

完善约束机制 遏制IPO非理性冲动

方岩

股市一二级市场本是相互融通、唇亡齿寒的关系，两者要么同步走牛，要么齐步转熊。然而，这条国际惯例在A股市场水土不服：近年来A股市场持续走低，并在6月份以6.08%的跌幅“熊”冠全球，不过上半年首次公开募股(IPO)数量、融资额均位居全球市场前列，其中IPO数量冠全球。

一级市场独揽风光还不止于此。今年已发行上市的130家公司平均市盈率较去年有所降低，但是仍接近30倍，而目前沪深300平均市盈率仅为10倍左右，且破净方降、1元股队伍日渐扩容。上市后备队也“虎虎生威”：目前有700多家企业正在排队上会，另有百余家过会企业只待闸门一开就可续写“三高”故事。持续的扩容压力，失衡的利益博弈，压得二级市场投资者喘不过气。

二级市场早已疲惫不堪，为何难以遏制IPO非理性冲动？

扭曲的市场环境 引致新股好坏莫辨

近年来，随着中小板、创业板相继开通，企业上市带来的正面效应日益彰显，各地把培育与推进企业上市放在更加突出的位置。有了地方政府部门保驾护航，拟上市企业冲击IPO就有了更多胜算，不过也带来不容忽视的负面影响：一些地方政府违规“保送”，使得一些在环评、土地使用、商誉等方面存在隐患的企业带病上市。如备受关注的绿大地

造假案，当地政府为其上市一路开绿灯，即便在案发前后，有关地方领导还多次赴京为其说情。但是，在法院最终的判决书中，看不到对地方政府不当行为的惩戒处罚。

企业成功IPO之后股权巨额增值，客观上也诱使发行人过度包装的冲动。与此同时，一些特殊利益集团及其代言人，或通过哄抢入股或采取私下潜伏等方式，与一些拟上市企业沆瀣一气，并或多或少影响正常的发审程序。这使得一些存在不诚信披露信息、恶意造假等违规行为的企业能够蒙混过关，不仅扰乱了资本市场正常秩序，也极大地扭曲了IPO市场环境。

资本市场本该是市场化配置效率最高的场所，但是受制于诸多非市场化因素的干扰，在一定程度上引致新股质地良莠不齐，让投资者慧眼莫辨。

失衡的定价机制 模糊了新股价格信号

自2009年以来，监管部门持续推进新股市场化定价，打破了“新股不败”神话，使得一级市场打新股风险陡然增加，但是这种风险尚未对发行人高价发行构成有效的制约。

前不久，笔者与一家新上市公司私下交流时，该公司老总对股票首日破发颇为不爽，项目保荐人接话头说：“如果按照我当初的意见，把发行价调低一块钱，正好可以不破发了。”这位老总揶揄道：“不调还是对的，毕竟我们多募了几千万。”

作为发行人，希望发行价高一些，这本无可厚非，但是对承销商的意见置若罔闻，并且能够顺利得手却不用承担任何后果，只能说明现有的定价机制存在必然的缺陷。特别是，监管部门启动新一轮新股发行改革之后，扩大了询价对象范围，并且取消了网下配售股份锁定期限制，反而降低了新股发行失败的门槛——此前八菱科技、朗玛信息等公司由于询价机构未达到20家下限，曾一度被迫中止发行。

正是由于发行人、承销商、机构投资者之间的博弈尚不充分，导致新股定价机制严重失衡，从而模糊了价格信号，在二级市场“哀鸿遍野”之际，一级市场依然可以“把酒言欢”。

完善约束机制 加大市场博弈力度

为了扭转当前一二级市场严重不对称格局，必须切实推动市场各参与主体归位尽责，同时在制度上予以完善，加大博弈力度，真正把新股市场化定价落到实处。

一是引入破发加锁机制，加大发行人股东之间的利益博弈。

截至目前，今年发行上市的130家公司，破发比例高达44.6%，平均破发幅度为13.3%，其中利君股份、百隆东方等公司破发幅度逾三成。由于新股发行人股东是利益共同体，股价发得高，主要发行人、创投机构、高管人员以及其他各类持股机构一同获利，因此主要发行人可以不受其他股东约束而一味地追求高价发行，客观上导致破发成了家常便饭。目前控股股东和实际控制人所持股票的锁定期为36个月，其他股份一般为1年，因此有必要引入破发加锁机制，比如上市满1年后，新股破发幅度(年内交易均价，剔除权按复权价计算)每达到10%，则所有发行人股东持股锁定期就顺延1年，破发幅度越大，锁定期就越长。如此，一些发行人股东出于套现考虑，在发行时会向主要发行人表达自身诉求，从而在发行人股

东之间构建新的博弈机制。

二是改进询价机制，加大发行人与机构投资者之间的博弈力度。

新股询价环节名堂多多，早已是业内公开的秘密，监管部门多次从道德角度喊话，要求杜绝人情报价，但是在券商与券商之间既是竞争对手、更是盟友的现实语境下，必要时还是会帮兄弟一把。因此，必须改进询价机制，建立起价高者按其报价优先获得申购额度的机制，使得询价机构报价与真实的中购行为趋于一致。对于业界热议的改良式荷兰拍卖制(即按照投标人所报买价自高向低的顺序全额中标，中标机构以相同价格认购中标额)，可以在新股发行时进行选择性试点，待条件成熟时再逐步推开。

三是加快制度创新，加大发行人与承销商之间的博弈力度。

在成熟市场，发行人与承销商既是合作伙伴，也是有着巨大利益冲突的博弈主体。反观国内A股市场，新股发行一直沿袭人为控制节奏的模式，客观上营造了并不真实的卖方市场，使得发行人与承销商有着共同的利益诉求却没有相互制约的利益冲突。为此，应该加快制度创新，推行新股集中发行、集中上市，以检验承销商的定价与营销能力；在新股上市一定时期之内，如果持续破发并超过一定幅度，将启动惩罚性机制，发行人可将存量股份按一定比例以发行价配售给承销商；此外，要改革承销费收取模式，监管部门应制订通行的收费标准(按不同行业可以适当浮动)，对于上市一定时期之后持续处于破发状态的，券商承销费用不得超过行业平均水平。

新股发行改革终究是一个难以穷尽的话题，希冀证券监管部门通过“个人战斗”以挑战体制机制的沉痾痼疾，显然不现实。监管部门所要做的，就是通过适当的制度安排，让一级市场各参与主体充分博弈，寻找合理的利益平衡点，从而切实遏制IPO非理性冲动，推动一二级市场协调、可持续健康发展。



民企换帅高潮将至 “富二代”愿意接班吗

2012年中国新财富500富人榜，财富总额高达31065亿元，相当于2011年中国国内生产总值(GDP)的6.6%。但500富人榜上的一半人士年龄在50岁以上，财富传承成为难以回避的命题。在昨天播出的《新财富夜谈》节目中，叶檀携手香港中文大学教授范博宏、宁波家业长青接班人学院执行院长程良越，以及接力中国青年精英协会秘书长陈雪频，就此话题进行了热烈讨论。

不要看到电视剧的争产桥段层出不穷，就理所当然地认为家族企业的继承人，会为争权夺利而头破血流。事实上，越来越多的富二代希望当“创二代”，宁愿自生活也不愿继承家业！我们先来看一个极端的案例。2009年，苏州一家家族企业的第三代传人，为拒绝接班，“特立独行”，砍掉了自己的四指以内家传家业。这名“富二代”一直以来钟爱漫画，对家族的传统制造业根本不感兴趣。而他的爷爷为了保证家业的传承，曾一再劝说其放弃漫画爱好，回家族企业接班，最终激怒了这名23岁的“富二代”。这虽是极端的案例，但是上海交通大学品牌战略研究所所长余明阳教授带领的团队做的最新一次调研结果表明，这些具有反叛精神的“富后代”并不是少数。

他说，他们做了182个样本，全部是中国最好的民营企业。其中核心样本是54个，这54个样本全部是中国同行业当中排在前三位的企业。那么调查结果一个非常令人意外的数据，就是有82%的第二代企业家，不愿意接班或者是非主动接班，就是说没办法去接班。这就引起人们很多的思考。民营企业占中国GDP的60%，占新增就业的70%，如果民营企业的发展受到影响，对中国整个经济的发展将会产生巨大的影响。

对此，宁波家业长青接班人学院的执行院长程良越表示，他们所接触的4000多位学员中，没有学员不愿意接班的。只是这些“富二代”普遍认为，父辈在企业里太霸道，自己没有发挥的空间。他们其实愿意创业，愿意接班，但是就是不愿意去接原来的企业。接力中国青年精英协会秘书长陈雪频则认为，其实那些“富二代”也意识到自己迟早要接手父辈的企业。只是成长路径会有不一样的选择。

陈雪频：他们一般有几个路径：第一是父亲给他一笔钱出去创业，创出个名堂出来证明自己之后，再名正言顺地去接父亲的家业；第二个，外面做投资，通过投资的方式把家族的企业带到一个新的台阶，再名正言顺地去接班。

范博宏认为，有一些有价值的资产，即使是自己的子女也没有办法顺利交接下去。这些资产通常都不是机器设备、厂房这种有形资产，而是一些特别的无形资产。比方说这个创业者还有他家族的理念、价值观、关系。这些关系包括家族成员在父亲去世以后，还能不能和谐。还有家族跟员工、跟经理人的关系、跟政府的关系、跟银行的关系等。

范博宏：如果今天李嘉诚说，范先生我100亿把我的长江集团卖给你，我可能只愿意出20亿。因为我买不到李嘉诚的无形资产。所以不管你是什么家族什么企业，你只要交班都会面临同样的问题，就是无形资产难以交接。

根据美国布鲁克林家族企业学院的研究，70%的家族企业没有能够传到下一代，80%的不能传到第三代，只有3%的家族企业的第四代还在经营。看来这是一个世界性的难题。

据研究，250个华人家族，都是控制至少一个上市企业的大家族。他们分布在中国香港、中国台湾跟新加坡总共250个，所以这不是一个个案而是一个科学的发现。在交班的过程中5年以内，他们家族企业的滑坡幅度是60%。也就是所有者或者是公司的投资人，每100块钱在交班完以后剩下40块钱。

经过三十年的发展，中国民企的接班进入到高峰期。但是真正能够成功接班的富二代，可以说是凤毛麟角。根据测算，中国家族企业生存的期限平均是24年，其中有70%的企业在创始人去世或者是退休之后，会被卖掉或者是被清算。方太集团的董事长茅理翔甚至认为，家族企业的接班问题比金融危机更可怕。

叶檀：在中国你说一个创业家的梦想，变成一个企业的梦想，这个企业的梦想由这个职业经理人，通过现代企业制度去传承。这条路你们真的认为通吗？

程良越：我认为这是这条路暂时是走不通的，因为首先我们一代企业家还不具备这种掌控职业经理人的能力，更不具备有这种胸襟。职业化是一个趋势，但是中国这条路会很长。

目前，职业经理人的诚信缺失在中国是一个严重的问题，中国第一职业经理人、“打工皇帝”唐骏还未从“学历造假门”中恢复过来，国美又掀“夺权门”。2010年5月，国美电器大股东黄光裕因涉单位行贿、内幕交易、非法经营3罪银铛入狱，在这种形势下，CEO陈晓展开“去黄化”斗争，致使身处“内战期”的国美被老对手苏宁超出了一大截。而在其他领域，职业经理人架空老板，高管集体叛逃，企业资产流失问题也较为严重。一个个案例，让家族企业对外来职业经理人确实难以放下戒心。

陈雪频：推广职业经理人制度是大势所趋也是别无选择。很多的一代企业家，确实没有做好起用职业经理人的准备。但是再过10年他会发现他选不得，他不得不这么做。而且那个时候我相信，中国的职业经理人会慢慢地成熟起来，会慢慢地承担起别人对他的信任。

范博宏：事实上科学的数字是，美国有80%的CEO都是在公司里面从内部提升上去的。他们有一个很好的制度，去考察他们在这个从下到上的过程中间的表现。在中国，从外面请来的CEO，如果有请非家族CEO，有60%都是直接从市场里面挖过来，空降的。中国现在职业经理人市场还是极不健全的。

叶檀：在整个的资产或者是企业传承的过程当中，你可以传承企业，但是你如果是实体企业传承不了，你也可以传承财富。当你的财富传承不了，有一样东西是非常重要的，那就是野火烧不尽，春风吹又生。什么呢？家族的精神。你只要有这个精神在，所有的一切都不用害怕，因为我们创业的精神始终是存在的。好，放开自己的心胸，家族企业的传承就不会成为太大的问题。(文字整理 刘彦希)

张裕回应“毒酒门”不能光靠说

王艳明

葡萄酒农残超标一事，将上半年业绩不佳的张裕，推到风口浪尖。8月11日，张裕葡萄酒有限公司召开媒体沟通会，总经理周洪江表示，张裕葡萄酒中的两种杀菌剂均极其微量，远低于欧盟葡萄酒及国家食品的标准，不会对人体健康构成任何影响；该事件为不实恶意报道，会对相关机构和责任人追究其法律责任。

8月9日晚间某证券杂志在其官方微博发布消息称，将3家国内葡萄酒上市公司的10款葡萄酒送国家食品质量监督检验中心检测，均检出多菌灵或甲霜灵农药残留，张裕葡萄酒残留值超过另两家。自此，拥有120年历史的张裕开始忙于应对一场从未有过的危机。但事态发展至今，张裕回应“毒酒门”事件还仅仅停留在说的层面。

当然，召开媒体沟通会可以理解成是做，但这种做其实是说搭建平台。而且，加入到张裕“毒酒门”解说行列的，还有中国酒业协会和中国食品协会，有媒体就此拟的新闻标题为“两大协会力挺：张裕葡萄酒农药残留未超标”。从张裕总经理周洪江称“按检测结果杀菌剂含量计算，相当于一个人一生每日喝123瓶葡萄酒，也不会对健康造成危害”，到“两大协会力挺”，可谓是把“说”用到了极致。

但是，从既往一系列品牌危机事件中得出的经验是，光靠说解决不了根本问题——有的在言之凿凿地反复澄清后，最终被揭出确有问题，多年品牌轰

然倒塌；更多的情况是说说去说不清楚，延绵日久，品牌声誉从严重受损到衰败。百年品牌张裕当然不愿意接受如此结果。而且，所谓“两大协会力挺”，某种程度上并不利于张裕澄清事实，反而会加剧舆论的不信任感，因为协会站在行业立场上说谎的情况发生太多。

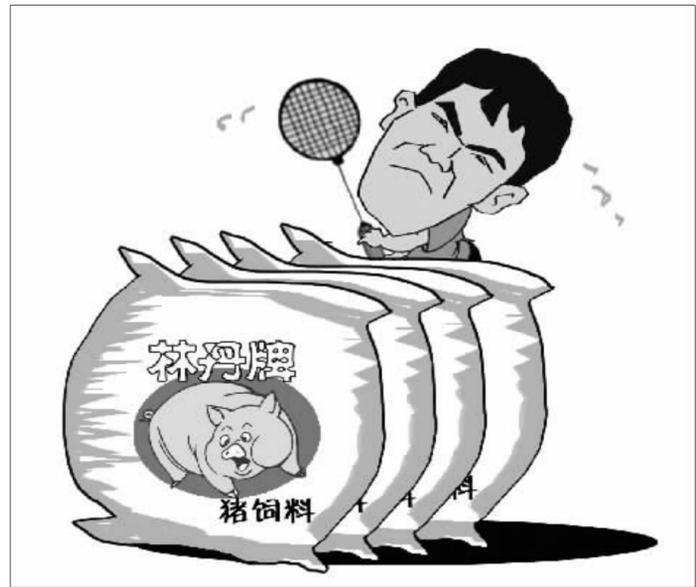
张裕要走出“毒酒门”，必须回到“做”的路径上来。一者，请负责此次检测的国家食品质量监督检验中心公开真实情况，并诚邀国家质检总局介入事件调查；二者，申请由国家质检总局指定食品权威检测部门，甚至包括被张裕屡次提及的欧盟标准检测机构，对产品进行全方位检测，并公开检测报告；三者，拿起法律武器，申请真相调查和裁决。一言以蔽之，通过一系列有效的实际行动，给消费者一个交代，还品牌一个真相，结果要么是品牌历险弥坚，要么是公开道歉、召回产品、改进质量监控体系，收拾人心，重整声誉。

事实上，在经历了一次又一次品牌危机事件之后，我们太需要一个开放式的“以攻为守”的品牌危机公关案例，而不是被舆论牵着鼻子一层一层地去澄清。“以攻为守”式的品牌危机公关，本身既表明经营者对产品质量有足够的自信心，也能展示珍爱品牌、回应舆论的积极姿态，即便最终输了一招两式，有自信和坦荡担当在，也容易咸鱼翻身重振品牌。相反，光靠自说自话的澄清去回应舆论，几乎是高调澄清一次，品牌瘦身一圈。不能走出这种被动瘦身的怪圈，现在看百年品牌张裕的。

(作者系河北科技大学纺织学院教师)

求解 一二级市场 悖论

林丹”商标被猪饲料抢注



赵乃育/漫画

开封千亿打造“汴京”倒逼问责机制

吴睿鹤

七朝古都开封引以自豪的、中国历史上保存最完整的宋代文化资源，也拥有盖于提起、与历史声名极不相称的经济发展水平。现在，开封决定来一场豪赌——还原宋城汴京。对于一个财政收入不到50亿元的小城市来说，拿什么去撬动这1000亿元的巨额资金？不仅如此，开封的“造城计划”同时面临着大量老城居民搬迁等诸多挑战。

路径只有靠举债，别无其它任何选项。

现行《预算法》规定：地方各级预算按照量入为出、收支平衡的原则编制，不列赤字。除法律和国务院另有规定外，地方政府不得发行地方政府债券。只有财政部才有权代地方政府发行债券。

显然，开封“造城计划”重要融资渠道是银行贷款。在投资效益不太明朗的情况下，银行也不会随意发放贷款。进一步讲，即便屈服于当地政府的行政压力，被迫发放贷款，按照现行利率，千亿贷款每年利息要超过开封市的全年财政收入。开封市即使把财政收入全部用于偿还利息，恐怕也不够。

开封千亿打造北宋“汴京”，是本轮地方版投资计划的一个缩影，只不过是开封的投资目标和方向，特别不靠

谱，被媒体无形放大，引起了社会各界的围观。纵观近段时间以来，全国各地政府打着稳增长的名义，推出了各种版本的投资计划，也大致与开封市类似，靠银行贷款打造各式各样的项目。

当然，地方政府的举债投资冲动，主要是来自地方政府的幼稚幻想。他们或许认为，倘若地方没有还款能力，那就有可能中央政府买单。实际上有的地方政府早就有这样的打算，有的地方政府本身就没打算还，这样就会造成银行坏账。而化解债务的招数往往是金融机构印钞票，这样的效应传导极有可能会产生大规模的货币危机，从而引发更大规模的通货膨胀。

同时，也来自于目前经济下滑，内需长期不能提速，民间资本受到挤压，无法释放，廉价劳动力的人口红利模式已快终结，而地方政府又面临稳增长

硬任务，由于短期内无法培育出新的经济增长极，最后只好选择最容易立竿见影、短期内最奏效的方法，于是，投资——借贷——投资，就成了地方发展经济的恶性循环。

基于现实国情，笔者觉得，除立法禁止地方政府借债外，还应从两方面给力：一方面就是用严厉的问责机制，来倒逼政府告别借债投资，具体点讲，对各级政府党政“一把手”和各级政府部门的“一把手”，按照债务的多少、形成原因等各项因素的叠加，来判定其执政能力的高低，是否可以升迁，是否该追责，甚至提起司法公诉等。与此同时，重新划分与调配中央与地方的事权与财权，地方政府相应的财权来有效保障事权，使二者相匹配。倘若如此，我们有理由相信，任何一个地方政府也不会做出不着调的投资计划了。

《新财富夜谈》是一档由深圳证券信息有限公司制作、每周日晚23:17在甘肃卫视播出的高端财经周播访谈节目，由著名财经评论员叶檀女士担任嘉宾主持。本版每周一回放该节目主要内容，敬请关注。