



【明远之道】

从宏观角度来说,金融机构的债权转换为股权是否能够长期盈利,取决于宏观经济的发展潜力。

从中国市场特性看债转股的作用

陈嘉禾

债转股不是一个新鲜词,从上世纪末的金融危机中一路走来,债转股就为中国金融业的发展做出特殊贡献。这里,我们就来谈一下债转股的本意,和它在不同市场中的不同作用。

从本质上来说,债转股就是企业的债权人,把持有的债务转换成对企业的投资。从性质上来说,这是一个中性的金融工具,即等量债权转换为等量股权。那么,这笔交易是否划算,从其性质本身是无法判断的,我们需要从其长期影响来测量。

从微观来说,债转股的长期影响

是以投资的长期回报率能否超过债权的利率作为衡量的;从宏观来说,则是以这种金融交易能否促进整体经济来衡量的。

客观看,企业的股权回报在大部分时间超过债权,是一个比较常见的事情。从货币的角度来说,债权每年的投资回报只有5%到6%,长期的通胀大约就在3%的水平,而目前社会每年广义货币(M2)的增长速度则在12%,长期预计以10%为计,比通胀再高7%。

在这种情况下,首先,即使从资产重估的角度,企业资产每年的增幅最少也在3%左右,如果企业的资产含有不可随货币和生产扩张而增加的资

源属性(比如矿山),而非完全的生产力属性(如自行车、收音机生产厂),那么企业的资产会再次获益于货币的膨胀;其次,企业自身还会产生利润,这又是长期回报的一部分。

从这个角度看,在当前中国贷款利率相对宏观经济的发展较为低的情况下(这个比值相比较欧美更低),股权的长期回报战胜债权,仍然是比较容易做到的。这个角度,是从微观的企业财务角度来考虑债转股的问题。

从宏观角度来说,金融机构的债权转换为股权是否能够长期盈利,则取决于宏观经济的发展潜力。目前,中

国的人均(GDP)仅为美国的1/8,按购买力平价计算则为约1/4,而中国的社会经济组织性在全球是居于前列,比较一下中国政府的行政效率之于印度、拉美就知道。在这种情况下,中国的发展空间仍然很大,比较一下目前中国的人均工资涨幅和美国、欧洲的水平就知道。债转股在宏观层面能够刺激经济、从而在长期收到回报的概率,也相对高得多。

所以,无论从宏观和微观来看,债转股这一金融工具,对中国经济都是可以起到正面效果的。这不仅是由债转股本身的性质决定的,而是配合了中国债权利率偏低、货币增长仍然稳

健、宏观经济潜力仍然巨大这三个因素,才能够实现的。

也就是说,如果一个经济体的发展水平太高、经济进一步发展的潜力太小,那么即使转股,将来也不一定能够收回成本,因为社会进一步发展的空间有限。如果一个经济体债权利率太高,则股权的长期回报不一定能覆盖债权的成本。如果一个国家不能自主发行货币,或者货币增长缓慢(比如日本),那么债权是否能被股权有效补偿,也很难预测。所以说,债转股不一定适合所有的国家和经济体,但它确实适合当前的中国市场。

(作者系信达证券首席策略分析师)



【明说董秘】

“可暂时忘却”类风险不会无故消失,需要倾注你的智慧和专业能力,同时也是董秘为公司风险有一定担当的体现。

董秘要把握“可暂时忘却”类风险

唐林明

笔者老家有一句俗语,“条条蛇都咬人”,对应着人生经历,指人的一生本来就是风险与机遇的集合体,每一条路的两边分别伴随着“风险”与“机遇”,不必过于患得患失。其实生活中有些风险是可控的,这种风险是人生的“益生菌”,伴随你并促进你的成长,董秘职业过程中的风险也同样如此。

“可暂时忘却”类风险就是这类风险,并不是让你无知无畏,而是你知道一定存在,但不一定需要立即强行为之消灭掉的风险。这类风险的处置有足够的空间、时间,甚至会随着时间进化自然得到消除。当然它不会无故消失,需要倾注你的智慧和专业能力,同时也是董秘为公司风险有一定担当的体现。

这类风险一般都是公司那些真正无知无畏的人已经干出了蠢事,木已

成舟,但它不至于立即爆发,一般会在一个报告期末显现出来,也就是说只有到某个报告期末才会对公司产生负面影响。处理这种事情的一般流程就是:尽早发现——有限度发飙——反向安抚——拿出解决方案——形式上的忘却——持续跟踪——消除风险。

第一,知情渠道。内部重大信息知情渠道是你必须建立的,没这个特定、持续性的渠道,你就成了瞎子。至于这种知情权保证的渠道因公司而异,没有最好的董秘信息收集保证体制,只有最适用的收集机制。有了这个机制保证,你就能及早发现导致公司风险的蠢人蠢事。风险不可怕,看不见的风险才可怕。

证监会、交易所要求所有上市公司均要制订“重大信息内部通报制度”,还要公告出来,试图从机制上建立一种能保证信息披露部门的重大信息知情权。但从另一角度来看,这其实

加大了董秘风险。为啥呢,一是因为你在企业中才知道,有些事情就不应该、不愿意或者不能够进行如期披露。按照规定你已经获悉,此时整体风险完全转移到董秘这个角色上来;二是公司披露出来和执行的“重大信息内部通报制度”其实是个形成虚设的玩意,按那个制度你不可能获得什么内部重大信息,所有内部信息应该流转的标准全是按披露规则、章程、三全规则的标准照搬过来的,全是计算公式,没有任何的实际可用性。因此,对董秘来说,两个问题就来了:一是如何能真实、准确、及时获得重大内部信息;二是获取的范围和程度。获取方法自己根据公司特点去针对性改良,超范围获取信息对公司、对自己都是伤害。

第二,造成重大信息漏报的情况,一般容易出现在第一线业务环节。此环节太重要,才可能出现干得越多、错得越多的情况。还有容易出现漏洞的

环节,是此业务的分管领导一般与你关系比较远,事情干了就不告诉你。

不过指向明确就比较好跟踪。如果你发现这类错误的出现,你要怎么处理?肯定是及时制止,此时最好不是你直接去出头,会激化矛盾,不利于事情的解决,引导其他环节的人去点拨,然后再出面。制止得有理有节,危害一定要分析清楚,同时配上“有限度的发飙”。

第三,相信你能做到董秘,职场潜规则应该已经掌握了吧。营造良好的职业氛围,就必须让那些对你不以为然的力量反过来感谢你。当那些风险制造者真正害怕的时候,反过来你要进行安抚,稳定团队,并拿出可行的解决办法,让他们对你感恩戴德。一般来说,只要有足够解决时间,再复杂的事情其风险程度都已经降低了。一些扯漏只重要,在定期报告、季度报告截止时点前处置掉就不是风险了。

第四,这类风险的处置过程在你的履职痕迹中一定不要有任何形式的体现,这种“形式上的忘却”就是这类风险处置办法的核心。从形式上反映出来事实就是,公司和你根本不知道此事,公司也从未出现过该事件。

第五,形式上的忘却不等于放任自流,要确保时间期限内得到妥善处理。只要“肇事者”已经完全配合解决并真正认识到危险,剩下的事情就是要专人进行跟踪,防止事情突变或者节外生枝,确保对公司的风险事项在规定的时点前得以消除。

对公司风险等级不高的事项处置,对“无为”这个道家精髓的把握非常重要,不但能防范风险,还能营造权威。风险能够毁灭你,也能成就你,看你用什么样的态度和方法来应对。(未完待续)

(作者系资深财务顾问,原系上市公司董秘)



【明眼看市】

中概股回归本身的意义及影响,站在不同的角度,人们自然会有不同的看法。

中概股为什么选择回归?

桂浩明

不久前,在美国上市的国内视频网站公司优酷土豆完成私有化,亦即在美国证券市场退市。公司表示,计划在三年内实现在境内资本市场上市。此举,按现在市场上通俗说法,就是中概股回归。

当然,这并不是个案,在这之前,360意欲回归的消息已经是家喻户晓了。前几年完成私有化的巨人网络,借壳世纪游轮实现在A股主板上市,更是成为市场上的焦点事件,引起了广泛的关注。有人统计,在海外上市的中概股,大约有近半已经表达了准备回归境内资本市场的意图,其中约1/3已经开始筹划私有化。与当年纷纷想方设法出海相反,如今中概股回归俨

然成为一种潮流。

那么,为什么这些中概股要回归呢?分析一下可以知道大致有这样一些原因:首先,海外上市,估值不如境内。这也就是说,如果公司回到境内上市,其市值可能会有几倍甚至十倍以上的提升。大家所熟悉的暴风科技,前些年也曾经在美国上市,股价经历了上市初期的暴涨到后来长期低迷的过程。公司回归A股以后,市值随即大幅度提高,公司原股东收益极为丰厚。不可否认,利用境内外市场之间的价差,通过改变上市地点的方式来提升市值,是大多数中概股不惜成本退出海外市场,回归A股的重要动力。

其次,在海外上市,虽然IPO门槛相对比较低,效率也高,但随后要进行再融资则不太容易。不少中概股原

先不符合在境内上市的条件,转道海外后得以IPO,但要再进一步发展却遇到了困难,即再融资障碍,使得它们在寻求企业扩张方面不得不把眼光移到境内。不过,通常来说,虽然境内市场的再融资条件是较为宽松的,但企业要从境外上市改到境内上市,不仅时间长,而且其中财务成本也很高,所以只是简单地获得再融资而搞回归的公司,可能比较有限。但在这里,也可以看出境内外市场在融资结构上的差异,以及投资者对于上市企业在投资回报上的要求。

第三,由于境外市场相对成熟,监管比较严,同时舆论监督也很盛行,并且不时还会遭到被“做空”,这样也就有相当一部分企业感到难以适应。事实上,的确有些中概股,是在遭到海

外监管机构聆讯及调查后,出于各方面的考虑决定退出海外市场回归A股。对于这种现象,有些人是以境内外监管标准不同来解释的,但深入思考一下,情况似乎不是那么简单。如果说是因为境内市场监管相对宽松的话,那么现在境内需要该做的,也许是补上监管的短板,而不是敞开大门让这些不容于海外监管环境的中概股回归。

说来说去,中概股中出现回归潮,自然都有其内在的理由,而且有些理由也是很容易得到理解的。但问题在于,这些理由是否真的构成中概股必须要回归的基础呢?也许,在某个层面上说,回归有利于部分企业价值得到客观充分体现,并且通过再融资获取进一步发展的契机。但是,如果说回归是为了给境内投资者提供好的投资标

的,这就未必完全符合事实了。如果境内的投资者把中概股的回归视为市场利好,以为是境内股市行情的最大热点,这就更有点莫名其妙了。也许,就某个被借壳的公司来说,中概股回归会带来相应的炒作机会,但就整个市场而言,其所形成的冲击显然不可小看。如果还不明白这一点,那么看看暴风科技也许就知道了。

作为一种市场行为,中概股回归本身的意义及影响,站在不同的角度,人们自然会有不同的看法。但是,理性的投资者还是不妨从中概股为什么要回归这个角度出发,多考虑一下A股中这个题材的合理性,以此来作出自己的判断,避免陷入认识及操作上的误区。

(作者系申万宏源证券首席分析师)



【一缕清辉】

房地产的强大吸附力已经令其他行业近乎“寸草不生”,透支了实体经济的生长力。

去杠杆化成为本轮房地产新政重点

宋清辉

今年农历春节过后,中国房价开启了“火箭模式”,犹如飞天一样的房价令人心惊胆战。但上海和深圳迅速出台的限购政策给楼市上涨的“熊熊火焰”犹如泼了当头冷水,迅速降温。同为一线城市的北京限购还会远吗?

笔者认为,北京收紧限购政策概率较大,但北京限购力度可能不会太大。事实上,在上海公布最新限购政策之前,北京限购措施已经被认为是史上最严厉限购政策:“五年社保或纳税”已经被认为是最高门槛,令多少“英雄好汉”无奈持币观望。北京市常务副市长李士祥在今年博鳌亚洲论坛上接受媒体采访时说:“北京今年年初以来房价上涨幅度为11.3%,不是最高的。”同时他表示,北京一直在控制房

价过快上涨,房价上涨在合理区间内。不过,今年春节以来,房价上涨速度的确有些过快,尤其是场外配资例如首付贷等金融融资工具,令金融安全得不到保障,直接影响到金融链条的稳定性,毕竟谁也不愿承担了金融链条破裂带来的负面效应。但是,楼市限购真的是降房价的“灵丹妙药”吗?

其实,只要看看北京的限购政策就知道了。北京的限购政策负担的功能不仅仅是让房价下跌,更主要的是,通过控制房地产的开发控制北京市人口过快上涨。需要注意的是,北京市对外地人口买房的门槛是规定必须满足连续纳税或五年社保,但实际上,如果一旦五年期满后,买房的人口或将呈现“井喷”现象。

2016年春节前后就是很好的实例。从2010年限购,一直到2016年正

好是五年时间。也就是说够资格买房的人大幅增加,因此,加上中介造势渲染,房价上涨迅速。

所以,限购政策只是从需求方控制,这样的确在一定程度上可以缓解房价上涨过快的趋势,但同时打击了刚需群体,而且限购政策更是增强了人们“物以稀为贵”的心理上涨预期。笔者认为,解决这一棘手的问题,还需要从供给端解决问题,增加土地供应,同时增加廉租房和公租房的供应等,让市场供求关系出现逆转。

值得一提的是,中国房价之所以居高不下,也与各级地方政府的“阳奉阴违”相关。长期以来,地方政府的“土地财政”已经令地方政府尝到了近乎“不劳而获”的甜头。当前,土地财政已经占据地方收入的半壁江山。据财政部公布的2014年财政收支情

况显示,地方政府性基金收入4.99万亿元,其中国有土地使用权出让收入4.26万亿元,同比增加1340亿元,增长3.2%,卖地收入占比超50%。

故此,笔者认为,当务之急政府亟需要做的是,必须依靠供给侧改革,去产能以及进行结构性改革,实现产业升级,加大地方财政税收,深化改革力度降低对土地财政的依赖。事实上,这不仅是在拯救中国房价,更是拯救中国经济。房地产的强大吸附力已经令其他行业近乎“寸草不生”,透支了实体经济的生长力,挤占了中国民营企业的融资空间,这对当前进行的结构性改革以及中国经济转型都是极为不利的。

另外需强调的是,本轮限购政策中调整去杠杆成为重点,例如深圳此次新政中,明确表示要加强房地产金融风险防控,结合前期首付贷风险排

查情况,开展金融风险排查和专项治理,严禁互联网金融企业、小额贷款公司等金融机构从事首付贷、众筹购房、过桥贷等金融杠杆配资业务。上海“沪九条”也明确指出,严禁房地产开发企业、房产中介机构从事首付贷、过桥贷及自我融资、自我担保、设立资金池等场外配资金融业务。

由此可以看出,本轮房地产新政的重点是去杠杆化,即在房地产市场利用加杠杠手段去库存的反常现象,已经引起决策层的高度重视。若再不加以防控,放大的资金杠杆将会催生房地产市场泡沫,带来巨大的金融风险。去年的股市剧烈波动,已经消灭了不少中产阶级,鉴于楼市体量大、牵涉面广,给金融市场造成的危害也许更大。

(作者系知名经济学家)