



【明远之道】

资产估值不是一成不变,它们是由一些相对微观的因素组成,这些因素又由更加微观的因素组成,层层叠叠无穷变化。

# 不要忘记投资中的空性

陈嘉禾

在佛家的哲学理论中,空性是一个经常被提及的词,意指任何事物都不是像我们一般认为的那样非黑即白、非此即彼、非对即错。它们都是由更小的事物分子所构成的,而更小的分子又可以由更小的分子构成。这些分子和分子的分

子既然可以构成一种事物,那么在另外一种组合下,它们就可以构成另一种事物。所以,我们不能对任何事情抱有一成不变的看法,而应该灵活、辩证、精确地剖析每个问题。

空性的概念比较空洞,所幸的是,我们可以在投资中找到非常多、非常好的例子来说明这个问题。下面,就让我们来仔细剖析几个案例。

在2014年的时候,A股中蓝筹股票的估值极其低廉,4到6倍的PE比

比皆是。但是,我们必须认识到,优秀企业的低估值并不是一成不变的事情,它是具有空性的,而其重要组成部分包括投资者缺乏独立判断的能力、强烈的从众心理两个因素。

在这种情况下,既然缺乏独立判断的能力和从众心理可以导致极低的估值,那么同样,在另一种组合下,它们也极有可能产生极高的估值。结果,仅仅一年以后,我们就在2015年看到了一波波澜壮阔的牛市。

非常类似的一个例子来自于香港市场。目前,香港股票市场蓝筹股的平均估值在7倍(恒生国企指数)到9倍(恒生指数)PE附近,一些优秀公司的PE甚至只有5到6倍,在全球几乎处于最低状态。尽管港股造成这种低估值的原因和A股不尽相同,但是这种低估值也并不是真实的实体,

它主要是由于全球资本流动性的反复无常,和对内地经济情况不能深入了解造成的(许多投资港股的全球基金经理甚至很少来大陆实地调研)。

那么,如果说现在港股的低估值也是由于可以改变的空性造成,那么港股的高估值又在哪儿呢?

要解决这个问题,我们得往前看。在2002年到2003年,香港的恒生国企指数估值也是全球最低,和目前的水平大体相当。2007年,香港股票市场的平均估值一举冲到了大约35倍PE,几乎达到当时的全球最高水平。正如之前的价格后来被证明是不合理的低估,2007年港股的高价也成为之后数年港股取得更高收益的障碍。

再看一个2015年发生的例子。内地市场交易的分级基金A端于基金在当年6月的价格出现了极低的水平,平

均折价在20%到25%左右。但是,在当年底的时候折价却缩小至5%左右。

众所周知,分级基金A端的理论收益主要来自两部分,即类似浮息债券的浮动收益和附送的看涨期权。从这个角度来说,2015年底的基准利率更低、股市的泡沫更小,分级基金A端的价值不论从哪个方面来看都应该更小,其价格也应该更低才对。但是,为什么它的折价反而会缩小呢?

原因再次来自于影响价格的第三方因素,即投资者的判断能力和盲从的趋势。在这两种意志向下作用的时候(相对应对分级B端的作用向上),分级基金A端的价格在2015年6月变得很低,即使当时的基本面其实更好,反之,当这两种意志向上作用的时候(相对应对分级B端的作用向下),分级基金A端的价格就逃创新高,即

使基本面已经不如6个月以前。

从以上的这些例子我们可以看出,佛家哲学中破除执着思维的空性,对诠释资本价格的变动有着至关重要的作用,乔治·索罗斯用无法捉摸固定状态的量子理论来解释这种变化,其实阐述了完全相同的道理。也就是说,资产的价格和估值并不是一成不变的,它们是由一些相对微观的因素组成的,而这些微观的因素又由更加微观的因素组成,层层叠叠无穷变化。

所以,当我们在分析资产价格时不可人云亦云,看似做了大量分析,实则为了当前价格找背书理由。我们必须找到决定资产价格的关键因素,考虑长期可能发生的改变,然后把筹码压在最可能发生的新方向上。只有如此,投资者才能取得长期稳健的超额收益。

(作者系信达证券首席策略分析师)



【明言至理】

对资本市场监管工作应当与时俱进,方能防止类似壳公司“寻宝游戏”变味。

# 莫让“寻宝游戏”变成“投资者劫”

吕锦明

随着万科宝能股权之争进入白热化,隐藏在宝能阵营背后的一家名为“中国金洋”的在港上市公司被媒体推到台前。

据媒体报道称,中国金洋前身是世达科技,2009年7月于开曼群岛注册,业内人士称之为“壳公司”。今年6月5日,世达科技公布向8名投资者配售共186.11亿股新股,每股作价0.18港元,较停牌前大幅折让82.35%。配股完成后,包括姚建辉、前海人寿保险及叶伟青在内的三名投资者被视作一致行动人,共持股72.49%;原控股股东兼主席王固芳及程佩仪持股将由69.59%摊薄至9.46%。有媒体称,持有49.99%股权的中国金洋的控股股东姚建辉,就是宝能集团、钜盛华、前海人寿的实际控制人姚振华的胞弟,是宝能系的“二号

人物”,曾经担任宝能投资集团的执行副总裁,目前任宝能控股的董事长;另外,叶伟青则是宝能投资集团的董事、钜盛华的董事长。

据悉,当初宝能系买壳时只花了28亿港元,按照中国金洋于圣诞平安夜的收盘价1.16港元计,宝能系已获账面浮盈超过150亿港元。值得一提的是,中国金洋在年初的市值只有六七亿港元,目前已高达252亿港元。由此,中国金洋被媒体称为是宝能系争夺万科股权的弹药库和后勤部。

虽然每个壳公司背后的故事各有不同,但股价大起大落带来的财富效应和羊群效应,还是引来不少中小投资者沉迷于捕风捉影,展开壳公司的“寻宝游戏”。例如原本市值不足20亿港元的港股上市公司中建置地,在21日晚宣布可能获央企入股,股价便于星期二暴涨近70%;上星期五刚刚宣布股权易手的耀科国际也受到资金

持续追捧。

港股市场上近年来买卖“壳股”活动频繁,尤以港股创业板的情况更甚,这引起香港监管机构的高度关注,出台了多项措施防止投机交易及保护投资者权益,并主动出击,在问题初现苗头即予以遏制。今年以来,港交所已引用现有法规令多家壳股买卖告吹,例如今年7月10日,港交所的权益信息披露,李连杰、利智夫妇持有远东控股115亿股,成为公司第一大股东;公司7月17日公告称,已与6名独立第三方订立了认购协议。不过,在9月15日,港交所通知远东控股,称公司资产在认购协议完成后将主要由现金组成,按照上市规则,公司可能不会被视作适合上市,公司股票也可能被暂停交易。远东控股之后宣布,鉴于上述情况,公司认为继续落实认购协议变得不可行,终止所有认购协议。有市场分析指出,早前公司几大股

东以大幅折让价格大量入股,将股本扩大13.6倍,如果事成,则原股东持股权会被极大摊薄,这相当于变相洗劫了其他小股东。

针对这些市场现象,港交所旗下全资附属公司香港联交所日前刊发指引,就其如何对大规模集资活动应用香港《上市规则》的现金资产公司条文发出指引。香港联交所强调,留意到近期上市公司引入投资者注入大量现金的大规模集资活动有所增加;这些投资者将拥有公司的控制权并把现金资产投资到新的业务,而公司原有业务随之被边缘化。根据香港现行《上市规则》规定,现金资产公司(指全部或大部分资产为现金的公司)并不适合上市。按照香港联交所发出新指引,一旦发行人被认定为现金资产公司,其复牌申请将被视为新上市申请处理。

在此之前,港交所还曾提出如果

公司在卖壳前“瘦身”,配售其大部分业务,一旦出售资产相当于香港《上市规则》界定的“非常重大的出售事项”,将会被视为等同将有资产撤回上市,必须事先获得独立股东批准有关出售,即至少须有75%投票赞成票,及不多于10%反对票。

上述措施显然均针对投机交易,从制度上增加了买卖壳资源的难度。虽然监管层四处出击,对围绕壳公司大做文章的投机交易进行围追堵截,但香港资深投行人士温天纳指出,目前港股上市公司五花八门,一些低价、小规模的公司还是可能钻空子,因此仅靠上述制度指引来约束和监管并不足够。由此可见,随着资本市场发展逐渐走向发达、复杂,对市场监管工作应当与时俱进方能有效防止类似壳公司“寻宝游戏”变味,有效遏制投机交易对中小投资者利益的损害。

(作者系证券时报记者)



【股市笙歌】

很多时候,资本市场最好的故事不是公司宣布什么,而是董监高的行为所蕴含的诱因。

# 资本市场人事变动故事多

杨苏

A股资本市场是一个讲故事的地方。听其言、观其行,很多时候,最好的故事不是公司宣布什么,而是上市公司董监高的行为所蕴含的诱因,期间机会风险并存,投资者不可不察。

一察敏感的时间窗口。2015年最后的时间正在迅速缩减,一同离去的还有部分上市公司的高管。大家忙乎了一年,作为职场人士正等着2015年的年终奖和一个多月后的春节假期,此时突然放弃必有原因。

仅以常理推测,如果高管主动离职,那么高管可能有了更好的去处,收益大过放弃的成本;同时,不能排除

“两害相权取其轻”的选择,高管离职目的是为了规避更高的成本,最有可能的是违法违规成本。如果高管被动离职,那么他应该是失去了大股东的支持,或者公司面临变局,新主席摩拳擦掌已经不用你尸位素餐。

从公司披露内容看,大约一半的高管离职后仍担任其他职位,极少数高管因为年龄等原因辞职。剔除这些辞职理由充分的情况,其他公司高管辞职多少存在不方便公开透露的隐情,仅仅一个“个人原因”实在太过模糊。

二察变动的职位特性。高管的范畴也较大,许多公司副总经理离职的情况也不鲜见。但是,董事长、总经理和财务总监这几个重要职位辞职,值

得外部投资者关注和解读。

先说财务总监,曾经有一家造假上市的公司自称有3本账,案发后财务总监不知所踪。一般而言,财务总监可看成上市公司高管中的灵魂人物,掌握着公司的财务信息和现金资源。很多时候,财务总监离职后公司的营业收入和净利润产生较大波动。

公司财务总监离职的主要原因,或许是存在财务操纵和造假,规避法律责任。既然无法与其他公司高管达成一致意见,或者惧于可能的市场监管带来的合规风险,那么经过权衡,不如放弃财务总监这样的职位,避免未来承担法律责任。要知道,平均而言,财务总监持股数量远远小于董事长、

总经理等关键职位,收益这么小何必上一条船。

也许董事长和总经理可以迫使财务总监离职,但是能让这两个职位的高管离职,只能是现在或者未来的大股东了。一种可能性是今年公司经营远远没有达标,董事长或者总经理受到来自大股东的压力,不如辞职为上,也好尽早找到下家。但是,如果不考虑国有企业的情形,中国A股上市公司的治理结构通常是控制权高度集中,因此大多数公司都由实际控制人担任董事长,不会自己罢免自己。

另一种可能性则是新主席摩拳擦掌,即将入场,那么现有董事长不得不先让位。当然,这样的推断是必要而不

充分条件,即新主席上市重组的公司,当然有原董事长辞职的步骤,但未必要由董事长辞职必然推断存在重组可能。只是从概率上看,投资者对此现象值得投入较多精力,研究公司未来可能发生的变化,尤其判断一下是否存在变局的可能性。

人事变动故事多。现有财经新闻以及机构研究投入的主要精力,并不能彻底覆盖和挖掘类似的公司事件意义,往往事后知后的居多。近期,一家屡屡遭到证监会和交易所监管的公司,再次公告财务总监和总经理辞职。笔者看来,连内部人都在不断地嫌弃你,公司经营岂可憧憬?

(作者系证券时报记者)



【一缕清辉】

股权争夺战中的上市公司想办法重新夺回大股东席位,也要符合市场规律、市场秩序才行。

# 股权争夺战要遵守市场规律

宋清辉

近期,A股上市公司股权争夺战频频上演,并呈现出白热化态势。

在我国证券市场的股权争夺中,不存在所谓的人心善,谁占有的股份多谁就是老大,因此也不存在是否欢迎或不欢迎,一切都得按规矩办事。就算股权争夺战中的上市公司想办法重新夺回大股东席位,也要符合市场规律、市场秩序才行。

股权争夺往往能提升公司股价,这是因为两家公司为了守住自己的持股地位,他们不得不在资本市场中大量收购股票,无论价格多少。在这种背景下,不少短线投资者会不断加码,希望两家公司,甚至是多家公司能够积

极收购,以此卖出个好价格。

对长线投资者而言,持股公司被举牌甚至进入股权争夺,需要一分为二来看。从好的方面来看,如果优质的上市公司出现股权争夺,意味着一个更大的组织看好这家上市公司,希望通过控股的方式进入董事会,从而实现对公司的股权控制、实现两家公司各种资源的整合,极有可能会推动这个庞大的上市公司经过资源优化配置之后,再来一轮突飞猛进的飞跃式发展。这对上市公司原来的股权持有者可能是坏事,但对普通投资者而言,这是一个绝佳的长期投资机会。

从坏的方面来看,举牌资金很可能是为了获得更多利益,在上市公司发展进入黄金时期介入,通过较低的资本享

受大量的分红,自己却没有多少作为,在获得足够的分红之后再慢慢减持,最后退还控股股东的地位。在这种背景下,举牌资金并不能帮助上市公司实现突破,反而有可能拖累上市公司的发展,成为不折不扣的吸血鬼。

进入股权争夺的时候,上市公司高层也许会在这个时候打情骂俏,这往往是因股权不稳定导致,这关系到他们的切身利益;对市场而言,投资者更想问争夺方,为什么要争夺股权,争夺完之后打算怎么做,这关系到投资者的切身利益;对争夺方而言,他们考虑的是对方会如何拒绝,该如何继续争夺,这和他们的切身利益相关。

不管怎么样,在资本市场中就是要遵守资本市场的规则,股价上涨赚

钱你可以高兴,股价下跌赔钱你怨不得别人。既然知道上市之后股权的利益关系,那么股权结构的设置、股权持有的模式、在不同持股情况下防范以及反击的方式就必须确立,一切都需要通过市场制度来解决,做到合法化、规范化,谁能将股权守到最后,谁就是最终的赢家。

在国外,通过购买公司股票夺取控股权的案例时常出现,陈光标一度想收购纽约时报。和A股不同的是,相当多的美国上市公司会采用双重股权结构,即A类股和B类股。A类股是一股对应一个投票权,B类股则是一股对应多个投票权。有的公司甚至是三重股权结构,即再加C类股。

纽约时报采用了双重股权,其中

A类股数量极多,但纽约时报A类股股东对董事会成员的选举权被限制在30%的范围之内,其他70%以上的投票权有90%以上在纽约时报的苏尔兹伯格家族手中。这也意味着,即便是陈光标把所有的纽约时报A类股购买下来,他依然没有话语权,决定公司发展方向的人不会是他。

美国资本市场的双重股权结构能够让控股人“有钱且有权”,只要自己持有的B类股投票权占据绝对优势,他也不必担心有对手会入主董事会,因为一票否决的权力在于他。如果我国证券市场也能够引入这种双重股权结构,我们常见的股权争夺也许会变得非常罕见。

(作者系知名经济学家)