

前沿视点

Outlook

在新的时期,一场新的经济大战已经打响,我们和平崛起,不能再继续引进高污染、高耗能、低科技含量的加工业,要建设一个经济强国,必须抢占世界经济的制高点,在贸易金融的定价权领域开展竞争

中国企业缘何屡遭国际炒家狩猎

文/常清

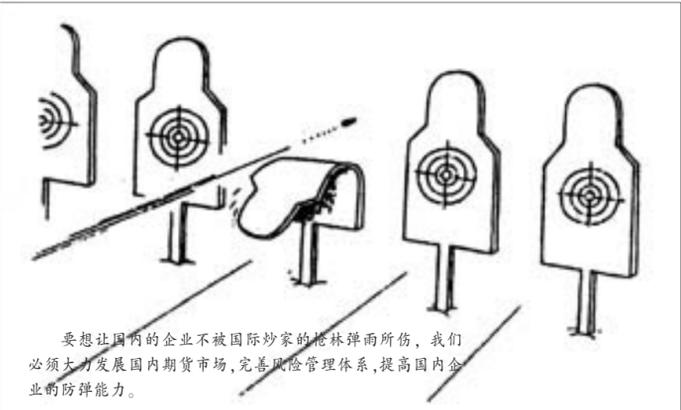
加入WTO之后,我国的对外经济依存度提高到60%左右,作为一个新兴的“世界工厂”,每年要大量进口能源、原材料并输出商品,因此受国际商品价格的变动及重要货币走势的影响非常大。从近两年的情况看,由于我国一些经济主管部门和国有大型企业不适应国际化的市场变动,在金融和贸易领域的损失触目惊心。“居危思危”,有必要从战略高度来研究这些新的经济现象。

高位被狙愈演愈烈

2001—2002年,美国大豆进口价格在每吨1800—1900元左右时,我国限制大豆进口,到了2003年,大豆价格达每吨4000元时,我国却大量进口,国内榨油厂在美国大豆价格涨至最高点时大量买入。据国内专家测算,2003—2004年,按大豆均价计算,我国仅在大豆贸易上每吨就多支付1500元左右,年进口2000多万吨,直接损失高达300亿人民币;此外,国际石油价格长期在每桶十几美元徘徊时,我们的进出口垄断企业并没有进行中长期的买入保值,据了解,日本的大企业都在12美元左右买入大量的中长期期货和期权,也就是说,日本人至今用的仍是十几美元一桶的原油。据《全球财经观察》2004年12月3日报道,2004年1—9月份,我国为国际原油价格上涨多付出了130亿美元;再如有色金属,由于国家物资储备局轮换,在铜价为每吨1.8万元之时向市场出库存,在国内价格为每吨2.6万元之时又买入补库,这一行为被国际炒家利用,成为一个国际市场上的突发性需求力量,从而拉动国际国内价格飙升至每吨3.2万元,仅此一项,我国进口铜每吨至少要多付500—700美元,而我国每年要进口铜180万吨左右,估计损失达100多亿人民币。

国际炒家犯规了吗

为什么出现如此大的损失呢?许多文章将国际投机资本妖魔化,什么“金融大鳄狩猎中国买家”,什么“对冲基金制造梦幻陷阱引中国人入市”等,表面似乎有些许道理,的确,在市场上我们亏损的钱都是被他们挣去了,因为



要想让国内的企业不被国际炒家的枪林弹雨所伤,我们必须大力发展国内期货市场,完善风险管理体系,提高国内企业的防弹能力。

我国买家往往在价格的最高处买入,接下来的是国外基金和跨国公司的头寸,其对手都是外国大机构,钱被人家赚走了,但是,任何外国基金也并没有违背市场经济的规则去操纵市场,而是在有秩序的自由竞争中获得了合法利润。因此,我们应该从自身找出更为深刻的原因。我认为以下几个原因值得我们重视:

首先,我们从指导思想上并没有重视贸易金融衍生领域的竞争。我国实行对外开放长期以来,将重点放在引进外资和发展实物商品的出口领域,而没有去考虑“十几年创造的财富被一夜之间拿走了”(马哈蒂尔在亚洲金融危机后所讲)这样一个高端竞争的领域。这从我们加入WTO的谈判就可以看出来,对于期货领域基本上没有涉及。在加入WTO的过渡期内,也没有任何措施和政策来提高贸易金融定价权领域的竞争力,遇到问题也是茫然不知所措。关于石油问题,最近有些专家开始悟出一定道理:石油涨价,OPEC赚小钱,石化加工等高端产业赚中钱,期货贸易领域的美国垄断资本赚大钱,而我国这样的发展中大国全部买单付款。

其次,国家的主管经济部门制定经济政策还没有面向国际市场。我国的经济主管部门还没有完全从市场经济的高度、从国际市场竞争的角度来制定经济政策,也不去面对国际市场商品价格的变化。许多政策仍然从我国国民经济是一个封闭循环的角度、以自我为核心来予以考虑。如大豆的历史低价位出台

限制进口政策等。更令人难以接受的是,一些国家部门在现象上配合国外大资本狩猎我们,最典型的例子是国家物资储备局,它只不过是一个正常的轮库,搅动了国际市场;在1.8万元左右卖出,使国内市场一下子供给充分,进口商错过了低价进口国际有色金属的机会,给企业发出了错误信号;在价格上升到3万元之上时进行补库,使国际资本将铜价长期推升至历史高位价,我国企业被迫高价位进口。这样的举动使国内期货界人士十分不解,可有关部门一点回音都没有。

再次,我国的垄断性企业体制官僚倾向化严重,不适应在国际市场上竞争。我国的金融企业和外贸大企业,都仍然是官僚化体制,而且都是高度垄断化的,这些企业典型的是“吃官饭”,其经营机制不是市场化的,因为仅仅国内市场上的垄断利润就足以让其生存,它们没有动力也没有机制去国际市场上竞争,正所谓“内战内行,外战外行”,其利润来源主要是赚垄断利润和财政补贴。高层经营人员不是以企业家的标准要求自己,而是官员的标准要求自己,以不犯错误为基本原则,谁也不去高端领域竞争。这种机制就会出现石油10美元一桶而不去大量在期货市场上买入保值,而到了50美元一桶照准进口盈利完成任务向中央报喜的怪现象。

最后,我国缺乏能在国际市场上有话语权的专业巨型基金。在国际市场上,尤其是在

大宗商品和金融商品的定价市场(期货市场),美、欧、日等发达国家都是一些巨型基金公司、跨国贸易公司参与其中,有专业的研发团队和操作团队,根据市场供求变化,特别是远期的供求预测,来进行中长期的保值和投资。因此,这些机构牢牢地把握了世界主要大宗商品和金融产品的定价权,在国际市场的竞争中显得游刃有余,无论市场如何变化,它们都能获得高端利润。我国只有少数外贸公司出于业务的需要,在有些魄力的高层管理人员的领导下,做一点保值,在定价方面毫无发言权。这就出现了近两年“中国因素”主导世界市场的价格,可中国的企业只能被动的接受国际炒家定高价的下滑稽局面。

以上分析说明,世界在发生巨大变化。我国政府有关人士应充分认识到,在新的时期,一场新的经济大战已经打响,我们和平崛起,不能再继续引进高污染、高耗能、低科技含量的加工工业,要建设一个经济强国,必须抢占世界经济的制高点,在贸易金融的定价权领域开展竞争。

从经济学的角度,可以将工业革命以来国家和民族之间的经济竞争划分为三大阶段,即初级资源的竞争、产品市场的竞争、贸易金融定价权的竞争三阶段。在工业化初期,掌握技术的国家缺乏资源,又没有世界性商品市场,于是便分列了强国掠夺弱国的殖民贸易战争,建立了殖民贸易体系。第二次世界大战后,世界各国纷纷独立,都开始走工业化道路,初级资源的产品市场逐步形成了畸形的、带有殖民价格痕迹的国际市场。对工业制造大国而言,依靠国际市场容易获得廉价原材料,关键是产成品销售市场,于是,便开始走经济一体化、国际化的道路,利于经济制造强国有效地占领世界市场。进入21世纪,世界经济格局在发生深刻变化,一些发展中国家利用比较优势逐步成为制造业大国,发达国家又开始向新的高端产业发展,出现了美国的新经济、高科技、强金融的新的生长点。国家之间的竞争已不在制造业领域,而转向了贸易金融领域,尤其是金融衍生品领域,即世界商品定价权领域的竞争。

管理层的思维转变是关键

加入WTO的过渡期即将结束,我们不仅

“举重若轻”
新股询价制

文/尤旭东

新股询价给市场带来的冲击有目共睹,选择有海外上市背景的公司为“新股询价”第一股直接导致了A股和H股股价的硬性挂钩。而第二家直接导致了中小板的大幅调整。对于A股市场投资者来说,这一结果的杀伤力更在于市场预期,因为这会为后来者提供参照系,随着越来越多的企业参照H股股价发行,比较效应会进一步蔓延。

事实上,自沪深股市创建以来,IPO的定价政策一直摇摆不定,从最初的固定价格方式定价,到后来的相对固定市盈率定价;从累积投标定价再到控制市盈率定价的演变,无一不显示出这一点。目前实施的询价制,可以看出欲将IPO定价模式彻底市场化的运作思路可谓用心良苦。

但是,彻底的市场化运作有一个前提,那就是市场具备相对完善的价格发现功能。客观而言,中国股市自诞生那一天起就始终没有摆脱政策市的窠臼,并不具备完善的价格发现功能。在以往的IPO定价的改革中也有过市场化定价的尝试,但是由于市场环境不成熟导致实施效果并不理想,其原因就在于,价格被上市公司和券商等少数利益群体操纵,从而违背了市场化的初衷。那么,目前的询价制环境又如何呢?从相关规则可以看到,参与询价的机构限于符合条件的数十家机构,这使得众多不符合条件的机构无法参与询价,而众多中小投资人更被询价制度排斥在场外。也就是说,定价权实际上掌握在少数大型机构手里,由于机构认购新股后还有一个筹码锁定期,只有过了锁定期之后,这部分股票才能够上市流通,出于资金成本和自身利益的考虑,这些大型机构势必联手压价以提高盈利空间,而如果有现行的H股价作为参照的话,这些机构甚至连定价的脑筋都不必费。也就是说,如果拿现时的询价制与以往曾经推行并夭折的累计投标定价制相比,仅仅是定价的话语权从上市公司和券商转移到少数大型机构手里,造成的结果也必然是以一种不合理代替另一种不合理。然而,在诸如股权分置改革等根本矛盾亟待解决的今天,前者给市场带来的伤害要远大于后者。回头看来,新股询价制似乎举重若轻了。

如果我们在分类表决机制的基础上再进一步,那么股权分置改革的难题将迎刃而解——

将非流通股转换为优先股切实可行

文/滕森

优先股方案简单可行

首先,将非流通股按1:1转换为优先股。根据优先股占全部股本比例的不同,确定保留其表决权的比例:优先股比例越高,表决权越低。例如,原非流通股占总股本比例60%,则可按照5:1保留其参与权,剩下23.1%的表决权,仍然相对控股;如原非流通股股东占总股本的50%,则可按照4:1保留其参与权,剩下20%的表决权。根据放弃表决权的比例确定其优先分红优先权的比例:放弃表决权越多,优先分红比例越高。

方案的核心是优先股息率的确定。优先股股息率应根据具体上市公司前三年平均股息率和优先股占总股本的比例,以及放弃表决权的程度来确定。优先股的股息率可以是固定的,例如每年3%、5%、10%等;也可以是浮动的,如净资产收益率的一定比例,1年期定期存款利息上浮或下浮一定比例,等等。当然,对于亏损的公司,只能按照净资产收益率的一定比例确定,等扭亏为盈后才能有股息收益。

优先股的股息率确定除了考虑市场利率走势因素之外,还要考虑上市公司资产的质量、盈利能力、现金流状况等因素。在经营情况一定的情况下,股息过高,不利于普通股股东,因此难以在股东大会获得通过;股息过低,则对优先股股东不公平。具体的股息率可在政府制定的上限、下限原则范围内,由担任财务顾问角色的投资银行从中协调,依各利益主体的谈判能力决定。

此外,股息的设计同其他条件设计是密切相关的:如是否累计、转换条件如何、赎回条款、是否享有配股权的具体规定等等。

需要注意的几个细节

第一,优先股转让必须区别于普通股流通股,可以在非交易所范围内通过协议、拍卖等方式转让。优先股条款一旦确定,就类似于固定收益品种,其转让、拍卖的理论价格更容易确定,具体受到市场利率变动、转换条件、股息是否可累计、配股条件等因素的影响。

第二,优先股的资本公积金转增股权——转增优先股。优先股股东由于每年分

享固定股息,因此股息之外的分红行为,包括普通股红利、红股,概与优先股股东无关,因为红利、红股的来源是企业分配完股息之后的剩余利润。但是倘若企业决定用资本金转增股本,其性质相当于股票拆分,将改变股数和每股的净资产,则优先股股东必须享有同样比例的转增权利。但新增股份的性质仍然为优先股,而优先股息则根据股本变化作反比例的调整。

第三,优先股配股、增发的参与权——参与配售、增发普通股的权利。倘若配售股票为优先股,则上市公司必须确定两个配股价格:优先股配股价和普通股配股价。这样做技术上操作难度很大。

允许优先股股东用现金出资配售或参与普通流通股,一方面有利于保护优先股持有者利益,增强优先股的吸引力,另一方面是上市公司再融资可配售或增发的新股的数量增多,提高了上市公司的融资能力。

第四,优先股的转换与流通——市场化转换条款。可赋予优先股转换为普通股权利,并规定优先股转换为普通股的条款。例如:上市公司难以承受优先股股息的现金支付压力时,可以将优先股转换为普通股,经主管部门批准后上市流通。又比如,优先股股东如果认为上市公司未来盈利能力会提高,也可以提出转换为普通股。具体转换比例,参考流通股价与优先股理论价格之间的比例,由股东大会通过,并报证监会等主管部门批准。

第五,优先股的赎回。优先股是否可赎回可以根据实际情况决定。赎回优先股的情况有几种:对于部分股本结构不合理的上市公司,可以在现金充足时可以进行赎回的权利,改善股本结构;优先股约定收益率高于市场收益率时进行回购。在资本市场资金充裕的情况下,上市公司能够以较低的收益率吸引资本,通过赎回优先股可以降低成本。

优先股方案优点多

笔者为优先股方案具有诸多优点。非流通股转变为优先股回避了复杂的股权和补偿问题,不存在什么股权分置问题。优先股不在交易所交易,永远消除了全流通预期,有利于中国证券市场的长期健康发展。

要考虑国际市场的竞争问题,还要考虑金融业的开放问题。我们应从战略上占领期货领域这一制高点,“学人以渔”、“师夷之长以制夷”,以确保国家的金融安全。

其一,国家应高度重视国际贸易金融衍生领域的竞争,以打赢这场看不见硝烟的战争为目标,应设立一个经济安全的综合协调机构,来确定竞争战略,协调国家各部门的相关经济政策,确保国内市场大开放中的国家经济安全。

其二,大力发展国内期货市场,完善风险管理体系,提示国内企业的竞争力。

本世纪初期,国际形势复杂多变,“9·11”恐怖袭击、伊拉克战争等给美国经济带来重大考验。但美国金融期货市场有效地维护了美国经济和金融安全。美联储主席格林斯潘指出,金融衍生品市场的风险对冲功不可没。在过去15年间,金融衍生品以超乎寻常的速度发展,期货以及其他复杂衍生产品的概念得以深化,加上计算机和通讯网络的进步,对冲风险的成本显著降低,机会也大大增加,金融系统也因此发展得比20多年前更灵活、有效和富有弹性,世界经济也因此变得更富弹性。

我国企业的市场化程度低,应尽快在国内市场上练兵,提高其竞争力,并且在竞争中不断兼并、重组,才能有市场化的巨型企业参与国际竞争而立于不败之地。但有关部门在发展期货市场的问题上迄今也没有从较高的层次来认识。因此,期货市场发展了十几年,仍然被管制得畸形,无法成长,不能适应国民经济发展的客观要求。

其三,支持有竞争力的民企,组建一些大型专业和综合类基金,进入国际市场,争取有定价的话语权。

我国有一些民企很早就进入了国际期货市场,而且在国际期货市场的竞争中有丰富的经验,这些机构的运行机制是纯市场化的,能够适应国际市场的风云变化和激烈竞争,国家可以给予政策支持,准其发行基金,做专业的商品或综合类投资。这些机构同时代为国内大的垄断国企进行套保业务,以弥补其企业机制的缺陷。

(作者简介:常清,中国期货业协会副会长、北京金鹏期货经纪有限公司董事长)

基金行业
直面裂变

文/宝盈基金 刘传葵 兴业证券 王晓宇

面对2005年,在对外开放、银行介入、股权之变三大因素的作用下,中国证券基金行业正面临一场裂变。

根据我国加入WTO的承诺,入世三年后,也就是2004年11月以后,中外合资基金公司的股权比例可增加至49%,据了解,目前多家基金的合资协议中,都注明在法律允许的范围内,将保留外资进一步增持基金公司股权的条款。这将成为目前旧的合资基金进一步“外资化”的进程,此外,拟新设立的合资基金也将适用于新的规定,外资股东对基金公司管理的控制权将进一步提升。相信政策的调整将带来公司董事会、管理层直至公司投资理念、治理结构的变化。在积累了第一批合资基金一年多的运作经验以后,国外投资者更多地了解中国证券市场环境和制度安排,这将使得基金行业的外资化程度更高。

中央银行已经正式同意商业银行设立基金,只等相关政策出台,则将正式推出银行系的基金公司。一旦参与发起设立基金管理公司,这将重塑我国基金业发展的格局。

商业银行在基金销售中一直扮演着重要的角色,一般认为,基金通过商业银行完成的募集总额占总金额的50%以上,有的甚至更高。

在我国的金融体系中,商业银行支配着大部分的金融资源,超过10万亿的存款滞留于商业银行,这是其它的金融机构无法与之比拟的。商业银行有着网点众多、机构健全、客户基础广泛的特点,决定着基金的销售渠道将长期地依赖于商业银行而发展。普通的银行储户与基金的风险偏好相差并不大,同时基金公司不断推出的储蓄替代类产品也正是吸引这部分投资者,而商业银行掌握着这些投资者的地区信息、理财偏好,从而更有针对性地进行投资咨询,销售基金产品,同时有利于保证基金份额的稳定性。而对于机构客户,大多数都在银行开有基本帐户,在长期的资金往来中,银行掌握着这些客户的历史财务状况、银行往来记录,无疑将更为了解这些客户的资金来源和用途。而在特殊的时候,银行甚至可以在机构投资者面临资金压力时给予信贷资金支持,这是其他的销售机构无法做到的。

基金行业主要产生三种利润来源,一是管理费,二是申购赎回费收入,三是托管费收入。商业银行发起设立基金管理公司之后,无疑将会重新调整银行的业务发展格局,利用现有的资源和销售经验,全面配合“自家”基金的销售,提升基金管理规模,同时提高管理费和申购赎回费收入。而根据《证券投资基金法》,基金的管理人与托管人必须严格区分,因此,银行不可能作为自己发起的基金的托管人,托管费不能直接流入股东银行。但是,由于我国的银行业格局,参与基金公司的发起有望先在四大国有商业银行和股份制银行进行,为数不多的几家银行可以通过合作达成互相托管的协议,托管费收入仍然在小范围之内得到“共享”。这样,通过发起设立基金管理公司,如果不考虑其它股东,基金管理公司的三项收入来源将全部在银行范围内消化。

银行占据着基金销售的大部分客户资源,这将使其它性质的基金管理公司处于相对不利的竞争地位,与银行形成相对的竞争格局。

在我国,如果银行以积极的定位参与基金市场的竞争,其销售渠道和客户资源很难与其它基金管理公司“共享”,在建立健全自身的产品线之后,商业银行将会最大限度地将资金留在自身范围内。这将促使非银行系的基金管理公司积极开拓其它的销售渠道,从而保持自身的竞争地位。

商业银行从被动的基金市场业务合作者,转变为参与竞争者,由于其强大的金融背景和资源,将会促使基金行业格局发生较大的改变,这些改变中影响最大的无疑是基金销售渠道格局的转变,这将给基金公司带来更大的竞争压力,迫使其推动其它销售渠道的建立和完善,进一步促进基金市场的发育。允许商业银行设立基金公司之后,现有的基金业无疑将经历一场重新洗牌,股权结构的优化,将促使基金公司迅速成长。同时,在新的格局下,个别基金公司的生存将会遭受巨大挑战。

随着《证券投资基金法》的配套法规《证券投资基金管理公司管理办法》的正式实施,基金公司的主要股东的条件也有了新的规定。这些规定大大提高了基金公司的准入门槛,《办法》的实施细则对主要股东的经营业绩作出了详细规定,要求“经营业绩按最近3个会计年度盈亏相抵为净盈利执行”,这对目前普遍出现亏损的券商带来了难题,很多券商近年来出现巨额亏损,即使是3个会计年度总和计算也不一定能够满足条件。相信进入门槛的提高对基金业裂变将会发生不小的作用。