



【明远之道】

在企业竞争中，有一条让人沮丧但又无法避免的规律，就是一家企业能做的事情，绝大多数其它企业也能做。

领先与模仿：揭开企业竞争优势的面纱

陈嘉禾

在企业竞争中，有一条让人沮丧但又无法避免的规律，就是一家企业能做的事情，绝大多数其它企业也能做。这就导致绝大多数新的发明、创造、改进，都会被竞争对手模仿，从而很快丧失利润。

大概是在2018年，我发现顺丰速运开始在手机的微信上，向客户推送客户寄出以及将要收到的快递信息。这是一个非常好的做法，根据对人们心理的研究，绝大多数人最讨厌的事情就是“不知道进程的等待”。如果一个等待过程是漫长的，不知道什么时候才会结束，人们的焦虑感就会上升。而如果清晰告知你等等多久，那么人们的焦虑感就会显著下降。所以，顺丰速运的这种服务，极大改善了客户体验。但是，我当时就在想，这种服务虽

然很好，但它的竞争对手也许用不了多久就会学习这种做法。果然，近期我就发现中通快递也在做一样的事情。也许别的快递公司也在做，由于我没有用他们的服务，所以不太清楚。不过就算他们还没有做，估计很快也将学会。

在充满竞争的市场上，这种现象一再出现。一家做登山鞋的企业发明了可以调整鞋带的绊钩，可以让穿鞋的人根据山路的状态调整鞋带的松紧，这样在爬山的时候紧一点、鞋子可以更跟脚；在平地松一点、鞋子可以更舒服。这个发明很不错，但是很快就被其它鞋子企业抄袭，这用不了太多的时间。

同样的，一家餐厅发明了用烧烫的石头板在客人面前现场烹饪食物，一开始确实很卖座。但是用不了太久的功夫，也许是三个月，也许是半年，几乎全城同等规格的餐厅，都会采用这种做法。直到有些顾客抱怨在面前

烹饪的油烟弄脏了衣服和头发，又有一些餐厅发明更好的方法，比如在石头上弄个小型吸油烟机之类。

这种“你新搞的东西，过不了多久的对手也能学会”的商业规律，导致我们在判断企业的时候，一定不能只看眼前的商业状况，或者看到财务报表上市就立即给出高估值，我们要想得远一点。

比如，一家服装企业靠一款爆款单品，在这个季度突然收入大增，我们就应该给它更高的估值吗？这种增长能持续吗？竞争对手能做出长得差不多甚至更好一点的衣服吗？也许他们这个礼拜做不出来，但是从设计到给工厂生产，到出现在消费者面前，也许最多就用两三个月，对吗？

再比如，一家科技部件生产企业，拿下了一个大公司的订单，应该给它多高的估值呢？也许这家生产企业现

在能拿到20%的利润率，但是它的竞争对手会接受5%的利润率吗？那家大公司现在急需这种部件，也许会答应20%的利润率，毕竟如果不答应，它的终端产品生产不出来，会损失更多。但是，当半年以后，有竞争对手抛出只含有5%利润率的合作协议时，这家大公司难道不会更青睐低廉的价格吗？

在《企业战略博弈：揭开竞争优势的面纱》中，作者博鲁斯·格林沃德和贾德·卡恩在分析美国大型超市集团沃尔玛的竞争优势时，提到了沃尔玛在上世纪80年代，第一个使用条形码和扫码枪来进行效率更高的商品识别。在许多管理学的分析材料中，沃尔玛的这个行为被认为是它成功的要素。毕竟，这个超市开始使用最新的科技，难道不应该理所当然地带来更好的利润并被人们所称赞吗？

但是，博鲁斯和贾德却指出，这种

使用最新科技带来的领先优势，并没有维持太久。“沃尔玛是这些科技的购买者，而不是制造者，任何沃尔玛可以购买的科技，它的对手也可以购买”。结果，没过几年，沃尔玛的竞争对手Kmart、Target等超市集团，就纷纷开始采用沃尔玛率先采用的新科技。它们也许晚了几年时间，丧失了一点利润，但是沃尔玛在新技术上的领先优势，并没有保持下去。

所以，当我们在分析企业的时候，不能盲目迷信企业的领先优势。我们一定要考虑，这种领先优势能维持吗？企业的竞争对手会抄袭吗？现在的公司股票价格比较高，是因为市场给一个短暂领先优势太高的估值了呢，还是因为它真的比别人难以超越的东西？只有这样，我们才能更清楚地看清一家公司长期的发展前景。

（作者系信达证券首席策略分析师）



【明眼看市】

无论T+0还是T+1，本身都是中性的，对市场的影响，更多是取决于实施相关交易规则时的场景和氛围。

T+0交易：魔鬼还是天使？

桂浩明

随着科创板交易制度的征求意见稿发布，以及证监会权威人士公开表示新股刚上市时不适合实施涨跌停板制度，市场上对于股票交易规则的议论明显增加，其中一个重点就是今后沪深股市在放宽涨跌停板限制后，是否还应该实施T+0交易。

所谓T+0交易，就是投资者当天买入股票当天就可以卖出的交易规则的俗称，标准称谓是“回转交易”。早在20多年前沪深股市创立时，就是与世界上主要证券市场一样，在交易上实施T+0。不过，到了1995年年底，由于股市出现较为严重的投机现象，以至《人民日报》发表特约文章予以严厉批评，文章还提出要修改交易规则。在特约文章发表后的下一个交易日起，A

股实行T+1交易和10%的涨跌停板制度。如今20多年过去了，中国股市发生了极大的变化，当年的流通市值在全世界排名几乎可以忽略不计，而平均市盈率则是全球第一。而今，A股的流通市值已经居世纪第三，但平均市盈率在各主要经济体股票市场中则属于偏低。那么，为什么在市场发生了如此大的变化之后，T+0交易规则仍延续至今呢？

客观而言，对于T+0交易，市场各界在认识上一直存在很大的分歧：有人认为在这种交易规则下，会出现大量超短线投机现象，不利于价值投资理念的形，也有违于鼓励长期投资的导向，在中国这样一个投资者还不那么成熟的市场上，明显是不合适的，是市场交易中的魔鬼。但反过来也有人认为，实施T+0交易，有利于活跃市

场，让那些发现自己当天买错股票的人能够及时止损，在出现过度投机现象时，也可以让当天买入股票的人大量卖出以平抑价格。应该说，近一年多来，股市低迷，成交也比较清淡，要求维护股市流动性的声音不少，因此关心何时恢复T+0的人自然就比较，有的干脆将其视为能够振兴股市的天使。也因为这样，时下有关股市改革的一些高层意见中并没有提到T+0，但民间相关看法的表达正在增多。

从理论上来说，无论是T+0还是T+1交易规则，本身都是中性的，既非魔鬼，也不是天使，对市场的影响，更多是取决于实施相关交易规则时的场景、氛围。股市不会简单地因为实施了T+0而走牛，也不会因为实施了T+1而轻易走熊。在这个意义上，即便是现在改T+1为T+0，也不见得会对整个市场

产生多大的影响，至于说是利好还是利空，只能结合具体情况来讨论，现在能够说的只是它有利于股市交易的活跃，但不等于说一定会让市场活跃起来。横向比较一下就可以知道，实行T+0的各大主要股票市场中，没有一个换手率超过实行T+1的沪深股市。

还应该提到的是，进入本世纪以后，国内在股票清算及客户保证金管理上进行了重大改革，实行了统一清算以及由商业银行实施第三方存管，这样做的结果是有效地隔离了交易与清算环节中风险，但反过来由于清算是在全体交易结束后进行的，如果实行T+0，由于客观上盘中的交易只能由券商模拟进行，在实践中会使相应的信用风险明显放大，而这是商业银行所不愿意看到，也很难接受的。几年前，央行在一份《货币政策执行报告》

中就提到了这一问题，认为在现行制度下实施T+0交易具有潜在风险，这也是其在这个问题上持谨慎态度的原因。当然，这个问题其实也不能解决，只要对相应的清算和资金存管制度作相应的调整就可以了。但是在相关工作还没有进行时，恢复T+0确实没有能够得到基础制度的有效支持，显然缺乏足够的条件。

无需讳言，从市场发展的趋势来看，为了便利交易，T+0比T+1确实有更多的优势，但前提是市场平稳有序，各项制度健全。从这个角度来说，当前沪深股市需要做的事情还很多，而非综合各种因素分析，恢复T+0恐怕并非当下最为紧迫的事情，不妨先进行研究，而把工作的重点放在其它更为重要的事项上。

（作者系申万宏源证券首席分析师）



【一缕清辉】

营商环境是一座城市最重要的软实力和核心竞争力，也是主动找差距、补短板、精心维护以及长期付出的结果。

优化营商环境要有抢跑意识

宋清辉

对于营商环境的重要性，我国各地区早已形成共识，出台了各种各样的政策文件，并制定出了具体的措施。在此背景下，我国营商环境也发生了显著的变化。近期世界银行发布了《2019年营商环境报告》，将中国营商环境全球排名从第78位提升至第46位，大幅提升了32位，使中国成功跻身十大进国行列，并成为这十个经济体中的先行者。

营商环境究竟有多么重要？在一定程度上，它是一座城市最重要的软实力和核心竞争力，同时也是主动找差距、补短板、精心维护以及长期付出的结果。世界银行发布的一项报告表明，良好的营商环境会使投资率增长0.3%，GDP增长率增加0.36%。为此，

世界各国都把持续优化营商环境作为促进国家经济发展的制胜法宝。

总体来看，营商环境改革的重要性和意义主要体现在如下三个方面。

第一，良好的营商环境不但是建设现代化市场经济体系、促进经济高质量发展的坚实基础，亦是政府提供公共服务的一项重要内容。营商环境概念最早是由世界银行集团在2001年提出的。通俗来讲，营商环境是指企业在开设、经营、贸易活动、纳税、关闭及执行合约等方面遵循的政策法规所需的时间和成本等各种外部条件的总和，是一个系统性的环境。营商环境改革较为成功的城市，均能够吸引大量的资金、人才、技术等发展要素到此聚集，从而激发各类市场主体的活力，推动地区实现经济高质量发展。

第二，良好的营商环境有助于民

营经济充分迸发出创新活力，为企业发展提供一片肥沃的土壤。去年11月1日，习近平总书记主持召开民营企业座谈会，在这次会议上，习总书记强调要不断为民营经济发展营造更好的发展环境，帮助民营经济解决发展中的困难，变压力为动力，让民营经济创新源泉充分涌流，让民营经济创造活力充分迸发。此外，2018年首次国务院常务会议的首个议题，是部署进一步优化营商环境。由此可见，“营商环境就是生产力”。

“栽下梧桐树，引来凤凰栖”。笔者认为，各地政府只有以实际行动优化营商环境，才有可能吸引更多的企业和人才争相投资兴业，关键要在政府自身改革方面下大功夫，凡是市场能够自行调节的，就应该交给市场调节；对于一些新业态、新模式、新产业，政府

相关部门应该持包容审慎的态度，帮助他们发展壮大，而不宜“削足适履”或是放任自流；对于企业的诉求，应该进一步增强服务意识，认真倾听和回应企业诉求，想办法帮助企业解决难点、痛点和堵点。只有这样，营商环境才能够焕然一新。

第三，优化营商环境要有紧迫感，只有树立起“抢跑意识”，才能够真正实现营商环境的“优化”。在同样的市场经济条件下，企业、人才、资金等就像一只候鸟，哪里环境好它就会往哪里飞。当前，有不少国家和地区都在简化企业开办的手续、酝酿出台减税等优化营商环境措施，由此可见优化营商环境的重要性和紧迫性。

党的十九大报告曾多次提及营商环境，报告中还专门用一个段落，对改善营商环境提出了具体的举措。例如

要全面实施市场准入负面清单制度、清理废除妨碍统一市场以及公平竞争的各种规定、支持民营企业发展等多项措施。但由于我国相关法律法规制度的不健全等原因，当前优化营商环境尚存在诸多瓶颈。因此，对一些地方来说，优化营商环境应科学完善相关制度体系，同时，还必须树立起“抢跑意识”、危机意识，认识到人人都是营商环境的理念，进而逐渐缩小差距，实现优化营商环境的目标。

当前，营商环境改革的紧迫性不言而喻。它不仅是日趋激烈的国际竞争的现实需要，同时也是国内企业发展的呼声。未来，只有进一步降低制度性交易成本、深化政府自身改革，在“放管服”改革上下功夫等等，才能真正引导市场预期，让企业家放心、安心。

（作者系清晖智库首席经济学家）



【股市笙歌】

投资者可以用脚投票，让自以为聪明的上市公司高管们自食恶果。

财务大洗澡的公司不值得投资

阎昭

近期A股市场上出现一个观点，认为许多公司的2018年年报包括商誉、存货在内的巨额资产减值之后，未来市场将迎来复苏性价值回归和市场行情。但其实，曾经偷偷摸摸的财务“大洗澡”行为已成为比较普遍的现象，投资者非但不能习以为常，更应该避开所有此类公司的各种所谓投资机会。

数年前，一家率先披露年度财务报告的公司业绩增幅惊人，引来许多专业财经证券媒体的一致追捧报道。有的专业证券媒体甚至提出

该公司属于科技类，引申出期待此类公司年报的美好预期。不过，翻阅该公司IPO时的业绩就可以发现，当年大幅增长后的业绩其实还不如IPO首年。笔者又查阅了其逐年年报，发现该公司在上市后第三年就进行了巨额资产减值，随后业绩连续两年高速增长。

天底下没有免费的午餐。通过盈余质量操纵获得漂亮业绩增幅的上市公司，理应在资本市场中耻辱柱上。如果普通投资者因为专业性不够而没有察觉到，那么专业机构和财经媒体应当甄别出真实业绩增长与纸面数字游戏，而不是大赞唱歌以为发现

了一家多么优秀的企业。

之所以倾向于将财务大洗澡的公司一锤子打死，是因为这样的财务操纵说明了公司管理层的基本品格以及对投资者的态度。作为外部投资者，永远位于信息的劣势方。即便是一家上市公司老老实实地按照信息披露的规定和安排，向市场告知公司的情况，我们也只能了解公司的部分情况，还有许多达不到信息披露标准的事情不为人知。在这样的情况下，如果管理层还在耍小聪明搞事情，那么投资者完全处于“人为刀俎或为鱼肉”的局面。

因此，今后在了解或者投资任何

一家上市公司之前，都要去看它有没有在某一年进行了巨额的资产减值，包括商誉、存货、应收账款、固定资产等等，去问问公司为什么这么做。笔者相信，只有少数公司可以给出让人信服的理由。

其实，笔者很难想象出有哪些理由可以让人信服，即便确实有黑天鹅事件导致公司蒙受亏损，也有许多公司倾向于掩饰真相。农业行业的故事最为丰富，因为本身海产品、农产品等就难以统计和计量，气候灾害通常会成为“背锅侠”。当然，一个行业景气度存在着规律变化，特别是周期性行业，对业内公司的影响还是巨大的。不过，

越是周期性行业的问题公司，越喜欢进行过度的资产减值，这样可以保证在新的周期到来之时，实现更漂亮的业绩增幅。

的确，会计准则允许企业有一定的裁量空间。如果这个空间没有得到善用，那么投资者可以采取用脚投票等市场化的行为，让自以为聪明的上市公司高管们自食恶果。一次表面痛快的财务大洗澡，在带来未来两年业绩稳健甚至高速增长的同时，也会带来公司自身声誉的严重损害。如果双方能如此博弈下去，A股市场将会发展得更加成熟健康。

（作者就职于证券时报）