

■乱弹

翡翠怎会去石头市场贱卖

建设创业板市场请三思而行

最近有提议在天津设立创业板市场,作为沪深主板市场的补充。我反对这个提议。主要原因如下:

1、通过降低上市门槛来设立创业板市场,将提供糟糕的激励机制。因为降低上市门槛不能培养出好企业,只能培养出说谎话的企业。

我们先来看一个故事:在缅甸开采玉石矿的市场上,摆放着各种未经雕琢的矿石,其中有可能包含翡翠,也可能什么都没有。买主可以选择打磨和擦拭玉石,一旦发现玉石有可能含有高成色翡翠,卖方就会相应提价,反之降价。如果这个市场上全体购买玉石的投资者都是真正的玉石专家,那么出售玉石的卖家就会事先主动打磨全部玉石,防止自己低价卖出。如果市场上全体购买玉石的投资者都自认是外行,他们就会主动要求卖家当场打磨全部玉石,以防自己高价买进。但是,事实情况是玉石市场上的玉石都是不打磨的,就是说市场上大多数人都自以为自己是专家,而实际情况恰恰相反。

现实的金融市场上,也普遍存在这种现象。为什么越是好公司(翡翠)越是会频繁而严格地披露相关信息?因为他们不希望公司价值被打折扣。越是差的公司(石头)就越不愿意披露信息(被打磨),因为他们希望混在真正的玉石中,卖个好价。从这个意义上讲,我们可以理解美国股市的“萨班法”,该法律对上市公司提出了更严格的要求,导致在美国上市的标准提高许多。但是,一旦企业通过了这个严格的审查,就能获得美国股市很高的定价,其市盈率远远高于其他市场。我国香港曾经设立过创业板,其英文缩写 GEM(宝石)市场现在被海

外投资人戏称为 STONE(石头)市场。如果把成熟市场看作翡翠市场,设立创业板就是设立了一个石头市场。而在石头市场上,卖方(上市公司)都不太愿意披露信息,也愿意接受低价,他们知道大多数企业都不能成功发展下去,就希望编些故事来出货。这些企业如果真的是翡翠的话,是不愿意来石头市场贱卖的,他们宁可等到条件成熟时候去主板上市,享受一个更高的合理估值。因此,通过降低上市门槛的结果不是培养了中小企业,而是提供了一个可能鼓励部分企业作假的机制。这不是中国要培养和发展资本市场的本意,也和中央提出的保护中小投资者利益的主张相违背。

我们对资本市场的监管应该越来越严格,越来越规范,这是激励企业又好又快发展的正确机制。如果沿用老思路,在资本市场中划出一个监管比较宽松、门槛比较低特区,结果会害了企业又害了投资者,而且也不符合科学发展观。

2、扶持中小企业创业的关键不在于融资。我访问过不少中小企业,困扰他们发展的最大问题其实并不是融资难。他们难以招架的是:随意性很强的行政检查,个别公务人员的吃拿卡要,国家重点扶持的国有企业的市场优势,公开竞标时的暗箱操纵。帮助中小企业最好的办法是让政府自我约束行政行为,与此同时,让国企和民企在相等同待遇下竞争。让市场更健康,更透明,更公平,这应该成为我们各级政府机构的努力方向。

我很荣幸地遇到一些优秀的企业家,他们的企业效率很高,市场份额很大,增长也很迅速。他们对于上市有

◎周洛华

专栏作者 上海大学金融学副教授



两种心态:一种是不愿意露富,经营情况稳定,现金流情况良好,有多年来建立的市场地位和客户关系,是否上市对于他们来说没有多大的意义。另一种是雄心万丈,志在高远,愿意去主板上市,但是他们上市的目的并不纯粹是融资,这些企业在上市前并不缺钱,他们是想通过上市来规范企业,推广自己的品牌。这些企业在上市前的私募中对投资者的要求非常高,不仅要出高价,还要求是业内有名的大公司,比如高盛、摩根之类。我还遇到过一些不太好的企业,他们非常热衷于上市,管理者们对于上市的条例了如指掌,他们发起设立公司的目的就是为了退出。他们的商业计划书总是非常花哨,但是现金流总是非常令人担心。巴菲特说过,“如果你不打算持有一个股票10年,你就不要持有它10分钟”,而这些成天想卖出自己创办的企业的创业者会成为在市场上的“价值毁灭者”。他们的到来,将使创业板的估值定价被打到很低水平,致使国家更加不愿意来创业板,来创业板的是更糟的企业。这些由资本运作高手创立的企业将来就会成为在创业板的石头,他们从来就不具备成为翡翠的竞争力。

3、让专业的机构投资者而不是无辜的散户去承担创业板风险。

我们完全应该为中小企业发展融资,但不必通过设立创业板来实现。首

“通过降低上市门槛来设立创业板市场,将提供糟糕的激励机制。因为降低上市门槛不能培养出好企业。如果打算在天津设立创业板,还不如让天津成为产业基金中心。天津本来的优势,加上东北的重振计划,会诞生一大批类似于凯雷和黑石那样的大型、有实力的投资机构,它们将深刻影响中国的金融产业。”

先,我们应进一步规范主板市场,使主板市场公司治理更合理,中小投资者得到更好保护,主板上市公司的监管更严格。这样就使得主板成为一个卖翡翠的市场,主板上公司的定价即便很高,也是合理的。在这个基础上,政府应该允许专业机构以信托、基金、公司等形式,投资到那些还没有上市的企业中。通过股权融资的办法,为中小企业融资。这些专业机构熟悉市场的定价机制,他们有资源来发现、分析、选择和帮助那些有潜力的中小企业。一旦机构进入了某小企业,就会严格要求该企业提高效率,督促企业改善管理。而如果我们是通过创业板来为小企业融资,投资者都是小散户的话,情况就不同了。小散户没有时间,精力和资源来监督改善企业。他们是被动的投资者。

落实中央提出建立多层次资本市场的思路,并不能通过设立更多交易市场来实现。多一个市场就多一套监管,多一套制度,多一种寻租的可能。“临下以简,驭众以宽”,中国人的政治智慧值得我们学习。

我们需要一个严格监管、定价合

理的主板,通过专业机构的活动来培养未来在主板上市的企业。在这个过程中,专业机构能够给小企业带来新的价值,也承担了相应的风险。

4、天津具备了成为产业基金中心的一切有利条件。如果打算在天津设立创业板,还不如让天津成为产业基金中心。通过一系列优惠政策,能使天津迅速成为主板市场以外又一个非常活跃的金融中心。这些优惠政策可以有:凡是总部设立在天津的机构投资者在 A 股退出时,免征所得税;允许机构在天津设立全国性产业基金,认购对象是保险公司等机构;允许在天津投资的公司拆分所投资对象公司股票给普通投资者,拆分股票免税。各专业机构、审计会计、律师咨询等金融服务行业在天津就会相应发展起来。这样,全国各地需要融资的中小企业都会汇集到天津,真正形成中国私募投资产业中心。

天津本来的优势,加上东北的重振计划,会诞生一大批类似于凯雷和黑石那样的大型、有实力的投资机构,它们将深刻影响中国的金融产业。

■眼观四处

QFII撤离沪深股市真相

——“新行为金融”考察之四



◎李国旺

银河基金管理有限公司市场总监

QFII正在撤离沪深股市,有些 QFII 声称其额度已经用不完;同时,中美战略对话中,又达成将 QFII 额度一下子从 100 亿美元升至 300 亿美元的协议。这两个似乎互相矛盾的现象,但却十分符合经济学原理:QFII 进入中国股市,是为了获取比其它国家更高的收益,短期的撤离,不过是战术性行为;以争取更多额度,为了在战略上获取中国经济发展的成果。因此,QFII 的撤离只能是局部的,暂时的,而不可能是全面的、长期的。

从战术层面看,沪深股市静态市盈率从 10 多倍上升到 35 至 40 倍,在全球资本市场的确定度比较高。如果单纯从静态市盈率角度考察,海外投资银行的风险预警及 QFII 部分撤离行为都是十分理性的,难怪格林斯潘近期也对对中国股市发出了预警,并对除中国以外的亚太市场产生了负面影响。

但是,中国资本市场在持续发展,不仅其制度因改革而变化,上市公司的业绩也因为制度改革和经济周期的双重作用而出现前所未有的逐级提升的现象,投资者结构和力量对比也在发展变化,政府的监管能力也在不断提高,再用以前的眼光和预测模型来分析,只以静态而非动态发展的眼光看待中国资本市场,就会看走眼。

中国资本市场太有中国特色了,它既集中了中国传统经济的特点,又吸纳了海外先进的管理文化,在十几亿人口推动的投资、出口和消费过程中,人口红利就会推动经济持续增长 20 至 30 年,加上 30 年改革开放形成了大量优质资产,一旦源源不断地注入股市,其对股市的质量提升是无法用简单的数量模型来计算的,因为他们承担着国家甚至民族的经济责任。因此,中国资本市场仍然是很有底气的市场,特别是人民币持续升值和具有储蓄存款习惯的居民开始唤醒理财意识后涌入股市,以上这些因素在相互作用,使股市在未来的发展过程中会有大量优质的筹码供投资者选择投资,会有人口红利形成的持续的消费投资需求拉动经济。国际资本进入中国市场对中国经济接轨世界肯定有好处,也会对中国和相关机构提出更高的服务要求,但中国经济内在的自组力量才是中国股市稳定发展的核心力量。

阳光下的 QFII 在撤离,但月光下的外资正在大规模进入,有人预测规模可能达到正式 QFII 的 10 倍,即有 1000 亿美元。比如高盛以股权投资形式进入中国知名的品牌企业或者新兴行业;出资 3500 万美元购买中国平安保险公司 6.8% 股份;出资 6000 万美元收购中国网通 2.4% 股份;出资 5000 万美元收购中芯国际 4.0% 股份;出资 2000 万美元完成粤海企业有限公司大规模重组;牵手曼联等财团出资 8000 万美元购进无锡

尚德 55.77% 股份;出资 20.1 亿元人民币吃进河南双汇集团全部股份等等。这些企业要么在所属行业占有着特别的权重,要么具有十分乐观的成长潜力,因此其所产生的市场影响要大大超过一般性企业。这些投资不受 QFII 额度限制,回报更高。因此,对外资进入中国资本市场,我们不能单纯看进入二级市场的额度,还要看他们进入一级市场甚至更早的战略投资的情况,因为许多这些投资都会在二级市场的不同阶段退出来,进而影响具体企业的市场定价。

在金融脱媒时代,一些隐性的海外资金已经渗透到中国二级资本市场。这些隐性资本的规模大小及其流通方式,可能对沪深股市的波动影响更大,因为它隐蔽而脱离了政府的监管。但无论如何,因为在资本项目下人民币还不能自由流通,无论是正规的 QFII 还是隐性的外资,当前在中国资本市场上的规模还不能形成实质的作用,还不能动摇整个 A 股市场,但多多少少会对国内投资者心理造成冲击。对此,我们要高度警惕。

QFII 的撤离带动了海外资金从 B 股市场脱身,极大影响了规模较小的 B 股市场,三天内下跌 20%,这是对对中国资本市场未来发展的一次预警;如果将来 QFII 额度有足够大,当规模到达 300 亿、1000 亿、2000 亿美元时,对沪深市场的冲击力究竟会有多大?我们要未雨绸缪。

国内资本市场利益相关者都要积极面对 QFII 发出的风险预警信号。首先是政府尽快提高调控市场的水平。近来投资者老是“误读”政策信息,导致政策的边际效用不明显,这对政策制定者和投资者双方都不是好事。如果政策作用力不彰,就会频繁出政策或者出更猛烈的政策,当政策能量积累到一定程度必然爆发,很可能因此激起市场的强烈波动而“误伤”投资者,即造成社会财富的损耗和价值的蒸发。其次,机构投资者坚持价值投资的理念不能动摇。对中国股市的整体价值评估,既要有静态的国际横向比较,从而准确把握中国资本市场在一定时点的世界经济地位;又要以中国经济发展与金融体制改革的历史观点动态地考察中国股市的未来发展潜力和未来价值定位,唯有如此,才能科学客观地在世界时空和历史空间中正确估值中国资本市场,既避免重犯经验主义错误,又可以防止主观定论中国股市必然出现黄金十年过于乐观的预测。对大众投资者来说,理财知识教育和风险控制同等重要,两手都要硬。如果沪深股市上下都修炼得稳如磐石, QFII 咋怕再怎么进进出出,也不会影响大局了。



蒋玉磊 制图

■世话实说

奥运能否顶起股市一片晴天?

最近朋友们都说我疯了,因为我七大姑的八大舅的十三姨的表侄女在米兰俱乐部擦盘子,我由此感同身受地为 AC 米兰笑傲欧冠赛场而志得意满、信心爆棚、茶饭不思,如果说这就叫疯狂,那比我疯狂的更有人在。

鲁迅先生说:“这世界上本没有路,走的人多了也就成了路”。虽然万人空巷,草木皆兵,人头攒动都可以同时看作奥运或是股市的关键词,但平常心而论,众人竞技的体育盛会和全民博傻的金融市场本没有太多实质性的密切联系。饶是如此,“奥运当前股市不跌”之言论近来愈发不绝于耳,能够将奥运和股市这股玄妙莫测地联系在一起,让人不得不感叹别有用心的深谋远虑,或是随波逐流者的阿 Q 精神。

奥运能否真正构成股市持续走强的中流砥柱?寻觅这个问题的答案显然要着力于两者极其有限的联系点。首先从实体经济角度看,奥运能够顶起股市一片晴天的关键,在于奥运经济影响力的大小和方向。如果奥运能够由“鲶鱼效应”而激活一国经济的潜在增长力量,那么基本面的走强会给股市带来源源不断的向牛动力。但问题在于,奥运经济资源配置方式的成功与否、奥运经济时序阶段效应的方向判断,都不是奥运之前利用有限信息就能断然确定的,过早地盲目自信,显然是不明就里的夜郎自大。

作为四年一次的世界体育盛会,奥运会规模宏大,规格甚高,但归根结底还是一项系统工程。在工程建设中,资源的配置手段如何,是最基本的也是最重要的战略选择。在奥运组织者的选择菜单上,有两种最纯粹的配置手段:市场和政府。选择市场,意味着奥运会将交给商业化程度较高的商人或团体运作;选择政府,意味着在安排奥运建设中政府将事必躬亲

地解决所有问题。值得深思的是,两种资源配置手段都有成功和失败的先例,在市场一边,1984 年的洛杉矶奥运会取得了空前成功,而 1996 年的亚特兰大奥运会却收获了一地鸡毛;在政府一边,1984 年前的每次奥运会都注定是经济失败的滑铁卢,但 1988 年的汉城奥运会却给韩国经济振兴奏响了序曲。

北京奥运能否借由资源整合获得经济成功,关键取决于市场为主导、政府为补充的资源配置方式怎样和谐搭配,这种资源配置的规模效应在目前看来仍然扑朔迷离。毕竟在当前的政治生态之下,政府配置奥运资源存在着可能的“奥运政绩”风险,而尚处于深化改革阶段的市场配置方式也可能带来“重短期、轻长期”的“奥运短视”风险。如果因信心爆棚而缺少风险控制的有效手段,奥运经济演化为透支增长要素的海市蜃楼也并非绝无可能。无论如何,对奥运经济保有谨慎乐观的审慎姿态是不失理性的,这意味着至少在奥运周期刚刚开启之际,便称奥运对股市形成有效实体经济支撑稍显言之过早。

其次从行为金融角度看,奥运能够顶起股市晴天的关键在于市场心理暗示的强弱和真伪,如果市场主体在其有限信息集下毫无保留地相信奥运经济足以形成股市走强有效的支撑,而且股市的确没有在奥运之前调整的必要,那么无论这种信心在完全信息之下是否“完全理性”,市场“非理性”行为都会形成股市走牛

的长久动力。但目下的市场主体并非全然人云亦云,毫无主见。在沪深股市业已不断冲破历史新高之际,惴惴不安的市场参与者一边继续着一拥而上的羊群动作,一边在心里打着如何全身而退的小九九。很多人在高喊“奥运力挺股市”口号的同时,也在期盼着别人还有自己相信这一点,但不幸,

◎程实

复旦大学国际金融系博士



不可思议的市场走势和心浮气躁的市场环境都无法让任何人真正心安理得地相信这一口号。也就是说,市场的“奥运强势”心理,追根究底是不确定的,在如此背景之下,作为博弈另一方的政策调控者会如何选择呢?试想,如果一年之后忐忑不安的市场主体发现他们的不确定心理被证实为是确定的,那么奥运之后调控必将到来也将被同视作为是确定的,那明哲保身的理性选择正是在调控抑制股市之前尽快鸣金收兵,这反而会导致奥运结束之后,甚至是在进行之中或是临近之时股市预期不可避免的全面看空,进而可能在羊群效应之下引发股市一泻千里。所以,在市场主体“奥运强势”心理不确定之时采取有效措施控制资本市场风险,也许是能够以最小长期经济代价真正维持奥运阶段经济稳定的较优政策选择。毕竟,当断不断,必受其乱,将风险控制有意推后的政策努力很可能被市场主体理性利用而导致事与愿违的风险压抑提前爆发,这意味着奥运对股市形成有效行为金融支撑在变化莫测的博弈环境中有些虚无缥缈。

的确,汉城奥运前期,韩国 KOSPI 指数突破 700 点,全年涨幅高达 70%;悉尼奥运前期,标普/澳证 200 指数突破 3300 点,创历史新高。但这也许仅仅是两种独立社会现象不期而遇的简单耦合。从整个奥运历史来看,并没有足够数据支撑“奥运力挺股市”的大胆结论。其实,我也知道 AC 米兰夺冠和我没有什么关系,我只不过想找点理由疯狂一下。

■排沙简金

这笔交易 隐含了多少内情

娃哈哈与达能接近 2 个月的攻防战,终于有了结果。5 月 22 日,达能亚太区总裁范易谋写给娃哈哈董事长宗庆后一封信。信中显示,根据宗庆后刚刚提交给达能的 2007 年合资公司的预算,从现在起到今年末,“合资生产企业的销售总额仅有 3% 的增长(合资销售公司的销售业绩与去年相比将下降 30%)”,“其中一部分销售还被非法转入非合资销售公司”。范易谋在信中多次提到“令人担忧”、“令人失望”,应“尽快”召开董事会商讨此事。

这场宗庆后高举保护民族品牌大旗与达能展开的攻防战,把经销商、娃哈哈员工、相关地区地方政府、学者、健力宝等企业纷纷卷了进去。在保护民族品牌的喧嚷声中,充斥着图穷匕首见的火药味和利令智昏的滑稽。

1996 年,娃哈哈与法国达能公司、香港百富勤公司共同出资建立了五家公司,共同生产以“娃哈哈”为商标的包括纯净水、八宝粥等在内的产品。当时,娃哈哈以商标作价 1 亿元,以无形资产注入,占了 49% 的股份,达能与百富勤占 51%。伴随着宗庆后与达能签字落笔,《合资经营合同》约定娃哈哈系列商标的全部权利归入合资公司。亚洲金融风暴之后,香港百富勤在境外将股权卖给了达能,使达能跃升到了 51% 的绝对控股地位。

为了确保合资公司拿到娃哈哈商标,达能同年与娃哈哈签署了《商标转让协议》,又在 1999 年签订了《商标使用合同》。合同约定,除了合资公司可以使用娃哈哈商标外,中方不能许可第三方使用娃哈哈商标;若需使用,必须征得合资公司董事会同意。

1999 年签署的这份《商标使用合同》,在 2000 年娃哈哈集团的改制价格确定中起了决定性作用。因为商标权已经落入合资公司,娃哈哈集团改制就没有把商标纳入资产评估范畴。2000 年,根据娃哈哈集团的改制要求,原集团 100% 的持股方杭州上城区政府,将净资产的 54% 转让给以宗庆后为首的经营者和职工。其中,宗庆后出资 1.5 亿元左右,占 29.4% 股份;管理层及员工出资逾 1 亿元,占 24.6%。

及至集团改制完成,宗庆后主导的娃哈哈集团便即开始“擅自”将商标许可给大量非合资公司使用。据达能聘请的知识产权代理公司调查,从 2001 年到 2006 年期间,集团共授予 87 家企业“娃哈哈”商标使用权,而达能与娃哈哈的合资公司总数仅为 39 家。因此,在 2006 年的 37 家非合资公司中,由宗庆后及其家人拥有的海外公司控股 29 家。接下来发生的事便在“情理之中”:宗庆后与达能的合资企业从“双赢模式”转变为“掏空模式”,通过大量的非合资企业转移资本及利润。这也就是达能所谓过去 18 个月来娃哈哈非合资企业的“异常增长”。

资本感觉到了危险。达能试图通过与宗庆后谈判收购非合资企业来“一劳永逸”地解决问题。据达能方面称,他们于去年 12 月 9 日与宗庆后签订了一份具有法律效力的中文协议,清晰界定了解决非达能合资企业问题的方法、方式以及时间范围。这些公司的总资产价值高达 56 亿元,去年还产生了 10.4 亿元利润。达能以上市公司并购常用的市盈率计算方法,食品饮料业的平均市盈率为 8 至 10 倍,达能要获得 51% 的股权大致要支付 42.4 亿元。由此达能开出了 40 亿元的谈判价,以购买宗庆后家族在那些合资企业中的股权。

40 亿元赎买“宗氏”权益,开始让宗庆后心动。于是他签署了相应的协议。但宗庆后今年 1 月 10 日致函达能集团,拒绝执行该协议,此后又对达能要求召开董事会的三次公函置之不理。已经做大的宗庆后,早已把持了娃哈哈实际控制的控制权。61 岁的宗庆后,当然不会以家族利益受到侵害为由为难,他要树立起“民族品牌存亡”的大旗,掀起一场抵御八国联军的“人民战争”。

10 年前的娃哈哈品牌使用权合同确实值得商榷。那是在国家商标局没有批准娃哈哈商标转让情况下的妥协产物,打着特定时期的烙印。连宗庆后自己也承认:“商标使用许可合同实际上是一个变形的商标转让合同”。正是这个转让合同,给娃哈哈的发展带来了滚滚资金流,而且还成就了娃哈哈集团改制的桥梁,使得宗庆后以低价控制了娃哈哈集团。宗庆后怪罪达能没有提前较真,总是在最后关头才出牌,可是,许多事情不经过董事会,达能怎么说?就是开始表明了态度,你宗庆后不愿意,还不得按照你的路数来?

宗庆后提出达能涉嫌垄断,未免牵强。因为娃哈哈并不具备行业垄断的实力。况且,宗庆后是始作俑者。毕竟这场引来无数口水的“并购”本质是商业利益之争。这可能是宗庆后本人本着特定目的一手造成的,不是别人强加的。

宗庆后最后叫响的旗帜是民族品牌保卫战。可是,那民族品牌已经被实现一己之利而得到了充分的利用,已经在自己有了自觉意识的情况下被“转让”了,到今天危及自身利益时,再提出来保卫,未免滑稽。这也太小看中国人的智慧了。

在真相面前,人们迟早会觉醒。千万不能轻视或玩弄民众的智慧。



◎王育理

管理专家
首钢发展研究院
企业所所长