

以金融衍生品提升资本市场财富效应

□芝加哥期权交易所董事总经理 郑学勤

现代金融与金融衍生品同步而生,没有金融衍生品就没有现代财富管理的理念。中国财富的增长目前在全球首屈一指。能否管理好这笔财富,实现小康社会理想,在一定程度上取决于中国金融衍生品市场的建设。

资产证券化释放财富

财富起源于剩余价值。我们今天对财富起源的看法基本上还是基于亚当·斯密在《国富论》中提出的观点,也就是财富起源于生产者生产出多于自己需要的产品,通过市场交易出售多余产品而换来的价值。换句话说,财富是可以用来交换一定数量的商品和服务的资产。

财富起源于提高生产力和长线投资的生产。亚当·斯密在另一部著作中提到过生产财富的两个先决条件:生产者的技能和需求者的市场。格林斯潘最近反复强调,并不是所有生产都能促进经济发展。财富的创造需要长期投资和提高生产力的经济活动。换句话说,只有能够提高经济质量和扩大经济规模的投资才能产生财富。

资源稀缺导致财富增值。马尔萨斯在18世纪末提出人的生活资料的增长同人口的增长内在不匹配。现在,人类生产力的增长基本解决了这个问题。但生产力的增长带来了另一个问题:自然固有资源与人的开发资源能力之间的内在不匹配。资产的价值与资源的稀缺是成比例的,这是社会调节资源使用的一种手段。1804年时全球只有10亿人口,现在全球有70亿人口。人口和人类开发自然资源能力的急速增长放大了资源的稀缺,从而推高了资产价值。

人类在理解和管理财富方面非常没有经验。财富的高速积累是现代现象。麦迪逊是著名的宏观经济史学家,他在1981年时就指出,人类在万分之一的历史中创造了97%的财富。因此,无论是在对财富的理解方面还是如何保持财富价值方面,人类都是极其缺乏经验的。

资产证券化释放财富。现代财富的概念不是小农经济中持有三两黄金五亩地就是财主的概念。财富没有绝对的承载物,认为黄金(或者货币)是财富的载体,只是人类特殊发展阶段

上的一种错觉。随着现代财富的高速积累,资产本身就越来越成为财富的载体。

作为财富的载体,资产本身需要交易。交易需要有确认所有权的契约和保障所有权的制度。索托是位秘鲁经济学家,他在《资本的秘密》一书中提出过一个重要概念:通过契约化进行交易的资产会释放出大量的财富。他认为,发达国家能够成为发达国家,主要是因为制度和市场对资产的所有权进行正常交易,从而释放出大量社会财富。有学者指出,东亚发达国家或地区解决贫富差距的一条重要途径是土地证券化,土地交易释放出的财富使得农民的生活水平接近于城市居民的生活水平。这些国家或地区的发达,并不只靠加工制造业,而且是通过土地契约化缩小了城乡差距和贫富差距。

企业上市也是同样道理。企业通过证券化而生产财富。银行作为财富的价值而发行货币,这些货币不是用国民生产的剩余价值来兑换企业上市释放的价值,而是提供交易媒介帮助实现由企业资本化生成的财富。

经济进化创造价值。用传统概念来衡量财富在今天已经同现实有距离了。今天的国民生产价值的概念比在亚当·斯密时代要复杂。美国最近修改了GDP的定义,把知识产权等内容包括在内,国民生产的总值就有了变化。拜因霍克在《财富的起源》中主张,在解释财富时用复杂理论的经济进化论来取代传统经济学理论,他指出,随着工业革命的深入和科学技术的发展,特别是电子技术和互联网的发展,社会生产效率提高了许多,生产成本降低了许多,对财富价值起源的看法也不妨更开阔一些。货币内在地从两个方面使得财富管理变得复杂:货币的价格和货币的流动性。一方面,财富的价值要靠货币来衡量,而货币本身也有价值。货币价值的变化会影响到财富价值的变化,在纸币经济中尤其如此。因此,如何在财富管理中把货币价值的变化综合到财富价值中,就成了管理财富的一个关键。

央行为为了应付经济发展中遇到的问题,用伯南克的话说,可以像直升飞机撒钱那样地印钱。美联储在量宽政策中发行的4.5万亿美元的

货币,对联储来说只是计算机创造出的电子符号,对社会财富来说,反应则要复杂得多。而且,因为全球的金融是相通的。货币市值的变化会导致国际间资产价值的趋同或套利。另一方面,由于对财富的起源缺乏足够的理解,在财富管理所需要的货币量同货币的实际发行量之间会有脱节,这就造成货币流动性不足。金融市场中因此经常出现流动性比价格更重要的现象。有人做过统计,在金融危机之前,M2代表的货币只占美国金融流动性的15%。

衍生品在财富管理中的功用

可以交易的资产才是财富。财富的价值取决于别人愿意为它支付的价值。如果没有现有的或潜在的市场,无论是商周铜鼎还是达·芬奇的绘画,在现实中都没有价值。有现金流收入的资产才是财富。在现代社会里,财富是个社会概念而不是物理概念,绝大部分财富就性质而言都是社会契约,譬如房贷、股票、债券、货币等。财富的价值取决于社会能够提供的商品和服务。财富的增值则取决于能动地把握社会经济变化提供的机会。

有风险管理的资产才是财富。财富是具有社会属性的合约性资产,它面临社会和经济情况的变化可能带来的各种风险。如果财富只是物理资产,静止地持有就可以为财富保值,在现代金融中这显然行不通。

因为资产本身有携带风险,如果不加管理,任凭外部条件变化来决定资产价值的沉浮,那么资产就无法实现产生稳定现金收入的财富功能。任何金融资产都有风险。即使是货币,也有因为通货膨胀和汇率变化而带来贬值风险。不确定性是现代金融的一个根本特征。把资产聚集在一起未必就等于财富,只有进行风险管理的资产才可能被称作是财富。

考虑到同其他资产相关性的资产才是财富。全球财富没有一个绝对的价值锚,不同资产的价值都是相对其他资产的价值而决定的。因此,考虑个人资产同其他资产的价值相关性,是保持财富价值的关键因素之一。现代财富管理中有两个基本概念——波动率和相关性。前者

是不确定性带来的风险,后者是相关资产的价值变动带来的风险。在处理这两种风险方面,金融衍生品都是必不可少的工具。

金融衍生品市场提供管理社会财富的框架。财富必须可以交易,交易需要货币中介。货币内部价格是利率,外部价格是汇率。在现代金融里,利率和汇率的产生都离不开衍生品市场。不是每个财富管理人都需要直接进行衍生品交易,但没有一个负责的财富管理人敢于忽视衍生品市场产生的价格。同样,在确定同其他资产的相关性方面,其他重要资产(譬如原油和黄金)的价格也不可能离开衍生品市场。衍生品市场为国际金融市场提供了运作框架,这个框架也是财富管理的金融框架。金融衍生品是提供管理风险的工具。财富需要通过交易才能体现价值,财富除了内涵价值还有携带风险。资产本身的价值可能发生变化,市场对资产价值的看法也可能发生变化。资产本身是无法转移或规避这种风险。要么在持有资产的同时持有风险,要么在摆脱风险的同时也放弃价值。马科维兹的投资组合论主张,以资产的分化对不同资产之间的风险相互对冲。金融衍生品则有可能将风险从资产中剥离出来分别交易和管理。

财富管理是不同的管理者使用不同资产构成不同的财富单元,每个财富单元有自己的回报和风险的特征。它不是单纯的股票、商品或债券的组合,而是投资管理者使用各种不同类型、不同等级和不同风险特征的资产构成组合,使用衍生品可以帮助构成这样的组合。

降低财富的携带风险可以增加财富的价值。有人认为,保持财富长期效益的最好投资是回报率同波动率相近的投资。也就是说,如果用波动率(风险)作为竖轴,回报作为横轴,效益最好的投资是在45度线附近的投资。换句话说,如果上证50股指的波动率是25%,它的回报也是25%,如果它的回报是10%,它的波动率也是10%。在现实世界里,具有这种风险特征的资产不多。但是,财富管理可以通过衍生品来调整风险和回报,以实现这样的比率。

金融衍生品是综合各种资产价值的枢纽。现代财富管理是综合管理,每一重大经济和社会事

件对不同资产都有不同影响。管理财富是要消除负面影响,增加正面影响,因此,当资产价值达到一定规模时,综合管理就成了水到渠成的结果。因为衍生品是有杠杆力的工具,在维持各类资产之间相关性方面,管理者可以通过衍生工具廉价得到不同资产的市场暴露面,更好地将自己对各项资产之间相关性的认识转化为有形资本。

金融衍生品能捕捉现货市场无法捕捉的信息。衍生品是利用杠杆力,通过小量的资金,对商品或资产未来价格进行竞价的合约。不少资产现有价值无法反映的信息(譬如说未来的商品供需和货币供需关系),只有衍生品才能抓住。同时,现有资产的一些属性(譬如说股票价格运动的速度、天气温度变化、碳排放数量和商品综合指数等),都只有通过衍生品才能被金融化和进行交易。这些属性资产本身捕捉不住,但会从一定方面影响资产价值变化。

金融衍生品是处理不确定性的有效市场。金融衍生品市场是从上世纪70年代发展起来的。上世纪70年代是美元同黄金脱钩,汇率和利率市场化开始的年代。政府对金融资产价格开始失去控制。不确定性因此成为金融活动的重要特征。随着新兴国家的兴起,金融市场的扩大,国际金融机构的失效、金融监管的放松、金融产品的不断涌现、网络的出现、金融资产流动速度的加快,以及国际经济和金融的多元化,这种不确定性始终在增加。

由于不确定性的存在,在金融运作之中,概率论就变得越来越大。你不可能知道事件是否会发生,但可以知道发生的概率有多大;你不可能知道股票的价格会涨到哪一个具体价位,但有可能知道上涨或下跌的一定范围。金融衍生品是依靠概率论同金融市场的不确定性进行较量的工具。金融衍生品(譬如说期权)有可能将不确定性量化,把不确定性转化为风险进行管理。

金融衍生品是微观管理的有效工具。从微观上来说,衍生品可以用来调配风险比率、调节资产配置、降低价值波动、规避携带风险、交易非物质资产或资产的非物质属性、增加财富价值,以及发挥准货币功能。总而言之,无论是从宏观上还是从微观上,金融衍生品都是财富管理的有效工具。

推动建立阳光市值管理体系

□中国上市公司市值管理研究中心执行主任 刘国芳

消除当前市场上存在的市值管理困惑,鼓励上市公司建立市值管理制度和开展系统、科学和合规的阳光市值管理,防范和打击各种虚假陈述、内幕交易和操纵股价等伪市值管理,对于保持和促进当前上市公司市值管理的良好势头,实现上市公司市值蓝天下的成长,提升上市公司的投资价值,推动资本市场的可持续发展具有重要的现实意义。

走出伪市值管理认识误区

困惑:市值等于股本乘股价,由于股本很少变动,市值管理不就是股价管理吗?这是一个典型的伪市值管理问题,即市值管理的合规性问题。

由于市值管理在中国是个新概念、新课题,所以市场上对市值管理的理解多种多样,加上急功近利的心理,以市值管理的名义做出虚假陈述、内幕交易和操纵股价等伪市值管理的行为屡禁不绝。具体来说,伪市值管理有以下几种模式。

第一,大宗交易伪市值管理模式。通常的大宗交易为,减持方一般在收市后以收盘价的9.6折价格将需要减持的股票通过大宗交易系统卖给大宗交易商,大宗交易商第二天或第三天再将股票在二级市场上以前收盘价直接卖出。然而,变型后的大宗交易市值管理就有点撞红线的嫌疑,有两种模式。

先拉升后交易的大宗交易伪市值管理。即上市公司减持股东事先与大宗交易商谈好交易与分成协议,然后大宗交易商以雄厚的资金实力在二级市场拉升股价,然后通过大宗交易将股票以正常的折扣价卖给大宗交易商,大宗交易商第二

天或第三天以当天正常的市场价格卖出。

先大宗交易后拉升的大宗交易伪市值管理。即上市公司股东事先通过大宗交易将股票以正常的折扣价卖给大宗交易商,大宗交易商再以雄厚的资金实力在二级市场拉升股价至目标价位后卖出,最后减持股东与大宗交易商按约定的比例将收益分成。

第二,联合坐庄伪市值管理模式。联合坐庄伪市值管理的基本做法是,私募基金先跟上市公司大股东或上市公司的管理层谈好联合坐庄计划,这其中包括双方的出资金额、收益分成比例、上市公司配合出利好等。然后庄家在二级市场上打压吸筹,上市公司配合出利空消息。吸筹到控盘程度后开始拉升股票,上市公司配合出利好,如年报业绩大幅预增、高比例送转股、对外并购大手笔、优质资产注入、核心员工股权激励方案推出、新产品、新技术重大突破等,同时私募通过关系不断地让分析师出推荐买入报告,不断地在各种媒体上宣讲该公司的成长故事和投资价值,将股价不断推升,如从每股10元推升30元甚至50元等;最后在市场一片看好中逐步出货了结,如果实在出不了货,找私募基金接盘。成功出货后,先是庄家与上市公司大股东或核心高管按约定比例分配投资收益,再是庄家拿出一部分的收益分给接盘的私募基金经理。

第三,定增操纵股价伪市值管理模式。上市公司从董事会提出定增方案到定增方案被证监会核准,一般会有6个月或更长的时间。在这段时间,如果公司的股价不上涨,甚至会出现较大幅度的下跌,发生增发价和股价倒挂的现象。这个时候,上市公司一般很愿意白白放弃宝贵的再融资机会,因此会萌生找私募基金拉升股价的冲动。于是,就会和某个私募一拍即合,联合坐

庄的基本做法与上述私募操纵股价做类似,私募基金先跟上市公司谈好联合坐庄计划和分成后,就开始拉升股票,上市公司配合出利好,将股价拉升至远远高于增发价之上并维持股价,等上市公司成功定增后再慢慢出货。

区分真伪市值管理的行为其实很容易,就是以监管部门提出的三个底线与三个红线为界。市值管理的三个底线必须守住:一是市值管理行为是否维护了证券市场的公正、公平和公开的“三公”原则;二是市值管理行为是否维护了上市公司整体利益;三是市值管理行为是否维护了中小股东权益。市值管理的三个红线坚决禁碰:一是虚假披露;二是内幕交易;三是市场操纵。守住了三个底线,避开了三个红线,就是合规的真市值管理;否则,就是违规的伪市值管理。

市值管理绩效评判

困惑:市值受外在的波动影响太大,跟公司经营好坏关系不大,市值怎么考核?这是市值管理考核的问题,即市值管理绩效评判的问题。

企业管理上通常讲,无考核就无管理,考核是指指挥棒,有什么样的考核就有什么样的结果。既然市值成为股东价值的直接体现,市值管理的目的就是促进公司市值的增长,市值考核的引入就是上市公司开展市值管理的一个必然要求。

其实早在2005年,国资委在发布的《关于上市公司股权分置改革中国有股股权管理有关问题的通知》中明文规定,“股权分置问题解决后,应当考虑将市值指标引入国有股股东的业绩考核体系”。2008年6月30日,国务院国资委在《关于规范国有控股上市公司实施股权激励有关问题的补充通知》中,明确将市值和市值增长率列入业绩考核体系。证监会也在2008年

关于上市公司股权激励的备忘录中提出,鼓励公司行权条件的设定采用市值指标。

但为什么直到今天,在美国成熟市场上广泛被采取的市值考核方法(如总股东回报考核指标)却没有在中国上市公司中被采用?一方面在于确实我国新兴证券市场不成熟,市值与公司的经营业绩相关度还不强;另一方面也在于我们陷入了绝对对市值管理的观念中。如果我们跳出绝对对市值增长的考核思路,引入相对市值考核,问题就迎刃而解了。相对市值考核就是说,相对行业指数或行业对标公司市值的增长,即市值在涨的时候比行业指数或对标企业涨得多,市值跌的时候比行业指数或对标企业跌得少。这样一种相对市值考核应该说可以屏蔽外界因素的干扰,可以达到真实衡量一家上市公司市值管理绩效的评价问题。

市值管理的激励

困惑:目前上市公司搞股权激励积极性不强,只要薪酬有足够吸引力,核心团队持股与否重要吗?这是市值管理的激励问题。

考核与激励是相辅相成的。既然市值考核是上市公司市值管理的重要手段,作为对市值绩效的一种激励,上市公司推出股权激励也就成为上市公司市值管理的一种内在要求。中国上市公司市值管理研究中心的一项研究成果显示,推行股权激励的上市公司其市值表现明显强于同类上市公司。相关性分析及回归分析结果表明,股权激励与公司市值呈明显的正相关,并且其市值效应平均高出同类公司23个百分点。

从国际经验来看,美国95%以上的上市公司都实行了股权激励;欧洲多数发达国家推行股权激励的上市公司比例超过80%;在亚洲,期权激励在香港、新加坡等地区十分普遍。国际著

名管理咨询机构麦肯锡通过对美国38家大型企业建立股权激励机制前后的业绩变化进行研究,发现,实施股权激励后公司的投资回报率、市值增长等均有大幅提升。

股权激励既是一种激励,更是一种考核。尽管目前上市公司股权激励考核的主要是净利润和净资产收益率等财务指标,是一种显性的业绩考核,但同时股权激励也是一种市值考核,是一种隐性的市值考核。因为如果一家实施股权激励的上市公司仅仅完成了净利润和净资产收益率等显性的业绩指标,而公司市值没有增长或小幅增长的话,激励对象就无法从股权激励中获益,而且激励对象获益的多少取决于市值增长的程度。因此,股权激励显性的是业绩考核,隐性的是市值考核。

股权激励考核的双重性,正体现了市值管理的两大支柱:价值创造和价值实现。内在价值是市值的基础,股权激励显性的业绩考核,就在于激励上市公司的经理层最大限度地提升公司的盈利能力及其成长性,为公司的市值增长打下坚实的市值基础。显性的业绩考核是一票否决,如果考核不达标,激励对象就无从行权或解锁,即使公司的市值有较好的表现也无从获利。这一显性要求保证了公司市值的增长必须建立在牢固的内在价值的基础上。股权激励隐性的市值考核,就在于激励上市公司的经理层在打造公司内在价值的同时,必须同时重视公司内在价值的揭示,使内在价值充分地表现为公司的市值,从而实现股东价值的增长。这一隐性要求保证了激励对象获利的前提条件必须是股东获利在先。

因此,从市值管理的角度讲,股权激励的双重考核是一种令人惊叹的精妙设计,股权激励确是市值管理的一把利器,上市公司有条件的话,都应实施股权激励制度,包括员工持股计划。



第6届中国私募金牛奖

颁奖典礼暨高端论坛

与牛市同行的私募新时代

2015年4月18日
北京

主办:  中国证券报 独家协办:  国信证券

承办:  CSI 中证投资联盟 特别支持:  暖流资本

媒体支持:  中证网  金牛理财网  Wind 资讯  东方财富网

咨询热线: 王先生 0155-83259245 王小乐 0555-35029144



微信号: zgsmljrh



新浪微博: 金牛基金研究