



肖国元

【元来如此】
严苛的管制并不是解决问题的办法。建立起自治的、相互制衡的机制最为重要。

新股发行的“眉毛”与“胡子”

肖国元

在A股市场,新股发行历来是一个敏感问题。

不过,不同时期,敏感的内容也有所不同。由此来看,20余年的A股,大概可以划分为前后不同的两个阶段。创业板推出之前,为一个阶段;创业板推出之后,为另一个阶段。

在前一阶段,投资者关心的是发行的规模与价格。尤其当二级市场低迷时,投资者往往将新股发行与否看成是官方对待市场态度的风向标,并依此预测市场走势。这里的逻辑是,新股发行分流二级市场资金,因此,投资者认为,如果增发新股,二级市场就会止跌上涨。由此,每当市场低迷时,伴随而来的就是增发新股的呼声。

而在目前我们正经历的后一个阶段,投资者的敏感度扩大了。他们不仅对发行价格、发行规模很敏感,而且关

注诸如询价机构、老股减持、存量占比等其他更广泛的问题。其中,最具影响的莫过于老股减持。如果老股在发行阶段就大规模减持,那么,这是不能接受的。奥鹏康正因为如此而犯了众怒,冥冥之中被暂停发行了。

众所周知,在前一个阶段,基本上不存在对老股减持的担忧。原因也许是多方面的,但主要有两个:第一,新股发行以增量发行为主,存量发行很少使用;第二,更重要的是,在这个阶段,发行者以国有企业或者国有控股企业为主体,即使兼有别的小股东参与,大体上也是国有法人或企业法人。不像现在的创业板公司,发行主体以民营企业、私营企业为主,其中夹杂着许多自然人,或者以自然人为主体的VC与PE。在投资者眼里,这些以私人为主体的发行者具有较大的道德风险,而以国有企业等公有制为主体的发行者似乎不存在类似的道德问题。

对民营与私有企业的道德担忧以及由此而产生的道德恐惧是中国社会的主流意识,这意识可谓源远流长。一方面,缘于市场经济的不发达,以及以自由企业、竞争、契约为核心的市场经济的阙如,中国社会长期以来没有建立起对私有经济的信任;另一方面,被神圣化的集体经济、公有制所具有的“大公无私”的信念深入人心,人们只看到了公有制与公有经济的华丽面纱,高估了它所具有的公信力,低估了它的道德取谛与道德风险。对创业板老股减持的担忧正是出于这样的困惑。当然,这种困惑不是短期内可以克服的。作为一种经济文化的核心内容,它的形成需要市场经济漫长的润物细无声的浸润。而指望扭转这种局面以适应新股发行是不现实的。但这并不等于说,我们只能等待才能玉成此事。

证券市场是市场经济的重要组成部分,证券市场的改革与发展虽然依

赖整体环境,但也有自己的独立性,可以为市场经济的发展与市场文化的建设做出自己独特的贡献。因此,在证券市场中,采取市场化的手法推动实施市场经济的规则不失为有效之举,以达到促进市场经济的发展、渗入与完善,以建立起市场经济文化的宏大目标。

具体言之,新股发行中存在的老股套现问题的更直接的原因在于,老股减持缘于我们的发行制度对超募的态度而所做的制度安排。其中一个基本原则就是:如果超募了,老股就必须减持。由此,我们陷入了这样一个路径:超募—老股减持—套现—道德风险—限制减持—发行价管制。我们知道,超募的一个主要原因就是发行价过高,而发行价之所以过高,根源又在于发行规模与募集资金的总量控制。在这样的情况下,如果不超募,那么新股发行量很可能达不到上市要求的比

例。而要达到这个要求,就必须减持老股的比例。而在高位减持老股套现,又正好印证了投资者对私营企业的成见:正中了他们套现走人、一夜暴富的下怀。由此,新股发行陷入了左右为难、“死胡同”,管理层也陷入了“两面挨耳光、里外不是人”的窘境。

老股高价套现不利于社会资源的效益最大化,与新股发行的初衷有悖,这是值得警惕的。但这不是问题的要害。事实上,即使存在套现走人的现象,也是极少数,绝大部分老股东并不情愿在发行时就减持套现。于是,回归本质与真相,对于解决问题至关重要。严苛的管制并不是解决问题的办法。新股发行事关方方面面,建立起自治的、相互制衡的机制最为重要,分不清“眉毛”与“胡子”而瞎抓一气,只能让我们永远偏离正轨而步履蹒跚,正像过去二十多年走过的一样。

(作者系证券时报记者)



温天纳

【温酒论道】
在目前低无可低的情况下,“吊丝股”在马年或许有绝地逢生的机会。

传统“屌丝股”马年有望翻身

温天纳

在国际市场,一般均以“红色”代表股份或指数的下跌。在往年,因农历新年假期较短,亚太区股市普遍较A股早开盘,更跌个满堂“红”。要待内地股市复市后,近日股市才稍为喘定。

春节期间,内地友人到访香港,笔者忙于接待。良朋欢聚,彼此无所不谈,话题中也提到市场习惯的区别,以及内地与香港年青人用语的不同。大家也谈起“屌丝”一词在内地的兴起,对它成为“屌穷丑”代名词的原因做了一番探究。

作为国际金融中心的香港,是高度都市化的地方,不存在农村,甚少遇见农村进城谋发展的年轻人。因此,香

港很多金融界的朋友并不知悉这个词,更无法理解“屌丝”心态。一个不容回避的现象是,近期“吊丝”一词也杀进投资市场。由于“屌穷丑”行为和股份在市场中不断涌现,有人用“屌丝”一词来形容自己的投资经历,“屌丝行业”或“屌丝股”开始出现。

根据笔者观察,“屌丝股”有这样一些特征:首先,相关股份的基本经营状况长期没法改善,更甚者在持续恶化;第二点,因财务表现欠佳,股份价格持续性低迷,无论是整个板块还是个别股份,估值水平不断下跌;第三点,大户与机构投资者对相关股份或板块丧失兴趣,减仓情况严重。

讽刺的是,金融市场中的“吊丝股”并非名不经传的小型股,而是周

性的蓝筹股。金融海啸后,内地股市在2009年再次现高位,绝大部分与经济挂钩的周期性行业下跌幅度均大于市场,而估值更处于多年来的低位,令人生惧。

在目前低无可低的情况下,“屌丝行业”或“屌丝股”在马年或许有绝地逢生的机会。对此,投资市场也有一些“消极”的理据:第一,投资市场对相关行业前景已无预期,相关估值或许已经无法再被下调;第二,内地不少重点行业正进行整合,国企改革也在进行,不少行业的边缘运营或能改善,若产能整合能顺利进行,过剩的产能最终将被可消化。同步在改革的进程中,管理上的激励制度若能革新,也将有助企业经营效率;第三,内地环保节能

压力不断加大,若干周期性行业必须加快淘汰不合格的产能,速度或许高过预期,在钢铁、建材、机械行业中的下游或将较为明显。

另外,一些基本面持续低迷、产能严重过剩的行业也将面临整合与重组。参考国务院早前针对化解过剩产能的意见,显示出中央政府具有决心去化解过剩产能的问题,这也是有助行业基本面的改善。今年,并购贷款以及优先股的推出将为今年内地金融创新的重头戏之一,对推动产能整合进程有极大的作用,读者也可以多留意行业中的龙头企业“吊丝股”能否成功更名?笔者认为这就需要看整合的力度和速度了。

过往堆满市场的“屌丝股”有望在

马年翻身。那么,谁将成为2014年新的“屌丝股”?会否是2013年表现尚算不错的内房股?过去的几年,内地一直希望以刺激内部消费拉动经济增长,当中最为突出的行业肯定是房地产。不过问题却同步出现,内地各行各业均面对产能过剩的情况,为何只有房地产成为逆市奇葩?以笔者的观感,内房倒是产能最为过剩的行业之一,房价与收入比例已经疯狂地超越国际合理水平,高处不胜寒,下一步将如何?两会将在3月召开,政策对内房是松是紧?届时方向将更为明朗。土地制度改革已经启动,若两会后,调控政策出台,内外夹攻,说不定,内房有可能成为新一代的“屌丝股”。

(作者系香港资深投资银行家)



陈思进

【三思而论】
英国拟对比特币的增值征税,这将使比特币的持有者不能再匿名。

监管趋严 比特币前景黯淡

陈思进

上周五,日本比特币交易网站Mt.Gox发布公告称,因技术问题,需暂停比特币提款。该消息引发比特币的价格进一步断崖式下跌。此后,在多重利空的作用下,比特币跌破600美元。其关键的原因是有比特币大户开始抛售!

比特币的这一轮暴跌,再次证明了巨大的市场波动,必定和金融泡沫如影随形。同时也再次警醒政策制定者,在缺乏监管的情况下,金融市场所凸显的严重问题!

今年1月26日,比特币市场上最活跃的人物、比特币基金会的副主席查理薛蒙(Charlie Shrem)在纽约机场

被捕,被检察官指控出售100万美元的比特币,帮助用户在黑市网站“丝绸之路”上购买毒品、枪支和转移资金。一旦罪名成立,薛蒙将面临长达30年的监禁(其中,洗钱罪名监禁25年;未报告可疑活动罪名监禁5年)。

美国政府对比特币的监管力度也延续到了其他国家。目前,世界各地央行对类似比特币的虚拟货币,都已渐渐开始了严厉的打击。多数国家指示其金融机构不得接受比特币。因其不像美元和人民币等国家所支持发行的货币(即法币)那样,最多只是缺乏官方保障的数字虚拟货币而已。

2013年12月,中国对比特币曾发出禁令,使比特币遭遇断崖式下跌,单日跌幅高达30.5%;俄罗斯更发出

严正警告:禁止境内任何组织和个人使用比特币;使用比特币将会面临刑事指控!并立法禁止直接发行比特币的货币替代品,通过比特币洗钱将被判处监禁长达7年。随即印度、印尼等多国都相继发出各种不利比特币的禁令,这些对目前比特币的价格大泡沫来说,无疑是釜底抽薪。

不过,顺便提一句,由于比特币整个市场交易量很小,价格还会维持在750美元~1000美元之间一段时间。既得利益者会尽可能将比特币以高价抛给最后的接棒者,将其所获得的巨大账面财富渐渐兑现。

由于比特币的交易方式,资金在转移时不需要个人真实身份的认证,使得政府和金融部门均无法跟踪账户

和冻结资产,可谓真正的“匿名交易”,还可以带来逃税等“好处”。

因此,英国拟对比特币的增值征税,那也就是说一旦开征,将可能使比特币的持有者不能再匿名。其他各国也可能将效仿。

以比特币为代表的网络虚拟货币进入金融市场,就像上个世纪90年代,由互联网概念形成的dot.com热那样,被人以所谓科技创新和改变人类生活为说辞,忽悠投资者入场。结果纳斯达克一路飙升,炒作最高至5400多点。之后泡沫破灭,纳斯达克雪崩,一路狂跌到1100点左右才止住,总共跌去80%之多!纳斯达克的巨大金融泡沫,吞噬了多少人一辈子的积蓄!

刚走马上任的美联储主席耶伦表

示:“我绝对相信我们的监管责任是关键,监管如同货币政策一样重要,需要采取同样多的时间投入其中……稳定金融的首要任务,是把监管金融体系作为一个整体来提升,来检测金融稳定的风险……”由此看出,耶伦对金融监管的态度异常强硬,比她的任何前任都要严厉。比特币的投机炒作性质,将扰乱金融市场的稳定,这显然是美联储今后将出手监管的对象!

“谁掌握了货币,谁就掌握了世界!”比特币以及各种类似的虚拟货币,就好像在饭店门前摆摊,肯定是得不到官方认可的,那肯定将是前景黯淡的!

(作者系加拿大皇家银行风险管理顾问)



木木

【缘木求鱼】
看到的风险,一般都不算风险。要团结一心、集思广益,往往都能绕过去或直接解决之。

中国能否摆脱QE退出的困扰

木木

奥巴马2014年国情咨文中,最闪亮的一句话,莫过于“世界头号投资地点是美国而非中国”了。对美国而言,这句话类似鼓舞士气的号角;于中国而言,却是引人警醒的鸣镝。奥巴马讲话之后没过24小时,美联储就宣布将再次缩减QE100亿。

美国连续缩减QE,许多国家就颇为头痛,新兴市场国家尤其被动,资金流出、本币贬值、经济停滞、社会动荡……与以前多次发生的情景相似。

中国还属于新兴市场国家之列,许多人当然就免不了要为之担心一番。在10日举行的“中国经济50人论坛2014年年会”上,许多专家也都对此表达了充分的担忧。

专家的担忧总是有些道理的,QE退出确实已经给中国经济、社会发展和金融稳定造成了一些困扰,大家对这都有目共睹。那么,中国到底能否成功摆脱QE退出所带来的困扰,实现二次跨越呢?从历史上看,前景似乎并不乐观,因为时至今日,在美国的“狙击”面前,好像还没有成功摆脱的范例。从现实看,如果QE以加速度退出,中国面临的压力似乎就会马上不堪忍受。

现实似乎确实很残酷,但人总要活下去。从内外两个方面考量,局势远未如一些人想象的那般不可收拾。中国跳出“困境”,实现二次跨越,应该不是小概率事件。

就美国而言,奥巴马在2014年国情咨文中,为美国人画了一张比较大

的“饼”,要改善基础设施,改善医疗,改善教育,改善社保,等等。都是需要花钱的大好事!但钱从何来呢?无非两条途径:加税、抢钱。加税应该是加不动的,因为99%的美国人已经从奥巴马那里得到了减税的保证;而且,要加税的话,美国还怎么担当“世界头号投资地点”的美名呢?因此,减税应该是主基调。

收入不断减少,还要维持现有及未来增加的巨大支出,看来需要进一步加大抢钱力度了。从目前的效果看,抢钱虽小有收获,但面对奥巴马雄心勃勃的复兴计划,现有的战果显然还不足挂齿,“同志仍需努力”。要想抢钱大获成功,就需要在货币战略上更下心思。

虽然QE已经连续缩减两次了,

但鉴于伯南克在离职演说中的真情告白,以及美国政府说一套、做一套的历史传统,就不能想当然地认为金融危机爆发以来的QE已经完成了历史使命。美国人在关键数据上习惯性地作假从来不是什么秘密(但人家管这叫“造假”,而是叫“高层级战略手腕儿”),因此,世界还远未进入“后QE时代”。要警惕美国人在货币政策上搞“减灶增兵”的招数,这并非杞人忧天。从人性角度审视,毕竟干惯了“以钱生钱”的营生,就很少有人能再回过头去埋首于费力不讨巧的“制造业”了。

就中国内部而言,虽然目前看起来压力很大,矛盾很多,如区域发展失衡、经济转型困难、金融体系风险逐渐积聚、地方债务迷雾重重、房地产摇摇欲坠、环境污染日益严重……但看到

的风险,一般都不算风险。面对这些“风险”,只要团结一心、集思广益,往往都能绕过去或直接解决之。

还需要关注的是,目前对推动改革最有利的,是民心可用。习近平主席吃过包子后,位于月坛北街的那家小餐馆不但包子销量剧增,而且居然成为旅游景点,由此,我们就清晰看到中国老百姓心中的理想是什么。以此理想为施政目标,解决前进道路上的难点问题就有了足够的支撑。只要把握住了这一点,对中国这个大国而言,许多看起来异常凶险的风险,异常严重的困难,解决起来都将是技术层面的,包括QE的退或不退,只能是战术性的骚扰,不会对战略局面带来本质影响。

(作者系证券时报记者)