

监管层应理清问题与任免的界线

肖玉航 / 文

上市公司作为一个独立的法人机构,其管理层的任免不应由行政部门来确定。

近期三中全会所做出的市场化、法制化与国际化改革思想,实际上与目前上市公司人事任免的某些情况仍有较大出入,比如近期黑龙江证监局以决定书的形式要求免除北大荒(600598)总经理丁晓枫的职务,笔者认为这种行政决定有干涉企业人员任免的行为,在市场经济发展的今天,这种情况不应再行发生。

上市公司北大荒公告显示:11 月 20 日收到黑龙江证监局下发的行政监管措施决定书,名称为《关于对丁晓枫采取认定为不适当人选措施的决定》。决定书中的主要内容为:丁晓枫在担任北大荒董事、总经理期间存在以下违规行为:北大荒对外拆借资金未及时

履行信息披露义务,作为公司总经理,在北大荒违规对外拆借资金中负有主要责任;连续两次以上未出席董事会,也未委托其他董事出席,未能充分履行勤勉尽责义务。

追溯公告发现,10 月 29 日,时任北大荒总经理的丁晓枫,在审核北大荒 2013 年三季报议案时,投出了唯一的一张弃权票,理由为“情况了解不够”。并且,北大荒 2013 年三季报还披露,丁晓枫因上述原因,无法保证北大荒三季报内容的真实、准确和完整,请投资者特别关注。决定书指出,上述行为违反了《公司法》、《上市公司信息披露管理办法》等多项条款的规定,认定丁晓枫为不适当人选,在决定书出具之日起三年内不得担任上市公司的董事、监事、高级管理人员职务或者实际履行上述职务。北大荒应当在收到本决定书之日起 30 个工作日内,作出免除丁晓枫董事的决

定,并在作出决定之日起 3 个工作日内做出书面报告;达到披露要求的,应当及时履行信息披露义务。对此,北大荒称在 11 月 16 日董事会的换届改选后,丁晓枫目前已不再担任公司董事。

从此事变化进程来看,上市公司股价异动及部分可能的违规行为导致监管层的调查,这本身无可厚非,其也说明监管层对信息披露工作的重视,但研究中国经济进程与中国改革进程来看,这种直接要求上市公司免职总经理的行为,却有直接干预企业高级管理人员任免的信号。

笔者研究世界主要资本市场来看,监管层对上市公司的任免均没有出现直接以决定书的形式来要求免职总经理的情况。上市公司如果涉嫌违规违法,决定高级管理人员任免的权力来自于股东建议及董事会决议,而

监管层并不会直接的以指令性质的文件来进行,最多是一种建议形式。

观察北大荒此次事件发现,此次证监局以决定书的形式要求免职总经理,实际上与中国市场经济的权力运作及中央指导精神有较大出入。决定所依据的北大荒总经理违反了《公司法》、《上市公司信息披露管理办法》等多项条款的规定,认定丁晓枫为不适当人选,这本身并无大的问题,但如果后续直接要求上市公司免职其职务,这在某种程度上恐怕难以接受。作为证券监管部门,需要及时对调查的问题给上市公司明确,而是否任免则应交于董事会或股东表决。

可以想象,上市公司作为一个经营组织,其对监管层不敢得罪,也不愿得罪,在决定书下来后大多数只能服从。但有些企业是否违规违法是需要法律程序的,在命令式的决定

面前,董事会或股东意见则可能形同虚设,这些都会对上市公司法人治理带来消极或不利。从中国资本市场来看,一些央企重要负责人的违规违法问题界定较难,但是否都需要决定书来执行要求上市公司免职其职务?

总体而言,对于此次监管层直接以决定书的形式要求免职法人组织总经理的行为,实际上与目前中央所倡导的把权力收到笼子里,让市场来管理企业,把该管的事做好,不该管的事放权、让企业市场化的运营等改革思路是有违背的,发现问题,指出问题、处理问题是监管层的职责,但对于上市公司的高管的任免则应交于一线的上市公司董事会与股东来决定,这是市场经济的本质及世界资本市场运行的写照。因此即要监管问题,又不要盲目的干预企业人事的任免,需要理清问题与任免的界线。

新股发行注册制将促进市场变化

荷叶 / 文

十八届三中全会《决定》明确要求,健全多层次资本市场体系,推进股票发行注册制改革。证监会也明确表示,新股发行体制改革方向就是 IPO 注册制度。股市一项制度写进党的《决定》,这还是历史上首次,具有历史意义的重大事件。表明推进这项改革,已经是不可能阻挡和必然选择。

何为股票发行注册制?是指发行人申请发行股票时,证券监管机构职责是,只对申报文件的全面性、准确性、真实性和及时性作审查,至于发行人资质和价值等让给市场去判断。换句话说,只要证券发行人提供的材料不存在虚假、误导或者遗漏,监管部门就无权阻止其证券发行。当然,发行人必须符合交易所规则。

和当前审核制最大区别在于,一是审核制对发行人有资质要求,即发行人必须符合当前法规规定的各种资格。二是审核制有业绩要求,及发行人经营业绩必须符合法定要求等,还有监管机构对发行人行业政策、节奏等诸多控制。而注册制则没有这些要求了,发行人是否有资格发行?发行人前后经营盈亏业绩如何?等等事项都交给市场去判断。注册制有利于提高市场化程度,美国证券市场是这一制度的代表。

实行股票发行注册制,对当前 A 股市场有哪些影响呢?或将促进市场发生五点变化。

影响之一:市场扩容将加速。这点是显而易见的,因为企业是否发行、发行多少,理论上讲其主导权在于发行人和交易所手里,原则上讲监管部门是无权干涉的。再加上 A 股企业多年来一直审核发行,已经累积了巨大的堰塞湖,特别是开始阶段股市大扩容在所难免。不过,过渡期间应该有个缓冲措施,所以,前期规模也未必如想象中那么大。

影响之二:股价将重新定位。目前 A 股的价格多数与价值偏差较大,有疯狂高估的,也有大盘股委屈低估的,其主导因素还是在于资金推动型。因而 A 股市场历史以来,有个不成文的规律就是,股价有庄则灵无庄则废。虽然实行注册制以后,可能还有众多庄股,但总体趋势应转向价值投资了。

影响之三:壳资源将价值不在。由于审核制的抑制发行因素,众多想上市而无法上市的发行人,不得不花巨资买壳上市,赣州稀土这次买壳就花了 12 亿多元。因而众多亏损 N 年,甚至没有净资产的上市公司,价格却高高在上。A 股市场形成越亏越光荣,经营越差股价越漂亮的奇怪现象。实行注册制以后,发行人上市将容易得多无须借壳,壳资源也将失去价值,赌重组股发财的成功率或将大



大减少。

影响之四:后续监管必将更严。与发行注册制相配套的退市制度,也必将随之规范完善,今后发行股票不再难,股票退市也会更简单。与此跟进的是对发行人及其投行的等中介机构,监管处罚必将更加严厉。一次违规或将砸掉终身饭碗,一次犯法或将深陷牢狱,机

构一次违规或将百倍受罚,市场造假腐败等将大为减少。

影响之五:价值投资将真正来临。A 股诞生 20 多年来,多数企业上市目的很简单,就是为了圈钱。业绩好了赶快圈钱,业绩差的也要增发圈钱,亏得一无所有了,重组增发照样可以圈钱。某电子

显示屏企业最近又推出数百亿增发计划,该公司历史上多次圈钱烧钱从没赚过钱。再如,最近东北一家地产公司,把当前最热门石墨烯稀土概念拉扯在一起,编造故事版的增发计划书,让投资人啼笑皆非深恶而痛绝。

实行注册制度后,上市股票不再是紧俏资源,没有业绩前景的股票将无人问津,看谁

还买你的纯粹圈钱股票?! 价值成长型股票,必将受到市场的青睐。另外,执行严格的退市制度后,也将告诫警醒发行人,股票退市价值归零的风险。进而从更广阔更深层意义上,推动促进上市公司经营业绩成长。

审核制将股票主要风险多锁定在审核机关了,而注册制将股票全部风险完全抛向市场。中国八成以上股民亏损的主要原因,就是专业技能特别差。很多股民道听途说买股,追涨杀跌跟风,套牢不知有止损,亏钱了就大骂别人不是等等。今后,监管部门不再对股票资质和价值负责审核了,交给股民自己去审核,风险大小价值好坏自己评判吧,没有足够的专业知识,就必将被市场淘汰。

当然,股票发行从审核制过度到注册制,意义或变化可能远不止上述这些,这里只是简单罗列主要几项。另外,根据目前 A 股市场实际情况,发行制度的转换或将有个过渡期,也还有一个更严格的监管理制度变更和完善,各交易所的约定规则,可能也将进一步完善。

但投资人必须从现在开始,在投资理念、投资方法、价值取向等多方面,做好历史性转变,以适应股票发行注册制度的到来。还有,这一制度转换过程之中,股指大盘及板块个股,各就各位过程中大浪淘沙或将难免,投资人也应该有心理准备。

反向基金推出当谨慎

皮海洲 / 文

11 月 13 日,证监会在其官方微博上就网友提出的“何时推出反向基金”问题做出回应。证监会表示,目前,已就相关产品出具了反馈意见,要求基金管理公司在加强风险控制、保护投资者合法权益、落实投资者适当性等方面做进一步论证。以上工作结束后,将加快反向基金的注册工作。

之所以有网友提出反向基金何时推出的问题,主要是基于今年 3 月份中国证监会允许基金公司申报反向基金产品的缘故。随后共有 3 家基金公司向证监会递交了 5 只反向基金产品的申请材料。其中汇添富旗下分别递交了沪深 300 反向 1 倍杠杆型 ETF(交易所开放式指数基金)、沪深 300 反向 2 倍杠杆型 ETF 两只反向基金产品的申请材料,其他

3 只在排队的反向基金分别是易方达沪深 300 指数期货反向 ETF、易方达沪深 300 指数期货反向两倍杠杆 ETF,及申万菱信沪深 300 指数期货反向两倍杠杆指数发起式基金。如今 8 个月的时间过去了,但这 5 只反向基金均停留在“第一次反馈意见”阶段,没有一只反向基金获准发行。

证监会对反向基金的推出保持慎重是必要的。正如证监会在回应“何时推出反向基金”问题时所言,“反向基金的运作机制相对复杂,我会前期对该类产品进行了认真研究”。那么,反向基金的运作机制何以相对复杂呢?也许在这里,投资者首先要弄明白什么是反向基金。

反向基金名义上是与市场反向运动的基金,但它实际上是一种做空基金。反向基金是相对于正向基金而言的。反向基金的设计原

则是利用股指期货、期权等衍生工具,使用卖空股票、股票指数互换等各种方式,试图做到在市场下跌的过程中赚钱。为了达到投资目标,这类基金通常采用数量化方法进行投资,以确定投资仓位、类型和品种,基金管理人在投资时不受其本身对于市场趋势、证券价格等观点影响,采取被动投资方式。

反向基金其实是一种结构化金融产品。一只指数型基金分为二子类份额,一类可“看多”,一类可“看空”。该类多空产品采用分级基金的形式,在同一个投资组合内,通过对于不同基金份额类别的约定收益和参考采用不同的规则进行计算,形成两级或者多级不同的份额。它的“杠杆”可以分为“正向”和“反向”,就如跷跷板一样,在一方净值增长的同时,另一方的净值将会减少;对于趋势投资者

而言,投资盈利的关键是投资者是否能够看准未来市场方向。简单来说,投资者在看多行情时,可买“正向基金”,而在看空后市时,则选择“反向基金”。换一句话来说,反向基金是投资者做空的一种工具。

也正因如此,反向基金的推出是有积极意义的。它不仅丰富了基金的品种,可以更好满足不同兴趣与爱好的投资者需要,更重要的是可以培养投资者的做空意识,改变投资者死多头的投资理念,并且还可以让投资者在股市下跌的时候获得收益。尤其是中国股市牛短熊长,“反向基金”大有用武之地。

不过,正因为反向基金是一种结构化的金融产品,反向基金是要与正向基金作为一种投资组合来使用的。投资者需要不停地调整自己对反向基金与正向基金的投资比例。

或者只是阶段性地投资反向基金。毕竟反向基金作为独立的基金产品存在的时候,它是存在致命弱点的。因为反向基金只能做空,而市场行情总是多空互换的。因此一旦行情单边上涨的时候,或者大牛市来临的时候,反向基金就会损失惨重。而作为国内的投资者来说并不成熟,很难准确把握市场行情的这种多空互换。因此申购反向基金难免踏错节拍。这样投资者就很容易出现亏损。而且投资者申购基金,通常都是长期持有的,但反向基金更适合阶段性操作,一旦单边上涨行情出现,长期持有反向基金只会让投资者承受较大的损失。

正是基于反向基金的上述属性,同时基于 A 股市场投资者并不成熟的特征,管理层对于反向基金的推出务必要慎之又慎。

债基经理“砸净值”挤泡沫

宁夏 / 文

11 月 21 日,交易所债券出现罕见暴跌。13 大丰港和 12 江都债的单日跌幅分别达到 17.29%和 12.87%。

“连续交易的债券,一天也就跌几毛钱。跌几块钱很少见。”一位业内人士感慨,日跌幅超过 10%,债市非常罕见。

交易所债券暴跌背后,是一批遭遇赎回的基金经理主动“砸净值”。

“就是遇到赎回的基金经理,主动跳出来砸净值。”一位债券基金经理向本报记者透露,交易所债券普遍估值虚高,导致基金净值虚高。近期有大批资金赎回债基,为让基金净值尽快回到真实水平,基金经理主动砸低估值虚高的债券价格。

自爆“砸净值”

“我管理的基金是封闭式产品,本来不受赎回影响。但因为其它开放式债基遭遇赎回,基金经理都在砸净值,搞得我持仓的债券品种,价格跌得很惨。”何勇(化名)坦言。

何勇(化名)是一位管理封闭式债券基金的基金经理。11 月以来,他最郁闷的是每天看着近半年没有交易的债券品种,突然蹦出几笔卖单,将交易价由 100 元砸到 95 元、甚至 90 元。

本报记者浏览近期沪深交易所债市成交情况,发现有些债券品种上一次交易是在 7 月份,但近期数笔交易就将价格由 100 元以上砸到 95 元附近。

11 月 19 日,四个多月没有交易的 12 株云龙日跌幅达 8.37%。其中,国联安增利和鹏华产业债两只基金为其前十大持仓股东。再如 11 海正债,4 月底至 11 月 10 日无成交交易,11 月 13 日仅成交 6 手,价格下跌 4.72%。

11 月 21 日,13 大丰港从 112.99 元低探至 91 元,收报 95.70 元,日跌幅达 17.29%。12 江都债从 115 元跌至 100.20 元,日跌幅达 12.87%。

据何勇介绍,交易所债券是以收盘价估值,有些债券半年没有交易,价格还停留在半年前,估值明显虚高。例如,某债券估值 105 元,但实际价值可能跌到 97 元。

何勇介绍,11 月以来,一些连续交易的债券,每天价格波动也就几毛钱。但很多次新债券上市半年没交易,一天跌幅就达 15%。“说明债券高估较多,基金经理拼命砸净值。”

何勇举例,假设基金规模 10 亿,名义净值 1.05 元,但因组合中有很多交易所债券估值虚高,其实际净值只有 1.0 元。此时,基金收到 5 亿元的赎回申请,假设估值虚高的债券没有回归真实价值,那么赎回资金将按虚高的净值赎回份额。

债券价格回归真实价值,基金净值将受到冲击。“一批债券价格由 100 元跌至 95 元,这笔损失由剩下的 5 亿元资产承担,基金净值直接由 1.05 元降至 0.95 元。”何勇称,这对留下来的客户并不公平。

出现这种情况,对账面上的基金净值及基金业绩排名非常不利。

“假设基金经理现在不砸净值,其它基金遇到赎回,卖出债券同样会带来价格下跌。而基金资产规模缩小,基金净值下跌的速度更快,基金年底排名更难看。”何勇称,综合考虑各种因素,基金经理纷纷选择成交低迷的债券,尽可能将其砸到真实价值附近。

深圳一家中型公司债券基金经理也确认存在“砸净值”现象,“老基金遇到赎回确实会这样搞,但封闭式债基没有赎回压力,不需要砸低估值虚高的债券。”

纠正扭曲的净值

在业内人士看来,基金经理年底“砸净值”跟债券基金喜欢配置交易所债券的背景有关。

“因为一级市场发行时有折价。例如,银行间市场以 99 元交易的债券,在交易所买是 98 元,一上市涨到 99 元,基金就有收益。”华南一家券商资管固定收益人士介绍。

基金经理的偏爱,还跟交易所债券方便

质押有关。

“城投债在银行间和交易所同时上市,基金买城投债,大部分是放在交易所,因为方便质押做杠杆。”何勇称,城投债质押率一般能达到 7-8 折,如果有土地抵押担保,质押率可达 9 折甚至是 100%。

2012 年债券牛市行情时,收益率高、方便质押的城投债,特别受基金经理欢迎。

“有些基金组合中有一半都是城投债。”前述深圳基金经理称,考虑到交易所债券流动性差,很多债券基金经理买入以后打算持有到期,并不会频繁买卖。而这造成的结果是很多交易所上市的债券过去半年没成交,价格始终停留在高位。

“这些没有成交的债券价格滞后,同类品种可能已跌到 97 元,但它因为没有成交,还按 105 元估值。”前述深圳债券基金经理称,暴跌让基金经理开始认真看待债券估值虚高的问题。

“组合中有较多城投债的基金,净值虚高问题会比较突出。如果按实际价格估值,有些债券价值已经很低。”广州一位债券基金经理表示,基金经理“砸净值”也是为纠正扭曲的基金净值,对基民而言比较公平。

另一位圈内人士亦透露,基金经理“砸净值”,主要是避免机构投资者从中得利,导致个人投资者利益受损。

“保险资金持有很多债券基金,他们知道

哪些债基的前五大持仓债券是半年没有交易,价格明显存在高估。暴跌前,他们会先赎回这类基金。”圈内人士称,碰到保险资金的大额赎回,基金经理会卖出成交非常差的债券,使其快速回到正常估值。

实际上,砸低债券价格做低净值,对基金而言并非坏事。

“你有权选择赎回,我有权砸低净值。短期净值看起来受损,但组合留下来的资产流动性较好,有利于后期管理。”深圳一位市场人士称,乐观点想,债券基金跌破面值,也许有些投资者就不赎回了。

但也有不同看法认为,不能将近期交易所债券暴跌都理解为基金经理“砸净值”。

“近期批量交易所债券价格暴跌,本质还是为变现资产。不管成交价多低,还是得保住流动性。”上海一位业内人士称,当债市暴跌和赎回双重叠加时,基金经理需要调整资产组合,将一些流动性比较好的品种剔除掉,换成久期短、流动性更好的品种。

“现在整个机构群体对债市都很悲观,预期半年内债市都不会有转机。目前又是临近年末,12 月的赎回压力可能更大,更难卖券。”前述上海人士称,近期处理流动性差的债券,也是为后期的赎回做准备。

不管基金经理低价卖券是何种原因,都会拉低基金净值。例如 11 月 19 日,浦银安盛 6 个月 A 单日净值暴跌超过 2%。