

让搁浅的鲸鱼重回大海

◎张崎

沪深A股自去年10月创下历史新高点后,还不到一年时间,指数就跌去近70%,总市值缩水20万亿元,投资者财富(流通市值)缩水6万亿元。现在的A股市场就像一条迷失了方向的鲸鱼,搁浅在了沙滩上,痛苦地等待自己的命运。分析它搁浅乃至迷航的原因,无非是受到各种内在和外在的复杂因素影响,内在的因素包括估值过高(6000点时近70倍市盈率,7倍市净率)、上市公司盈利增速趋降、大小非和扩容压力等等;外在的因素包括周边市场动荡、全球经济减速以及较早时候的通胀等等。

虽然明白症结所在,但要解决起来却非一日之功,此时的抉择应该是积极主动采取措施,哪怕这个决策无助于问题的解决,也比被动等待结果发生来得要好。比如有科学家认为失去了海水的浮力,鲸鱼巨大的体重会把自己的肺部压进到无法扩张,从而无法呼吸直至死亡,海水于事无补。回到股市上来,给市场注入流动性、设立平准基金、规范大小非减持是否有助于改变市场的下跌趋势,不同的专家自有不同的看法,但是如果坐等投资者信心崩溃而不采取措施,那么最终必然受到市场的惩罚。

在成熟资本市场国家,在遭遇经济和金融严酷寒冬之时,政府纷纷采取措施积极救市:美国财政部宣布了对陷入困境的抵押贷款商房利美和房地美的援救方案;美联储联合世界央行成立700亿美元的平准基金;俄国采取暂停股市交易的措施,避免市场参与各方因为情绪化而非理性的操作;欧洲多国央行联手向金融市场注资400亿欧元……在高度发达的市场经济国家纷纷采取行政手段救市的时候,以维护金融稳定运行、保护投资者利益为重中之重,并逐步开始“市场化”管理股市的中国监管部门,能从中得到些什么借鉴呢?最近出版的《瞭望》周刊提到“要解决股市问题必须重建政府信誉”,沪深股市至少在目前还不是严格意义上的市场化的股市,在政府政策仍然涵盖股市运行的主要方面时,不能简单地强调用“市场化”思路来治理股市,任由市场自行寻找底部。

现在我们终于等到了政府决策部门的紧急措施,单边征收印花税虽然不会直接增加市场流动性,但投资者的实际税负下降50%,而且只在卖出股票时征收,实际上是通过市场化的手段鼓励投资者长期持有股票;而中央汇金公司作为工、中、建三行的股东,在二级市场自主购入股票,直接增加了买方的力量,也是政府在“非常之时”所行“非常之举”,或许有望成为市场的见底信号。

笔者认为,除了已有的举措之外,为了稳定股市、防止暴涨暴跌,管理层还可以通过特定机构以法定方式建立股市平准基金,采取和证券市场方向相逆的操作,熨平非理性的股市剧烈波动。

管理股市平准基金的机构理应是独立运作的投资公司,委托专家管理;投资对象也应以沪深300成分股为主;投资目的是消化非国有成分的限售股;资金来源可以是用国家外汇储备抵押贷款,也可以来源于证券交易所印花税。

成立独立运作的投资公司,有助于平准基金投资决策的独立性;委托专家管理则可以增强投资成功的概率;以沪深300成分股为投资对象,也可以设立专门的ETF交易工具,这样既保证了投资标的流动性,也确保投资的安全性;而以消化非国有成分的限售股为投资目的,有利于化解市场对于“大小非”的恐惧,让投资者重树信心。

如果以按付0000亿美元外汇储备,并向商业银行贷款或发行特别国债12亿元人民币的方式直接入市,按照1元证券交易保证金可以支持5元流通市值的历史经验,足以支持6万亿元流通市值,相当于目前4.1万亿元流通市值的1.5倍、13万亿元总市值的45%,足以消化各类大小非,而这还没有考虑市场回升带动的新增资金流入。

从证券交易印花税中划出一定比例作为平准基金的基本来源也是可以考虑的。去年印花税收入超过2000亿元,今年到目前为止印花税收入近1000亿元,从中划出部分作为平准基金,可以很好地体现“取之于民、用之于民”的理念,既没有新增税收和交易成本,也没有增加政府的财政负担,投资者的每一笔交易都在为稳定股市作贡献。

(作者单位:海通证券股份公司)

Observer | 上证观察家

目前最为世界、特别是美国关注的就是,中国如何处理手中大量的美元资产——是预防性减持,还是继续持有?前者将造成恐慌性抛售,加剧全球金融市场的震荡;而后者虽然存在一定风险,但有助于稳定局势,促进全球经济尽快恢复。这个难题其实也是日本、韩国、俄罗斯以及中东各国都在面对的。

谁能独善其身唯有和衷共济



◎刘涛

“两房”、雷曼兄弟和AIG相继陷入困境,标志着自2007年秋天开始的次贷危机已进入第二波高潮。最近一周,随着危机愈演愈烈,无论是局中人,还是旁观者,心理防线都在不断溃退。对于危机的后果,先有美联储主席伯南克的“损失将超过亚洲金融危机”之说,后有金融大鳄索罗斯的“60年来全球面临最严重的金融危机”断言。“一生唯谨慎”的格林斯潘则惊呼:美国正陷入百年一遇的金融危机!

很显然,在索罗斯和格老心目中,是一个参照坐标明白摆在那里,即1930年代席卷全球的“大萧条”。如果不幸被格老言中,全球经济恐怕真的要遇到大麻烦了。

不过,现有的许多研究文献表明,大萧条事实上也绝非没有可能避免。例如,弗里德曼等人就说,如果不是当时的美联储采取了错误的紧缩性货币政策,其后果或许不至于这么惨烈和持久。而另一种更容易为多数人所接受的观点是,在当时世界各国基本上采用金(汇兑)本位制度的情况下,在危机爆发之初,由于美国率先实行贸易保护主义,导致各国纷纷效仿,试图将自己与外部世界隔离开来,结果反而加剧了危机在全球迅速蔓延的速度和烈度。也就是说,“以邻为壑”使得1929年发生的一场普通金融危机最终演变为破坏性巨大的世界

性经济长期衰退,并在某种程度上成为二战爆发的催化剂。

毫无疑问,对于美国这样一个高度发达的市场经济体而言,金融危机或经济危机本身是难以避免的,是周期性的经济现象。而次贷危机的爆发主要应归咎于美联储2002年以来过于宽松的货币政策、金融创新过度和金融监管滞后。说到底,这是美国人一手造成的。但这并不等于说,次贷危机只是美国的事,其余国家可以隔岸观火,独善其身。果真如此,那么世界很可能朝1930年代悲剧又大大迈进了一步。

时至今日,全球化已经将世界各国紧密联系在一起。在这个动荡不安的年代,无论哪个国家,都需要多一些理智,多一些责任感,多一些合作,和衷共济,共渡难关。

应当说,过去一些发达国家内部的所谓“政策协调”,已在某种程度上将这个词语贬化了,甚至成为替美国埋单的代名词。例如,1985年的广场协议和1987年的卢浮宫协议,反映出美国在“政策协调”的幌子下,试图通过牺牲日本、德国等国的经济利益,扭转其外部失衡。然而,今天全球政治、经济格局毕竟与20多年前大不同了,如果回归国际政策协调的本义上来,其目的无非是为各国经济发展创造一个平稳有序的外部环境。更重要的是,既然是协调,就不存谁服从于谁的问题,各方是一种平等互助的关系,是使所有人的收益最大化或损失最小化。

从美国的角度来看,美国财政部和美联储最终决定接管“两房”和AIG,本身也是国际协调的结果。鉴于东亚国家和中东石油输出国持有大量与“两房”有关的机构债券,而AIG在亚洲也有广泛的业务和影响,因此,美国在决定“两房”、“AIG前途命运时,有责任将债权国的利益考虑进来,这对维持全球贸易结构今后继续平稳运行至关重要。

从欧元区和日本的角度来看,由于与美国金融市场联系紧密,加上自身经济已处于衰退边缘,因而在次贷危机爆发后,美欧之间曾多次联手向市场注入流动性——最近一次就在雷曼兄弟事件发生后。如果再往前追溯,自2005年以来,美元兑非美货币长期走弱,刺激了美国出口强劲增长,这为美国熬过次贷危机第一阶段发挥了重要作用。

但从目前看,欧元区与中国等东亚国家之间尚未达成类似的

默契,特别是在贸易领域里,始终存在不稳定因素。由于8月份欧元区德法意三大经济体已同时出现经济负增长,通过出口拉动经济增长成为仅存的救命稻草,随着非关税壁垒的不断升高,欧元区与区外国家之间的贸易摩擦可能逐渐增多。

再从石油输出国的角度来看,也存在参与国际协调的必要。长期以来,欧佩克强硬坚持“限产保价”的策略存在巨大风险,特别是在当前国际经济形势下,显得尤为不合时宜,油价过高无疑将加剧全球主要经济体衰退预期。目前,美国、欧盟和日本都处于货币政策的两难:既不能升息抑制通胀,也不能降息刺激经济,各国货币当局实际上唯一能做的不过是坐等油价进一步下跌。

从9月9日欧佩克会议透露出的消息来看,欧佩克内部出现了严重分歧,主张让油价进一步理性回归的沙特成了少数派,而伊朗、委内瑞拉和利比亚等国决心用大幅减产来捍卫自身利益。如果由于欧佩克出于自身利益考虑,导致各国同时陷入经济衰退和高通胀的泥潭,则未来数年间,随着能源需求的急剧萎缩,欧佩克成员也将自食恶果,而其投在国际金融市场上大量的石油美元也存在财富缩水的可能。因此,欧佩克有必要重新审视其策略的合理性。

最后,从中国角度来看,目前最为世界、特别是美国关注的就是,如何处理手中大量的美元资产——是预防性减持,还是继续持有?前者将造成恐慌性抛售,加剧全球金融市场的震荡;而后者虽然存在一定风险,但有助于稳定局势,促进全球经济尽快恢复。这个难题其实也是日本、韩国、俄罗斯以及中东各国都在面对的。

自2006年12月中美战略经济对话(SED)建立以来,双方就将对话议题设定为两个方面:一是事关中美经济关系战略性的重大议题,二是影响全球经济层面的重大议题。近日王岐山副总理在这一关键时刻赴美出席中美商贸联委会(JCTT),也清楚表明中国与包括美国在内的各国加强合作的意愿和决心。

(作者单位:上海国际问题研究所)

俄罗斯被迫关闭股市

已创下自1998年8月金融危机以来的最大跌幅的俄罗斯股市,面临新一轮投资者因追加保证金通知和现金匮乏而被迫出售股票的浪潮。有传言称,目前已不止一家银行破产。为阻止股市进一步下挫,俄罗斯被迫关闭了国内两家主要证交所。

从欧元区和日本的角度来看,由于与美国金融市场联系紧密,加上自身经济已处于衰退边缘,因而在次贷危机爆发后,美欧之间曾多次联手向市场注入流动性——最近一次就在雷曼兄弟事件发生后。如果再往前追溯,自2005年以来,美元兑非美货币长期走弱,刺激了美国出口强劲增长,这为美国熬过次贷危机第一阶段发挥了重要作用。

但从目前看,欧元区与中国等东亚国家之间尚未达成类似的



公司收购价本就不是实际价值层面上的等价交换,而是各种因素博弈的结果,更重要的是企业并购的价值创造,这部分溢价是并购前无论如何不可能体现在股价之中的。显然,把溢价收购视为股市见底或是市值低估的逻辑是不成立的,如果投资者据此来制定投资策略,将非常危险。

Column | 专栏

公司收购价本就不是实际价值层面上的等价交换,而是各种因素博弈的结果,更重要的是企业并购的价值创造,这部分溢价是并购前无论如何不可能体现在股价之中的。显然,把溢价收购视为股市见底或是市值低估的逻辑是不成立的,如果投资者据此来制定投资策略,将非常危险。

企业收购价不能成为股市评估依据



◎田立

关于可口可乐收购汇源的议论已经段时间了,抛开感情色彩引发的争辩,单就这桩交易本身到底给我们带来了哪些值得深思的东西的讨论,恐怕再过几年也未必能尘埃落定,即使交易本身未能实现也是如此,因为双方意向发展到今天这个地步,已经对某些人头脑中固有的认识产生了颠覆式的影响,最主要的可能性就是估值原则了。

对于此次收购,可口可乐出价是179.2亿港元,是汇源当前市值的近3倍。如此高的溢价收购对于很多人来说是不可理解的,尤其是发生在估价体系一直被认为是相对准确的香港股市上,就更让人怀疑是否沪深股市的估值确实过低了呢?

很多人倾向于后者,认为可口可乐的溢价收购实际上反映的是当前中国上市企业的市值已被市场低估,或者至少可以说当前沪深两市的底部已经形成了。就连好长时间来一直慎言的巴曙松最近也表示,包括可

以他的出价太高,至于是否如此,无法通过简单的算术来说明(甚至可以说永远也没有明确的答案),而只能从收购的效果来事后判断了:斯科特和法莫尔被收购后,派息水平从1987年的4100万美元涨到1993年的9800万美元,盈利率水平从1986年的净利润4000万美元升至1994年的7.93亿美元;而收购政府雇员保险公司更是立竿见影,公告当天,伯克希尔哈萨维的股价就上涨2.4%,市值增加了7.18亿美元。从效果上看,这些收购非常成功。现在的问题是,如果当初不出那么高的价格,巴菲特会得到这些日后的发财树吗?无法让时间倒流去检验这一切,我们只能说:“如果”当初不出高价,那又怎么会今天的发财树呢?从这个意义上讲,公司收购价本就不是实际价值层面上的等价交换,而是各种因素博弈的结果,这显然不适用于分析个体投资者的分散投资行为。

不能用企业间并购价格来衡量股市估值水平的另一个理由是信息披露与价值创造问题,企业当前的市值最多只能反映企业当前已公开的

信息,而对于深藏其中的内部信息,市场无从反应。但是企业间并购发生时,恰恰会有更多的内部信息得以披露,这就使并购公告后的企业市值提升,而并购双方的协议价格有机会将这些原来的内部信息提前反映出来,这也是造成收购(或并购)价格偏高的原因之一。更关键的是,企业并购的价值创造,这部分溢价是并购前无论如何不可能体现在股价之中的。

价值创造表现的方式有很多,最常见也是最简单的就是“风险对冲”:埃克森和美孚的合并就使新公司形成了原油价格波动与成品油价格波动的相互对冲效应,这种“自动对冲机制”就是并购创造的价值,也是两家公司股票在并购消息发布后一路飙升的原因。而这次可口可乐收购汇源也有异曲同工之妙,可口可乐占据着大半的中国碳酸饮料市场,而汇源则在果汁饮料市场上的份额居首,用果汁饮料对冲碳酸饮料的不确定性,应该说是对可口可乐公司非常有利的措施,是收购本身创造的价值,这部分当然不会表现在之前的股价之中了。

(作者系哈尔滨商业大学金融学院副教授)

还要考虑一个再造成本的因素。某些情况下,企业再造一个产业的成本可能会很高,因此收购一个价格低于再造成本的现成企业往往是更合理的选择,这就是“托宾比”所描述的含义。在这种情况下,收购价格很可能高出市值,但依然满足托宾比小于1的有利条件,因此就不能算是离谱的高价。

把这些因素考虑进去,回过头来再看那些依据可口可乐溢价收购汇源来判断A股见底,或者沪深股市市值低估的观点,就会发现这样的逻辑是不成立的。如果投资者据此来制定投资策略,将是非常危险的。

当然,我这样说是不要武断地认为A股没有见底,或者沪深股市市值没有低估,我只是想说,不能依据似是而非的说法来胡乱判断。如果溢价收购就可以意味着股市见底或是市值低估,那巴菲特每次出手都就意味一次美国股市的见底或低估,美国股市就要据此重新修订一次自身的估值体系,如此一来,美国股市岂不成“巴菲特市”了?

(作者系新华社世界问题研究中心研究员)

■争鸣

品牌从来都是有国界的

◎李长久

汇源果汁爆出将出售给可口可乐的新闻后,汇源董事长兼总裁朱新礼在回应网民质疑时表达了“企业应该当儿子来养,当猪一样卖”的理念。长江商学院战略学教授滕圣也发表文章认为:“在自由的市场经济里,品牌的起伏存亡是动态的,生死由命,富贵在天,外资并购充其量只是众多‘死法’里不重要的一种。”

笔者既没有经营过企业又不是战略学家,对上述理论和观念百思不得其解,今天想就以下几个问题提出一点看法。

品牌是否有国界?

朱新礼在回应为什么把养了16年的“儿子”当“猪”卖掉时宣称:“品牌是无国界的,不应该用民族主义的观点来看待。”可迄今为止,还没有哪一个国际知名品牌是无国界的,品牌不仅有国界,而且代表着一个国家的核心竞争力、民族凝聚力和国家利益。

美国《商业周刊》和国际品牌公司联合评选的2006年“世界百强品牌”中,美国拥有51个,欧盟国家占有38个,日本和韩国分别拥有8个和3个。为了提高产品质量、降低成本和增强竞争力,越来越多的跨国公司正在进行跨越国家和地区界限的生产要素和资源优化组合,所谓“全球性生产产品”日益增多。但是,这些品牌、知识产权或专利仍是有国界的。按价值计算,今天波音公司仅负责生产约占10%的尾翼和最后组装,其余约90%是由40家合作伙伴完成的;机翼在日本生产,机身在意大利完成,起落架由法国企业提供。但是,无论是波音707还是波音787,其品牌都属于波音公司,而波音公司仍是美国企业。

可口可乐已有100多年历史,产品遍及全球,仍在到处并购。可口可乐这个品牌迄今仍属于美国,也没有听说可口可乐准备或美国政府允许把它“当猪”出售。

发达国家为什么要视品牌如生命呢?因为品牌是一国创新能力的集中体现,具有很高的价值和强大的影响力。品牌之争实质上是国家之间商品核心竞争力和市场的争夺战。美国拥有的国际知名品牌、知识产权或专利,都占世界半壁河山。美国是利用外资最多的国家,在国内也有大量的并购交易,但不能跨越敏感性特别是涉及国家安全的产业和品牌的红线。1988年,美国国会通过了《综合贸易和竞争法》,其中的“721条款”规定,总统有权阻止外国企业所进行的被视为对国家安全构成威胁而对美国公司法人所进行的并购或接管。2007年7月26日,布什总统正式签署经国会批准的《2007年外国投资与国家安全法案》,对《埃克森—弗里奥修正案》再修正,表明美国进一步强化了对外国公司并购或投资美国资产的审查和限制。

日本对外资并购本国企业或品牌的限制同样非常严格,设立了一个专门行政委员会——公正交易委员会,监控外资并购日本企业或品牌案件,日本法院对外资并购行为有权限发出停止令。此外,强大的日本行业协会,也是干预外资并购活动的重要力量。

欧盟也设有专门机构监控外资并购欧洲企业。英国《金融时报》透露,美国百事可乐拟以300亿欧元并购法国达能。虽然仅是传言,法国上下却由此爆发了一场“达能保卫战”,法国总理亲自出面,表示支持达能“躲避令人厌恶的竞争者”。2006年,法国政府又将包括家乐福在内的20家大公司列为特殊保护企业,反对和限制外资并购这些企业。

我国要不要创立和发展自主品牌?

中国拥有自主知识产权的企业仅占全国企业总数的不到万分之三,出口企业中拥有自主商标的不到20%,拥有自主品牌的产品出口占出口总额的比重不足10%,90%靠贴牌出口。虽然中国出口量很大,但只能得到很少的加工费。去年,美国摩根士丹利公司亚洲区副主席史蒂芬·罗奇在“危险的滑坡”一文中说:“过去10年,中国出口总额中超过60%的增长是由外资企业创造的,中国的出口商到底是谁?似乎不像是中国本土企业,而更像是西方公司。那么,关键问题是:究竟谁可以代表正在崛起的中国——这值得讨论。”

2005年6月7日,商务部等7部委联合发布《关于扶持出口名牌发展的指导意见》,其战略目标是,争取到2010年,有40%以上的出口企业拥有自主品牌,自主品牌出口占全国出口总额的比重超过20%;培育一批具有国际影响的自主品牌,每个地区、每个行业都有能够发挥龙头带动作用的出口品牌。如果把企业和品牌“当猪”对待,养肥了,价钱合适就出售,那么,这样的自主品牌战略就不可能实现,我国只能是“世界加工厂”,只能为跨国公司“打工”,为他人做嫁衣。

跨国公司并购是否已经涉及经济安全?

目前,中国8大饮料公司已有7家被可口可乐或百事可乐吞并;4大年产量超过8吨的中国洗衣粉企业,已有3家被外资企业吃掉;年产量超过500万吨的啤酒企业的合资率已超过70%。据报道,到2005年底,在中国28个重要产业中,外资企业在21个产业中拥有多数股控制权。外资公司是否已对中国市场形成垄断的担心已被提上日程。我完全同意中国社科院世界经济与政治研究所跨国公司研究室副研究员张金杰的观点:“现在外资在中国占据的份额越来越大,我们到了该考虑既要吸引外资,又要保护自己品牌的时候了。”

创立和发展知名品牌需不需要全国各行业的支持与呵护?

所有发达国家的政府对本国具有重大影响力的企业或知名品牌都采取扶持政策。欧洲空客公司指责美国政府资助波音公司,波音公司则指出,空客公司得到官方补贴也不少。号称“底特律三巨头”的通用、福特和克莱斯勒都出现亏损,他们希望在今年9月底10月初国会会通过一项关于贷款的法案,寻求美国政府提供至少250亿美元的贷款,帮助他们渡过难关。没有一个发达国家任由本国具有重大影响力的企业或知名品牌自生自灭,更没有听任这些企业或品牌轻易被外资企业并购。

迄今为止