■ 读者话题

“黑天鹅”频出凸显抱团投资硬伤

□郑州 肖玉航

近年来，“黑天鹅”事件不断地出现在我国金融证券市场，其不仅给相关机构带来较大的投资亏损，也使得基金持有人亏损严重，比如重庆啤酒事件、酒业股的塑化剂事件等。从事件爆发给相关机构带来的影响来看，一些促使相关基金公司业绩大降，亏损巨大。从近期A股市场来看，上海家化事件再次成为冲击A股的“黑天鹅”，其对相关持有公司股票的基金业绩或造成较大影响。

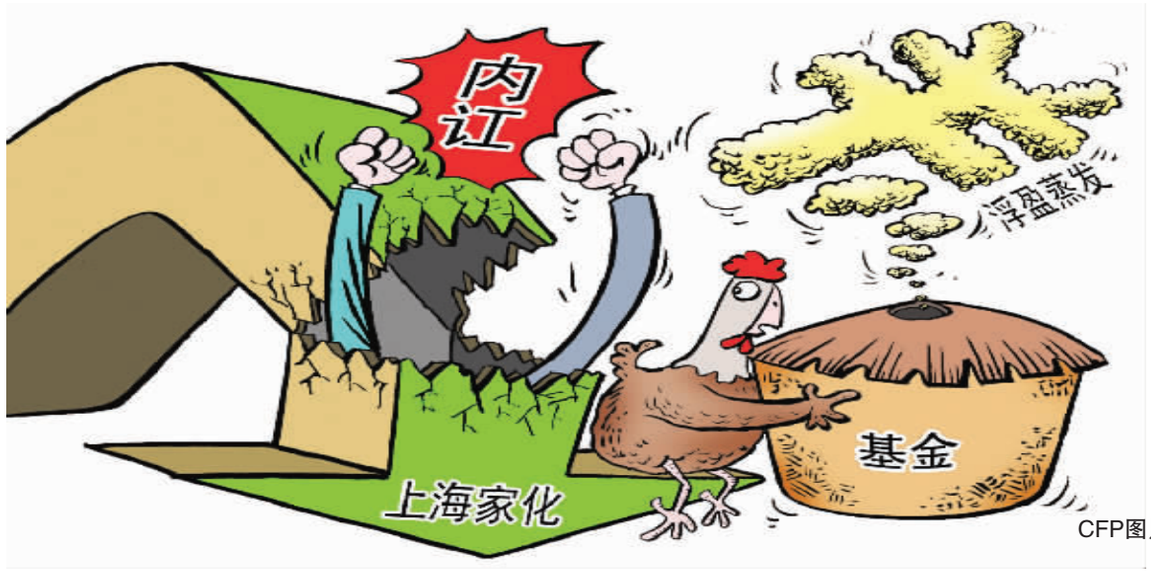
上海家化近日公告显示：5月11日，上海家化集团召开临时董事会议，决议免去葛文耀上海家化集团董事长和总经理职务，由家化集团董事、平安信托副总经理张礼庆出任家化集团董事长。而从上海家化的近日二级市场走势图来看，5月13日股价大幅下跌，成交量出现三年以来天量放大。5月14日，因重要事项未公告全天停牌。人事的变动或本身没有什么重要的黑天鹅因素，关键是作为大股东的平安信托声明表示，今年3月以来，其陆续接到上海家化内部员工举报，反映集团管理层存在设立“账外账、小金库”，个别高管涉嫌私分小金库资金、侵占公司和退休职工利益等重大违法违纪行为，涉案金额巨大。目前，相关事项在进一步调查中。

众所周知，“平安+家化”模式的企业运营被不少机构看好，而如果出现上述问题，公司经营质量将大打折扣，违约与违法之争的后果对证券市场无疑形成“黑天鹅”事件。

公开市场资料显示：上海家化联合股份有限公司前身系上海家化有限公司，1999年10月18日公司转制成为上海家化联合股份有限公司，由原投资方上实日用化学品控股有限公司、上海家化集团等六方作为发起人。2011年11月15日，平安旗下的平浦投资斥资51.09亿元受让家化集团100%股权，成为上海家化的第一大股东，控股比例为29.2%。在二级市场上，从平安入驻后，其股价从当时的30元左右一路上行，今年5月3日创下76.48元的高价，可以说强势特征明显，但突然的放量大跌，加之内部管理贪污指责等因素，公司爆发的“黑天鹅”能量或影响较大且具周期性。

从上海家化的机构持有情况来看，2012年财务报告显示有166家基金公司抱团持有，其中年内新进基金为116家；2013年最新季报显示，又有16家基金新进，16家基金增持，其中社保基金117组合新进872万股。那么，通过此次事件的爆发，可以预计，随着事件的不断公开和管理层的内部争夺等因素的起伏，其对上海家化的走势形成短中期负面影响的概率大增。

总体来看，我国目前投资机构的构成已较具规模，其性质绝大多数为国有性质，基金、券商、信托、银行理财、保险、国有公司理财等形式多样，但需清醒的看到，证券市场正在步入市场化时代，其过去依靠题材加静态估值的集中抱团投资模式，实际上很容易受到“黑天鹅”事件的冲击。因此，近年资本市场爆发的多个此类事件说明，机构投资人需要依据宏观经济、细分企业诚信度、法律遵守情况与产品的构成组合安全度等研究，并采取分散投资不为题材所诱惑的投资模式。通过反思历史上多个“黑天鹅”事件出现的前因后果，才能更好地回避投资风险，回报投资者。



CFP图片

基金投票应先征询基民意见

——上海家化风波背后的法理讨论

□秦皇岛 熊锦秋

上海家化16日召开2012年度股东大会，大会只审议2012年度利润分配预案等常规议题，并不涉及董事会增补事宜和葛文耀罢免的议题，然而股东大会还是引起多方关注。

5月11日，上海家化集团召开临时董事会，决议免去葛文耀上海家化集团董事长和总经理职务，理由是上海家化内部员工举报集团管理层私设私分“小金库”资金等问题。葛文耀面对涉嫌私分金库的指责，在微博中称“共享费”是为了照顾老员工而采取的措施，打擦边球出发点也是为了企业的持续发展。

平安信托作为上海家化集团的控股股东，当然有权利决定其董事长人选。但是，平安免去葛文耀上海家化集团董事长职位，已经违背了当年竞标时承诺的5年内保持管理层稳定的约定，而且选择的换人理由让人觉得似乎有点勉强。

而从上市公司上海家化这个层面而言，平安信托通过上海家化集团持有上海家化26.78%股份，作为控股股东享有《公司法》第四条规定的“资产收益、参与重大决策和选择管理者”等股东权利，但却无权干预上市公司日常经营管理。《公司法》第三条规定，上市公司拥有完全独立的法人财产权；上市公司作为一个独立于股东之外的社团法人，完全依法自主经营，而行使公司经营权的主体只包括公司董事和经理两个层次。也就是说，平安信托若要影响或控制上海家化经营，必须通过更换上海家化的董事会成员或经理人员，而这必须依照《公司法》有关规定程序来进行。

早在4月26日，上海家化就发布公告《关于召开2012年度股东大会的通知》。若平安信托希望尽快更换上海家化的董事会成员，5月16日的股东大会是个绝佳机会。按《公司法》第一百零三条，单独或者合计持有公司百分之三以上股份的股东，可以在股东大会召开十日前提出临时提案并书面提交董事会；平安信托完全可以提交罢免葛文耀的临时议案，但显然事情还没有发展到这一步。平安派驻上海家化的监事朱倚江在此次股东会上称，平安的所有承诺不会变、家化的既定战略不会变、规范发展的理念不会变，似乎局势开始缓和。

当然，就算平安信托在上海家化此次股东大会上提出罢免葛文耀的临时议案，是否能够通过也有很大的不确定性。按《公司法》，股东大会作出决议，必须经出席会议的股东所持表决权过半数通过；如果作出公司合并等决议，则须经三分之二以上通过。股东大会作为上市公司治理一个关键平台，各类股东可以在这个平台提出利益诉求，展开利益博弈并最后求得妥协。不少股东和媒体踊跃参与上海家化股东大会，显示投资者和市场对股东大会的日益重视。因此，今后进一步完善股东大会制度，更好依托股东大会平台，或许是提升上市公司治理水平的一个较好选择。

谈到上市公司治理，就必然涉及基金在上市公司治理中的投票权问题，目前契约型基金没有法人地位，新老《基金法》都规定，基金管理人代表基金份额持有人利益行使诉讼权利或者实施其他法律行为。比如，多家公募基金共持有上海家化约2亿股，占其总股本的44.6%，假如表决罢免案，公募基金管理人的态度成为关键。但是公募基金持有股票衍生的投票权，最终都应归属基民投资者，只是当前这些权利却被管理人据为己有。笔者认为，今后理应规定，基金管理人如要参与上市公司投票，应事先征询基民意见，或者由将来的基金持有人大会设日常机构代行这些权利。

■ 股民之声

新股发行改革期待“新鲜事”

□济南 李允峰

日前有市场消息称，新股发行制度改革方案预计近期公开征求意见。打包发行、集中上市等机制都可能出现在方案中。业内人士同日在接受记者采访时表示，目前，证监会正在酝酿新一轮新股发行制度改革的方案，但何时公开征求意见还不确定。打包发行、集中上市等机制早已在以往新股发行实践中出现，对资本市场来说已不是“新鲜事”。

目前证券市场的投资者都在瞪大眼睛，关注着即将重启的新股发行改革和IPO重启。必须看到，即便是在从去年暂停新股发行之后，国内证券市场也一直持续低迷，而以美国股市为代表的全球股市却涨声一片，美国道琼斯工业平均指数站上15000点大关，日本、德国和香港股市同样是大幅上涨。相比之下，A股因为IPO重启的关键时刻，指数表现一直低迷。在这种关键时刻，有关新股发行改革和重启IPO的消息能否给投资者带来信心非常关键。从国内投资者大肆购买黄金的热情看，投资者并不缺钱，而是对证券市场缺乏信心。如果IPO启动之后，管理层以全新的改革理念，重视市场的投资功能，改革措施有力，让市场变得更有魅力，则A股市场才能回归全球资本市场的大牛市。

IPO是证券市场最基层的一块砖石，传承着证券行业最重要的功能和文化。IPO究竟是否打包发行和集中上市根本不是问题，就像大学课堂的黑板一样，形态不重要，传承正确的文化才重要。我们可以在砖石上做各种精巧的搭建——加大上市公司退市力度、将限售股改为只分红的优先股、逐步推行注册制、约束限售股的出售等等，都在每一个细节里面有着最恰当的方法论，等待管理层去挖掘，并随后成就浑然一体的恢弘。

从目前新闻报道的IPO重启内容看，IPO改革的“新鲜事”并不多，无论是打包发行和集中上市，都是过去市场已经尝试过的举措。但仅仅这些内容显然不是投资者所期待的，IPO之所以总是出现“三高”，与国内股市退市公司太少有关，只有大批量的规范化上市和退市才能让上市公司有压力，才能把优秀的公司流动到证券市场。而目前的举措显然还做不到，这就需要管理层积极推进退市制度的严格执行，实现退市和上市批量化和市场化。而在新发行的公司中，把过去的大股东持股转化为只能分红的优先股，这样也可以避免市场限售股的冲击，以及大量上市公司为了限售股卖好价钱而弄虚作假。

由于成本极其低廉，之前公司上市是为了融资把公司做大做强，然后享受企业的成长，而如今一部分公司将其演变成上市是为了限售股出售。这种错误的IPO定位让上市公司造假动力十足，一旦将限售股转化为只分红的优先股，则市场中上市公司的违法犯罪冲动会大大减少。至于在时机成熟的时候逐步实施注册制，将新股发行的权力下放给交易所，这些做法才是有力的改革措施，也才能提起投资者的兴趣。

笔者认为，市场需要的IPO改革是该改变过去只重视融资不重视回报的体制，如果能够拿出响应投资者需求的IPO改革措施，多听听投资者的意见，让新股发行成为给市场带来优质资源的过程，如此IPO重启才能获得投资者的认可，证券市场的信心才能不请自来。

■ 股民课堂

四招巧觅“奶牛股”投资机会

□宁波 谢宏章

无论在大盘和个股持续震荡甚至阴跌不止的低迷市，还是在持续火爆的大牛市，除了“低买高卖”获利外，依然有不少确定性较大的盈利模式，在“奶牛股”里淘金便是其中既简单又稳健的获利方式之一。

所谓“奶牛股”，简言之就是具有持续现金分红能力的上市公司。近年来，随着证券监管力度的不断加大，以及上市公司自身盈利能力的不断增强，沪深股市的“奶牛股”数量呈不断增多趋势。

以不久前结束的2012年年报披露工作为例，截至4月27日，仅沪市954家上市公司就有657家提出利润分配或资本公积金转增股本方案，其中拟进行现金分红的“奶牛股”就有647家，占比高达67.82%，比2011年的58.96%增加8.86个百分点，拟分配的现金红利总额占全体公司净利润总额的比例达28.16%。

除了与普通股票一样具有“做多”盈利模式外，“奶牛股”还有与众不同的“个性化”盈利模式，这就是通过持续较强的现金分红能力给投资者带来稳定可靠的投资收益。

打好“组合拳”

变“奶牛股”的潜在机会为实际盈利，关键在于打好“组合拳”。在操作层面，可从四个方面入手把握“奶牛股”的投资机会：

捕捉机会。这里的“机会”是指大的时间周期。一般而言，在单边大牛市，个股红火、板块轮涨情况下，总的投资策略应采取“重手做多”，可忽略现金分红因素；在单边下跌市，个股持续阴跌、板块轮番跳水情况下，总体而言应控制仓位，回避风险，同样没有必要过于在意“奶牛股”的投资机会。只有在持续震荡、箱体运行的特殊市况下，在踏准进出节奏、确保高抛低吸的同时，才有必要抓住“奶牛股”的机会，参与“奶牛股”的操作。当然，若能在大盘和个股单边运行的市况下，既能把握机会、控制风险，又能利用“奶牛股”的机会扩大盈利，减少风险，则另当别论。

精选品种。虽然在全部上市公司中，拟进行现金分红的“奶牛股”占比超过六成，但仍有接近四成的公司未能进行现金分红。而且，在进行现金分红的“奶牛股”中，分红比例有高有低、参差不齐。所以，精选品种十分关键。“奶牛股”的选择方法主要有两种：一是“看过去”。不少“奶牛股”业绩稳定、持续盈利，且每年分红有一定的规律性。对于此类“奶牛股”，可通过查看以往分红预案和实际分红记录，“推算”出在接下来的时间里有无可能进行现金分红，以及现金分红的大概比例。

二是“看公告”。对于一些随意性较大，没有规律可寻的公司，可根据已经作出的现金分红公告，在公告发布之后、正式实施之前择机买入，等待分红。值得注意的是，业绩好坏与分红多少往往没有必然的联系。一些业绩好、收益高的公司，多数投资者认为应该有良好的现金分红，实际上非常抠门。相反，一些业绩一般、收益不高的公司，多数投资者认为不会有良好的现金分红，实际上却非常大方。因此，分析研判一家公司有无高分红，不仅要看业绩，更要看公告。

踏准节奏。虽然从多数投资者的操作动机看，买入“奶牛股”的目的主要是参与现金分红，但实际上股价涨跌对于市值波动乃至参与现金分红的信心影响较大。因此，在参与“奶牛股”操作中，除了关注分红方案外，还须踏准操作节奏，尽可能在股价超跌、调整到位、开始起涨时逢低买入，不要在股价已经大涨、即将见顶时追入，确保在股价上涨的同时，参与“奶牛股”的现金分红。只有这样，才能增加“两头盈利”的概率，防止出现增加现金红利，但亏掉股票市值这样的窘境。

灵活取舍。参与“奶牛股”操作，特别是在买入“奶牛股”之后，一般有两种目的，一是利用“奶牛股”的题材效应赚取差价——并不实际参与现金分红，主要通过分红前、题材尚未兑现之时股价大涨机会进行低买高卖，赚取差价获利；二是利用“奶牛股”的现金分红获得回报。实际操作中，无论是赚取差价，还是获得红利，都须从各自实际出发，进行灵活取舍，不宜千篇一律。此外，在必要情况下，除了以上两种方式外，还可视情况进行“还原交易”——相对之前的交易进行的反向、还原操作。但“还原交易”有个前提，只有当之前卖出的股票出现一定程度的下跌，时价又比当时卖出价低，出现了正差接回机会时，才可进行“还原交易”——择机买入原卖出的股票。

获利三注意

操作“奶牛股”时，还有一些容易忽略的问题须引起充分注意。首先，要结合技术走势。重点是要防止买入股价涨幅巨大、主力获利丰厚、存在大跌风险的“奶牛股”。投资者在买入“奶牛股”时，不仅要看“奶水”足不足，而且要看“牛价”高不高。

其次，要选择长线投资。在操作周期长短上，鉴于“少缴税、多获利”考虑，原则上要以长线投资为主，这是操作“奶牛股”时有别于其它股票的一大特点。在长线投资的基础上，对于有短线操作能力的投资者来说，可适当穿插短线操作，但须注意短线参与现金分红对最终结果的影响。因为，不久前出台的股息红利税差别化征收新政，将原来的不论持股时间长短统一进行固定式征税，改为按照持股时间长短进行差别化征税（持股超过1年税负为5%，1个月至1年税负为10%，1个月以内税负为20%），这一规定显然对持股时间长的投资者较为有利。所以，只有充分顾及短线操作因“多缴税”对实际收益带来的影响，才能最大程度地防止出现“少获利、多缴税”的尴尬。

再者，要考虑除权因素。即使已充分考虑到股息红利税差别化征收对短线操作带来的影响，也还要考虑除权因素，否则就有可能“入不敷出”，导致得不偿失。由于现行的除权制度设计是按税前红利除权，不仅到手的红利要进行除权处理，而且缴纳的税收同样要进行除权处理，所以在参与“奶牛股”操作前，须充分考虑股价的除权因素，必要时可放弃参与现金分红。即使对于一些寄希望于股价上涨、填权获利的投资者来说，同样没有必要参与“奶牛股”的现金分红，完全可以选择在除权前先卖出，除权后再买入。这样，在综合考虑现金分红和股价除权因素基础上，不参与“奶牛股”现金分红的收益反而会超过参与分红的收益。

弥补万福生科案导致的诚信缺失

□平顶山 兰波

众所周知，投资者投资上市公司，主要是投资上市公司的未来。诚信是证券市场健康发展的重要保证，笔者认为，万福生科案带给投资者的思考远不止那些惩处措施。

首先，应建立IPO财报检查质量评价机制。即通过什么样的有效办法，保障IPO发行当中的财务披露真实性和有效性。避免相关机构在接手IPO项目时，仅做数字的审核和平衡工作，而不做逻辑的推理和判断、风控边界的掌握和监测，不做风险因素的追根溯源调查。

其次，引入内部治理良好的中介机构，为IPO发行创造条件，提供有效保证。中介机构对IPO审计质量和效率如何，也与中介机构本身的内部治理完善性，有着密不可分的关系。中介机构中忽略内部治理，淡化树立诚信品牌，而只追求投行利润的做法，是难以保障IPO发行质量的。因此，IPO公司在聘请中介机构时，一定要把加强内部治理，经营中介机构诚信，作为主要引进标准。

第三，阻止新的诚信损失进一步蔓延。万福生科案影响的不仅是涉案的机构本身，更是影响到与其相关的各种利益相关体，尤其是投行涉及到正在保荐的项目。会计师事务所及律师事务所涵盖的业务合作单位，都有可能会因为万福生科案的发生，受到相应影响。

最后，做好积极整改，恢复投资者投资信心。万福生科案已告一段落，但潜存IPO公司的问题，尤其是暗含在上市公司中的内幕交易、虚假记载及欺诈上市等行为的规范和整顿，或许才刚刚开始，这需要中介机构做好积极整改。

其实，投资者了解万福生科案的处理过程，重要的是对目前的上市公司诚信状况进行梳理，对诚信信息进行核实，诚信经营得到推动，从而分享诚信IPO带来的投资回报。因此，建立一系列的IPO发行过程中的风险控制措施，将会对上市公司本身的发展带来积极意义，需要IPO公司在经营诚信过程中引起注意。

诚信是建立在以保护投资者利益为核心，以服务上市公司经营发展，有利于证券市场发展等角度进行，而不能以纯粹追求完成上市指标，并从中得到相应的保荐报酬为根本，要踏踏实实地做好上市公司的诚信经营活动，深入到上市公司诚信经营的方方面面，从而对上市公司的诚信情况，有更加深入全面系统的把握和了解。

值得关注的是，万福生科案是首例创业板公司涉嫌欺诈发行股票案。而在阻止新的违法违规事项发生的过程中，对于中介机构的诚信评价，应当以其在IPO发行过程中履职的正确行为作为重要参照。

上市公司的诚信疗伤，激励有时强于惩处。笔者认为，通过成立中介机构诚信协会，形成有效维护诚信的组织运作模式，加强对于中介机构诚信素质的提升，充分发挥其诚信运用空间，通过对中介机构进行诚信评级，从而推动不同中介机构正确履行诚信职责，从根本上解决上市公司的诚信危机问题。

■ 投资一得

熊市抄底如何“抄”

□沈阳 丁宁

在熊市进行价值投资，其实就是进行股票抄底。以笔者的经验来看，股票抄底需要注意以下三点。

首先，依据估值制定一个价格区间。所谓价值投资，其实就是低估值投资。但是由于估值方法各不相同，所以最终计算得出的抄底价格也可能有所不同。比如说一只股票，利用市盈率计算，抄底价格是12元；利用市净率计算，抄底价格是10.5元；而利用市销率计算，抄底价格则是11.8元。这时如果只采用一种估值方法，并“钉是钉铆是铆”的定死价格，就可能造成抄底失败而踏空。有鉴于此，价值投资最好制定价格区间。以上述假设中的股票为例，价格区间就应该定在10.5元至12元之间。而当股价开始跌入这个价格区间时，就可以开始准备抄底。这样一来，就避免了精确的错误，而实现了模糊的正确。

其次，就是使用技术均线辅佐买入。虽然从客观角度来说，技术分析多数时候与价值投资格格不入。但不得不承认，在多数股票下跌的时候，往往都会有一段恐慌情绪所造成的惯性杀跌。这时如果单纯的利用估值方法所计算出来的价格进行抄底，就像是徒手接一把快速下落的飞刀，很容易“割伤”自己，所以价值投资时不妨使用技术均线来辅佐买入。比如，当某只股票跌入到前文所提及的价格区间后，其实也并不着急买入。而是等到股价开始反弹，并突破诸如20日这样的短期均线后，再进行买入。这样一来，便可减少因为恐慌杀跌而造成的浮亏。并且由于是以突破短期均线来作为买入信号，所以即便遇到V型反转的股票，也同样可以顺利完成抄底，而不至于造成踏空。

再者，抄底投资时要看个股别看大盘。虽然在熊市里，上千只股票齐涨齐跌已经是一种非常常见的现象。但仅以大盘来决定个股，却仍显得不够科学。因为熊股即便是在大盘上涨时，其跟涨幅度也不大。并且只要大盘一进入滞涨期或整固期，熊股就会很快下跌。而牛股则刚好恰恰相反，即便大盘出现下跌，也经常能够上演独立行情。因此，抄底投资时，最好还是多看个股，而少看或别看大盘。尤其是以短期均线为抄底信号时，更是应该只看个股的均线走势，而忽略大盘的均线走势。

价值投资并不是技术投资，其追求的是在长期投资之后所实现的盈利。所以在抄底投资时，除非投资标的的业绩或行业发生本质改变，否则应尽量少用或不用止损操作。当然，价值投资更多的是考验持股心态而并非是估值方法。因此，上述三点因素或许只能减少浮亏，但却并不能改变价值投资里“主动买套”的事实。因此，在借鉴投资方法时，还是应该多根据自身情况进行考虑。