

一周论坛

银行基金入市要避免恶性竞争

□山东 李允峰

银行作为一个庞然大物终于能够试水基金市场了,中国工商银行、中国建设银行和中国交通银行成为首批直接设立基金管理公司的试点银行。商业银行成立的基金管理公司,其最大的特点就一个字:大。无论是其发行份额还是资金背景,都是券商基金和保险基金不能比拟的。这么一个基金行业的“航空母舰”要下水,在当前市场还不十分景气的情况下,对其他基金造成的压力不能小视。尽管其他基金都口

政策适度干预

能起到积极作用

□江苏 文弘

有最新统计数据 displays, 15%的投资者已经忘记了交易密码。投资者损失惨重,市场生存环境恶劣,单边熊市使股票持有者的市值不断蒸发。在这种市况下,市场上充斥着“海归”公司拟登陆A股市场的信息,同时拟再融资公司的数量也未呈明显下降的趋势。在市场各参与方损失比较惨重的情况下,一些公司仍不忘大举在A股市场融资,不能不说是种遗憾。

另据统计,已披露年报的153只基金去年经营业绩合计为亏损67.54亿元,而2004年37家基金公司共提取管理费35.29亿元,较2003年的19.32亿元增加82.66%,同时有5家基金公司当年的管理费收入突破两亿元大关。显然基金管理人的日子在如此低迷的市道中过得还是挺滋润的,与投资者普遍亏损严重形成了鲜明的反差。

在低迷的市况及市场参与各方普遍亏损严重的环境下,呵护市场,留住人气,让为资本市场作出巨大贡献的投资者们看到股市分享经济高增长的回报,已经到了刻不容缓的地步。如何维持下降通道长达近6年的市场稳定起来,是需要市场各方所共同努力的。

近期有一些上市公司取消了再融资的计

划,不论其是由于市场极度低迷导致的无法顺利实施再融资计划,还是出于呵护社会公众股股东的举措,都能看做是一种进步的表现。同时从另一侧面也证明了市场投融资状况的生态平衡受到了前所未有的挑战。

一个发达的资本市场为经济作出的贡献是不可替代的。正如有关人士所说的目前直接融资比重过小,长期低迷的市场是不可能承载直接融资扩大的重任的。强大的资本市场首先必须具备赚钱效应,这才是最真实的扩大投资者规模的源泉。只有亏钱效应而不具备赚钱效应的市场,各种应有的功能必定会受到极度的压抑而无法正常施展开来。

目前A股市场所面临的困境,需要各方风雨同舟来拿出解决的办法。市场本身是不会自己构筑底部的,每次市场向上走出行情,都必须有个切入点,通俗意义上就是所谓的利好效应。在某些导致市场资金供求失衡预期的问题上,有关部门应当在市场处于危机时作出让步,让脱离良好经济基本面的股市回归到其经济晴雨表的作用,扭转单边熊市困局是首先要解决的问题。而解决这个问题并不困难,也不乏有很多先例可供借鉴参考,适度干预市场在有些特定的状况下能够起到积极的促进作用。

汇率调整期待最佳途径

□上海 傅勇

最近,人民币汇率问题再次成为各方关注的焦点。实际上,世界上的经济大国很少会“钟情”于固定汇率制度,原因是经济不平衡首先可以选择外部调节,政策得以专注于国内经济平稳,美国的情况尤为如此。毕竟,大国的优势在于影响世界,而不是“看他人脸色”调整内部经济。

从总量平衡来看,中国目前通胀压力可能还要持续。在人民币低估的情况下,贸易出口的强劲需求只能通过物价上涨来“疏导”。理论上物价会一直上涨,直到因汇率低估所到来的价格优势丧失殆尽,出口下降,国际账户趋于平衡。也就是说,外部经济的不平衡需要国内部门的被动消化。

今年,我国的财政政策已经由积极转为稳健,宏观调控的重担更多地落在央行的肩上,加息自然是最重要的手段。去年10月下旬的加息起到了一定的效果,但今年前两个月的物价指数出来后,加息呼声仍不绝于耳。近日,美联储连续第七次加息25基点,联储基金利率已升至2.75%。在盯住美元的汇率制度下,中国较好的选择可能是跟进加息。然而,考虑到千亿美元的国际热钱的进入,依附于房地产等领域,加息可能会继续吸引国际热钱的流入。的确,加息有加息的难处。实际情况是,紧盯美元的人民币所造成的外部经济的不平衡,必然会对

物价造成压力,而货币政策主动性的丧失,使得缓解这种压力并非易事。

应该说,汇率的低估对“中国价格”客观上起到了推波助澜的作用。从纺织品“井喷”到温州鞋被扣,“中国造”在世界上所向披靡的同时,也被围追堵截。据摩根士丹利首席经济师罗奇在发言中透露,几周前在美国参议院共和党 and 民主党们共同推出一项法案,如果人民币在180天内不调整币值的话,这个法案要对中国所有的产品施加关税。内外压力有待释放,人民币升值调整未必就是坏事。关键问题是如何避免汇率调整的风险。

国际上曾经流行所谓“韩国方案”,即政府明确宣布汇率调整的时间表甚至幅度,希望通过这样的明令来稳定预期,帮助外贸部门减少汇率风险。然而,美好的意愿并不都能顺利实现。“韩国方案”结果是金融危机的如影随形——正是因为有了稳定的预期,投机家可以获得几乎没有任何风险的套汇收益。另外,传统做法的另一特点是维持中心汇率不变,但逐渐扩大汇率波幅,而实际效果也并不支持这种做法。

汇率调整因而成为考验各国智慧的“试金石”。来自中国早在上世纪七、八十年代的经验表明,通过实行人民币的长期、缓慢、频繁、小幅、不规则的汇率调整,可能是实现汇率制度成功变迁的途径,并且,即便政府握有汇率制度的改革时间表,也未必需要对外公布。

引进“拯救者” 防范“掠夺者”

□河南 胡飞霄

考察中外资本证券市场上的众多举牌收购上市公司事例,我们不难看到,举牌收购者大体上就是两类,一类就是所谓“掠夺者”即恶意收购者,他们发现上市公司陷于困境之际,趁火打劫,将上市公司掏空,损害上市公司全体股东、员工、投资者、债权人的利益;另一类就是所谓“拯救者”,即善意收购者,他们根据股票二级市场的股价信号,入驻上市公司,并注入新的资金,他们的经营行为有利于上市公司众多利益相关者的利益。

“通过包括举牌在内的公开化出让方式获得控制权,将是2005年上市公司并购的一大趋势”,笔者同意这一结论。目前急需有关方面做的,就是加快市场制度建设,为上市公司控制权的正当竞争创造适宜的环境,给善意收购者施展企业家才能搭建舞台。实现这一目标,做好这项工作,最关键的一环是建立企业并购制度。收购、控制、入驻、经营上市公司是很严肃、很专业化的事情,它需要当事人具备职业企业

家的才能和素质。建立企业家制度关键是两点,一是建立企业家注册规则,经审查合格并经有关机构注册、颁发证书后进入企业家人才库,企业家人才库向资本证券市场投资者和监管部门公开。二是建立经理入市场管理委员会,具体负责企业家的资格审查和认定,并对企业家进行考核和评级。

目前中国已初步形成了经理人市场,缺的只是制度的支持。考虑到目前尚处于初级阶段,对收购者是否具备企业家资格不能做硬性规定,但举牌收购信息披露方法要实施强制披露。披露内容要多,如实际收购者是否具有职业企业家资格,其学历、从业经历、业绩如何等。

总之,促进上市公司控制权市场的正当竞争,实现优胜劣汰,优化资源配置,必须通过“两化”来达到,即收购者的职业化、和收购过程的公开化。通过资本证券市场公开的股权竞争,完成上市公司控制权、经营权的改变,无疑比行政主导的股权转让方式优越百倍,同时还能给我们的上市公司引来一些善意收购者,有能力负责任的经营者。

广泛认可和信任,在心理优势上也是显山露水。而在基金能够涉猎的业务范围内,尤其是基金都看好的风险不大的银行票据经营业务、债券业务,这些业务也都是与银行业务息息相关。作为商业银行成立的基金公司,无论是业务能力还是“血缘”关系,恐怕其他基金也是望尘莫及。

如果要避免基金行业的恶性竞争,首当其冲的就是制度建设问题上,要避免商业银行成立的基金公司在销售环节上的垄断带来的恶性竞争。因为银行对基金的发售其垄断性是最为明显的。如果在销售环节上不能避免恶性竞

证券与法

信用交易应该“慎行”

编者按:目前,我国的法规禁止融资融券的证券交易活动。从投资者的角度来看,由于对券商融资渠道规定不明确,出现了券商挪用客户保证金、委托理财对危机等问题,给投资者造成了无法弥补的损失。江西读者邱亚楨来信说,信用交易具有很强的投机性,会在一定程度上加剧市场风险,但也应该看到,它对证券市场和投资者同样具有积极的作用。信用交易的消极方面所体现出来的疯狂投机和暴涨暴跌的风险,完全可以通过严格规定及措施予以控制。从发展眼光来看,当市场发展到一定规模,法律制度趋于完善,信用交易制度被法律承认是一种国际证券市场发展的趋势,我国也不应例外。

针对这个问题,法律专家认为,信用交易的推行,必须严格设定交易品种,加强对参与方的资格认证,并控制信用额度与交易规模,改革完善现有涨跌停等风险交易制度并辅之以先进的信息技术的适时监控系统。信用交易制度的出台,应充分考虑到我国投资者的素质和风险承受能力,券商的风险监控水平以及监管机构的监管经验,应当谨慎。

□占小平

资本市场作为舶来品,多年来我国一直跟在西方后面照搬西方成熟模式,缺乏创新与特色。信用交易制度在成熟市场国家已经

被广泛运用且证明效果良好,目前国内受到各方热捧,拟订中的《证券法(草案)》也明确采纳了这种制度。笔者认为,信用交易制度的出台,应充分考虑到我国投资者的素质和风险承受能力,券商的风险监控水平以及监管机构的监管经验,应当谨慎。

在现行法制环境下,融资融券交易被归于禁止之列。《证券法》明确规定“证券交易以现货进行交易”,禁止证券公司“从事向客户融资或者融券的证券交易活动”。但现实中,虽然监管部门监管力度不断加大,但券商挪用客户保证金为股民“透支”情况仍然盛行,方式越来越隐蔽,引起的诉讼越来越多,长此以往,必酿成金融风险。“堵”不如“疏”,不如使之合法化,通过制订规范的操作流程和风险监控程序让处于半地下的融资融券活动从隐蔽走向规范,及时暴露出什么问题也可以及时控制风险。

众所公认我国的证券市场是单边市。行情好大家都争相杀人赚钱,行情跌则争相斩仓止损,客观上形成了“共振”效应,加倍放大了股指的振荡幅度。据统计,从1996年到2002年,我国股票市场的年平均波动幅度达30%左右。参与各方利益高度一致,一赚俱赚,一损俱损,只能做多,不能做空,导致市场一味地追高。而在完善的融资融券制度下,可以通过买空、卖空组合锁定收益与损失,即遭遇熊市也可以利用做空机制回避风险,使市场本身具备价格稳定器的作用。而且长时间以来,伴随市场的低迷,我国沪深股市均交投惨淡,常常一天成交量两市加起来不到100亿元。而证券市场要实现其优化资源配置的功能,维持一定的交易活跃程度是前提。从这个意义上说,拓展券商的融资融券渠道,进而活跃股

思考与建议

□张钢钧

A股含权吗?含的是什么权?能不能量化? 主张A股含权的法律依据是:全流通是对当初发起人股“暂不上市流通”承诺的违背,因而要为全流通支付代价。问题是,“暂不流通”不是“永不流通”,这一区别非常关键。如果最初承诺是“永不流通”,那么现在要上市流通就是违约。但“暂不流通”的含义则大不相同,作为政策的制定者,完全有权对这个“暂”的期限和概念做出有利于任何一方的合理解释,任何解释在法律上并无明显的违规违约之处。

主张A股含权的经济依据主要有以下几种: 1、发起人股东以每股一元多的资产,募集了流通股东好几元现金,是不公正和不平等的,应予以追溯调整。按此说法,A股不仅含权,而且权的大小也可以精确量化,即按股票发行时两类股东投入的资产数量来推算。显然,这个说法否认了溢价发行的科学合理性。如果此说成立,全世界的股市都将产生补偿问题。

2、虽然溢价发行是合理的,但问题是“溢”得太多了,本来该溢到3元的,结果溢到5元,多出的2元就应该属于流通股东,也就是A股含权的数量。问题是:一只股票究竟该发到多少钱,没有没有一个精确完美的计算公式;更为重要的是,在公司上市多年以后,还能不能反推出当时最合理的发行价应该是多少呢?答案都是否定的,例如有的股票可以在10年之内上涨10多倍。如果人们当初能够预见到这个事实,那么发行价格将成倍提高。在我们知道了现在的结果以后,再去反推当初的发行价,就会发现有些劣质股按1元面值发行都太高,而有些优质股的发行价格不是定高了,而是定低了。这恐怕是主张还原历史的人没有想到的。

3、非流通股只能在净资产附近转让,远低于流通股价,因此是两种不同的股。现在要成为同样的股,就必须向流通股东补偿,A股因此含权。这个说法不确切,例如乐凯和重庆啤酒的国有股转让价格是净资产的数倍。一些非流通股只能卖到净资产附近,要么是公司盈利能力较差,要么只能说明存在严重的贱卖现象,是应坚决纠正的。简单用多数非流

通股以净资产价格转让的事实,来验证A股含权,没有说服力。

4、非流通股变为可流通股,会产生流通性溢价,这个价格应由两类股东分享,A股因此含权。很多人士将此看作为全流通双赢的基础。问题是,这个溢价应该属于谁?发起人股暂不流通是政策安排使然而非其本意。在上市后几年十几年,发起人股终于非获得了本应具备的上市流通权,长期被压抑的价格得到了正常的释放,这个溢价所当然属于发起人股东。实际上这和国外发起人股锁定期满上市没有实质区别。

5、非流通股变为可流通股,增大了股票供应量,使市场中枢下移,损害流通股东的权益,应该补偿流通股东,A股因此含权。这在一定程度上符合“价格由价值决定,并受供求影响”的原理。问题是,这个局面是体制原因造成的,并不是发起人股东的初衷;其次,全可流通对股价的影响程度是多大呢?股票潜在供应量与股价下跌幅度之间并没有线性关系。因此,此说法在情理上虽有合理成分,但为什么非要由非流通股股东做出补偿,却没有过硬的道理。

传统的“A股含权论”面临的正是“于情有理,于法无据”的尴尬局面。那么,A股含的到底是什么“权”呢?

笔者认为,A股含权是一种政策取向,作为资本市场发展的纲领性文件,“国九条”在谈到妥善解决股权分置问题时,旗帜鲜明的指出“一定要保护投资者尤其是公众投资者的利益”。这句话,实际上可以理解为“在解决这个问题特殊的历史遗留问题时,要对公众投资者的利益进行特殊保护”的一种承诺。因此,如果我们说A股含权的话,这个“权”,是对历史上流通股东事遭受的一系列制度性侵害的政策承认,是为挽救资本市场危机而做出的灵活务实的政治抉择。这个权不是严格的法律、经济意义上的权,不是与生俱来或天然赋予的,而是基于历史和现实考量,基于政策取向而赋予的权,“权”的大小也是政策决定的。A股“政策性含权论”的确立,消除了长期困扰我们的A股是否含权、如何行权的争论,使得统一含权、统一补偿的集中决策成为可能。

读者之声

应该实行即刻澄清制

股市在“愚人节”又一次愚弄了股民。从中国股市诞生至今,无论是政策上,还是公司信息上,真真假假消息,让广大股民吃了多少次亏啊!面对谣传和股价大幅波动,其实国际股市有很好的对付办法,那就是采取即时停牌,责令有关公司对此现象做出解释。查了一下我国在交易方面的有关规定,也有停牌规定,只是即时停牌是在上市公司请求的情况下,才加以实施,这其实对投资者的保护作用并不大。所以,笔者建议应该赋予证券监管部门这个权力。对大市或个股突然大幅波动,应该分析原因,倘若发现是由于信息和传言影响,应该立刻采取停牌,并责令有关部门和上市公司对信息进行即时澄清。这样才能真正的保护所有投资者利益。(上海 徐惠芳)

这样的公司应暂停上市

4月4日,某ST公司突然发布公告称,该公司2004年亏损额在4000-5000万元之间。其股价“闻亏”立刻封于跌停板。其实,早在1月19日,公司就宣称它可以扭亏,净利润在300万元左右。没想到在临近年报披露之际大变脸。我们没有理由认为,这一家公司管理很差,且相关高管人员缺乏起码的道德素养。投资者不禁要问,该公司当初报盈利有无根据,还是发现了新的亏损源?预告扭亏,是胡编还是作了会计测算,要说盈利不多尚有情可原,若是一下子就从微盈变成巨亏,这外里里差距也太大了。建议监管部门对该公司进行处罚,实行暂停上市,直至其高管人员提高认识,具备上市条件时再恢复上市。(天津 谢文)

严格执法是信心的保证

当前制约投资者信心的,不光是股权分置问题的破冰与否,公司治理结构的不完善,是制约投资热情的一个等同因素。很多股民朋友说,我们过去炒股看业绩,可是业绩是显性的成绩单,隐性的成绩单我们看不到。不知道什么时候因高管违规问题使公司业绩突然变脸,遭殃的总是我们小股民。据了解,香港证监会和港府形成一致意见,对违规者进行民事制裁或刑事制裁。意见要求民事罚款最高可达500万港元,刑事则最严重可罚款800万港元以及监禁10年,对较严重的个案,最高罚款可达到1000万港元,而对市场失当行为的罚款则应不设上限。笔者以为,香港市场的这一设想,也可以拿来为大陆资本市场借鉴并进一步强化之。(湖北 左传辉)

合理安排报表披露时间

近期是年报和季报披露高峰,但撞车现象时有发生。季报由于不需要中介部门的审计,因此这一个月的披露期限对上市公司而言并没有时间压力。中报同年报按规定都需要会计师事务所出具审计报告,但同中报二个月的披露期限相比较,年报的披露期限似乎有些拖沓。上市公司都制定了一整套严格的内部控制制度,公司的经营是连续进行的,公司的各种账目设立和账务处理也都有章可循,随着会计核算电脑化的推行,以及各种财务软件的应用,企业的各种会计报表在一月份都基本可以编制完毕,再给注册会计师二个月的时间审计,三月底完成年度报告的编制工作应该是难度不大。沪深交易所能否根据实际情况,将上市公司年度报告的披露截止日提前到每年的三月三十一日,这样既可避免年报同季度披露的撞车现象的发生,也可以提高上市公司的工作效率。(河北 张俊山)

股民是怕发行新股吗

看看我们的市场便会发现,虽然大盘跌得如此之惨烈,但是仍然有不少的股票创出了历史新高,或者正处于上升通道中。这些股票也存在股权分置问题,为什么也能涨呢,原因就是公司有良好的升值预期,能够实实在在的分红获利,但这样的上市公司太少了。所以管理层目前首要的问题应是全力提高上市公司的质量,对违法违规的上市公司,中介机构加以严惩,依法治市。其实,关于扩容的问题也是一样,股民是怕发行新股吗,不是,问题是真的给股市送来好的企业,谁不欢迎,就怕送来的是一年盈、二年平、三年亏的圈钱机器。因此,如果管理层控制不了准上市公司企业的质量的话,还是少发为好,应把主要精力放在现有的公司治理上。(安徽 胡孝政)

这不是“累积投票制”

近日,某公司召开股东大会选举董事,监事,4月1日刊出的公告称其采用了“累积投票制”,选出7名董事,4名独董和2名监事,总投票数为36501.60万股,而社会公众股股东只出席5人,持股比例仅占社会公众股的0.06%,占总股本的比例更是微乎其微。可以说,该公司的此次选举并不是“累积投票制”,只是分类表决而已。社会公众股股东因出席太少,持股数所拥有的表决权集中起来也不足以选举1名董事。所以,要真正实行累积投票制,社会公众股应该积极参与,甚至还可以采取事先征集投票权的办法,才能凑足可以有效集中使用的表决权数。此外,如果社会公众股股东仅限于在大股东提名的候选人中挑选,也未必有实际意义。应该允许社会公众股股东或临时提名自己认可的候选人,并在选举时将表决权集中投给他。(天津 谢文)