

■ 思考与建议

上市公司信披“短板”应标本兼治

□连云港 吴学安

近期多家上市公司频频爆出实际控制人或董监高“出事”,被调查、协助调查、双规等负面消息在证券市场此起彼伏。面对如此之多的高层人事方面的“黑天鹅事件”,相关上市公司在信息披露上顿时凸显出三大“短板”:披露时效明显滞后,披露内容语焉不详,事件影响分析过于简单。

今年以来,多家上市公司实际控制人或董监高牵涉刑事犯罪、严重违法,受到警方或纪检部门调查、立案调查或双规。但這些上市公司高层的违法违纪的具体细节及其对上市公司影响,大部分都未在上市公司公告中进行详细披露。

股市本质上是信息市场。信息通过影响预期而左右投资者的投资行为,预期的意义在于形成对公司未来价值和不确定性的认识。然而,面对公司高层涉案被调查等“黑天鹅事件”,相关上市公司不约而同地极力撇清被调查人员与公司之间的关系,均称涉案仅停留在个人层面,反复强调公司经营运作规范化系统化,对公司经营不造成影响,甚至坚称涉案高层未参与公司经营活动。

长期以来,国内A股上市公司信息披露过程中存在信息披露不真实、不充分、不完整、不及时等痼疾,尤其是不及时更为内幕交易埋下了隐患。尽管目前我国资本市场已经发生了深刻的变化,在市场和政府的共同推动下,一整套相对规范的法律制度和监管体系已经建立起来。但是,就A股市场的信息披露而言,在形成有效机制方面还未有实质性的突破。机构联手上市公司利用内幕信息操纵股价与套利的行为,上市公司制造虚假信息粉饰业绩的行为,一直没有得到很好的遏制。这样一个看似简单的道理,在A股市场发展20多年后,依然是一个没能真正解决的难题。

A股上市公司信息披露机制存在的弊病,其问题根源在于公司治理和外部监管的失效。一方面,从制度建设来看,国内上市公司信息披露制度的确是在逐年完善,监管部门着手比照成熟市场的做法,制定出了一整套加强信息披露的规则、规章和法律制度。证监会今年还将对部分上市公司做出披露社会责任报告和企业内控报告的特别规定。但制度框架搭好了不等于能运作好。从上市公司内部自律机制方面看,实际运作的效果可以用“貌合神离”来形容。另一方面,从外部监督机制来看,监管层对信息披露的违规、违法行为反应滞后,也是信息披露机制不能形成有

效约束的重要原因。执法不严,没有实际的惩戒、责罚,再完善的法律体系也是枉然。

著名经济学家吴敬琏曾指出,在维护市场公平、消除信息不对称性方面,我国资本市场存在着严重的缺陷,离现代市场经济的要求有很大的距离。对股票投资者而言,预期的价值不但取决于信息本身的真实与否,还与获取信息的时间有关,经济学理论中将交易双方掌握信息的程度和时间上的不对称称为“信息不对称性”。由于制度成本、监管成本的存在,现实生活中,信息不对称性就像物体在空气中运动一样,摩擦是永恒存在的。因此,通过严明、公正的交易规则来消除信息优势方通过不正当手段获取高额利润,是股票市场发挥资源优化配置作用的前提。相关上市公司在面对董监高“黑天鹅事件”时,是否能够做到在第一时间公布信息,不但有关上市公司信息披露是否符合法律规定问题,而且还是一个有关市场公平与投资者正当权益保护的重要市场命题。

随着市场条件的逐步成熟,逐步扩大至所有的信息披露事项无疑是顺应A股市场发展的重大举措。然而,如何保障上市公司信披质量,并切实维护投资者的切身利益至关重要,因此有必要采取一系列有针对性的措施。

一方面要建立安全稳定高效的技术系统,完善并公开监管标准和流程。在建设信息披露电子化系统,推进建设与之相配套信披管理流程系统的同时,必须全面清理并公开信息披露业务规则。如上交所已制定并发布《上市公司信息披露公告类别索引》、《上市公司临时公告格式指引》、《上市公司信息披露业务手册》、《信息披露常见问题》和《信息披露电子化报送操作指南》。强化对上市公司信息披露的监管非常必要,对于上市公司不及时或有意推迟发布相关信息的,监管部门应给予严厉处罚;而对于监管不力者,则同样需要建立监督约束机制。

另一方面,要进一步强化事后监管机制。在大幅减少事前形式审核,集中并整合现有监管资源,将工作重点转向对违规行为的事后监管尤为重要。为提高信披及时性和市场效率,还应考虑推进早、中、晚乃至交易时段的实时披露。同时,监管部门还应着手建立客观、公正的信息披露评价体系,探索实施分类监管,促使上市公司依法合规地履行信息披露义务。对于直通车过程中可能出现的信息披露违规行为,应将区分上市公司的工作失误与恶意违规行为予以及时处理。



“黑天鹅事件”凸显制度不足

□济南 李允峰

投资者遭遇上市公司“黑天鹅事件”,在国内资本市场早不是什么新鲜事,而且这种“黑天鹅”从以往的年报、半年报发布,已经延伸到平时的信息披露中。频繁发生的“黑天鹅事件”其实暴露了A股市场的制度短板,那就是退市制度的不严格,信息违规披露惩戒机制不完善。

上市公司最怕什么处罚?不是行政处罚,也不是罚款,更不是警告,而是退市。A股市场最需要的就是严格退市制度,退市制度不严格对A股市场的伤害太大,市场一旦充斥着大量劣质公司,这些公司在信息披露和生产经营中存在巨大缺陷。如果无法强制退市,就必然大大降低市场的投资价值,从而损害投资者利益。

笔者认为,国内市场可以借鉴美国纳斯达克市场的做法,把那些信息披露不规

范和严重侵害投资者利益的公司赶出证券市场。只有让垃圾公司挂牌到三板市场,三板市场的优秀公司来主板上市,如此才可以改变对“黑天鹅事件”频繁发生,却苦于找不到解决办法的局面。退市后的公司不会直接判处死刑,其他股东可以通过交易来降低股票退市成本,也为公司整改好后重新上市留下希望和机会。这种做法的最大好处,是A股市场的投资价值会大大提升,投资者对“黑天鹅事件”的恐惧也会减少。

再看看信息披露违规的成本。对于虚假信息责任人30万元、公司60万元的处罚上限实在太低。相对于公司股票价格的几个连续涨停板来说,如此低的罚款根本不会对上市公司构成实际压力。

上市公司对人对法律规

则采取的是“含糊则用之,不合则弃之”的实用主义态度。再分析更具体一些的原因,《证券法》和《公司法》的一些规

定明显偏向上市公司,投资者遭遇损失之后的利益和权力很难得到保障,在诉讼机制设置上也不尽合理。这些都是导致上市公司信息披露违规现象普遍存在的客观原因。如果这些问题不能得到改善,要有效地治理上市公司信息披露,提高监管的权威性和信息披露的严肃性,显然非常困难。

当然,在退市制度改革前,监管部门可以借鉴香港市场的做法,提高惩罚力度。香港证监会与交易所对洪良国际造假案的查处,不仅责成洪良国际以回购股份的形式赔偿投资者损失,并拟取消其上市资格。而且作为保荐机构的兆丰资本(亚洲)有限公司,被撤销牌照并罚款4200万港元。内地证券市场缺乏的恰恰就是这种具有震慑力的处罚措施,在打击虚假信息和治理信息披露问题上,内地市场应该好好学习 and 借鉴香港证监会的做法。

■ 不妨一试

识别典型特征 五招巧避业绩“变脸”

□杭州 郑秀田

上市公司业绩变脸主要是指公司最新发布的业绩预告或业绩数据,与前期的业绩预告或历史的业绩数据发生重大变化,包括盈利或亏损在“量”上发生大增或大减,在“质”上由亏损转盈利和盈利变亏损等情形。由于价格变动是对各类市场信息的反应,当反映过去盈利状况和展现未来盈利趋势的重要业绩数据公布时,往往带来股价的剧烈波动,并影响投资者的盈亏。

投资者为了更好地规避业绩变脸而引发的亏损,需要分析引起业绩变脸的原因和识别这类公司普遍具有的典型特征。引起业绩变脸的原因大致可归为三类。

一是客观上的原因。上市公司的经营是面向未来的,未来业绩的好坏与宏观经济环境、行业竞争状况、下游产品市场需求、上游原材料等要素供给价格等密切相关。由于这些客观存在的因素本身就是动态变化的,因此必然会引起上市公司业绩相应的变动。此外,一些公司业绩可能也会偶然遭遇天灾等不可抗力因素而发生大幅下滑,但由于这类事件在发生时一般都能得到及时公布,因此在公司披露或修正业绩数据时,该原因导致的业绩下滑很少会引起投资者的不满。

二是管理者对业绩的预测能力不足。由于一些上市公司管理者对公司经营和业绩变动的认知不足和预测能力不强,导致发布的业绩预告准确性很差。处于高科技行业、周期性行业的公司,新股、次新股等上市时间不长的公司,受政府调控政策影响大的公司,其业绩波动性一般偏大,预测难度也较高,因此发生最新业绩数据与预告数据发生差异的概率会更大。

三是人为有意操控带来的业绩变脸。这种情况常常出现在新股和次新股的上市公司中,如为了达到上市标准或高价发行,一些公司管理层伙同证券公司等中介机构隐瞒真实信息,粉饰财务报表。于是在公司上市之后,业绩大幅下滑就成为必然。这类业绩变脸的情况最不应该发生时却常发生,这有待于证券监管部

■ 投资一得

逆向投资的时机选择

□沈阳 丁宁

很多股民都知道“别人贪婪时恐惧,别人恐惧时贪婪”这一股市准则。同时也都知道这句话其实就是逆向投资的精髓。但是,逆向投资并不是永远都要反向操作。因为只有在股市处于疯狂或绝望的时候,反向操作的逆向投资才能让投资者受益。

1929年,美国股市遭受灭顶之灾的前夕。美国总统肯尼迪的父亲在街上擦皮鞋,给他擦鞋的小孩一边干活一边和他谈论华尔街的股市。肯尼迪的父亲此时马上就意识到,疯狂的股市已经到非常危险的境地。因为连一个擦皮鞋的小孩都知道买股票能赚钱。于是他回家后果断地卖出所有股票,肯尼迪家族也因此逃过了重大劫难。肯尼迪父亲的卖股行为,也成为了逆向投资理论当中最经典的案例之一。

细致分析上述经典案例之后,可以发现,虽然逆向投资是与羊群效应相对应的投资准则,但是逆向投资却并不是永远都要反向操作。客观来说,逆向投资其实只是在股市处于疯狂或绝望的时候,反向操作。否则,在A股这种熊长牛短的股市里,很难获得理想的投资收益。

以彼得·林奇的“鸡尾酒会理论”为例。第一阶段,鸡尾酒会的所有客人都对牙医而不是彼得·林奇这个基金经理感兴趣时,往往是股市低迷或刚刚启动的阶段,此时是逆向投资理论当中最适合买入股票

的时机;第二阶段,当人们门严厉打击。此外,一些上市公司的控股股东或管理层出于自身利益的考量,通过合法的盈余管理甚至非法的虚增利润等手段,提供不切实际的财务数据,也是引起业绩变脸的因素。

出于获得盈利或规避亏损的考虑,投资者在股票买卖时需要总结经验教训,以尽量避免踩到业绩变脸的地雷。

第一,由于时间和精力的有限性,投资者也可以长期跟踪某类行业或若干只股票,而不是面面俱到。比如同行业中的某只股票发布了业绩大幅修正的消息,那么投资者就可以查看该公司发生业绩修正的各种原因,并分析和判断宏观、行业、政府政策上的原因,是否也会影响到该行业其他公司的业绩。

第二,投资者需关注新股和次新股的股东或管理层减持行为。比如当大股东或管理层出现减持套现行为,那么在该行为的前一段时期,公司所发布的预告业绩就有被虚高的可能。在套现完成之后,公司业绩一般会重新回到或低于正常水平,并最终在下一阶段的业绩公布或预告时表现为业绩变脸。

第三,投资者在选股时还可以重点关注交叉上市的公司。由于财务等资料信息受两个或两个以上境外证券交易和当地的证券监管部门监控,因此交叉上市公司在进行业绩预告时会更为谨慎,所发布的业绩预告准确性预期会更高,而且发生人为操控因素导致绩效变脸的可能性会

更低。第四,投资者也可以考虑将声誉卓越的券商推荐的股票,由知名中介服务机构提供鉴证业务的股票或者稳健型QFII、社保基金等机构投资者新近买入的股票等纳入到选股范围。

第五,投资者还需认识到上市时间不长的新股或次新股公司,处于高科技行业或周期性行业的公司,受政府调控政策影响较大的公司等发生业绩大幅波动的可能性本身就偏高。此外,由于业绩数据是财务数据,因此投资者学习和掌握一定的财务分析技能也是必要的。

■ 读者话题

放开贷款利率管制的短期影响有限

□力帆控股总裁 胡定核

央行全面放开贷款利率管制后,金融机构与客户协商定价的空间将进一步扩大,有利于促进金融机构采取差异化的定价策略,降低企业融资成本;有利于金融机构不断提高自主定价能力,转变经营模式,提升服务水平,加大对企业、居民的金融支持力度;有利于优化金融资源配置,更好地发挥金融支持实体经济的作用,更有力地支持经济结构调整和产业转型升级。

但笔者认为,本次央行放开贷款利率,从短期而言其影响有限。一是存款利率并没有放开。对于利率市场化而言,开放存款利率

是最重要、最关键的步骤,而目前央行依然坚守利率市场化的底线,这就锁定了银行的资金成本。

二是商业银行盈利模式一时难以调整。当前中国商业银行存在严重的同质现象,其盈利主要来源于利息收入,这决定了其经营模式具有刚性,即短期内难以实现调整。

三是目前市场资金流动性偏紧。对于正在经历“钱荒”的中国而言,资金仍比较紧缺,银行没有理由降低放贷利率。

四是优惠贷款占比较小。在本次贷款利率放开之前,银行实际贷款利率低于基准利率只约占总量的11%,而较基准利率下浮30%的

优惠贷款占比极小。

五是中小企业融资仍然艰难。当前银行对贷款资质考核标准没有改变,依然是按照企业的体质属性及企业的体量。这或许对国企和大型企业是利好消息,但对小微企业来说,依然无法解决当前的困境。

正是因为短期影响有限,政策实施的负面影响可以被逐渐消化,这也表明政府选择了一个比较适宜的改革时机。

改革开放30多年来,由“计划经济”向“市场经济”的转变中,笔者认为,中国经济经历了1988年物价放开和1993年明晰产权制度的两个里程碑式的重大改革,对

我国经济的发展产生了深远的影响。本次贷款利率的放开,虽然短期内对市场影响有限,但其政策意义深远,释放改革红利,在利率市场化改革的道路上又迈出了的一大步,中国金融市场的运行将向市场经济模式转变。

在我国过去的改革中,经济体制的改革主要有两个标志性事件:一是放开物价;二是放开产权,允许民营资本进入竞争性领域。金融领域的市场化改革也会走这样一个路线,首先放开资金价格,也就是利率市场化;其次允许民营资本进入银行业,取消金融管制,放开金融领域内的“产权”,打破现有银行业的垄断。

我国经济的发展产生了深远的影响。本次贷款利率的放开,虽然短期内对市场影响有限,但其政策意义深远,释放改革红利,在利率市场化改革的道路上又迈出了的一大步,中国金融市场的运行将向市场经济模式转变。

此外,促进房地产市场平稳健康发展”被置于“积极稳妥推进以人为本的新型城镇化”之后,笔者认为,这可能表明下半年新型城镇化的推进将有利于房地产市场的平稳。

而当前房地产市场最大的发展隐患是在诸多三、四线城市,存在严重的供给过剩,新型城镇化的发展重点是中小城市,因此政府也会出台一系列政策来提高中小城市对人口的吸引能力,如启动新一轮设市工作,提高中小城市的行政管理权利;扶持中小城市率先实现基本公共服务均等化;采取有效措施吸引大城市中心城区人口和产业向中小城市扩散等。这都有利于增强中小城市的人口承载能力,中小

这次利率改革在金融领域内的影响,堪比1998年的物价闯关,中央政府吸取了以前改革的经验教训,避免类似物价闯关带来的不利影响,由此就不难理解此次对存款利率市场改革采取审慎态度了。因为存款利率对市场影响更为广泛,同时还需要存款保险制度、金融监管以及金融机构风险的处置制度等配套,目前这些制度还有待完善。

这次虽然没有同时放开存款利率,实际上已经开启了资金价格改革的大门,接下来有可能会将存款利率进一步放开,民营资本日思夜想打破垄断进入银行业的梦想将指日可待。

这次利率改革在金融领域内的影响,堪比1998年的物价闯关,中央政府吸取了以前改革的经验教训,避免类似物价闯关带来的不利影响,由此就不难理解此次对存款利率市场改革采取审慎态度了。因为存款利率对市场影响更为广泛,同时还需要存款保险制度、金融监管以及金融机构风险的处置制度等配套,目前这些制度还有待完善。

这次虽然没有同时放开存款利率,实际上已经开启了资金价格改革的大门,接下来有可能会将存款利率进一步放开,民营资本日思夜想打破垄断进入银行业的梦想将指日可待。

□北京 陈伟

中共中央政治局近日召开会议,要求积极释放有效需求,推动居民消费升级,保持合理投资增长,积极稳妥推进以人为核心的新型城镇化,促进房地产市场平稳健康发展。笔者认为,在行政化房地产调控措施逐渐退出之际,中央将加快建立有利于房地产市场平稳增长的长效机制。

自今年3月新国五条房地产调控措施出台以来,目前房价过快上涨的势头已经有所减弱,如国家统计局发布的6月全国70个大中城市住宅销售价格环比增长落到0.8%,房价环比上涨的城市个数也在减少,从3月68个回落到63个,环比下降的城市个数则在增多,从3月的1个上升至5个。而考虑到上半年驱动房价上涨的流动性增速

还将逐步放缓,房价下半年涨幅也很可能继续回落。

在房地产调控逐渐见效的情况下,房地产投资增速下滑对于经济增长的负面影响已经开始显现。这一方面与房地产销售面积增速持续放缓,影响开发商的投资热情有关,1-6月份商品房销售面积同比增长28.7%,较年初的高峰回落26.8个百分点;另一方面也与以限价为主的房地产行政调控打击地产商的开工热情有关,如全国306个城市土地出让金达1.13万亿元,同比大幅增长60%,但开发商新开工的进展却较慢,上半年新开工面积增速只有3.8%。

上述情况显然对于稳定下半年经济增长不利,根据笔者简单估算,在考虑到房地产投资以及产业链传导效应后,增速下滑

10%对于GDP的拖累就将达到1.7%左右,而这还不包括房地产投资下滑对于其他经济活动的拖累,如开发商减少购地,从而导致地方土地出让金增速下滑,以及由此可能引发的地方债务风险暴露。

笔者认为,下半年经济增速要维持在7%的底线之上,就必须保持房地产市场的基本稳定,这就需要改善房地产商的预期,增强加快房地产投资的积极性,而这次会议确定的有关政策显然有利于这一目标的实现。

会议强调,要积极释放有效需求,推动居民消费升级。考虑到居民消费升级的重要领域就是居民住房需求升级,这也意味着下半年居民住房需求将会得到大力度的扶持。7月以来,各地住房公积金贷款的多项条件都开始松