

论中国货币市场与资本市场的协调发展

何先应 何国华

摘要:目前我国货币市场与资本市场的发展严重不均衡,资本市场优先发展,货币市场发展滞后。同时,货币市场和资本市场内部各个子市场之间也存在着严重的结构性失衡的特征。造成这种状况的根本原因在于:过分注重金融市场的筹资功能,而忽视其应有的政策功能;对货币市场和资本市场实行人为的“隔离”政策,造成两个市场之间收益率的明显差别,促使货币市场资金大量违规流入资本市场;企业产权改革滞后,社会横向信用体系缺失。因此,为了提高我国金融市场体系的运作效率,必须大力发展货币市场,规范发展资本市场,特别是疏通货币市场与资本市场之间的联结渠道,促进货币市场与资本市场的协调发展。

关键词: 货币市场 资本市场 均衡性 协调发展

货币市场与资本市场是金融市场的两大组成部分。根据系统论的观点,只有作为子系统的这两个市场之间相互依存、相互沟通、均衡发展,才能实现金融市场整体功能的有机结合,才能保证整个金融市场体系的正常运转。但是,由于我国在金融市场的发展过程中采取了“先资本市场,后货币市场”的政策取向,资本市场优先发展,货币市场发展滞后,货币市场与资本市场的发展严重不均衡。与此同时,货币市场和资本市场内部各个子市场之间也都存在着较为严重的结构性失衡特征。货币市场与资本市场发展的不均衡破坏了金融市场发展的整体协调性,使中央银行货币政策传导机制受阻,导致资本市场虚假繁荣并制造了大量的经济泡沫。因此,大力发展货币市场,规范发展资本市场,特别是疏通货币市场与资本市场之间的联结渠道,促进货币市场与资本市场的协调发展,是提高我国金融市场体系运作效率的当务之急。

一、我国货币市场与资本市场发展的不均衡性

1. 货币市场发展严重滞后与资本市场发展迅速

20世纪90年代以来,我国资本市场发展迅速,以股票市场为主体内容的证券市场已经成为社会主义市场经济体系中最具魅力和最具特色的部分。1990年底上海证券交易所和1991年7月深圳证券交易所的建立,是我国证券市场发展的一个里程碑。据统计,1992年我国的上市公司数量只有53家,到2000年已达到1088家;1992年,我国股票市场投资者仅有216.2万人,而2000年则为5801.1万人,8年之间增加25.8倍;1992年我国股票市价总值为1048亿元,市价总值占当年国内生产总值(GDP)比值3.9%,到2000年,股票市价总值达48091亿元,市价总值占GDP的比值攀升至53.8%,其中市价总值相对1992年增长44.9倍,市价总值占GDP的比值增加12.8倍。

比较而言,我国货币市场的发展速度要缓慢得多。当前,我国的货币市场主要包括同业拆借市场(含信用拆借与国债回购交易)、短期国债市场(现券买卖市场)、商业票据市场和短期外汇市场。一般以同业拆借市场的交易量对GDP的比值来衡量货币市场的发达程度。我国的同业拆借市场产生于20世纪80年代,但在市场发展初期,由于缺乏其他货币市场与资本市场工具,拆借主要不是准备金管理的工具,而是经常作为调剂金融机构间中长期资金余缺的手段,因

此,拆借成为当时突破贷款管理规模的主要形式,也就理所当然地成为90年代初期金融整顿的重点。严格地说,我国同业拆借市场的真正发展应该是从1996年开始的。1996-1999年我国同业拆借市场交易量占GDP的比值分别为27.52%、23.18%、22.01%和24.09%。由于中国人民银行加大了货币市场发展的政策支持力度,2001年我国同业拆借市场总成交量达到49054.63亿元,占GDP的比值上升到50%左右。但是,与其他国家相比,我国同业拆借市场的规模仍然很小。例如,新加坡和马来西亚的这一比值早在1988年即已达到95%和108%。

2. 货币市场的各个子市场之间缺乏均衡发展

尽管我国同业拆借市场的规模与发达国家相比规模仍然偏小,但它却是货币市场的各个子市场中发展最为迅速的,其他子市场如短期国债市场、票据市场等则更为落后。

在西方发达国家,国债市场尤其是短期国债市场是货币市场中最为活跃的子市场。近年来由于实行积极的财政政策,我国国债发行规模不断扩大,国债余额占GDP的比值不断提高。1997年我国国债余额占GDP的比值为7.32%,到2001年末上升到16.3%。但是,这个比值与国际公认的45%的警戒线尚有较大的距离。更重要的是,我国国债的期限结构极不合理,除了1994-1996年连续三年发行过短期国债外,大部分以中期国债为主。发达国家的经验证明,短期国债的流动性最强,并且是中央银行开展公开市场操作的主要载体,通过公开市场业务来调控通货膨胀主要是和国债一级或甲级自营商进行短期国库券的交易实现的。由此可见,我国的国债市场要成为中央银行进行公开市场操作的市场依托,即建成具有一定广度和深度,并且富有弹性的短期国债市场还任重道远。

再贴现政策是中央银行调节货币供给量、实现扩张或收缩信用目的的另一重要手段,而这一政策的实施是以完善和发达的票据市场的存在为前提条件的。近年来,在中央银行的政策推动下,我国的票据市场发展很快,商业票据、贴现、再贴现均有很大的增长(参见表1)。但是,总体上看,我国票据市场的业务量还非常有限,中央银行对商业银行2000多亿元的再贴现额,相对于中央银行几万亿元的资产总额来说,简直微不足道。另外,我国票据市场工具单一,主要还是银行承兑汇票、商业汇票和本票都比较少。目前,在我国票据市场上,商业银行是否承兑依然是商业票据能否发行和流

通的前提条件,还没有建立起依靠企业本身信誉而流通的商业票据。由于商业票据大多由商业银行承兑,间接转换为银行票据,或有负债的风险仍然由商业银行负担,这样势必会限制票据市场的发展。

表1 1995-2000年我国票据市场发展状况(亿元)

	商业汇票发生额	商业银行累计贴现	人民银行累计再贴现
1995	2 424	1 412	844
1996	3 890	2 265	1 350
1997	4 600	2 740	1 332
1998	3 841	2 650	1 200
1999	5 076	2 499	1 150
2000	7 445	6 447	2 667

资料来源:根据《中国货币市场年鉴》(2000)和中国金融市场月报整理。

3. 资本市场的各个子市场之间也缺乏均衡发展

自20世纪80年代中期以来,在国际资本市场上,债券融资日益取代了股权融资,成为融资的主要渠道。至90年代初,债券融资地位进一步上升,在直接融资中占据了统治地位。例如,1999年,全球债券发行量高达4 750亿美元,为同期国际信贷的2.7倍,其中仅美国公司债券的发行额就突破2 500亿美元,为同期股票发行量的5.8倍。但是,在我国资本市场上,却存在着明显的“强股市、弱债市”结构失衡特征。据统计,2000年底我国银行间债券市场存量加上交易所债券余额和凭证式国债存量占GDP的比值仅为24%,而整个亚洲国家这一比值是39%,主要市场经济国家是106%,全世界市场合计是95%。由现在的24%发展到全球平均的95%,还有3倍的增长空间。

如前所述,我国股票市场市价总值占GDP的比值为53.8%,这个比值与发达国家相比并不算高。例如,1996年美国证券市场总市值占GDP的比值为115.6%,英国为151.9%,加拿大为83.9%,澳大利亚为79.5%,新加坡为159.7%,日本为67.2%。但是,应该注意到:(1)我国沪深股市的规模已经达到亚洲第三;(2)如果考虑到对外开放的需要,允许一些大的国际性公司上市,又可能挤占一部分国内股市资源;(3)我国股票市场的市盈率特别高,到2001年6月底还在56倍左右,而国外成熟的证券市场市盈率一般在20左右,最高不过40。市盈率越高,所蕴藏的金融风险越大。

另外,就债券市场本身来说,则存在着“强国债,弱企业债”的结构失衡特征。从1991年开始,在股票市场和政府债券市场得到大力发展的同时,企业债券市场却举步不前。1997年以来,我国企业债券融资规模更是处于不断萎缩之中,与国债融资相比不可同日而语(参见表2)。

表2 1991-2000年我国国债、企业债券、金融债券融资规模(亿元)

	国债筹资	企业债券筹资	金融债券筹资
1991	281	250	67
1992	461	684	55
1993	381	236	0
1994	1 138	162	776
1995	1 511	301	1 613
1996	2 126	269	1 056
1997	2 412	255	1 431
1998	3 809	148	1 950
1999	4 015	158	1 801
2000	4 657	83	1 645

资料来源:中国证券监督管理委员会编:《中国证券期货统计年鉴》(1996-2000)。

二、我国货币市场与资本市场发展不均衡的原因

1. 认识偏差:过分注重金融市场的筹资功能,而忽视其应有的政策功能

我国金融市场的发展过程中之所以采取了“先资本市场,后货币市场”的政策取向,并在客观上导致货币市场的发

90

展严重滞后于资本市场,根本原因之一就是过分注重金融市场的筹资功能,只是注意到货币市场和资本市场的融资功能,而没有注意到宏观金融调控方式转化进程中货币市场所具有的直接影响货币政策有效性的政策功能,没有注意到资本市场优化资源配置的功能。

从筹资的角度来看,以下几个方面原因使得资本市场似乎要优于货币市场,而在资本市场的内部,股票市场又要优于债券市场:(1)货币市场上资金供求的不对称性决定了其融资成本较高,不仅存贷款之间期限结构不同,而且企业必须还本付息;相反,企业在资本市场上(主要指股票市场)筹集资金不仅可以长期占有而且不受广大公众股(由于社会公众股权结构比例小而分散)的约束,因此,资本市场发展有助于企业资本原始积累,能够鼓励企业从事实业投资,促进经济发展。(2)资本市场上大量交易印花税有助于政府增加财政收入,因此,这一市场的活跃发展既开辟了一个有效的国家财政来源,又转移了企业改制的负担,进而有助于整个社会的经济增长。(3)对于需要通过资本市场筹措资金的企业来说,债券融资同样有一个还本付息的问题,而股票市场资金能够长期占用,这有助于企业减轻财务负担,从而弥补其长期以来效率不高的问题。

实际上,货币市场最重要的功能不是融资功能,而是政策功能,即货币市场为货币政策实施提供市场条件的功能。众所周知,市场经济国家的中央银行实施货币政策主要是通过法定存款准备金政策、再贴现政策和公开市场业务等的运用来影响市场利率和货币供给量以实现宏观经济调控目标的,在这个过程中,货币市场发挥了基础性的作用。具体来说:

第一,同业拆借利率是市场利率体系中对中央银行的货币政策反映最为敏感和直接的利率之一,成为中央银行货币政策变化的“信号灯”。这是因为,在发达的金融市场上,同业拆借活动涉及范围广、交易量大、交易频繁,同业拆借利率成为确定其他市场利率的基础利率。国际上已经形成在同业拆借利率的基础上加减协议幅度来确定利率的方法,尤其是伦敦同业拆借利率更成为国际上通用的基础利率。同时,发达的同业拆借市场会促使商业银行的超额准备金维持在一个相对稳定的水平,这显然给中央银行控制货币供给量创造了一个良好的条件。

第二,再贴现政策必须在票据市场上实施。一般情况下,中央银行提高再贴现率,会起到收缩票据市场的作用,反之则扩展票据市场。同时,中央银行通过票据市场信息的反馈,适时调整再贴现率,通过货币政策中介目标的变动,达到货币政策最终目标的实现。另外,随着票据市场的不断完善和发展,票据市场的稳定性不断增加会形成一种处于均衡状态下并且随市场规律自由变动的、供求双方均能接受的市场价格,反映在资金价格上就是市场利率,它无疑是中央银行利率政策的重要参考。

第三,公开市场业务与存款准备金政策和再贴现政策相比具有明显的优势,它使中央银行处于主动地位,其规模根据宏观经济的需要可大可小,交易方法和步骤可以随意安排,不会对货币供给产生很大的冲击,同时,其操作的隐蔽性不会改变人们的心理预期,因此易于达到理想的效果。但是,开展公开市场操作需要中央银行具有相当规模、种类齐全的多种有价证券,其中国债是主要的品种。因为国债信用优良、流动性强,适应了公开市场业务操作的需要。因此,具有普遍接受性的各种期限的国库券成为中央银行进行公开市场操作的主要工具。

即使仅仅从融资功能的角度分析,货币市场的发展也是

不容忽视的。因为货币市场解决的是简单再生产过程中所需要的短期周转资金,而资本市场解决的是扩大再生产过程中所需要的资金。由于扩大再生产是在简单再生产基础上的再生产,因此,资本市场也必须是建立在货币市场基础上的资金市场。

资本市场除了具有筹资功能外,还具有推动企业制度创新、优化资源配置和提高经营效益等功能。但在我国,筹资一直是企业和各级政府的主要动力和兴奋点,公司改制往往被忽略。国有企业在面向资本市场融资的同时,并没有建立适应市场运作机制要求的公司治理结构。相当普遍的情况是,企业为了上市进行公司制改造,但固有的问题依然存在,很多企业经过公司化改制只是形成了公司制的“外壳”,而没有形成公司制的实质和内涵。企业经营机制的转变不明显,企业经营效率的提高没有取得实质性进展。

同样地,即使仅仅从融资功能的角度出发,债券市场的发展也是不容忽视的。按照匈牙利经济学家科尔内的“预算软约束”理论,在股权融资方式下,可能存在企业的“内部人控制”问题;利用银行贷款融资,也可能存在银行的“内部人控制”现象;而企业通过发行债券融资,由于有债券契约的限制,所以企业预算约束是硬的。相比之下,债券融资要求企业的资金利用效率更高,进而更有效地引导资金流向高效率的投资项目或经营者手中。因此,大力发展企业债券市场,提高企业债券融资比重,能够提高全社会的资金利用效率和资源配置效率,也有助于改善资本市场融资结构,改变金融风险过多地集中于股票市场的状况,为国民经济的健康、快速发展提供新的动力。

2. 政策障碍:对货币市场和资本市场实行人为的“隔离”政策,造成两个市场之间收益率的明显差别,促使货币市场资金大量违规流入资本市场

由于我国以证券市场为主要内容的资本市场发展起步比较晚,而且规范性较差,因此现行的金融监管模式是按照分业经营的要求,实行货币市场与资本市场之间的“隔离”政策,截然分开两个市场的参与者,禁止银行信贷资金流入股市,实行货币市场与资本市场之间的市场分割。例如,1995年7月1日实施的《中华人民共和国商业银行法》,明文规定“商业银行在中华人民共和国境内不得从事信托投资和股票业务”。1999年7月1日开始实施的《中华人民共和国证券法》第一百三十三条也明确规定:“禁止银行资金违规流入股市”。

但是,在市场“隔离”状态下,由于缺乏资金流动机制和收益率的透明信息,证券市场的预期收益率明显高于货币市场预期收益率,所以,货币市场资金仍然通过各种渠道大量进入资本市场。据测算,仅2000年我国股票市场涉及的银行信贷资金存量规模就达到4500~6000亿元左右(吴晓求,2001)。具体来说,银行信贷资金进入股票市场的渠道主要有:(1)证券公司通过“逾期”同业拆借或者连续从不同的中介机构进行隔夜融通或短期融通获得短期资金用于投资。(2)证券公司向银行申请股票质押贷款,并将获得的资金投入股市。(3)企业腾挪银行贷款进入股票市场。(4)个人贷款炒股。

进入股市的银行信贷资金中大部分都是违规的。理由是:(1)目前我国银行信贷资金进入股市的合法途径只有两条:证券公司和基金管理公司从银行同业市场融入资金以及证券公司以股票质押贷款的形式筹集资金用于自营,企业和个人贷款炒股都是我国法规所不允许的。(2)证券公司和基金管理公司自营业务是有条件的。根据有关规定,证券公司自营规模不得超过其注册资本的80%。(3)证券公司股票质

押贷款以及用该贷款购买股票的规模要受许多因素的限制:经纪类证券公司不能开展自营业务,不可能有或不应该有股票用于质押;只有经批准的综合类证券公司总公司才能成为借款人,而贷款人仅限于经批准的国有独资商业银行和其他商业银行总行;用作股票质押贷款的质押物必须是在证券交易所上市流通的、综合类证券公司自营的人民币普通股(A股)和证券投资基金券,用于质押贷款的股票原则上应该业绩优良、流通股本规模适度、流动性较好。

货币市场资金违规进入股市产生了一系列的危害,突出表现在:(1)大量的资金通过各种渠道进入证券市场,致使实体经济所需的资金得不到满足,导致金融市场资金配置的低效率。(2)在股票预期收益率走高的情况下,大量资金涌入股市,导致股市的虚假繁荣,市盈率居高不下,资产价格泡沫日益突出。

3. 制度缺陷:企业产权改革滞后,社会横向信用体系缺失

在我国股票市场迅速发展的同时,我国的债券市场特别是企业债券市场的发展却极为缓慢,其应有的功能远未得到发挥,甚至还有入诟病企业债券市场融资过大会冲击银行信贷市场,从而扰乱金融秩序。在实践中对企业债券市场的发展则存在诸多限制和束缚,具体表现在:(1)政府控制过多、过死,审批机构多、环节多,手续繁杂、时间长。(2)与银行贷款相比,发行企业债券的市场资格审查控制更严、门槛更高,甚至有地域、行业、所有制等方方面面的限制或歧视。(3)企业债券市场的政策、制度环境不稳定,发行规模时大时小,审批程序时紧时松。(4)企业债券利率受到严格管制,被人为压低。

造成我国资本市场发展过程中“股热债冷”的更深层次原因,在于企业产权制度改革滞后和社会横向信用体系缺失。具体来说:

第一,国有企业法人治理结构不完善,约束机制不健全,导致企业缺乏发行债券的内在动力。我国依《公司法》成立的股份有限公司普遍由国有企业改制而成,国有股占绝对控制地位,而国有产权所有者缺位,缺乏选择、监督、撤换、激励企业经营者的权威与动力。这样,企业代理人实质上掌握企业剩余控制权,甚至部分占有企业剩余,形成典型的“内部人控制”。同时,国有股基本上不流通,使得非国有股股东行使控制权的两种方式——用手投票和用脚投票——不能正常发挥作用。因此,所谓股权成本只是一种机会成本,与债务成本明显不同。债务到期有还本付息的约束力,而股权成本只有在股东对企业经理有较强选择能力的基础上才有一定的约束力。在我国目前缺乏强有力的股权约束的环境下,公司经营者自然把股权资金视为无需还本付息的廉价资金。这是企业首选股权融资,后选债务融资的主要原因。

第二,国有银行缺乏独立的财产权,导致企业在权衡发行债券融资和申请银行贷款时,更加偏好后者。由于国有银行不具有独立的财产权,所以缺乏最有效地利用财产、实现财产收益最大化的积极性。由于国有银行也存在“内部人控制”倾向,所以,为追求“内部人”利益,国有银行同样可以对还不了贷款的企业继续贷款,使该企业通过归还旧的贷款和利息等种种方式实现账面盈利。基于此,企业向银行申请贷款无论是在借款还是还款条件上,其预算约束都远远小于发行企业债券直接面对广大债权人的硬约束,这样,企业获得贷款还本付息的压力就比发行债券还本付息的压力要小得多。

第三,企业缺乏独立财产权,造成部分企业债券兑付困

难。从目前情况看,我国的企业债券都是国有企业发行的。企业债券兑付中的违约行为——到期或者即将到期的企业债券难以兑付,严重影响了企业债券的信誉,并造成了一些社会问题。据粗略统计,前几年全国企业债券不能及时偿还的约占余额的11%。而造成企业债券兑付困难的主要原因在于我国企业债券市场是建立在不合理的产权制度基础上。发行企业债券的国有企业没有独立的财产权,实际上不能真正承担履行债务契约的责任和义务。这些企业可以从融资活动中获得资金以满足生产经营及企业员工福利待遇的需要,却不会真正承担融资风险或融资失败的财产责任,这种融资失败的财产责任最终只能由作为国有企业所有者的国家来承担。

第四,社会横向信用体系严重缺失。企业债券市场的发展是建立在高度健全、完善的社会横向信用体系基础上的金融市场。但是,社会横向信用体系的健全和完善是以独立、公正的会计审计系统、社会信用中介系统(征信公司、资信评级机构、信用调查机构等)、司法与法庭抗辩系统以及使“自由契约制度”得以有效实施的其他种种制度安排为基础和前提的。显然,到目前为止,我国还缺乏这些系统和制度安排。例如,作为社会横向信用体系的重要组成部分并在企业债券市场中起核心作用的信用评级机构,目前由多家单位组建,缺乏统一归口管理,缺乏独立性,从而难以客观、公正地评价企业债券的信用状况。再加之目前的制度安排下,发行企业必须经过审批以取得资格,结果形成了重审批、轻评级的格局——信用评级流于形式,信用评级机构很少对发债企业进行跟踪调查,甚至一评定终身。由于我国横向信用体系的缺失,企业债券市场曾一度极为混乱,各种赖帐、逃废债务和“三角债”拖欠事件层出不穷,不得不在“清理”、“整顿”之列,其结果是这一市场的不断萎缩。

三、协调发展我国货币市场与资本市场的政策建议

1. 大力发展货币市场

第一,进一步扩大货币市场交易主体。当前我国货币市场交易主体建设的主要任务是进一步扩大各类金融机构的参与程度,根据金融业务和货币市场发展的需要,允许更多的金融机构进入货币市场充分调节资金供求,并在实践中逐步增加货币市场操作经验,以适应市场竞争的压力。特别是对短期债券市场而言,应该在加强有效监管的条件下,加快证券公司、证券投资基金、财务公司和租赁公司等非银行金融机构直接进入交易的进程。对于大的企业或企业集团等机构投资者,可以通过建立代理金融机构的形式间接入市。对于个人投资者,则可以通过建立柜台交易制度提高个人持有债券的流动性。只有不断增加市场成员的类型,在市场竞争中才能避免交易进程中交易动机的趋同性,形成活跃的市场局面。

第二,加快货币市场交易工具创新。发达、完善、高效的货币市场必须具有数量众多的较高安全性、流动性、盈利性和替代性的短期金融工具,以适应金融通和提高资金使用效率的需要,而且也便于中央银行进行宏观金融调控。目前我国货币市场上交易工具比较单一,除了信用、回购协议以外,大额可转让存单等国际货币市场上广泛使用的货币市场工具基本上还是空白。为了保证加入世界贸易组织(WTO)后我国金融机构与外资金金融机构具有公平的竞争环境,应当积极借鉴和吸收国外货币市场发达国家的先进经验,逐步发展多种交易工具。例如,要加快推广商业信用票据,调整国库券的期限结构、增发短期国库券,扩大发行中央银行融资券,允许商业银行对大公司发行一部分大额可转让存单等。

第三,健全和完善货币市场交易机制。(1)建立同业拆借市场保障机制,即市场监管者要求交易成员按比例存入一定量的交易保证金,或在市场发展到一定程度以后以相应的证券化的部分资产做抵押,为对手方提供资金保证。对于到期不按规定履约的以保证金或相应资产偿还,不足的部分由市场监管者直接扣划其在中央银行账户中的存款,以归还对手方。(2)探索建立代理行、做市商等交易中介机构或其他方式。撮合市场交易,推动中小金融机构、非金融机构等非网单位融资业务的发展。(3)加强货币市场的立法和监管,规范市场行为,利用法律方式保障交易主体的合法权益和重构金融机构之间的信用关系,促进货币市场规范运作,健康发展。

第四,加强货币市场服务体系的建设。当前国际货币市场发展的重要趋势就是由有形市场向无形市场的转化,充分运用现代先进的科学技术手段,形成网络化的市场。我国货币市场自1996年建立起统一的银行间同业拆借市场以来,网络系统经过多次改造升级,但仍然不够成熟,无法满足货币市场运作高效性的要求。因此,市场交易网络体系的建立和完善将成为货币市场发展的一个关键环节。为了提高货币市场效率,更好地为货币市场交易提供服务,针对技术服务的“效率第一、安全第一”的保障原则要求,应该确认提供前台交易网络服务的中国外汇交易中心和提供后台债券托管登记、交割服务的中央国债登记公司市场中介服务机构职能的定位,并加快市场交易平台、债券交割结算、资金清算等三个系统的联网,以便在市场运作过程中形成合力,在交易过程中使交易主体的市场最优报价能在第一时间内同时传递给所有交易成员,迅速完成市场交易,实现市场效率第一的原则。在条件成熟的情况下,可以考虑将两个机构合二为一,在一个机构内部既分工、又协作,更有利于货币市场运作效率的提高和防范交易风险。

2. 规范发展资本市场

第一,在证券市场的发展模式上,要尽快实现由“政府控制型”向“市场取向型”的转变。我国证券市场是为适应经济转轨的需要而产生和发展起来的,具有典型的政府推动型和行政调控型的特点,证券市场成为“可调节”、“可控制”的市场。“政府控制型”市场发展模式与市场运行内在规律之间的矛盾和冲突,使证券市场的运行风险加大,投资者理性预期被扭曲,很大程度上演变为国有企业脱贫的“圈钱”场所。为了全面推进我国证券市场的市场化进程,必须对政府在市场上的行为边界予以严格界定,将政府在证券市场上的行政功能置于市场规则和制度的约束之下,释放长期以来受抑制的市场能量,把本该由市场完成的事情尽快交还给市场,使企业资本结构的调整过程成为寻求最能实现资本增值,进而实现社会资源合理而高效的配置过程。

第二,在证券市场的功能定位上,要尽快实现由“筹资型”向“资源配置型”的转变。我国证券市场的功能长期被锁定在“筹资”层次上,证券市场本身所具有的优化资源配置等功能则受到极大的抑制。证券市场的这种单纯筹资功能以及“利用”思维模式,致使市场上因制度缺陷引发的市场风险进一步放大,上市公司转轨不转制所引发的各种矛盾和问题凸现,成为证券市场健康发展的严重阻碍。为此,必须矫正证券市场现有的功能定位,大力提倡证券市场制度改革和资源配置的功能,将资源配置和制度改革作为证券市场的首要功能。要以制度改革和改革为契机,把企业素质、业绩和潜在发展能力作为公司能否上市的第一标准,让有发展潜力的企业成为证券市场的基础。

第三,加快企业产权制度改革,促进企业债券市场发展。

我国企业债券市场发展缓慢的根本原因是企业产权制度改革滞后,社会横向信用体系缺失。因此,为了促进企业债券市场的发展,必须加快企业产权制度改革。只有经过规范的产权制度改革,我国的公司制企业和公司制金融机构才能拥有真正独立的法人财产所有权,实现自主经营、自负盈亏、自担风险、自我约束,也才能成为真正理性的“经济人”或市场主体。在此基础上,企业才能转变“重股轻债”的观念,才能真正承担债务融资的风险与责任。同时,应当借鉴发达市场经济国家的成熟做法,制定和完善法律规章制度,使信用评级机构成为拥有独立财产权、并承担责任、独立客观地行使职能、完全靠出售自己的评价结果来生存的经济实体,成为建设和完善社会横向信用体系的中坚力量。此外,要稳步推进由市场机制确定企业债券利率的方式,即根据不同企业的资信状况、信用评级结果以及市场情况,由发行人和主承销商拟定适当的利率和还本付息方式,使债券利率能够真实地反映市场资金供求变动的情况和不同企业的风险差异。要允许符合条件的民营企业通过发行债券的方式在市场上筹集资金,增加信用产品的社会需求和供给,为活跃企业债券市场交易提供更加坚实的基础。

第四,解决国家股、法人股上市流通问题,规范股权结构。目前,我国股票种类分为国家股、国有法人股、发起人法人股、募集法人股、定向募集法人股、公众股、内部职工股、职工集体股、优先股、A股、B股、H股等。这些股票中,有的上市流通,有的没有上市流通。一家公司既有上市股票,也有不上市股票。而且,同一家公司的股票在不同的市场上上市,价格也不同,股权结构极为混乱。如果说国有股、法人股等非流通股份的存在,在过去很长时期中确有其客观性和必要性的话,那么时至今日,这些非流通股份却是到了该退出历史舞台的时候了。因为非流通股的存在本身就违背了股份经济的内在要求。股票的本性就在于其流动性,不能流动的股票就不是真正意义上的股票。值得注意的是,在国有股上市的过程中,也要充分体现市场化的原则,政府所担当的角色只是制定国有股管理和转让的法规,制定统一的游戏规则来促进证券市场的规范化,而不能过多地介入到具体的交易定价和交易规模的界定上。另外,为了缓冲大量股票上市对市场的冲击,可以暂缓新股上市的节奏,使市场能够轻装上阵。

第五,完善上市公司治理结构。上市公司是证券市场的基础,只有上市公司规范化才有证券市场的规范化。上市公司的规范化应按照现代企业制度“产权明晰、责权明确、政企分开、管理科学”的标准来要求和衡量。在进行上市公司改造时,要确切地使“三会”行使自己的职权,发挥功能;要严格贯彻《公司法》,在企业内部建立健全决策、执行和监督体系,规范和完善上市公司的各项内部管理制度,使企业制衡机制起到名副其实的作用;要进一步提高上市公司的透明度,真实、准确、完整、及时地进行公司年度报告、中期报告、临时报告和企业重大事件的披露。此外,还要为上市公司的规范化创造必要的外部环境,政府管理部门一方面要转变对上市公司的管理方式,保证上市公司的自主经营;另一方面,要加强对上市公司的监督力度,特别是对上市公司的信息披露、增资配股等加强监管,督促上市公司完善自律机制。

3. 构建货币市场与资本市场之间资金合理流通的渠道

第一,疏堵结合,依法让合规的银行资金顺畅地进入资本市场。资金的逐利性和流动性决定了资金必然会在货币市场与资本市场之间流动,人为地“隔离”政策并不能阻止资金在这两个市场之间的流动,反而还会造成一系列的问题。正确的做法应当是采取疏堵结合的政策,即疏通资金在这两

个市场之间正常、合理的流通渠道,将违规的渠道切实堵住。

第二,积极稳妥地推进商业银行上市,吸引资本市场资金流向商业银行。在西方工业化国家,大的银行通常都是上市公司,所以,商业银行既是资本市场上的重要投资者,又是资本市场上重要的筹资者。例如,东京和法兰克福两家证券交易所的上市银行数量都在100家以上,上市银行数量在上市公司数量中所占的比重分别为5.53%、3.62%。纽约证券交易所的上市银行数量也多达99家,在整个上市公司数量中占4.4%。到目前为止,我国只有少数几家上市银行,如深圳发展银行、上海浦东发展银行和中国民生银行等,筹集的资金也十分有限。商业银行上市,不仅能够吸引资本市场资金流向银行,充实银行资本金,完善其治理结构,而且对资本市场本身的发展也具有十分重要的意义。因此,在考虑股市的承受能力、保持股市基本稳定的前提下,应该积极推动已经基本具备上市条件的股份制商业银行上市,如交通银行、光大银行等。国有商业银行也要进行股份制改造,积极创造条件上市。

第三,进一步探索金融资产管理公司的运作模式。金融资产管理公司的设立,既可以有效地降低商业银行不良资产的比例,同时也为银行与证券之间的业务沟通和融合间接地架起了桥梁。现代金融资产管理公司已经被赋予了在一定范围内从事资本市场业务的权力,如从事证券承销和推荐上市业务等。为了化解国有商业银行的巨额不良资产,我国相继成立了信达、华融、东方、长城等四家金融资产管理公司。我国金融资产管理公司的运作模式尚在继续探索之中,但其沟通银行业与证券业的作用不可忽视,需要在这方面加大业务创新的力度,以促使其最终成为我国真正意义上的投资银行。

第四,建立全国统一的债券市场。目前我国的同业拆借市场与国债回购市场之间,银行间债券市场与沪深交易所市场之间,甚至上交所国债回购市场与深交所国债回购市场之间都是分割的,这从它们同期利率走势的背离状况就可以看出。市场分割不仅造成成本的增加,效率的低下,而且由于供求关系的扭曲,无法形成统一的市场利率,严重影响了债券市场的价格发现功能,中央银行也失掉了一个灵敏的市场价格信号。因此,面向所有金融机构、企业法人和居民个人,建立全国统一的债券市场是债券市场发展的必然要求。由于银行间债券市场是以债权类证券为主要交易对象的交易市场,带有明显的货币市场特征,而交易所市场是以权益性证券为主要交易对象的交易市场,具有高风险、高收益的特征,属于典型的资本市场。因此,建立全国统一的债券市场,特别是打通银行间债券市场与交易所债券市场之间的联系,也就起到了沟通货币市场与资本市场的作用。

参考文献:

1. 蒋振声、金戈:《中国资本市场与货币市场的均衡关系》,载《世界经济》,2001(10)。
2. 钱小安:《货币市场与资本市场之间的联结机制及其疏导》,载《金融研究》,2001(9)。
3. 吴晓求、宋清华、应展宇:《我国银行信贷资金进入股票市场研究》,载《管理世界》,2001(4)。
4. 中国外汇交易中心、中国人民银行联合课题组:《我国银行间市场的未来发展和交易所组织模式研究》,载《金融研究》,2002(5)。
5. 何德旭、李武:《对我国企业债券市场的思考》,载《金融理论与实践》,2002(8)。

(作者单位:江西职业财经学院 九江 332100
武汉大学金融学系 武汉 430072)
(责任编辑:S)