

## Opinion

■上观观察家

## 供求关系逆转要求提高再融资门槛

在市场供求关系发生逆转的情况下,再融资门槛的提高已经成为当务之急。对于再融资,不仅要求上市公司的盈利能力达到一定水平,还应要求它对投资者的回报达到一定标准,并且,应拉长再融资的时间间隔,防止频繁的再融资行为导致市场压力急剧扩大。同时,对于因改变项目或项目终止而闲置的资金,应该设立“退还”机制。

◎魏也

从中国平安到浦发银行,上市公司的再融资计划成了引发股市下跌的导火索。监管层批准新基金发行带来的利好影响,被浦发银行400亿元增发的传闻轻松化解,股市再次向下调整。投资者对再融资的畏惧心理,在某种程度上反映出市场承受能力的脆弱。

中国股市本来就已经深受美国次债的影响,加之巨量限售股解禁、新股发行带来的压力,使它一再融资的扩张日益敏感。仅以再融资为例,2007年,我国共有188家上市公司实施了再融资,实现募资约3657亿元,超过2001至2006年六年间的再融资总额。除此,还有多家上市公司已经提出再融资计划。而今年前两个月的再融资计划就已经达到2600亿元!

投资者对再融资急剧扩张的担心,并不仅限于再融资对股市供求关系的逆转,更在于再融资资金使用效率的低下与投资项目的选择失当。从以往的大量实例来看,上市公司再融资资金的使用效率很低,闲置现象严

重。华泰证券研究所的一份统计结果表明:以剔除PT类和金融类公司为样本,2001年中期平均每家上市公司闲置资金数为3.11亿元,同期,沪深两市共有10家上市公司资金闲置数额超过了20亿元。这种情况近年来虽有所改善,但并非根本性的改变。

再融资资金使用效率低下,就不能带来预期的投资回报,这是投资者近期对上市公司再融资屡屡用脚投票的根本原因。再融资的资金使用效率之所以低下,主要在于以下几点:

一是投资项目的选择失当。好的投资项目有利于企业的长远发展,能提到企业的核心竞争力,带来良好的投资回报。但是,许多上市公司在选择项目时,盲目跟风现象严重,跟市场需求之间存在着滞后性,往往在当期看来非常好的项目等建成开工生产,又面临同类产品过剩的尴尬,使前期投资付诸东流。

二是再融资资金用途的改变。许多上市公司所承诺的项目,在实现融资计划后常常改变资金用途。以2007年为例,公告变更募集资金项

目投资计划的上市公司有81家之多,变更绝对额超过亿元的上市公司有40家,占到总数的50%。上市公司为了顺利实现再融资,往往拿出一个看起来非常亮丽的项目投资计划,但等到再融资完成,却又将资金投到其他项目上去。这种随意性是导致再融资资金使用效率低下的重要原因。

不少上市公司在实现再融资计划后,要么融资太多,远远超过了项目投资需要,要么原项目已经被新项目替代,造成了大量资金的闲置。因此,不少上市公司争相委托理财(2007年以来,上市公司涉及委托理财的业务公告总金额高达123亿元,远超过2006年的总金额57.67亿元)。在去年新股申购中,这部分资金也显得非常活跃。更有甚者,一些上市公司在当期看来非常好的项目等建成开工生产,又面临同类产品过剩的尴尬,使前期投资付诸东流。

除非重塑投资者对再融资资金使用效率的信心,再融资急剧扩张所带来的利空影响就很难在短时间内消除。这其实牵涉到再融资条件、监

管等方面的制度变革。

这首先牵涉到再融资的门槛问题。门槛过低所导致的再融资规模无序放大是引发投资者担忧的一个很重要的方面。中国平安的再融资公告中,对资金用途并未进行详细披露,只是表示将全部用于补充资本金、营运资金以及有关监管部门批准的投资项目。这种公告本身所透露出来的信息就是再融资条件的过于宽松。在西方发达的资本市场,上市公司再融资有长达10多年的时间间隔,对投资者的回报必须达到一定程度等严格限制,而上市公司详细列出计划投资的项目,赢得投资者的支持只不过是最基本的一步。但就是这个最基本的门槛,似乎也在被我们的上市公司忽略。

从时间间隔上来看,中国平安在去年3月份才完成A股首次公开募股(即IPO),在上市不到一年,在它尚未给投资者带来实质性回报的情况下,就匆忙推出多达1600亿元的再融资计划,相当于它IPO融资规模的4倍。而浦发银行60亿元次级债的再融资刚刚发行完毕,就传出它要再融资400亿元的消息。门槛过低已经成为上市公司再融资的巨大动力。这种大规模的再融资计划对股市供求关系所带来的逆转效应是明显而强烈的。

2006年5月7日,监管部门正式发布了《上市公司证券发行管理办法》,该办法强化了股票发行的市场化机

制,突出了保护公众投资者权益的要求,有利于维护既有股东的利益,有利于改善上市公司的治理结构,形成资金的动态供需平衡。但同时,取消了配股前3年平均净资产收益率6%的限制,仅要求最近3年连续盈利,并将过去对净资产收益率的要求从10%降低到6%。正是从此开始,再融资规模急剧扩大。从当时办法出台的背景来看,由于流通股少,市场供不应求现象突出,倘若不增加供应有可能导致股市因持续暴涨而累积泡沫——随后的股市行情证明了监管层的先见之明。

但是,在目前新股发行、再融资、限售股解禁等因素促使市场供求关系逐渐发生逆转的情况下,再融资门槛的提高已经成为当务之急,否则,我国股市就可能因供应量的急剧扩大而陷入长时间的低迷状态。

对于上市公司再融资的条件应该作出更严格的规定,不仅要求上市公司的盈利能力达到一定水平,还应要求它对投资者的回报达到一定标准,并且,应拉长再融资的时间间隔,防止频繁的再融资行为导致市场压力急剧扩大。同时,应加大对再融资资金使用项目的透明度,对于因变更项目或项目终止而闲置的资金,应该设立“退还”机制,从源头上减少上市公司因成本过低盲目扩大再融资的现状,重塑投资者对我国资本市场的信心。

## 百元油价的中国应对策略

◎邓聿文

国际原油期货价格继1月3日首破100美元后,2月21日,隔夜国际油价再次刷新历史纪录,达到101.32美元/桶。分析人士认为,今次油价重上100美元,主要受美元疲软、伊拉克炼油厂爆炸、欧佩克可能减产以及委内瑞拉与美国之间的紧张局势所致。

面对高油价时代的到来,我们必须未雨绸缪,才能从容应对。目前,中国已经进入了工业化的中期阶段,以重化工业为主的经济结构对能源的需求过大,加上能源的利用效率不高,浪费现象还很严重,我们正可以借高油价对企业成本造成挤压的契机,转变粗放的发展方式,调整和提升经济结构,改变过去产业政策上一些明显的“失误”。比如,油价上涨正好为遍地开花、重复建设的汽车产业提供了一个整合的好时机。另外,油价上涨也将有力抑制钢铁行业的产能扩张,并为其引导至合理的水平产生有效的作用。

总之,中国必须像发达国家一样,完成从能源密集型、资源密集型向信息密集型和知识密集型的转型,提高第三产业在整个经济结构中的比重。

此外,开发石油替代产品,调整能源结构对于缓解高油价带来的能源紧张局面和不利影响也至关重要。现阶段,我们可以大力开展煤炭液化技术的研究。有关机构测算,当油价超过25美元时,这种技术就有利可图。目前油价在90美元以上,类似此种替代项目的研发必须提上日程。另外,从长远来看,调整能源结构,增加天然气、风能、水电在能源结构中的比重,发展太阳能、风能、生物能等可再生能源,也是应对石油安全问题的重大战略。

当然,“远水解不了近渴”,当务之急是尽快改革石油价格机制和整个石油体制,包括适时出台燃油税。

目前的石油定价机制和体制,是完全不符合高油价时代的形势的。中国的成品油定价机制与国际油价波动之间存在着一个月的时间差。当国内油价涨幅低于国际油价涨幅,出于企业自身利益考虑,炼油厂常会降低生产,以减少亏损。除了时滞外,油价机制中的另一问题是政府对价格进行严格管制,而要石油巨头接受政府的管制,就必须赋予企业行政垄断权,垄断成品油的生产和销售。

可以说,这种不合理的石油定价机制并未将价格信号尽快传递给市场,从而使国内油价难以对国际油价变化作出合理反应。一旦这样的定价机制长期传递下去,价格一直无法真实反映资源稀缺程度,将进一步导致资源的浪费性消费。另一方面,石油企业的一条龙垄断和事实上的专营权,又使得它们在石油稀缺性增加时,可以减少生产和供给,以迫使国家满足它们的提价要求。

所以,油价机制的改革方向是价格应反映国内石油市场的供求关系,使滞后油价向实时油价转变。同时打破垄断,建立起以竞争性市场为主、以政府监管为辅的石油体制。

事实上,要想让成品油价格真实地显示其价值,让真正有能力消费的人群来承担高油价,就必须发挥税收的功能,尽快出台燃油税。

除上述应对措施外,在国际油价被金融化的今天,现货市场越来越不能操纵期货市场,中国应尽快参与到石油期货交易中去,以扭转目前只能不断地接受新的高油价的局势,逐渐掌握油价的话语权。

## 粮食最低收购价上调有利于缓解CPI压力

◎石胜利

国家发改委近日提高了最低粮食收购价格。2月19日,国家发改委公布通知,上调2008年稻谷、小麦主产区最低收购价格,上调幅度为2%-7%。国家发改委人士指出,适当提高最低收购价,是为了贯彻落实《中共中央国务院关于切实加强农业基础建设进一步促进农业发展农民增收的若干意见》,引导农民合理调整种植结构,促进粮食生产发展,保护农民种粮积极性。

笔者认为,粮食最低收购价上调,将有利于提到农民种粮积极性,化解惜售心理,缓解CPI上涨过快的局面,减轻因粮价上涨引发的通胀压力。

在过去的四年中,我国粮食生产连续增产,但是,农民的种粮积极性却未相对提升,这影响了农民种粮的积极性。最新的调研显示,今年产粮区的粮食作物播种面积有所下降,预计播种面积较2007年实际面积减少超过1个百分点,而油料作物播种面积所有上升。加之雪灾影响(雪灾造成农作物受灾面积1.77亿亩,绝收2530亩),引发市场对粮食供应可能减少的担忧。

农民种粮积极性受挫,主要原因在于,农民未能充分分享粮食丰收带来的收益。

首先,由于柴油、化肥等农业生



产资料快速上涨,种粮成本增加过快,在生产成本和生活成本同时上升的双重影响下,农产品市场价格上涨给农民带来的增收效益被明显压缩。

其次,我国农产品的收益相当一部分集中在流通环节。去年,我国粮食价格普涨,但是收购价延续上一年度的水平。并且,主产区的粮食价格涨幅远低于主销区,主要原因是收购商利用信息不对称压低收购价格,导致利润大部分被流通环节得到,农民在利润分配中处于边缘化状态。

第三,劳动力机会成本的上升。随着经济的发展,全国许多地方的最低工资标准不断提高,加之法律对劳动者权益保护力度的加强及民工荒现象的倒逼,外出打工的收入明显提高,这加大了农民种粮的机会成本,客观上也容易导致种粮积极性降低。

去年CPI的上涨主要是食品类价格上涨推动的,而粮食价格作为食品类商品的源头,其价格走势对CPI的涨跌意义重大。在这种情况下,提高粮食最低收购价有利于激发农民种粮积极性,扩大粮食播种面积和通过加大农业投入提高单位面积的粮食产量,增加粮食供应,缓解CPI上行压力。

但是,提高粮食最低收购价必须确保农民得到实惠,否则,在粮价上涨预期依然比较强烈的今天,农民的惜售心理就难以消除。去年11月,国家发改委指出,农民惜售心理强是导致粮价涨幅较大的原因之一。数据显示,截至2007年10月上旬,湖南调查户平均出售数量

比2006年减少18.5%;湖北天门市调查户出售率则为0。

要让农民直接得到实惠,应该注意几个方面:

第一,加大农业生产资料的生产和供应,严查囤积居奇,防止生产资料价格过快上涨蚕食农民收益。应统筹考虑对柴油、化肥等农资预计涨价因素合理分配补贴资金,有效缓解柴油、化肥等农资预计价格变动对农民种粮的影响。

第二,应加强对粮食流通环节的管理,去除不必要的流通环节,解决粮食利润过多集中在流通环节的不合理分配机制。

第三,应该加大粮价信息的公开和透明度,使粮价信息及时传递到农民手中,避免因信息不对称导致的农民惜售现象。

第四,确保补贴发放到农民手中。经国务院批准,今年中央财政在去年276亿元补贴规模的基础上,新增206亿元农资综合直补资金,进一步加大对种粮农民的补贴力度。但要防止补贴资金被挪用,要提高补贴发放效率,确保补贴及时发放到农民手中。

只要这些工作做到位,农民种粮积极性得到呵护,雪灾的影响就能得到缓解,加之我国已经严格限制粮食出口,这些措施或产生综合效应,缓解粮食价格上涨压力,促使CPI的回调。

■专栏

## 期待“两融”成为建立期权交易体系契机

从更完整的层面上说,“两融”还需要其他金融产品创新的进一步支持,这就是证券期权。这个貌似简单的金融产品内部蕴藏着一个瑰宝级的金融变量——波动率。它是市场对未来波动的客观预期,是人们客观认识金融世界的一块重要基石,近年西方金融学界最显赫的研究成果几乎都是建立在这块基石之上的。

◎田立

证监会本月4日明确表态,要在今年合适时候启动证券公司融资融券业务试点,这意味着投资者期待近两年的“两融”已进入倒计时了。

所谓融资融券是指投资者向具有交易所会员资格的证券公司提供担保物,借入资金买入本所上市证券或借入本所上市证券并卖出的行为,说得通俗些,这里的融资就是借钱买证券,而融券就是借证券卖钱。这两项业务都是成熟的资本市场必备的金融工具。

推出融资融券对当前我国股市发展意义重大,笔者归纳了这么几点:

首先是有利于即将推出的股指期货业务的健康发展,期货市场历来都是投机行为极易“泛滥”的地方,尽管合理的投资行为有利于金融风险在市场上的合理配置,但过度的投机对市场的危

害是巨大的。而对于过度投机,除了必要的规范管制以外,健全的金融工具更必不可少。比如在股指期货市场上,当投机行为已超出合理范围时,套期保值者便可利用融资融券的办法对冲所持头寸。具体说就是,当保值者做多股指期货时,可以通过融券方式做空与股指具有一定相关关系的证券,由此形成对冲;或者做空股指期货时,用融资的方式做多证券。应该说,这是现代金融理论为投资者管理风险所提供的最根本、也是最重要的理论——头寸对冲理论的生动应用。只要掌握了“凡资产必有头寸,凡是头寸必可对冲”的思想,那么任何风险管理问题都可迎刃而解。

融资融券的另一个意思是“价格稳定器”,当某只股票在人为操纵下暴涨、暴跌时,投资者可通过“两融”与大势“做对”,从而起到平抑股票价格的作用,其机制与前述相同。

“两融”的另一个重要意义,就是为投资者提供了更加广泛而灵活的融资方式,并有可能据此彻底改变投资决策理论的主体框架。但对于运用“两融”业务来融资的方式,投资者在操作时必须格外谨慎,因为这不同于普通的融资方式。让我们来假设一种情况,某公司需要一笔资金投资项目,公司希望通过融券方式获得这笔资金。这笔融资与商业银行贷款或者债券融资就不同了,首先是获得资金的代价不同,向银行贷款或债券融资,借款人需要向银行或投资者支付利息并到期还本;而融券需要向证券公司支付手续费并到期以证券形式偿还证券公司。前一种情况,借贷的价格和条件是确定的,而后者,由于融券者(公司)需要偿还证券公司所借证券(假设是股票),因为涉及未来股票价格波动,这种融券方式的代价变得不确定了。如果融券时股价是10元钱,等你偿还时股价涨到20元,无形中融资的代价就提高了一倍,这肯定是融券方不愿意看到的。

既然存在不确定性(或者说风险),就需要采取必要手段去管理,于是话题就回到了前面提到的头寸对冲。融券方可以采用什么手段(头寸)去对冲呢?尽

管可采用的数量很多(甚至可以说无穷),但最优的方案中必定涉及一种工具,这就是期权。在解释期权在融券风险对冲中的意义之前,我们先来看看其他工具相比起来有哪些“弊端”。

先来看证券远期合约,它虽然有灵活性,能提前锁定收益和成本等优点,但在对冲过程中无法“挽留”对冲方有利的不确定性,比如合约中注明将来以10元的价格买入股票用于偿还证券公司,可如果到时股价跌至5元了,本可以得到的好处就被这一纸合约吞噬了。而期货(这里指的是股指期货)不但没有克服远期合约的缺陷,而且还会在操作上显得十分困难,因为需要准确计算出对冲头寸的比例,即单一证券与股指之间的相关系数。坦率地说,这几乎是几乎不可能完成的任务。因为没有人会知道两者之间未来的动态相关情况,而凭借历史数据推算出来的相关系数是非常不可靠的,也是与金融学的基本原则相背离的。

但期权就不同了,它可以根据双方的协定事前确定证券的执行价格,当执行时对冲方(这里指期权的多头)可以根据当时的具体情况决定是多头执行还是可以采用什么手段(头寸)去对冲呢?尽

## 解决铁矿石保障须抓紧行动

◎王明宇

2月19日,两大焦点新闻对比鲜明:一是《铁矿石谈判再遭日本暗算,钢厂或掀涨价潮》,另一个是《河北武安非法铁矿爆炸,24人死亡5人受伤》。

一方面,钢铁企业在国际谈判上缺乏话语权,价格猛涨,不得不吞下“米贵难下锅”的苦果。另一方面,国内铁矿石资源被非法盗采,以劳动者生命为代价,出现了“家米不好管”的现象。从中可以看出一系列严肃的课题:铁矿石资源,究竟该怎样对待?钢铁产业的当前效益与铁矿石资源的长远保护,哪个更紧迫?怎样建立“资源节约型”经济并使其为钢铁产业和国民经济发展服务?

回想上世纪80年代末以来,多少“矿业学院”、“地质学院”由于专业冷门,招不到学生,而“被迫”改名为“科技大学”、“工程大学”。再看看实际的统计,1980年,我国铁矿石资源勘查费用为1.66亿元,1990年降低到2285万元,2000年2071万元,1996年最低时曾降低到670万元。保有储量(相对于套改后的资源量)连年下降,其中,“八五”期间共减少25.12亿吨,“九五”期间共减少18.51亿吨,“十五”计划实施至2003年底减少6.57亿吨。这些年来,我们对铁矿石资源的态度实在值得深刻反思。

1992年以来,中国钢铁业处在高速发展阶段。从1949年建国至1999年,中国花了50年时间,才使钢铁产量达到1亿吨,而从1999年到2002年,中国只花3年时间,就使钢铁产量跃升过2亿吨。钢铁行业的火爆使钢铁企业热衷于产能扩张,对资源开发的兴趣不大。由于铁矿石的生产与下游钢铁产业发展脱节,以及对铁矿石开采的有关制度和价格体系的不合理,很长一段时间,铁矿石生产处于全行业亏损状态,个别年份也只是微利状态,有的矿山职工工资要“拿白条”。在这种情况下,矿山建设严重投资不足,自1997年以来,1980年以前建成的老矿山每年大约丧失产能400万吨以上。直到2004年,这些状况才有所改善,又出现了“扎堆”现象——2006年,国内冶金矿山建设项目达1200多个,完成投资350多亿元,相当于2003年的6倍多。

而中国在控制海外铁矿石资源方面更是不尽如人意。中国钢铁企业大举投资海外能源的案例屈指可数,自1987年到2004年的18年里仅有8项海外投资项目签约。即使到了矿价上涨71.5%的2005年,中国对外铁矿山的权益不过4550万吨/年。2005年,国际铁矿石上涨71.5%之后,国内企业纷纷启动海外矿产投资计划,很多联合项目更是姗姗来迟。

当前的形势是非常紧迫的。一方面,铁矿石资源有限,开发无序,浪费惊人。另一方面,国内钢铁业扩张迅速,铁矿石需求惊人。近年来的铁矿石谈判状况使中国钢铁企业的铁矿石供应保障的安全性受到了广泛质疑。因此,加速资源整合力度,加大矿产资源保护,建立严肃、合理、科学的铁矿石资源开发机制,已是势在必行。针对中国铁矿石资源品位低、可采率低的现实,必须从长计议,深刻思考资源储备问题,不能局限于当前的钢铁生产需求,而要着眼于未来可持续发展所需;不能局限于国内或巴西、澳大利亚,而要着眼于全球范围的铁矿石供应潜力。

短期内,我们可能摆脱不了对国际三大巨头依赖的现状,但是我们可以继续搜索全球范围内的铁矿石资源,搜寻潜力资源,实施资源控制和储备计划。当我们在迟疑的时候,世界铁矿石资源正在被悄悄瓜分——安塞乐米塔尔近两年来实施了数十项铁矿石开发计划,韩国浦项在印度的资源开发项目已经启动,日本钢铁企业更是一刻不停地抢占资源。2005年,全球有22项铁矿石项目启动,投资超过140亿美元,在建或扩建项目的总产能达2亿吨/年以上;2008年,仅淡水河谷的铁矿石投资计划就超过百亿美元。

中国没有理由再等了。从频发的矿山安全事故,到沉重的钢铁生产成本,资源问题带给我们的教训已经相当深刻了。我国应该尽快走出去寻找资源,同时,珍惜并合理使用我们有限的宝贵资源,逐步扭转我国目前在铁矿石方面的被动局面。

欢迎惠赐稿件

本版欢迎紧扣热点、观点独到、文风独特的财经时评。优秀稿件,稿费从优。来稿请寄:plb@ssnews.com.cn,请勿一稿两投。

格是10元,如果到时实际股价高于10元,你就执行,低于10元你就放弃权利,所损失的期权费可以从现货交易的获利中获得补偿。这样,期权一方面解决了融券风险的对冲,另一方面又可以使融券者将证券价格波动有利的因素掌握在自己手中。从这个角度来看,“两融”还需要其他金融产品创新的进一步支持,这就是证券期权。

当然,期权的作用绝非仅仅是上面提到的这些。如果我们将目光从“狭隘”的资本市场移向更广阔的研究领域,就会发现完善的期权交易体系可以将现有的许多理论向前大大地推进一步,因为这个貌似简单的金融产品内部蕴藏着一个瑰宝级的金融变量——波动率。它不是有些教科书上所说的根据历史数据回归出来的,而是隐含在当前期权价格之中,它是市场对未来波动的客观预期,是人们客观认识金融世界的一块重要基石,近年西方金融学界最显赫的研究成果几乎都是建立在这块基石之上的。可惜,对此,国内学术研究中还处于沉睡状态。希望“两融”的推出能给中国的期权交易体系的建立提供一个契机。

(作者系哈尔滨商业大学金融学院副教授)