

2013，股市风雨飘摇中坚定前行

■ 千秋基业

2012年的A股，市场走势除了一季度尚算合格外，其余大部分时间都维持震荡下行态势。受解禁潮影响，创业板和中小板类个股跌势尤为显著，一直遭受强力压制的大盘蓝筹股也是阴跌连绵。行情极度低迷，热点板块难以为继，上证指数围绕2 000整数大关几进几出，且屡刷新低。虽然年末因行情起跌而产生强劲的报复性反弹，但全年结果依然令人沮丧。2012年股民普遍损失惨重，

产、销售和售后服务整个业务链条就是为了确保生产出顾客所需要的产品，所以，在业务链条上的每个上一环节必须为下一环节提供形成产品的数量和质量条件，它们之间的关系自然就是业务关系。在预算管理后，企业内部组织不仅是一个业务单元，也是一个价值单元。所以，企业内部组织之间的关系也必然表现为价值关系或者价值链关系。在下达预算指标后，企业内部组织都必须履行预算责任并根据预算责任履行的大小分享收益，这样企业内部组织之间就不仅仅只为业务的数量和质量讨价还价，也为相互之间的价值转移讨价还价。由于产品的形成过程也表现为收入和成本费用的产生过程，企业内部的每个组织必然会关注自身的收入和成本费用。因为，收入增加或者成本费用减少，相应的收益分配就会增加，反之亦然。在整个企业的产品生产过程中，会产生一种供应链关系，每一个上一环节向下一环节转移其业务成果时，也必须会形成成本费用的转移和增加价值的实现。为了使这种成本费用和增加价值的转移的价格公平合理，就必须会讨价还

只有极少数通过股指期货卖空的投资者和源源不断向二级市场抛售股票(新股/次新股)的内部股东获得了正收益。那么随着新年的到来，2013年的资本市场行情又将怎样演绎呢?

首先，从周期和基本面来看，展望2013年度，如果全流通、市场融资扩容、股指期货双向交易三大负面因素未出现根本改变从而令A股继续低迷的话，将从时间上打破上次熊市的周期界限，估

价，从而形成了一种市场模拟过程。为了使内部转移价格公平合理，特别是当讨价双方难以达成一致意见时，企业内部会通过设立模拟市场的机构仲裁委员会进行调停。事实上，在进行预算管理后，由于企业内部组织对成本费用的转移和增加价值的实现十分关注，与此相关的模拟市场的机构就会必然形成。

当按业务形成的内部组织不可以进行归并但它们共同形成一个完整的价值单元时，就可以通过内部转移价格的方式对相应的成本费用和增加的价值进行分拆，这里关键是两个相关联的内部组织之间在进行内部转移价格的讨价还价时，必须处于公平公正的地位。

综合以上分析不难看出，在现代公司制企业的分权管理下，通过采用预算管理的方式达成分而不乱的目标，企业内部组织的结构便趋向于一种制衡关系而不是监督关系。之所以这样，是由于进行预算管理的企业内部组织必然成为一个完整的价值单元，每一个内部组织为了确保自身的利益必然会在收入和成本费用的转移价格上讨价还价，从而形成一个

整个熊市周期将延长到7年，2015年前行情基本保持弱势震荡。不过，单靠时间周期分析行情并不全面，还应留意实体基本面发生的微妙因素。笔者估计在2013年上半年之前，人民币国际汇率会快速上升(最快一季度之内人民币兑美元汇率极可能突破1:6.0关口)，本币集中升值在短期内会暂时缓解高通脹压力，同时又会帮助改善上市公司的利润水平，这在一定程度上可以提振市场信心。

企业内部的模拟市场体系，而市场体系的内部结构就是制衡的。在形成模拟市场体系后，与维持市场体系有序运转相关的各种管理主体如仲裁委员会等就必然产生；同时，为了进行预算管理，必然会产生预算管理的主体，分为纵向管理主体体系和横向管理主体体系；为了执行预算必然产生预算执行的主体，预算执行的主体必须要成为一个完整的价值单元(也叫预算责任中心)。每一个完整的价值单元与其他价值单元之间的收入、成本费用的边际都能够清晰地界定，这样的预算责任中心就成为了一个相对独立的利益单元。为了达成这一目标，可以采用以业务为基础的功能单元重组的方式予以实现，也可以通过内部相关功能单元之间的相互讨价还价予以实现。■

[本文受到北京市教委科研基地——科技创新平台“会计与投资者保护研究基地”以及北京市教委高层次人才计划经费(PHR201005121)的支持]

(作者单位：北京工商大学投资者保护研究中心)

责任编辑 李斐然

此外还有减税政策。在货币流通性继续保持充裕的同时，国内楼市调控不会出现松懈，促使资金流向风险市场，从而部分抵消A股的抛售压力。

其次，从技术方面考虑，长期超跌必然要通过反弹进行指标修复，不过，上证指数2012年创立的1949点是否铸成大底并实现V型反转，仍有待对行情发展的密切观察。根据历史经验，筑底过程往往需要较长时间才能形成，特别是牛熊转换时的“铁底”。按目前市场容量推测可能要有超过1年的震荡和消化，待多空双方资金反复磨合和消耗直到整个市场内部达成大致均衡，行情才会产生。至此，市场的牛市趋势才会日渐清晰，获得投资者广泛认可。

再次，从两市大类板块（即主板、中小板、创业板、新三板和B股板块）来看，主板和中小板主要得益于超跌造成的中期投资机会，尤其是周期性行业，随着业绩提升（主要受升值影响和企业更激进的扩张政策影响）被低估的个股市值会明显回升，而机构投资者也普遍倾向超配这些行业的龙头个股。但前期备受关注的“大消费”概念中的两个主力板块食品饮料和生物医药因已持续获得市场热烈追捧，估值存在补跌效应，短期应避免参与。对于创业板，2013年退市制度的正式实施将为创业板开启理想的中短线交易时机。不过创业板是鱼龙混杂之地，在退市制度影响下该板各股走势会强弱立判，没有严格甄选体系的投资者应谨慎对待创业板。2013年，新三板和旧B板（之所以称为“旧B板”而非B股，是因为B股作为历史的特殊产物，最终会被吸纳和消化）这两个板块亮点仍旧乏善可陈，均属短期炒作对象，但总体表现普通。前者属于边缘已久重获接纳（主要改革重点在于场外交易，担负对新股的分流作用，以此规避集中发行对整个市场带来的巨大冲击，只有少数确有潜力的个股才有晋升主板的机会），可以说，蕴含诸多不确定因素

是新三板最大的魅力所在，最终股价要么得道升天要么深度沉沦。后者正处于逐步合并缩股和不断被清理的过程中，随上市公司合并A、B股信息的公布，B股会出现阶段表现但资金介入力度一般，短期炒作热烈但中长期走势趋向清淡。适当条件下，仍钟爱B股交易的投资者可以考虑用H股代替。同样受到退市政策影响巨大的是ST板块，卖壳重组预期被打破使投资者不再炒作这些早就丧失投资价值的个股。

第四，至于股指期货，随着A股指数的变化，空头以往的全面做空开始发生大范围转变，交易者日常的操作分歧进一步加大，期指对A股现货构成的整体压制因而有所缓解。笔者预判2013年内可能落实“转融通”和“新股发行再改革”（改革主要集中在两方面：一是在新股发行时向投资者赠送略高于发行价的认沽权证，三年后再行权；二是拟放开上市公司发行可转债，先满足企业融资需求，等公司业绩平稳再择机自然转股实现上市）。可以预期，未来纳入空头狙击范围的沪深个股会越来越多，通过集中打压股指套利不再是空头交易的唯一选择，而新一轮股票发行改革也会减弱对二级市场的直接冲击。当行情进入相对低位后，随着这些制度建设的跟进，集中狙击事件型个股的手法会逐渐取代现在这种单纯整体做空的手法。“精选个股忽略指数”也不再是多头的专利，而“打新一族”也可能发生本质上的改变，以往打新专业户的获利模式是不断抬价做多，以后可能会变成不断压价做空，直至价格严重低估重新发现价值（其实质是监管层希望通过交易市场倒逼解决发行市场的三高现象），令这些新上市或准上市公司的业绩大幅提升，重新获得市场认同。所以，未来股指期货对A股行情的整体压力会明显弱化，不过除非牛市来临，否则助涨效应也未必能够充分显现。另外，继续专注做空的交易者也应适时调整策略，既然行情不支持做空指数，

那么就退而求其次，融券做空个股也许机会更大，特别是那些经过市场过分炒作却难有实质业绩支撑的股票，以及仍然高高在上的新股。

最后，从制度安排上，除了创业板直接退市制度、推进新股再改革、实施转融通外，笔者认为2013年从利多的角度出发还可安排一些补充制度：如通过分红指标来决定上市公司申请的再融资额度，如最近的3个财政年度现金分红指标率更高的上市公司才拥有再融资申请优先权；取消当前的涨跌停制度，因为期指市场成立后本身就形成了对过度投机天然抑制，过多行政干预扰乱了市场运行规律，又大幅降低了风险市场的自我修复能力，硬性限制涨跌幅度只会令市场表现失真，对投资者建立长期的理性决策不利；期现货实现同步交易，或者A股变回T+0，或者股指期货变成T+1，等等。创设上述这些制度细节，未必会扭转市场一时的走势，却能够稳定长期市场环境。

综合以上分析，2013年的A股行情仍值得期待。承接2012年年尾的反弹升势，预计2013年一、二季度会冲高回落，前4个月上证指数运行到2300~2550点之间或许会遭遇强大阻力，快速回落后二季度剩余时间维持偏弱整理，全年低位有望在此期间产生。随调整进入三季度，弱势逐步转化，上半年上涨累积的风险经过阶段盘整同步释放，虽然该季度是全年解禁高峰期，尤以7月份为主，但消息和相关政策也会在此期间密集公布，9月末到11月中或许是冲击全年高位的较佳时间段。而四季度大致平稳，资金方面更多为进入下一年做好充足的准备。当然，这些预测结果只是基于笔者多年的交易经验和对市场的个人理解，仅是模糊的预设。投资者在上半年应多关注蓝筹股表现，到了下半年，随着政策和行情趋势明朗化，可适时把注意力转移到创业板方面。主板和中小板仍是投资者常规配置的首选，尤其是那些在经

价值投资与商业模式

孙旭东

巴菲特是受到广泛认可的价值投资大师，但是巴菲特并不容易学。要成为一个成功的价值投资者，不仅要在投资上有天分，建立适合价值投资的商业模式也很重要。

“悲剧英雄”败于商业模式

刚刚故去的巴顿·比格斯先生在其新著《对冲基金风云录2——悲剧英雄》中为读者塑造了一个失败的巴菲特学习者的形象。主人公乔从小就对数字着迷，研究起会计学来总是全神贯注，从事投资行业后更被认为是“一根筋”的价值投资者。乔曾风光一时，最终却以悲剧收场。

乔投资失败，笔者认为很重要的一个原因是商业模式不当。乔的投资平台是一家对冲基金。在成立基金BA时，乔和他的搭档米奇被公司老板告知，如果资金损失超过10%，BA就会被关闭。在基金的销售备忘录中，乔和米奇还承诺BA的在险值不会超过7%（后期变成5%），也就是说，他们要保证投资组合在单月内损失超过7%的可能性微乎其微。

从2004年开始，组合基金成了BA的主要投资人。组合基金痛恨业绩波动和所谓的失水。失水是指在某个时间段内一家基金的净资产价值有所降低。偶尔

一次月度失水还能被原谅，但季度失水，哪怕很小的规模，也会被亮起红灯，引起快速赎回。

在这样的商业模式下，乔和米奇想真正做价值投资几乎是不可能的。客户对短期内基金净值损失的苛刻要求使得他们不得不高度关注股票的价格，乃至忘掉了投资的真正风险其实并不是股票的价格波动，而是资产永久损失的可能性。于是，他们将不少精力放在了对市场短期走向的预测上，却对给美国经济带来巨大危害的次贷市场一无所知。乔和米奇也不可能像真正的价值投资者那样，在别人贪婪时恐惧，在别人恐惧时贪婪，而是只能随波逐流。在市场下跌时，他们和市场上大多数投资人一样，忙着快速降低杠杆，降低多头仓位。

基于以上原因，笔者将乔和米奇的失败称为“伪价值投资者的悲剧”。

巴菲特精心打造 适宜价值投资的商业模式

然而，从某种程度上来说，乔和米奇的失败并不足为奇，即便是巴菲特和芒格这样的价值投资大师，也很难满足BA客户对业绩波动和失水的苛刻要求。芒格在经营自己的合伙企业时，1973年、1974年曾分别损失了31.9%和31.5%，而

同期的道琼斯指数也不过下跌了13.1%和23.1%。巴菲特比芒格更稳健些，但伯克希尔的投资组合在1974年也损失了近三分之一。

虽然如此，巴菲特却从未像乔和米奇那样狼狈不堪过，这是因为他一直在精心打造适宜价值投资的商业模式。巴菲特起初经营合伙企业，他为合伙企业制定的投资目标是取得超越道琼斯工业平均指数的长期业绩。在给合伙人的报告中，他多次强调不要关注基金某一特定年份的绝对收益，“在我看来，如果道琼斯指数下降25%，而合伙基金仅下降15%，这样的结果比基金和道琼斯指数同步上涨20%要好得多”。因此，巴菲特合伙企业的投资者们不会对他提出过于苛刻的短期业绩要求，这就使得他能够真正去做价值投资。

巴菲特合伙企业有这样一条规定，使得追求短期暴利的人难以成为它的合伙人：“我们接受合伙人和潜在合伙人的预付投资款，并自投入日至当年年末，按照6%的利率支付利息。虽然我们并不强制要求年末一定要将该笔款转化成对合伙基金的投资，但是在合伙人或潜在合伙人预付款时应有此意思表示。”如果是在大牛市，短期投资者一定不会满意每年6%的收益，而是会转身去寻找能够

经济低落周期中经营状况仍保持良好的上市公司，股价长期低迷也不失为介入良机。2013年全年行情和成交状况将大体得到改善，但震荡幅度有所加大，多空

双方都会利用实体经济变化寻求支持的理由。投资者应清醒认识到，国际经济环境仍处于风雨飘摇之中，一时尚难摆脱窘境，而各国和地区实体经济能做的，

或唯一可以选择的，只是出台更多应对政策以尽力缓减冲击波对自身经济造成的损失。 ■

责任编辑 刘莹