

■ 思考与建议 | Suggestion

## 警惕高管兼职死灰复燃

□太原 卫文省

始于2007年的上市公司治理专项活动卓有成效,极大地解决了上市公司,尤其是国有控股上市公司在人员、资产、财务、机构、业务等方面的独立性问题,上市公司治理水平得到极大改善,得到投资者的普遍认可。但近来,笔者通过媒体报道和与一些业内的朋友交流得知,目前个别地区的个别国有控股上市公司,在一些固有的独立性问题上(历史形成)尚未彻底解决的条件下,高管兼职问题又有死灰复燃的迹象,上市公司人员的独立性问题再次面临新的挑战。

首先是新任高管旧职不免试探监管底线。比如,有家国有控股上市公司在总经理离任的情况下,安排大股东集团公司的副总经理兼任上市公司总经理,并且召开了董事会进行了公告。我认为此举意在试探监管部门的监管底线,如果监管部门反应激烈,处罚严厉,大股东可能收回成命;如果监管部门因权限所限无法解决,则大股东完全以既成事实来抗衡,高管兼职的缺口自此闸门全开,国有控股上市公司人员方面的独立性逐步丧失,其他方面的独立性也会逐步在大股东的屡屡试探下被一一攻破。

其次,是罔顾监管权威利用换届强行突破。个别国有控股上市公司的大股东非常清楚监管部门对于国有控股上市公司的高管任免缺乏话语权,在明知高管不能兼职的情况下,依然利用董事会换届选举的便利条件,趁机安排大股东集团公司的副总经理兼任上市公司总经理。在这种情况下,如果监管部门缺乏明确的监管意见,其大股东是不会放弃自己的任职权力的,上市公司人员的独立性也同样会被无情地践踏。

此外,是利用种种借口打高管兼职的擦边球。比如,有家国有控股上市公司的新任副总经理兼任大股东集团公司的总经理助理,其大股东解释说总经理助理不属于高管;还有的上市公司总经理、副总经理担任集团副总经理,大股东解释说为了保留其级别和待遇问题,等等。但大股东集团公司的副总经理也好,总经理助理也好,与上市公司的总经理、副总经理如由一人兼任,同为经营层职务,显然不符合证监会公司字[1999]22号《关于上市公司总经理及高级管理人员不得在控股股东单位兼职的通知》,上市公司的总经理必须专职,总经理在集团等控股股东单位不得担任除董事以外的其他行政职务”的相关规定。

上市公司的独立性关乎上市公司存续的资格,关乎上市公司的形象,关乎上市公司治理水平的好坏,关乎投资者的合法权益能否得到有效维护,关乎上市公司自身的未来发展,关乎我国证券市场的基石是否牢固,关乎监管部门的监管权威,因此,必须警惕国有控股上市公司高管兼职现象死灰复燃。

启用“金鞋”机制  
解决新股发行顽疾

□长春 金融融

如果有新股破发但面积不大,我们可以将其解释为成熟市场的正常现象,但近一段时间,上市即破发的新股已过半数,再作如上解释难以服众。我认为制度上尚有缺欠,网下询价机构未能充分理性地参与询价,造成发行价过高,二级市场拒绝接受,是新股破发的主要原因。为改变这一状况,诸多人士已提出不少建议。现在,笔者借鉴新股发行曾使用过的绿鞋机制,提出一项有别于绿鞋机制的新股发行金鞋机制(以本人姓名为由而称),供大家探讨。

金鞋机制的内容是:现行询价报价的办法基本不变,但是在新股上市后5日内如果破发且股价低于发行价的1%,则由该承销商以低于发行价1%的价格全力买入,直至买入数量达到完全满足网下询价机构(这里指询价中有有效报价的网下询价机构,下同)未得到足额认购的那一部分新股数量为止,买入的时间以新股上市当日开始计算连续5个交易日为限。超过上述数量和时间,金鞋机制终止。如果承销商在该新股上市的5日内在二级市场买入的破发新股数量刚好达到网下询价机构未得到足额认购的那一部分数量,承销商则将该部分新股以发行价全部转配售给那些未能足额认购的网下询价机构,使之达到100%的认购;如果由于该新股在5个连续交易日内在二级市场破发的时间较短或抛售数量不足,承销商未能买足数量,承销商则已将买入的该部分破发新股以发行价按照询价时报价的高低顺序(即报价高者优先)全额配售)全部转配售给网下询价机构,网下中签的那部分新股予以扣除,不再重复配售。承销商以低于发行价的1%买入该股然后再以发行价转配售给询价机构,这里有1%的价差,价差部分应全部上缴投资者保护基金,承销商不得截留,而期间所耗费的精力和时间等成本则由承销商自负。

这样做,网下询价机构对新股的认购要求可以得到进一步甚至是完全的“满足”,而承销商在这一过程中又需要自负一部分费用、精力和时间等成本,从而迫使他们更加认真地对待新股询价,有效地提高新股的询价质量。

启用金鞋机制,承销商和发行人应在相关的发行询价公告中明示:凡是参与该新股询价报价的机构,均视为自动承诺“如果该新股上市破发将同意以发行价继续从承销商处认购该承销商从二级市场买入的破发新股直至足额认购,并在该新股上市后10日内付清全部款项,否则视为违约,承担违约责任”。同时,承销商需在该新股上市后10日内完成该破发新股的转配售交割,否则也视为违约,需承担违约责任。

■ 巴菲特财报分析密码

□刘建位

金融企业利润表单列利息收入和利息支出,一般的非金融企业只单列财务费用。

财务费用是指企业为筹集生产经营所需资金等而发生的筹资费用,包括利息支出、汇兑损益以及相关的手续费、企业发生的现金折扣或收到的现金折扣等。一般说来,非金融企业的财务费用中金额最大、最重要的是利息支出。除了银行等金融企业利息收入高于利息支出外,一般企业,包括制造企业 and 零售企业,利息支出都会远远大于利息收入。尽管非金融企业报表中不单列利息支出,但利息支出的具体发生金额可以在财务费用的附注中查到。

巴菲特分析利息支出的指标——利润保障倍数

在利润表中,财务费用之所以单独列出,是因为财务费用与公司的生产销售没有直接联系。利息支出是公司以银行贷款为主的有息负债在当季或年度

■ 上海证券交易所投资者教育专栏——蓝色梦想

## 第七集 权证:你真的了解吗?(下篇)

一只权证的名称包含着丰富的信息。一般而言,其命名遵循以下规则:沪市认购权证简称为B,意为Buy warrant;深市认购权证则用字母C表示,意味Call warrant;沪、深两市的认沽权证都用字母P表示,意为Put warrant。以“宝钢JTB1”为例,“宝钢”代表发行人是宝钢集团,“JT”就是“集团”的拼音首字母,“B”代表持有人拥有未来“买入”的权利,“1”代表第1只权证。其名称的含义就是:宝钢集团发行的第一只认购权证。同理,“武钢JTP1”就是武钢集团发行的第一只认沽权证。而“马钢CWBI”中包含的“CW”字样,是公司权证Company warrant的意思,是上市公司发行的、用于融资的公司权证。

此外,投资者还应正确掌握价内权证和价外权证的概念,正确理解权证行权比例条款。所谓价内权证是指权证行权价格低于标的证券交易价格或标的证券结算价格的认购权证,或者行权价格高于标的证券交易价格或标的证券结算价格的认沽权证。反之则为价外权证。

东海证券有限责任公司副总裁——朱俊峰:  
权证是否位于“价内”,是投资者必须时刻关注的问题,它决定投资者是否具有通过行权来获取利益,决定着其持有的权证是否“废纸”一张。

举个例子,某只认购权证本身的价格是1元,行权的价格是4元,这就意味着,投资者通过购买这个权证再进行行权获取标的股票的成本就是5元(1+4=5)。如果此时标的股票价格高于5元,比如说6元,那么持有这个权证的投资者就

■ 股民之声 | Voice

## 基金经理选聘应看实际能力

□保定 陆向东

日前,基金一季报已披露完毕,据统计,61家基金公司旗下824只基金一季度合计亏损达358.53亿元,由此让笔者联想到不久前公司的几份基金经理选聘启事。基金公司选聘基金经理一律要求拥有硕士以上学历,年龄在三十二岁或三十五岁以下。看来究竟该选择什么样的人来担任基金经理,这一问题仍困扰着已经逐步发展壮大的基金业。

本人认为,基金经理是否称职,与其学历高低、年龄大小并无必然联系,关键在于是否具备超越常人的悟性和丰富的投资经验,进而能为基金公司和基民带来高额回报。现实中,基金尤其是股票基金一再重复在市场高位增仓、在市场低位杀跌的严重错误,更证明了基金公

司所支付的利息。公司银行贷款等有息负债越多,需支付的利息相应就越多。

公司支付利息的主要资金来源是息税前利润(利息以及所得税前的盈利,等于利润加利息费用)。因此,财务分析上经常用息税前利润除以利息支出得出的利息保障倍数来衡量公司的长期偿债能力。

利息保障倍数至少应大于1,倍数越高,企业长期偿债能力越强。如果利息保障倍数过低,表明企业偿债的安全性与稳定性有较大风险。

为了考察企业偿付利息能力的稳定性,一般应计算5年或5年以上的利息保障倍数。为保守起见,应选择过去5年中最低的利息保障倍数作为基本的利息偿付能力指标。

毫无疑问,巴菲特非常青睐那些利息支出占息税前利润的比率很低因而利息保障倍数很高的企业,因为巴菲特非常喜欢低负债甚至零负债的公司,非常讨厌高负债公司。

有利可图,就可以通过行权获得1元的差价(6-5=1),这就是投资者的利润,也表明权证处在“价内”状态;反之,如果标的股票的价格低于5元,投资者就没有必要进行行权,这个权证就处于“价外”状态,就是废纸一张。

值得注意的是,在考虑权证买入成本的情况下,投资者还需要理解盈亏平衡点的概念。对于认购权证而言,投资者行权时真正的盈亏平衡点价格要高于行权价格。具体公式为:盈亏平衡点价格(认购权证)=权证行权价格+权证买入价格/权证行权比例数值。只有当标的证券价格高于这一盈亏平衡点时,权证行权所获得的收益才能弥补权证买入的成本,并获得正的收益。同理,在考虑权证买入成本的情况下,认沽权证投资者行权时真正的盈亏平衡点价格要低于行权价格。具体公式为:盈亏平衡点价格(认沽权证)=权证行权价格-权证买入价格/权证行权比例数值。只有当标的证券价格低于盈亏平衡点时,权证行权所获得的收益才能弥补权证买入的成本,并获得正的收益。这里,行权比例是指一份权证可以购买或出售的标的证券的数量。

中信证券有限责任公司首席分析师——钱向劲:  
决定权证价格的因素有很多,比如标的证券的价格。由于权证是以标的证券为基础而产生的衍生产品,标的证券价格也就成了确定权证发行价格及其交易价格走势的最主要因素。在其他条件不变的情况下,标的证券价格越高,意味着认购权证持有者执行权证所获收益越大,但对认沽而言,收益则越小。此外,权证行权价格、权证剩余期限、标的证券价格波动性、无风险利率等也是影响权证价格的主要因素。

司不重视实际能力和经验,只追求高学历做法的极度荒唐。目前开立了证券投资账户的人已经超过亿,这里面既有与A股市场一同成长起来的老手,更不乏近年来涌现出来的后起之秀,甚至还有下岗职工锻炼成长的投资高手。这些人可能并非名牌大学出身,也没有高学历,却有着极为丰富的实战经验,而且更懂得珍惜来之不易的就业机会,如果能够获得参与竞聘并成功,必将具备极高的职业忠诚度。所以,只要基金公司转变观念,变革基金经理产生的途径和方法,相信优秀的投资人才就会源源不断涌现出来。

首先,应制定科学规范的基金经理选聘录用标准。该标准应将应聘者的市场预测与分析能力和控制风险能力,以及对相关知识的掌握程度作为考察重点,而不要计较学历高低、年龄

1992年巴菲特再次在伯克希尔年报中阐述了他15年前就阐述过的投资策略:我们的股票投资策略与以往我们在1977年的年报中谈到的没有什么变化。我们挑选可流通证券与评估一家要完全收购的公司,标准几乎完全相同。而从1982年起,巴菲特就在致股东的信中多次公开声明他想要收购企业的基本标准,其中就有“公司在仅仅使用少量负债或零负债情况下良好的权益收益率水平”。

巴菲特在1987年致股东的信中用数据证明,越是好公司,越不需要借债:在1977年到1986年间,1000家公司(600家最大的制造公司和500家最大的服务公司)中只有25家能够达到优异业绩的双重标准:过去10年平均净资产收益率超过20%,而且没有一年低于15%。这些超级明星企业同时也是股票市场中的超级明星,过去10年这25家公司中有24家公司的股票表现超越标准普尔500指数。这些财富杂志盈利冠军企业有两个共同特点,可能会让你大吃一惊:第一,其中大多数公司的负债水平相对于其利息支付能力来说极低。真正的

好企业常常并不需要借债……”  
巴菲特青睐的盈利冠军企业负债很低,反映在资产负债表中就是资产负债率很低,反映在利润表上就是利息保障倍数很高。

巴菲特分析利息支出的标准——低于息税前利润的15%

巴菲特的前10大重仓股市值占整个组合的94%,2010年度这10家公司利息支出占息税前利润的比例是:可口可乐16倍,富国银行5倍,美国运通4倍,宝洁17倍,卡夫2.7倍,强生38倍,沃尔玛12倍,WESCO金融182倍,康菲石油18倍,美国银行4倍。

我们可以总结出巴菲特的一个选股标准:青睐那些具有持续竞争优势的公司,非金融企业的利息保障倍数一般高于7倍。

相反,如果利息费用占息税前利润的比例过去几年一直很高,如高于30%以上,表明这家公司业务竞争激烈,属于资本密集型行业,要想维持和扩大竞争优势,就必须追加投资。而巨大的投资金额只靠公司自身盈利形成的资金

■ 读者话题 | Communication

大摆乌龙  
年报公信力受质疑

□济南 李允峰

2010年度年报披露已临近收官,不过眼下不少上市公司却仍在忙着一件事儿——给自己的年报“补丁”,以更正确信息。与以往相比,2010年上市公司年报“乌龙事件”出现得更多、更离奇,其中包括漏计量单位、漏小数点、漏会计师意见、限售股比例出错等等,甚至将公司董事长名字也敢写错,真是五花八门,无奇不有。在众多乌龙年报中,茅台股份荣登榜首。数据显示,该公司年报乌龙事件平均3年一次,累计出错60余处。

乌龙年报对上市公司影响不大,但对投资者伤害却不

■ 友情提示 | Reminder

## 随时做好仓位控制

□邵阳 文兴

现在距离五一假期仅剩两个交易日,多数股民一如以往,在“持股过节”还是“持币过节”的问题上纠结。笔者的观点是,与其每临长假忧心于此,不妨在平时的时候就做好仓位控制并严格执行纪律。事实上,此轮反弹中股民之所以亏多盈少,之所以炒股历来“七亏二平一盈”,究其根源便在于控制仓位,并严格执行操作纪律。

控制仓位注意三点

笔者认为,股民规避风险的最有效途径就是仓位控制。特别是在震荡市中,只有重视并提高自身的仓位控制水平,才能有效控制风险,一方面防止亏损进一步扩大,同时争取把握时机反败为胜。在目前的市场中,股民在仓位控制上要

做到三点:

一是注意持仓比例。在震荡市中,股民需要对持仓比例进行适当压缩,特别是一些仓位较重甚至满仓的股民,应尽量借反弹调整仓位的前提下,仓位过重很容易招致套牢,进而对投资者构成较大的心理压力,致使实际操作频频失误。对于部分浅套且后市上升空间不大的个股,股民要有勇气果断斩仓。只有保持充足的备用资金,才能在震荡市中应变自如。

二是注意仓位结构。由于市场热点总在变换,因此借市场调整时对所持股票进行留强汰弱。具体做法是:将一些股性不活、盘子较大、缺乏题材和想象空间的个股逢高卖出,选择

积累远远不够,还需要从银行进行大量融资。

巴菲特选择的具有长期竞争优势的可口可乐、宝洁等公司用于利息支出的费用低于息税前利润的10%。相比之下,通用汽车、固特异公司这种过度竞争和资本密集型的企业每年不得不将其营业利润的一半左右用于支付债务利息。

但是,我们要清楚,不同行业利息保障倍数水平相差很大,金融企业要比非金融企业高很多,因此个股应该与行业平均水平相比。例如富国银行和全球第三发卡公司美国运通,两公司分别将其息税前利润的22%和24%用于支付利息,和可口可乐及宝洁相比,这一比例高出很多。但是苹果只能和苹果比,事实上在美国前五大银行中,富国银行的利息保障倍数是最高的。

巴菲特只选择利息保障倍数很高的公司,其原因在于:在任何行业,只有那些具有持续竞争优势的优秀公司,才能长期保持超越同行的超额盈利能力,资产负债率很低,财务状况非常稳健。

小,你那里弄错一个小数点,投资者却要虚惊一场。不仅如此,一些看似笑话的乌龙事件严重降低了年报的严肃性,年报的公信力也因此受到市场质疑。本人认为,监管层应该采取措施,遏制年报乌龙现象的蔓延。

要保证年报的真实性和准确性,避免乌龙年报大量出现,笔者以为,首先要加强上市公司年报工作人员的责任意识,提高其职业道德修养和业务素质,把年报质量责任落实到人;其次要督促上市公司建立完善的内部管理机制,并辅以严格的惩罚措施,不能让年报错了就错了,应该对屡次出错的上市公司给予警告和处罚。

一些有新庄建仓、业绩增长强劲、未来有可能演化成主流的板块成长股进行逢低吸纳。保持具有竞争力的仓位结构是决定投资者未来能否反败为胜或跑赢大势的关键因素。

三是注意仓位程度。也就是说,股民可根据自身资金实力进行分散投资,倘若是从投资价值角度选择的个股,可进行长期战略性买入,同时将资金分散至不同的潜力板块中。

执行纪律持之以恒

炒股盈利凭的是三分技术,七分纪律。严格执行操作纪律对于股民来说至关重要。巴菲特不止一次地告诫股民,应该严格执行止损止盈的操作纪律,因为这是盈利的前提条件。

笔者发现,但凡在炒股过程中始终保持良好成绩的股民都深谙止损之道。在此轮反弹中,重仓包钢稀土致盈利翻番的股民伍先生的获利秘诀便是适时止损。在他看来,对于在投资市场摸爬滚打的人来说,止损是一个相当重要的纪律,特别是在跌宕起伏的市场中,止损就是资金的一道“保险阀”,其最大的好处便是可以

把亏损控制在最小限度内,从而有效地保存资金实力,以备来日再战。投资决定的失误往往在所难免,但如果不及时纠正这个错误,就会让自己遭遇致命的危险。而所谓纪律,是股民为自己制定的法则,无论身处低迷还是繁荣的市场,严格遵守纪律都能够起到控制风险、把握收益的作用,即纪律的根本在于严格的执行,并且持之以恒地坚持。