良好的公司治理有利资源有效配置

□瑞银证券中国证券研究主管 侯延琨

过去十年间，监管机构出台了许多措施以期提高上市公司质量。上市公司是资本市场持续健康稳定发展的根本，笔者认为改革公司治理或许是资本市场改革的一个切入点。

公司治理促进经济良性循环

公司治理的重要性主要体现在两个方面:就企业本身的发展而言,公司治理制度的建立能促进公司的运营效率和降低潜在风险;就广大投资者角度而言,透明的公司治理将增加市场信心，推动资本市场有效配置社会资源。两者相加,投资优秀的公司可带来良好的投资回报,提高社会财富效应，从而促经经发展良性循环。

我们的研究发现，中国的公司治理相对其他“金砖国家”在某些方面有一定差距。

首先,董事会缺乏独立性往往被认为是一个潜在问题。在中国企业当中,只有10%的企业的董事会可以对公司事务做出独立判断,起到一定的监督与制衡作用。相对于国外大型企业持股非常分散的情况,国内的上市公司股东持股往往非常集中,第一大股东的持股比率非常高,这一现象从公司治理角度看对二级市场的中小股东是不利的。对于二级市场股东而言，持股又非常分散,很少有公司出现单一的二级市场机构或者个人投资者可以进入董事会,参与企业的重大经营决策。最终形成大股东一股独大的局面,中小股东的利益无法表达。

其次，关联方交易和财务披露也是备受关注的公司治理问题。一方面，审计委员会存在着各种问题，包括董事兼任过多、缺乏对行业了解或独立性不够等,这些不足会在很大程度上影响企业公司治理的表现。另一方面，关联方交易也是较为盛行的现象。虽然大多数关联交易可能属于正常的业务范畴，但究其根本还是存在利益冲突的可能。当董事会独立性较低、审计与报告系统相对较弱的情况下，关联交易会存在更大的风险，给投资者带来更大的长期隐患。

两个市场缘何表现迥然

西方资本市场的经验显示，公司治理水平与上市公司绩效和股票投资存在着正向关联。这是因为公司治理中所涉及的一系列程序制度，决定了上市公司是否有一套科学的决策机制和评价机制。良好的公司治理机制能对公司业绩和公司价值产生正面的影响。

新华社图片

然而，这一理论在香港股票市场和A股市场有着迥然不同的表现。我们采用了公司治理领域独立研究数据供应商GMI公司治理指数，来分析内地企业在港股市场的表现；采用上证公司治理指数样本股来分析A股市场。

结果表明,在香港市场上市的内地公司里面,GMI公司治理指数高的内地企业确实在公司盈利能力、财务指标、成长性和运营效率上都明显高于GMI公司治理指数较低的公司。而且,在大多数情况下,这些指数分数较高的公司,能正面影响公司价值,股票也有良好的回报率。

然而,在A股市场,我们的研究却并没有发现这种关联。通过对被选入上证公司治理指数的样本股和未被选入上证治理指数样本股的财务数据比较，我们发现两组公司不存在明显区别。而从投资回报率，未被选入公司治理成分股的200余家公司的表现略高于被认为公司治理较好的成分股公司。上海证券交易所每年都会对“上证公司治理指数”进行调整，将一些公司治理改善成为优秀的公司加入该指数，将公司治理下滑的公司剔除出该指数。所以，我们还特意选取了同时间段内被新增和剔除的企业来进行分析。同样，这两组公司的财务指标难分伯仲。更出人意料的是，在股票回报率方面，过去三年中，被剔除公司的股价也都优于新增公司的股价表现。因此,我们认为,公司治理作为一个投资策略,其在A股的有效性不显著,甚至表现出反向关系。

同样都是中国内地运营的公司,为什么会出现如此不同的差异?导致这一令人惊讶的结果有很多种可能。

首先,法律和监管要求差异,或许是导致这种企业表现差异的一个因素。香港上市公司中有较多的“红筹”公司。由于公司设立必须符合海外或香港公司法要求,公司治理结构会更科学一些。同时,香港上市公司违法成本更高，披露也会更谨慎。而在A股市场,公司治理方面不够理想的公司,在发布市场信息上可能会比较随性。以个人投资者为主的A股市场容易出现盲目追捧的现象,股价也随之反应。相反，公司治理较好的公司则是谨言慎行,往往会被投资者认为没有催化剂。久而久之,就可能会出现一种自我强化,而使符合上证公司治理指数要求的公司股价反而表现较弱。

其次，投资者风格差异也是导致反常结果的原因。内地证券市场的投资者结构不尽合理。虽然过去十年中，机构投资者有着长足的发展，但是个人投资者主导市场，保险基金和养老基金在股票市场的投资规模仍然较小。A股市场中,个人投资者贡献了市场交易额的80%。换手率非常高,遥遥领先于很多发达市场。2010年深圳市场的换手率竟高达500%。大部分个人投资者们对于一家公司的长期成长趋势并不关注，而是热衷于短期股价上升的回报,所以公司治理也就被等闲视之。而在以机构投资者为主的成熟市场，更注重中长期公司业绩增长和股息回报，能影响企业的长期发展主要因素例如公司治理，就受到他们青睐。

过去20年,受益于经济快速增长,内地资本市场和上市公司迅速崛起。如今上市公司的地位、证券市场的规模、证券市场的投资回报，已经足以反过来影响内地经济发展的走势。上市公司是资本市场持续稳定发展的根本，而公司治理偏弱自然会影响投资者信心，从而影响股市表现和长期股市发展。建立良好的公司治理会促进良性循环，良好的股市表现会提高民间的财富效应，从而提高消费能力，促进经济发展。同时，良好的公司治理可以促进资本市场理性发展，可以推动国有企业改制和社会资源的有效配置，从而推动经济持续的增长。

同业融资全面监管时期来临

□民族证券 陈伟

近日,五部委联合发布了《关于规范金融机构同业业务的通知》(“127号文”)。今后那些在利益驱动下过度发展同业投融资业务的银行，将不得不经历同业资产的去杠杆化。这虽然短期会带来部分银行的阵痛，但在同业业务纳入到更为规范发展的轨道后，金融系统风险以及银行流动性风险的降低都会使得银行长久受益。而对于部分市场主体而言，政策导致短期融资趋紧带来的阵痛虽然会加剧实体经济的调整，但政策见效后带来的社会融资成本降低，也会加快实体经济更有质量地复苏。

同业融资业务料降温

《通知》在逐项界定并规范了同业拆借、同业存款、同业借款、同业代付、买入返售(卖出回购)等同业投融资业务的基础上,就规范同业业务经营行为、加强和改善同业业务内外部管理、推动开展规范的资产负债业务创新等方面,提出了十八条规范性意见。

“127号文”由具有金融统一监管权的央行牵头,银监会、证监会、保监会协同制定,因此相关规范意见也更全面,从而避免了过去单一部门监管环境下的监管套利现象。与银行与信托不同,证监会主管的基金子公司投资非标没有风险资产和净资本的约束,这就使得不少信托系基金公司踊跃成立子公司，来转移占用资本金较高的通道类业务,由此也就造成近年来基金子公司规模的急剧膨胀以及风险的加快集聚。“127号文”出台后,基金子公司将带上“紧箍咒”,业务也将走上更为规范的轨道。

“127号文”进一步明确了买入返售(卖出回购)业务项下的金融资产应当为银行承兑汇票,债券、央票等在银行间市场、证券交易所市场交易的具有合理公允价值和较高流动性的金融资产。考虑到买入返售项下的信托收益权流动性较低,这也意味着作为非标资产的信托受益权将不能再作为买入返售的资产,今后这类型业务可能只能随着到期逐步消化。

“127号文”指出金融机构同业投资也应严格风险审查和资金投向合规性审查,按照“实质重于形式”原则,根据所投资基础资产的性质,准确计量风险并计提相应资本与拨备。这一监管政策的强化无疑堵住了银行利用同业投资业务规避政策监管的空间。以应收账款类投资为例,实践中,部分会计操作宽松的中小银行,将其列入同业风险权重范围,仅占用25%,也没有计提拨备。在新规要求下,若应收账款对应的资产是类信贷非标资产,则风险权重将提高至100%,也将按照贷款类资产计提拨备,银行投资非标资产的实际收益将减少,成本也将明显增加。

“127号文”进一步强调同业存款相关款项在同业存放和存放同业会计科目核算实现记账方式的相互对应之后,部分银行利用记账漏洞实现同业监管规避的做法将“寿终告寝”。

“127号文”在强化同业业务监管的同时,也考虑了银行的合理利益及正常业务发展。对于同业融出或融入业务,“127号文”对两者进行了区分，仅对非结算性同业融出、融入的资金比例进行数量限制。

流动性管理回归本位

“127号文”出台后,过去激进扩张的同业融资业务将会显著降温,同业业务也将会真正步入到规范发展的轨道,同业业务也将从现在用于谋利的金融机构资产负债管理工具逐渐回归至它的流动性管理本位。在这个过程中,过去同业融资的受益方的利益将会受损。

银行不得不全面按照规定对于同业投资计提风险资产占用和拨备，按最悲观假设,银行现在未计提,则目前所有银行的资本充足率将从12.1%下降至11.6%,而以上市银行为例，上市银行4.05万亿元的应收账款投资将增加银行拨备1000亿元左右,占2013年拨备前实现利润不到6%,

但对于政策调整导致的负面作用,我们也不必过于忧虑,考虑到以下因素,新规对于银行及市场的影响并不大。

第一,目前现有的上市银行在同业资金融出、融入比例方面都已经达标。大多数银行也都事先接受监管层的指导,对于投资非标资产计提了一定拨备和风险资产占用,因此实际政策出来后,真正需要新增的拨备和风险资产占用规模有限。

第二，当前银行间市场流动性总体宽松，且央行也有了更为定向救助商业银行流动性的SLF工具。部分中小银行为满足同业融出货融入比例而被动减少同业资金的拆入、拆出,不会对银行间流动性总体造成影响。

第三,监管部门在为金融机构同业业务戴上“紧箍咒”的同时,也为金融机构规范开展同业业务敞开道路。“127号文”指出,金融机构在规范发展同业业务的同时,应加快推进资产证券化业务常规发展,以促进非标资产的证券化;积极参与银行间市场的同业存单业务试点，提高资产负债管理的主动性、标准化和透明度等。

尽管银行和金融市场受政策冲击的影响不大,但对于过去主要依赖同业非标资产融资的市场主体,包括房地产、产能过剩限制行业及地方融资平台来说,将会受到更大的冲击。由于融资进一步受限,不排除部分企业由于资金链断裂而陷入困境。

■ 记者观察

引入全流程考量 杜绝伪节能环保

□本报记者 顾鑫

作为应对经济增速下滑和促进经济结构转型的重要抓手,推进节能环保产业发展受到各地高度重视。然而,当前一些地方对于节能环保的理解出现了有意或无意的偏差,甚至做出了以节能环保之名实施浪费能源、破坏环境的行为。因此,对于节能环保的本意应当重新审视,应重视引入全流程考量的视角,切实杜绝伪节能环保。

大力发展节能环保产业有着深远的战略意义。在建设美丽中国的当下,节能环保产业的市场空间广阔,其发展壮大有利于经济的可持续发展,完全具备成长为国民经济支柱产业的潜力。

节能环保产业的发展伴随着对高耗能高污染企业约束的提高,直观感受是,企业要实现节能环保目标,应当安装相关生产设备,可问题随之而来。一是有的安装了节能环保设备,未必能够实现预计目标。比如安装节能设备原本是为了节能,可该装置本身也会消耗能源，尤其是在需求不足的情况下,企业开工率下降,这一问题会更加凸显。二是即使企业生产的产品本身十分节能环保,但继续往上游看也未必是真正的节能环保。如纯电动汽车本身是零排放,但在电池及更上游的石墨等原料生产环节,管控不当却会造成高污染。如果因为相关产业戴着一顶节能环保的“帽子”就任其排放污染物,很可能得不偿失。

对于节能环保的理解和相关产业政策的制定,引入全流程视角已迫在眉睫。以纯电动汽车为例,如果其动力来自于燃煤发电,其销量的增加并不一定真正有利于解决雾霾问题,因此还必须同步大力发展清洁能源。

首先,对于节能环保产业本身应当严格节能环保要求,不能因为此为政策重点扶持的产业就放松要求。一是不能以节能环保的名义发展高耗能、高污染产业;二是节能环保设备应当确实能够发挥实效,应加快淘汰相关生产企业,节能环保产业本身也需要转型升级。

其次，发展节能环保产业不能单兵突进,不应只盯着一个环节,而应同时将上下游纳入视野,进行整体考虑。当然,这一理念要真正在实践中得到贯彻并不容易,对于产业链各个环节的能耗、污染物排放要有较准确的测度，推动企业加快建设相关基础设施,补贴政策的实施也应当以可靠的数据为依据,防范骗补行为和切实鼓励真正的节能环保企业。补贴政策也不应细化到具体的技术路线,关键在于考量节能环保效果。

最后,推动节能环保产业发展要从需求端发力,重视经济杠杆的力量。一是严格执行相关法律法规,真正将高耗能高污染企业在生产过程中必然会产生负外部性内化为其生产成本,从而激活节能环保市场。二是加快资源税改革，推进环境保护费改税,直接增加高耗能高污染企业的生产成本,提升其降低单位产品能耗和排放的积极性。

乳业竞争格局将复杂演变

□内蒙古草原云企业战略咨询有限公司总经理 姜鹰

2013年,国内原料牛奶市场供不应求、价格攀升,乳品消费市场产品零售价格“涨了又涨”,多家乳业上市公司股票价格持续走高。同时,国内乳品消费市场正在发生结构性重大变化,国际乳业跨国公司重新战略布局中国市场,中国乳业竞争格局将复杂演变。在此背景下，乳业上市公司的行业和市场地位能否稳固？如何战略性调整业务结构和业务模式,已经成为摆在各乳业上市公司面前的“必答题”。

大型奶牛场模式空间较大

全国良种奶牛存栏数量不足,导致2013年普通和优质原料牛奶生产供给量不足。2012年全国牛奶产量3700多万吨的官方统计数据不真实。奶牛存栏数量全国前50名的“奶牛县”笔者亲自考察过多次,奶牛存栏数量和牛奶产量统计数据失真的情况普遍存在。

如果全国牛奶产量3700多万吨是真实的,那么交售到乳品工厂的全国原料牛奶数量应该达到3000万吨(80%比例),再加上国际乳品原料进口量折算的约1000万吨原料牛奶,全国乳品工业耗用的原料牛奶数量应该达到4000万吨。按采购价格每吨4000多元测算,乳品工业的原料牛奶总成本超过1700亿元,那么全国乳品工业总产值应该是4200-4800亿元,按产品零售价格测算的国内乳品市场消费金额应该超过6000亿元。如果那样的话,去年下半年的“奶荒”也不会发生。

此外,全国奶牛养殖业中,小微型的个体奶牛养殖户(养殖规模不足100头)和中小型的个体奶牛场(养殖规模不足1000头)占绝大多数,总奶牛存栏数量约800万头、成年奶牛存栏数量约400万头,但是作为传统奶牛养殖模式已经不能适应中国乳业发展的要求。大型和超大型奶牛场模式,发展空间仍然很大,优质原料牛奶的年度总产量从目前的约500万吨增长到约1000万吨只是时间问题。

恒天然主导原料牛奶价格

国内优质原料牛奶市场价格偏高,国际乳品原料大量进口。作为全球最大的乳品原料提供商的新西兰恒天然乳业集团,主导国内原料牛奶市场价格。

2013年夏季发生的新西兰恒天然乳业集团“肉毒杆菌事件”,导致国际乳品原料的进口量突然短期大幅度减少，国内普通原料牛奶和优质原料牛奶生产供给量不足,优质原料牛奶的销售价格暴涨。2013年11月份开始国际乳品原料的进口量持续大幅度增长,11月超过15万吨,12月超过15万吨,2014年1-3月超过50万吨,最近六个月的累计进口量达到约100万吨,绝大多数由新西兰恒天然乳业集团供应，相当于集中进口了约800万吨原料牛奶,严重冲击国内原料牛奶市场。即交售到乳品工厂的国内生产原料牛奶供给量约600多万吨，国际乳品原料进口量折算的原料牛奶供给量约400多万吨,与需求量800多万吨相比,供大于求约200万吨。预计将很快平抑过高的优质原料牛奶价格,2014年6月底前国产优质原料牛奶价格将回调至每千升4500元水平。普通原料牛奶价格也将回调到每千升3500元水平。

高端乳品消费快速增长

高端乳品包括高端婴幼儿配方奶粉、高端UHT奶、高端发酵奶及奶饮料、高端巴氏杀菌奶、进口奶酪、进口黄油等。2009年以来,消费者消费群体扩大、消费能力提高、消费观念和消费行为转变,促进国内高端乳品消费持续快速增长。2013年高端乳品消费金额超过1000亿元,占全部乳品市场消费金额的20%以上,复合年增长率约30%。据调查,高端乳品消费主要集中在一线、二线大城市。电子商务在高端乳品销售中占比上升迅猛。

根据专业的市场研究与咨询机构的研究报告,国内液体乳品消费发展趋势的变化是:普通UHT奶消费阶段性回调,发酵奶及奶饮料消费快速增长,巴氏杀菌奶消费恢复性快速增长,含乳饮料消费产品创新带动增长,液体乳品消费稳定增长中正在发生结构性重大变化。消费者选择安全、质优,也选择新鲜、好口味、保健(益生菌)的奶制品。

乳业竞争格局将复杂演变

液体乳品消费市场的全国性品牌企业将受到区域性和地方品牌企业的挑战,通过联合和资本整合区域性品牌和地方品牌将可能崛起。

伊利集团、蒙牛集团和娃哈哈集团是液体乳品消费市场的全国性品牌企业。主要品类相对市场份额中,高端UHT奶市场蒙牛特仑苏第一,伊利金典第二。蒙牛的高端UHT奶产品销量接近100万吨，按零售价格测算的销售额150亿元以上,市场份额30%以上;普通UHT奶市场伊利第一,蒙牛第二。伊利的普通UHT奶产品销量接近200万吨，按零售价格测算的销售额200多亿元,市场份额20%;含乳饮料市场娃哈哈营养快线第一,伊利优酸乳第二,蒙牛酸酸乳第三。娃哈哈的含乳饮料产品销量200万吨以上、按零售价格测算的销售额200多亿元,市场份额30%以上。发酵奶及奶饮料市场蒙牛第一,光明第二,君乐宝第三,蒙牛的发酵奶及奶饮料产品销量30多万吨、按零售价格测算的销售额40多亿元,市场份额10%以上。

原料牛奶价格回调，液体乳品产品零售价格也随后回调,预计行业总体营业收入及成长性将受影响。伊利股份和蒙牛乳业作为乳品行业领导者,UHT奶业务营业收入占比较大,将受到较大影响。伊利品牌和雅士利品牌婴幼儿配方奶粉业务营业收入稳中增长，蒙牛品牌、君乐宝品牌和伊利品牌发酵奶及奶饮料业务保持增长。光明乳业作为区域性品牌企业,巴氏杀菌奶业务和发酵奶及奶饮料业务营业收入快速增长,UHT奶业务因明星产品“莫斯利安”营业收入快速增长。

贝因美、合生元,因国家出台关于婴幼儿配方奶粉标准的新法规政策,2013年营业收入快速增长，业务增长被透支。因此,2014年将面临营业收入下滑。

笔者建议,国内乳品上市公司应通过业务结构和业务模式调整,千方百计巩固婴幼儿配方奶粉及成长配方奶粉业务,销售渠道方面高度重视电商。同时,巩固高端UHT奶业务,销售渠道方面也要重视电商。整合发展发酵奶及奶饮料业务,积极展开国际合作及并购。