

中概股回归缘何受阻

尹中立

5月6日，收紧“中概股”回归的消息就开始在市场发酵，收盘后证监会新闻发言人证实“正对中国企业海外退市通过IPO并购重组等回到A股潜在影响进行研究分析”，可见，中概股回归受阻的消息并非空穴来风。

中概股回归的主要动机是跨市场套利，因为国内的估值远远高于相同资产在国外资本市场的估值。有人做过计算，截至4月底，中概股平均市盈率仅为13倍，而国内的中小板和创业板市盈率高达45倍和67倍。用具体的案例比较可以更直观地看出国内外市场估值的差距：同样是从事影视行业的公司，在国内上市的一个华谊兄弟相当于13个在美国上市的博纳影业；而一个中文传媒的市值约等于90个华视传媒市值。

估值水平的巨大差异形成了天然的套利机制——将中概股私有化，然后来A股上市套现。最早进行此操作的是著名的股票“暴风科技”，在国内上市后创造了29个涨停板的奇迹。在成功案例的刺激下，最近两年来已经有40多家中概股准备私有化后在国内重新上市，有些公司的私有化已经发出了公告，如最近关注度较高的“奇虎360”。

从已经完成私有化并实现国内借壳上市的案例看，套利空间的确巨大。2013年5月，分众传媒私有化并退市，当时分众传媒的市值为165亿元，2015年6月，分众传媒在国内公告借壳上市，估值达到457亿元，以2015年11月25日七喜控股收盘价计算，分众传媒估值已超过2000亿元。也就是说，用3年时间，分众传媒私有化投资人获得了超过11倍的回报。

如果只是少数或单一的中概股私有化

回归国内上市，则对国内股票市场不会产生影响，但大批量跨市场套利行为对国内股票市场的影响则不可忽视。最近一年时间里，已经有五宗私有化并成功国内上市的案例，已经有40余家公司公告准备继续私有化操作，可见，继续跨市场套利行为已经成为一种潮流，绝非个案。如此数量巨大的套利，如果不进行干预，就会缩小国内外的估值差异，直到估值差异消失。说得直白一点，就是使国内股市的估值大幅度下移，尤其是科技股比较集中的中小板和创业板的估值受到冲击最大，假如国内外科技股估值要接轨的话，国内的中小板和创业板指数至少要下跌一半以上！显然，这是不能接受的。笔者认为，这是叫停中概股回归的最主要原因。

另外，中概股大量回归将消耗大量外汇，这也是新的外汇形势所忌讳的。



有人做过测算，当前适合私有化回归的资产总量大约有5000亿美元，如果都成功实施，意味着中国的外汇储备将减少5000亿美元以上。无疑，这对中国的外汇储备来说是一个难以忽视的冲击。

跨市场套利虽然是市场行为，并无违规或违法之处，但此行为除了上述对国内市场的冲击之外，对实体经济没有多大帮助，因此，不符合“金融服务实体经济”的政策目标。

从公平的角度看，国内等待上市融资的公司有几百家之多，有些公司已经苦苦等待了四五年时间还未能实现上市，如果让大批的中概股回归，会使得这些企业实现上市的时间进一步延后，对这些等待上市的国内公司是不公平的。

暂缓中概股回归，必然对A股市场产生影响，其中影响最大的是这些中概股在国外的股价。为了完成私有化，要约收购的价格一般都比当时的市场价格高出不少，因此，在宣布私有化之后这些股票价格就会大幅度上涨，政策的调整将有可能导致这些股价回归到宣布私有化之前的水平了。以“世纪互联数据中心有限公司”为例，该公司2011年在美国上市，2015年已经公布了私有化价格为每股23美元，中概股回归受阻消息公布之前，该股价一直在21美元徘徊，中概股回归受阻消息公布后，该股价从20美元左右下跌到13美元左右，最大跌幅近50%。

暂缓中概股回归的政策也影响到国内壳公司的行情。在中概股批量回归预期的刺激下，2015年初以来，尽管股市行情波澜不惊，但股市里的“壳公司”行情一度紧俏。2015年及2014年评估值

在25亿元以下的借壳交易很多,中概股这些大市值的资产一回来,直接把4亿元净利润以下、评估值在50亿元以下的资产扫出借壳市场,35亿元以下的“壳公司”基本绝迹,越烂的上市公司越抢手,预期收益越高。因此,中概股政策的调整,对“壳公司”的整体行情有较大的影响。

政策调整前,有些公司宣布参与中概股的私有化,股票因此获得了市场的追捧,这类公司在政策调整后无疑会受到冲击,最典型的是“中信国安”,该公司宣布出资40亿元参与“奇虎360”的私有化回归,股价从13元左右上涨到20元,中概股回归受阻后从20元下跌到17元左右。

有些公司已经完成私有化,但还没有进入国内股票市场,这类公司将何去何从,同样受到关注。

笔者认为,限制中概股回归的政策动机是阻止跨市场套利行为,该政策在打压“壳公司”股价的同时,有利于保持国内整体股票估值的稳定。因此,不能简单把该政策当利空看待。

限制中概股回归的本质是阻止跨市场套利,那么,市场套利的行为是否都要被限制?如果将该政策思路进一步推演,则意味着借壳重组的行为也会受到控制。因为借壳重组的本质也是跨市场套利。中概股私有化回归是在国内外两个市场之间的套利,而借壳重组或通过定向增发购买资产的行为是在一级市场与二级市场之间套利。如果国内外市场之间的套利行为需要限制的话,那么,这种一级市场与二级市场之间的套利也应该得到限制。市场一度传出监管部门在收紧中概股回归的同时也将限制各种借壳或重组行为。

一级市场与二级市场之间为什么存在套利?是因为我国股市二级市场的估值远远高于一级市场。从当前的市场行情看,创业板市场的平均估值在70倍左右市盈率,中小板的平均估值为45倍左右市盈率,沪深主板市场的估值为20倍

左右市盈率,而一级市场购买资产的估值水平一般为10~15倍市盈率,因此,从一级市场购买资产再卖给上市公司,获得股票后在二级市场卖出就可以成功进行一级市场与二级市场之间的套利,获得至少100%以上的收益。从统计数据看,2015年上市公司共公告了1444次并购重组事项,涉及交易金额15766亿元,其中,518件案例采取发行股份的方式购买资产,涉及交易金额9200亿元,占全部交易金额的近60%,而2014年只有169个案例采取发行股份的方式购买资产,涉及金额只有1434亿元。可见,2015年发行股份购买资产的行为比2014年迅速增加,其主要原因是股票估值的大幅度上升,二级市场与一级市场之间的套利空间增加所致。

但笔者认为,国内一级市场与二级市场之间的套利与中概股回归的国内外两个市场之间的套利行为有一定区别,一级市场与二级市场之间的套利有其积极意义。二级市场之所以存在高估值现象,主要原因是新股发行存在行政控制,人为控制新股发行的数量和节奏导致了上市资源的稀缺,市场表现为股票的“壳价值”,该现象已经存在多年,如果把新股发行的行政控制放开,市场的估值体系必将重新确定,该冲击是市场难以承受的,这就是市场惧怕注册制改革的根本原因。通过市场的套利行为可以不断把社会上优质的资产装进上市公司,从而夯实上市公司的盈利能力,降低整体市场的估值水平。

但一级市场与二级市场之间的套利行为需要掌握一个度,如果套利数量过大,超过了市场的承受能力,将会危及市场估值体系。

作者单位:中国社会科学院金融研究所
(责任编辑 张艳花)

中国金融出版社图书推荐



《股权结构与董事会效率关系研究——基于公司复杂性的调节效应视角》
冯毅 著
定价:35.00元

本书从董事会效率出发探讨了股权结构与董事会效率之间的关系以及传递作用的内在机理,从剖析董事会效率的内涵出发探索了董事会治理效率的测度问题,从公司复杂性的视角分析了公司复杂性对于股权结构与董事会效率关系的调节效应的影响,相关的研究结论为混合所有制的探索与运行提供了建设性的研究经验。



《我国西部区域金融发展非均衡问题研究》
徐云松 著
定价:60.00元

本书以金融发展非均衡的总量观、结构观、功能观和系统观四个研究视角为切入点,从我国西部区域金融发展非均衡的现状出发,针对缩小区域发展差距,加快推动西部区域金融从非均衡发展向实现均衡与非均衡内在统一的协调发展转变,以及促进金融系统实现和谐性与效率性协调统一,与经济转轨、社会转型、文化复兴等外部系统协调发展,提出了较为全面的构想、对策与建议。



《小微贷款客户经理工作绩效系统性研究》
刘洛 著
定价:40.00元

本书系统整合了工作绩效的概念、维度以及绩效结构的模型演进,结合小微企业贷款、客户经理和工作绩效的特征等相关领域的研究,基于绩效结构和金融环境等影响因素,构建了工作绩效总体模型,从理论和实证的角度对小微企业贷款客户经理工作绩效、影响绩效的金融环境因素以及金融环境因素作用于工作绩效的机制等问题进行了深入的研究,丰富了组织行为学和人力资源管理领域的绩效模型设计理论和实践。