

(作者系香港耀才证券首席总监)



【股市笙歌】

在没有显著业绩支撑的情况下，过大的股价振幅，让投资者很难握住次新股筹码。

疯狂的次新股你玩不转

杨苏

次新股，玩的就是心跳。经历两轮暴跌的A股，每一次颤颤巍巍的反弹都让投资者心惊胆战，生怕一不小心噩梦重演。不过，近期次新股股价疯狂上涨，让胆子大的投资者心情爽朗。

次新股的暴涨，有着一定的逻辑支持。比如，次新股有着较高的再融资需求，以及进行产业内外并购整合的预期。此外，次新股大多股本偏小，流通市值不高，很容易受到资金的追捧抬抬。

直到今年6月份，因为遇到A股罕见的连续暴跌，次新股上市后股价暴涨行情才戛然而止。随后，监管部

门宣布IPO暂停。上周IPO再度启动，一举点燃了市场对次新股的爆炒热情。据统计，2000年后历次IPO重启后，次新股等指数至今皆取得超越400%的收益。

让许多投资者想不到的是，指责次新股缺乏业绩支撑的观点是站不住脚的。据中银万国11月中旬发布的研究报告，业绩上，次新股三季度净资产回报率领先整个主板、创业板和中小板。新兴行业中，次新股三季度净资产收益率，较行业平均领先优势进一步扩大。

说得这么好，但次新股的收益好挣吗？

最疯狂的时候，上周出现过A股涨停股票中次新股几乎半天下

的奇景。到了周四，次新股又出现了大量跌停，约200只次新股一起下跌。次新股的股价波动太大了。两天20个百分点的振幅，绝对是家常便饭。有的时候，一天也可以出现20个点的股价波动，估计能吓死不少宝宝了。

有资深投资大佬不满地评价，次新股是在乱炒一通。可是，火中取宝一向是很多人的趋之若鹜的致富之道。而且，与股价不温不火相比，大多数投资人宁可追涨杀跌，相信自己有一定的能力和运气攫取不菲的收益。

有的次新股股价涨幅令人咋舌。比如信息发展，股价在前几个交易日已经超越历史最高价。还有金

桥信息，在逼近前期历史最高价时，股价直接走出4个涨停。这些疯狂的次新股，也许成了许多投资者的梦中情人。

从现实情况考虑，这种情人只能偶尔“艳遇”，几无理性分析得之的可能。从动态市盈率看，信息发展因为三季度每股收益只有0.004元，所以动态市盈率达到约28000倍。金桥信息三季度每股收益则不到1毛钱，市盈率也高达700多倍。

共性也是有的。即便股价翻了几倍，这些暴涨的次新股的流通市值，也仅有20亿元。追溯至股价暴涨之前，流通市值都只有几亿元。此前这些个股的每日成交金额，也在1亿元到2亿元左右。

所以，似乎逮着流通市值最小的次新股猛炒，就可以获得暴利。但这其实挺困难的。在没有显著业绩支撑的情况下，过大的股价振幅，让投资者很难握住筹码。而且，次新股股价常常是连续几日不是涨停就是跌停，没有其他的价位空间，让投资者日日坐上过山车。

多少年来，专家不断提醒投资者高送转是数字游戏，但是A股一直乐此不疲。

不能说存在就是合理，但是成熟的资本市场由机构投资者主导，非常看重公司的实际业绩。既然愿意选择高抛低吸的交易游戏，那只能是一起疯狂，或者一起灭亡。

(作者系证券时报记者)