



【明远之道】

刻舟求剑的人,以为历史会重演;以史为鉴的人,参透的却是历史的韵律。

陈嘉禾

在英国著名国际关系专家蒂姆·马歇尔(Tim Marshall)所著的《地理的囚徒:十张地图解释世界格局》中,其在第七章“印度和巴基斯坦”介绍了一段历史,即1965年印巴战争的一个动因。在1962年中印战争中,巴基斯坦军队看到了印度军队的惨败,因此过低估计了印度人的军事实力、过高估计了自己。结果,在1965年的印巴战争中,巴基斯坦遭到了失败。

这样的事情,在历史上可不是第一次发生。在中国的战国时代,秦国在长平之战大败中原老牌强国赵国,坑杀赵卒四十余万。隔壁的燕国看在眼里,觉得赵国也不过如此,现在战败了更弱,就趁机从背后进攻赵国,结果被赵国打得大败。而希特勒在第二次世界大战中悍然进攻超级大国苏联,其中的导火线之一,就是苏军在之前的苏芬战争中表现非常糟糕。于是,希特勒看在眼里,过低地估计了苏军的实

力,把赌注压在一场战争上,最终身败名裂。

在学习历史的时候,我们都知道要以史为鉴。但是,以史为鉴并不等于刻舟求剑,而不假思索的人们常常把这两个状态搞混。在以上的几个历史案例中,决策者们的失败,都是由于错误地把“刻舟求剑”当作“以史为鉴”导致的。

人们简单地认为,历史上发生过的就一定会线性地再发生下去。因此,一支在上一场战争中丢了脸的军队,就一定会在下一场战争中再次战败。但是,战争的胜利是由双方决定的,之前失败的一方会痛定思痛,往往变得比以前要强,新加入的一方也不一定有之前胜利一方那么强大的军事实力。实际上,正如马克·吐温所说,“历史不会重演,却自有其韵律”。刻舟求剑的人,以为历史会重演;以史为鉴的人,参透的却是历史的韵律。

以下这些分析,你是不是经常听到?在我看来,这些都属于比较典型的

刻舟求剑。

“这几个股票当年有100多倍市盈率呢,现在只有30倍了,好便宜赶快买。”

“那个小区的房子价格,已经从最高点下降了20%,机会不容错过哦!”

“今年以来这个板块价格大涨,现在是在市场焦点,正是追入的好时机。”

“这个投资经理去年业绩排名第一,赶快买他的新产品,不要错过。”

“这家公司最近产品销售很好,因此我们预测它后年的动态市盈率是15倍,现在可以买入。”

在以上的几个例子里,分析的思路都是“过去已经发生的,未来仍然会再发生”,而不是对历史规律的总结,比如根据历史经验得出的规律以及未来具有的条件,未来这件事情可能怎样发展。

这里,让我们再对上面的几个情况,来做一番不同的分析,看看“以史为鉴”和“刻舟求剑”有什么不同。

“这几个股票当年有100多倍市盈

率,现在只有30倍了,但是30倍仍然不是一个便宜的价格。尽管当年市场有100多倍,但是那个价格是一个泡沫的极端状态,而以后市场是否能回到极端的泡沫状态,仍然有待商榷。”

“那个小区的房子价格,已经从最高点下降了20%,但是租金回报率仍然不到2%,现在是贷款买入的好时候吗?”

“今年以来这个板块价格大涨,现在正是市场焦点,但是股票的价格已经很高,市场的焦点到底能持续多久也不得而知,我们仍然要仔细分析其基本面。”

“这个投资经理去年业绩排名第一,但是去年他之所以业绩排名第一,并不是因为他非常能分析企业的价值,而是因为他的运气特别好。这种运气,在未来能持续吗?”

“这家公司最近产品销售很好,有人预测它后年的动态市盈率是15倍,但是产品销售好很可能会引来巨量的竞争,这家公司有没有在之后竞争中

继续胜出的能力呢?”

话说回来,现在许多人仍然喜欢买房子,仍然不喜欢股票。也难怪,从2000年到现在的18年中,一线城市的房地产价格上涨了大概二十来倍,而上证综合指数却只涨了一点点。要按刻舟求剑的思维,未来肯定是房地产比股票强。

但是,如果按以史为鉴的思维,过去18年的房地产价格上涨、股票价格不怎么涨,背后的重要推手分别是房地产的租金回报率下降、估值大涨,以及股票的估值下降。那么,未来二十年,又是谁的估值更容易上涨、谁更容易下降呢?不要忘了,如果按照刻舟求剑的理念,站在2000年的时候,人们可是应该买股票、不买房子呀。要知道,在整个90年代里,上证综合指数上涨了大概20倍,而房地产的价格大概也就上涨了一倍上下。

所以,投资到底要刻舟求剑,还是要以史为鉴,你想明白了吗?
(作者系信达证券首席策略分析师)

科创板培育下一个腾讯只是时间问题

宋清辉

科创板和注册制由我国最高领导人在世界级会议上的演讲中提出,说明A股市场的此次新变革是国家层面的变革,是我国资本市场顶层设计的逐渐完善,多层次资本市场构建的进一步升华,更是我国战略发展的一大助力。

近年来,我国出台了大量有关科技创新方面的政策。其中,党的十八大指出,“科技创新是提高社会生产力和综合国力的战略支撑,必须摆在国家发展全局的核心位置”。我国“十三五”国家科技创新规划指出,我国科技创新工作在规划期间将紧紧围绕深入实施国家

“十三五”规划纲要和创新驱动发展战略纲要,有力支撑“中国制造2025”、“互联网+”、网络强国、海洋强国、航天强国、健康中国建设、军民融合发展、“一带一路”建设、京津冀协同发展、长江经济带发展等国家战略实施,充分发挥科技创新的核心引领作用。

从宏观层面来看,我国科技创新近年来正在从曾经的模仿、学习,转变为现在的自主研发、开发,角色逐渐从原来的跟跑者向领跑者过渡,从以往的中国制造成为新型的中国设计、创造和智造。由此可见,在上交所设立科创板的意义重大,是要为我国实现多项国家战略、将我国打造成为科技创新大国和科技创新强国而服务,从而

助力我国经济高质量发展。

从科技创新的系列政策来看,即便是科创板实施注册制,企业想登陆科创板也不是容易的事情。作为科技创新企业的服务平台,科创板所服务的企业将是在未来数年内成为我国经济支撑以及高质量发展的、具备科技创新元素的中小企业,传统企业、伪科技型企业、不具有自主知识产权等与科技、创新无关的企业,将与科创板无缘。

科创板试点注册制,是科技创新市场化重要体现,同时也是中国资本市场IPO改革的重大突破。与传统企业不同,科技创新型企业的发展有着非常大的不确定性。例如,在海外IPO的上市公司中,有许多在上市前及上

市后很长一段时间处于净亏损状态,它们通过公司董事会和管理人员的努力得到投资者认可,使得公司股价、市值不断走高,最终实现扭亏为盈。因此,对一些具有成长潜力的科技型企业而言,试点注册制的科创板是一个新的融资渠道,或许培育出一家诸如腾讯、阿里的新型科技创新企业只是时间问题。

更具有重要的是,科创板的设立将大幅减少科技型企业海外IPO的行为,国内投资者不再需要通过其它渠道,便能享受国内科技型企业带来的红利。这将有力地保护我国创新型科技企业不受外资控制,对我国未来科技发展、国家安全等方面都具有

重要意义。注册制的实施对未上市的企业是重要利好,虽然具体措施尚未公布,但相信上市的多方面内容会进行修改,例如,拟上市公司近年来盈利情况的要求将弱化,监管将不断完善,上市公司信息披露和投资者关系将更加公开透明,退市制度将更严格实施。只有全面设计上市、退市等方面的制度,做好投资者保护工作,加强对公司上市后的监管,才能避免出现考虑不周的错误,防止企业游走在法律、政策、监管的边缘借机圈钱,从而推动科创板并带动主板、中小板和创业板在未来健康地发展。
(作者系清晖智库创始人)

实物偿债之风不可长

付建利

近期,一些上市公司陷入资金链紧张的困局,在还本付息的巨大压力下,有上市公司祭起了“以肉偿债”的招数:居然把公司库存的火腿肠、红酒等食品用来偿还债务。此举虽然从法律上是说得通的,但在A股市场,上市公司理应以业绩持续增长回报广大股东,即便在企业经营困难时,也应该尽量不采取这种实物抵债的模式。很明显,对于大额债务来说,实物抵债并不具备可操作性,也显得对债权人没有诚意。

上市公司经营困难了,资不抵债了,面对债务到期的巨大压力,采取以实物抵债这种方式,只要取得债权人的同意,从法律上来说,是无可厚非

的。不过,在面对舆论的各种质疑时,上市公司也不要觉得特别委屈。你在经营业绩一路高歌时,收获了无数掌声与鲜花,你尽了很多社会责任,公众也会给你肯定与掌声;当你经营困难采取以实物抵债的方式时,也别怪公众诸多非议。首先,你得认真反思一下,为什么企业会走到今天?是过去杠杆放得太大,还是管理不善导致?任何时候,企业都不能要求公众在你顺风顺水时送去鲜花与掌声,还要在你暂时走下坡路时也给予鼎力支持。很多时候,公众与舆论来一点质疑和批判的声音,不仅是情理之所在,也有助于企业认清自己,改正错误。只不过,企业需要有足够的自信心,动辄对舆论批评大喊“受不了”的“玻璃心”企业,

注定走不长,走不远。更值得一提的是,因为债务并非一笔小数字,以实物偿债,比如以“肉”偿债的话,需要考虑到偿债的猪肉和火腿肠是否是债权人需要的商品?债权人是否有能力保管好?是否有渠道换成现金?这部分偿债商品如何定价?这些都是需要和债权人好好沟通的,有多少债权人会同意这个偿债方案?如果债权人不同意这一方案,备选方案是什么?以此类推,如果一家主营业务为焦煤的公司没法还本付息了,是不是也可以用焦煤来偿债?如果是生产洗衣粉的,那债权人需要这么多洗衣粉吗?这些实物如何保存、运输、计价,都是具体解决方案中需要思考的问题。实际上,奇葩的偿债方式除了以

“肉”偿债外,还有譬如前海航交所的“本金兑机票”兑付方案、山东“乐网贷”平台“以蒜抵债”方案,再比如洗浴中心充值卡、酒水卡,甚至以房抵债及以珊瑚抵债,等等,这些偿债方式的操作性到底如何?从过往的经验来看,都得上一个大大的问号。从债权人的角度来说,之所以给上市公司贷款或提供资金支持,主要是想通过上市公司的业绩增长获得投资收益,债权人永远不会期望得到什么实物还债。实物偿债的方式虽然比跑路要强很多,但从本质上来说,已经违背了债权人的初衷;虽然这种偿债方式从法律上来说并无大的漏洞,只要债务人和债权人取得一致意见,就没有什么问题。但既然是违背了债权人投资的初衷,债

务人是不是某种程度上侵害了债权人的利益呢?毕竟,以“肉”偿债等偿债方式是不得已而为之,是下策,这也是为什么类似的方案出来后,市场上出现那么多质疑声音的原因。上市公司的股东回报意识理应深入骨髓,通过持续稳健经营给予债权人良好的投资收益,是上市公司的义务。以实物偿债的方式看似有责任感,其实是一种变相的逃避责任。通过以实物偿债,上市公司消化了库存、还清了债务、拓展了产品的知名度,看似是多赢之举,其实是透支了自己的声誉,可谓得不偿失,更重要的是这违背了债权人的初始意愿,因此,此风不可长!
(作者供职于证券时报)

停牌不再是上市公司大股东“私器”

闻韶

在有效化解股权质押风险后,监管部门发布上市公司股票停牌制度的指导意见,从四个方面严格管理。其实,今年以来,已有一些公司高管对不能停牌搞重组感到失望,重组方案披露复牌后股价连续涨停的效应,也在A股市场难觅踪迹了。笔者认为,这意味着A股市场规则向国际通行标准迈出了一大步,在上市公司大股东牟利的工具箱中,从此失去最重要的一件工具。

监管部门指出,与国际成熟市场相比,A股市场实践中仍存在着停牌事由较多,停牌期限特别是重大资产重组停牌期限较长等问题。其实,长时

间停牌一直是上市公司大股东为已牟利的主要工具,因为申请停牌的决定权在大股东手里。一旦大股东通过停牌达到的目的与中小股东不一致,那么中小股东很难提出异议维护自身合法权益。

分阶段披露原则,是此次指导意见强调的重点。具体而言,上市公司发生重大事项且持续时间较长的,应当按照及时披露的原则,分阶段披露有关事项进展的具体情况。上市公司不应以相关事项结果尚不确定为由,随意申请股票停牌。

也许,一些上市公司确实在做重大资产重组和并购,确实有事件推进存在不确定性等客观情况。但是长期以来,A股上市公司大股东通常借此

理由申请停牌,从而实现一己私利,有一句“自由自由,多少罪恶借汝之名而行”,可以很好地形容上述现象。

大股东的目的非常之多,而且很多目的与中小股东的利益背道而驰。比如大股东通过股权质押或者各种加杠杆方式,导致自己资金紧张甚至爆仓,那么大股东一定会采取申请上市股票停牌的方式,用时间换空间,但此时中小股东就被关在其中,基本的流动性权利受到了损害。有的大股东面对善意或者恶意并购,也经常采取这一手段,以吓唬外部投资者,保障自身的控股权地位。国内外许多案例表明,尸位素餐的大股东并不是中小股东的盟友。

利用停牌规则的最恶劣行为,通

常出现在那些财务造假公司的大股东身上。不妨翻开那些停牌时间长达一年甚至更久的上市公司公告,除了极少数被借壳上市外,其他大多数都存在财务造假或者舞弊的情况。有的公司存货动辄几十亿元,有营业收入但鲜有匹配的经营性现金流入;有的公司关联交易非关联化玩不下去了,只能停牌锁住所有股东,然后再在资本市场上四处寻找救兵看怎么解决问题。

曾几何时,在A股和港交所两地上市的公司中,常常出现A股长期停牌,但是在港交所不停牌或者迅速复牌的异象。许多公司解释为,不同步复牌基于当地市场的规则,符合当地市场的监管规定。还有的公司甚至解释

为两地市场投资者结构的差异,认为A股市场投资者散户多,在获取信息方面处于劣势,所以监管者更保护中小投资者的利益。在笔者看来,这些解释一个比一个牵强,不如直接承认A股继续停牌更符合大股东的利益罢了。

笔者相信,上述不同步复牌的异象,应该是一去不复返了。无论是境内还是境外的投资者,都多了一个充分的理由去投资A股市场,至少我们不用担心突然某天开始被关在一家公司股票里,长达半年不能交易,丧失了投资账户的基本流动性。借助停牌搞资本运作的大资金玩家们,也会被迫考虑改邪归正,在新规则的框架下寻找赚钱机会。
(作者供职于证券时报)



【付之一笑】

上市公司的股东回报意识应深入骨髓,通过持续稳健经营给予债权人良好的投资收益,是上市公司的义务。



【股市笙歌】

长时间停牌一直是上市公司大股东为已牟利的主要工具,因为申请停牌的决定权在其手里。