

■我曜理财 | Tang Yaohua's Column |

## 勿将人人贷与理财混为一谈

证券时报记者 唐曜华

面对为抵御通胀而蠢蠢欲动的民间资金、信贷紧缩环境下巨大的民间借贷需求,各种形式的融资中介机构如雨春笋般冒出,其中就包括开展“人人贷(P2P)”的小额贷款机构。记者发现,不少人人贷机构以理财为名吸引投资者投入资金,实为开展民间借贷。人人贷业务跟通俗意义上的金融机构理财业务有本质区别,因此投资者不能盲目“理财”。

具体来说,人人贷与金融机构理财有以下三点区别。

首先,产品形式上有所不同。金融机构理财产品需要先向监管部门报批,然后再募集成立。而人人贷仅通过一对一的借贷合同或者其他协议形式明确债权债务关系。

其次,风险程度不同。金融机构理财产品主要投资债券和货币市场、股票、基金和金融衍生品等。虽然也有一部分资金投资于信贷资产,但借贷对象通常为大中型企业。人人贷的资金通常借给个体户、小企业主等,往往为无担保无抵押贷款,能否收回投资本金和收益完全仰仗借款人的信用。

第三,机构实力不同。理财产品发行机构通常为银行、券商和信托等,这些机构实力相对雄厚。而人人贷机构开设门槛低,通常实力较弱并且资质良莠不齐。此外,人人贷虽然可能通过获得高收益来补偿高风险,但是,借款利率超过同期银行贷款基准利率4倍的部分是不受法律保护的。由于缺少监管,人人贷机构的操作风险亦不容忽视。目前开展此类民间借贷业务的机构形式也多种多样,有的为小额贷款公司、担保公司或者电子商务公司等,大多通过网络平台开展业务。不排除其中部分机构在诚信经营人人贷业务,但亦有一些人浑水摸鱼,通过开设人人贷网络借贷平台骗取投资者资金。譬如,近期有一家人人贷机构涉嫌诈骗被公安机关调查。

此前,银监会在提示人人贷风险时就提到,由于行业门槛低且无强有力的外部监管,人人贷中介机构有可能突破资金不进账户的底线,演变为吸收存款、发放贷款的非法金融机构,甚至变成非法集资。

如果一旦人人贷机构突破中介的角色,非法吸收存款,那么投资者的钱就将面临被挪作其他用途的风险,甚至进入一些高风险的领域,造成无法估计的损失。

因此参与人人贷业务要提高风险意识,慎选中介机构。由于投资者本身对借贷业务并不擅长,最好选择在贷款审核、信贷管理、信贷风险控制方面有专业经验的中介机构,以帮助投资者把好筛选借款人这一关。并且借贷过程需履行合法合规程序,签署具有法律效力的借款合同。最后,贷款若发生风险时,人人贷机构如何进行风险补偿,是否有实力进行补偿,这也需要考察。

## 前海人寿获准筹建

见习记者 郭吉桐

证券时报记者获悉,中国保监会昨日批准了前海人寿保险公司的筹建申请。当该公司正式成立时,深圳保险法人机构总数将增至14家,位列全国第三。

资料显示,前海人寿保险注册资本为10亿元,注册地为广东省深圳市,发起人为深圳市钜盛华实业发展公司、深圳市深粤控股公司、广州立白企业集团、深圳粤商物流公司、深圳市凯诚恒信仓库公司和深圳市健马科技开发公司。

该公司的筹建,深圳前海合作区金融中心的定位也进一步凸显。据了解,深圳此前已向中国保监会申请在前海合作区设立前海国际再保险交易中心和深圳保险交易所。而今年4月份,深圳前海合作区成立了前海金融资产交易所。

值得一提的是,前海人寿的获准筹建,也是民营企业进军保险业的又一例证。近期,保险业迎来民营资本投资潮。8月23日,利安人寿开业,董事长为雨润食品掌舵人祝义材;8月24日,复星集团旗下公司与美国保德信保险公司合资成立广信人寿的申请获保监会批准。

业内人士表示,寿险公司的盈利周期一般为7年至9年,部分民营资本看中的其实是保险业最终的高收益,通过上市获益退出。《中国保险业发展“十二五”规划纲要》中也明确提出,支持符合条件的保险公司规范上市。

## 浦发银行跻身中国企业效益20强

近日,由中国企业联合会、中国企业家协会评选的“中国企业效益200佳”出炉。浦发银行按净利润排名第19位,位列上榜银行业第7和股份制商业银行第2,与5大国有银行和中石油、中石化、中移动等大型央企,一同跻身中国企业效益20强之列。(魏贇言)

# 投行建言股份支付细则 焦点条款趋明晰

证券时报记者 邱晨

记者从部分券商投行处获悉,近一段时期以来,一些企业首发(IPO)计划,因与股权激励机制相关的股份支付要求不清晰而搁浅。随着股份支付相关细则出台的临近,投行业内围绕该细则的讨论也进入了白热化阶段。从业内反馈意见看,细则中各项条款的制定趋于明朗化。

## 应豁免三类交易股份支付

哪些交易将纳入股份支付范畴?这是业内最关心的问题,尤其深受将要实施股权激励机制的拟上市公司关注。

从某会计师事务所整理的投行人士对制定股份支付细则的反馈意见看,在主板和中小板上市企业形成的审计费用中,有三类情形建议不纳入股份支付核算:第一类是基于股东身份取得股份,例如,向实际控制人增发股份,或对原股东配售股份;第二类是高管持有子公司股权,整改规范后改为持有发行人股份;第三类是股东对近亲属转让或发行股份,原则上不作为股份支付执行。

此外,哪些股份支付将构成权益类结算?据投行业界判断,应把握两个前提:首先,是向员工(包括高管)、特定供应商等低价发行股份换取服务的,应作为股份支付处理;其次,服务需要进行公允价值认定。

此外,有投行人士特别指出,此前有部分企业高管通过设立投资公司,绕道间接入股规避股份支付。未来出台的细则中或许会有针对性规定。预计未来企业高

管借道投资公司入股也将被视为股权激励,而纳入股份支付的范畴。

## 公允价值标准待确定

在企业实施股权激励时,如何界定企业当期公允价值也是业内关注焦点。这是因为实施股权激励形成的股份支付公允价值的高低,会影响到企业管理费用支出。

从投行反馈意见看,私募股权投资(PE)入股价格不一定要作为股份支付的公允价值标准,而仅仅是确定公允价值的参考指标之一。

规模较小的PE入股的价格,并不具备太多参考价值。要有效防止企业低价引入小规模PE,从而降低股份支付管理费。”深圳某证券律师称。

上述反馈意见中还指出,在实施股权激励时且同期没有PE介入的前提下,按企业当期净资产来评估公允价值是可行的,同时要求公允价值不得低于每股净资产。但对于某些特殊行业可以有例外,如房地产上市公司的股票价格有时可能会低于每股净资产。

上述反馈意见中认为公允价值最理想的确定模式,是需要由发行人和会计师做出专业判断,通过估值模型给予合理定价,定价的区间应设定在PE价格和每股净资产之间。

## 支付费用应有条件摊销

证券时报记者此前调查结果显示,多家投行反馈,有部分拟上市的中小企业因实施了股权激励,导致按股份支付核算后净利润达不到上市标准,而不得不暂时放弃IPO会上。

对此,投行业内对于股权激励产生的管理费,是应该一次性计入企业当期损益还是应该分期摊销的问题,

仍存在不小争议。

据上述最新反馈意见看,对于主板和中小板企业,投行在申报材料时并不鼓励将股份支付的费用分期摊销。但是,允许有条件的企业实施分期摊销。其中条件包括:股份支付如果存在等待期,则可在等待期内摊销;如约定高管在取得股份后有一个服务期,则可在先行权后分期摊销,但必须保证,如果高管在服务期满之前离职,则与股份相关的利益必须回流公司,否则必须一次性摊销。另外,股份支付的费用应可以作为非经常性损益扣除。

## 创业板相关细则待明晰

据介绍,将来创业板企业股份支付的相关规定或与主板、中小板企业的相关规定存在差异。

国海证券某投行人士表示,从目前反馈意见看,拟在主板和中小板上市的企业可以执行股份支付新规,但对创业板企业的要求仍需明晰。

最近我们申报的两个创业板项目并未对股份支付提出明确要求。”深圳某大型券商投行部人士称。

据了解,目前投行业内对于是否应该要求创业板企业按股份支付审计存在很大的争议。平安证券投行部某人士认为,拟上创业板的企业多数处在起步阶段的小公司,股权激励是这些公司吸引和留住人才的重要手段,如果股份支付限制得太严,就有可能影响一批企业的成长。

但也有证券律师表示担忧,认为如果股份支付上对中小板IPO和创业板IPO企业实施不同标准,或许会导致原本要到中小板上市的企业,转投创业板来规避相关限制。



■链接 | Link |

股份支付:是指企业为获取职工和其他方提供服务或商品而授予权益工具或者承担以权益工具为基

础确定的负债的交易。股份支付分为以权益结算的股份支付和以现金结算的股份支付。

# 中小券商打造明星投顾寻求业务突围

证券时报记者 伍泽琳

与不惜一掷千金快速扩充投顾队伍的大券商相比,部分中小券商搭建投顾队伍时囊中羞涩。因此,对于受资本、研究实力等诸多因素制约的中小券商而言,打造明星投顾或许是突围路径之一。

在一天股市收盘后,江海证券深圳财富中心负责人吴春红并不急着离开电脑,而是在有500多名客户的QQ群里发布了当天的行情总结。没过多久,她的留言便引来了超过300多条的讨论。吴春红正是该券商目前极力打造的明星投顾之一。

有了明星投顾的支持,客户报名参加投资策略会更加踊跃。”江海证券深圳营业部总经理表示。

吴春红在各类投资比赛中取得的优异成绩以及在国内知名媒体担任特邀嘉宾经历,让她更容易获得客户青睐。

正是看重优秀投顾的明星效应,江海证券近期还计划将旗下几名金牌投资顾问集合起来,打造一支明星投顾队伍,为客户提供高端咨询服务。

无独有偶,某区域型券商重庆营业部也制定了筹建明星投顾团队的计划。该公司公开招聘信息中,强调对该类明星投顾的考核只有以下三项指标:一是跟踪个股的情况;二是大客户的满意度;三是打造出属于自己品牌的研究团队。

我们武汉营业部的投顾负责人,长期担任当地财经电视栏目的特邀嘉宾,有成为明星投顾的潜

力。”内地一家也在考虑打造明星投顾的中型券商投顾负责人表示。

实际上,目前业内投顾业务模式已逐步成型,对部分拥有多样化理财产品且业绩较好的大型券商而言,正好发展以公司产品为主的产品销售型投顾;而研究所实力较强的券商则纷纷推出资讯型投顾。

然而,对中小券商来说,无论是金融产品的种类还是研究实力均不具优势。一方面缺乏大型券商研发平台支持,另一方面受到成本限制,中小券商难以快速扩大投顾队伍。因此部分中小券商认为,集中有限的财力、人力打造明星投顾似乎是当下有效的突围路径之一。

深圳某中小型券商投顾负责人表示,既然不能在数量上取胜,自然要在投顾的质量上强化优势。”数据

## 富安达优势成长首募10.52亿

记者日前获悉,富安达基金旗下首只基金——富安达优势成长股票基金首募规模为10.52亿份。该基金的基金经理将由富安达投资管理有限公司副总监孔学兵担任。据了解,富安达优势成长基金重点关注预期向好、估值合理、受益于结构调整和积极财政政策的相关行业,深度挖掘中国优势成长股。(张哲)

## 平安人寿首款终身返还型银保产品上市

平安人寿近期推出了首款返交终身返还型银保产品“富裕一生年金保险(分红型)”。这份保险以契约形式明确了受益人,实现了自身财富的传承,身故可返还保费。(张宁)

# 我们是否在误读“高盛们”

### ——商业模式的讨论与实践(2)



吕哲权

## 妖魔化华尔街

全球金融海啸爆发以来,“高盛们”是罪魁祸首似乎是定论。关注评论与分析,可以归纳为两大类:一是对冲基金说,华尔街投资银行已经不是中介机构,而是套利基金、对冲基金;二是恶魔说,“高盛们”要干掉对手、吃

尽客户、操纵石油和黄金,以及掠夺美国、欧洲、日本、韩国、中国乃至全世界。

以上议论,还可以有高盛的年报损益表数据为证,交易与自营投资”比率最高时竟然占到76%!

## “高盛们”不是对冲基金

但是,上述流行的观点可能不是正解!

从各个角度的求证,高盛都不是以投资收益为主要目标的投资公司。占净收入76%的“交易和自营投资”中,绝大部分是交易中介收入——占比达八成以上,而自营仅占小比例。

举证1:高盛的风险价值(VaR)并不高,2006年~2009年的日均VaR为1.01亿、1.38亿、1.8亿和2.18亿美元,无论是占年净收入比例,还是占股东权益的比例都低

于0.5%,远低于中国证券业的平均水平。如果是对冲基金方式的运作,那么,VaR则要大多得多。

VaR,即特定的显著水平和时间区间内,在不利的市场环境中可能造成的损失数值。如高盛2009年的日均VaR为2.18亿美元,它的统计含义是在95%的情况下,一天中高盛交易的损失不会超过2.18亿美元。

举证2:高盛于2010年10月,宣布向KKR出售股票自营业务,即对高盛来说自营没那么重要。

举证3:应美国证监会要求,在2011年开始填制的财务报表中,高盛明确列示资本业务收入,即“投资及借贷业务”。该项业务收入比重,2011年上半年为净收入的19.55%,2010年度为19.26%,2009年度为6.34%,2008年度为负数。

## 高盛依然是中介机构

高盛收入结构变化的转折点是1999年,通过首发(IPO)扩充资本,实现了资本与利润的良性循环。1999年,交易和本金投资业务占净

收入比重从24%跃升至43%,2004年达52%,2010年为76%。1998年到2010年之间,高盛净收入由85亿美元增至392亿美元;资本从64亿美元增至743亿美元;净利润由24亿美元增至77亿美元,其中2009年为122亿美元。

当今“高盛们”的中介业务,已经从通道中介(“客户+通道”的依赖,以手续费实现收入)演变为资本型中介(“客户+通道+资本”的驱动,以“续费+交易差价”实现收入)并举或主导的业态。资本型中介,突破了时空、客户、产品的瓶颈,拓展了中介业务的广度和深度。

上世纪60年代末开始的美国证券业的转型,形成了资本型中介的业态,推动了金融市场的创新,遥遥领先于全球。

## 慎用道德大锤

指责贪婪容易引起共鸣,但是,追求利润是市场经济主体的公认目标。举起正义、道德的大锤时,总要举证是否在商业规则之外存在欺骗、

恶意等行为。至于普遍的商业规则产生的社会负效应,则要通过监管改革、修改规则来解决。

高盛是在本轮金融海啸中损失最小、实现利益最大的投资银行,颇似赢家通吃。这样的结果,有多少成分来自于决策正确、风险管理到位、经营文化、勤勉努力等经营成功带来的,又有多少成分来自于不正当地侵害客户利益、背离社会道德等恶德行为带来的,需要仔细考量。从历史资料看,高盛作为商业机构受到的实质性惩罚并不多,更多的是从系统风险角度对监管规则的反省与改革。

与中国相关的业务,广泛受到关注的是高盛对工行的投资等。观察其过程与结果,可以感受到高盛的商业精明,却很难举证其存在商业道德败坏问题。高盛在工行的投资,已经实现的收益,2009年为15.8亿美元、2010年为7.5亿美元、2011年上半年为1.4亿美元,分别占净收入的3.5%、1.9%、0.7%,也无法证明高盛的商业成功是靠工行的投资来实现的。(作者系中信证券首席战略专家)