

以场外交易场内化防范基准利率操纵

陈东海

最近又有数家金融巨擘因为操纵市场而遭受惩罚。根据英国《金融时报》的报道,欧盟(EU)准备对多家银行处以数十亿欧元罚款,因为这些银行组成卡特尔,操纵全球两个关键基准利率。报道说,苏格兰皇家银行、德意志银行和法国兴业银行将于下月支付罚款,以了结相关指控。这几家银行被控联合操纵欧元银行间同业拆借利率(Euribor)或日元的伦敦银行间同业拆借利率(Libor),或同时操纵二者。另外三家银行——摩根大通、汇丰和法国农业信贷银行也参与谈判,这些银行很可能受到正式指控,后期可能被罚款。

这只是最近一年来美国和欧洲对于金融巨擘们一系列惩罚动作的一个例子。几日前,美国摩根大通银行因为其收购德贝尔斯登、华盛顿互惠银行由于在2008年金融危机之前向房利美、房地美

销售有毒的次级贷款,而被美国司法部处以130亿美元的罚金与和解金,再早前该银行还因为“伦敦鲸”事件而被处罚约9亿美元。实际上因为操纵Libor和其他市场的利率,还有不少全球性或地区性的金融巨擘被调查和处罚,光是在2013年年初就有报道称全球大约10个监管部门对全球20家大型金融机构发起了Libor操纵调查。

Libor利率是全球最主要的基础性利率,是全球银行间进行国际拆借的利率依据,也是许多国家银行信贷利率的主要参考数据,因为许多银行的信贷利率就是直接在Libor利率上加点。除了信贷方面以外,Libor利率还是全球价值逾350万亿美元的金融衍生产品合约的依据。仅仅次于Libor,Euribor利率则是欧洲地区的基础性利率指标,而香港银行间同业拆借利率(Hibor)、新加坡同业拆借利率(Sibor)也是重要的地区性基础利率指标,都曾经传出过进行操纵的

调查。

Libor利率指标极其重要,控制着全球的信贷、资金流动、外汇波动,尽管其结果是公开的,但是其形成过程却是不透明的,它类似于一种柜台交易(OTC),仅由若干家巨型银行通过特殊渠道报价形成的。Euribor、Hibor、Sibor也与此类似。正是因为其形成过程不透明,所以没有受到广泛的社会监督,因为没有经过充分的市场竞价,所以容易失真和被操纵。

这种柜台式的交易潜在风险是非常巨大的。2008年的金融危机,可以说就是OTC式的交易所导致的。那次金融危机起源是次级贷款的危机,过程则是次级贷款产品被金融机构们设计成了各种金融衍生产品,再层层杠杆化,销售给各种投资机构,终于酿成了大危机。而金融衍生产品,绝大多数是通过私下的柜台交易完成的。

OTC产品因为其一对一的私密性,其产生的价格往往是偏离充分竞争状态下的价格的。也由于OTC交易双方的信息并不对称、专业能力也不对等,所以容易引发欺诈现象,难以避免操纵现象的发生。因此,有必要建立一种机制,让大多数的原来的一对一的OTC交易,能够走向集中化、集合竞价、信息完全公开的交易,类似于股票和期货、外汇交易市场。

首先,基础性的金融产品的价格形成应当进场交易。像Libor这样的基础性价格完全可以自愿报价的方式形成,为了保证各银行的报价是其真实的,应

该要求其同步披露最新的资金余额和信贷需求。其次,由于银行间的拆借行为发生非常频繁,监管机构也可以构筑集中性的银行拆借市场,让有资金供给和需求的银行统一进场交易,避免那种依靠人脉关系的、一对一的拆借现象,以保证真实拆借利率的形成。再次,那些以基础性金融产品衍生出来的衍生品也应当尽量进场集中交易。1999年11月,美国取消了《格拉斯—斯蒂格尔法案》的核心条款之后,OTC市场开始快速发展,OTC市场也成为了美国商业银行绕过监管的重要方法。2011年,美国取消了黄金白银的OTC交易,同时美国NASDAQ、韩国等近年来都出现了OTC交易场内化的现象。有资料显示,欧洲市场基础设施监管法规在2012年底要求对所有OTC衍生品向有关机构进行报告,未来或会有强制的清算要求,还要求标准化的衍生品在一个监管场所进行;日本在2012年底立法要求所有的OTC衍生品必须报告。

把基准利率产品从场外交易引入到场内交易,是保证公开、公正的基本要求,也是防范金融风险的基本要求。同时,对于那些交易量大的金融衍生产品,也需要积极创造条件进入场内交易。进入场内交易后,因为公开透明,一切黑幕后面的欺诈事情都难以发生。

(作者单位:东航国际金融公司)

焦点 评论

马云叫板房价遭任志强调侃



欲凭电商打房价,马云心中有想法:网上交易若暴涨,门店销售必下滑。商业地产渐遇冷,居民楼盘终降价。志强对此很不屑,两位大佬互相掐。

ICLONG/图
孙勇/诗

城乡统一建设用地面临四大挑战

毕舸

中共十八届三中全会公报发布,其中备受关注的是“中国将建立城乡统一建设用地市场”。作为农民,希望从这一新政中获得更多的制度保障,得到城市化的收益。作为市民,则关心小产权房是否有“转正”的希望。

虽然不少专家对于城乡统一建设用地的新政的评价是,充满了政策利好,但冷静分析,也要看到城乡统一建设用地面临四大挑战。

挑战之一:对于农民所期待的土地收益,可能会面临冷热不均的挑战。虽然近年来屡有报道少部分农民因为土地拆迁、城市改造等获得不菲收益,甚至有所谓“拆掉一个城中村,创造多少个亿万富豪”的神话。但必须要看到,这些案例都集中于珠三角长三角等经济发达地区,土地附加值不断提升,政府和企业有能力支付巨大的城市改造成本,而且农民在土地征用及拆迁过程中的议价权得到比较充分的尊重,由此才能获得相对较高的土地增值收益。

而在中西部地区,无论是经济发展基础、舆论监督能力、政府依法行政等各个环节,都比沿海城市要差。尤其是近年来部分地区城市化冒进,造成城镇空心化现象严重,政府负债累累,难以支付土地改造的足额收益给农民。指望城乡统一建设用地改革,让这些农民一下子富起来不现实。

挑战之二:农民自身博弈水平的不足。无论是土地征用还是拆迁过程中,政府、企业和农民构成了博弈三方,作为谈判能力最为弱勢的农民,仅仅依靠零散

个体的维权显然是不够的,只有专业化、组织化才能增加对等博弈的筹码。而与此形成悖论的是,作为农村一级代表机构的村委会,很多时候无法承担这一职责,相反还出现了少数村干部监守自盗、以权谋私的腐败现象,对农民切身权益造成严重损害。

挑战之三:未来可能面临的巨额税负。众所周知,农村土地流转的一大现实问题就是税负难题。比如,如今在土地转租税收征管、耕地占用税征收、营业税征收上,因为集体土地流转的诸多法律边界尚未厘清,造成征收不力,而一旦城乡统一建设用地制度实施,是否要将集体土地流转,尤其是牵涉到经营性质领域的出租转让,是否等同于商业用地,小产权房是否要缴纳与商品房同样的各种税费,这牵涉到大额的税负落差问题,可谓牵一发动全身。

挑战之四:18亿亩耕地红线是否会受动摇。近年来有关18亿亩耕地红线的争议不断,虽然中央再三明确要坚守这一制度红线,但不少地方政府以及房地产界则提出,在现有土地制度不改变18亿亩耕地保护红线框架之下,未来要到大住宅用地供应,土地从哪里来?统一建设用地制度也会面临土地建设存量与增量取舍的两难,尤其令人担忧的是,未来是否会有一些地方以城市统一建设为口号,搞农村土地大征用大开发,进而突破耕地保护红线,这也应该引起关注。

城乡统一建设用地这一制度本身对于维护农民权益、推动中国城乡一体化改革具有重大意义,决策者要做的是对各种现实问题全盘考量,考虑到各种可能的挑战,科学规划,稳步推进。

完善监管 堵住烧钱公司再融资之门

李季先

同花顺 iFinD 数据显示,截至今年11月12日,沪深两市已有404家上市公司发布了定向增发预案,拟募集资金高达8072.5亿元,其中,仅10月8日实行并购重组审核分道制以来,沪深两市就有68家公司公布定向增发预案,拟融资金额就达1296.69亿元。再融资已替代IPO成为A股市场“最大抽水机”。

在A股投资者普遍亏损且投资者亏损面逐月扩大的情况下,愈演愈烈近乎“疯狂”的再融资,让投资者感到扑面而来的阵阵“寒意”。正如一个炒股多年的老股民所言,这已经不能简单用“重融资、轻回报”来形容了。股市“三公原则”和《上市公司再融资管理办法》等相关再融资规定,在一片“定向增发预案及进展情况”的公告和貌似合法的内部和外部决策批准程序中被打折遵守,一些投资者在这些过程中遭受了损失。

本来,作为上市公司的重要权利和主要融资手段,按照市场化原则进行再

融资在市场和投资者承受能力的范围内无可厚非。但问题是A股市场的再融资向来与真正的市场化相去甚远,不少上市公司带着“资金利用水平低、融资用途不明、大股东圈钱意图强烈、利用概念烧钱”等问题跟风编造故事实施再融资。低成本融资,不融白不融的心态非常明显。

“融资—烧钱—再融资—继续烧钱”的逻辑怪圈让不少上市公司患了再融资依赖症,大大降低了资金的利用效率。统计显示,年初以来至今已有212家上市公司实施增发,实际募资总额达2774亿元,但据分析真正因为项目发展急需或“可以验证的”有价值项目所需的再融资不足五成,多数再融资上市公司为融资而巧立名目、编造概念,个别公司甚至是有名的“烧钱公司”。

按照法律界的再融资限制标准,无资金效率或项目无价值的再融资均属于再融资申请被驳回标准,烧钱公司作为低效配置资金甚至胡乱浪费资金的公司再融资应属于禁止之列。当下的问题在于再融资标准是纸面上的高标准和操作

上的低标准,在这种状态下,资金效率和项目价值因为事前难以有效计量(譬如其真实性有赖中介机构和再融资方的陈述),都成了人为可以拿捏的东西,有关监管部门审核通过与不过均在一念之间,尤其在中介机构责任难以到位的情况下更是如此。

但这并不是说监管部门对泛滥,特别是烧钱公司再融资就可以听之任之,继续“无奈”地惯性执法。“罗马不是一天建成的”,烧钱公司也不是一天形成的,从IPO成功到再融资,烧钱公司在募集资金使用和项目选取不慎方面肯定会留下不少记录。过去募集资金的使用情况往往可以反映未来,例如,近期拟增发的100多家上市公司中,有37家在前两年进行了配股,其中有18家公司去年刚完成再融资,对于该类高密度的公司再融资,监管者有理由对此类公司之前的募集资金使用项目进行严格核查,对于有问题的应该明确说“不”。如果该类公司历史上出现募集资金被变相挪用,或募集资金使用项目没有按期投资达产,甚

至于虚乌有等违法资金使用诚信的情况(刚性规定,不允许弹性审核,不接受合理性解释,以避免法律规定虚化),监管部门应第一时间驳回其再融资申请,告知其应规范运行两年后才能提交再融资申请,且作为对该类烧钱公司的额外要求,提交申请时应同时提供4/5中小投资者投票同意再融资的票决书,以保护中小投资者的利益。

落实到再融资法律制度上,监管部门可以在修订相关再融资管理办法的基础上,按照额外累积标准进行立法,在既有规定的基础上专节规定有瑕疵公司的配股或增发新股再融资条件(其他种类再融资可适当放宽),并详列瑕疵烧钱公司的类型、认定标准和烧钱公司再融资需要额外提供的分类表决中小投资者再融资票决同意书,同意再融资的中小投资者不少于4/5;特别是要根据烧钱公司的瑕疵情形,明确规定从瑕疵被认定之日起到再融资申请之日止需要规范运行的时间,最短不少于1年。

(作者系盈科律师事务所全球高级合伙人)

■ 算法经济 | Li Bin's Column |

再论产能过剩问题



李斌

上期我们论及,某些行业所存在的产能过剩问题尚不足以引起系统性风险。目前经济中存在的问题的确很多,但不必恐慌,现有的体制与资源在应对可能的危机方面还是绰绰有余的。关键在于正视问题,及时采取正确的方法进行治理。即使已经耽误了一些时间,这些问题仍然是可以治理的,反之,假如继续回避问题,或者采取的方法不正确,或者临事而乱,昏招迭出,则中国经济的前途也就不那么乐观了。

多年以来,有一些经济学者,反复地预警中国经济要发生大危机。这种预警当然是有益的,但是问题被严重地夸大了。这些学者们还有一个爱好,就是只管高调地做预测,却很少提出政策建议,结果是这种“预测”就变成了一种单纯吓唬人的东西。绝大部分行政官员们当然都不是经济专家,经这么一吓唬于是就畏缩不前了。笔者认为,这就是过去这几年发生的情况;泡沫与经济问题越严重越不敢去纠正,越不纠正正泡沫与经济问题也就越发严重。问题就这样一步步地扩大。

这显示出一个问题,即包括危机预警者在内的许多人都没有奉行“具体问题具体分析”的原则,而只是教条化、简单化、极端化甚至情绪化地理解和看待现实经济。预警者们不提供药方,说明他们在一定程度上也是心中无数的。而在一片看空声中,林毅夫先生却独树一帜,他携自己的新作《新结构经济学》,继续鼓吹政府干预,并且依然对中国经济的前途保持乐观。这招惹了评多人,引来了大量的负面评价。

笔者认为,林毅夫先生的确未能击中要害,因为鼓吹政府干预绝不是当前中国经济所需要的。中国的问题是管制太多,然而,我们也不能忽略他的观点中的真理成分。这需从已故的杨小凯先生说起。杨小凯先生曾经表达过这样一个观点:政府为什么会在发展中的经济体中发挥重要作用?原因在于,这些经济体主要是通过模仿发达经济的既定模式而取得发展的,而政府的优势则在于执行现成的模式和计划,所以,由政府出面推动发展就可能取得一定的效果。笔者认为,这个观点是非常杰出的(它也是很“算法的”)。现有的主流经济学之所以解决问题的能力差,就是因为它们不能提供诸如此类的有用观点。我们可以运用这个基本思想来理解林毅夫的观点,也可以用它来深入地分析当前的经济问题。

前几年泡沫经济导致某些产业过度扩张,以致如今供大于求,但是,如果我们把这种扩张看作对发达经济体的一种模仿的话,那么,我们就可以大体上相信,它并不是一种浪费,它在性质上并不是错误的、不应有的投资,而只是在时间上超前了一些,等若干年后需求跟不上来后,过剩现象自然也就消失了。而在发达经济体中,由于产业都处于前沿,没有成功的先例可以借鉴,企业经常会发错误的投资,供应市场并不需要的产品与服务。这种投资必须予以撤销。而在我国,产品原本过剩后来却在数年间完全被消化的例子不胜枚举。例如,

笔者就亲眼目睹一条高速公路,在数年之间车流量逐渐地由少变多。当年电视机、电冰箱的过剩也在后来成功地消化掉了。在过剩的情况下,企业自然会动员起来,千方百计地消化过剩。有些企业也会破产,但只要破产不引起全局性的问题,政府也就完全不必有任何顾虑,新增投资自然会转移到其他行业中去,其他行业将会自行增长,并由此增加对过剩行业的需求,新的平衡早晚会出现。

一有企业陷入经营困难,政府官员就恐慌是不应该的,动用行政力量强行把产量压下来就更不理智。钢铁、水泥等行业的过剩既与4万亿美元的刺激政策有关联,也与房地产行业的限购有关。政府先用基建投资把这两个行业的产能拉上去,然后又用房屋限购、并进而限制房地产投资的方法阻止其产能的释放,这两件事同时发生在过去几年间,实在叫人匪夷所思。笔者发现,对于房地产泡沫,人们实际上存在两种相互对立的理解。一种理解是说房价过高,也就是供应相对不足,这是通常的、正确的理解,而另一种理解是认为房子造得太多了,这多余的房子才是“泡沫”,于是,治理泡沫就是要限制供应。思维竟然混乱到这种程度!数亿农民要进城,却生怕某些房子早盖了几年,这难道不是瞎操心吗?说今年的土地供应比去年增长了多少,这就表明今年的供应足够充分了,这不可思议——你怎么知道今年的土地供应应该增长多少呢?照这种看法,汽车生产曾经连续数年增长率超过30%,又当作何看待呢?

一边是过剩,另一边有泡沫,而供应不足的解决办法不是呼之欲出吗?答案不是非常简单吗?所以,这一次的“383方案”中终于提出放开土地流转的问题,并把这个问题提高到了一个前所未有的新高度。政策制定者们终于抓住了要领,实在可喜可贺。按说,房地产泡沫要破灭了,投资者们应该看淡中国经济才对,可是土地流转一提出,股市给予了积极回应,各国际投行也由唱空变为唱多,这不是奇事一件吗?你要继续搞泡沫,捂盖子,人家就撤资;反之,思路一对头,面对近在眼前的利空,人家反而看多了。这就是经济的逻辑,也是正确政策的力量。达成这个政策是不容易的。可以说,在几个月前,决策者还不得其门而入,这个正确办法显然是最近才找到的。请千万不要沾沾自喜。这说明管理部门的政策制定能力的确差强人意,借此机会,决策者们对于适合政府担当的事情一定要有一个清醒的估计,对于今后政策的制定方式也应进行深刻的反思和调整。

这个正确的方向就是:放开供应一端,取消各种投资管制,把审批式的管理彻底底变更为监管式的管理,任由市场的供求关系自行调节。在原则上,政府今后不应再关注任何行业的产能过剩问题。原因很简单,政府根本不可能正确判断什么是过剩,什么是短缺,政府也更不可能采取适当的措施来“治理”过剩与短缺。再以无线通讯业为例。消费者曾经对3G与4G抱有很高的期待,可是该上市的时候工信部却不批准,反而拿来作为宏观调控的预备手段。无线通讯已经因此而受到了很大的伤害,这一点大家都看到了。

著名的匈牙利经济学家亚诺什·科尔内早就指出,商品短缺是计划经济的一个根深蒂固的特征。现在看来,他在30年前说过的话并没有过时:“改革过程的一个主要目标是要消除短缺。查看短缺状况是检验进展程度的重要标志。如果在经济的一个或另一个重要方面短缺消失了,这就是相当可靠的信号,即改革在那里成功了。如果短缺仍然存在,这就表明改革还没有深入经济肌体的内部。”