

# 上市公司理财信息披露岂可清描淡写

财经评论员 肖玉航

多年以来上市公司从事委托贷款与委托理财的家数不断上升。无论是高息放贷，还是委托理财产品的购买，这些都事关公司股东利益。上市公司理财的动机有可能是经济形势不佳，对闲置资金进行理财也是正常的，但随着利率市场化的改革及影子银行体系的风险叠加，上市公司理财信息作为投资人重要的参考依据，其许多公司相关的信息披露却清描淡写。从市场经济的角度来看，有借款关系就会有违约，有风险，如何让投资人及时了结这些理财信息，进行投资判断，是关系到市场健康发展的大事，也与投资人利益紧密相连，相关信息披露决不能清描淡写，简单行事。

上市公司理财本无可厚非，但如果相关信息披露不规范或不及时、不完整，甚至超越了底线，进而形成部分公司不务正业的扩大之势，则对于中国经济及股票市场的健康发展将形成巨大的风险累积。笔者认为，无论是高利贷性质的对外放贷还是目前仍继续升温的委托理财产品购买，其实质都是一种上市公司的理财行为。作为公众上市公司，其投资方面的细分与信息需要全面、及时、有效、完整的告知投资者。从目前情况来看，这一方面并不尽人意。

研究中国上市公司理财周期来看，笔者认为其明显存在两个阶段，即一是2008-2011年的金融危机期间的非主业投资扩张构成第一周期，不少上市公司热衷于成立小贷公司或委托向外放贷。其投资方向主要为市场利率较高的行业，如房地产、担保业、高利贷等，一些公司委托贷款年息高达20%以上，出现了不务正业的公司；而2011-2014年对外放贷及理财产品突飞猛进构成第二周期，特别是2012年12月，证监会发布《上市公司监管指引第2号——上



市公司募集资金管理和使用的监管要求》后，由于其允许上市公司使用闲置募集资金购买安全性高、流动性好的投资产品形成了目前的多家上市公司购买理财、信托产品周期，其主要范围集中在房地产信托、矿业信托、理财等领域。

上市公司对外委托贷款或委托理财实际上是股东资金的使用，其投资标的、方向与细化需要对股东予以全面、及时与完整的公告。近年我们看到不少上市公司突然出现理财产品无法收回、违约逾期等情况；同时也有亏损或业绩不佳公司的业绩突然大幅度增长等。实际上，这些都与委托贷款或理财收益的变动直接相关。比如某些公司放款利息收入大于公司年度净利润，这些都极大的刺激了许多上市公司的加入，但随着重点投资领域地产业不确定性风险的演变，其未来即存在盈也存在亏损的可能。而目前市场的情况是，投资者能够通过公开信息查询到的上市公司理财产品或放贷信息、投资项目却非常之少，风险提示更是行同虚设。

笔者观察相关上市公司此类信息的公

告，发现其委托理财和委托贷款的信息披露要求与其它实业投资项目的披露要求存在较大的差距。投资金融如此之大的部分委托理财和委托贷款事项一般只是发布一个简单公告，能够提供投资者甄别风险的信息少之又少。同时我们看到，目前大部分上市公司在委托理财和委托贷款方面的披露显得比较模糊，多数公司对理财产品的投资范围和委托理财资金的用途披露不透明，投资者很难得知资金的具体去向，也就无从衡量资金的收益和风险是否匹配。因此，有必要进一步完善该方面的信息披露内容。

研究认为，我国银行理财产品在2013年达到了47000款，同时信托产品也是快速上升，但都具有典型的影子银行特征。作为上市公司购买此类产品，参与其中，其虽然是正常的投资行为，但其作为股东与投资者而言，对于资金购买的产品、风险、期限、收益率、投资方向等有充分的知情权，但实际上相关信息披露工作很不规范，上市公司用募集资金投资银行理财或委托放贷，实际上已经使货币空转了，如果银行钱荒风险来临，则投资的理财产品或利率违约将可能形

成。尽管实体经济不佳是产生上市公司理财的较大动因，但利益购买或伤害股东利益的投资有可能累积较大的投资风险，对于此，股东与投资者需要对相关上市公司购买理财产品或委托放贷的信息进行全面而完整的知情，就目前而言，上市公司此类信息披露非常欠规范与全面完整。比如某商业龙头公司投资数十亿元信托产品，其公告仅百字而已投资项目与风险却只字未提。

上市公司理财信息是事关投资者的大事，与投资者利益密切相关，从监管层所规定的信息披露规则来看，这些重大投资事项与贷款必然全面、真实、完整、及时的提供给投资者，绝不能清描淡写的处之。由于未来利率市场化改革与资产泡沫变化等不确定性因素的累积，将使得相关高息贷款面临巨大的风险冲击，依考利差进行高利贷的情况与以往相比风险急增。同时上市公司理财未来有可能面临违约、理财收益亏损等多个风险因素的交叉，作为投资者而言，急需了解相关上市公司理财方面的公开信息，但目前为止，相关此事项的信息公告建设依然规范度较差。

## 散户“打新”为啥不稳赚

朱宁

前一阵A股走势不尽如人意，炒新股遂成为投资者认为最有利可图的投资途径之一。不过，很多积极参与“炒新”的投资者都没意识到，新股发行上市过程（也就是我们常说的投资IPO公司的“炒新”过程），是包括两个紧密联系在一起的、投资过程。一个是所谓的“打新”的过程，一个是股票上市发行之后的长期投资价值。

打新股的过程，大体来说，是一个非常明智的投资策略。一家公司上市发行，受到更多投资者的关注和看好，往往能带来更高的市场估值。当然，并不是每个投资者都能幸运地中签打新股。在上市过程中通过抽签来“打新”，投资者如果能够顺利地在众多申请者之中“幸运”地获得一些未上市公司的股份的话（同时假设申购认购价会在上市后的有一个大的上涨），那么申购和认购新股确是有利可图。投资者在这个过程中获得的，将是公司从未上市到上市过程中的巨大溢价。

但可惜的是，申购和认购过程并无太多技术含量可言，主要依靠投资者的运气和资金实力。试想一下，如果散户和机构投资者同时竞争申购一只抢手的、准备上市的新股，有什么样的优势能保证散户申购成功呢？在发行制度、调研能力、渠道关系与资金实力等方面，机构投资者都拥有无与伦比的优势。

国内外研究均表明，即便散户投资者真的能够在IPO发行过程中成功地“中奖”，获得较多的即将上市公司的股票，也未必值得庆祝。因为，如果有较多的散户成功打新股，原因只能有一个：机构投资者不看好这个公司在上市后的表现，把“烫手山芋”拱手让给散户接盘。所以，散户投资者能否中签和中签的可能性，已反映了市场的情绪和机构投资者对企业股票上市后表现的预判。

而炒新股的另一个过程，是等到公司的股票顺利经过IPO过程，公开上市交易后，投资者再投资到新上市公司的股票里。这时，新上市公司股票的表现就是另一番风景了。举例而言，如果投资者在公司刚上市，比如约一周左右，就进入市场去投资这家公司的股票，那么根据全球资本市场的研究表明，这些投资者的投资表现将会相对较差。

在全球资本市场里，新股的表现往往是差于整个市场的大盘表现，也差于同类已经上市的次新股和成熟股（即公司经营业务类似，但是已经上市一段时间而表现相对成熟的股票）的表现。这一发现，和很多散户一直秉持的“新股必涨”或“新股不败”的理念大相径庭。

其中重要原因之一就是，企业在上市过程中有一个选择上市时间的过程。公司往往选择在市场环境比较好、市场对公司的估值较高、市场情绪较热烈的时候上市。但对公司股票的较高估值，挤压了其今后的升值空间，也会影响投资者长期买入和持有这只股票的获利空间。

这样令人失望的投资表现，从侧面反映了公司高管在信息和选择上的优势。首先，公司高管知道投资者偏好于购买新股；其次，在上市公司决定上市发行的时候，高管对投资者购买IPO的意愿强弱已事先了解。因此，上市公司选择发行的时候，恰恰是投资者对于上市公司估价较高、认为上市公司较有吸引力的时候。当然，投资者有买或者不买的选择权利，只不过散户往往没有上市公司精明。

这一现象在A股市场表现得尤其明显。恰恰是因为上市获得审批如此之困难，上市之后可以从资本市场圈得的资源又如此之多，IPO的创富效应如此之明显，以至于上市公司本身、私募基金，甚至地方政府，都有很强的激励参与到A股的IPO准备工作中。

还有时候，公司会利用市场对新股的热情，故意人为压低IPO交易中的流通股股数，以达到减少供给、推高IPO定价的目的。结果是大量估值过高的企业通过了IPO的审批过程，而在上市后又吸引了一些不明就里的投资者盲目追捧。这种炒作，虽然可能可以在短期推高股价，吸引更多更多的投资者，但不能持久。全球范围内的金融研究表明，很多首日表现较好的IPO公司，在今后的中长期表现往往更令人失望。

很多投资者会说，最近新股上市后如此亮丽的业绩本身，不就是追炒新股最好的依据吗？确实，在A股市场有不少新股在上市之后一个月内上涨百分之三的“成功案例”。但是，投资者也不该忘记在百、四十元左右购入的中石油的IPO股票（目前股价十元左右）和在八、九十元左右购入的华锐风电的IPO股票（目前股价四、五元）等失败的案例。

对于每家上市公司，散户不一定都能够有比较深入的了解。对IPO股票的定价是否合理、未来能否赚钱也不一定能够有准确的判断，但是散户都有一项最基本的权利，即不参与申购和不参与投资。有些股票看似诱人，也让人产生诸多遐想，但要记住“股神”巴菲特说过的金玉良言：“不要买自己不了解的东西”。

没有人能够保证参与到资本市场一定可以赚钱。但大部分散户在此过程中，充当了慈善家的角色，把自己辛苦赚的钱，奉送给了机构投资者和上市公司。这一现象，在散户追捧IPO的投资过程中表现得格外明显。



## 差异化交易不可取

曹中铭

日前，上交所以微博新闻发布的形式，通报了2014年各项重点工作部署，主要包括稳妥推出优先股、积极推动并购重组市场化改革、完善上市制度，严格执行新退市制度等七个方面。其中，“完善蓝筹股交易机制创新，研究蓝筹股市场符合其特征的差异化交易机制”颇受市场关注。而在3月3日，全国政协委员、上交所理事长桂敏杰表示，T+0没有技术障碍，并建议在蓝筹股试点，其表态更是吊起了市场的胃口。

上交所2014年各重点工作部署曝光后，“大盘蓝筹股可能T+0交易，很可能是上证50率先试点”的传闻开始在市场上出现。虽然使用的是不确定的口吻，但因为上交所欲谋划蓝筹股的差异化交易机制，倒也使该传闻“有板有眼”。

目前A股市场采用的T+1交易制度由1995年沿用至今，而沪深交易所也曾经实行过T+0回转交易。近几年来，市场上关于恢复T+0的呼声不绝于耳，但监管部门出于非常谨慎的心态一直没有放行。其实，无论是实行T+0还是T+1，对于投资者而言各有利弊。特别是，在股指期货推出后，由于股指期货实行的是T+0，而A股采用的是T+1，导致投资者的广泛质疑。

沪市与深市由于其定位不同，挂牌的上市公司亦有所区别。沪市主要以大盘股为主，像大型央企、其它大型企业等均在沪市挂牌，而深市主要以中小企业为主。如果说前几年因为众多大型企业在沪市上市，导致沪市更受市场关注的话，那么，在近几年沪深两市的竞争格局中，毫无疑问深市处于领先地位。毕竟，随着创业板的推出，以及众多中小企业的加盟，深市吸引了更多资金参与炒作，特别是在A股市场整体低迷的背景下更是如此。

在沪市挂牌的蓝筹股，由于其盘子较大，绝大多数又属于传统行业，因而遭到大资金的“唾弃”，其交投因之变得不活跃。因此，上交所研究蓝筹股市场符合其特征的差异化交易机制，其意在活跃蓝筹股的交易以聚集市场人气，以避免被“边缘化”。但是，无论是上证50率先试点T+0，还是今后上交所的蓝筹股实行差异化交易机制，均有违市场的公平原则，也将造就市场新的不公平。

在当今的A股市场中，最缺失的其实是公平。期指T+0A股T+1不公平，新股IPO高价“圈钱”造成市场不公平，上市公司频频侵害投资者的利益而投资者维权难亦是一种不公平，等等等等。总体而言，夸张点说，A股市场的发展史，亦是一部投资者遭受不公平待遇的历史。因此，对于沪市蓝筹股实行差异化的交易机制，如果个中仍然存在不公平现象，笔者以为是值得商榷的。

其实，如果沪市推出蓝筹股差异化交易机制，对其它在沪市挂牌的上市公司不公平，对深市的公司同样如此。监管部门其实在蓝筹股中推行T+0，倒不如在整个A股市场中全面实施，而不是在对待不同的上市公司中厚此薄彼。

T+0的一大弊端在于将导致市场投机疯狂，大资金等操纵股价更为容易。而笔者以为，个中重要的在于监管能够跟上。如果疯狂投机的现象能够得到抑制，操纵股价的行为能及时被制止并受到严惩，T+0回转交易实现“回归”亦未尝不可，又何必仅仅在蓝筹股中实行差异化交易呢？

## 上海证券交易所的焦虑



天天说钱

2014年3月5日下午3点，深沪股市完成当日的交易后收市。其中深交所当日股票成交1283亿元，上交所股票成交916亿元，上海只有深圳的71%。

这早已不是上交所成交第一次低于深圳，今年以来几乎每天都是这样。而去年全年，上交所股票总成交是23万亿，深交所总成交是238万亿，两个交易所总算还维持了平衡。但今年新股恢复发行后，差距又陡然拉大了。

一、两个交易所的博弈史

熟悉中国证券市场的人都知道，目前无论是总市值还是流通市值，深交所都比上交所小一号。到今年3月4日，上交所股票总市值是149万亿元，是深交所的1.59倍；上交所流通市值是134万亿元，是深交所的2倍。但无奈的是，上交所股票每天的换手率平均维持在0.5%左右，而深交所达到了1.8%。

为什么深交所成交比上交所活跃？因为深圳上市的多是中小企业和创新型企业，每家上市公司的股本比较小，在整体市场不好时更受投资者欢迎。目前深交所上市公司家数为1578家，而上海只有959家。

深圳和上海两个城市在股票市场上的竞争，分为5个阶段：

1、从八十年代中后期到1990年12月为第一个阶段，当时开始有企业发行股票，有了柜台交易和熊市，但还没有交易所。

2、1990年12月，深交所和上交所先后成立，但中国证监会还没有出生；1992年有了证监会，但管不了两个交易所，交易所归当地人民银行管理，听命于深圳和上海市政府，所以在1996年爆发了两个城市之间激烈的竞争，比着出利好，比着吸引全国投资者。关于那段历史，如果你有时间，可以找本深交所创始人之一禹国刚撰写的《深交所物语》来看。

3、1997年8月起，两个交易所的

管辖权移交中国证监会，从此进入“两个市场、一个领导”的时代，但定位是同质的，直到2000年9月。（本文作者：天天说钱；微信公众订阅号：ttmoney）

4、从2000年9月开始，深交所受命筹备创业板，从此停发新股。当时给深圳的定位是未来中国的纳斯达克，而上海是未来中国的纽交所。由于美国科技网络股泡沫破裂，深圳创业板迟迟无法推出，深交所沉寂4年，眼睁睁看着上交所大跃进。深交所最惨的时候，每天股票成交只有上交所的一半。

5、2004年6月深交所推出中小板，2009年10月推出创业板，两个交易所竞争的天平开始向深交所倾斜。

二、上海一焦虑，变局就会出现

上海拥有很多全国性要素市场，比如全国银行间同业拆借中心、中国外汇交易中心、黄金交易所、期货交易所等，但这些交易所或者中心，其影响力都无法跟证券交易所相比。

2000年深交所暂停新股发行之后，对深圳产生了巨大影响。1999年的时候，深圳“本外币各项存款总额”相当于上海的36%，到2003年的时候下降到35%。当时很多基金公司、证券商迁移到上海或者北京，“深圳被抛弃说”就是那时在民间流传的。

但随着中小板和创业板的推出，深圳对资金的吸引力陡增，到2012年深圳“本外币各项存款余额”已经达到上海的46.5%，2013年后追赶到49%。深圳的金融增加值在2013年也达到2008亿元，而上海和北京分别是2823和2822亿元，广州则只有1146亿元。

在过去几年，上交所筹备了国际板，准备吸引全球大企业来上交所上市，但鉴于中国股民仍生活在水深火热之中，再让他们用血汗哺育外国资本家，显然有点说不过去，所以国际板胎死腹中。（本文作者：天天说钱；微信公众订阅号：ttmoney）

其实最近几年的深强沪弱，有投机因素，也有合理因素。2008年之后，中

国股市长期低迷，赚钱效应消失，市场内资金不足。上交所上市的多是“大象级”股票，或者说强周期股票，想搅动它们显然比较困难。深交所里都是“小妖级”股票，市值小、股本小，无论真的假的，反正个个装扮成二八靓女模样，比较容易招蜂引蝶。

此外，创业板、中小板的企业多属新兴行业，题材多、前景好，加上控股股东多是私人，有充分的激励机制，想象空间更大。而上交所的“大象”们多是国有企业，机制上一个个老气横秋，他们虽然垄断一方生意，但未来前景如何很难说。比如上证50指数里，那50个成分股公司，一看行业就让人倒胃口：银行、钢铁、煤炭、石油、石化、房地产。所以，即便上交所如愿以偿，让这50个“大笨象”首先享受到“T+0”，又能如何呢？没有多少人会碰它们的。

那么“新兴产业板块”呢？按照上交所理事长桂敏杰的说法，服务规模稍大、已越过成长期，相对成熟的战略新兴产业企业。也就是说，上交所准备包装一批30岁到40岁的美女，“规模稍大”的意思大概就是说，体重一般超过150斤。没错，这是唐朝的审美趣味。市场反应？你懂的。

因此，上交所很焦虑，我们很理解。不过永远别替上海担心，就如同永远不要替美国人担心一样：美国人有上帝护佑，上海有北京护佑。上海与深圳两个交易所，大概像是“老爷”的两个太太，上海明媒正娶、背景强硬，是既定的永远的太太要风得风，要雨得雨；深圳呢？以前是小妾，后来转正做了二太太。现如今，“老爷”新收了一个通房大丫头（“新三板”），藏在别处，不太敢示人。所以，只要太太太焦虑，事情就会有转机。

总之，中国证券市场的“二人转”，已经悄然变成了“三国演义”，深圳最新有点顺风顺水，但能维持多久真的很难说。内什么，“通房大丫头”新三板最近不是说了吗，要当中国的纳斯达克，也就是说她已经看上了深交所屁股下的椅子。