

內地股指期貨推動金融創新

技術性手段解決。

這一流通性不足問題背後就是國有經濟和國有企業仍然在國內的基礎性行業和關鍵性行業處於絕對的支配地位，巨型企業只能是國有企業，作為國內股市的主導力量，國家股權的不可自由退出和自由出售，決定了內地股市巨型企業的決定性股權不可交易，股指期貨的基礎性制度基礎就一定無法根本解決。也許隨着國內經濟的逐步發展，政府決策層對於控股權的認識逐步改變，巨型國有企業的可交易股權將得到逐步增加，將最終解決這個問題。但是在可以預期的較長一段時間內，這一問題將直接制約國內股指期貨的正常發展。

股市發展的必要條件

沒有股權過度分散的上市公司，股票市場就沒有充足流通性，價值投資就沒有真正的適用條件，內地決策層所力圖限制的過度投機就無法得到市場的內在消化。人為制度設計出現的問題，需要在市場化推動下加以解決。而公眾性持股公司的出現，是股市進一步發展的必然結果和必要條件。進一步講，在國有股東絕對控制這些巨型上市公司的情況下，恐怕依靠市場機制推動公司管治發展的期望，也只能是一種良好的願望。

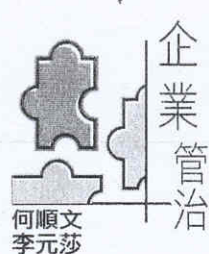
何順文 浸會大學工商管理學院院長兼教授
李元莎 浸會大學工商管理學院博士研究生



市場關注內地股指期貨的推出時間

上海成立中國金融期貨交易所；十天後即公布了即將推出的「滬深三百指數期貨暫定合約」。

內地證監會於十二月四日發布致股指期貨投資者的一封信，對於股指期貨的基礎情況進行闡述，並積極組織一系列的投資者教育活動和巡迴演講。而在剛剛結束的全國證券期貨工作會議上，也將穩妥推出金融期貨作為金融創新的一大重點，提出了：「在準備充分、條件成熟的情況下推出股指期貨。繼續深入開展金融期貨投資者教育工作。建立健全金融期貨與證券現貨市場風險監控、資訊溝通和監管協作的工作機制。進一步完善保證金安全存管的制度性安排，適時推出新的商品期貨和其他衍生品種」。



企業管治

何順文
李元莎

內地自去年上半年開始積極籌備股指期貨，最近（二月七日）國務院原則通過的《期貨交易管理條例（修訂草案）》（以下簡稱修訂草案），則為股市期貨的正式啟動掃清了最後的法律障礙。目前修訂草案尚未正式公布，但據媒體報導，草案將未來期貨市場從商品期貨延伸到金融期貨合約、期權合約交易等。而金融期貨合約為標的物包括「有價證券、利率、匯率等金融產品及其相關指數產品」。這等於正式賦予了股指期貨的法律運作空間，也正是這一點被認為為股指期貨正式推出已經時日不多。

指數設計消除流通性不足問題

內地早在二〇〇四年底即開始着手準備股指期貨，並於翌年四月正式發布滬深三百指數，以作為股指期貨的基礎性指數產品。此外，該指數選擇內地滬深兩市具有代表性的三百隻股票加權組成，基本覆蓋了內地規模大、流動性好的主要股票。

進入二〇〇六年後，股指期貨籌備明顯加速，尤其是在新加坡證券交易所先於七月份宣布將推出新華富時中國A五十股指期貨後，內地監管部門開始加速推進有關準備工作；七月發布股指期貨合約方案（徵求意見稿）；九月八日在

差異，滬深三百指數選擇方法為先計算股票在最近一年（新股為上市以來）的日均總市值、日均流通市值、日均流通股份數、日均成交金額和日均成交股份數五個指標，再將上述指標的比重按二、二、二、一、一，進行加權平均，然後將計算結果從高到低排序，選取排名在前三百位的股票。這樣在選擇樣本時，綜合考慮了總股本和流通股本值，因而在選擇樣本時相對更為市場化。

國有絕對控股影響股份流通性

在指數具體計算方法上，該指數以調整後的股本為權數，在確定作為股本的權數時，引入了自由流通比例的概念，即公司總股本要剔除基本不流通的股份後的股本比例；公司創建者、家族和高級管理者長期持有的股份；國有股；戰略投資者持股；凍結股份；受限的員工持股；交叉持股等。加權比例以自由流通比例為基礎確定。因此，該指數在很大程度上避免了內地實際公開交易股權比例過低帶來的指數失真問題。

但是，進一步分析內地上市公司的股權結構和股東性質，即可發現在形式上解決了非流通股上市公開交易後，仍然難以實質改變國內上市公司國有控股股東的市場化交易問題。例如目前在佔有國內股指比重最大的工商銀行、中國銀行和中國人壽等，都是在啟動股權分置改革後在國內公開上市的，理論上不涉及非流通股問題。但是實際上，國家控制地位的確定性決定了股權流通性不足仍然存在，且不可能通過



中國銀行在啟動股權分置改革後在國內公開上市