

watch | 上证观察家

# 国家外汇投资公司要充分重视市场风险

在国家外汇投资公司开始运作的时候,我们千万要注意,绝不能用我们落后的经营管理体制来面对最激烈的国际市场竞争,那样的话后果将是不堪设想的。这不仅仅是一个企业安全生存的问题,而且涉及我们国家的金融安全。类似国家外汇投资公司这样巨大的金融公司,不能仅靠个别人的胆识和气魄来做决策,而是要认真考虑决策的市场化和科学化,能够及时应对市场风险。

◎常清

国家外汇投资公司是财政部发行巨额国债为其筹资的代表国家形象和整体利益的公司,它的成功与失败就不只是一个国有企业的问题,而是关系到国家的整体利益和国家的经济安全的大问题。

我国经济正在急速地融入国际社会,在经济国际化的浪潮中,我国的加工工业不断提高自己的核心竞争力,到目前为止在国际竞争中是胜出的,世界的能源原材料市场和金融市场为中国因素而改观。我们为中华民族的伟大复兴迈出了坚实的一步。

但是,通过实证分析我们不难发现,我国企业在国际竞争中走在最前面的,是那些市场化的民营企业及股份制企业,而真正的国有企业反而落在后面。这些企业大

多是垄断企业,垄断力有余而市场竞争力缺乏。这些企业对中国经济崛起的贡献是有限的,有的甚至反而起到阻碍作用,究其原因在于国有国营的官僚体制不能适应激烈的市场竞争,不能应付变幻莫测的市场风险。前几年发生的中航油事件就是一个很好的例证,而这一事件应该对国际外汇投资公司的操作有借鉴意义。

在国家外汇投资公司开始运作的时候,我们千万要注意,绝不能用我们落后的经营管理体制来面对最激烈的国际市场竞争,那样的话后果将是不堪设想的。这不仅仅是一个企业安全生存的问题,而且涉及我们国家的金融安全。迄今为止,我们不了解国家外汇投资公司究竟以怎样的手段来运作它所掌控的巨额资金。不过有一点是可以肯定的,如此巨大的金融公司,

一旦进入市场,一定会经常遇到始料不及的市场风险。因此,如何治理市场风险就成为国家外汇投资公司能否成功运作的核心。假如它还是以国内企业最常见的官僚体制来运作,可以断言结果是谁都不敢负责,以至于无法应对市场风险,有可能在某一金融市场的变动中遭受巨大挫折。

在中航油事件中,值得我们记取的教训就不仅仅是风险控制的问题,还有一个问题是当出现了市场风险以后如何应对的问题。面对市场风险,一些官员首先想到的往往是责任问题,而不是去迅速找出应对市场风险的对策。再举两个例子来说,我国的三大石油公司在世界石油市场价格剧烈波动的大市场风险面前,采取的措施并不是去如何管理风险,消化风险,而是向国内市场转嫁价格风险,当国际

油价抬高时,他们通过提价将降价风险全部转嫁给国内市场。我国的国有商业银行虽然已经在国际资本市场上市,但在国际化的浪潮中并没有多少管理体制的改进,而只是以低价的方式向国际财团筹资,最终的结果是银行的呆坏账照旧由财政买单。

因此,类似国家外汇投资公司这样巨大的金融公司,不能仅靠个别人的胆识和气魄来做决策,而是要认真考虑决策的市场化和科学化,要想保证战略决策不失误,能够及时的应对市场风险。笔者建议建立一个真正的专家委员会,为该公司董事会的决策提供咨询意见。为什么说是真正的专家委员会呢?这是因为我们现在所谓的专家大多是由于担负了一定的官职后被媒体捧出来的,而不是真正的理论大师与实际相结合的专家。我们需要的专家

不仅要求在理论上有很深的造诣,具有战略决策的能力,高瞻远瞩,而且在金融投资领域有丰富的实践经验,被历史证明具有较强的市场化运作能力。

专家也不是一成不变的,随着国际市场的发展,专家队伍也必须不断更换。因此对专家的选拔与淘汰也要有一定的规章制度。通过制度选人,通过制度淘汰人,通过制度激励人。通过良好的专家制度来选拔真正的民族精英为国家效力。为此专家委员会的每一位专家在战略决策的时候必须提出自己的投资方案,并且存档以备实践来检验,无作为者必须淘汰。

当专家的观点和董事会的观点严重对立时,以董事会的观点为决策,但要有详细的历史记录,以防止董事会的个别人“拍脑袋”决策。对“拍脑袋”决策者要予以重罚,因为这些钱是人民的血汗钱,决不允许他们交学费。同样,对于董事会成员也决不能任其不作为,用官场的种种手段保护自己,对不作为的董事同样予以淘汰,让有能力的民族精英为国家和民族效力。

(作者为中国农业大学期货与金融衍生品研究中心教授,博导)

## 上市公司老板薪酬应与其业绩相匹配

◎陈曦

7月4日,《福布斯》杂志公布了最新一期“中国上市公司最佳和最差老板”榜单。排行榜给我们揭示出一个非常有趣的现象:过去3年间,入选“最佳老板”排行榜的25家企业的高管为股东带来了平均15.8%的净资产回报率,远远高于所处行业6.4%的平均回报率。前3名高管在过去3年间的平均年薪为279万元,在2006年的平均年薪为385万元。入选“最差老板”排行榜的10家企业的高管表现很糟糕,过去3年的平均净资产回报率为-18.6%,3年平均净资产收益率仅为0.5%,但他们却领取着平均39.7万元的高薪年薪!

“最差老板”的平均工资比“最佳老板”的还高。最具有讽刺意味的是,一名老板在入选“最差老板”排行榜的情况下,依然以155万元的年薪在上市公司“最差老板”排行榜中位居第四。薪酬的一个重要作用是激励,倘若一个上市公司高管在严重亏损,并且给广大投资者带来损失的情况下依然坐享巨额高薪,他全力以赴,推动企业发展的动力何在呢?当薪酬成为高管理所当然的收入,其激励作用就会丧失殆尽。

如果上市公司严重亏损仍不能影响到高管的收入,甚至在亏损加大、股价连创新低的情况下年薪仍然照付不误,实际上就等于把高管的价值取向和利益追求,与投资者隔离开来,这对广大投资者实际上是一种极大的不公,很容易使投资者失去信心。前几年股市低迷就与这一因素有着直接的联系,伴随漫长的跌势,上市公司高管们的年薪却一路高歌,这在某种程度上减弱了上市公司高管提高公司业绩以获取丰厚回报的动力。

为了股市的健康发展,有必要对上市公司高管的年薪进行规范,使其年薪与公司业绩密切挂钩,使高管的价值和利益取向与广大投资者保持一致,形成持续良性的发展合力,促进我国资本市场的健康发展。

在这方面,我们可以借鉴美国的一些做法。1992年10月,美国要求将高管人员的长期激励报酬列入了强制披露内容。去年1月17日,美国证券交易委员会一致通过提议,要求将高管薪酬透明化。根据规定,企业必须在其授权委托书的摘要和分析部分明确解释给予企业高级管理人员薪酬和福利的具体动机,并说明董事会在确定高管的具体薪酬时都考虑了哪些因素。新规则还规定企业须披露高管所获股票期权的货币价值,并将这一数字与企业高管的工资和奖金信息一并披露。

我们应该借鉴这一做法,对我国上市公司高管的年薪作出规范,使其年薪收入与公司业绩紧密相联,并且日益透明、合理。

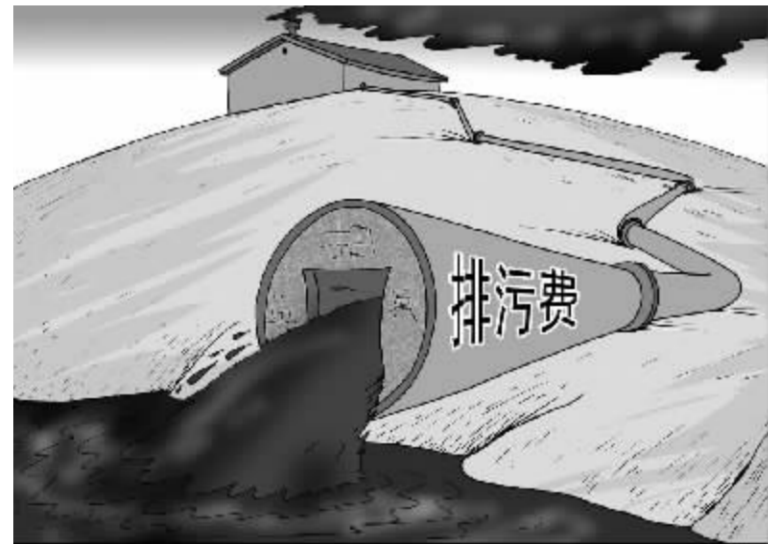
## 发达国家把污水变清的经验值得借鉴

◎王清平

国家《地表水环境质量标准》根据水质把水分为Ⅰ类、Ⅱ类、Ⅲ类、Ⅳ类、Ⅴ类和劣Ⅴ类,其中Ⅰ、Ⅱ、Ⅲ类为可饮用水,Ⅴ类和劣Ⅴ类为污水。令人触目惊心的是,目前,我国2006年七大水系Ⅴ类和劣Ⅴ类水质占26%,国家重点监控的9大湖泊中整体水质为Ⅴ类和劣Ⅴ类水质的达7个,水污染已经非常严重。

我国在解决包括水污染在内的各种污染问题方面存在着一种误区,始终在强调谁污染谁治理,而这一原则早已被发达国家所抛弃,取而代之的是自防自治污染,即由企业自己首先就把污染问题解决大半,达到一定标准后再由废水处理厂统一进行净化处理。发达国家之所以这样做是因为看到了谁污染谁治理的弊端,由于污染在前,治理变得非常被动,而且,成本非常高昂。另外,谁污染谁治理的原则容易混淆责任。倘若一条河流遭受污染,你很难确定到底谁应该为此负责和负多大责任,监督成本和管理成本非常高,而效率却很低。

在谁污染谁治理的框架下,西方国家经过了相当长的环境灾难。臭气熏天的污水、堆积如山的垃圾,使人们的健康状况恶化,生活质量下降。随后,发达国家开始正视环境污染的危害,加大了治理力度,经过几十年的努力,基本恢复了环境。在



漫画 刘道伟

瑞士,80%的湖水可以不经处理直接饮用。瑞士第一大城市苏黎世,尽管是瑞士最有名的金融中心和工业城市,但穿城而过的利马特河清澈见底,河上频见天鹅随波逐流。

他们是怎么做的呢?用一句话来总结就是:进入河流和湖泊的每一滴水都经过处理。具体做法是:

首先,企业必须出资对污水进行初步处理,达到要求才能排入通往污水处理厂公共管道。环境监测部门则会随时派人对工厂或商业项目排出的水样进行化学分析,一旦发现超标排放将进行追溯,即推算出以前的排污量进行处罚。征来的排污费,全额由污水、废物处理单

位管理和使用,除排污设施的前期投入外,政府无需为处理污水和垃圾再投入一分钱。

然后,经过企业初步处理的污水才可以流向污水处理厂。瑞士全国有近千个大大小小污水处理厂,所有的企业和98%的家庭下水管道与之相连接。苏黎世城的工业和生活污水每时每刻都在被多种程序(污水处理厂由电脑控制,包括机械、生物、化学、渗透四个处理过程)净化着。只有当整个净化程序完成后,水才能重新流入连通苏黎世湖的利马特河。

瑞士的做法实际上就是从源头上来解决污染问题,并且,责任主体

非常明确,任何人不能超越于制度之外,保护环境成为至高无上的原则。我们目前的问题在于,目前连谁污染谁治理这一原则都没有能够做到,这一原则被谁污染谁付费所取代,而有关部门却只管收污水处理费,根本不去治污。建设部的统计数据显,截至2005年年底,全国有278个城市没有建成污水处理厂;有30多个城市50多座污水处理厂运行负荷率不足30%,还有150多个城市未开征污水处理费,三分之二的城市未开征生活垃圾处理费。已经收费的,大部分标准偏低,难以满足设施建设和运营需要。

保持环保部门的独立执法权,提高其运作效率也非常重要。欧洲莱茵河流域内几乎全是工业发达国家:瑞士的巴塞尔是世界上著名的化工区,化工、制药全在那个地方。德国的科隆、鲁尔都是煤炭区和钢铁区……但是莱茵河水却出人意料地清澈见底。原因就在于管理部门的认真负责和高效运转。管理部门对莱茵河的水质、水中各种物质的含量了如指掌,任何一种物质增加(哪怕含量很微小)都无法逃过监测机构的眼睛。而我们的有些环保部门甚至被派去招商引资,引来重污染企业。这种监管职能的错位和悬空成为污染愈演愈烈的一大因素。

我们现在的七大水系Ⅴ类和劣Ⅴ类水质已占26%,水污染的治理已经刻不容缓。

■雅玲随笔

## 美元主导国际金融市场趋势还难扭转

◎谭雅玲

近期国际金融市场在美元忧虑和恐慌与美元依存和扩大中困惑不已,一方面是国际外汇储备格局依然维持美元主导局面,另一方面是美元贬值引起美元恐慌难以消除。伴随美元对主要货币呈现新一轮贬值态势,美元投资意向脱离与难以脱离交缠于国际市场价格与国际战略和策略应对中。为此,我们在研究国际主要价格趋势以及投资组合结构和方向时,需要理性和智慧全面考虑,综合性和多元化搭配投资品种与投资方向。

最近IMF最新的数据显示,全球美元储备在2007年第一季度增加4%,达到创纪录的2.24万亿美元,虽然美元在全球外汇储备中的比重份额降至10年来的最低水平,但美元绝对份额依然占据主导地位,难有根本性改变,并有增长趋势。据英国《央行杂志》报导,IMF在对下属185个经济体成员中的120个成员外汇储备情况的调查报告显示,截至2007年3月底,全球外汇

储备总额达3.5万亿美元,其中美元储备达2.24万亿美元,比2006年年底增加4%,欧元储备经折算后约为9110亿美元,略有上升;其中美元储备占全球储备总额的比重为64.2%,较2006年年底的64.6%略有下降;欧元储备所占比重则从25.9%上升至26.1%。美元与欧元比重的变化既是各经济体实施储备币种多样化的结果,也是汇率变动的必然结果。

各国外汇储备数量不断增加源于全球贸易失衡,一方面高储蓄率的国家或地区内需不足和出口导向型政策产生或刺激了大量贸易盈余,因此形成外汇储备的迅速积累,成为国际失衡的表面数据效应;另一方面消费驱动型经济体贸易逆差不断拉大,其中美国尤为突出,导致货币价格和经济问题引起关注,甚至具有炒作性的人为因素,进而形成外汇储备心理恐慌与实际脱节的现象。金融领域依然呈现难以摆脱美元和恐慌美元两种潮流并行的局面,而实际上美元地位没有根本性的动摇,美元主导局面短期和中期

都难以改变和被取代,美元在全球金融市场的主导的趋势还是难以扭转的。

在当今国际金融格局变化与国际金融价格较量中,美元面对的挑战层面逐渐扩大,一方面是各国金融资产风险管理意识的提高,单一美元投资组合观念的转变,使得美元面临机遇更面临压力和冲击,进而各国纷纷减持美元和改变单一钉住美元的汇率机制效应,导致美元面临压力。另一方面是从1999年欧元直接挑战美元以来,美元主导局面和市场份额的冲击十分微弱。从1999年至今,从美元兑欧元汇率的变化我们可以清楚地看到美国货币政策的前瞻性、战略性、预见性和有效性。美元兑欧元汇率水平以1.17美元起步,到0.82美元超低打压,又从0.82美元反转,到1.3680美元高企,似乎欧元汇率的主宰是美国,并非欧洲人自己。因此,美元货币政策与策略灵活有效的以强势美元政策指引,以灵活阶段性贬值应对,达到了美国经济利益最大化和美元收益最大化,即通过这种政策组合

实现美国经济周期历史最长,美元利率反转最快,达到最佳美元投资组合,短期美元储备份额的变化并不代表美元中期或长期方向性、趋势性和格局性的改变。美国最新的4月份资本流入数量达到1118亿美元,这与美元长期与短期战略与策略的搭配是十分重要的。

未来美国以“强”控制和主宰全球金融的局面将加大美元储备优势和依存度,美元格局的影响依然突出,主导与实力影响难以替代。短期看,未来3-5年内美国经济主导和影响依然存在,美元作为国际货币具有的影响和牵动作用不可改变,美国经济与美元汇率依然是世界经济和国际金融的核心因素。中期看,未来5-15年期间美国经济实力逐渐削弱,经济规律和自然规律的作用必然将会减少美国经济主导和重要份额比重,进而影响美元强势货币的地位与作用,全球货币价格与比重调整以及价格合理性将使美元的绝对优势面临修正;但尽管如此,美元在国际金融市场上依然有继续占主导优势的可能。

voice | 上证名记者

## 罗杰斯是说真话还是戏言

◎郭凤霞

这两天,国际著名的投资大师罗杰斯再度成为市场广为关注的新闻人物,他说,他已经清空了几乎所有新兴市场的仓位,但是中国例外,尽管目前A股市场正面临大幅波动,他表示,自己从未想过要卖出中国股票,除非中国股市今年再像去年一样翻倍,否则他会选择坚定持有。这番话,让今天正处于股市连续暴跌中的中国股民们听来,显得格外亲切,几乎温暖到了心坎上。当然,他的这番表白,也引起了市场各方人士的关注,各种猜测和评议也纷纷而来。

褒者有之:一个外国人对中国股市都持有这样坚定的信念,对中国股市抱着这样美好的憧憬,我们还有什么理由动摇和害怕呢?何况,罗杰斯是国际上著名的投资专家,他对走势的判断有着惊人的准确性。迄今为止,支撑股市的实体经济依然向好,中国经济已经连续20多年保持高速发展态势,在根基稳固的情况下,牛市的大方向是可以确认的。所以不要被股市的暂时低迷而障目。

贬者亦有之:罗杰斯近几年闻名于世的投资经典是在商品牛市上。这一次,罗杰斯既然已清空了新兴市场的股票,为什么还偏偏保留了价格泡沫明显的中国股票呢?其理由说得似乎有些牵强。作为一个投资家,说的是一套,做的有可能又是另一套,如果不是另有打算的话,没有理由仅仅为了讨好中国人而作违心之论。特别是罗杰斯背后拥有一个规模庞大的对冲基金,如果同这个身份背景联系起来,他说这番话的用意就不言而喻了。

一褒一贬,似乎各有各的道理。在笔者看来,对罗杰斯的这番话,他对中国股市所表示的“善意”部分,我们还是要感谢他,一个外国人对中国股市如此关心如此执着,无论如何,我们都要对这种“国际主义精神”表示尊敬。但是,要不要照他的话去做,那就要看每个人自己的理解了。毕竟,我们不能忽略这样几个基本事实:

其一,罗杰斯毕竟是个外国人,他对中国股市的了解还是比较肤浅的,他能拥有的账户,除了H股,大概也就是B股,所以,他对中国的基本国情说到底是不甚了解的。他并不能感同身受中国股民目前所面临的市场风险,更无法了解到中国股市许多结构性矛盾造成的政策性风险。

其二,罗杰斯毕竟是一个市场中人,是个投资大师,他的很多言行是离不开他的商业背景的。在商言商,这在市场经济中大概是一种共通的现象,所以有些话就不必太当真,很可能只是一句“恭喜发财”之类带有明显商业化的吉言而已。

其三,很多事情只有历史才能证明是清是浊。不能否认的是,我们并不了解许多事件的内幕。一些国际著名的“炒家”,在挑战各国金融秩序,制造各种金融危机方面无所不用其极,手段非常高明。当然这里并不是指罗杰斯先生,他们的一些言论和行为,其真实的用意和目的也许要到若干年后才能大白于天下,才能使其当年一些天真烂漫的人恍然大悟。

有些教训是不能不记取的,特别是在亚洲金融危机十周年之际。据《第一财经日报》的最新报道,前索罗斯基金操盘手琼斯在接受记者采访时,首次披露了他们十年前是如何制造亚洲金融危机的种种鲜为人知的细节。为了打赢这场看不见硝烟的战争,他们提前半年就开始布局,针对东南亚国家楼市和股市出现的泡沫,积极寻找大举进攻的突破口和准备作战计划。当市场上炒卖气氛积聚、各种谣言四起、市场信心动摇之际,就开始大肆出手。1997年7月索罗斯量子基金带领其他一批同样凶悍的对冲基金横扫整个东南亚市场,浩空袭,冲击菲律宾比索、马来西亚吉林特,就连印尼盾、新加坡元、韩元都不放过。1998年8月,又开始向港币发起前后四次攻击,虽然最后败于香港政府的强力出手,但仅用一年多时间造成了东南亚一大批国家金融体系的崩溃,市场萧条,哀鸿遍野,从政府到百姓都损失惨重。这样的事情,今天一一道来,原来却是一场人为制造的“人祸”,是“资本大鳄”吃人本性的暴露,不免让人唏嘘不已!

所以,不管罗杰斯先生说的是真话,还是戏言,对罗杰斯先生“卖空中国股票”的这番好意,我们一定要收下,但脑袋长在自己的肩膀上,对市场的判断还是要有自己的看法,对自己的投资策略还是要由自己来负责。

## 问责比归还资金更重要

◎云力

根据惯例,每年审计报告之后,追讨资金的行动一般都会接着展开。今年同样如此,国务院要求对审计发现的违法违规资金问题一定要坚决纠正,该上缴财政的要上缴,该归还原资金渠道的要归还,该追究责任的要追究。

政府预算事关一个国家的资源配置,决定着提供公共产品与服务的多寡和优劣,严密、公开、规范的预算决策程序是财政管理的重要手段。

从某种程度上来说,问责比要求违规单位归还资金更为重要,因为倘若问责到位,问责足够严厉,违规单位自然会迅速归还资金,并且以后轻易不再违规。也就是说,归还资金应该是问责的结果,而不应该是问责的手段。

一些部委之所以屡审屡犯,年年上榜,主要原因之一就是在于问责不够严厉,违规成本小而收益相对却很大。由于审计过后一般就是被要求归还资金,这些违规部委会产生双重侥幸心理:其一,违规不一定被发现,有“漏网”的侥幸。其二,违规即使被发现大不了归还资金,可以拖延的侥幸。这使得审计已经陷入了一个恶性循环,即使审计出问题,国家还不得不为“追讨”资金付出成本。显然,这种方式本身不具有足够的威慑力。

事实上,预算具有法律效力,其问责的力度可以上升到刑罚的高度。政府预算是具有法律效力的财政计划,政府预算必须经过立法机关审核批准并最终形成具有法律效力的文件,并接受立法机关的监督。在我国,各级政府预算要经过相应各级人民代表大会的审核批准,一经批准即具有法律效力,无论是各级政府还是各有关部门,都必须认真遵守,即使修改,也必须通过人大。

在这种情况下,要求违规部委归还资金的做法,很容易被有关部门误读为对其违规行为予以“宽容”,进而,导致其变本加厉,在违规路上越走越远。需要正视的是,有关部委的违规行为越来越普遍,违规金额越来越大。今年审计报告披露出来的内容证明了这一点,发展改革委、文化部等25个部门所属的92个单位挪用财政资金和其他专项资金等27.54亿元……

这种以公权谋部门私利的行为,严重损害了公共利益,应当严厉问责主要责任人,而不宜把归还资金作为首要解决的问题。