

# 财富

周刊  
WEEKLY

理性投资，财智生活

财眼看市

## 谨防交易“乌龙指”

何川

近日，新三板创新层中的协议转让股票宁波水表发生2笔1970元/股的极端价格成交，较前收盘价21.91元/股大幅上涨。后据调查，此次异常价格成交系投资者误操作所致。近年来，新三板市场“乌龙指”事件频出，部分协议转让股票股价短期波动巨大，给市场行情造成干扰，这也警示了新三板协议交易方式亟待优化。

从本次“乌龙指”事件来看，新三板一投资者误将买入价格19.70元操作为1970元，并以此定价申报买入2000股“宁波水表”，随后其他两个投资者先后通过点击方式申报卖出，各成交1000股，成交价格均为1970元/股，成交金额合计394万元，造成该股价格瞬间大幅上涨。而根据《证券法》相关规定，“按照依法制定的交易规则进行的交易，不得改变其交易结果”。因此，此次异常交易的成交结果有效。

此次“乌龙指”事件，一方面提醒新三板市场投资者应仔细了解相关业务制度，审慎投资，谨慎操作；另一方面，也凸显出从制度和技术层面来优化协议交易方式的必要性和紧迫性。目前新三板绝大部分公司采用的是协议转让，它主要包括两种方式，一种是“一对多”的定价委托模式，卖方将所卖股票的价格、数量等信息录入系统，任何投资者想买都可以下单；另一种是“一对一”的成交确认委托，即买卖双方私下达成协议，敲定买卖股票的数量、价格信息，录入成交约定号，实现交易。

相比于尾盘撮合成交和集合竞价，协议转让交易更具连续性，特别是在行情较好、股票交易活跃时协议转让也可以达到类似于连续竞价交易的功能。但协议转让也有诸多弊端。一方面，它包含的交易方式较多，交易步骤比较复杂，且股票没有涨跌幅限制，交易新手容易出现“乌龙指”而亏钱，引发了不少争议；另一方面，“一对一”的成交确认委托是线下协商线上交易，股票价格容易被操控且价格波动过大。典型案例就是2015年发生的“中山帮事件”，通过关联账户对敲，短时间内将多只股票股价拉升几十倍，然后折价诱惑他人“上钩”接盘。

因此，尽快改革和优化协议转让方式是必然路径。首先，应推出新三板市场的盘后大宗交易制度，并取消盘中协议转让的“一对一”成交确认委托模式，以有效制约操控股票价格的行为，降低价格波动幅度，提高新三板个股日K线的真实性。

其次，还可考虑将当前协议转让方式中股票在下午收盘时的一次撮合成交模式延伸为上午和下午收盘时各一次撮合成交，以相对提高协议转让股票的市场流动性和股票价格的公允性，让投资者能更好地通过交易价格来发现股票的真实价值。

最后，规范和优化中介机构提供的新三板交易软件。比如，明确规定交易软件在投资者交易挂单时必须引入提醒功能，即当投资者挂单价格明显大幅偏离正常市价时，交易软件会自动提醒警告，尽量让交易者避免“价格小数点输入失误”的操作和“上钩”接盘价格严重偏离真实价值的股票。

帮用卡者降分期成本，分银行利息收入一杯羹

# 网金平台掘金“信用卡代偿”

本报记者 郭子源

财富视线

▲ 互联网金融平台先把钱借给持卡人帮其还款给银行，再向持卡人收取一定利息，但这一利率水平低于银行信用卡分期利率，由此为持卡人节省利息费用

▲ 城商行与信用卡代偿平台合作，既可以放贷，又可以考虑在信用卡获客方面互通，甚至有可能转移部分大型银行信用卡客户到中小银行这边来

尽管经历了两年多时间的爆发式增长，消费信贷仍面临诸多待解课题，其中，如何获取有效的贷款入口、场景颇为掣肘。

《经济日报》记者发现，为了解决这一痛点，已有部分消费金融机构，尤其是互联网金融平台盯上了“信用卡代偿”这一入口。简单来说，如果持卡人暂时没有足够资金还款、需要进行信用卡分期，互联网金融平台先把钱借给持卡人帮其还款给银行，再向持卡人收取一定利息，但这一利率水平低于银行信用卡分期利率，由此为持卡人节省利息费用。那么，信用卡代偿平台的资金来源是什么？风险控制如何做？这一新兴消费信贷模式是否合规？有无发展空间？

## 如何代偿？

“第一次知道有信用卡代偿软件，源于小区电梯里的广告。”京嫣云女士家住北京市朝阳区双井某中档小区，去年底，一则设计颇具特色的广告引起了她的注意。

这是信用卡代偿平台“还呗APP”投放的楼宇广告。“上面画了一支温度计，最低刻度标注的是‘还呗’的利率，再向上的刻度标注着银行信用卡分期利率，再向上的刻度标注着民间借贷利率。”京嫣云说。

她介绍说，由于自己持有多家银行信用卡，有时会遇到资金暂时周转不过来，需要分期还款的情况，加之低利率、好奇心驱动，她回家后便下载了“还呗APP”。

这一互联网金融平台后台数据显示，京嫣云可获得最高信贷额度为3万元，借款流程全部通过线上完成。具体来看，用户先注册，再人脸识别、上传身份证、关联信用卡，后台审核通过后即可放款，将资金用于归还银行信用卡账单。

那么，信用卡代偿平台的利率究竟有多划算？京嫣云说，因银行而异，与某些分期利率较高的银行信用卡相比，代偿平台更具吸

引力。她举了个例子：我有2万元的信用卡账单，如果在银行做分期，共12期，应付利息总额为1975元，如果先在“还呗”平台上借2万元把钱足额还上，再分12期把这2万元还给平台，需支付的利息总额为1000元，节省了975元。

由此产生的市场机遇正是信用卡代偿平台兴起的动因。目前该市场的参与者正在增加，多数是互联网金融平台，除了“还呗”，已入场的还有“卡卡贷”“51信用卡管家”等。

那么，为何消费信贷纷纷选择信用卡代偿作为切入点？卡卡贷总经理李海峰表示，有卡群体本身具有征信报告，相对于无卡群体来说其资信状况更好，正因如此，商业银行、消费金融公司均青睐有卡群体。不同的是，在消费金融领域，这两类机构侧重做客户的购物分期，而卡卡贷主要关注信用卡用户的应急还款需求，单笔金额不大，平均为6000元—7000元，应急需求通常集中在3期、6期、12期也会有。

## 钱从哪儿来？

与商业银行、消费金融公司等持牌机构相比，信用卡代偿平台的资金来源是什么？风险控制如何管理？据记者了解，常见模式是平台与中小型商业银行合作，获得较低成本的信贷资金，以保障其开展业务。

以“还呗”为例，其所属公司为上海数禾信息科技有限公司（以下简称“数禾科技”），该公司已与恒丰银行、上海银行合作，通过信贷获得资金。

值得注意的是，为了覆盖信贷资金风险敞口，数禾科技的母公司“分众传媒”还为其提供了连带责任担保。也就是说，如果数禾科技未能按协议约定的时间要求为借款逾期客户足额代偿本金、利息，分众传媒将在恒丰银行、上海银行邮件发送补款通知书后

一个工作日内，补足所需代偿本金及利息，并将前述款项直接支付到指定账户。

从分众传媒2016年12月6日发布的公告看，针对恒丰银行的合作贷款项目，拟为数禾科技提供单笔金额不超过4.5亿元，累计金额不超过10亿元的连带责任担保；针对上海银行合作贷款项目，拟为数禾科技提供单笔不超过4.5亿元人民币，累计不超过5亿元人民币的连带责任担保。

此外，据“还呗”官方介绍，其核心团队来自招商银行信用卡中心、中国银联等，具备量化风险管理能力。客户申请贷款时，平台会结合其资信信息、互联网信息、申请行为数据信息等要素进行综合评估，放款后则实时动态监控，防范操作风险。

信用卡代偿实际上分了商业银行利息收入的一杯羹，那么，为何中小型商业银行仍愿意与这些平台开展合作？

“一是大型商业银行不太关注这类小体量的业务，二是城商行与信用卡代偿平台合作，既可以放贷，又可以考虑在信用卡获客方面互通，甚至有可能转移部分大型银行信用卡客户到中小银行这边来。”某城商行公司金融部人士表示。

## 空间有多大？

经过初期的发展，信用卡代偿平台的业务已初具规模。其中，“还呗”2016年5月正式上线，截至2016年年底，平台注册用户数约250万，授信客户数约20万，累计放款额约9亿元。但值得注意的是，质疑声也随之而来：信用卡代偿平台是否合规？今年1月1日《信用卡新规》执行后，其生存空间还剩多少？

针对合规性质疑，多位商业银行、监管部门人士均表示，代偿平台发放的资金本质上属于个人消费贷款，从目前的监管规则

看，除了不能流向房地产、股市等证券投资市场，消费贷款的用途并没有特殊限制，常见的用途包括购物、装修、旅游等，用来偿还信用卡虽属新现象，但与现行监管规则并无明显冲突。

但上述人士，尤其是国有大行信用卡中心业务人员却不大看好代偿平台的生存空间。

今年1月1日起，由中国人民银行发布的《关于信用卡业务有关事项的通知》开始实施，银行信用卡利率市场化程度进一步加深，信用卡透支利率可最低下浮至30%。从实践看，多家银行的利率水平出现不同程度下降，有些低于信用卡代偿平台的利率水平，这让平台面临“无蛋糕可分”的尴尬局面。

以中国工商银行信用卡分期还款为例，12期费率为4%，如果账单金额为2万元，那么持卡人供需支付银行利息800元，低于代偿平台的1000元。

“待时机成熟将全面实施市场化定价，稳步推进信用卡利率市场化进程。”央行相关负责人表示。

那么，面对今后日益激烈的利率竞争，信用卡代偿平台路在何方？

“还呗”的母公司分众传媒认为，余额代偿借款服务是顺应利率市场化趋势的新型个人信贷产品，具有广阔的市场空间，未来3年国内信用卡余额代偿借款服务市场空间每年在1万亿元以上，其中至少20%（约2000亿元）市场份额将会由第三方专业公司占据。

卡卡贷总经理李海峰表示，在信用卡利率市场化的趋势下，平台直接和银行比利率高低肯定是没有前途的，平台需要走差异化路线，即利用自身产品的便捷性，通过手机APP为客户提供全程自动化服务。

“此外，在定价上也会采取差异化策略。”李海峰说，对次优群体提供更好的授信服务，与银行信用卡中心形成差异化竞争。

# 创业公司要厘清股权关系

本报记者 周琳

财富视角

不久前，一篇创业公司高管被“净身出户”的文章在微信朋友圈刷屏，由此引发创业者与“东家”关系的热议。对于外部投资者来说，该如何与原有创业者分配好股权？创业者又如何与“新东家”处理好关系？

要回答这个问题，首先要清楚“什么是创业公司股权的主要持有者”。北京股权投资基金业协会副秘书长李明介绍，公司股权的持有人，主要包括合伙人团队（创始人与联合创始人）、员工与外部顾问（期权池）与投资方。其中，与元老级员工不同，公司合伙人是公司最大的贡献者与股权持有者，一般情况下在创业公司的股权分配上享有相对优先的选择权。简言之，合伙人是在公司未来一个相当长的时间内能全职投入创业的中坚力量。创业公司的价值是经过公司所有合伙人一起努力相当长的时间后实现，对于中途退出的联合创始人，不应该继续成为公司合伙人以

及享有公司发展的预期价值。

好买财富研究员介绍，一般在公司创立之初，有的私募股权投资人便会帮助创业者设立“股份和期权池”，也会把股份的分配规则制定好。这样的目的既是为了防止“野蛮人”入侵，又是为了保障每位有能力的员工得到公平回报。

理想状态下，创业公司会经历5个阶段：起始、获得天使投资、获得风险投资（通常不止一轮）、Pre-IPO融资、IPO阶段。在此过程中，股权安排会是一个动态的过程，随着外部私募基金的陆续进入，即使有员工或合伙人幸运地陪同公司走到上市，也会因发展需要不断调整股权结构。但只要初期以公平、效率、控制力的原则分配好持股比例并以协议的形式正式确定，那基本上就不存在创业合伙人被扫地出门或者赔付不当的情况。

对于创业公司和股东来说，在创业之初，要公私分明地确认好联合创业中股权

设计以及股权激励设计，其中包含激励对象、激励方式、员工持股总额及分配、资金来源、退出机制等。在引入私募股权投资基金后，原始创业者的股份被稀释，私募股权投资基金派出的董事成为“新东家”的代表。

这里需要注意两方面关系：一是公司合伙人与被激励员工的关系。股权激励的本质是为了激发公司员工工作热情，但是在初期阶段，对于现金流紧张的创业公司不应该采取现金分红激励方式，更不应该以口头许诺等方式给资深员工“打股权的白条”。

二是公司管理层与私募股权投资基金的关系。私募股权投资基金是一种从事非上市公司股权投资并获取长线收益的资产管理模式。本质上，私募基金无论是采取合伙人制度还是公司形式，都遵循“受人之托，代人理财”的信托制度。基金管理人有权积极履行职责优选项目、进入公

司董事会，发挥部分监督管理职能，同时也有义务帮助创业企业带来各种客户、原材料、市场等方面的资源。在绝大多数情况下，受信托文化指引的私募基金进入创业企业的目的很简单，不是为了当“新东家”主宰企业，而是为了分享企业长期发展的权益红利进行财务投资。用高毅资产董事长邱国鹭的话说，投资的本质是希望今天付出一笔钱，能够在未来收回更多的钱，还是希望买到低估的东西，买到将来能够超过大家的预期而成长的东西。

因此，从根本上要处理好创业公司管理层与私募基金的关系，实际上就是处理好公司治理和短期逐利资本间的关系。既要利用好外部资源和渠道，赢得外部董事的信任，避免外部私募管理人越俎代庖，影响公司发展战略，又要抓住创业公司的控制权，从而实现公司长远发展和短期利益间的均衡，这需要创业公司管理层有运筹帷幄的大智慧。

责任编辑 梁睿

美编 夏一高妍

联系邮箱 jrbcfzk@163.com