

股指期货:上市公司股权管理新工具

□中国银河期货经纪有限公司研究中心 杨一平

在股权分置时代,由于占总股本绝对多数的国有股和法人股处于非流通状态,因此多数上市公司忽视对其公司的股权管理工作。而当市场进入后股权分置时代后,股权管理工作是放在每一家上市公司的新课题。

首先,在后股权分置时代,上市公司及其大股东对股票价格的关心是出于对其拥有的原非流通股在二级市场上减持的需要,在什么价位减持?在什么时候减持?能减持多少?减持后是否会影响到大股东的地位。

其次,在后股权分置时代,对上市公司的收购和兼并、上市公司的反收购和兼并、上市公司间的收购和兼并并将风起云涌,如何通过低成本收购和兼并实现低成本的规模和市场的扩张。同时,又要防止和警惕自己的公司被别人收购和兼并,防止和警惕自己的控股股东地位被别人剥夺。

再次,在后股权分置时代,上市公司的融资和再融资将日趋频繁,如何根据市场趋势,降低融资和再融资的成本也是摆在上市公司或准上市公司面前的新课题。上市公司及其大股东在股权管理中的途径和方式当然是多种多样的,而不久后将开设的股票指数期货市场为上市公司及其大股东的股权管理开创了新空间。

股指期货期货市场不仅仅为机构客户的套期保值、套利提供了广阔的空间,同时也为上市公司的股权管理提供了新的手段和渠道。

1、完成股改后的上市公司及其大股东所拥有限售流通股要进入二级市场,有必要借助股票指数期货预先锁定收益。

目前,最早完成股改的上市公司,如东方明珠、中信证券等的限售流通股已从今年8月起逐步进入二级市场,明年开始,将出现股改公司限售流通股进入二级市场的高峰(见表1)。

而从中国股票市场的运行特点来看,尽管经过长达五年的持续低迷,市场已进入牛市,但是,经过今年的上半年的恢复性上涨后,平均市盈率等指标已摆脱低水平徘徊,部分股票的估值已出现明显的高估,因此,市场的震荡性将明显加大,如在今天的6、7和8月,市场出现过单日大幅跳水的情形;二是从国内证券市场的系统性风险特征分析来看,国内证券市场的系统性风险明显较大,据有关方面统计,我国证券市场的系统性风险在股市风险中的占比占到了65.7%,而美、英和法国的系统性风险却分别只占到26.8%、34.5%和32.7%。特别是由于经济过热,紧缩的宏观调控政策有可能继续加大力度,如利率水平的进一步提高,人民币汇率的进一步升值等等,这些举措必定会对证券市场造成较大的影响;三是国内的证券市场多年来一直呈现明显的周期性特征,即上半年走势相对较强,

而下半年走势相对较弱的特征。

市场的高系统性风险性和周期性的走势特征给上市公司及其大股东所拥有限售流通股的减持价格的确定带来了不确定性,但上市公司及其大股东可以利用股票指数期货市场把未来减持的价格预先锁定,以确保减持收益。如假设2007年上半年股市出现了较大幅度的上涨,沪深300指数上涨到一个较高的水平,假定A上市公司的部分限售流通股将在2007年的8月上市,并且假定A上市公司的股价和沪深300指数存在着较高的相关性,而其限售流通股在低位平仓买入和卖出,可能会出现较大幅度的调整,A上市公司的部分限售流通股就可以利用股票指数期货市场在沪深300指数较高点位开空仓,到8月份,如市场果真出现较大幅度的下跌,虽然限售流通股可能对以较低的价格减持,但其通过对先前所建立的空仓的低位平仓所取得的收益在一定程度上弥补了因减持价格下跌而造成的损失,确保了一定的收益。

2、在股权分置时代,尽管也有收购和兼并活动,但不仅事件的发生数较少,而且,除了少数三无概念股以外,主要不是在二级市场上发生的,多数是通过股份的协议转让完成的,如利率水平的进一步提高,人民币汇率的进一步升值等等,这些举措必定会对证券市场造成较大的影响;三是国内的证券市场多年来一直呈现明显的周期性特征,即上半年走势相对较强,

本也因此由市场价格决定。由于被作为收购和兼并对象的上市公司流通股相对有限,大量地在二级市场上买入一家上市公司的股份进行收购和兼并,必然会增加市场的冲击成本(market impact cost),而市场的冲击成本的提高必然提升了收购和兼并的成本。

而相对于股票现货市场的市场容量而言,股票指数的期货的市场容量要大得多,流动性也要好得多(见图1)。为了降低市场的冲击成本,进而降低和控制住收购和兼并的成本,收购和兼并者可利用股指期货市场先在低位开多仓买入和卖出,然后在高位平仓,起到控制和降低收购和兼并的成本的效果。

3、上市公司,特别是蓝筹股上市公司及其大股东为了自身的股权相对稳定,为了上市公司的持续而又稳定的发展,也为了反收购和兼并,或大量持有自己的股票,或引入战略投资者,长期持有该上市公司的股票。但是,国内证券市场的风险由于系统性的风险占了较大比例,尽管是蓝筹股上市公司,它的股价在一定时期内也会出现较大幅度的波动和下跌,对这些上市公司及其大股东的财务状况将产生十分不利的影响。

利用股票指数的期货市场,

在上市公司及其大股东大量持有自己的股票的同时,或者战略投资者大量持有某一上市公司的股票的同时,在股票指数的期货市场上选择和该上市公司相关性较高的股指期货品种按一定的套保比例在高位开空仓。如果该上市公司的股价出现大幅下跌,造成较大的损失,但是,他可通过在股指期货市场上空仓的平仓,弥补在现货市场上的损失,达到套期保值的效果,以确保战略投资者等长期持有人的财务状况并不因市场的动荡而恶化。

4、在后股权分置时代,随着证券市场管理体制的进一步改革,上市公司的再融资和准上市公司的融资安排也将日趋市场化,一级市场的发行价格和二级市场的市场价格紧密相连。在二级市场较为低迷的情况下,一级市场的发行的价格就会受影响,从而影响到该公司的融资金额和融资成本。

为了确保融资金额和控制融资成本不受股票市场的波动影响,降低融资和再融资中的风险,上市公司也可预先利用股票指数的期货市场在高位开空仓。

5、股利支付也是上市公司股权管理的重要内容。特别是随着中国证券市场的成熟和发展,不少上市公司,特别是蓝筹股上市公司的股利政策趋向于持续和稳定。股利支付也牵涉到一个成本管理的问题。上市公司可利用股指期货预先在高位做空,对要用于支付股利部分资产进行套期保值,锁定收益,降低支付

红利、股利的成本。

所有的上述举措就其性质而言,基本上属于在期货市场中进行套期保值的策略。要取得较好的效果,取决于该公司股票和股指期货的标的指数的相关关系,

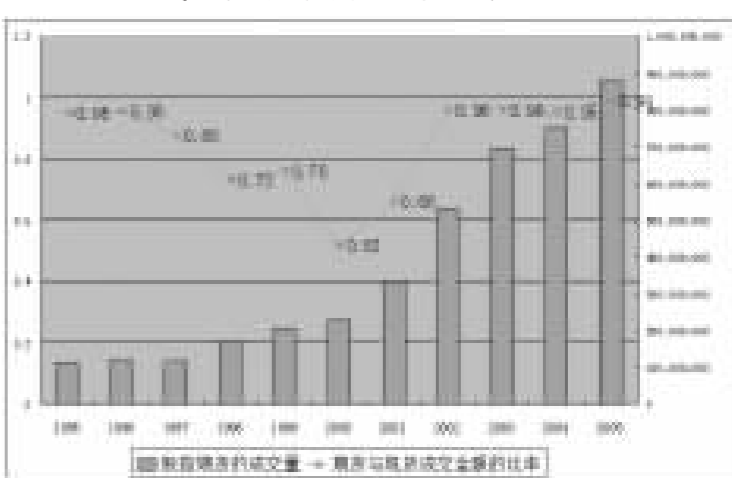
并根据这一相关关系确定套保比率。同时,由于股指期货市场本身具有较大的波动性,因此,参与期货市场套期保值的上市公司必须拥有较为充沛的现金流。否则,效果可能适得其反。

表1:2007年3月份至2009年各月的限售流通股上市家数和限售流通股数量(单位:万股)

年	月	家数	流通股数量	年	月	家数	流通股数量	年	月	家数	流通股数量
2007	3	98	465229.24	2008	1	46	259008.86	2009	1	60	1053454.89
	4	109	874061.79		2	59	442472.49		2	81	1510177.97
	5	86	706714.61		3	74	344404.96		3	103	1935778.4
	6	102	446391.24		4	91	344135.69		4	111	1966346.47
	7	58	258339.35		5	67	332290.48		5	90	2262606.31
	8	32	290000.72		6	73	241522.2		6	95	1146295.5
	9	4	2878.35		7	44	126928.82		7	63	1772828.94
	10	21	465168.9		8	31	1789442.99		8	7	63928.46
	11	66	335019.04		9	4	22825.77		9	1	540125.2
	12	48	197772.52		10	24	372598.34		10	7	43174.23
					11	80	940759.86		11	18	143085.33
					12	65	1088224.86		12	16	68762.05

资料来源:聚源数据

图1:全球股指期货与现货市场交易金额对比



资料来源:WFE(全球交易所联盟)、BIS(国际清算银行)

企业融资券:发行速度加快 信用风险增大

□华夏基金管理公司固定收益部 杨莹 何林霞

为进一步发展货币市场,拓宽企业直接融资渠道,去年5月央行颁布《短期融资券管理办法》,我国短期融资券市场得到迅猛发展。由于发行的企业短期融资券全部为无担保债券,因此短期融资券是真正意义上的企业信用产品,其发行标志着我国信用债券市场进入了一个崭新的发展阶段。从今年的情况看,1月1日至8月7日有123个发行主体发行了134只短融券,累计金额1674亿元。今年短期融资券的发行主体更趋多样化,发行支数和累计金额全面超过去年,且信用风险明显加大。总体来讲,“-1”和“-2”级短融券信用风险溢价不足,不宜投资,而目前“-1”级短融券的信用利差明显扩大,较有投资价值。

一、企业短期融资券发行的十个特点

1、发行速度明显加快,且滚动发行增多。2005年全年共有61个发行主体发行了79支短期融资券,累计金额为1424亿元;而2006年上半年就有101个发行主体发行了114支短融券,累计金额为1431.5亿元。因此,不论是从发行主体的数量,还是从发行支数、累计金额来看,2006年发行速度明显超过2005年全年,发行速度明显加快。101个发行主体中,有11个在2005年发行过短期融资券,企业滚动发行增多。

2、发行行业仍以公用事业和基础工业为主,但基础工业占比明显上升。同2005年一样,全部发行主体仍然归为5个一级行业和26个子行业。2006年上半年,从一级行业的发行额看,发行仍以公用事业和基础工业为主,这两类发行额占85%以上。与2005年相比,公用事业类的绝对额下降近150个亿,占比由2005年的56%下降到46%;而基础工业类的绝对额则上升180多个亿,占比由2005年的28%上升至41%。

从二级行业的发行额看,2006年上半年的发行以通信、电力、化工、钢铁、石油为主。与2005年相比,化工、施工、电力行业增长较多,而铁路、公路和航空业下降明显。

3、发行主体仍以大型国企和国有控股上市公司为主,上市公司占比有所上升。2006年上半

年,短期融资券的发行主体仍以大型国企和国有控股上市公司为主,两者发行额占全部发行主体的91%。与2005年相比,大型国企的占比从2005年的63%下降到了52%,而国有控股上市公司的占比则从2005年的34%上升到了40%。另外,民营企业、集体企业和外资企业的发行额也明显增加。

4、发行主体的集中度明显降低。2006年上半年发行规模最大的5家发行主体占全部发行规模的35%,比2005年的39%有所下降;发行主体的平均发行额从2005年的23亿元降至14亿元,发行主体的平均发行规模明显减小,其中电子类和公用事业类降幅最为显著。

5、发行期限品种的占比变化不大,仍维持以一年期为主的格局。2006年上半年短期融资券仍以1年期为主,1年期占比从2005年的74%上升到78%,其他期限品种占比的变化不大。

6、信用级别仍以“A-1+”为主,但信用质量明显下降。2006年上半年,在全部的101家发行主体1351.5亿元发行额中,无论从发行额还是发行家数看,“-1”和“-2”类仍占大多数。

与2005年相比,“-1+”的发行额占比由87%降至77%。外部评级显示,发行主体的信用质量有所下降。

从内部评级结果看,与2005年相比,2006年的信用质量下降更加明显,特别是4月以后,发行主体的信用质量明显下降,“-1”

和“-1”的评级占比大幅上升。

7、“A-1+”级别仍以公用事业类的大型国企为主,但占比有所下降。从发行主体的行业看,“-1+”类中公用事业和基础工业仍占主导地位,但与2005年相比,公用事业类占比由52%下降至45%。

从发行主体的企业性质看,“-1+”类仍以大型国企和国有控股上市公司为主,但与2005年相比,大型国企占比由68%下降至52%。

8、发行利率与外部信用级别的相关性增强。2005年后,短期融资券的发行利率逐渐市场化。2005年发行利率与外部信用级别的相关系数为-0.235,相关性较弱;2006年上半年该相关系数达到-0.611,负相关性明显增强。2006年1月至3月,发行利率和外部信用级别的相关系数为-0.69,4至6月二者相关性开始减弱,相关系数降为-0.52,说明市场对外部评级的认可程度开始下降。

9、发行利率随央票利率不断走高,与二级市场的利率逐渐趋小。2006年上半年受央票利率持续拉升的影响,整体货币市场利率加速走高,短期融资券的发行利率也不断提升,并与二级市场的利率差逐渐缩小。

2006年上半年1年期央票的发行利率从年初的1.9005%升至6月末的2.6378%,上升了74BP。2006年初“A-1+”短期融资券的发行利率在3.2%左右,而6月末同级别的短期融资券发行利率提升至3.6%,拉升了40BP,但幅度略小于央票的上涨。

从一、二级市场利差看,2006年上半年经历了快速扩大后逐渐缩小的过程。2006年初利差在50BP左右;1月中旬后迅速扩大,3月中旬利差达到100BP左右,其中最大利差达119BP;3月中旬后一、二级市场利差逐渐缩小,6月末利差减少到20BP左右,最小利差仅8BP。一、二级市场利差的缩小,使一级市场的获利空间大幅减少,短期融资券供

不应求的局面将有所改变。

10、外部信用评级将取消“-1+”,内部评级的重要性凸显。人行2006年3月19日颁发了《信用评级管理指导意见》(银发【2006】95号),对各评级机构的评级符号进行了统一,并取消了“-1+”的短期信用评级,因此3月19日以后出具的评级报告目前只有“-1”一个级别,不排除以后有“-2”、“A-3”的可能。

2006年上半年发行的短期融资券基本都是2006年3月以前进行的评级,评级结果尚未执行新的政策。2006年下半年发行的短期融资券将逐渐执行新的评级政策,取消“-1+”的信用评级。

由于新政策执行后目前只有“-1”一个级别,因此信用风险的差异将更加依赖机构投资者自身的判断,内部评级的重要性凸显。

二、二级市场的利差分析

(1)二级市场收益率与央票的利差呈现明显的波段。短期融资券的二级市场收益率受到同期央票收益率、信用利差、供求关系、流动性溢价等因素的影响。从已发行的短期融资券二级市场走势看,其与央票发行利率的利差呈现了较大的波动性,市场资金的充裕性是其主要的影响因素。

2005年至2006年上半年,该利差呈现四个明显的波段。第一阶段是从发行初期的2005年5月到10月末,平均利差为46BP;第二阶段是2005年11月至2006年1月中旬,由于市场资金偏紧,二级市场的利差明显加大,平均利差达到89BP;第三阶段是2006年1月中旬至5月末,市场资金开始充裕,平均利差下移至43BP;第四阶段是2006年6月,受新股发行特别是中行上市资金分流的影响,货币市场资金明显紧张,货币基金遭遇大规模赎回,短期融资券的利差开始大幅走高,平均利差攀升到91BP,最大达到144BP(西部矿业)。

(2)“-1+”与“-1”的利差基本稳定,相同级别的利差略有下降。2006年上半年,“-1+”与“-1”之间的利差在30BP左右,与2005年基本持平。与2005年相比,相同级别的利差略有下降,下降幅度在20BP左右。

(3)不同评级机构的“-1+”利差很小,分化程度降低。2006年上半年5家评级机构的市场占有率顺序没有改变,但彼此的差距已经逐渐拉近。中诚信仍然处于领先水平,但领先程度已明显降低;上海新世纪的业务量明显落后,并拉大了与其它机构的差距。

与2005年不同,各评级机构之间“-1+”的利差差异非常小,仅1至2BP;“-1”中,除上海新世纪明显较大外,其余四家评级机构之间的差异基本在10BP以内。从市场反应看,评级机构分化程度总体有所降低,但新世纪明显落后。

三、内部评级的利差分析

(1)发行主体信用质量明显下降。从评级结果看,2006年上半年内部评级为“-2”的短期融资券发行额明显下降,其余级别的发行额均不同程度上升,特别是“-2”的上升幅度最大,发行主体的信用质量明显下降,2006年4月后下降更为明显。

(2)内部评级的行业和企业性质分布与外部评级基本相符。从行业分布看,公用事业和基础工业的总内部级别较高,与外部评级基本相符。

从发行主体企业性质看,大型国企和国有控股上市公司的总内部级别较高,与外部评级也基本相符,但是国有控股上市公司的内部评级好于外部评级。

(3)内部评级与市场的风险估计基本相符,比外部评级精度要高。从信用利差的角度看,内部信用级别与投资者对风险的估计基本相符。由于内部评级将外部评级的两个级别分解为五个级别,因此对二级市场信用利差的反映比外部评级精度更高。

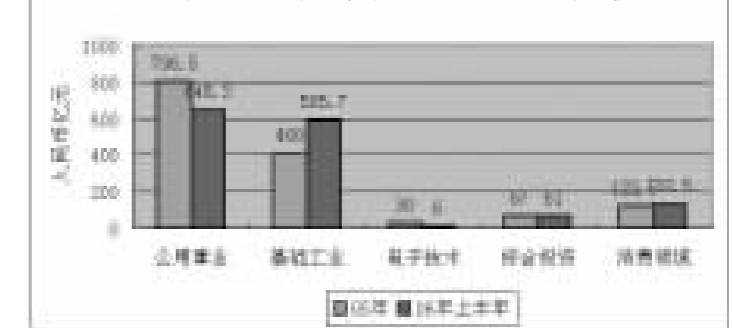
(4)总体来说,“-1”和“-2”

级短融券的风险溢价不足,不宜投资。2005年信用利差与内部评级比较吻合,且利差增长比较均匀;2006年上半年不同级别短期融资券的利差缩小,特别是级别较低的短期融资券的信用利差缩小明显,“-1”级与“-2”级的利差出现倒挂。7月以来,市场资金开始偏紧,无风险利率明显上升,同时福禧事件使各投资机构风险意识增强,对信用较差的发行主体要求更高的信用利差补偿,因此信用级别较低的短融券

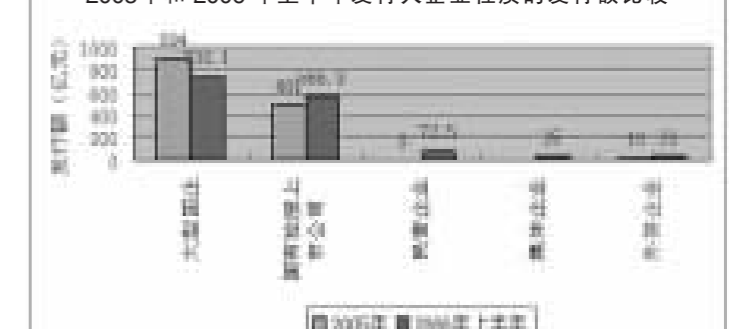
比上半年明显加大,但总体来看,“-1”和“-2”级的短期融资券仍没有体现应有的信用利差水平,风险溢价不足,不宜进行投资。

(5)目前“-1”级短融券的信用利差明显扩大,较有投资价值。7月以来,“-1”级短融券的信用利差扩大了近30BP,从而比“-2”级和“-3”级的信用利差分别高出18BP和47BP。相比之下,“-1”级短融券风险较小且收益较高,具有较高的投资价值。

2005年和2006年上半年一级行业发行额的比较



2005年和2006年上半年发行人企业性质的发行额比较



2006年上半年短期融资发行期限分布

