

周末随笔 | Weekend Essay |

从“黑天鹅事件”看投资机构危机公关

汤亚平

回顾2011年的A股市场，上市公司“黑天鹅”事件层出不穷：“石墨门”之中国宝安、“污染门”之哈药股份、“食品门”之双汇发展、“造假门”之紫鑫药业，以及最近深陷“疫苗门”之重庆啤酒……一个个重磅“地雷”，不仅令个人投资者频频中招，而且使众多机构投资者遭受重创。随之而来，普通投资者对基金重仓股的失望、对机构行为及其投资理念的质疑也越来越深。

应该说，在“黑天鹅”事件中，机构与个人受害的性质迥然不同。先知先觉的机构往往最早踏入“门”槛，其后便推波助澜，甚至有造“门”之嫌；而后知后觉的个人投资者总是误入其中。例如“石墨门”，中国宝安股价曾在今年1月至2月间大幅飙升。短短一个月，中国宝股价区间最大涨幅高达91.35%。在此期间，机构席位出现在异动榜多达12次。资料显示，机构席位的异动绝非偶然。早在2010年年报披露中，中国宝安就是名副其实的基金重仓股，多达80只基金、券商机构持有该股，且不乏知名基金公司。

今年3月份开始，石墨烯故事不断受到媒体质疑，中国宝安频频发布公告进行澄清。6月15日，中国宝安还受到了深交所、深圳证监局的通报批评。可是，据今年三季报披露，公司前十名流通股股东中，除了第1、2、5位，其余7家全都是基金席位。其中，有4只基金继续增持，前十大流通股股东中还有两只基金三季度新进超过1000万股。本周四，中国宝安创年内新低，与2月22日最高时的25.45元相比，股价下跌超过六成。

在“污染门”中，哈药股份最具代表性。机构介入哈药自然不是因为“污染门”，而是押宝重组。2011年11月16日，哈药股份发布公告称，资产重组事宜获得证监会有条件通过。哈药股份当日单日上涨4.2%，而同日上证指数下跌2.48%。对于潜伏其中的机构来说，算是押宝成功，而最大的获利方应该是“潜伏”两年之久的中邮系基金。可是，普通投资者却没那么幸运，排污事件、弱碱水事件使哈药股份一路下跌，股价从最高27.60元下跌至本周最低7.12元，即使按复权价计算也不足10元。但机构却坚称“污染门”事件对其“经营影响小”、“对业绩影响不大”。“污染门”暴露了机构在投资评级中环保意识的“短板”。

相对哈药股份“污染门”来说，身陷“食品门”的双汇发展及其持股机构，危机公关显得成熟。今年3月15日，央视曝光双汇“瘦肉精事件”，双汇发展股票连续3个跌停。紧接着，双汇做了几件事：一是3月16日、17日，公司两次发布声明，向消费者致歉并承诺彻查问题；二是开放媒体记者、消费者零距离了解双汇；三是实施“街头检验”树立行业新标杆；四是推出全程冷链的现代物流模式，高科技领衔产业升级；五是实施高分红，回报、安抚投资者；六是将3768吨退回品无害化深埋；七是推动双汇整体上市，要约收购价格为56元/股。事件发生后，双汇发展的股价一度低于要约收购价，但此后股价趋稳，昨日仍报收于71元之上。

在这样的情况下，双汇发展的半年报显示，社保基金大幅加仓。全国社保基金一零二组合、一零八组合分别持有780万股、420万股。值得注意的是，美林国际和耶鲁大学也在二季度大幅加仓双汇发展，分别持有865万股和567万股。受累双汇发展，兴业旗舰基金全趋势净赎回超过36亿元，但其基金经理仍很淡定，表示业绩比规模更重要。

去年以来，紫鑫药业因人参概念成为资本市场上炙手可热的大牛股。资料显示，公司股价从去年7月最低点10.35元/股开始启动后，便一路上攻，今年最高时曾一度在40元/股以上。不久，有关紫鑫药业业绩造假的质疑开始在坊间流传。期间公司也多次澄清，表示针对公司的诽谤报道，将向公安机关报案以维护投资者权益。然而，纸包不住火，紫鑫药业的强势态度终究无法掩盖事实真相。今年8月17日，紫鑫药业停牌核查。两个月以后的10月19日，公司收到了证监会的《调查通知书》，因涉嫌违法违规行而被立案稽查。10月24日，紫鑫药业复牌后被牢牢封在跌停板上，虽然当日公司接到控股股东康平投资的承诺函，表示在未来12个月内自愿锁定所持有的公司股份，亡羊补牢却为时已晚，投资者用脚投票，紫鑫药业三跌停后继续一路下跌。在这场涉嫌导演自买自卖人参、虚构财务数据的闹剧中，受伤最重的还不只股民、基民，定向增发接受方遭意外伤，市值蒸发近4亿。

具有讽刺意味的是，复牌第一个跌停板（收盘价15.10元）之后，紫鑫药业实际上已经接近跌破重仓基金机构的估值水平，如果继续按照老的方法估值，将会出现一定的套利空间，基民如果赎回，则仅仅蒙受大约两个跌停板的损失。而事实上，目前该股股价几乎是基金估值的“腰斩”价。

深陷“疫苗门”的重庆啤酒，12月22日再续第10个跌停。前面的连续9个跌停，使该股市值从停牌前的392.31亿元大幅缩水151.93亿元，蒸发了240.38亿元。大成基金损失惨重，面临大举赎回的压力。市场分析人士认为，重庆啤酒21日成交量93.49万手，成交额27.8亿元，换手率高达19.23%，这意味着包括大成基金在内部分机构都已借机出逃。而游资的进场，可能使重庆啤酒短期内再次被炒高。可是分析错了，重庆啤酒再续第10个跌停，粉碎了游资疯狂入“门”的美梦。

大成基金召开股东大会的议案获重庆啤酒董事会同意，提请股东大会罢免现任董事长黄明贵。值得注意的是，大成基金在第二个跌停板当天即作出上述提议，但重庆啤酒董事会直到第九个跌停板才予以响应。此前，大成基金要求重庆啤酒申请停牌被否。这又是一个“亡羊补牢为时已晚”的案例。大成基金若真的成功出逃，似乎也在情理之中。

分封制与股权激励

旧菜刀

前阵子上演了《鹤门宴》，俺已经被咱们那些大导们倒了胃口，对古装片自是敬而远之。不过，对这段发生在2200多年前故事的两位主人公，自己是很有兴趣的。刘邦可以说是中国历史上第一个从底层爬到金字塔尖的牛人；项羽在司马迁笔下是一位性情中人。长期以来，作为悲剧英雄，项羽在艺术领域的得分一直很高，自然成了后世无数故事的主角。在咱们熟悉的成语、诗词、戏剧中，他的戏份一直不少。而刘邦，作为一个在俗世中取得成功的英雄，在缪斯的世界则不免略有失色。

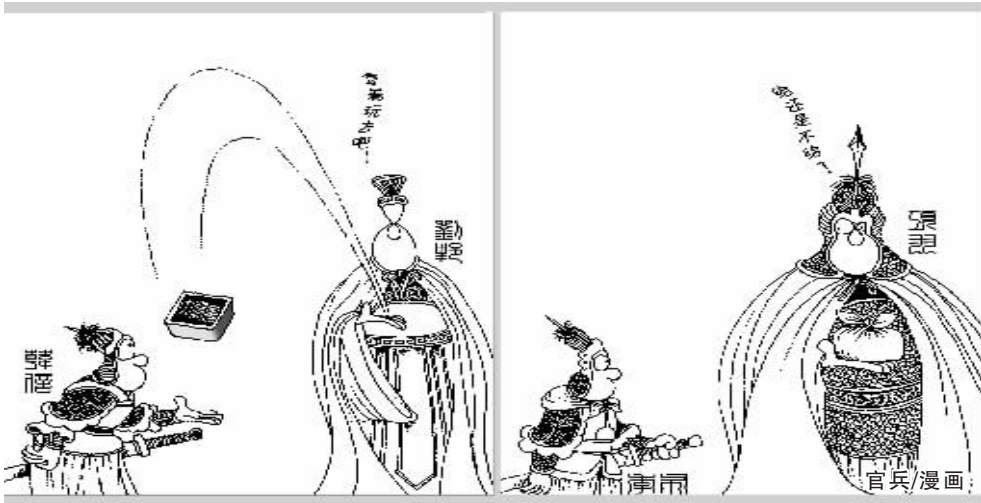
但作为一个建立了中国历史上最强大一统王朝之一的强人，刘老哥又岂能等闲视之？历来分析他之所以成功文章很多，总结起来，其中很重要的一条就是知人善任。像他自己就曾总结，他的成功，用兵靠韩信；谋划靠张良；后勤靠萧何。也就是说，他作为一个企业的发起人，引进职业经理人，通过恰当的激励，使得这些经理人在各自位置上实现了价值最大化，铸就了一段君臣相得之佳话。与之相比，他的主要竞争对手项将军做得可就差点家伙仗了。刘总在刚聘任韩信时，两人曾有过一段对话。韩信着重分析了一下前雇主、现主要竞争对手项羽的一些优缺点。其中很重要的一个缺点，就是项羽不肯放权，直接后果就是项羽虽有良谋猛将，但事必躬亲。刘总从善如流，完全接受了韩信的提议并将其发扬光大，对手下进行了充分授权。将兵多多益善的韩信，带兵的数量远远超过了刘邦，刘邦给了他指挥的自由。当他很谨慎地想当个假齐王的时候，

刘邦虽然很内伤，但还是强颜欢笑命他直接当齐王。充分的激励，不但令刘总手下的经理人在竞争中殚精竭虑，而且使得这些在提高企业价值时自身价值也显著提升的经理人，对企业的忠诚度很高，保证了领导团队的稳定。最终，运营符合现代企业成功各项元素的刘总，很没有悬念地赢得了楚汉之争。

从这个角度看，这个故事很完美。但历史从来和完美无关。刘总和任何一个现代企业家一样，可与共患难而难同富贵。在企业发展初期，可以通过股权激励等方式来将经理人和企业利益绑在一起；而当企业进入成熟稳定期后，这些讨厌的经理人，已经无法继续为企业贡献超预期收益，而因其持有股权，变成了吸血鬼。叔叔可忍，婶子不可忍！刘总于是果断出手，韩信、彭越纷纷倒下，英布不甘束手，居然想召开董事会罢免刘总，刘总虽然因出其不意受了点小伤，但还是轻松拿下了这个反骨仔。对刘总而言，自己的企业当然属于自己和自己身后的刘氏家族，岂容外人置喙？当初不过给你们点甜头罢了，你们还当真了。

刘总不知道的是，他的行为和秦始皇一样开创中国历史之先河。在此之前，中央政府还是不得不和支持自己的权贵分享天下，应该说，那时是典型的封建社会，多少和现代股份制企业有相似之处。而从伟大的汉朝开始，当然可以上溯到秦，天下变成了家天下。从这个角度来看，我们中国的历史，在秦汉时就走出了封建社会！不过进入的不是现代社会，而是高度垄断、独裁统治的专制社会。

后代的创业者，和刘总一样，在创



业阶段为了吸引人才，往往不惜以裂土分茅相许。一旦逐鹿成功，这些自以为持有原始股就可以安享富贵的功臣，却发现等待自己的往往是高举的屠刀，能像石守信等人一样得到仅仅被从董事局踢出的结局，已经是最好的选择了。

每每读史及此，不免叹息。但叹息之后，你会看到，这实在是难以避免的囚徒困境。从个人角度来看，并不是每个人都适合创业，大多数人才都是在特定领域能发挥技能的专才，包括原始发起人也是一样，像刘邦，韩信不就认为他只善将不善将兵吗？更何况，也不是每个人都愿意承担原始发起人所承受的风险。逐鹿失败，有能力的经理人在新东家那儿运气好还能找口饭吃，但发起人则只有一个结局。因此，愿意当发起人的一定只有特定的一批人。那么其他有能力的人才该如何选择呢？学得文武艺，货与帝王家，这实在是再正常不过的选择了。所以，分工是必然的，相应，对应的回报也应该是确定的。

应对房价调控 开发商给新楼盘“加密”

孙勇

经过一年多的楼市调控后，房价开始出现一些松动的迹象。虽然仍有部分城市房价“假摔”，但房价真跌的城市毕竟在增多。从中央政府近期的多次表态看，将此轮楼市调控坚持到底的决心不可谓不大。不过，开发商也不是“省油的灯”，他们不会坐以待“控”。于是，开发商与调控博弈的各种招数便应运而生，其中就包括给新楼盘“加密”。

所谓“加密”，就是提高同等面积地皮上的楼盘建筑密度。在拿地成本与房价既定的情况下，增加建筑密度，可以给开发商创造更多的利润。眼下，面对限购令下房价下行的压力，一些识时务的开发商“顺势”而为，宣布楼盘降价，但是那些降价出售的楼盘的建筑密度，要比同等地段上的同等楼盘高出不少。一方面让楼盘降价，一方面给楼盘加密，两者相互对冲

的结果，便是开发商保住了既有的高利润空间，与此同时，众多购房者也自认为享受到了楼盘降价的好处。换言之，开发商是行“骗”得手偷着乐，购房者是不知受“骗”也高兴。

以上现象，是我的一位朋友告诉我的。这位朋友供职于某知名房地产研究机构，对开发商的营销之术颇有研究。他预计，如果现有的楼市调控政策继续维持下去，楼盘加密现象将会层出不穷。在交流中，我们一致感叹：中国老百姓对于房子的要求实在太低，他们中的大多数人只是将房子当做一个居住的地方，而不是当做一个享受生活的地方。只要房子本身没有质量问题且价格可以接受，他们就相当满意了。而楼盘加密带来的隐私空间减少与被偷窥的可能性增加，他们是不太在意的；至于楼盘所在社区的绿化带与公共活动场地，对于他们而言也是可有可无的。

几年前，在美国一个为低收入者修建的保障房社区，居民因为不满该社区楼间距太小，楼层太多，且绿化带和公共场地偏少，便发动抗议活动。我碰巧有机会看到该社区的照片，第一感觉是：中国一二线城市的许多中等档次的居民住宅楼，其生活条件还比不上这个美国穷人居住的保障房社区。这样的事情很难在中国发生。按道理，开发商是不能随意给楼盘加密的，但是有中国特色的国情，给开发商留下了空子。我推测，为了完成“让房价回归到合理价位”这一目标，中国各级政府和相关质检部门对于开发商给楼盘加密的伎俩，恐怕也是睁一只眼闭一只眼。

由此联想到发生在中国的“方便面瘦身”事件。几个月前，发改委为了控制物价，约谈康师傅等方便面生产厂家。结果是，康师傅方便面虽然表面上没有涨价，但是却暗中减量，同样的一桶或一袋方便面，其净含量减少了若干克。发改委“稳物价、

但遗憾的是，当面对权力的诱惑时，不论是发起人，还是经理人，都很淡定，猜忌、贪婪等等极端情绪很容易发酵，自然，悲剧连场。

那么，面对收益时如何分配才能避免悲剧呢？古人为此其实也想过不少办法。分封制是一个很好的解决办法，和现代股份公司的架构非常相似。股东之间利益捆绑，权力牵制，以期做出最利于公司发展的决策。某种程度上，欧洲之所以能够进化到现代社会，与其持续时间很长的分封制不无关系。至于发起人与经理人的矛盾，恐怕是很难回避的。实际上，即便在现代企业中，发起人和经理人之间、发起人内部之间的斗争，也都是无可避免的。残酷依旧，进步的是少了专制时代的血腥气。更进步的是，这种权力分享的模式以及权力之间角斗的方式，都被确立了下来，有程序限制而不可以为所欲为。这种程序上的正义，使得竞争的规格被限定了下来，也使得参与竞争的各方有章可循。

在无逻辑与有逻辑之间

胡飞雪

沪深两市的行情趋势、波浪运行有没有逻辑？对这个问题，我想了好多365个日日夜夜，得出的结论是：介于有逻辑与无逻辑之间；或者说，表面无逻辑，内里有逻辑；再或者说有人无逻辑，有人有逻辑。

说其无逻辑，主要是指在股市舆论层面，诸如基金、券商、证券咨询机构的分析师、策略师的笔下和私募机构的股评家的口中，他们在分析、研判沪深两市行情趋势时常常表现出无逻辑的特征。这主要表现在逻辑支点变来变去，漂移不定，甚者前后矛盾。比如去年至今年一、二季度，央行上调存准率，加息接二连三，他们就说因为货币紧缩，股市没有上涨的条件；在今年二、三季度，消费者物价指数(CPI)呈冲高走势的时候，他们又说“通胀无牛市”，股市还是没有走好的条件；

可到了四季度，CPI明显回落了，他们却不提CPI了，他们这时言顾左右调转话题，把中国制造业采购经理指数(PMI)拎出来说事，说PMI降到了荣枯分水岭之下，中国实体经济有向下超调的风险。股市也是货币紧缩，可沪深两市却是超级不好了，那股市自然也没有走好的道理。在牛的眼里，只有草，草就是草，草永远是草；可是在上述股市论者的分析框架中，沪深两市却成了一只无形大象，他们一会儿摸大象的大腿，一会儿摸大象的尾巴，一会儿摸大象的鼻子，一会儿说大象是堵墙，一会儿说大象是柱子，一会儿说大象是绳子，让人丈二和尚摸不着头脑，莫辨其高深学问。他们似乎忘了，2007年也是货币紧缩，可沪深两市却是超级大牛市；他们似乎也没有搞清楚通货膨胀与物价普涨的区别，也没有搞明白CPI、名义国内生产总值(GDP)增长率与实际

GDP的差异，更没有搞明白价格和价值的内在关系。

与上述政策论者相比，所谓的技术派论者虽然有点简单、机械、教条主义，如他们说沪综指998点——1664点——2089点是下轨连线，沪综指只有跌到2089点，两市才会有中级或大级别的行情，却也从本质上指出，股市发生转向的条件。相对来说，技术派论者的分析、研判应该说更有道理和逻辑。何以这么说呢？因为技术派的分析、研判抓住了股票投资炒作的核心，即估值问题。用技术派的语言讲，股市运行在上轨、中轨、下轨之间，股市行情的牛熊循环、冷热变化、涨跌反复就在上下轨之间。沪综指只有跌到2089点才会有行情，其逻辑与冬尽春来、物极必反的自然物理逻辑相同。

证券市场是一国乃至全球经济、政治、文化乃至大千世界自然物理环境的反映，其走势往往是由多种综合因素共同促成的。从

这一视角看，上述或从货币政策、或从物价走势、或从实体经济荣枯来分析、研判股市趋势，可以说多多少少都有些盲人摸象，有些失于简单、片面和偏颇，换言之，更远离逻辑。相反，倒是技术派更接近于逻辑，因为这种分析、研判抓住了问题的要害，且把复杂的问题简洁化了，把复杂的股市估值数量化了，认为只有当股指处于估值下轨之处时，才会有投资价值，市场才会向上走好。

是的，我们的沪深两市介于无逻辑和有逻辑之间。正是由于介于无逻辑和有逻辑之间，它才显得复杂难测。基于这种认识，我们很容易得出另一个判断：沪深两市的投资、投机参与者其实也分为两类：一类是无逻辑的投机乱炒者，是外行，是输家，且不知道因何而输；一类是有逻辑的投资会炒者，是内行，是赢家，他们心里有数，知道该何时进退、何时买卖以及交易什么股票。