



【明眼看市】

中国市场并不缺资金,关键是要为资金进入股市提供良好条件,其中包括树立价值投资榜样。

## 梧桐树扎根A股 引导长线资金有序入市

桂浩明

隶属国家外管局的梧桐树投资平台公司,最近爆出大量买入A股股票的消息。相关上市公司2015年的年报显示,它已经是浦发银行、交通银行、工商银行以及中国银行等的位居前10位大股东,其投资规模已达几十亿元。其实,这还只是冰山一角。

资料显示,现在在外管局下有三个投资平台公司涉足A股市场,除了投资金融类上市公司以外,还投资军工、机械等蓝筹股公司,总投资规模近300亿元。而这些投资,都是从去年四季度开始的。

引进长线资金,改善投资者结构,一直是中国资本市场的一项重要任务。特别是去年股灾以后,这方

面的需求变得更加迫切。投资者对于社保基金、养老金等的入市,一直寄予厚望。但没有想到,虽然社保基金等迄今还没有大规模入市,但以前没有被注意到的外管局倒是已经动手了,而且力度还不小。在海外市场,外管局管理部门也在一定程度上参与股票市场的交易,这方面较为典型的是香港的金管局,在1998年时就曾经携巨资介入股市,在当时客观上发挥了平准基金的作用。在内地,一般人们都认为外管局主要是参与外汇交易,没有料到它也会以某种形式进入股市。其实,外管局管理部门在进行外汇交易时,也会用到人民币,在人民币库存达到一定规模时也存在如何加以合理利用的问题。现在看来,外管局通过

下属的梧桐树等投资平台,正有条不紊地进入股市。虽然表面来说,这还只是某个中央部委系统下属公司的投资行为,但其意义显然不仅仅局限于此。

有人把梧桐树等外管局旗下投资平台的入市,视为高层“救市”举措的延续,在笔者看来未必如此。通过中证金公司,有关方面已经投入了上万亿元资金用于稳定市场,并且也明确表示在必要的情况下还会继续这样做,这就没有必要再让其它性质的资金前来参与了。梧桐树等的入市,人们可以更多地将其视为一种商业行为。比较一下就知道,现在人民币利率很低,相对来说银行股等的股息率还是很有竞争力的。出于久期管理的考虑,适度持有那些业绩稳定、

回报良好的公司股票,是实现资产保值增值的可靠途径。所以,外管局率先这样做了。至于它比社保基金等动作要快,这更多是由于管理模式以及资金来源和性质的不同。但有一点是与社保基金等是一致的,这就是外管局没有“救市”的职责,它让梧桐树等入市,不是来充当“解放军”的,而是要谋取收益。

但是,正因为它们是来股市谋取收益,这就从一个角度说明,这个股市是有一定投资价值的,并且已经得到了国家级大资金的认同。有这一点其实就已经够了,有关部门喊一万遍股市有投资价值,不如让相关的投资公司拿着真金白银入市,这样才会有效地调动其他投资者的积极性,引导并鼓励长线资金

有序入市。中国市场并不缺资金,关键是要为资金进入股市提供良好的条件,其中也包括在开展价值投资方面树立起榜样。

最近一个阶段,股市出现了震荡上行的态势。随着外部环境的逐步好转,股市的操作机会也是在加大。在这种情况下,梧桐树等入市的消息,无疑对市场的进一步良性发展起到积极作用。当然,对此投资者也应该有个实事求是的考量,不能认为外管局让资金入市,就会出现一个大牛市。事实上,这些资金入市是认可现在股市的投资价值,至于是否会走出大牛市,还需要各方面因素来配合。只有资金而没有基本面的根本性好转,并不会有所谓的大牛市。

(作者系申万宏源证券首席分析师)



【明说董秘】

董秘在日常工作中的最大职责是站在经营之外看经营,把握好各项与公司治理相关的规则,才能减少影响公司发展的束缚。

## 董秘如何防止自己“躺着中枪”

唐林明

笔者曾经在东方财富网看看自己关注公司的股吧,发现不管是优秀公司、差公司、业绩预喜还是继续亏损的公司;不管是牛市还是熊市期间,大多数公司股吧的第一页面均以骂帖居多。

表达情绪可以理解,不过有些言辞激愤溢于言表,骂态跃然纸上,其中以董事长、总经理和董秘中枪率最高。对董秘岗位的人来说,如果说口水仗中“中枪”的后果仅是喷了满脸唾沫星子,倒是无伤大雅的话,那么涉及法律、法规红线和道德底线的风险才是个人最沉重的灾难。在董秘这个涉及多个职业角色的职业中,要想既赚得盆满钵满,又要独善其身;要想常在河边走,又不要湿了自家的脚;要想拥有并协调多方资源的条件,又要轻轻松松。好处占尽的事,只能是痴人说梦。

既然不可能完全规避职业风险,那么有没有最大限度地消除职业风险的方法呢?应该是有的。在说一些规避

方法细节之前,必须强调规避个人职业风险是不能以牺牲公司、同事、伙伴和其他利益相关者的利益为前提,否则你在独善其身的同时,也失去了作为“人”的基本特点。

笔者将董秘职业风险大致分为五类:照本宣科类,风险等级极低;可暂时忘却类,风险等级低;利己不损人类,风险等级中;可以“和稀泥”类,风险等级高;吃不了兜着走类,风险等级高。

在分类阐述这些风险规避方法之前,必须强调“痕迹管理”的重要性。所有做过的事、审议的思考过程、审批的事项都尽量留下痕迹,这样才能证明你曾经的主观心态、尽职过程等。千万别误会,“痕迹管理”的方式不是所谓偷鸡摸狗的手段,如非经允许录音、摄像或者留下不该留下的记录等。如果你甚至分不清此处所说“痕迹管理”的内涵,分不清生活、工作中“可保留”和“完全不能保留”的界限,那只能说明你还不具备企业高级管理人员的基本素质,还是远离董秘职业风险的

努力吧。

首先,照本宣科类风险,即有些风险你直接按照《公司法》、《证券法》、证监会规章和交易所规则等基本要求办事,就将董秘的基本风险挡在身后了。其实这类风险不用刻意去规避,你只要做到一个尽职的董秘分内之事就没问题。

举一些例子,在当地证监局对上市公司的巡检中,除了少量大是大非的问题外,最多的是什么?我们一起来看看:《章程》修订不及时,特别是业务范围、利润分配、董事会专门委员会的工作细则等内容长期不与时俱进;具体经营过程中,股东大会对董事会、董事会对总经理分别的实际授权额度与《章程》规定不符;章程与章程附件内容相悖;与公司治理相关的,如内部控制体系的形式要件不健全;经营过程留下的经营痕迹与公司既定的内控流程不符;“三会”运作资料的缺失,主要表现在“三会”记录的董事签名与公告人数不符,还有各专门委员会工作痕迹一般都缺失。

笔者无监管机构工作经历,虽没吃猪肉,见过很多猪跑,所以大致也能闻出肉香。上面这些瑕疵都是一些小节,但这些都是说小就小、说大也大。上纲上线,上述的问题就不是小事了。笔者想说的是:董秘,你的职业风险就诞生了。久拖不改、积劳成疾。

至于防范方法,其实在举出这类例子就已经说明了方法,细节决定成败。形式性文件可以改,但更重要的是董秘要逐步让企业及各管理层级明白,公司章程、规则、细则和内控体系、流程的东西,其实是平衡企业发展和风险控制最佳的防御武器。这些文件也需要根据企业实际情况进行及时修正,以便让企业的管理、决策流程既高效又严谨。

公司在发展奔跑过程中,除了你,没人会去刻意关注这类公司内“形而上”的东西。天长日久,渐渐就跑到规则之外。作为董秘,你在日常经营过程中的最大职责就是站在经营之外看经营,把握好各项与公司治理相关的规则,才能减少影响发展的束缚。

毫不讳言,其实上述的那些问题,我国很多企业骨子里都认为不是重要的事情,大部分问题企业自己都知道,就是懒得去折腾而已,一改就要开董事会、股东会,还不如用点精力去折腾经营。所以很多企业董秘要想让企业自主地、郑重其事地去领会这些纲领性文件,还不一定能做得好,因此董秘也得过且过了。

当然了,一般企业经营的上升期、稳定期,上述这类事情,不会给公司带来什么大的风险,只是对董秘个人职业口碑有些影响而已。有上述举例中列举的问题的企业,不久就会收到“整改通知书”之类。自然而然,这时董事长、总经理和其他管理团队就会就此组织专题会议。当他们人手一份拿着监管机构发来的《提示整改函》时,董事会、管理层是怎么想的,怎么看待你的?从大家一起看着你眼神就一目了然:这小子水平太差了,这些都要出问题!(未完待续)

(作者系资深财务顾问,原为上市公司董秘)



【股市笙歌】

如果不清楚公司经营的真实情况、会计游戏背后的实质,很容易沦为接盘侠。

## 莫把会计处理手段当成艺术

杨苏

套用一句人情世故的俗语,越来越多的公司行为表明,会计盈余管理是本分,不管理是情分。很多时候,把盈余两个字换成操纵,可以更贴切地描绘许多公司的会计处理方式。

反复提到这个话题,是因为一而再地被公司业绩增长振奋,但是相当比例的公司往前一查业绩就露了底。有时候公司自己可能并不高调,但市场其他机构反倒鼓噪大赞,成长性公司、业绩亮丽云云,煽动误导了一颗颗纯真的投资心。

谁都知道,年度业绩亏1万元和

亏1亿元都是亏,而且一次亏个够,甚至不该亏的也亏进去,是很多公司的首选博弈策略,俗称“大洗澡”。之所以把不该亏的亏进去,相当于公司储存了一个甜饼罐,第二年、第三年尽可以转回来,从而增加净利润。

凡事都有动机,动机对应的是个人利益。管理层更换是最容易理解的一种情况,让前任背上黑锅,还留有余地让未来几年业绩都有甜饼可以维系。民营企业的管理承接相对市场化,而国企就时而出会计“大洗澡”的情况了。

有一家退市国企当年巨亏几十亿元,一查其实主要是资产减值。你之前

多少年都没减值这么多,突然一下会计政策谨慎起来,实在有点蹊跷。其实公司经营最有可能的未来,就是不断出现减值转回,让公司净利润连续几年高速增长。一般而言,资产减值是大洗澡的主要工具。有的公司属于重资产行业,这样行业门槛高消灭了潜在竞争对手,但尾大不掉遇到行业景气度差时,公司也很难有办法。那么,对于管理层,资产减值的减值就显得很重要了,这个时候的会计处理手段就成了艺术。

资产减值喜欢的道具还有存货、应收账款等等,A股几年汹涌的并购大潮后,动辄数亿元的商誉也面临着

剧烈波动的局面。特别是存货大幅减值的情况经常出现在农林牧渔行业的上市公司,这与行业产品难以统计从而容易造假有很大关系。同时,法律法规对造假的处罚力度也无法震慑造假冲动。

客观条件上,很多水产品难以统计,所以国内资本市场出现了几次数亿元、甚至10亿元价格的水产品减值,导致公司业绩巨亏的案例。

另有一家从事畜牧行业的公司长年屯着几十亿元的存货,多次遭到质疑但一直不能确认造假,但公司随后长期停牌计划拱手出让控股权。

对于外部投资者来说,怎么洗都

是不健康的,但对内恰恰相反。如果公司想搞股权激励,不论大洗小洗之后,未来几年将多洗的部分慢慢释放出来,可以为业绩保驾护航,较为容易地达到激励前置条件。如果不清楚公司经营的真实情况、会计游戏背后的实质,就很容易沦为公司内部人士或者其他聪明投资者的接盘侠,搞不好还以为自己在进行价值投资甚至是在投资成长股。

对于会计估计变更以及会计科目重大变化,苛刻一点去考量,甚至有罪推定地揣测有哪些可能获利的人,就不会被深堂的热气蒙住了眼。

(作者供职于证券时报)



【一缕清辉】

对于监管层而言,杠杆资金要合法合规、处于风险可控范围才行。

## 健康的资本市场离不开金融杠杆

宋清辉

2000多年前,杠杆是被形容成撬动地球的,现在则成为金融行业中放大收益和风险的工具。这种工具是好是坏难以定论,它有可能令财富迅速增值,也有可能让人一夜家徒四壁,因为它本身就是一把双刃剑,就看使用它的人如何操作。

2014年年末A股上涨的时间段里,金融杠杆让一部分人率先实现致富神话,这些人成功经验让更多的人开始接触笔者看来并不神奇的工具,也让市场开始疯狂。从当时的成交量就可以看出,杠杆资金让市场显得越来越活跃,也让市场的上涨过于迅猛。

因此,股市后期出现被很多人认为“千金难买牛回头”、“再正常不过的回调”之后,让那些大杠杆瞬间崩塌,继而出现连锁反应,接下来就是一连串的千股跌停。股灾1.0结束后,有人认为回调结束,股市继续雄起因而再度使用杠杆,结果接下来继续陷入千股跌停、强制平仓的悲剧之中。

假设有人为了赚取暴利,采用5~10倍的杠杆操作,即一个投资者的自身资产为30万元,10倍杠杆就是300万元。这意味着,投资者以30万元资产为抵押去借300万元的资金用于投资,假如投资盈利20%,投资者就可以获得60万元的盈利,相对于他的自身资产而言,收益达到200%;当然,如果亏幅度达到20%,不仅这个投资者的自身资产将全部赔光,而且还亏了30万元。

科学家已经证明,金鱼的记忆只有7秒的这种传言并不是真的,但笔者认为中国股民对亏损的记忆应该不到7秒。在上证指数近期出现两个“七连阳”的背景下,又有人开始捉摸着在股市中赚些快钱,场外配资这四个字在近期又被经常提及。

为什么场外配资被提及?因为券商融资融券的门槛要求是在50万元以上,开户时间一般在6个月以上,大部分股民都达不到这一要求,场外配资的极低门槛却能满足他们。很少人在意配资公司的资金是从哪里来,有

公司会用自有资金作为给客户的资金,但这种资金占少数部分,更多的是通过第三方机构向客户进行集资。但这种集资并非非法集资,而是包装成为高息理财产品向固定人群出售而游走在监管红线上。

对监管层而言,杠杆资金要合法合规、处于风险可控范围才行。适度的杠杆操作,可以让金融发展处于一个较为平稳的上升通道中。随着制度的规范、要求的收紧,只有符合要求、对市场有充分了解、风险意识强的投资者才能够得到配资,市场的表现才能相对稳健。监管层应该鼓励投资者进入资本市场参与投资,但绝不欢迎非法资金进入市场投机。只不过,严

查场外配资必然是一项长期的工程,市场制度不完善、投资者风险意识薄弱等因素,必然会让场外资金继续兴风作浪。

更重要的是,上有政策下有对策。即使监管层对杠杆资金监管趋严,但不排除在诸如互联网金融中出现全新、隐蔽、难监管的配资方式。无论是机构还是散户,都要长期警惕股市的风险。虽然在杠杆之下赚钱快,但是赔钱的速度也是难以想象的。因此,对违规、非法的杠杆资金要打击,对合理、风险可控的杠杆则需要“用心呵护”,毕竟一个健康有效的资本市场,离不开杠杆资金的合理使用。

(作者系知名经济学家)