

# 防止新三板出现过度投机现象

熊锦秋

9月7日,新三板8家新公司挂牌,为打消新三板扩容对A股市场心理压力,有关人士曾指出,未来8家企业皆无融资举动。但9月以来新三板其他公司却掀起了一股定增的小高潮。9月17日,北京国学时代文化传播股份有限公司发布定增结果报告书,以每股10元的价格向部分投资者定向增发,其83倍市盈率刷新了三家公司纪录。除了国学时代以外,9月以来,先后还有7家新三板公司已完成了定向增发或宣布拟定向增发;在星美医药的定增拟认购名单中,更有多达7家私人股本公司(PE)扎堆现身,拟悉数包揽定增股份。

为何PE等投资者敢如此追捧新三板,笔者认为主要有两个原因。

首先,新三板将大幅降低个人投资

者准入门槛。2009年,证券业协会发布了《关于自然人投资者买卖中关村科技园区非上市股份有限公司挂牌股份有关业务的通知》,其中规定自然人投资者不能参与新三板,当然曾经持有挂牌公司股份的自然人投资者除外,但也只能买卖“特股公司股份”,不得买卖“特股公司股份”外的其他挂牌公司股份。到今年7月,证券业协会提出对新三板扩容后的交易规则有五大突破性改进措施,最大的变化是允许个人投资者(当然还设有一定门槛,即证券账户资产30万元以上)参与新三板交易;另外,还将取消“挂牌公司自然人股东只能买卖其特股公司股份”的规定,这些举措一旦实施,一些个人投资者可能从交易所市场转战新三板,助推市场泡沫。为此PE等投资者当然愿意提前布局。

其次,近日监管部门提出完善新三

板转板机制。据称将来新三板企业达到一定条件时,可以直接转主板或创业板,不需要走证监会的审核程序,可直接去交易所申请。有这一政策预期做依托,PE等投资者也当然愿意到新三板去捕捉机会,去买那些有希望转到交易所上市的公司股票,由此将推动新三板估值基本与交易所市场接近,成为投机者的另一个投机乐土。

在笔者看来,新三板扩容将对A股市场带来一定影响。今年6月《非上市公众公司监督管理办法(征求意见稿)》发布,为新三板发展壮大铺路,其中对非上市公司公众公司的定向发行做出规定,也就是可以私募融资。虽然《办法》规定每次定向发行对象合计不超过35人,发行对象仅限公司股东、公司董监高人员、符合投资者适当性规定的自然人及法人投资者或其他经济组织,发行面比较窄,但将自然人及法人投资者囊括进来,必然会造成一定的社会资金分流。尤其是企业在新三板挂牌相比在交易所上市要容易得多,既没有盈利门槛,且不需要经过发审委等部门的严格审核,只需向证券业协会备案,未来新三板可能快速扩容,若大量公司定向发行增发,对资金面难免会构成一定压力。

在新三板建设中,我们一定要汲取主板、中小板、创业板的经验教训,在转板机制中,要提防A股市场过度

投机、利益输送等毛病传导到新三板。虽然新三板未来制度还有不确定性,但把新三板作为场外市场发展重点似已成为现实,一旦企业集中到新三板挂牌,投资者对异地企业的了解程度更差,在这种情况下,一定要预防出现资金盲目扎堆投机,上演交易所市场过度虚拟等毛病。

为此有识之士早就指出,新三板功能定位应是解决股份流通问题,而非提供炒作平台。笔者认为,场外市场建设重点应是更为基础的地方性场外市场、是地方性的四板市场,这些市场量多面广,挂牌企业更多如牛毛;企业多在投资者身边,企业信息真相更容易为投资者所掌握,如此既能解决更多企业的股份流通问题,又能抑制非理性的过度泡沫。

笔者建议,在搞好地方性场外市场(四板市场)基础上,再逐渐向上发展和规范股市,在接上最为基础性场外市场的底气后,主板、中小板等市场才可避免过度虚拟,如此打造的股市才可能根植于企业经营现实。实践证明,目前的股市发展模式存在很多弊端,未来有必要通过加强基础性场外市场的建设,来顺向打造一个全新股市,以替代旧股市。

# 全球央行放水 中国不必盲目跟进

周子勋

近日,世界各国央行不断开闸“放水”。9月份以来,继欧洲开启购债计划、美国推出第三轮量化宽松(QE3)后,日本也推出新一轮的“量化宽松”,日本银行19日宣布,追加10万亿日元(约1264亿美元)购买国债的基金规模,一半用来购入短期国债,一半用来购入长期国债,并维持基准利率在0%至0.1%的水平不变。事实上,英国央行也在暗示未来有可能继续扩大宽松规模,更早些时候韩国央行出乎市场意料地下调基准利率,巴西央行也在当月宣布了连续第8次降息。新一轮货币宽松浪潮已经席卷全球主要经济体。

全球新一轮货币宽松浪潮愈演愈烈,对中国政策推行有何影响?中国的宏观政策应该如何应对?

对主要国家相继推出量化宽松政策,中国央行并没有立即进行评价。19日央行官方网站挂出央行行长周小川在今年4月份的一个讲话。周小川表示,数量宽松政策原意可能只是“挖几个渠来放水,使之流向特定的干旱农田”,但实际上变成了“大水漫灌”。他还说,大水漫灌会导致一些问题,一是资源有所浪费,如未来有通胀;二是可能出现副作用,如新兴市场遭到过量资本流入;三是不确定需求之处能得到多少,公众是否满意。

周小川的这个讲话,有两层意思值得注意:一是中央银行只对本国经济负责,实施宽松政策主要考虑的是本国经济发展,而不是别国经济;二是央行大水漫灌,大规模注入流动性,也未必能救经济,反而会带来一些问题。

回顾7月份以来的中国货币政策,不难发现也存在类似问题,尽管此前市场降准预期强烈,但央行迟迟未动,而是频繁使用逆回购调节流动性。有分析指出,中国真正缺钱的是基建和地方融资平台,在结构性矛盾下,货币政策的传导机制受限,要促进经济增长更多地需要财政刺激。

那么,美国及全球主要发达国家的“放水”,对中国经济到底有没有影响呢?答案肯定是有,首当其冲的当属中国出口。因为美国过度宽松的货币政策大大增加了美元贬值的风险,而美元对人民币贬值意味着人民币对美元不断升值。与此同时,美联储的“放水”行动可能引发更大的示范效应,加剧各国货币竞相贬值的压力,使得人民币对全球主要货币都将面临升值压力,这对中国的出口贸易来说无疑是雪上加霜。数据显示,由于国际上美元汇率下挫,9月20日,美元兑人民币中间价报6.3380元,较前一日下跌12个基点。本来全球金融危机影响已使得中国面临的外部环境一直持续恶化,尽管中国政府近期出台了促外贸稳增长的一系列措施,但是出口形势依然相当严峻。9月19日,商务部新闻发言人沈丹阳表示,中国对外贸易将面临更多不确定性,未来月份出口可能低于今年1月至8月。

此外,美元贬值也会使中国持有的美国国债面临重大贬值压力。美国财政部9月18日晚间公布的2012年7月份国际资本流动报告显示,截至7月底中国共持有1.1496万亿美元美国国债,较6月小幅增持26亿美元。这是中国连续两个月减持美债后再次增持,且依然是美国国债的第一大海外持有者。美元走软,中国的美元外汇资产缩水也就成为必然。

面对这种情况,中国如何调整自己的政策?这是一个现实问题。在笔者看来,中国推出什么政策?何时推出?这都要看中国自身经济的需要。9月20日上午,汇丰中国9月制造业采购经理人指数(PMI)初值从上月的47.6轻微上升至47.8,8月份汇丰PMI终值为47.6。该指数上升可能缓和市场对中国经济放缓的担忧,但仍处于萎缩状态。虽然我国的货币政策还有进一步宽松的空间,但不一定要跟随着美、日进行量化宽松,而是要有自己的节奏。笔者认为,中国目前需要的是在内需及民间投资方面下功夫,这是新的增长点,也需要制度环境的保障,只有加强产权保护,民间的投资需求才会迸发。

# 彻底消除民资顾虑 才能打破垄断玻璃门

冯海宁

在中央部委一系列鼓励民间资本进入垄断行业的政策出台后,地方政府也进入了一个密集出台配套政策的时期。多地均在近期出台政策,并公布了力邀民资加入的大型项目。据悉,广东省拟邀请民间资本进入的重大项目总投资高达182个,总投资达到5038亿元。浙江省政府一次性端出441个重大建设项目,总投资额达11830亿元。

民资早就想进入垄断行业,新旧“36条”也打开了垄断行业大门,然而,门是“玻璃门”仍然进不来。不过,今年不同于往年,一是今年2月国务院明确要求各部门各地制定民间投资实施细则,继国家多部门出台细则后,地方政府也在出台细则。另一方面,稳增长、地方债务、财政支出等压力“倒逼”地方政府打开“垄断大门”,欢迎民资入场。可以说,这是民资进入垄断行业难得的机遇。

但是,垄断大门打开了,民资未必敢于踏入。地方政府端上的“蛋糕”也很诱人,民资未必敢于去尝。这是因为,尽管有部委和地方的实施细则,也有具体的投资项目,但民资有很多顾虑仍未被打消。投资风险、盈利前景、权益保障等问题困扰着民资。尤其是担心,一旦经济复苏民资会不会遭遇“卸磨杀驴”。

显然,消除民资的种种顾虑才有望实现多赢局面。在笔者看来,仅是目前的细则、项目,还不足以吸引民资,还有必要从多个方面消除民资顾虑。目前,“36条”及相关细则鼓励

既不是条例更不是法律,显然难以让民资放心。笔者注意到,一些民营企业早就建议制定《民间投资促进法》,但至今没有立法方面的动静。法律虽然不是万能的,但是如果缺少专门法律,民资权益就缺少保障。垄断行业再诱人,民资也不敢轻易涉足。

除了提高制度层级,还应该细化实施细则。诚如全国人大代表叶青所言,部委支持民间资本进入垄断行业的政策和意见,大多是在宏观层面做出指导,要落实必须再予以细化。同样,地方细则是否细化到民资可接受的程度,还值得审视。更重要的是,无论是部委细则还是地方细则,在制定过程中都应该有各级工商联组织和民营企业家的充分参与。

再比如说,旧的制度、体制、机制、模式、习惯等是否进行了改革和改变?这是民资十分关心的一个问题。也就是说,要创造适合民资生存的土壤,不能让民资去适应旧的制度和体制。以铁路行业为例,今年2月曾广邀企业进场,但是,铁路行业不仅统一管理、统一调度,而且是统一结算、统一价格——这恐怕让民资难以适应。

又比如说,民资进入垄断行业,需要原垄断企业适当让利、让管理权、让控制权,原垄断企业能否真正答应,是个大大的问号。毕竟,原垄断企业已经习惯了垄断性经营、垄断性利润。如果原垄断企业不真正让利,民资即使进入垄断行业也没有多大空间。还有,民资在竞争领域相对而言政商关系比较简单,一旦进入垄断行业,政商关系就比较复杂。大连万达王健林最近就指出,搞政商关系比读哈佛都难。

# 焦点评论



经济增长不如意,盼望民资来助力。垄断行业邀入伙,民间资本怕中计。共渡难关好牵手,分享果实总扯皮。制度保障要完善,过河拆桥有先例。

ICLONG/漫画 孙勇/诗

# 误解对赌协议致无法消除PE市场柠檬效应

陈东海

想买二手车的人,除少数专业懂车的人,大多数人都会为不知道要买的二手车的车况而担心,最害怕的就是该车是不是遭遇过重大事故和存在什么隐患。因此,对于二手车卖主开出的价格,总是不信任,往往是要求去相当一部分报价才能成交。

对于二手车卖主来说,知道自己所要卖的车辆的全部信息,也知道其真实的价值。但是二手车市场报价比较乱,有报价相当于其二手车的真实价值的,也有报价高于其真实价值的。正是因为买卖双方信息上的不对等,买方担心自己买到质次价高的二手车,所以出价一般低于报价。经过市场博弈下来,必然是价格中樞下移,那些二手车质量较好的车主会吃亏,于是质量较好的二手车逐步退出市场,出现“劣币驱逐良币”,二手车买主最终还是要付出高于内在价值的价格。这种因信息不对称造成市场交易成本过高,最终出现二手车市场难以兴旺,社会效益受损的现象,就是经济学中著名的“柠檬效应”。

其实,如果二手车市场不再是一槌子买卖,而有一个有效的售后责任条

款,就可能改变这种柠檬效应。假如二手车买卖双方约定,未来一定时间内,如果车辆出现远低于买卖时车主所宣称的质量状况时,卖主必须对于买方进行适当补偿,那么买家对于卖家和二手车的信心就会上升,价格也会提高,高质量的二手车就会进入市场,二手车市场就会活跃起来,社会福利也因此增多。

如果二手车市场具有这样的交易机制的话,那这机制实际上就可以称为“对赌”协议。这是在信息不对称情况下,信息强势者对于弱势者提供的信用补偿预备。实际上,这种对赌协议在国际上的私募股权投资中非常通行。近年来,在国内的投资领域也频频出现。

私募股权投资(PE)提供资本,但是往往并不了解所要投资的企业,不可能掌握要投资的企业的全部信息,企业的所有者或经营者无疑比PE更多地了解自己的企业。由于投资者和被投资者对企业信息掌握程度上存在着明显的不对等,企业或被投资者有动机尽量夸大企业的盈利能力和前景,从而向投资者索取其高昂的溢价。而投资者为了防止“被骗”,只能大大压低报价才行,而大幅压低报价又可能使其远远低于企业的真实价值,这样企业所有者又不愿

意,往往导致交易失败。如果投资者付出高昂的出价,或被投资者贱卖资产的状况成为主流,自然国际上的PE投资就不会那么流行。

为了提高交易效率,国际PE市场为此发明了一种机制,即买卖双方签署“对赌”协议,规定未来被投资的企业必须达到一定的业绩。如果达不到,等于是投资者的出资过高,被投资的企业物非所值,理应对投资者进行利益补偿。因此,这种对赌协议实际上并非是赌博,而是一种利益保障机制,是为了在信息不对称情况下,对信息弱势者的一种保护,也可以称的上是诚信的保障。所以从对赌的本质出发,这种做法又被称为估值调整机制(Valuation Adjustment Mechanism),是对投资者行为可能发生的估值偏差进行纠正和利益补偿的机制,并非一些人所理解的那种讹诈,或义务权力的失衡。

但是,最近中国出现了首例司法机关判决对赌协议无效的案列。2007年10月,苏州某私募股权投资于某地的一家生产电解铝的企业,双方签署了对赌协议,规定该企业2008年净利润不应低于3000万元,否则必须向苏州私募股权投资提供补偿。由于后来该企业业

绩达不到交易发生时的预期,而且补偿金额较高,所以不愿意履行协议,官司便发生了。不久前法院判决该“对赌协议”无效,私募股权投资所投资资金最终作为借贷资金处理。

该判决发生后,引起了一些异议,异议者主要认为这种做法违背了契约精神,会打击PE投资的信心。这些分析有一定道理。本文无意判断苏州投资者和某地企业之间具体纠纷的孰是孰非,但是那种认为对赌协议无效,或者是双方的权利义务在对赌协议中不对等的看法,明显是不合适的。企业描述了美好的盈利前景,协议签署时,投资者付出巨额真金白银给企业,后来企业业绩很差,证明当时投资者的出资是不值得的,理当由企业给予补偿,对赌协议就是这样调整机制,因此不宜一概否定。

对赌协议被判无效,那么可以想见的结果就是,由于双方在信息的掌握上存在着强弱的严重不对等,又没有对信息弱势者的补偿条款,就必然出现本文开始部分所说的二手车市场的柠檬效应。PE市场出现柠檬效应,必然打击PE市场,给投资者和企业带来双输,社会交易成本升高,妨碍金融市场的繁荣。

(作者单位:东航国际金融公司)

# 喧嚣的大闸蟹 与失落的蟹农

丁洪峰

随着阳澄湖大闸蟹的名声远扬,价格也水涨船高,市场售价以每年5%-10%的幅度攀升。但调查显示,尽管蟹苗的价格由16年前10元一个蟹苗降到现在的1元一个蟹苗,但蟹农都说赚不到钱,与此同时,贩蟹者却能年入百万。

一边是螃蟹价高,阳澄湖大闸蟹的生意让无数人发财致富,另一边却是产业链最前端的农民难以分享市场繁荣带来的收益,年终辛辛苦苦劳作却不能致富,这样的市场现象让人似曾相识。如东的五常大米。

幸福的人都是相似的,不幸的人却各有各的不幸。但对农民而言,他们的失落何其相似。守着土地或者水域,劳动不可谓不勤劳,但收获却是整个产业链条中最低的。无论是阳澄湖的大闸蟹还是五常大米都是大品牌,与农民的窘境一起,成为当下农业发展的两面镜子,真实的反映出农业生产个体化小农化与市场发展的矛盾,农产品产业链的失衡与畸形以及政府指导管理上的职能缺失。

农民卖螃蟹的价格低,凸显出农民价格话语权的弱势,价格传递的失灵,也反映出农户生产方式与大市场繁荣之间的矛盾。现在农户的生产都呈现出个体化、小农化的倾向,缺乏组织,无法形成市场的合力,反倒因为农户间的相互竞争,使得大闸蟹收购价被压低。同时,因为知识和信息的欠缺,农民无法参与大

闸蟹的市场运作,无法享受大闸蟹价格攀高带来的收益。既养又贩大闸蟹的人很容易赚到钱,但只是养大闸蟹,却难以获得好收益。如果大闸蟹的养殖能够实现产业化运作,提高农户的组织程度,使大闸蟹的养殖更加规范,无疑能大大提高蟹农在螃蟹价格上的话语权,分享市场收益。

从大闸蟹的产业链上看,虽然蟹苗价格降低了,但上游大闸蟹的成本,如饲料、水草,还是国种、虾鳃的成本都在上升,压缩了蟹农的利润。在下游,800多家拥有阳澄湖大闸蟹品牌的公司成了市场的主力,分享大闸蟹市场迅速发展的收益,同时又将税费等中间成本,通过压低收购价等转移到了农民身上,而一盘散沙的蟹农则少有讨价还价的空间。

大闸蟹市场的持续辉煌,难掩蟹农的失落,这种情况下相关部门其实大有作为。在市场化大潮中,农民的生产更需要相关部门的指导和规范,比如可以引导农户走规模化、集约化的路子,强化行业协会在产业发展中的作用,为农户提供更多的市场信息,增强农民的话语权,或者引导蟹农进入养殖业的下游,参与到市场中去,与市场化共同参与大闸蟹品牌成长与市场收益,等等。

难赚钱的不只是蟹农,蟹农之外还有多少农民无法从粮价上涨,无法从农产品品牌成长中获益?品牌的成长,市场的进步,经济的发展,不能亏待了农民,否则难持久。