

■理财随笔 | Essay |

“3.15”与上市公司高管德行

证券时报记者 陈楚

一年一度的央视“3.15”晚会,不仅成为电视新闻行业的一道例牌菜,也成为公众审视企业道德和社会道德底线的一个窗口。

随着A股市场上上市公司数量和所涉行业的不断“扩容”,近年来,常常有上市公司也被“3.15”晚会和媒体曝光,由此引发企业形象大打折扣、股价大跌,股民在为持股市值缩水而深感痛心外,也为不良企业被曝光受处罚而出了一口恶气。

以今年一家农业类企业为例,该公司是国内知名禽鸭养殖加工企业。有媒体报道称,素有“世界鸭王”之称的这家公司孵化二厂、三厂的“死鸭”并没有按相关规定做无害化处理,而是被以低价出售给当地的不法商贩牟取暴利,并由此形成了一条完整的企业流出、初加工、分割处理、再销售的黑色产业链

条。消息见诸媒体后,这家公司两责任人被免职。

据了解,该企业是一家以樱桃谷鸭加工为主,集祖代种鸭繁育、屠宰冷冻加工、熟食加工、饲料生产、羽绒加工等系统化生产于一体的国家大型禽类食品加工企业,也是国内鸭行业首家上市公司。作为一家公众公司,这家企业的所作所为不仅与上市公司自身的定位和监管层对其要求悖逆,更是对股民的欺骗,此类缺乏社会责任感的上市公司,如果基金等机构投资者欣欣然拿着持有人的钱买它的股票,显然就不是有责任感的投资。

投资者在考察一家上市公司时,除了每股收益、净资产收益率、每股净资产、毛利率、未来现金流折现等财务指标外,其实更应该考量的是这家上市公司的高管素质。如果一家上市公司的高管敢于把劣质的产品推向市场,周顾社会责任和起码的道德公

义,这种企业就是利润再高,终有作奸犯科的行径大白于天下之日,这种风险对于投资者来说,无疑是最大的风险。但遗憾的是,无论是机构投资者,还是散户,在考量上市公司的投资价值时,总是习惯于从企业的产品前景、渠道营销能力、行业地位和各项财务指标入手,而投资人较为看重的财务指标,在国内目前的财务会计准则及监管环境下,上市公司大有做手脚的空间。由是观之,投资决策所依据的前提就具有太多的不确定性,如此,风险焉能不大?

能够实地调研的机构投资者也许能够通过访谈对上市公司高管的德行窥知一二,中小投资者大多只能通过感性认识和口耳相传进行判断了。实际上,上市公司高管良好的德行是多方面的,不仅包括生产优质的产品,还包括良好的职业道德、回报股东的强烈意识和责任感、完整及时的信息披露等。如果上市公司的高管在这上面打了折扣,不仅企

业随时面临着被媒体曝光陷入负面新闻漩涡的风险,还面临着被监管层处罚或退出资本市场的风险。要防范上市公司高管的道德风险,有必要建立一套行业共同遵守的道德规范和诚信档案,对于那些诚信缺失者,监管层应重典以治,投资者也应该用脚投票;而对于那些遵守公德、恪尽职守的上市公司高管,资本市场也不妨对其掌舵的上市公司予以一定的估值溢价。

上市公司高管的德行约束,需要从制度上予以完善,媒体的监督当然应该一以贯之,但当社会把揭露上市公司制假造假行为过多寄于“3.15”和媒体的监督时,恐怕媒体也会有“不可承受之重”。我们不仅需要运动式的打假,更需要制度和法律保障之下的常态化打假。

投资股票是老百姓理财的重要方式,但只有当上市公司高管遵守德行,把积极回报股民作为自觉要求时,这种理财的结果才值得期待。

读寓言学理财之十五

泉将东徙 标本兼治

定投买基金还不如闭着眼睛投飞镖准确,这个月又亏钱了。小媛,不如你赎回基金,跟着我去买黄金吧!”

去年1月,刚刚进入职场的白领小青年张小媛为了告别“月光一族”,做起了基金定投。朋友向我推荐了一只指数型基金,刚开始薪水也不多,就每月定投500元。”对基金一窍不通的小媛说。她清楚地记得头几个月,基金净值随着大盘指数略有上涨,自己还有些沾沾自喜,于是就没再留意。结果年底再把账户打开一看,定投了6000元的基金面值只剩下4000多元,亏损了将近30%。面对亏损的现实,朋友又建议小媛转战股市,跟着他炒黄金去。小媛有些心动,但又有些犹豫。

其实,小媛这样的情况不在少数。2011年基金投资陷入寒冬,很多基民对定投赚不赚钱表示怀疑,赎回基金、定投断供的大有人在。专家指出,多变的投资环境是外部客观原因,不是简单换了投资领域就能轻易赚钱。

西汉刘向《说苑·谈丛》中有一则寓言: 泉逢鸣。 鸣曰: 予将安之? 泉曰: 我将东徙。 鸣曰: 何故? 泉曰: 乡人皆恶我鸣,以故东徙。 鸣曰: 予能更鸣,可矣;不能更鸣,东徙犹恶子之声。”

这则寓言的意思是: 猫头鹰遇到斑鸠。斑鸠问它: 你打算到哪里去? 猫头鹰说: 我要向东迁徙。 斑鸠问: 为什么呢? 猫头鹰说: 乡里人都讨厌我的叫声,所以我要向东迁徙。 斑鸠说: 要是你能改变叫声就行了;要是不能改变叫声,即使你搬到东边去,你的叫声仍然会被人讨厌。”

寓言告诫人们治标还需治本。在一个环境中不适应,就应该反思自己的问题或缺点,而不是逃避,只有正视自己的缺点并加以改进才能得到大家的欢迎。

同样,在频繁变化的A股投资中,大盘行情不好是客观现实,

投资不能靠运气投机,基金定投是一种长期投资工具,不应该用短期业绩衡量其是否有效。

在熊市暂停定投、市场好的时候再继续,这种投资时间上的重新选择不能从根本上解决问题,却很有可能重复以前亏损的经历。

但即便是这种情况也有投资者赚到了钱。而更多的人理想的投资是在熊市保全本金,在震荡市观望,在牛市全力出击并顺利逃顶。然而,判断市场走势和个股涨跌,即使专业的机构投资者在大量投资研究下都难以把握,对个人投资者而言,炒股炒黄金才真如闭着眼睛投飞镖了。

专家指出,投资不能靠运气投机,基金定投是一种长期投资工具,不应该用短期业绩衡量其是否有效。就好像你选择出行方式一样,在城里打出租车方便,过年回家则要选择搭乘飞机、火车。像张小媛一样,在熊市暂停定投、市场好的时候再继续,这种投资时间上的重新选择不能从根本上解决问题,却很有可能重复以前亏损的经历。实际上,基金定投能满足张小媛强制储蓄的愿望,从长期来看还能带来稳定的收益。

根据广发基金“赢定投”的统计数据,通常来说5年是一个定投见效的期限,亏损的概率接近于零。也就是说基金定投作为一项长期投资,亏损的可能性较小,而收益却可期待。前提是流动资金充足,尤其在低迷期还应增加投资,“高点少投,低点多投”,只要股市长期向上格局不变,基金定投就能享受到更多收益。

(广发基金市场部)



嘉实基金结构投资部总监杨宇谈嘉实沪深300ETF——

为市场提供“三好”现货工具

证券时报记者 孙晓霞

伴随嘉实沪深300ETF第三次全网测试结束,其背后的故事也浮出水面。忆及当时的盛况,嘉实基金结构投资部总监杨宇历历在目:原来我们准备的是不到100人的会议室,后来报名人数直线上升,又增加了一个会议室,到最后每个会议室走廊上都站满人。”

如此的投资热情皆是来自于沪深300ETF,关于其瓜熟蒂落的新闻更是频频见诸报端,为何沪深300ETF能吸引这么多人翘首以盼竞相追捧?在杨宇看来,关键是沪深300ETF提供了股指期货的现货工具,降低了期现套利的成本,使现货市场与期货市场的联动更加紧密。

嘉实沪深300ETF—— 创领投资新格局

自2010年4月股指期货开闸后,期现套利、套期保值功能已逐渐显现。

投资者在进行套期保值时需要使用股指期货对应的现货投资工具,但市场上长期没有一个非常好的现货工具。杨宇介绍,沪深300ETF破冰前,投资者主要采用投资沪深300指数基金和与沪深300近似的交易型基金产品作为替代的现货产品,运用到沪深300的期现套利中去。

不过替代品毕竟有局限性。由于现金拖累及申购赎回冲击等原因,现有的沪深300指数基金跟踪误差比ETF大,不能完全满足沪深300指数现货工具的要求;而利用现有两只单市场ETF拟合沪深300指数,毕竟不是直接跟踪沪深300指数,相关性方面难免存在偏差。据初步测算,如果用沪深300ETF直接作为股指期货的现货工具,可以使投资者的期现套利成本降低百分之二左右。

相较于普通的沪深300指基,ETF跟踪标的指数的投资组合资产不低于基金资产净值的95%,甚至

做到基本全复制,跟踪度更准确。”杨宇总结道,沪深300ETF可以为投资者提供与股指期货拟合度最好的现货产品,从而强化股指期货的套期保值、价格发现等市场功能,使交易更活跃,交易量更大,同时也会使期货市场和现货市场的联动性更强。这就好比原来去捕鱼的时候只能网大的鱼,现在网编织得更密,稍微小一点的鱼也可以捞到。”

最佳现货工具—— 三大要素不可少

沪深300ETF的重大历史使命也注定其成为兵家必争之地,深交所为何在众多基金公司中选择了嘉实基金?杨宇认为,沪深300ETF的本质需求是给市场提供跟指数完全拟合、流动性好、交易活跃的现货工具,而更好的现货工具需满足三大条件:指数跟踪效果好、折溢价幅度低、流动性好。嘉实基金之所以能最终胜出,也在公司上乘的指数

跟踪能力。要对于指数百分之百地完全跟踪,这是最基础的。”

作为市场上规模最大的单一指数基金,嘉实从2005年推出国内最早的沪深300指基——嘉实沪深300(LOF),无论从指数收益率,还是跟踪误差都名列前茅,并且连续三年获金牛基金认可,从中也体现了较强的指数投资能力。

众所周知,指数基金越大越美,规模优势也是实现指数基金长期跟踪误差最小的最重要因素。据悉,在嘉实沪深300ETF成立以后,如经批准嘉实沪深300(LOF)转换成300ETF的联接基金,则嘉实沪深300ETF很有潜力成为市场上最大的一只基金。

另外,二级市场交易价格折溢价要尽量低,偏离太多影响套利成本,嘉实计划在沪深300ETF中引入做市商机制,将挑选做市能力比较强、规模比较大的一流券商来做嘉实沪深300ETF做市商,减少中间价差带来摩擦方面的成本。

在资产配置框架下进行基金投资和基金销售

2011年基金业绩受挫 新基金发行遭遇困境

2011年国内股市单边下挫,沪深300指数全年跌幅超过25%,表征中小盘股的中证500指数全年跌幅达到33.8%。同时,通胀背景下债券市场表现也不佳,中债总全价指数年度涨幅仅为2.5%,尚不能跑赢全年通胀水平。

基础市场的不景气严重影响了国内基金特别是股票参与比重较大的股票型、混合型基金的表现。据上海证券的分类统计,2011年股票型基金(不含指数和分级基金)整体平均净值增长率为-22.38%,混合型基金整体平均净值增长率为-20.55%,由于国内大部分债券型基金都有参与到股票市场投资,因此导致全年债券型基金净值增长率为正的基金数量占比不足三成,个别参与股票市场比重较大的债券型基金净值增长率跌幅超过10%。2011年度整体取得正收益的只有货币市场基金,81只货币市场基金平均收益率为3.36%(图1)。

股票及债券市场的不景气不仅对现存各类型基金收益造成负面影响,2011年新基金发行也遭遇前所未有的困难。据上海证券统计,2011年新发行基金数量194只(注:分级基金按照母基金数量,链接基金不计,债券基金合并计算数量),同比增加36%,但是平均发行份额仅为13.05亿份,同比下降近60%;2011年发行规模最大的单只基金募集份额为56亿份,而2010年发行规模最大的单只基金募集份额达到140.5亿份,是2011年单只基金发行最大规模的2.5倍(表1);2011年平均发行规模

在5亿份以下的基金有46只,占2011年全部成立基金的23.35%,而2010年发行规模在5亿份以下的基金仅有14只,占同年度新成立基金总数的10%。同时,新发行基金的业绩表现也严重受制于股市和债市的表现,据统计,在新成立的194只基金中,约60%的新发基金出现净值负增长,净值跌幅最大的新发基金自年初成立以来净值损失超过30%。

在资产配置框架下进行基金投资和基金销售

在2011年市场单边下跌的状况下,无论对于基金投资还是基金销售都需要进行反思,并对资产配置框架理念进行更进一步的审视。一方面基金投资者不应仅仅盯住单一类型的

单只基金产品进行买卖,更应当本着资产配置的理念,更多地从大类资产配置框架下进行基金选择和配置,可以选择代表股市、债市或货币市场基金进行组合投资配置;另一方面,国内基金销售迫切需要突破当前的销售瓶颈,基金销售可以两个或多个互补基金进行组合销售,或者将基金作为销售渠道代销系列理财产品中的一个重要组成部分进行销售,以期实现银行销售渠道、基金公司和持有人的共赢,推动基金行业的长期健康发展。

由于单一基金对单只股票或债券等投资品种都设定了投资上限,因此我们选择投资基金时会自然地认为每一个基金产品本身即是一个有效、分散的投资组合。但从基金投资者的角度来看,无论股票型基金还是债券型基金,基本代

表所跟踪的股市或债市单一市场的表现,且不少股票型基金对单一股票的持股虽然没有超过契约规定的投资上限,但也有基金单只股票持股高达9.5%,前十大重仓持有比例甚至高达近60%,从这个意义上来说,投资单一基金,特别是在股市或债市单边下跌市场中投资专注单一市场的单一基金所面临的风险很难得到有效分散。

因此,在制定基金投资策略时,我们强调基于大类资产配置框架下的基金组合投资策略,比如将股票型基金、债券型基金以及货币市场基金进行组合配置,风险承受能力高的投资者可以选择将股票型基金配置比例提高,风险承受能力低的投资者可以选择将债券型基金配置比例提高,对于流动性要求高的投资者可以选择将货币市场基金的配置比例提高,如此根据不同权重配比的组合基金不仅对于希望提高收益的投资者有益,而且对于希望降低风险的投资者同样有益。大类资产配置的核心意义就在于风险一定的情况下提高收益,而在收益一定的情况下降低风险,无论如何,风险收益交换效率较单纯的权益类资产得到一定程度提升。

根据上海证券统计,自2007年1月至今,股票型基金整体的平均月度净值增长率区间为-19.9%~20.14%,债券型基金整体的平均月度净值增长率区间为-3.03%~3.14%,货币型基金整体的平均月度收益率区间为0.09%~0.53%,而我们以股票型基金、债券型基金和货币型基金依据不同权重构建的组合月度投资业绩波动区间明显收窄,由50%股票型基金和25%债券型基金以及25%货币型基金模拟的组合1的月度收益率波

表2 模拟组合收益率波动区间与单一市场比较 (收益最大值和最小值单位:%)

月度	股票型	债券型	货币型	组合1	组合2
收益最大值	20.14	3.14	0.53	10.90	15.67
收益最小值	-19.90	-3.03	0.09	-10.68	-15.32
风险收益交换效率	0.085	0.218	-0.617	0.0925	0.103

数据来源: Wind, 上海证券基金评价研究中心 张洁/制表

动区间为-10.68%~10.9%,以75%股票型基金和15%债券型基金以及5%货币型基金模拟的组合2的月度收益率波动区间为-15.32%~15.67%(表2)。

在证券投资中,投资者的投入不是本金的多少,而是所承担风险的大小,因此从投入产出的角度来讲,衡量投资优劣的标准应是承担一个单位风险所带来的超额收益的大小,即我们所说的某一项投资风险收益交换效率的大小,通常以夏普比率指标来衡量一项投资的真正价值。由表2来看,无论组合1还是组合2的风险收益交换效率均超过单一股票型基金的风险收益交换效率。

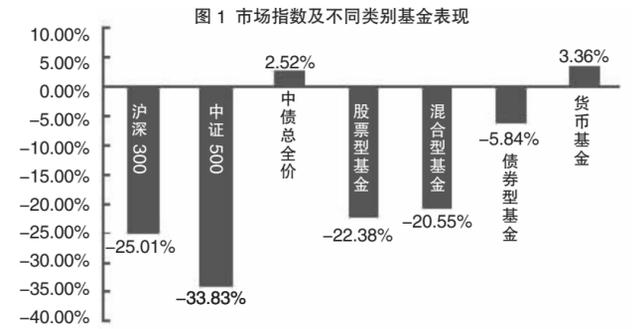
简单的大类资产配置组合即可以提高风险收益交换效率,如果从各类型基金中精选投资管理能力强居前列的基金构成组合进行配置,投资效果会更明显。另外,对于主动管理的基金来讲,投资者投资组合基金面临的基金经理变更风险与投资单只基金面临的基金经理变更风险相比也明显降低,这也是资产配置在基金经理层面的意义。

从2011年基金销售遭遇的困境来看,当前新基金销售已经成为基金公司和销售渠道的负担,不管新基金还是大部分老基金已成为基金投资人的伤痛,买卖双方不能形成共赢局面,基金销售迫切需要突破当前的销售瓶颈。我们认为:一方面,目前基金公司发行一只基金,销售渠道即展开针对该只基金的销

售难度越来越大,且在股市(债市)行情不好的情况下,单只基金销售从长期来讲也难以持续,可以考虑将基金公司旗下单只新发基金与具有互补效用的新基金或者基金构成组合进行销售;另一方面,从银行销售渠道来讲,因为银行通常代销多家基金公司的新发行基金,可以将一家基金公司旗下单只新发行基金与另外一家或多家基金公司旗下具有互补效用的单只新发基金一起构建组合进行销售,比如将一家权益类资产管理能力优秀的基金公司新发行的股票型基金与一家固定收益类资产管理能力优秀的基金公司新发行的债券型基金组合起来向投资者推介销售,实现组合配置效果。此外,也可以考虑从单纯的基金销售转变为银行代销系列产品(私募、信托以及银行理财产品等)的一揽子金融产品理财服务,在资产配置框架下,将基金作为大类资产组合里面的一个重要配置部分进行销售。

总之,虽然基础市场不景气导致基金业绩阶段性受损,基金销售困难,但对大部分投资者来讲,基金仍然是低成本、分散化分享经济增长的重要途径,只有在资产配置框架下进行基金投资和基金销售,才有可能形成基金公司、销售渠道以及持有人之间的共赢,从而实现基金行业的长期健康发展。

(上海证券基金评价研究中心 李艳) (CIS)



年度	发行数量	发行总规模	平均发行规模	单只基金最大规模
2011	194	2532.51	13.05	56.22
2010	142	2948.82	20.77	140.52

数据来源: Wind, 上海证券基金评价研究中心 张洁/制表