

## 让“股份回购”回归本源

■ 张进才

上市公司是我国经济主体中最优质的力量之一，通过上市公司主体有效作为，提振市场参与者信心，是激活资本市场的内生源泉，也是治本之策。

激活资本市场，其核心是上市公司具备持续发展动能，能够为股东创造收益。而创造收益反馈股东的最重要方式，就是回购已流通股进行现金分红。

一，上市公司回购股份正当其时。

我国资本市场规模已位居世界第二位，广大投资者对这个市场做出了重大贡献，上市公司大股东更多享受了资本市场带来的红利。但由于种种原因，中小股东获得感不强，市场信心有待提高，通过回购股份来提振信心是治本之策。

回购股份可以增强资本市场的造血功能。资本市场主要由筹资者和投资者构成。需求端

趋旺，资本市场交易就会活跃，价格就会抬升，造血功能就会增强。

回购股份可以促使所有股东利益趋于一致。在上市公司中，股东利益有一致的地方，也有利益相冲突的一面。大股东在获得信息、控制权、企业治理和经营上有天然优势，但在企业分红或回购上，各类股东的利益是一致的。通过回购股份可以使所有股东对企业增强信心。

回购股份可以反映企业经营效益。企业质量高低，核心是看有没有持续经营能力，经营性现金流流入水平如何，持续竞争能力是否有提高。企业只有库存现金充裕，对未来发展有把握，才敢于回购股份。如果长期当“铁公鸡”，很难说企业实际经营是好的。

回购股份可以提高企业所有者权益。通过回购股份可以提高每股净资产和净资产收益率；提高企业资产周转水平，减少现金库存过大局面。

在国外市场，回购已是成熟的回馈股东的方式。巴菲特旗下哈撒韦公司以回购方式回馈

股东，使企业股价持续上升。最近，英伟达公司在股价处于高位时，拿出250亿美元回购股份，体现了对股东利益的尊重。

今年，我国已有1000家左右上市公司实施股份回购，已回购股份54亿股，为市场注入资金514亿元，提振了投资者信心。

从现在看，实施更大力度回购也正当其时。一是部分上市公司库存了大量现金，其中用于理财的资金就达万亿元；二是部分上市公司股价偏低，很多已低于发行价或净资产，需要用回购这只手扭转股价不振的局面；三是回购可以培养大股东多种方式回馈股东的意识。

二，提高上市公司回购意愿和质量迫在眉睫。

现在，我国上市公司以回购方式回馈股东的条件非常好，一是政策支持，二是上市公司具备条件。但是，上市公司回购意愿总体不强，回购质量也不够高。

有的上市公司发出回购公告，结果却开了空头支票。如东方集团曾公告拟以4亿元至6亿元回购，到期却仅仅拿出100万元应付，被上交所公

开谴责。

不少上市公司回购量过小且周期长。从已公告回购的上市公司看，在回购期内支出现金很少，且时间拉得很长。今年实施回购的公司虽然较多，总金额却只有500多亿元，且主要集中在几家传统绩优公司。部分企业只拿出区区几万元、几十万元做表面文章。

同时，回购中还伴随套利行为。有的上市公司公告回购，但同时伴随募资及减持股份。如华兴原创实施回购支出3000万元，但股东减持却套现达6.7亿元。

上市公司回购股份要实现股东共赢，对回购股份实施股权激励是优选项。我们也看到许多央企及老牌绩优上市公司，为资本市场回购做出了很好的示范。如中国石化公告在3个月内拿出8亿元到15亿元实施回购并予以注销，做得干干净净，使所有投资人的预期非常明晰。

三，鼓励上市公司以回购方式加大回报力度。

监管部门已出台多项鼓励措施支持回购，企业也在响应，期待形成合力，唱好这场大戏。

让回购回归本源。明确回购股份视同现金分红。把回购作为重要的考核企业运营质量的指标，让回购成为回馈股东的常态行为。

增强大股东回购意愿。要把上市公司回购与减持、增发等行为挂钩，鼓励回购企业通过发债等方式增加回购资金来源，对持续回购企业的决策流程、监管程序、信息披露予以简化。

树立回购股份的标杆企业。将回购期限短、回购持续、回购能力强的上市公司，树立为大家学习的榜样，让回报股东成为上市公司愿意做的事情。近期尤其要鼓励一批大市值公司加大回购力度。

明确企业强制性回购的规范。对于资金严重超募、股票价格大跌的公司，大量资金用于理财及非主业投资的公司，现金分红过低、盈利沉淀过多的公司，应要求企业实施股份回购。

我们要切实提高股份回购对提振市场信心重要性的认识，把股权回购作为增强市场活力的内生动力。要形成监管合力，促进企业回购股权。

(作者单位：河南省社会科学院)



## 银行股估值修复不会一蹴而就

■ 阎岳

在A股市场，银行股的权重处于牵一发而动全身的地位。银行股对于活跃资本市场、提振投资者信心有着巨大示范效应。因此，股东和高管“自购”有助于稳定和引导市场预期。但期望立竿见影也不现实。提振信心需要多种因素共同作用，并需要经过一段时间的发酵后，才能最终奏效。

9月份以来，多家上市银行发布股东和高管增持公告，用真金白银表达对公司未来发展的信心和成长价值的认可，期望用高调增持助银行股走出低估值“困境”。

在A股市场，银行股的权重处于牵一发而动全身的地位。银行股对于活跃资本市场、提振投资者信心有着巨大示范效应。因此，股东和高管“自购”有助于稳定和引导市场预期。但期望立竿见影也不现实。提振信心需要多种因素共同作用，并需要经过一段时间的发酵后，才能最终奏效。

总的来看，银行股估值修复是一个厚积薄发的过程，可以从内、外两方面进行分析。

从内因看，上市银行业绩增长有确定性。今年上半年，上市银行在克服各种不利因素后，总体上保持了经营稳定。国家金融监督管理总

局数据显示，上半年，商业银行累计实现净利润1.3万亿元，同比增长2.6%。同期，42家A股上市银行实现归母净利润1.09万亿元，除5家不同程度下降外，其余均实现正增长。

净息差是银行净利息收入和全部生息资产余额的比值，是衡量各类银行财务状况的重要指标之一。今年上半年，仅有2家上市银行实现净息差微幅上升，22家处在1.8的临界点之上。今年商业银行两次下调存款挂牌利率，基本抵消了两次降息对净息差的冲击。预计第四季度贷款市场报价利率(LPR)仍有可能进一步下调，届时存款挂牌利率调降的空间可能会更大一点。

除了净息差会保持相对稳定之外，上市银行更应该从内部运营管理挖潜，包括控制负债成本、提高资产端质量、拓展财富管理等等。

从外因看，随着中长期资金入市规模稳步提升，银行股的资产配置属性会得到进一步挖掘。根据Wind统计口径，最近10年A股市场累计现金分红最高的行业是银行业，期间累计现金分红金额超过4万亿元。2022年度，40家上市银行共派发现金红利超过4000亿元，有15家银行现金分红比例超过归母净利润的30%，13家在20%至30%之间，比例最低的也达到了12.15%。

银行股的低估值和高股息率，对养老金、社保基金等注重投资收益稳定性、长期性的资金具有强大的吸引力。

截至目前，A股42家上市银行中有41家银行市净率(每股股价与每股净资产的比率)小于1。股东或高管增持自家银行股，向市场传递了实现估值修复的强烈意愿。当前，经济运行持续恢复，多数指标边际改善，积极因素累积增多，第四季度宏观经济持续恢复的特征会更明显，上市银行的业绩也有望触底回升，但银行股能不能站上“风口”，则取决于场内资金能不能实现同频共振。



## 上市公司不可玩“分红戏法”

■ 谢若琳

分红是上市公司回报股东、持续发展的重要环节，也是价值投资市场生态的基础。但个别上市公司却拿分红当儿戏，放烟雾弹“忽悠”普通投资者，这是对市场逻辑的严重冒犯，应当受到谴责和惩罚。

9月11日，香港上市公司鲁大师宣布将于9月21日举行董事会会议审议派息。次日，公司股价大涨50%，随后5个交易日涨超70%。9月21日，董事会并未如期召开，鲁大师却发布了两则公告：一则是减持公告，称公司控股股东之一诚盛有限公司于当日在公开市场自愿出售343.4万股股份，占公告日期已发行股份总数约12.77%；另一则是取消董事会会议公告，审议派息一事就此告吹。

一般来说，香港上市公司分红需经过如下步骤：首先，公司董事会制定分红预案，在董事会审议前的一段时间(视公司章程而定，通常为10天)报联交所并发布公告；其次，董事会审议通过分红方案后，提交股东大会表决，确定分红方案；最终，上市公司按照方案实施分红。

按照香港股市规则，鲁大师发布的分红预案尚需董事会、股东大会批准，股东大会表决通过的分红方案才是定论。董事会发布的情况来看，分红预案被否的实例并不多见。正因如此，鲁大师在董事会会议召开当天，以取消会议的方式取消了“分红方案”，引起投资者强烈不满。有业内人士认为，鲁大师的

操作不但涉及“忽悠式分红”，还属于“唱高散货”行为(香港股市所称的唱多做空行为，属于操纵市场)。

鲁大师的行为是否属于“唱高散货”，有待监管部门认定。但出尔反尔的“忽悠式分红”、控股股东精准减持等行为，不但辜负了投资者的信任，而且给资本市场价值投资带来不小的冲击。

笔者认为，投资者需提高风险识别能力，对未下定论的、在商议阶段的分红预案等保有一分警惕意识，对短期波动较大的个股尤其要警惕。

港交所应加强对上市公司“忽悠式分红”“花式减持”的监管，对鲁大师的行为予以调查。要完善信息披露制度，加大对违规行为的打击力度，以此增强投资者信心。

港交所的愿景是建设“面向未来的领先市场”，而持续提升市场的吸引力、深度、活力和多样性，巩固香港作为全球首选的融资中心、风险管理及交易市场的地位，需要在上市、交易等环节进一步加强规范化，提高市场公平性。

## 新势力车企为何回归经销商模式

■ 龚梦泽

造车新势力之所以被称作“新势力”，就是由于其从生产到销售都与传统车企有着明显区别。尤其是在销售环节，传统车企普遍依赖数量庞大的经销商，而新势力更倾向于直营。目前来看，部分新势力开始放弃“赖以起家”的直营渠道，转而向经销商模式示好。

曾经以直营销售为主的造车新势力，正在向经销商模式回归，这是为什么呢？

今年9月份，小鹏汽车公布了一项“木星计划”，核心是逐渐用经销商模式替换过往的直营模式。无独有偶，蔚来汽车正计划将子品牌阿尔卑斯的销售服务、交付中心由全国性的经销商集团承接。吉利集团旗下极氪汽车也在进行渠道调整，欲增加授权经销商门店数量比例。

造车新势力之所以被称作“新势力”，就是由于其从生产到销售都与传统车企有着明显区别。尤其是在销售环节，传统车企普遍依赖数量庞大的经销商，而新势力更倾向于直营。目前来看，部分新势力开始放弃“赖以起家”的直营渠道，转而向经销商模式示好。

在笔者看来，导致这种变化的原因有二：一是新势力车企发展阶段的改变。直营模式可以视为初期增强曝光、提升销售效率的重要商业模式。通过在繁华商圈、地段设立直营门店，吸引早期追求创新的高净值消费者，并通过私域社群裂变吸引同类客户。企业为消费者提供了不同的购车、用车体验，获得了品牌和声量上的快速提升。

当前阶段，新势力已从建立品牌形象转向比拼运营效率和销量。随着细分市场消费饱

和、同类产品增加，新势力在品牌展示之余，更需要提供试驾、车辆维保和车主活动等一系列服务。这使得各地场租低廉、配套齐备、资源丰富的经销商代理们，凭借优势逐渐反超。

二是市场竞争的加剧。随着新能源汽车渗透率逐步提升，直营模式的重资产特征已成为制约企业降本增效以及向下沉市场拓展的桎梏。有研报显示，国内运营一家直营超级店平均成本约为每年400万元。

此时，经销商模式效益凸显——不仅可以帮助企业大幅降低护店成本，还能提高品牌触达和销量转化，将品牌推广至广大下沉市场。在降本和增量的双重诉求下，授权经销商成为更可行的选择。

车企在渠道方面进行多样化的尝试，值得鼓励。但新模式下，经销商与车企各自能分得多少市场红利，新势力借助经销商渠道能收获多少销量，仍有待市场检验。笔者认为，有三个问题需要特别关注。

首先，需兼顾自营与经销商之间的利益平衡。未来5至10年内，经销商和直营店或处于共生状态。经销商加入后，在为车企降本的同时，也冲击着直营模式下服务可控、价格统一、车主信息和交易数据自主掌控的优势。车企需要处

理好直营、授权代理与传统经销之间的关系，尽可能避免内耗，找到利益平衡点，提升销售渠道的产出及转化率。

其次，厂家和经销商应秉持共建共享、因地制宜的原则。未来渠道模式可能是相互借鉴，甚至会产生更新的经营形态。比如，一、二线城市通过大型商超增加品牌曝光，低线城市则以经销商加盟为主要模式。如何进一步发挥好现有渠道优势，需要厂家和经销商以开放和包容的心态去共同面对。

最后，大力推进数字化转型进程。汽车“新四化”趋势已至，车企应构建以数据为核心驱动要素的价值创造体系，实现与经销商、合作伙伴等共创价值的过程，用数据赋能经销商，确保车企在日益激烈的市场环境中提升核心竞争力和可持续发展能力。

