



【明远之道】

如果策略研究员能够做到有一说一, 他的研究能力将会逐步累积, 对社会的眼光和看法会长远透彻。



【明眼看市】

投资者能否根据实际情况, 把配股作为再融资的重要模式考虑, 由上市公司本着股东利益最大化的原则作出选择。



【股市笙歌】

问询函件并不一定是认定公司存在违法违规之处。



【一缕清辉】

总部与总部之间合作创造的效益、产生的联系, 是众多成熟大型企业最难以割舍的。

优秀策略研究员是怎样炼成的

陈嘉禾

笔者从2006年加入证券行业, 如今已经第11个年头, 其中大概7年花在策略研究上。那么如何能够成为一个优秀的策略研究员?

也许很多投资者不会想到, 如果要描述策略研究最重要的三要素, 排在第一位的, 不是聪明、勤奋、知识面广、消息灵通等等, 而是诚实。

由于策略研究这一工作太过复杂, 所以在一般环境下, 由于内在急于求成的心理和外在来自领导、客户、市场等压力, 策略研究员容易逼迫自己做出一些不诚实的结论, 写下自己并不打心底里认可、甚至很不认

可的研究结论, 而不是写出一些更加准确, 但是结论通常更加开放的研究分析。

久而久之, 有些策略研究员甚至会沉溺于这种“忽悠”的研究而不能自拔。如果任由这种情况发展, 无疑策略分析的工作会产出一个个故事和一串串泡泡, 对累积真正的研究能力极其有害。这样行事的策略研究员, 他的研究能力将无法累积, 思想会逐渐混沌, 他将无法看到事情真相。

反之, 如果一个策略研究员能够做到有一说一, 那么他的研究能力会逐步累积, 对这个社会和世界的眼光和看法就会逐渐长远、透彻、深刻。最终, 他就会成为优秀的策略研究员。

第二要素则是广阔的知识面。一个好的策略研究员决不能只懂财务报表、经济数据、股价走势(其实又有多少人真正懂得股价走势呢), 这些其实都是社会、行业运行的结果。学习再多的结果, 我们也很难找到事情的真正原因。

一个好的策略研究员需要真正懂得这个社会, 理解它运行的轨迹, 从而预测它的某个部分未来的运动方向, 无论这个部分是行业发展、经济政策制定还是资产的价格波动。这是一项相当艰巨的要求, 在研究诸领域中算得上数一数二的困难, 没有多年累积是做不到的。

需要理解一个社会, 就要理解它

的历史、文化、人口、政治、经济、风俗习惯、地域特征、自然资源等。只有在真正理解这些事情后, 我们才能够预测这个社会下一步的发展。现在, 你明白为什么乔治·索罗斯在1997年进击香港市场之前, 会找人给他讲《老子》了吧?

具备以上两个要素后, 恭喜你, 你现在离优秀的策略研究员只差一步: 敏锐的观察市场的各个方位。与宏观研究、行业、固定收益、金融工程研究员不同, 策略研究员需要不停地思考市场的每个方位, 在各种资产之中选择最有可能获利的那一个。

发电板块可能很好, 但是旅游板块会不会更好呢? 保险呢? 如果你觉得

保险板块更好, 那么A股和港股的保险公司哪一个更好? 美国市场呢? 保险公司和债券比, 哪一个好呢? 有没有什么量化的方法增加收益? 大宗商品怎样呢? 作为一个策略研究员, 你需要用巨量的知识储备, 不停、诚实地试图回答这些无穷无尽的问题。

当然, 回到第一个要素, 这些问题可能在99%的情况下都是没有令人信服的答案、甚至完全无法回答的, 但这又怎样呢? 我们难道真的需要回答每一个问题才能做好投资研究吗? 如果抓住1%的确定性, 那么恭喜你, 你就找到了开启这个市场的钥匙, 也就能成为一个优秀的策略研究员。

(作者系信达证券首席策略研究员)

配股能否再度担当再融资大任

桂浩明

上市公司的再融资问题最近颇为引人关注, 主要是由于现在普遍采取非公开定向增发的模式, 在投资者入团以及募集资金的投向上, 客观而言都存在争议, 因此也就每每有管理层将“收紧”相关审核的传言出现。

应该说, 由于IPO在数量及规模上会受到比较多的限制, 证券市场的融资功能, 更多是以再融资的形式体现出来。近几年来, 通过再融资所筹集的资金已经远远超过IPO。即便是在去年“股灾”最严重的时候, 再融资也没有真正停止。与此同时, 大量的再融资是以非公开的定向增发方式进行的, 从这些年的实践来看, 这方面确实存在一些不如人意的状况。

非公开定向增发的特点在于, 上市公司可以借助这个机会, 引进一批新的投资者, 从而优化投资者结构, 同时其筹资规模也可以做得比较大, 能够在短时间内实现公司规模快速扩张。此外, 在以往的操作中, 通过对一些技巧的使用, 定向增发的价格会显著低于市场价格, 这样也给引入的投资者提供了不小的盈利机会。

当然, 对于那些老股东来说, 非公开定向增发使得其股权被稀释, 股价也面临较大的压力。除非定向增发后公司面貌大变, 效益有明显的改善, 一般来说对其好处并不太多, 且多少会有一些市值上的损失。然而, 事实上近年来, 绝大多数上市公司的再融资都选择定向增发, 由此所带来的矛盾也就逐渐突出起来, 特别是在市场走势比较弱的情况下, 普通投资者往往会明

确表达出对定向增发的不满情绪。如果定向增发价格定得比较低的话, 就更容易导致反对意见的集中出现。

应该说, 监管部门对定向增发中, 所存在的一些问题, 也是高度关注的。针对争议较多的定价方式, 也陆续出台了一些政策。不过总的来讲, 效果并不明显。原因也很简单, 定向增发是引进新大投资者, 他们自然会要求在价格上得到优惠, 否则就不会参与。给了他们优惠, 对于普通投资者来说, 肯定会感到利益受侵犯, 这就不不可避免地陷入两难。

要化解这个问题, 是否可以在调整再融资模式上动些脑筋呢? 过去, 再融资的主要模式是配股, 即上市公司向所有股东按一定比例公开配股。由于是所有投资者都有资格参与, 因此配股价的确定就有很大的回旋余地。

在市场低迷的时候, 低价配股还会被人们认为能够起到支撑股价的作用。当然, 在现行制度下, 配股有数量上的限制(一般是不超过总股本的30%), 而且习惯上配股价会较大幅度低于市场价, 因此上市公司通过配股所筹集的资金就会相对有限。显然, 与定向增发相比, 向所有股东配股, 有利于最大限度维护老股东(特别是普通中小投资者)的利益, 但由于不能有效改善投资者结构, 且筹集资金规模有限, 因此它不可能完全替代定向增发。但是, 不能否定在一定范围内, 还是有相应积极作用的。今年以来, 包括证券行业在内的一些企业, 就采取了配股方式实行再融资, 也起到很好的效果。

这里的问题在于, 人们能否根据实际情况, 把配股作为再融资的重要模式来考虑, 由上市公司本着股东利益最大

化的原则来作出选择。当然, 如果监管部门对配股政策作出一些必要的调整, 以适应现在市场的实际, 那么就更好了。这将有效改变现在定向增发比例过高, 一些定向增发模式对普通投资者利益保护不足的状况, 从而进一步促进市场的规范与公平运行。

值得一提的是, 这里所说的只是再融资模式的选择问题, 主要是针对了定向增发中参与者与老股东利益的平衡问题。定向增发还存在投资方向的问题, 其实这也是很令人关注的, 比如跨界收购以及高溢价收购。除了监管部门需要更有所作为之外, 充分发挥市场约束的作用也十分关键。让所有股东都参与配股这种再融资模式, 也许在这方面能够发挥出相应的积极作用。

(作者系申万宏源证券首席分析师)

消失的逻辑

杨苏

曾经有一位成功人士分享上市公司研究经验, 需要有一个逻辑闭环才能得到对公司的结论或者判断。闭环这个词很高大上, 一般情况下, 在现实中可能很难做到。可叹的是, 现在A股市场有海量的新闻和投资信息, 却常常连逻辑这个前置条件也做不到。

有一个与资本市场不相干的例子。最近杨绛先生高龄离世, 之前两周有自媒体发布消息称杨绛先生病危。从现在往前看, 这个消息真实性非常大。但当时, 只是有人在聊天群里提了一句病危, 随后自媒体据此发

布。10万点击后, 有与杨绛先生身边人熟悉的业内人士表示, 不存在病危, 先生高龄, 有时会住院。

住院不等于病危, 虽然病危的人会住院。该自媒体随后道歉, 说发布程序不严谨。严谨的程序应该是, 从消息源头进一步求证各种细节, 了解信息真实性, 并且寻找更多的相关人士来求证、佐证。去年此时, 曾有消息称中国证监会将发布某项重大政策, 笔者恰好认识信息发布者, 所以好奇询问消息来源, 结果被告知消息来源证监会领导办公室的秘书。进一步了解, 事情发生过程是, 一位私募高管电话证监会高层供职的朋友, 秘

书接了电话然后知会政策信息, 然后私募高管告知了信息发布者。不用多说, 这个消息流程有失太多的逻辑和常识性错误, 并且也是“一言堂”, 最终该项政策从未面世。

2015年以来, 监管部门加强了对上市公司重大事件监管问询的力度, 而且逐一披露问询内容。但是, 这些问询函件并不是认定公司存在违法违规之处, 许多地方可能是公司在程序上的不足、文件上的瑕疵, 因为本身资本市场在信息披露方面就有强制性和自愿披露的区别, 弹性空间比较大。

现在的感觉是, 大家似乎把监管问询函弄得跟处罚决定书一样, 特别

是对于很少查阅原始公告的普通投资者而言。近期阿里巴巴被美国证监会调查菜鸟网络等相关会计信息披露等事项, 笔者在新闻看到多次播报提示调查不意味着有违规。而且, 阿里巴巴提出了许多方法达到监管要求, 相信是公司对市场心理一个准确的揣摩和预期管理。

公司违法违规不一定被监管部门发现而问询, 监管部门关注问询的公司很多一直在正常合规经营业务。比如公司经营理念和决策是否过于激进的结论, 不能由某一个财务指标、一个监管提问或者某一件事情推理而得出来。很多时候, 我们可以找

到其他财务指标或者所对应的实际原因来释疑。

有人说某些公司高管动荡, 理由是公告辞职信息。可是辞职也要区分辞职后是否担任其他高管职务, 或者到龄退休, 以及公司近几年高管流动比例等等。比如, 公司重要股东减持, 如果你要想得出内幕信息人不看好公司的结论, 也要区分实际控制人董监高还是创投股东获利退出, 或者近期公司有无重要股东增持, 有无重大资产并购重组等。笔者就看到一位前十大股东大量减持股东后不到一个月, 公司就停牌筹划数十亿元以上规模的并购。

(作者供职于证券时报)

假如华为挥手告别 深圳也不必过分挽留

宋清辉

是去是留, 这是华为自己的事情。只不过这几天舆论讨论了很多, 其中有不少都在指责深圳这座高房价城市, 因为华为一旦离开似乎就意味着“这么高大上的华为都在深圳待不下去了”, 那么一般的企业、一般的人更难在深圳生存。

其实, 企业如何发展是企业的自由, 只要其从事的业务符合各项法律法规即可。华为之所以要“搬”, 必然会考虑到内部因素和外部因素, 为的是使企业自身的利益最大化。

“搬”会产生什么样的影响? 笔者看来, 站在深圳市政府的立场上, 华为留下是好的; 站在宏观经济发展的角度上, 华为离开是好的。不希望华为离开的原因有很多, 笔者认为有几点原因尤为重要: 一是华为离开会影响到

深圳的经济、产业增长; 二是因为华为是土生土长的深圳企业。

虽然深圳房价过高, 但高房价不足以赶走华为。如果高房价真的会赶走企业, 那么笔者建议有这种想法的朋友去美国硅谷看看, 全美地区房价最高的地方就在硅谷, 但是谷歌、雅虎等公司总部依然在那里不动如山。更何况, 华为只是将某些部门局部搬迁到东莞, 这座紧邻深圳的城市引入华为的同时也在不断改造自身, 深莞之间交通的便利已经令两市的贸易、物流、交通非常便利。这种搬迁虽然是从一个市转移到另外一个市, 但距离却没有改变多少。

华为搬离的去向并不是北上广这三座一线城市, 也不是其他省会城市, 而是劳动力密集的地区。这就如同苹果、耐克等世界知名企业一样, 他们的产品会在世界多地的工厂中进行生

产, 最后才回到美国贴牌、销售。但是, 没有几个人会认为苹果、耐克抛弃了美国, 而且会指出这样能够充分利用发展中国家劳动力、整合各产业链中的资源, 有效实现低成本、高质量。

和这些知名企业一样, 华为总部留在深圳。总部经济发达的深圳, 是这座城市发展的一大优势, 也是这座城市不断发展创新的动力之一, 总部与总部之间合作创造的效益、产生的联系, 是众多成熟、大型企业最难以割舍的。如果一家发展蒸蒸日上的大型企业总部要从深圳搬离, 这对深圳来说也许才是真正的危机。

笔者认为, 华为的迁出看起来会对深圳经济造成一定的影响, 但从整个宏观环境看, 这种迁出有助于广东东莞经济的重振。因为华为分公司入驻东莞后, 必然将吸引到一部分中小企业, 为东莞的经济发展带来新的机

遇。同时, 周边城市如珠三角的实体经济也会随之协同发展, 与深圳形成良性互动。很多人看到的是因为深圳房价过高、创新活力不足, 让大型企业不得不选择逃离深圳。实际上, 在宏观经济整体低迷的情况下, 一个城市即便创新能力十足, 也不可能有所为。

在我国第十三个五年规划纲要第三十七章中, 多次提到产业转移。例如在推进西部大开发中要“设立一批国家级产业转移示范区, 发展产业集群”; 促进中部地区崛起要“有序承接产业转移, 加快发展现代农业和先进制造业, 支持能源产业转型升级, 建设一批战略性新兴产业和高技术产业基地”。纲要还指出“支持珠三角地区建设开放创新转型升级新高地, 加快深圳科技、产业创新中心建设”。

站在更高的层面上, 不难看出, 国家希望经济、产业发达的城市, 其企业

能够将部分产业的生产功能转移到发展中的区域, 使产业空间的分布在宏观层面上还能发挥出更大的资源整合作用, 实现对区域经济结构调整、优化区域间经济关系、促进实体经济获得更好的发展。对企业而言, 他们能够发展得更加强大; 对于获得产业转移的城市而言, 他们能够得到充分的刺激; 对于产业被转出的城市, 他们能够引入更多高新技术企业的入驻; 对于宏观经济而言, 这能大幅推动就业、增加中等收入人群、稳定经济发展。

实际上, 深圳对企业总部的吸引力依然强大。2016年3月, 深圳市政府与乐视控股(北京)有限公司签署战略合作框架协议, 乐视公司将在深圳设立智能终端总部。如果“华为要走说明深圳已经不行”的逻辑, 乐视智能终端总部设立在深圳, 北京的朋友是不是该着急了?

(作者系知名经济学家)