

Arne Jon Isachsen

MÅNEDSBREVET

Juni 2006

HVA SKJER I DET KINESISKE KAPITALMARKEDET?

Kina trenger et aksjemarked som virker disiplinerende og krevende på ledelsen av selskapene. Midtens rike må lære seg å leve med svingende dollarkurs. Kina legger til grunn at i løpet av fem-seks år vil restriksjoner for flytting av penger ut og inn av landet gradvis tas bort. Dermed legger man press på seg selv til å få formuesmarkedene i landet til å fungere bedre.

For et par måneder siden ble forbudet som kinesiske aksjeselskaper hadde levd med ett års tid, nemlig mot å hente inn ny kapital ved utstedelse av nye aksjer, opphevet. Dette forbudet hadde sammenheng med myndighetenes anstrengelser for å få såkalte "nontradable shares" ut i omløp. På egne bøker, og i ulike offentlige organer, eide myndighetene i mai 2005 aksjer til en markedsverdi av mer enn 200 milliarder dollar. Det utgjorde om lag to tredjedeler av alle aksjene på Kinas to børser. Når myndighetene har planer om å selge seg kraftig ned, vil de ikke ha konkurranse ved at selskapene selv legger ut nye aksjer.

Statlig eierskap legger en demper på børsen

Et dominerende statlig eierskap som man lenge har diskutert hvordan skal avvikles, har virket som en klam hånd på aksjemarkedet. Så klam at indeksen i perioden 2002—2005 sank til det halve. Med myndighetenes avvikling av sitt uønskede eierskap i kinesiske bedrifter i hovedsak bragt til ende, forsvinner denne klamme hånden. Kursene på de to aksjebørsene i Shanghai og Shenzhen skyter i været. Og myndighetene åpner igjen for at selskapene kan legge ut nye aksjer. IPOs (for Initial Public Offerings, dvs. førstegangsutstedelser av aksjer over børs) blir tillatt en måneds tid senere. Beregninger tyder på at IPOs på Kinas to børser vil beløpe seg til om lag 30 milliarder RMB (eller 3,75 milliarder dollar) i 2006 og samlet innhenting av ny egenkapital over børs til 135 milliarder RMB (eller nærmere 17 milliarder dollar). Bemerk i denne sammenheng at utlendinger bare eier om lag én prosent av aksjene på de kinesiske børsene.

Et sett av kriterier – 34 i alt – må tilfredsstilles før et børsnotert selskap kan legge ut ny aksjer. Blant disse er overskudd hvert av de tre siste årene, samt dividendeutbetalinger på minst 20 prosent av overskuddene. Av Kinas 1.365 børsnoterte selskaper betyr dette at bare mellom to og tre hundre vil ha anledning til å hente inn mer aksjekapital i markedet.¹

¹ Se artikkel den 9. mai 2006 i International Herald Tribune – Asian edition.

Aksjer i stedet for lån i statsbankene

I Kina har man uheldige erfaringer fra tidligere med emitteringer av nye aksjer i statseide, kinesiske foretak. Private har lagt pengene på bordet. Staten har blitt sittende med makten. Og alt er blitt ved det gamle. Den bedringen av driften som en notering på børs skulle bidra til, har glimret med sitt fravær.

Mens denne modellen, som vi Norge gjerne forbinder med Norsk Hydro, har fungert godt hos oss, har den virket dårlig i Kina. Hvorfor? Fordi tradisjonene er forskjellige. I Maos dager var det en symbiose mellom statseide foretak (SOEs for state owned enterprises) og statseide banker (SOBs for state owned banks). Foretakene lånte av bankene. Men ettersom eieren var den samme, var det ikke så viktig om lånene ble betjent eller ei. Penger inn til foretaket, men ingen penger ut. Og noen innflytelse i et SOE for en SOB, fordi sistnevnte stilte kapital til disposisjon for førstnevnte, var lite aktuelt.

For et SOE fremstod utleggelse av aksjer som et interessant alternativ til lån i en SOB. Aksjeeiere har ikke krav verken på dividende eller på innløsning. Når de i tillegg ikke har noen makt på generalforsamlingen, og når sjefene i det statseide selskapet bryr seg katten om kursutviklingen, uten at dette får noen konsekvenser for dem, ble det nye produktet – ny aksjekapital – i Kina temmelig likt med det gamle – lån i statlige banker. For begges vedkommende er det beskjedne krav til betjening av kapitalen. Penger inn. Men ikke penger ut.

Kina trenger sterkt et aksjemarked som virker disiplinerende og krevende på ledelsen av selskapene, og således bidrar til god "Corporate Governance". For å få dette til er det rimelig at myndighetene setter krav om at selskaper som vil hente inn friske penger, må kunne vise til flere år med overskudd med tilhørende utbetaling av dividende.

Hva med plasseringer i utlandet?

Hvordan stiller myndighetene i Kina seg til å la egne innbyggere få kjøpe verdipapirer i utlandet? Og til utlendingers adgang til det samme i Kina? Midtens rike vil gradvis liberalisere reglene for flytting av kapital ut og inn av landet. Om fem-seks år, sier man i Den kinesiske sentralbanken, kan man regne med at den landets valuta, renminbi (RMB), ikke bare er konvertibel for transaksjoner på handelsbalansen – det ble den i 1995 – men også for transaksjoner på kapitalbalansen.²

Bedre fungerende formuesmarkeder internt i Kina og ønskeligheten av å åpne opp for frie kapitalbevegelser, må sees i sammenheng. Før Kina tillater full konvertibilitet for sin valuta, må følgende på plass:

- Godt fungerende aksje- og obligasjonsmarkeder i Kina.
- Godt fungerende eiendomsmarkeder i Kina.
- Godt fungerende markeder for forsikringsprodukter i Kina.
- Godt fungerende interbankmarkeder i Kina.
- Godt fungerende markeder for utenlandsk valuta i Kina, inklusive derivater for avdekning av valutarisiko.

² For den interesse det måtte ha; i Norge ble kronen konvertibel for transaksjoner på handelsbalansen i desember 1958 og for transaksjoner på kapitalbalansen i juli 1990.

I tillegg må kineserne lære seg å leve med en svingende og mindre forutsigbar dollarkurs.

Hvorfor må disse tingene på plass før man åpner opp for frie kapitalbevegelser? Tenk deg at Kina i morgen tar vekk alle restriksjoner på innlendingers kjøp av utenlandske aktiva så vel som utlendingers kjøp av kinesiske aktiva. Kinesere kan fritt sett penger inn i DnBNOR eller i Bank of America. Og vi står fritt til å opprette konti i Bank of China (BOC) som nylig ble notert på børsen i Hong Kong. Hvilken strøm vil være sterkest? Strømmen av penger ut av Kina? Eller den inn i landet? Ingen vet.

Richard Cooper, professor ved Harvard University, heller i retning av å tro at utstrømningen ville bli størst.³ Hva vil de par hundre millioner kinesere som i dag er litt eller temmelig rike, gjøre? Hvor herlig ville det ikke være for dem om noen av midlene kunne settes ut? Amerikanske aksjer, tyske bankinnskudd, spanske feriehus og franske, indeksregulerte statsobligasjoner, hvilke diversifiseringsgevinster er det ikke å hente ved å handle slike produkter! I dag har de jo så godt som hele sin formue bundet opp i Kina, og for en stor del i bankinnskudd.

Kinesere vil diversifisere, og valutaen svekkes

Om appetitten kineserne har på utenlandske formuesobjekter skulle være større enn utlendingers ditto på kinesiske, ville den kinesiske valutaen komme under press. En depresiering av RMB i dagens bilde vil være lite gunstig, politisk så vel som økonomisk. Tenk deg bare hvordan den nye finansministeren i USA, Mr. Hank Paulson, tidligere sjef for Goldman Sachs og med over 70 opphold i Kina bak seg, ville reagere om den valutapolitiske utviklingen ytterligere skulle forverre USAs konkurransevne overfor Midtens rike? I fjor hadde Amerika et underskudd på sin driftsbalanse på mer enn 750 milliarder dollar hvorav vel 200 milliarder dollar var mot Kina.

Om derimot Kina i løpet av de neste fem-seks årene lykkes med å få et levende aksje- og obligasjonsmarked på plass; et eiendomsmarked som fungerer godt; et forsikringsvesen som har lært seg til å håndtere folks sparekapital på en god måte, blant annet ved å være aktive og aktpågivende investorer i aksje og obligasjonsmarkedene; et interbankmarked med god likviditet der de ulike aktørene jevnlig blir vurdert av velrenommerte ratingselskaper; et valutamarked der bankene tilbyr de etter hvert erfarne kundene egnede produkter for avdekning av en valutakursrisiko, som uvergelig blir større når kapitalbevegelser blir frie – ja da vil tiden være moden for å tillate fri flyt av kapital ut og inn av landet.

Med mer velutviklede og dypere kapitalmarkeder, der den enkelte formueseier er bedre diversifisert, fortøner full konvertibilitet for RMB seg mindre skremmende enn om den kinesiske valutaen i dag ble gjort "vekslingsbar" også for kjøp av salg av aktiva. Noen år frem i tid vil trolig også utlendingene ha større tillit til at Kinas formuesmarkeder fungerer etter anerkjente regler. Det blir bedre balanse mellom dem som vil ut av Kina og dem som vil inn i Kina. Prisvariasjonene, det vil i første rekke si renter og valutakurs, vil trolig vise mindre volatilitet enn om alle formuesmarkedene ble åpnet nå.

³ Se hans artikkel i Financial Times 1. november 2004.

Under selvpålagt press blir varene levert

Ved å love noe i dag som må leveres i morgen, setter kineserne seg selv under press. Tiden må brukes godt for ikke å bli tatt på senga når kapitalmarkedene åpnes.

Her er det en klar parallell til det som hendte da Kina ble tatt opp i Verdens handelsorganisasjon (WTO). I den endelige avtalen som ble undertegnet i desember 2001, fikk utenlandske banker rett til om fem år å kunne konkurrere på henimot like vilkår med kinesiske. Om et halvt år er tiden omme – kinesiske bankers skjerming for konkurranse fra utlandet er da over.

Kunnskapen om dette har satt fart i prosessen med omstrukturering av kinesisk bankvesen. Og minst like viktig; gammelkommunistene, som fremdeles er en maktfaktor i Kina, mister handlingsrom når myndighetene inngår forpliktende avtaler med andre land der konsekvensen er at Kina beveger seg stødig i retning av en kapitalistisk og markedsdrevet økonomi. Muligheten for å reversere utviklingen svinner. Kostnadene ved å gå tilbake til det gamle blir større. Snart – får vi tro – er de prohibitive.

Ved sin deltakelse i WTO baner Kina veien for en friere valutapolitikk. Ved at landets sentralbank i tillegg gjør det klart at frie kapitalbevegelser ligger bare fem-seks år frem i tid, forsterker de kinesiske myndighetene nødvendigheten av reformer som vil gi Midtens rike bedre fungerende formuesmarkeder.

13. juni 2006

Home Page: <http://home.bi.no/fag87025/>