

# 前沿视点

Outlook

■ 一家之言

如果股票现货市场的规模达到一定程度,就很难通过操纵指数期货行情,来影响现货市场走势,并从现货交易中获利

## 推出境外股指期货利大于弊

文/余建林

据了解,个别境外市场近来有研究开发我国 A 股指期货产品的动向。在对该问题发生的可能性、对我国证券市场的影响深入分析研究后,笔者个人认为,境外推出 A 股指期货对国内股市的实质性影响不大。

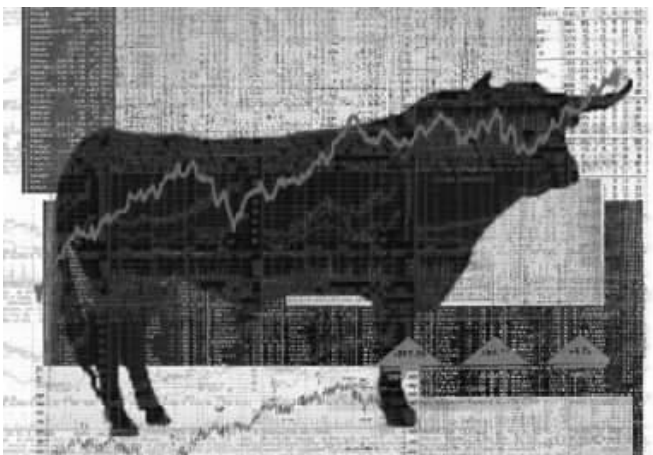
就可能性而言,境外推出我国 A 股指期货产品,不存在法律、技术障碍,如果相关条件具备,该问题将难以避免。其原因主要有:

一是开发他国股市的股指期货产品,是经济全球化过程中的产物,现实地反映了全球资本市场一体化的真实存在。

在通常情况下,如果一国的资本市场为国际资本市场所关注,而该国市场又不能为国际机构投资者提供所需的金融衍生产品,满足其风险管理需求,则境外其他资本市场就有可能乘机而入。目前,我国 QFII 制度已经实施,A 股市场已逐步纳入国际资本市场的范围。如果国内不能为境外机构投资者提供相关金融衍生产品,就将为境外市场推出相关产品创造条件;

二是该现象在境外已有诸多先例。1986 年,新加坡国际金融交易所(SIMEX)推出日经 225 指数期货,开创了以别国股价指数为期货交易标的物的先河。当时的背景是,国际机构投资者已大量进入日本股票市场,但是由于当时的法律限制,日本国内无法推出合适的金融衍生产品,不能满足国际机构投资者的风险管理需求。这导致新加坡的日经指数期货一度成为国际投资者从事日本股票市场风险管理和投机的最主要交易场所,著名的“霸菱事件”,就是由于里森在新加坡市场的日经指数期货投机失败所引发的。

受新加坡成功经验的鼓舞,多家市场先后推出了以他国或地区股价指数为标的的期货品种。芝加哥商品期货交易所(CME)于 1990 年推出日经 225 指数期货,与新加坡坑



从境外的实践来看,自从 1986 年新加坡率先推出日经指数期货以来,尚未发现一国的股票现货市场被境外的期指交易恶意操纵和影响的先例

衡,并进一步推出欧洲顶尖指数期货和英国金融时报 100 指数期货。1997 年,芝加哥 CME 和新加坡不顾台湾方面的极力反对,同时推出了道·琼斯台湾股指期货和摩根·斯坦利台湾股指期货。1998 年,香港期货交易交所也推出了台湾指数期货与期权。此外,新加坡交易所还推出了香港、泰国、马来西亚等国的股指期货合约。

三是指数期货产品没有专有属性,为境外推出 A 股市场指数期货产品提供了法律和技术条件。首先,从国际经验看,指数期货产品不具备受法律保障的专有属性,只要获得指数编制机构的同意,就可以推出以他国股指期货等衍生产品,无需征得该市场所在地政府的同意。而指数的编制也无需任何行政许可,任何人都可以编制任何国家或地区的股票市场指数。其次,与股票期权、股票期货等金融衍生产品相比,境外指数期货无需进行现货交割,技术上没有难以逾越的障碍。因此,随着 QFII 制度的实施,以及境外对国内股票市场投资的逐渐增加,指数期货是境

外市场最有可能率先推出的国内股市金融衍生产品。

根据我们的分析,境外推出 A 股指期货对国内股市的实质性影响不大,其原因主要是:

从理论上分析,无论指数期货交易是在境内还是在境外进行,指数期货都是股票现货市场的附属性产品,其行情走势主要是反映人们对整个股票现货市场行情走势的预期。如果股票现货市场的规模达到一定程度,具有一定的市场深度,是很难通过恶意操纵整个现货市场,来影响股票期指的走势,达到从期指交易中获利的目的。相反,也难以通过恶意操纵指数期货行情,来影响现货市场走势,并从现货交易中获利;

从境外的实践来看,自从 1986 年新加坡率先推出日经指数期货以来,尚未发现一国的股票现货市场被境外的期指交易恶意操纵和影响的先例;

从我国的具体情况看,其实质性影响将更为缩小。这是因为,与完全开放的境外股票市场相比,在 QFII 制度下参与我国股票市场

金融产品买卖双方的严重信息不对称要求独立、公平的监管机构的出现,否则投资者就会因为面临的风险水平无法得到补偿而不进入市场,证券市场也就不能产生。所以,监管机构的作用就是为市场提供信用,为市场产生创造条件

## 信用与市场参与 有效监管的必由之路

文/北京大学光华管理学院  
姜国华 王汉生

证券市场的监管问题一直是影响各个国家经济发展的核心问题之一。随着资本市场的国际化、一体化,国家之间对资本的竞争加剧,证券市场监管的优劣逐渐表现出来。监管良好的国家拥有发达的证券市场,公司融资成本低廉,股价较高,资源配置更合理,带动了技术创新和经济进步。相反,监管差的国家证券市场规模小,企业面临昂贵的融资成本和较低的股价。创新的行业和企业获取资本的难度大,经济发展也因此受到影响。我们认为监管者在监管过程中应该合理地利用,并且只利用一个市场管理机制,即对上市公司信用的控制。信用决定了市场的参与度。信用与参与之间具有负相关性,监管者就是要在两者中取得平衡,从而使市场优化其为企业融资的功能。

监管者面临的难题

如果首先不考虑监管者本身可能具有的道德风险和面临的外界压力的话,我们认为监管者面临的问题应该是以管理信用为手段,在市场信用水平和市场参与程度之间权衡,以达到市场有效运转并充分为企业供应资本的目的。

信用是证券市场存在和发展的决定性因素。金融产品和工业产品最大的区别在于金融产品的买卖双方拥有的信息不对称性更大。买方更难估计金融产品的质量,因为这个产品的质量在更多方面是无形的,需要卖方提供相关信息。而且金融产品的质量在投资者购买这个产品时并没有被完全确定;即使在投资者已经购买了金融产品以后,他很大程度上也不能控制这个产品的质量。金融产品买卖双方的严重信息不对称就要求独立、公平的监管机构的出现,否则投资者因为面临的风险水平无法得到补偿而不进入市场,证券市场也就不能产生。所以,监管机构的作用就是为市场提供信用,为市场产生创造条件。

但信用的一个后果是限制了企业对市场的参与,并因此决定了市场的规模。一方面,信用措施的实施把不符合信用条件的企业排除在市场之外;另一方面,一些质量好的企业也可能由于在某方面不符合信用条件也被排

除在市场以外,从而限制了市场的规模。从短期看,监管部门确定的信用要求越高,市场参与度就越低;相反,监管部门确定的信用要求越低,市场参与度就越高。但监管部门还要考虑监管的长期后果。信用要求过低,造成投资者对市场的长期发展缺乏信息,则会造成市场失败。

监管机构调节信用水平的手段有两种,一种是信息披露要求,另一种是对虚假披露的惩罚。第一种手段关系到企业必须披露的范围。监管机构可以通过调节强制披露范围的大小来影响市场上的信用水平和市场的规模。强制披露的范围越小,投资者对企业的了解越少,信息不对称越强,因而市场的信用水平越低。反之则越高。市场的信用要求越低,越多的企业进入资本市场。这样,在其它因素一样的情况下,随着监管机构扩大强制披露的范围,越来越多的企业就会被迫离开股市。

由于强制披露范围的扩大而导致企业离开资本市场的原因有两个。一方面是质量差的企业随着披露信息的增多会面临暴露自己质量的后果,所以他们选择不参与到市场中来。或者质量很差的企业在披露后也不能够从市场上筹集到资金。另一方面,质量好的企业也可能选择离开资本市场。这是因为信息披露可能为他们带来损失。比如,如果强制披露的范围涉及的信息可能会为企业带来不利的影响,企业可能宁愿离开市场也不愿意披露信息。

因此,监管机构应该通过强制披露来维持市场的信用,但也不能无限地扩大强制披露的范围。市场信用差会影响投资者信心而造成市场规模缩小或市场失败;市场信用太强也会因为企业的退出而造成市场规模缩小。

监管的第二种手段是要维护披露信息的准确性。由于上市公司和投资者之间的信息不对称性,也由于一些信息即便在事后也缺乏可验证性(如经理层的努力程度),一些公司可能会从事虚假披露的行为。为了维护市场的信用,监管机构就应该在事后对虚假披露的公司进行惩罚。但市场的信用水平和对虚假信息惩罚强度之间的关系也不是直线的。首先,如果监管机构的惩罚强度很弱,这样,不论强制披露的范围有多大,市场都没有信用。在这种情况下,市场失败就会发生,即市场不能形成。第二,随着惩罚强度的增加,投资者对市场的信心也随之增加,越来越多的投资者进入到市

场中来,市场规模逐渐增大。第三,惩罚强度不是可以无限增大的。这是因为企业在经营过程当中也是面对着不确定性的。不确定性可能来源于经营的不确定性,也可能来源于非经营性的不确定性。这样的不确定性可能造成经理层诚实的信息披露最后被证明是错误的。但是,由于监管机构很难判别这样的错误不构成主观的虚假披露,因而不得不按监管措施对经理层和公司进行处罚。所以,如果惩罚强度太大,一些企业将选择离开市场以避免处罚风险,造成市场规模的缩小。

市场纪律与不必要监管

除了监管部门可以约束上市公司的行为以外,投资者也可以约束上市公司。我们称后者为市场纪律。市场纪律的主要机制是投资者可以通过改变上市公司的股票价格来奖励质量好的公司和惩罚质量差的公司,从而达到约束上市公司行为的目的。

市场纪律能够发挥作用需要两个前提条件。第一,上市公司的利益要和公司股价表现直接密切相关。第二,投资者得到的信息要真实。第一方面的问题可以解释为什么上市公司向经理层和员工发放股票期权,和大多数股市上所有普通股股票都是全流通的。第二个方面说明投资者最怕的不是坏消息,而怕假消息。有了坏消息,只要及时地披露了,投资者自然地通过降低股票价格的方式来惩罚上市公司。但是假消息则使投资者无法评估上市公司的价值。

大量的研究表明,在资本市场上,市场纪律的作用是十分强大的。例如,在美国的股市上,股票期权往往占经理层总收入的相当大部分,公司股价的变动将严重影响经理层的财富。这样,经理层在选择信息披露时会充分考虑披露对股票价格的短期和长期影响。虚假披露不仅会受到监管部门的惩罚,而且会受到市场的惩罚,从而影响经理层的财富。另一个市场纪律的例子是恶意收购。一旦公司股票表现不好,上市公司可能面临被恶意收购的风险。总之,市场纪律在监管之外发挥着重要的对上市公司的约束作用。

因此,我们在探讨监管问题时应该把市场纪律的作用也考虑进去。监管从来都是被动产生的,是市场不能通过自由交易解决问题时产生的,是市场失败时产生的。这样,监管的成本

的境外投资者,其投资的规模、深度受到严格的限制和监管,境外投资者对国内股票现货市场的实际影响力更小,更难通过操纵来影响境外期指的走势;二是我国实行较为严格的外汇管制,境外期指交易与国内现货市场基本上是相互分割的市场,与国内市场难以形成实质性的联动。

尽管如此,境外推出我国股市期指产品,仍然可能会对我国股市产生一定程度的影响,包括正面影响和负面影响。其中,正面影响主要表现为:

一是反映了国内证券市场对外开放的进程和国际上对国内证券市场的重视,这也是境外推出境内股指期货交易的需求和动力来源;

二是在国内不能提供的情况下,境外推出的境内股市期指,可以为境外投资者提供避险工具,有利于增强国内市场的吸引力,有利于改善国内股市的投资环境和进一步吸引外来的股票投资;

三是通过学习和借鉴境外推出的境内期指的相关经验和教训,有助于推动国内股指期货市场的建立和完善。

消极的影响主要表现为:

一是不利于今后国内期指业务的发展。境外率先推出国内期指交易,将可能抢占未来国内期指业务的市场份额。目前,台湾股票期指的市场份额已被新加坡抢占了相当大的比例,台湾本地的期指产品市场份额相对较小;

二是境内外投资者的竞争地位发生变化,境内投资者因不能利用期指对冲风险,在竞争中可能处于不利地位;

三是可能产生一定的舆论压力。根据境外的经验看,部分公众可能会认为境外开展国内期指交易意味着监管主权的丧失,并可能会将国内股市升降的原因归咎于境外 A 股期指;

笔者个人认为,我们可以采取以下两个政策:

要高于市场纪律的成本。所以,我们应该区分监管的范围和市场纪律的范围,能够通过市场纪律来约束的公司行为就不要通过监管来实施。不必要监管就是对这两个机制区分不当的结果。不必要监管指的是监管机构把本来属于市场纪律范围内的公司行为纳入监管的范围。例如,在我国的市场,如果上市公司连续两年出现亏损,监管部门将对他们进行特殊处理(ST)。公司出现亏损一旦披露以后,投资者完全可以自己来判断亏损对企业经营的影响。监管部门对其做特殊处理即属于进入了市场纪律所管辖的范围。我们认为,把这个市场纪律范围内的事件纳入监管的范围内对市场的发展实际是不利的。

总之,对市场来说,监管是一个强制选择企业的过程,而市场纪律则是一个自主选择的过程。在一定的监管基础上(合适的披露范围和惩罚强度),如果继续加强监管而忽视市场纪律的作用,对市场的发展是不利的,尤其是通过增加不必要监管来提高市场信用。一个上市公司如果能做到诚实披露信息的话,即便这些信息是坏的信息,投资者完全可以通过市场纪律来约束这些公司。同时,投资者在为这些公司定价时自然会考虑负面信息的影响,并提高这些公司的融资成本以取得正常的投资回报。所以,监管者正确区分监管和市场纪律之间的界限,区分必要监管和不必要监管的界限是十分重要的。

监管者的道德风险

到现在为止,我们一直没有考虑监管者身上可能存在的道德风险。如果监管者有道德风险,市场达到有效监管的可能性就很低。道德风险导致监管者不能够独立、公平地制定监管政策。这时的监管者就像比赛中的裁判加入到比赛的一方中一样。

监管者具有的最大的道德风险来源于证券市场的监管被作为政府经济政策的一部分。证券市场最原始的目的就是为资本需求者和资本供应者提供一个交易的机制。监管的介入只是为了使这个机制运转得更好。所以,监管并不一定要由政府出面,虽然在大部分市场中具有行政权力的政府都是监管的一部分。举例来说,古董同样是具有很大的信息不对称特征

第一,不宜强行阻止,且即使采取阻止行动也难以取得成效。从境外市场的诸多先例来看,对于境外市场推出的本地股指期货,为维护本地市场利益和受到舆论的压力,部分国家或地区政府曾经表示反对,但没有取得任何实际效果。例如,日本政府曾要求新加坡暂停日经指数期货交易,并禁止日本投资者从事新加坡日经指数交易;对美国和新加坡推出台湾期指交易,台湾当局曾经专门派人劝阻,并试图切断对 CME 和 SIMEX 的行情资讯供应,但最后因无法实施而作罢;新加坡推出香港股指期货后,香港舆论认为是蓄意抢夺香港的国际金融中心地位,一度引起两地媒体相互指责,但同样未能阻止。

第二,因势利导,创造条件,主动加快股指期货产品的研究和开发。从国际上的经验来看,境外市场的本地股指期货往往会成为推动本地政府积极加强相关法律和制度建设,加快本地期指产品研究和开发的动力。以日本为例,新加坡推出日经指数期货并取得成功之后,促使日本政府很快制定和修改了期货交易相关法律,于 1988 年推出了本国的日经指数期货,并在 1994 年利用“霸菱事件”的机会,一举从新加坡手中夺回了日经期指的主导市场地位;台湾当局认为,如果禁止本地投资者从事境外台湾期指交易,会导致本国资金暗中外流和地下非法交易,因此也很快通过了《期货交易法》,推出了自己的指数期货产品。

针对境外市场的有关动向,笔者建议,应当因势利导,主动加强对指数期货等衍生产品的研究,加快相关法律、法规的建设,积极为指数期货等衍生产品的推出做好技术和制度准备。一旦市场条件允许,就可以争取在境外市场之前推出相关产品。即使境外已经率先推出了国内股指期货产品,我们也因此有能力迅速跟进,并利用本土的市场资源优势,积极开展竞争。

监管者的道德风险还表现在对其自身利益考量上。如果被允许上市的公司最后被证明是质量差的、不应该被允许上市的公司,并给投资者带来巨大损失,监管机构将面临政府及社会对其的谴责和压力。但是,如果一个好的公司被排除在市场之外,投资者将无法知道这个公司的存在,也意识不到自身受到的损失(不能投资于这个优秀的公司)。例如,如果当初微软公司被监管机构排斥在了市场之外,恐怕没有投资者会怪罪监管机构。面对这种情况,监管机构往往倾向于保守的监管措施,即过度监管,尽力避免让坏的公司上市,虽然同时把许多好的公司排斥在了市场以外。这种道德风险也将阻碍证券市场的发展。

我们认为监管机构应该通过对强制披露信息的范围和对虚假披露的惩罚强度的调节来监管市场的信用水平。对信用水平的调节将决定均衡的市场规模,从而促进资金在投资者和企业间的有效流动,促进投资发展。监管机构应该正确区分监管和市场纪律之间的界限,区分必要监管和不必要监管的界限。投资者和整个社会还要关注监管者的道德风险信息。理想的监管程度应该在由于监管不足造成的市场信用不足和投资者资金供给不足与由于监管过度造成的企业资金需求不足之间取得均衡。具体来说,监管者首要的目的是要求企业披露必要的信息并保障企业披露信息的准确性。在披露范围与惩罚强度上本着达到足够好即可的原则,不必追求市场信用的最大化。在此基础上,尽量培育市场纪律,由市场纪律来约束企业的行为。这样,我们才能够得到一个即保护投资者,又为企业提供足够资本的证券市场。(作者感谢美国康奈尔大学约翰逊管理学院 Charles M.C. Lee 教授促使我们进行对证券市场监管的思考。)

## 募资投向为何说变就变

文/江西财经大学金融学院 邱亚桢

从近几年的情况来看,上市公司随意变更募集资金投向现象已有愈演愈烈之势,这不但与证券市场融资的本意相违背,破坏了证券市场的资源配置功能,对我国资本市场健康稳定发展产生负面影响,而且对企业自身发展也产生了不利影响。

不可否认在我国上市公司中有些公司确实是因市场或者投资时机发生变化,为了公司未来长远发展的需要,而变更募集资金用途,但是这显然很难对上市公司中普遍存在任意变更资金用途作出合理的解释。问题的关键还得从我国发育不完善的资本市场去寻找答案。

第一,我国上市公司特殊的股权结构是上市公司随意变更募集资金用途的最根本的原因。由于长期历史原因和深刻的制度性原因,我国上市公司的股本结构被分割为 2/3 的非流通股和 1/3 的流通股。非流通股股东大都为国有股股东,由于非流通股不能在市场上流通,非流通股股东取得收益主要有两种途径:一是通过现金分红获得红利,二是通过上市公司再融资形成净资产的大幅增长。与通过现金分红获取收益相比,通过高价增资扩股的再融资对非流通股显然更具诱惑力。目前我国资本市场存在一个以股权分裂为基础的流通股高价发行机制,这种高价发行,既盛行于 IPO,更盛行于配股和增发,在可转债的转股价格、转换比例也体现了这一特征。非流通股股东可以从这种高价发行中迅速地获得资本投资收益,快速增加每股净资产,这也是造成上市公司对再融资趋之若鹜的根本原因。由于股权融资中制度性缺陷和股票市场有效性低,在我国确实存在“免费午餐幻觉”,而且这种幻觉驱使着许多上市公司热衷于上市圈钱”。在我国目前缺乏市场约束的条件下,不少公司融资后,往往不知道该将这些资金投向何处,募集资金投向变更也就自然容易发生了。

第二,产业结构不合理,也造成许多上市公司变更资金用途。来自不同产业的上市公司从股市上筹集的资金的具体数额是难以统计和比较的,由于企业获得上市资格就意味着能够从证券市场上获得资金,所以这里采用上市公司的行业分布来近似地对证券市场资金的流向进行分析。以我国发行 A 股的 1291 家上市公司来看,我们的产业结构是不合理的,这其中与我国的现行的体制有关,既然证券市场的资金产业流向没有达到预期效果,自然增发和配股的资金也就容易发生偏离,发生变更募集资金用途的行为也就不足为奇了。

第三,我国上市公司治理结构不健全,“内部人控制”现象严重又是募集资金投向变更的一个重要原因。在我国上市公司中,“一股独大”现象严重,而且控股股东又都是国有股股东,从而出现“代理风险”或“内部人控制问题”。上市公司的内部控制者是恶意的“圈钱”的推动者。一方面,由于目前上市公司给内部控制者支付的名义报酬偏低,使得内部控制者要通过灰色收入或者在取消费等“非货币收益”获得大部分好处。而公司的总资产和净资产越多,内部控制者可供支配的资源也越多,争取上市、增发、配股和发行可转债也就成为内部控制者和大股东常用的手段。另一方面在公司发行股票的同时,公司的部分所有权转入了投资者的手中,但是对公司的控制权并没有随之转移。作为上市公司股东的投资者对其所有物的权利已转换成对公司经营者的约束权,但这种权利因投资者占有权利比例过小而显得微不足道,就必然导致上市公司通过发行而获得的资金,被公司经营着出于其它目的而任意滥用,如上市公司在获得资金后首先会解决一些问题,归还欠款、补发拖欠工资、补充流动资金等,变更募集资金投向自然就成为公司经营着偏爱的选择了。

第四,对上市公司募集资金使用的监管不到位和信息披露制度不健全也使上市公司变更募集资金投向的行为有机可乘。上市公司经理层以“圈钱”掏空上市公司和欺诈行为对待投资者是一种天性。同时由于信息不对称,中小股东在监管上市公司上又存在“搭便车”动机,再加上我国企业信用普遍缺失,因而上市公司任意变更资金用途难免发生。而且,目前监管部门尚未出台对上市公司募集资金投向变更行为进行监管处罚的法规条文,对大股东侵占上市公司资源也仅仅只是口头上的公开谴责,在我国诚信制度尚未建立的情况下,其作用只能是收效甚微了。

总之,要想规范我国上市公司募集资金投向,提高融资门槛、加强监管和强化约束机制,短期内可能取得一些效果,但要想从根本上解决此类问题,还得从完善资本市场入手。