

# 亏损局面尚难扭转 券商押宝新三板直投

□本报记者 顾鑫

据中国证券报记者了解,多家券商的直投业务目前已经开始在新三板发力,除了较早就成立的申银万国证券、中信证券、国泰君安证券等大型券商的新三板基金,平安证券、华龙证券等中小券商也设立了专门的新三板基金。券商人士透露,成立相关新三板基金逐渐成为行业共识,不少券商背景的新三板基金正在积极筹备之中。

业内人士认为,尽管新三板是一片蓝海,但当前还需要继续进行投入,市场的制度和功能仍不完善,预期中的大蛋糕何时落地存在悬念。在这一过渡时期要尽快改变券商新三板业务不赚钱的局面,凭借自身优势发力直投是理性选择,但直投仍面临尽职调查和定价能力欠缺、监管可能收紧等多重考验。

## 扭转亏损局面尚需时间

马年伊始,市场就传出新三板挂牌费用上涨的消息,有观点认为,随着新三板的正式扩容,近几年来券商在新三板的投入期将要终结,随之而来的是回报期。不过,实际情况并没有这么乐观。

“券商的盈利空间依然很有限,挂牌费上调仅仅是为扭转之前亏损局面。”金元证券场外市场总部副总经理赵玉告诉中国证券报记者,新三板企业挂牌费与春节前相比大概上涨20%-30%,券商利润空间并不大。

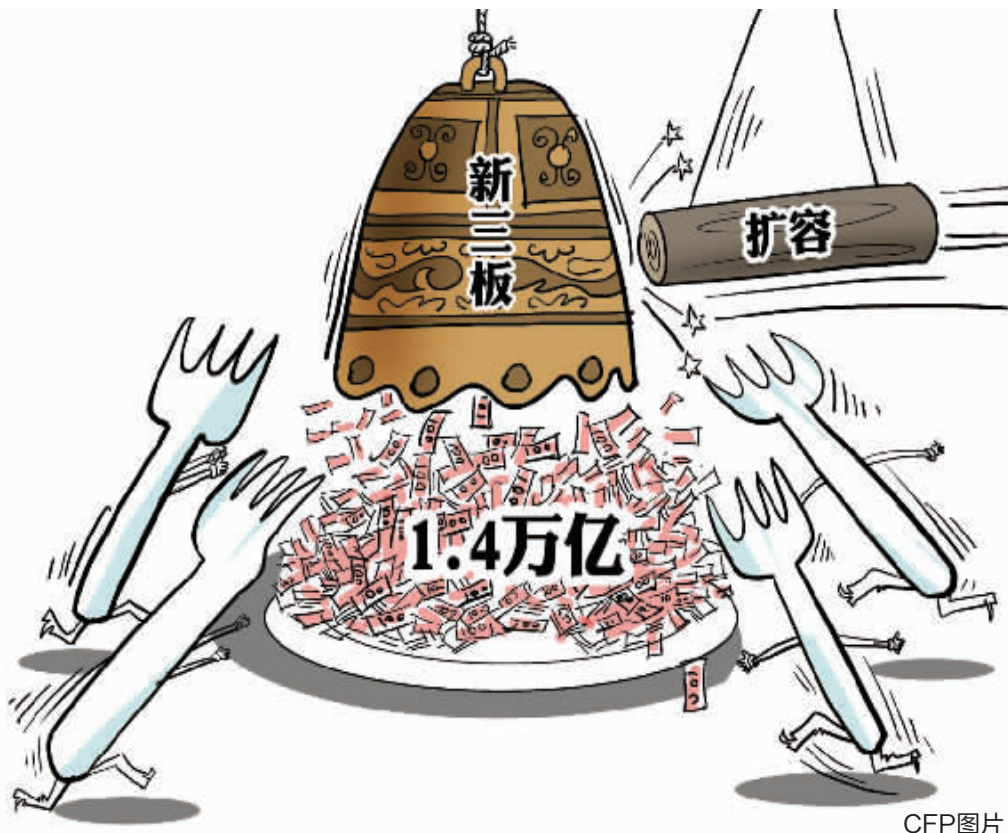
券商人士指出,新三板业务还依然处于市场拓展期,需要进行大量的人财物等方面的投入,考虑到这些因素,目前就开始盈利还存在难度。挂牌费上涨反映的是之前的费用太低,现在企业对新三板的接受度在上升,挂牌的需求与券商的服务能力相比出现变化。但券商推荐企业在新三板挂牌毕竟不同于IPO项目,盈利并不能仅靠这一项目。

南方一家券商的人士透露,现在几乎没有100万元以下的项目。而此前为了争抢市场份额,券商将挂牌费压得很低,有的项目收入甚至都无法覆盖人工成本。

北京一家券商人士告诉记者,挂牌费用上涨主要原因是地方政府的补贴减少,此前有些券商报出70万-80万元的成本价,主要是因为存在地方政府补贴。新三板全国扩容后,个别地区一次性就出现几十家企业挂牌,补贴总额超出当地政府预算,补贴标准随之下调。政府给补贴是为了鼓励企业挂牌,未来随着市场功能的完善,即使没有补贴也会有企业愿意主动挂牌。

实际上,收取挂牌费并不是券商在新三板盈利的主要渠道。安信证券研究报告显示,券商新三板业务的盈利主要来自于三方面:一是投行业务收入,挂牌收费较少,更主要是挂牌后的定向融资和转板IPO;二是直投业务收入;三是做市收入,这也是主要的收入来源。安信证券分析师杨建海认为,新三板扩容对券商盈利的贡献尚需时间积累,中长期意义更大。

投行业务方面,新三板的融资功能正在逐步好转,但直接融资的比例依然偏低。长城证券场外业务负责人张玉玺表示,当前通过定增融资的公司比例大概有10%-20%,市场制度进一



CFP图片

步完善后预计还会提高。另外,优先股、私募债等产品也有待推出,转板制度的出台也没有确定的时间表。

做市业务方面,做市交易系统预计在8月份上线,而最终券商的盈利能否好转、好转到什么程度都还是未知数。西部证券场外业务负责人程晓明表示,做市商必须对挂牌公司进行双向报价,即同时报出券商买入价和券商卖出价,而且投资者只要按照做市商的报价就能够买得进、卖得出。如果做市商将券商买入价挂得很高,投资者将股票都卖给做市商,股票就可能砸在手里。

## 寄望直投业务打破僵局

券商人士认为,新三板业务进入回报期还言之过早,现在依然是培育期或过渡期,需要尽快探索新盈利点,直投业务应当是重要方向。据记者了解,一些券商去年在新三板业务方面的亏损甚至达到数千万元。

在上述三大盈利点中,直投业务被寄予厚望。以华龙证券和北京湘财福地公司为主共同发起设立的甘肃金城新三板股权投资基金正式开始进入实质性运营阶段。该基金专注于新三板市场的私募股权投资,基金的出资人大部分为甘肃国资委下属大型国有投资公司,基金规模设计为10亿元,首期规模为2亿元。基金将主要投资于节能环保、新材料、移动互联网、云计算、生物制药、医疗器械、卫星定位导航及位置服务等高新技术及战略性新兴产业。

此前,市场还传出平安证券筹备设立新三板基金的消息。该基金由其旗下直投子公司平安财智设立,预计募资额度为1亿-2亿元,投资门槛暂定为1000万元,主要是面向机构投资者

和具有风险承受能力的个人投资者发售,该基金对于企业的投资标准更具个性化,比如尚处于亏损阶段的互联网、生物医药类型的企业也会纳入投资范围。

据中国证券报记者了解,另有多家券商也在筹备设立新三板基金,而设立的方式包

## 专家认为做市商前景不宜过早乐观

□本报记者 顾鑫

随着新三板扩容至全国,做市商制度走向前台,下一步的推行则需要等待交易系统上线。业内人士称,交易系统预计8月份上线,之后市场流动性和券商盈利状况到底会发生多大变化仍无法判断。做市商制度有待进一步细化,股转系统应发布有关细则,而这对于市场未来的走向将起到至关重要的作用。从台湾市场经验来看,当前对于做市商前景还不能有过高预期。

## 定价能力体现竞争力

中国证券报记者了解到,目前做市商制度的各项技术系统准备正在紧张进行,后续新三板将根据业务、技术准备情况尽快推出。各家券商正在招兵买马、扩充人才队伍,同时抓紧对于做市商制度的研究,提升研究定价等方面的能力,确定投资做市资金安排、制定做市企业选择标准和开发相关交易软件等。

券商人士称,定价能力将体现券商的核心竞争力,这将直接影响到券商能否通过做市业务盈

括三种,一是全部使用自有资金,二是与其他投资者合作成立基金,三是筹集并管理客户资金进行投资。采用第二种方式的券商居多。

在接受记者采访时,申银万国证券有关人士称,具有券商背景的基金比普通PE投资新三板更具有优势,因为主办券商推荐企业上市必须对企业了解并且要进行持续督导。对企业是否具有投资价值、成长性如何、风险点在哪里等方面把握得比较好。早在2012年11月,由申银万国证券作为出资方之一的武汉光谷新三板股权投资基金就已经设立,首期基金2亿元,总规模为5亿元。

不过,对于新三板券商直投的前景,一些业内人士并不看好。从券商直投整体的营业收入规模来看也并不是很大,以直投业务在行业内领先的中信证券为例,其直投子公司金石投资2012年实现营业收入82.5046万元,净利润47.273.96万元,占中信证券营业收入的比重不足5%,占净利润的比重为11.1%,远低于高盛、摩根士丹利、瑞银等国际大投行的直投业务在业务总量中的占比。

另外,由于比其他投资者更具信息优势,券商的新三板直投业务未来还可能面临更加严格的监管。根据证监会2011年发布的《证券公司直接投资业务监管指引》,“严禁投行人员及其他从业人员违规从事直接投资业务”;“担任拟上市企业的辅导机构、财务顾问、保荐机构或者主承销商的,自签订有关协议或者实质开展相关业务之日起,公司的直投子公司、直投基金、产业基金及基金管理机构不得再对该拟上市企业进行投资”。这意味着投行部门与直投部门之间应当设立防火墙,先保荐后直投的模式也不被允许。

利。另外,软件开发也是较为核心的环节,一般的券商无法单独完成,需要与其他公司进行合作。

新三板扩容后的集体挂牌日,市场成交量曾一度暴增,但如今市场再次陷入较冷清局面,做市商制度细则的推出预计将使市场发生改变。

华融证券分析师认为,新三板业务的关键是为企业融资,但融资难点在于没有定价,投资者难以判断该以什么价格购买公司股票,引入做市商制度和竞价制度后,新三板挂牌公司的换手率预计将大幅提升。以台湾兴柜市场为例,2012年换手率超过30%。

也有业内人士提出疑虑,一是新三板企业的股东存在惜售心理,二是投资者门槛尤其是自然人投资门槛偏高。数据显示,截至2014年1月末,新三板投资者开户数为12347户,其中自然人10854户,占比88%;机构1493户,占比12%。自然人投资者以挂牌公司既有股东为主,包括原始股东、董监高及参与股权激励的核心员工等。当然,全国股转系统公司也在努力提升市场的流动性,一是放宽挂牌公司股票限售规定,增加市场可流通股票的数量;二

## 尽职调查和定价能力欠缺

有券商人士指出,新三板直投与主板、中小板、创业板的直投大不一样,对于券商的尽职调查和定价等方面的能力有较高要求。

申万有关人士告诉记者,主板、中小板、创业板的直投面向的是规模比较大、发展比较成型的企业,公司治理等各方面比较规范,不确定性相对较小,很多数据也可以测算。但是,新三板大量的企业规模都很小,在通往发展成熟的道路上存在很多不确定性,很难建立模型预测企业未来的盈利,因而新三板的直投类似于VC,和PE还不太一样。

券商人士透露,如果尽职调查不够充分,券商未必能够真正了解企业,有的企业为了实现挂牌也可能使出一些伎俩,对公司的风险点进行有意回避。无论是推荐企业挂牌还是进行直投,券商都面临这方面风险。

中投证券有关人士介绍,尽职调查的重点包括企业的历史沿革、合法合规事项、公司治理情况、持续经营能力等,其中企业家的素养是关注的重点之一,具体应考察其文化程度、决策能力、创新能力、协调能力、社会地位、员工拥护度等。另外,在企业的独立性方面,应该禁止同业竞争、减少或规范关联交易、避免资金占用。

北京市常鸿律师事务所主任常卫东表示,公司股东的出资应当合法合规,新三板企业多为高新技术企业,很多企业创立时存在股东以无形资产评估出资的情况,如果无形资产属于职务发明,则涉嫌出资不实的问题,需要用现金替换无形资产出资,还应注意有的股东以无形资产入股,但实际并未办理过户手续。另外,公司股权应当清晰,相关股东需签署不存在股权待的承诺函等。

是降低单笔报价委托数量,将最小交易单位调整为1000股。

## 盈利状况有望改善

做市商制度细则的推出有望改善券商新三板业务的盈利状况。国泰君安研究报告显示,2013-2015年新三板做市商差价收入有望达到2亿元、35亿元、154亿元,收入贡献度为0.1%、1.5%、5%。未来我国做市商制度有望在多层次资本市场中全面铺开,大型券商将在长跑中显现综合竞争优势。

业内人士表示,如果未来新三板挂牌企业达到3000-5000家,百亿元水平的做市业务收入完全存在可能,净资本充足、综合能力强、产品设计及定价能力上具备竞争优势的证券公司将是最大受益者,不过也依赖于未来推出的做市商制度细则。

公开资料显示,十多年来,已推出做市商制度的台湾证券业并没有真正从中盈利。业内人士表示,如果新三板市场做市商制度的设计是照搬台湾市场的经验,在持仓位、买卖价差等方面的限制不当,那么最终结局可能不太乐观。

## ■ 上交所投资者之声第三期

# 现金分红:稳稳的幸福

【编者按】“我要稳稳的幸福,能用双手去碰触,每次伸手入怀中,有你的温度”。随着年报披露高峰期的到来,2014年的上市公司“分红季”也将启幕。与二级市场价差收益相比,现金分红是上市公司为投资者提供良好回报的基础,是实实在在的收益,是“稳稳的幸福”。上海证券交易所高度重视现金分红工作,去年发布了相关《指引》,今年又下发了有关《通知》,对于分红较好的公司给予鼓励,支持中小股东获取现金红利。祝愿广大投资者通过上市公司的现金分红抓住“稳稳的幸福”,分享公司成长发展带来的实在收益。

## 一、上交所为推动上市公司现金分红制定了哪些规定?(武汉投资者徐女士来咨询)

上市公司现金分红是投资者回报的重要组成部分,也是判断公司股票价值的决定性因素之一。对于投资者而言,现金分红政策是投资者做出投资决策的重要依据。然而,我国上市公司现金分红比例与成熟市场相比仍存在一定差距。资本市场对投资者的回报水平有待提升,部分公司分红机制有待完善,给投资者的分红预期还需进一步明确。在此背景下,上交所作为上市公司一线监管机构自律组织,有必要推动沪市上市公司提高分红水平,给投资者提供稳定可期的良好回报。

近年来,在中国证监会的领导下,上海证券交易所(以下简称“上交所”)一直致力于推动上市公司注重投资者回报,切实提高上市公司现金分红水平。2013年1月,上交所正式发布了《上海证券交易所上市公司现金分红指引》(以下简称“《指引》”),督促和引导上市公司现金分红,实现长期资金人与现金分红之间的良性互动,提升股东回报水平,保护投资者合法权益,促进证券市场长期健康稳定发展。

在上市公司年报启动披露之际,为了便于上市公司理解和落实《指引》和中国证监会关于上市公司分红的相关规定,做好年报现金分红相关信息披露工作,提高现金分红信息披露质量,上交所对原《上市公司定期报告工作备忘录第七号——关于年报工作中与现金分红相关的注意事项》进行了修订,并向上市公司下发了通知。通知要求各上市公司应当依据中国证监会《关于进一步落实上市公司现金分红有关事项的通知》、《上市公司监管指引第3号——上市公司现金分红》以及上交所《指引》的相关规定,在年报中详细披露现金分红政策的制定及执行情况。

今年,上交所还将继续贯彻落实国务院办公厅《关于进一步加强资本市场中小投资者合法权益保护工作的意见》和中国证监会《上市公司监管指引第3号——上市公司现金分红》的要求,修订完善上交所现金分红制度,优化投资回报机制,继续督促、引导上市公司现金分红,提升投资者回报水平;同时,进一步深化现金分红比较研究,吸收建立高回报资本市场的国际经验,夯实为投资者提供良好回报的基础。

## 二、上交所通过制定上市公司现金分红相关的规定,建立了一种怎样的机制?实施效果如何?(IP:42.48.96.\*)

上交所通过一系列规定,引入市场化约束机制和激励性措施,引导、鼓励和支持上市公司做出有利于股东利益的现金分红决策,推动上市公司建立了持续、稳定、科学和透明的现金分红机制:

一是明确分红水平衡量基准。在综合考虑了沪市上市公司近三年来现金分红的实际情况下,将上市公司现金分红金额占净利润比例的30%和50%分别作为平均分红水平和高分红水平的衡量基准。在此基础上,针对具体执行过程中可能存在的不同情形,分别规定了相应的约束性措施和激励性措施。

二是推出备选分红政策。参考境外成熟市场常用的分红政策,制定固定金额政策、固定比率政策、超额股利政策、剩余股利政策四种备选分红政策;要求上市公司在公司章程中明确现金分红优先于股票股利的利润分配方式;鼓励上市公司在现金股利之外采用现金回购股份等方式回报股东。

三是强化信息披露。上市公司需要专项说明其现金分红政策是否符合公司章程的规定或者股东大会决议的要求。上市公司要在年报中说明分红标准和比例是否明确和清晰、相关的

决策程序和机制是否完备。为保护中小股东权益,上市公司需披露其现金分红政策是否给予中小股东充分表达意见和诉求的机会等内容。上市公司对现金分红政策进行调整或变更的,还应详细说明调整或变更的条件和程序是否合规和透明。

四是引入第三方评价机制。鼓励具有专业能力且客观公允的社会第三方对公司各年度的分红能力和水平予以评价和披露。上交所也将发布现金分红年度研究和评价报告,积极营造正确认识公司分红能力和水平的舆论氛围。

此外,上市公司的分红决策程序也被明确规范。

通过多管齐下的措施,沪市上市公司现金分红水平在原有分红水平基础上又有所提升。2013年,共有653家沪市上市公司在披露2012年年报的同时推出派现方案,比2011年年报的558家增加了95家,占上市公司总数的68%;分红总额达5959亿元,为近四年之最,派现金额占归属于上市公司股东净利润总额的35.16%,派现比例创历史新高。

## 三、有些公司达到了分红条件但是却不分红,对于这样的公司有没有约束措施?(投资者孙先生拨打本所4008888400热线提问)

“重融资、轻回报”一度是中国股市的“顽疾”。近年来,随着中国证监会和上交所一系列引导和鼓励现金分红措施的落实,上述现象得到了较大改观。但也有少数上市公司达到分红条件却不进行分红或分红水平较低。

对此类上市公司,上交所将立足于自律监管职能,在充分尊重公司自治的基础上,强化信息披露,重点关注公司是否详细披露了未分红或分红水平较低的原因,相关原因与实际情况是否相符,并持续关注留存未分配利润的确切用途等。

非每个投资者都能获得正收益。也就是说,现金分红是实实在在的收益,而二级市场的交易中存在股价下跌导致投资者亏损的风险。

当然,上市公司现金分红后确实会有除息、纳税。就除息而言,实际上,除权除息是境内外市场普遍存在的一种市场化机制。根据《上海证券交易所交易规则(2013年修订)》,上市证券发生权益分派、公积金转增股本、配股等情况,上交所将在权益登记日次一交易日对该证券作除权除息处理。除息过后,股票价格会有所变动,但是,股票的价格最终取决于公司的质量特别是公司的持续盈利能力,除息对公司股价的影响并非决定性的。就税收而言,目前监管部门已对股息红利个人所得税政策做了优化调整。

2012年11月16日,财政部、国家税务总局、中国证监会发布了《关于实施上市公司股息红利差别化个人所得税政策有关问题的通知》,对持股1年以上的投资者,其股息红利所得在此前20%税率的基础上,减按25%计入应纳税所得额,实际税率仅为应纳税所得额的5%,这一政策调整,有利于增加投资者的回报。

国际成熟市场经验也已经证明,只有建立了有效、稳定的上市公司分红机制,才能吸引以获取稳定分红收益加合理资本利得为目标的长期资金类机构投资者,市场估值才会相对合理、稳健。

## 免责声明:

本栏目刊载的信息不构成任何投资建议,投资者不应以该等信息取代其独立判断或仅根据该等信息做出决策。上海证券交易所力求本栏目刊载的信息准确可靠,但对这些信息的准确性或完整性不作保证,亦不对因使用该等信息而引发或可能引发的损失承担任何责任。更多内容敬请关注上交所投资者教育网站 <http://edu.sse.com.cn>。