

专栏 Column

■另眼相看

股指期货时间换空间的真实含义

◎黄湘源
独立撰稿人, 现居深圳

一年多来 犹闻其声, 不见其人”的股指期货, 终于将要登场了。如果说, 在还没出台的时候就已经演了《伏街亭》又刚刚翻过《倾城计》的股指期货, 以前所做的一切无非就是“时间换空间”。那么, 在走出这个历史的一步之后, 会不会再来一个挥泪斩马谲呢?

说起来, 中国金融期货交易所的成立也是新加坡的新华富时A50期指对中国本土股指期货紧紧倒逼的结果。这不仅是因为它在时间上晚了3天, 而且还在于一个是有名无实, 一个是有实无名, 而两者显然是不能同日而语的。

后者的“有名”, 人们后来很快就领教到了, 而“无名”则只能说是假的, 只不过是输给了上证所的一场官司而已。尽管按照当时上证所方面有关律师的说法, 败诉以后的新华富时A50指其信息来源及其编制行为的合法基础将完全丧失, 由此将令期货交易不能正常进行。可是, 人家不理这个茬, 照样有模有样地交易了一年多。

相反, 虽然赢了官司, 中国自己的股指期货在金融期货交易所亮相之后却依然长期处于“虚者虚之, 疑中生疑”的状态。被人抢了先手的中国股指期货, 也是在失街亭之后演出了《倾城计》, 与其说是“胸有成竹”的沉着镇定, 不如说是被人倒逼出来的不得已而为之。

2004年1月2日正式发布的上证50指数挑选的规模大, 流动性好的50只最具代表性的股票组成样本股, 没有“为我所用”却反而“为人所用”, 反映了中国资本市场面对市场开放的进退两难: 一方面对外资实施超国民待遇, 一方面却又害怕自己的市场化走得太快。

不过, 如果没有新交所上市新华富时A50指数期货的倒逼, 中国本土的股指期货说不定还将继续“引而不发”。这在某种意义上也可以说是“坏

事变好事”。

沪深股市尽管有一千个理由一万个理由可以不理睬新华富时A50之类的海外A股股指期货, 但是, 几乎所有的人都没有语言股指期货的最大贡献就是提供了一个做空工具。问题是, 做空工具的介入对于中国股市究竟意味着什么? 诸葛亮的“空城计”, 其物质形态的城虽空而其本人作为敌人心目中的“城”则非空, 非但不空, 而且简直比万里长城还牢不可破。司马懿固然不免聪明反被聪明误, 而在诸葛亮面前, 则是知己知彼的结果, 而非故弄玄虚。

中国股指期货当其作为一种新版“空城计”的时候, 其要点当然亦在于“城”而不在“空”。正如《华尔街日报》的某篇文章所说: 唯一的问题是: 中国监管部门不允许在国内A股市场进行做空操作。”也就是说, 在中国资本市场还保留对资本项目下开放若干限制的情况下, 谁也不可能无所顾忌地做空中国股市。

新华富时中国A50指数与上证指数的相关性达0.93, 与股指期货标的沪深300指数相关性高达0.96, 与上证50指数与深成指相关性分别为0.97与0.94。由于其标的股数量远少于沪深300指数, 权重股对指数影响极大, 如果不是QFII对该股指期货的合法性心存疑忌, 参与的积极性不高, 再加上QFII本身受额度所限也还没有对中国A股掌握足够的的话语权, 其所具有的极强的可操作性也不是不可能对沪深股市形成有威胁性的影响。但是, 中国股市围城大门的开放程度在限制市场化进程的同时也对市场提供了一定的保护, 从而使得除了本土的股指期货预期之外任何外来的其他遥控器都失了灵。而这种保护至少就目前来看尚不可或废。

股指期货的“空城计”本质上是

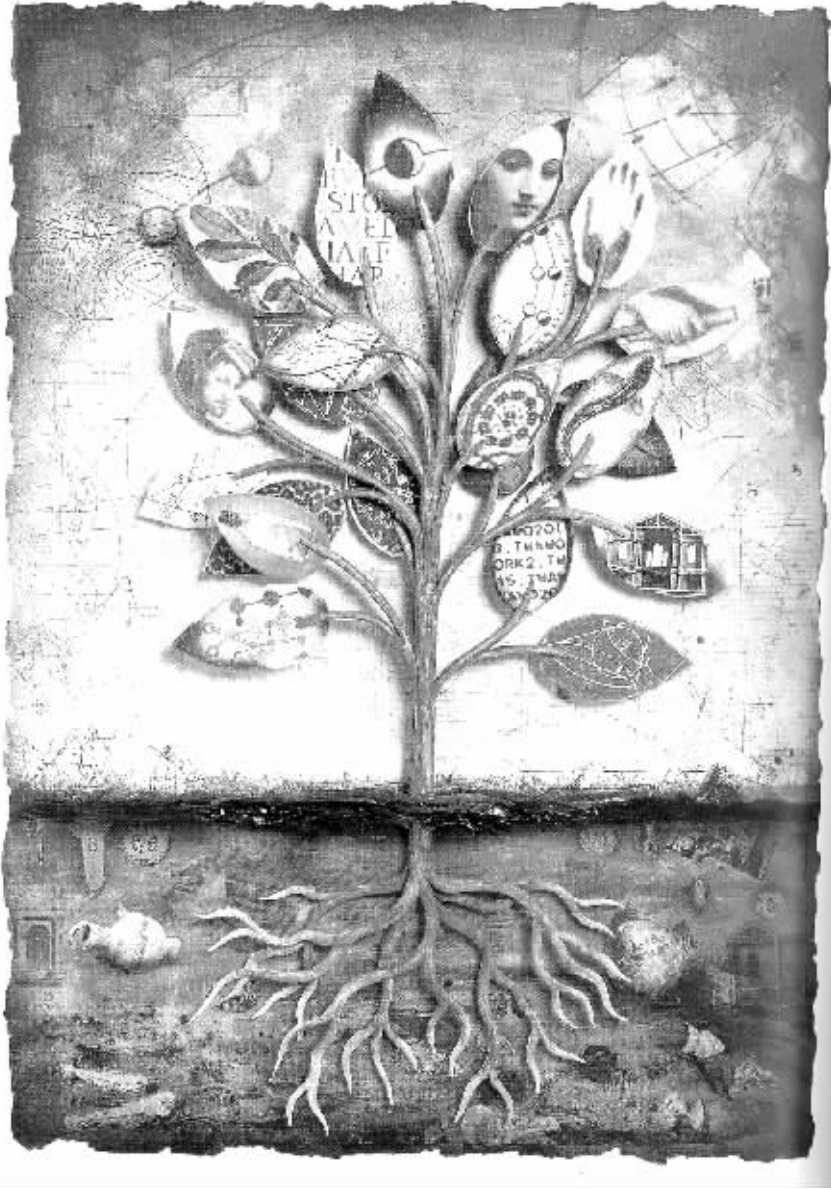
一种“拖刀计”而非简单的“退敌计”。也许, 股指期货由于沪深300指数权重成分股所无法回避的重大调整可能还需要有一个蓝上染红的过程, 不过, 不管是似虚非虚的“城”也好, 似疑非疑的“兵”也好, 对稳中有升的股市的保护作用毕竟是十分有限的, 也就是说, 其推出前对股市的单向推高作用毕竟是一定时间限制的。等到悬在人们头上的那把达摩克利斯之剑落下来时, 股指期货的做空作用终究还是要大显身手的。

由此看来, 股指期货的做空作用一旦发挥作用, 首先将意味着中国股市单边做多功能的终结, 在有人可以名正言顺地人为做空的情况下, 把股指期货的推出简单地视为做多空间的拓展, 显然是非常幼稚可笑的。

毫无疑问, 股指期货作为做空机制似乎还缺了点什么, 比如融资融券。尽管如此, 也不等于无论做多做空都可以赚钱。在有人做多有人做空的情况下, 谁也不可能包赢不赔, 总有人会成为挨斩的马谲的。

随着股指期货时代的到来, 即使是无缘参与或不想参与股指期货交易的投资者也不能被动地受到股指期货所带来的市场整体波动的影响, 而他们却又无法利用股指期货的避险功能来保护自己。在身不由己的情况下, 人人都有可能是马谲。对此, 投资人尤其是中小投资人得有充分的思想准备。

不过, 股指期货的产生也意味着一种多元化的制衡力量的产生, 虽然并不表示市场短期内有可能由此而形成一种均衡的市场, 从而降低可能出现的过大幅度的波动, 但从长远来看, 股指期货的推出所带来的不仅是交易品种的出新而且也是交易机制的更新, 可望由此而推进市场的进一步创新, 增强市场整体上抗风险的弹性, 并使市场发展的深度和广度都得到很大的拓展。相比于它所给市场带来的尤其是给一部分投资者所带来的损失来说, 其进步意义显然有可能大于风险。这可以说也是目前人们对股指期货功能比较一致认可的地方。



■由此及彼

多层次资本市场不能少了产权这一层

◎闻岳春
同济大学经济与管理学院教授

多层次资本市场究竟包括哪些具体内容, 现在权威的说法是证监会主席尚福林去年谈到的资本市场四个层次: 培育蓝筹股市场、大力发展中小企业板、适时推出创业板市场、整合代办股份转让系统。四个层次的市场, 在上市条件、交易规则上要形成一种递进关系, 使得科技创新企业可以在不同层次的市场中融资, 又可以在不同层次的市场上流动。对此, 有不少专家学者包括笔者认为, 多层次资本市场还应包括培育和改革产权交易市场。

产权交易市场是有形的市场, 是各种产权尤其是非证券化产权的整体或部分转让交易的场所, 其建立之初主要是为国有企业产权转让服务的。1997年前后, 成都、乐山、武汉、淄博等地的柜台产权市场和部分产权交易所从事过场外交易性质的非上市公司股权拆细交易和权证交易, 1998年因管理层发文将股权拆细交易和权证交易视为“非法交易”而停止。2000年, 许多地方出现了恢复、规范、重建产权交易所的大胆探索, 包括对非上市公司股权登记托管业务。2003年12月18日上海技术产权交易所、上海产权交易所合并组建成为上海联合产权交易所, 预示了我国技术产权交易市场的发展趋势。

但是目前产权交易市场的发展仍显得滞后。首先面对的难题是产权交易市场的法律地位尚难确定。产权交易的政策性非常强, 需要政府从政策上、法律上给予其明确的定义。但至今还没有建立较为完善的、全国性的产权交易法律和法规。部分地区不顾实际情况盲目设立市场, 导致资源的极大浪费, 产权交易行业在整体上处于无序发展的状态。

另外, 产权交易市场的流动性太低。1998年国务院《关于清理整顿场外非公开发行股票交易方案的通知》下发以后, 证监会对地方性产权交易市场的产权交易做出了“不得拆细、不得连续、不得标准化”的规定。因为交易产品(股权、产权等)的非标准化, 所以买卖双方必须通过面对面的谈判才有成交的可能性, 从而使得产权交易只能采用“信息服务、撮合成交”的业务模式。这极大地降低了交易成功的可能性, 产权交易市场内成交率总体上较低。

再有, 区域分割严重, 大大降低了市场有效性。目前, 我国产权交易市场遍布各省市, 项目主要是本地区的项目, 大部分的投资者也集中在本地区。各地的产权交易市场很大程度上是地方性的、相对封闭的交易平台。各地产权交易市场之间缺乏横向联系, 导致信息不畅, 也就使项目在投融资等方面降低效率。我国产权交易市场还没有形成地方市场、区域市场与全国市场相结合的场外市场的资源配置平台。

为了积极探索在金融改革中构建支撑科技创新和国家可持续发展的多层次资本市场的路径和方法, 笔者认

为, 我们应该在产权交易所市场大力推进制度改革。

首先, 明确产权交易所的定位。除了解决国有产权转让问题外, 产权交易所还应该面向其他所有制的企业、单位, 为包括物权、债权、股权、知识产权等在内的所有权提供转让平台, 以产权交易、股权转让为手段, 为科技成果转化、科技企业发展以及中小企业成长提供投融资支持和风险、创业投资进入、退出渠道。可以考虑将各地的产权交易所转换成区域性场外交易的平台, 为非上市公司提供一种保障股权流通的公信服务。

其次, 明确其挂牌标准。非上市股份有限公司的挂牌只需董事会提议并提请股东大会做出决议。对拟挂牌公司的挂牌申请审查, 不应设置经营上的财务标准。通过形式审查的拟挂牌公司只需向当地证券监督管理部门备案, 便可进入产权交易所内挂牌交易。公司挂牌进入产权交易所不需要发行新的股份, 也不可以发行证券进行融资。

第三, 实现技术产权的证券化和标准化, 取消“不得拆细、不得连续、不得标准化”的规定(或者至少放宽对科技创新型公司的限制), 对挂牌的科技创新型企业的技术产权实施证券化和标准化, 将企业的股份分为等值、同质的单位, 提高产权的交易效率。

第四, 加紧建立区域性产权交易所和全国信息平台, 实行项目评估的规范化管理。可将各省市产权交易所划分为几大区域, 以区域内业务经营领先的交易所为主体, 吸收合并区域内其他的产权交易所, 建立区域产权交易所, 集中处理区域内的业务, 并建立全国性的信息平台, 加强区域交易所的横向联系, 实现资源的优化整合。股权、技术产权交易所(中心)应承担起为买卖双方提供真实有效的信息的双重任务。一方面收集高科技项目, 并建立数据库; 另一方面建立起庞大的投资商网络。在此基础上, 要把工作重点放在产权交易的信息披露与项目评估的规范化管理上, 并建立相应的指标体系。

还有, 对科技创新型公司实行保荐人制度, 充分发挥证券公司的保荐人作用。还可以实行开转板制度。在产权交易所内挂牌的科技创新型公司达到更高级别(主板、创业板、代办股份转让系统等)市场的挂牌标准时, 可以不通过发行新证券而直接升入更高级别市场, 高级别市场的公司由于经营不善被原有市场退市的, 可以降入产权交易所转让股份。

最后, 尽快建立统一监管体系。可以将产权交易所纳入资本市场的监管范围之内, 由证监会担当组织者和监管者的角色, 并建立行业性的自律组织, 对产权交易所的规章制度订立全国统一的标准, 并监督执行的合法合规、保荐人及证券公司等中介机构的合法与尽职, 以维护市场的公平、公正、有效运转。

■排沙简金

求索人, 才可以求索世界

◎王育琨
《经理人》商学院院长

《大趋势》作者纳尔比特, 在跟人们解释他所以能够准确预测未来, 凭借的是一些简单信念和见地。他确信, 科技, 始终来源于人性”。科技是巨大的推动力, 但只有与人们的需求和人性达到平衡中才能实现。对一项新技术, 它关注的重心是什么会得到加强? 什么会被削弱? 什么又会被取代? 这些简单的人性视角, 使他预测到未来。

企业家要想成就一番事业, 归根到底所依靠的也是他的心态和思维方式。我确信, 商业, 始终来源于人性; 求索人, 就可以求索世界。

一个12岁的男孩, 没钱读书了, 到舅舅的小杂货铺里帮工。在舅舅迎来送往的应酬中, 他一点点品味来人的身份、爱好、关系、性格等等。渐渐地他品味人上了瘾, 以至于一个生人走过, 他很快就能抓住一个人的主要特点和心理特征。琢磨人, 他琢磨出了商业的味道。几十年过去了, 这个学徒工成了华人第一商李嘉诚。他知道每个人都是一个“宇宙”, 需要彻底地获得尊重。一种根深蒂固的谦和, 为他赚得了不少好名声。他的生意能够几十年如一日保持如日中天的势头, 跟他善于琢磨人、卡准人的心理有很大关系。李嘉诚向我们展示了, 每个观察求索人性的人, 都可以掌握商业秘密。

一个美国人, 学龄前就起得很早挤牛奶, 七八岁时就开始给订户送报纸杂志, 还卖过每份赚5分钱的杂志。从读高中起, 他就靠自己赚钱买衣服了。进大学后, 身兼数职, 全部自给自足。他梦想做个保险推销员, 为此必须攻读金融研究生。可是左右盘算, 自己的钱怎么也不够所需要的开支, 只好放弃, 他就在这上开了一家小杂货铺。从开张那一天起, 为客户节约每一个铜板”就变成了小杂货铺的铺规。沃尔玛成功后, 各式各样的经验总结天花乱坠。山姆·沃尔顿的总结却别具一格: 很庆幸起步时没有钱, 也没有太多人脉网络, 只能靠以心比心去体验周围邻居的喜好和家计预算。为客户节约每一个铜板”, 可能起初一瞥, 没有什么惊人的东西藏匿其间, 而山姆·沃尔顿则坚信, 这就是商业的根本。

人性的巨大价值在杰克·韦尔奇那里得到了尽情地发挥。在他的那本《赢》中, 被他界定为“有关的基础”的, 是四个基本原则: 认识到强烈的使命感和切实的价值观的重要性; 在经营管理的各个环节都绝对需要保持坦诚的态度; 发挥业绩甄别的力量, 建立精英化的组织; 让每个人都能得到发言权和尊严。在韦尔奇看来, 能够把他的有管理基础的前面三个原则(使命感与价值观、坦诚精神以及区别考评制度)都能贯穿起来的是他的这样一个信仰: 世界上的每个人都想得到发言权和尊严, 而且应当得到。”对这些老生常谈的问题, 韦尔奇却从人性的角度, 解读出新的意蕴。

“坦诚”这个词, 韦尔奇在GE足足讲了20多年, 可是退休以后他宣告: 缺乏坦诚是商业生活中最卑劣的秘密!”这是何等惊世骇俗! 一切都包含在这句话中了。韦尔奇发现, 比一般性的敷衍更为让人不安的是, 人们不愿意真诚地表达自己的想法。从孩童起, 人们就开始学得世故起来了, 开始习惯于如何掩饰不好的消息, 在令人尴尬的场面面前装得若无其事。缺乏坦诚是一种让自己活得更轻松的做法。因为说实话, 很容易使人们为真而感到愤怒、痛苦、糊涂、悲伤或憎恨。而平息这些混乱, 却是一件可怕、艰难和费时费力的事情。康德认为, 人们往往容易掉入掩盖敷衍的陷阱, 也是因为大家都缺乏远见。久而久之, 那将毁灭彼此的诚信, 而且也将由此把整个社会都腐蚀掉。韦尔奇的结论是, 缺乏坦诚也会腐蚀公司的事业。

韦尔奇更发现了一个真正的坏消息, 那就是坦诚精神虽然是取胜的关键因素, 但要给任何一个组织灌输这种精神, 无论该组织的规模如何, 都是一项艰难而费时的工作。因为你若要同人类的本性作斗争, 同公司里根深蒂固的传统战斗。而且在中国当下的语境里, 如果有人在(不是老板)真如他所建议的那样, 在公司中以普救精神为己任, 要活力四射、甚至夸张地把这种精神展现出来, 那么这个人会很快成为打横炮的“刺头”, 会很快失去在组织中的位置。坦诚与刺头之间, 还真有缠绕不清的结。就是老板本人有这种坦诚的热情, 也会因为坦诚精神的普及, 培养了太多自以为是的“人”, 而深深动摇公司稳定的根基。当危及生存时, 热情自然会变成冷漠, 被坦诚精神发动起来的人就要倒霉了。

我们曾经礼赞费海潮赤子展现出来的那一种自由的境界: 一种狂喜, 一种海阔天空的感觉, 一种丰盛的精神力, 一种跟万物没有隔阂的自由境界。然而, 现实中, 我们没有勇气和力量善用我们真正的自由, 只因为我们无法免除成长过程中烙印于内心深处的许多无形制约。我们需要积蓄一股强大的力量去突围!

■世话实说

到中国 PE 市场淘金 ——后 WTO 时代金融演义系列之四

◎程实
金融学博士, 供职于 ICBC 总行

如果你是池塘里的一只鸭子, 由于暴雨的缘故水面上升, 你开始在水的世界之中上浮, 但此时你却以为上浮的是你自己, 而不是池塘。”巴菲特颇具哲学思辨的这段话给后WTO金融时代迅速成熟的投资者带来许多启示。后WTO时代是中国股市涅槃重生的时代, 也是中国股市快速发展的繁荣时代, 在轻而易举地赚取超出世界平均水平的投资收益之后, 似乎连中国普通的老太太都能自信满满地秀出自己的投资理念并抛出令很多国际投资者都自愧不如的收益数据。殊不知, 水面在上升, 也许我们就是那些懵然无知的鸭子。

水面的变化总是难以预期, 可能现在已经不是后WTO时代初期那么容易赚取超额投资收益的日子了: 楼市宏观调控日趋增强, 股市高位运营风险加大, 不确定性的阴霾弥漫在中国资产市场上空。唯一可以确定的是, 中国经济“又好又快”的增长势头不会由于资产市场的可能调整而改变。那么, 11.5%喜人增速带来的“增长红利”会更多惠及哪个投资领域呢? 或许朝气蓬勃的中国PE(私人股权投资)市场就是可能的答案。

毫无疑问, 这是一个潜力无限、充满机遇的市场。虽然黑石与蓝星、凯雷与徐工、新桥资本与深发展、华平与哈药、摩根斯坦利与蒙牛都先后在PE这片缘分的天空下悄然牵手, 但中国PE市场依旧含苞未放。据《华尔街日报》一篇相关文章的数据, 今年以来中国非金融领域私人资本投资规模总计为116亿美元, 只是美国同类交易的一个零头。随着国际经济金融局势的微妙变化, 这个成长空间巨大的市场的投资价值愈发受到国内外投资者的关注。

在需求一方, 美联储降息及欧元货币趋松引致的全球过剩流动性似乎对跌跌不休的美元丧失了信心, 在

美元资产抛售的时尚潮流中, 资金吸纳潜力巨大的中国PE市场更显诱人, 而中国本土金融机构PE业务权限的逐次放开也让这些投资新贵们攒足了一展身手的力气。在供给一方, 中国经济增长模式转型给中小企业的活力恢复也为更多中小企业进军公开市场创造了契机, 但从此(Pri-vate)向彼(Public)的“龙门一跃”需要太多的效率提升和业绩改善, 而帮助企业完成这惊鸿一变的正是PE公司的专长所在。

不过, 总会有人提醒我们, 看上去很美的PE公司并非慈善善举、宅心仁厚的慈善机构, 在收购方利益最大化目标驱使下, 被收购企业很可能遭遇“拔苗助长”的尴尬或是难以用数据估算的福利损失。敌意收购、虚假包装等伴随着国际PE行业发展的“斑斑劣迹”让这些担忧看上去并非虚言。那么, 国内外投资势力共同淘金中国PE市场也会变成一场只有投资者享受的资本狂欢吗? 也许PE公司在提升目标企业核心价值的改造过程中动了太多既得利益者的奶酪, 这不可避免地利其背负了过多的非议, 实际上“双赢”构成了中国PE市场发展的核心关键词。

在微观方面, PE公司长期盈利总是和每个中国目标企业长远发展和相互促进的。PE业务的流程就是一个双向选择、取长补短、互利互惠的过程。试图淘金中国市场的PE公司仅靠财大气粗是不行的, 凭借敏锐目光和市场嗅觉发现真正被价值低估的潜力企业才是成功PE公司的盈利之道, 这种猎物识别过程容不得虚假成分。一个企图借助PE涅槃重生的企业也并非任人宰割的羔羊, 在选择合作伙伴的过程中它完全有可能通过自身努力屏蔽各种“意在沛公”的资本骚扰。PE公司通过对目标公司流程管理、企

业经营、内控制度和竞争战略的改造和升级, 赋予其突破发展瓶颈的能力, 然后从融、投、管、卖四个环节中获取资本收益。敌意收购或是虚假包装等道德风险虽然可能给PE公司带来某一笔或某几笔业务的短期暴利, 但却会使其丧失赢得长期稳定高额收益的机会, 在短时期内欺骗所有人不难, 永远地欺骗一部分人也不难, 但永远地欺骗所有人却是不可能完成的任务。中国PE市场最关键的特点在于高成长性, 在这样的市场中, 建立商誉更为重要。因此, 可以预期, 中国PE市场的主旋律将是收购者和被收购者皆大欢喜的“双赢”。

在宏观方面, 中国经济内部失衡和外部失衡的并存很大程度上因为金融深化有限, 中国经济的可持续增长、人民币汇率市场机制改革的稳健前行、资本项目的全面开放、利率市场化改革的突破进展都迫切需要一个个更为成熟、有效的金融市场。从这个角度看, 中国PE市场的风起云涌不仅仅是一场简单的资本逐利游戏, 还将给中国金融深化带来“鲶鱼效应”: PE本身会给直接融资市场带来活力, PE所伴生的并购对杠杆融资的需求将要求债券市场的更快发展, 公开市场和私人股权市场并存的格局会使中国资本市场更具层次性, PE对投资者成熟度的较高要求会加快中国理性投资理念的微观培育, PE对投资资本的规模需求会有助于中国金融高端市场的开发, PE对国际资本流动的更高需求会加大中国金融市场对外开放度。总之, PE调动中国金融基础结构深化改革的潜在能力将为中国经济金融和谐发展提供帮助, 而且就直接影响而言, PE激活中国中小企业、完善资源有效配置、增强财富创造能力的宏观作用也不容小觑。

总之, 中国PE市场的发展从微观和宏观来看都是双赢的。不过普通投资者能否冲浪其中却取决于资本实力的强弱, 毕竟从PE公司的投资者构成来看, 似乎更像是个“有钱人的游戏”。