新三板流动性匮乏凸显机制之困

罗贻芬

新三板流动性严重匮乏

今年7月22日,新三板迎来历史性时刻,当日挂牌公司总数达到2811家,首次超过沪深交易所上市公司总和,被视为新三板发展新的里程碑。然而,与新三板挂牌公司数量突飞猛进形成鲜明对比的是,新三板正面临流动性严重不足的尴尬局面。

在今年4月三板成指和三板做市创新高后,随着连续近3个月的断崖式下跌,新三板交易量也陷入低迷,日成交额从此前最高的52亿元跌至7月份日均3-4亿元水平,7月31日新三板市场成交金额仅为2.46亿元,创下5个月以来新低,甚至不如一只A股一天的成交额;此外,7月份新三板成交额占总市值平均比率仅为0.068%,而主板7月份成交额占总市值平均比率为2.1%,新三板仅为主板的3%,对比之下,新三板市场换手率极低,正遭遇流动性困境。

新三板市场的低迷以及流动性的严重不足,一定程度上影响到了挂牌公司的正常融资。行情的急速变脸,让新三板市场参与各方叫苦不迭,本轮下跌中,一些做市商和机构手中的筹码也出现不同程度的浮亏。从4-6月份的情况来看,协议交易方式共有862家,131家出现破发,破发率为15.2%;做市交易方式共有262家,65家出现破发,破发率为24.81%。从今年以来的增发预案和实施情况来看,特别从5、6、7月份情况看,新三板企业融资低于预期的情况愈发普遍,融资受阻情况越来越突出。

回顾近两年新三板市场的发展历程,不难发现政策一直是市场发展的主要推力。2014年,新三板正式迎来大发展的时代,从1月初的大幅扩容到5月份新交易系统上线,再到8月底做市交易制度的正式推出,新三板市场迅速成为整个资本市场的关注焦点。2015年初,在新三板市场经历2014年的跨越式发展后,市场参与者普遍预期"新三板新政"将得到延续,诸如市场分层、降低投资者门槛、完善转板制度、推出竞价交易等政策有望陆续出台,潜在的政策红利预期致使市场热度不断升温,在此背景下,新三板市场出现了2015年1月到4月的大幅上涨行情。然而,过热的情绪并不利于市场的健康发展。为规范市场秩序、保持市场健康发展,股转公司开始加大对违规交易、垫资开户等行为的监管力度,市场交易开始降温。随后,市场对于制度红利的政策预期不明朗,加上受到主板在6、7月份的大幅下跌拖累,导致了新三板市场人气涣散,流动性持续收缩。目前,新三板的流动性问题已逐步影响到了市场的正常交易,甚至出现了企业融资受阻的问题,而解决流动性问题的关键,则被寄予厚望在政策上。

股票供给快速增长 参与资金则极为有限

当前新三板市场的流动性困局,根本上是股票供给的快速增长与市场参与资金极为有限之间的矛盾所致。从政策层面上来说,最直接的解决方法就是通过分层实现差异化管理、降低投资者的准入门槛。事实上,个人投资者500万的金融资产开户起点偏高,新三板市场合格投资者(除去挂牌公司原有股东之后)数量严重偏少。随着新三板市场的快速发展与多年运行,投资者对新三板市场的风险认识逐步深入,普遍认为有降低投资者门槛的必要性与可行性。

新三板作为我国构建多层次资本市场的基石,担负着为创新、创业、成长型中小微企业提供直接融资渠道的重任。其中,新三板的分层制度一直被市场寄予厚望,尤其在做市交易制度推出之后,竞价交易在2015年推出的呼声越来越高。竞价交易作为市场分层中最具活力的交易制度,有望为新三板市场带来大量的流动性和丰富的投资机会。目前竞价交易出台延迟,在一定程度上打击了市场的信心,在市场流动性紧缺的当下,政策预期的不稳定更加剧了市场的动荡。

除了市场分层制度,转板制度亦被视为新三板市场的一大亮点。国务院《关于全国中小企业股份转让系统有关问题的决定》指出:"在全国中小企业股份转让系统挂牌的公司,达到股票上市条件的,可以直接向证券交易所申请上市交易"。目前,新三板转板制度具体操作尚未明晰,已"转板"企业都是先从新三板退出挂牌,然后重新申请上市,与企业直接申请IPO相比并没有较大的差别。

采取多种措施 改变流动性困局

在新三板市场快速扩容、挂牌公司数量大幅增加的大背景下,提供与市场体量相匹配的流动性、合理维持市场交易活跃度是保证新三板市场得以持续健康发展的必要前提。

如何解决市场流动性问题?可以通过内外结合的方法来突破此困局。

首先,可结合分层考虑适时降低投资者的准入门槛,增加市场参与者数量,吸引更多资金进场。从风险控制角度,增加市场内部分层,加强挂牌公司信息披露,严厉打击财务造假、股价操纵等违规行为,或许能从源头上降低投资者的风险。适度降低500万的资产门槛,并不会明显降低市场参与者的风险承受能力,同时还能为市场提供更多的流动性。

其次,加快完善新三板市场机制,适时推出分层管理和竞价交易、出台转板制度的具体规则等措施,不仅有利于为挂牌公司提供一个良好的融资、成长生态圈,也有利于吸引更多的场外投资者进场,增加市场交易的活跃程度。通过增加新三板市场的深度和广度,才能真正构建起一个企业和投资者之间的高效投融资平台,从而有效解决中小微企业直接融资问题,助推"大众创业、万众创新"的有效实施。

(作者单位:东莞证券)

焦点评论

天津港爆炸事件能否提升"安评"地位

冯海宁

在连续3场天津港"8.12"特别重大火灾爆炸事故新闻发布会上,"涉事企业天津瑞海国际物流有限公司的安全评价报告到底何时能公开"被记者多次问起。当地交通部门认为,对安评报告是否公开没有强制性要求,安评报告在不涉及商业秘密、国家秘密时,可以公开。显然,该安评报告不涉及什么秘密,只涉及事故真相。鉴于这起事故损失惨重影响巨大,唯有公开一切与涉事企业有关的报告、信息,才能打消公众疑虑。

据说,唯有安评报告通过安监部门审核后才可获取建设许可证。这意味着,拿到安评报告是涉事企业建设危险品仓库的前提条件。如果这份安评报告也是走形式,显然,已经为此次事故埋下了"炸弹"。因此,既要彻查该安评报告是否严格依法操作,也要调查相关安评机构运作是否规范。笔者认为,安评机构是否有官方背景并非关键,关键是这家名为天津中滨海盛卫生安全评价监测有限公司的企业是否规范操作。当然,某些安评机构拥有官方背景则不一样,比如说,权力寻租会更为方便。从相关资料看,该安评机构既被表扬过,也被批评过。2014年10—12月,由安监总局开展的"资质、人员、技术服务客观真实性"为重点的职业卫生技术服务机构专项执法检查中,该企业曾被点名批评。这或许说明该安评机构运作不太规范,有点给"官方"丢脸,理应调查该机构在其他方面是否违规。

值得注意的是,此次事故暴露出一个重要问题,即长期以来我国安评工作不仅没有得到应有的重视,而且这个领域"水太浑"。业内人士透露,类似于PX等重大化工项目的安全评估甚至比环评更重要,但无论是行业内还是法律管理上,安评的关注度都还赶不上环评。如此,安评走形式就有了机会和空间。按说,安评与环评同样重要,在公共安全、生产安全领域,安评甚至比环评更重要。但从法律层级来说,环评方面有《环境影响评价法》,而安评方面只有部门规章——安监总局出台的《安全评价机构管理规定》、《安全评价通则》。安评制度层级低,自然无法引起各方面高度重视。

笔者以为,天津港爆炸事故在安评方面有没有问题,值得深究。更重要的是,此次事故能否提升"安评"的地位,值得关注。如果因为此次事故安评制度从部门规章"升级"为国家法律,如果公开重大项目安评报告纳入强制性要求,相信安全生产事故会大大减少,类似于天津港爆炸这样的重大事故或可避免。

此外,有必要对国内安评行业进行大检查、大整顿,一方面应该重新审视重大项目尤其是危险品项目的安评报告,看看是否依法操作。另一方面,要对几千家安评机构进行整顿和规范。理应按照简政放权的要求,让安评机构与官方背景脱钩。"承接安全评价业务的中介机构很多是由政府部门指定",这一现象不正常。

足协将与体育总局脱钩

中国足球战绩差,改革将去行政化。
社会力量成主导,体育总局不当妈。
资本市场闻风动,涉球板块涨幅大。
期待国足真雄起,体育催开经济花。

赵顺清/漫画
孙勇/诗

理性看待企业工资指导线下调

井水明

截至8月16日,全国已有14个省(区、市)发布了2015年企业工资指导线。与去年相比,这些地区的工资指导线均无上调,普遍是涨幅持平或下降。这是近些年比较少见的情况。以工资权威信息发布的方式,向公众所传递的信息是非常明确的:一定程度上反映出当前经济增速放缓。

今年上半年,国家在货币政策、财政政策上采用了一系列措施以应对持续增加的经济下行压力,才保住了7%的增长速度。而外在经济因素也在持续发酵,不断恶化的金融危机和欧债危机,给全球经济增长和需求染上了灰色。国内经济面临着经济转型、结构调整、债务风险等多重压力;随着中国劳动力价格的攀升,加上内需市场低迷和出口市场萎缩的双重压力,导致了企业的盈利能力和利润空间被进一步弱化和缩小,企业生产经营正经历一个比较艰难的境地和时间段。此时此刻,一些地方下调企业工资指导线,减轻企业负担的意图比较明显。

经济增速越是放缓,对实体经济的影响越大,势必会导致企业利润的减少。而随着劳动力工资的持续增长,当企业所承担的劳动成本上升到一定程度时,企业能够选择的方式,就是减少劳动力来维持企业生产经营和利润水平的基本平衡,不可避免的就是有不少人将被企业裁员,从而直接影响到这部分人的正常生活。要保障劳动者有尊严地劳动、有保障地生活,在经济增速放缓的大环境下,政府利用下调企业工资指导线,以工资权威信息发布的方式对用人单位和劳动者约定合同工资起引导作用,一方面把过快增长的企业劳动成本控制住,另一方确保企业与工会双方通过协商谈判决定工资水平时,能够通盘考虑一下企业所面临的压力,防止一些企业下调工资来转嫁经济增速放缓给企业利润增长产生的压力。

工资指导线是企业决定工资的参照系,对企业没有强制性,特别是在企业用工紧张的情况下,下调企业工资指导线的实际意义,不仅仅是帮助企业减轻负担,在某种程度上还传递一个明确的信息:在保增长与保就业之间需要寻找一个最佳的契合点,在什么情况下都要保证实体经济的发展,只有保住了实体经济,保就业才会成为有源之水,一旦企业因劳动成本快速上升,或转地、转行,或破产、倒闭,最终伤害的都是普通劳动者的切身利益。但是,必须看到,企业用工根本不可能按照工资指导线来协商谈判,员工工资水平远远高于这条底线。现实的状态是只要企业不给员工一个称心的工资水平,员工会"用脚投票",近来企业遭遇的"用工荒"正好验证了下调工资增幅对企业需要的高水平的员工影响不大,甚至可以说是微乎其微的。因此,在劳动者与企业围绕着工资水平的利益博弈中,员工的利益诉求常常占上风,企业想生存下去,劳动成本上升会倒逼企业必须争取时间创造"善的竞争力"来吸引员工。

由此可见,政府下调企业工资指导线,更要在帮助企业渡过难关上提供政策性支持,特别在大力为企业减税减负上,敢于拿出"真金白银"为企业降低节节攀升的劳动成本,以增强企业可持续发展的能力,并在涨工资上创造空间和动力。

■书评 Book Review

揭开程序化交易的"黑箱"

黄小鹏

与以往历次大跌相比,A股今年这次暴跌行情出现了三个新的影响因素:杠杆、股指期货和程序交易。杠杆的助涨助跌机制易于观察,也易于理解,但股指期货、程序交易在行情剧烈波动中到底是如何"搅乱"市场,恐怕不是一件容易弄清楚的事。时至今日,股市已渐趋平稳,但期指、程序交易对行情的影响过程、机制还处于"黑箱"状态,只要"黑箱"不打开,就会为阴谋论提供丰厚土壤。

打开这个"黑箱",超出了一般市场参与者的能力范围,最有效的办法是由监管者进行全面调查并发布分析结果,但迄今为止我们得到的监管信息极为有限。不过,比照一下别国市场情况,或许可以给我们提供一些启示。在这里,我觉得《高频交易员——华尔街的速度游戏》(英文书名:Flash Boys - A Wall Street Revolt,中文版由中信出版社2015年1月出版)一书有较高的参考价值。

程序化交易已占美国股市总成交量70%,其中主要又是高频交易,一些机构通过高频交易获得了丰厚利润,例如,高盛公司2009年第二季度共有46个"亿美元交易日"。这些新闻与事实,对中国投资者来说并不陌生,但这一切究竟是如何发生的?历来投资理念主导的美国股市何以在短短数年时间内突然出现如此高比例的"即日鲜"炒家,电脑程序又是如何取代荷尔蒙旺盛的交易员,成为不会说话却会下金蛋的鹅?对于这一疑惑,《高频交易员》一书可以给人们一个比较满意的回答。

高频交易的井喷式增长,其实不过是华尔街金融机构悠久的"抢先交易"的现代升级版,交易所的开放竞争和发达的通讯技术是其产生的大背景。

2005年,美国证监会推出"全国市场系统管理规则"(Reg NMS),并于2007年实施,这项监管措施要求经纪商要为投资者找到最优市场价格,其初始目的是为了杜绝抢先交易,保护投资者利益。也就在差不多同一时间,美国交易所行业开放,纽约交易所、纳斯达克也向公司制转变,在开放、竞争的大环境下,交易所如雨后春笋般出现,仅到2008年初就已有了13个不同的公开交易所,大多数都位于新泽西州北部。此外,经纪商也还在公司内部设立自己的交易所——"暗池"(中国人对"暗池"不会觉得陌生,因为很多金融诈骗公司都撮合客户搞对敲交易,但"暗池"在美国并不违法),据说,发生在"暗池"中的交易量已占到美国股市总交易量的40%。在一般人心中,美国股票交易由纽交所和纳斯达克垄断,但这种情况早已是老黄历。如今,虽然企业上市挂牌主要还在纽约交易所和纳斯达克,但股票交易则早已高度分散化,两家交易所、新兴的电子交易所、经纪商"暗池"之间展开激烈的竞争,经纪商只要履行了为客户找到最优市场价格的义务,交易可以发生在任何一个交易场所。这些交易场所将其报价汇集到"证券信息处理器"(SIP)协议中,由SIP协议计算出全国最优买卖报价。

这看上去是一个完美的方案:开放、竞争、保护客户利益。但魔鬼藏在细节中,原本是要根治抢先交易的立法,最终促成了另一场在高科技推动下更加疯狂的抢先交易大赛,并让那些占得先机的经纪商大赚特赚,让后知后觉者陷入被动挨打的境地。

细节在于通讯。在一般人看来,每秒30万公里的传输速度对于交易所之间几十公里、一两百公里的地理距离来说,完全可以忽略,但如果你真忽略了这毫秒(千分之一秒)、微秒(百万分之一秒)、甚至十亿分之一秒的时差,你就在这场新的竞赛中未战先败了!正因为交易场所的多元分散,股票在形成一个统一的全国最优报价之前,信息要在各个交易场所流动,那些掌握了几毫秒甚至几微秒速度优势的经纪商,相当于提前偷看到了别人手中的牌,再通过计算机程序在各个交易所选择最有利的价格进行订单的买和卖,这样就可以在不承担任何风险的情况下(收市时手中头寸为0)获取极微小的价差交易机会,在极大成交量支撑下这些交易可赚取丰厚利润。

高频交易首先竞争的是速度。《高频交易员》一书介绍了提高速度的匪夷所思的方式。例如,一家通讯公司为了缩短芝加哥和纽约之间通讯距离,不惜一切代价要让光纤走直线;高频交易公司为了缩短与交易所之间的通讯距离,把服务器放在交易所隔壁,交易所甚至托管服务器而成为重要利润来源,等等。该书描绘了科幻般疯狂的速度竞争,如果你喜欢看科幻片,这本书一定不会令你失望。其次,高频交易也是算法的竞争,而算法优劣在于短期预测能力(主要不是预测股价趋势,而是预测交易对手的订单)。

读者不难看出,在通讯速度和算法上占据优势的机构,事实上就是新型"抢先交易"的赢家,当然,他们实现利润靠的是拼命钻法律的缝隙,也离不开以盈利为目的的各种交易所的配合。

《高频交易员》的作者迈克尔·刘易斯曾在所罗门兄弟公司当了4年的债券交易员,他以这段经历为蓝本的《说谎者的扑克牌》开创了美国财经图书的全新写作风格,甚至可以说是开创了一种新文体。这类图书作者均有金融从业经历,他们熟知细节,对华尔街的贪婪文化有切身体会,他们将一丝不苟的写实与人物、故事、甚至传奇不可思议地融为一体,以至于你根本不知道自己是在看小说,还是在看纪实,阅读这类书就像看电影大片,情节紧张、曲折离奇,但人物全都实名实姓,事件的日期、场景精确。除了前述刘易斯的两本书之外,《泥鸽靶》、《华尔街的肉》均为此类中的佳品。

要获得日益盛行的美国高频交易的感性认识,我觉得《高频交易员》是难得的一本好书。当然,中国市场环境与美国有巨大差异,美国式的高频交易至少在可预见的时间内不太可能大规模出现在中国。一是中国的交易场所仍然垄断,基本上不存在竞争,证券商开设"暗池"显然也是违法的。二是中国股票交易存在印花税,这对大批量以赚点微小利差为目的的交易行为可能有一定的抑制。但是,这并不能意味着交易技术、交易速度一定不会威胁到股市的公正性,也并不意味着程序交易的一些做法不会对市场造成扰动或操纵。事实上,中国市场上的程序交易规模已经不小,但至今我们仍无法准确评估其正面、负面效应及其确切的作用机制。在此次监管层公布的信息中,程序交易可责备的似乎只有频繁地报单、撤单这一项,而这是否是程序交易的题中之义,还是操纵的证据,亦未可知。总之,中国市场上的程序交易"黑箱"需要揭开,而不能让它长期蒙着神秘的面纱。否则,我们又如何知道对其"恶意"做空做多的指责是否成立呢?

联系我们

本版文章如无特别申明,纯属作者个人观点,不代表本报立场,也不代表作者供职机构的观点。如果您想发表评论,请打电话给0755-83501640;发电邮至ppll18@126.com。