

当前中国金融市场发展中的五大误区

杨咸月

(上海市金融工作委员会, 上海 200003)

摘要:中国金融市场发展存在着五大误区:重资本市场而轻货币市场、重股票市场而轻债券市场、重国有股而轻公众股、重二板市场的风险释放而轻风险投资的风险监控、重利率市场化而轻金融资源配置的市场化。这五大误区不突破就不可能推进中国金融健康发展。

关键词:货币市场;资本市场;债券市场;国有股减持;金融市场化

中图分类号:F830.9 **文献标识码:**A **文章编号:**1001-9952(2002)01-0017-06

中国金融市场发展已经到了一个新的转折时期,下一步中国金融改革成功与否主要取决于能否有效地突破以下五大误区。

一、货币市场与资本市场的误区

误区之一:重资本市场而轻货币市场。认为货币市场对经济增长的贡献不如资本市场强;资本市场的贡献来源于股票市场。一种普遍的倾向认为,2000年中国经济形势因沪深股市创新高而表现很好;2001年经济增长率如何与股市表现密切相关。

这一误区形成主要基于以下认识:(1)货币市场上资金供求的不对称性约束决定了其融资成本高,不仅存贷款之间期限结构要求不同,而且企业必需还本付息;相反,企业在证券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,因此以证券市场为代表的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体投资与经济发展。(2)证券市场上的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经济增长。

其实,这种事先假定好的金融传导机制是不足以作为权衡货币市场与资本市场相对地位的充分依据。我们知道,金融市场由货币市场与资本市场(其主体包括证券市场)两部分构成。作为一个整体,其主要差别仅仅体现在偿还期限上:货币市场是专门融通短期资金的金融市场,反映的是一年期以内信用关系;而资本市场体现的是一年期以上长期信用关系,其主要职能是为企业(政府或个人)筹集所需要的中长期资金,包括银行中长期信贷、中长期债券和股票等。在一个充分发达的金融市场中,货币市场与资本市场不仅不可偏废而且均衡交易成本应该相等,才是金融市场效率所在。其次,单就货币市场和资本市场内部结构来说,各自的内容也是很丰富。货币市场除了银行的短期信贷市场以外,还包括贴现市场、银行的同业拆借市场和短期债券市场等,其交易的品种有政府发行的短期国债、工商企业的商业票据、银行承兑的票据和可转让的大额定

收稿日期:2001-10-30

作者简介:杨咸月(1966—),男,安徽枞阳人,上海市金融工作委员会,经济学博士;上海交通大学现代金融中心博士后流动站研究人员。

期存单,以及商业银行的超额准备金等。资本市场不仅不排斥中长期银行信贷,还包括企业的股票,中长期公债、债券等。银行信贷市场不能代表货币市场,股票市场更不能反映资本市场!其三,上述金融传导机制的假设前提也是不符合发展中国家金融欠发达的实际。发展中国家金融市场的二元结构是有组织的金融市场与非组织金融市场之间的关系,而我国目前金融市场尽管只存在银行信贷市场和企业股票市场两种基本形态,它们都是政府培育的有组织市场,因而体现的都是一种“政府主导型”的金融资源配置方式。很显然,这里国家“泵取”金融资源的配置方式,是不可能激励效率,顶多只能是一种外延扩张式的再生产。

国际经验表明,货币市场与资本市场之间是不存在优劣之分,关键是发挥它们的市场配置效率。德国和美国分别是世界上银行信用和资本市场最发达的两个极端代表,但人们没有任何理由因此而否定他们中的任何一个。相反,日本的银行信贷市场和资本市场都很发达,但是日本至今就是走不出经济萎缩的困境!根本原因就在于前两个国家金融资源是建立在“市场配置”基础上,而后者甚至包括东亚一些国家仍是建立在“政府主导型”资源配置之上。

二、股票市场与债券市场的误区

误区之二:重股票市场而轻债券市场,过度依赖股票市场“发行”、“重组”、“债转股”等筹资功能而抑制债券市场的建设。他们从债券必须及时偿还角度出发,认为股票市场资金能够长期占用有助于企业减轻财务负担,弥补国有企业长期以来效率不高的不足。

的确,股票市场发展在满足企业资本需求缺口方面功不可没。20世纪90年代初期,中国股票市场发展的直接初衷就是希望能够借此解决众多国有企业在“拨改贷”政策遗留下来的资金紧缺问题。当时许多国有企业普遍出现资金“饥渴症”,一方面国家财政难以承受其资金需求,另一方面银行呆坏帐不断沉淀;于是股票市场的成长无疑直接降低许多改制企业的筹资成本,改善其财务杠杆和经营状况,并有力地推动了那些信誉好、关系国计民生的国企发展。但是必须指出,正是因为出发点是为了筹集资金,中国国有企业的所有制改造并没有按照西方那样彻底地改变为“普通股与优先股”,而是在坚持“国有资产占主导地位”的前提下,重点强化股票市场的筹资功能——实际上是在“国有股、法人股”之外附加一小块“公众股”来改制上市。这种方法丝毫不能触动企业经营机制,其结果使得相当一部分国有企业借机无节制地圈钱,视国有资产流失和股东利益于不顾,致使我国的股票市场的“危机”已经到了难以承受的地步。据资料,(1)沪深股市的规模已是亚洲第三,中国股票市场开始进入规范发展期;拓展空间的进一步潜力越来越小;如果考虑到开放发展的需要,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。(2)中国股市的市盈率特别高,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在20附近,最高不过40倍。一般来说,市盈率越高越有利于投机,所蕴藏的金融风险越大。因此,可以毫不掩饰地说,目前中国股市的粗放经营空间微乎其微!惟有尽快实现向集约化方向发展才能更好地开发利用这一“取之不尽、用之不竭”的资源。

事实上,债券市场的发展海阔天空,它的发展不仅使企业可以另辟蹊径,获得一方新的融资天地,还可以挤出股市泡沫更好地优化股市空间。(1)债券市场的发展空间特别巨大,国外发达的金融市场都有一个远远超过股票市场的债券市场;而中国这方面才刚刚起步,如果考虑到到期必须偿还这个“硬约束”则债券市场的发展在给企业提供融资的同时还能够从外部对其经营效率产生积极的作用。(2)债券的偿还期介于0和“无穷大”之间,小于1年期的债券与货币市场连接,大于1年期债券则属于资本范畴;可见,债券市场的发展能够起到沟通货币市场和资本市场的桥梁作用,有助于金融市场均衡利率的形成,从而降低各个金融市场之间的“级差风险”。(3)企业在债券市场能够同时获得各种长、短期搭配的融资组合,从而避免两极市场的缺陷。目前,股票市场上相当一部分企业出现融资沉淀现象,将股票市场筹得资金存入银行流动资金帐户;其根本原因就是在于企业缺乏灵活的融资环境和机制。(4)债券市场的发展有助于挤出股票市场

过高的泡沫,为股票市场的发展腾出更大的空间。我们知道,当前股票市场发展之所以出现如此怪圈,根本原因就在于“国有股、法人股”+“公众股”这一改制不彻底的模式。由于单个“公众股”股东与代表“国有股、法人股”的大股东悬殊太大,更多的公众股股东的价值实现在参与公司决策无望的情况下不得不转向二级市场去寻找差价,将兴奋点放在那些题材丰富的公司;另一方面,由于改制并未触及企业制衡机制,必然助长更加不负责任的现象发生。解决这种问题的最佳方法只有同时加强内部和外部两方面约束。内部约束主要靠健全企业法人治理结构实现,而外部约束强化则要通过改变企业融资结构来增强。

因此,债券市场的发展已经成为中国宏观、微观金融发展的一致要求。切不可再简单地就债券而论债券市场,进而否定债券市场的发展。如果说“重筹资而轻融资”的理念当初是出于补偿众多国有企业“先天贫血”,借股票市场发展之机让它们有一个吃饱喝足的机会。那么,现在已经上市的公司再也没有理由畏惧和规避债券市场融资了,因为该补的已经补了。事实上,中国债券市场发展的条件已经成熟。目前结合公司法人治理结构完善国有股减持的市场化取向已正式启动,关键是要找到一种适当的方案,使债券市场与股票市场发展相得益彰。

三、国有股减持与证券市场发展

在国有股减持与证券市场发展问题上,始终存在着一种将国有股减持与证券市场硬联系在一起的观点,认为国有股必须减持,而且最好是通过股票二级市场来减持。这样才是发展证券市场的“市场原则”。其实,这种设想本身就是一种忽视“市场原则”的误区。

首先,国有股减持与证券市场有没有关系?国有股减持尽管方向已经明确,但并不意味着其理论基础已经成熟。我们知道,当初国有企业改制初衷只有两个:一是希望通过改制上市引入公众股东的资金和管理;二是希望借此促进国有资产的保值与增值。现在看来,这两个方面都变了样,公众股东提供了资金而不能参与管理,国有资产保值了而上市公司不能增值。究其原因,一种普遍观点认为,由于国有股占绝对份额,公众股股东无法参与公司决策;在没有公众股参与管理的条件下就不可能有公司的市场适应能力。但是,必须指出,这并不意味着这一局面的形成与证券市场发展有某种必然联系。事实上,国有企业如果从当初改制上市开始,按照同股同价的原则改制,就不可能有国有股绝对控股的可能。因为大多数企业国有股、法人股的出资比例通常是1:1进行的,而公众股的出资比例则要高达几十倍(保守比例按20:1算),从一开始国有股(含法人股)与社会公众股就是“同股不同价”,而且正是这种发行机制才倒置了“公众股”真正大股东的地位!即使公众股的股本数很少(假设1/20),其也应该与国有股平起平坐。所以,现在最大的问题,从完善公司治理结构看,与其说是国有股要减持不如说应该突现公众股“大股东”地位!从证券市场客观需要看,与其说国有股票减持不如说应该缩水。

其次,假设我们忽视国有股发行上的“先天不足”,单从补充社会保障基金需要看,国有股市场退出也没有必要硬与股票二级市场联系起来。一般来说,较为适当的国有股变现渠道有优先股变现、“债转股”和“股转债”三种方法。而优先股变现和债转股两个方法都要立足于老股东通过现有股票市场来实现,并且量和价格都兼顾:从量上看,这里国有股减持只能逐步进行;从价格看,当初不流通的国有股就不应该与流通股市价格一样,其价格形成只能由其真实价值如每股净资产价值来决定。否则,任何“人为的市场原则”都是股民所不能接受的。1999年两家上市公司国有股减持试点方案的失败教训以及这次证券市场的超常规反映都说明了这一点。后者“股转债”则不同,如果能够将现有的国有法人股票一次性转化为企业长期债券,并借此培育一个初具规模的中国企业债券市场来实现国有股减退,则它一方面能够将国有股这个历史遗留问题一次性解决干净,另一方面让国有股的退出价格由债券二级市场来决定,既继承了历史又接受了现实。而且这种方法还能赋予各地国有资产管理公司以充分灵活的市场参与权,何时退,退多少都可以由各地权衡。更有意义的是,这种方法也是协调发展股票市场和债券市场的需要,宏观上既

腾出了股票市场进一步扩容的空间又可以避免债券市场发育初期的盲目扩张；微观上企业调整财务杠杆的能力也得到增强。

现在的问题是国有股减持的真正目的到底是什么？如果希望健全法人治理结构，则一次性退出国有股最好；否则，与其仍然维持国有股控股现状，不如还广大股民参与公司决策和改制的权利。如果继续希望通过股票市场来维持企业“无底洞”的资金需求，并做大国有资产，则申请国有股减持的企业首先应该有一个“门槛”，比如仅限于那些关系国计民生而又特别需要的企业才能有这样再生的机会。其次，国有股减持方案应该有相应的市场配套措施。从市场角度看，二级市场价格变动包括供求曲线的变动和供求价格的变动；前者将引起均衡价格变化，后者围绕均衡价格变动。如果说国有股减持引起均衡价格变动，则对市场的冲击就不应该低估。缺乏必要的配套措施必然会引起股民收入“缩水”，进而有悖于启动经济发展的宏观大背景。最后，如果非要将国有股减持放在现有股票市场上，则希望国有股完全彻底地退出。

四、主板市场与二板市场的误区

误区之四：重视证券市场的层次性发展需要而忽视发展中国家金融市场的结构性差异要求。他们从不同规模企业（特别是高科技网络技术企业）的发展需要出发，认为中国应该发展包括主板市场、二板市场和场外交易市场在内的多层次资本市场；却忽视了发展中国家内部金融市场自身的发展特点——有组织的金融市场与受抑制的“苛部金融市场”之间的矛盾性。

一般来说，二板市场与主板市场之间的关系体现了不同规模高科技企业在融资方式上的差异。对于风险大、产出高的高科技中小企业，与风险投资相匹配的二板市场无疑具有无法替代的市场优势。甚至可以说，没有二板市场就难以形成推进中国高科技企业发展的风险机制。从这个意义上说，继美国 20 世纪 90 年代初纳斯达克创造新经济奇迹以来，几乎所有的国家或地区都重视资本市场的多层次性要求，发展自己的“× 斯达克”。香港创业板去年刚建立，上市公司便集资 160 亿港元；正如香港交易所行政总裁邝其志指出的那样，创业板指数尽管跌幅较深，但那些有实力的公司股价仍然在招股价之上，创业板达到了成立时的预期目的。因此，二板市场在我国也最终必然要形成。

但是，这并不足以说明现在中国发展二板市场的条件已经成熟。中国是最大的发展中国家，发展中国家金融市场的典型“二元”性特征决不会因为中国要加速发展高科技企业而有丝毫改变。换句话说，欠发达决定了中国国内金融资源的配置还只能是以政府主导型为主，无论是在国有商业行为为主体的间接融资体系还是以资本市场为主体的直接融资体制中，政府对金融资源配置的集中需要都不能彻底改变。因此，包括中国在内的相当一部分发展中国家的金融市场除了一般意义上的货币市场与资本市场、一级市场与二级市场外，还有一个金融市场的结构性矛盾。如果说，政府主导型的企业（国有及其控股公司）的经济效率无法提高、经济效益难有起色，有组织的金融市场与受抑制的金融市场之间的资源配置矛盾就不可能缓和。中国现有改制企业的整体经营状况并没有彻底得到改观，很难说二板市场的发展能分享到多少勺羹！

其次，二板市场培育的是风险投资家而不是高科技企业。一般来说，真正的高科技企业应该在主板市场上市，因为其成熟的产品优势和技术优势必将为其股东赢得稳定的市场优势，无须冒险家通过种子期、成熟期去创新。只有那些需要风险投资去创业的企业家，而且在其投资的创新企业成功以后，二板市场的存在才能真正实现风险资本的退出。从这两层意义上看，中国目前二板市场的需求气候还不够真正的浓。表现在：（1）相当一部分高科技中小企业是政府背景的成熟企业，不具有风险投资机制，因而与二板市场没有本质联系；其目的和主板市场一样单纯是为了“圈钱”。（2）相当一部分企业尚处在种子期，风险根本没有释放和显现，其包装上市的直接原因是希望通过二板市场转移创业风险。（3）相当一部分风险创业的科技水平不高，仅仅是普普通通的一般中小企业，如果能够挤进二板市场则无疑身价倍增。这些问题不解决，就不可能有二板市

场的真正需求,也就不可能有中国真正的风险高科技企业的形成。

风险创业资本的形成需要以风险企业家市场的形成为依托。而我国目前则不同,不仅主板市场服务对象上企业家市场没有形成,众多企业作为政府的“养子”享有政府主导型资源配置优势的格局没有根本变化,二板市场的定位矛盾依然十分突出;而且风险投资的市场机制尚未形成。因此二板市场在国内发展应该慎重行事。当然,这并不是说风险高科技企业在中国发展不重要;相反,中国更应该高度重视这一领域的国际接轨,即不仅需要国际水平的风险创新而且也需要国际水平的激励与监管机制。因此,总结国内外经验,最好的办法是,与其在国内发展二板市场不如借助香港和国外成熟的二板市场来推进中国高科技企业发展。

五、利率市场化与金融市场的误区

误区之五:过度重视利率市场化而忽视金融市场化在中国金融改革中的积极作用。认为只要利率放开就能提高金融资源的配置效率;殊不知,利率市场化的前提是金融市场化——特别是市场融资主体的市场化。如果金融市场上的金融资源配置不是按照市场运作,即使利率放开了也不可能有金融效率。

金融市场化除了要求利率的简单放开以外,更多的强调金融市场主体真正独立的市场行为;除了要求突破利率的局部均衡以外,更多的强调金融市场的统一性和内在一致性。因此相对于利率市场化来说,金融市场化是一个内容相当完整、并能真实反映转轨经济中金融变革需要的概念,利率放开是一件十分容易的事,关键是利率放开以后怎么样?金融资源的市场均衡价格能否立即形成,金融市场能否发挥配置金融资源的功能?如果说利率市场化以后,金融活动仍然是政府干预或者依赖于政府干预,则这样的利率市场化并非有效!正如1997年弗莱的100多个发展中国家实证分析那样,利率市场化尽管克服了政府的价格抑制,但却迎来了客观上的“金融扭曲”^①,因此,在这样的背景下与其讨论利率市场化,不如强调金融市场化。

事实上,中国当前金融改革面临的最主要问题如前面所述,不是利率问题而是金融资源如何配置问题。笔者曾经用滞后模型对中国金融改革以来的利率增长效应作过测算,利率市场化的短期效应(系数约为0.5)只相当于政府的财政政策(系数约为46)的1%。这表明近几年来尽管中国金融市场微观主体的培育已经得到加强,但其市场力量仍然十分微弱,中国经济发展还是主要依靠政府主导作用发挥!一般来说,政府主导型发展模式的形成有两方面原因:一方面政府角色十分强大,容易操作;另一方面金融市场由于发育滞后、市场主体十分脆弱而难以胜任资源配置功能,出现角色缺位。就中国来说,可能金融市场由于角色缺位是主要原因;因为中国的财政收入改革开放以来在GDP中的比例一直呈单边下行趋势,而且国有及其控股公司的整体效益并不乐观。因此,金融市场化在当前比任何其它更为突出,进一步深化中国金融改革,必须加大力度充实完善金融市场化的外延。不仅要在金融市场的培育发展过程中注重金融机构的市场化运作水平提高,而且应该将工作重点扩展到包括筹融资主体的市场适应能力提高。

注释:

^①参见 Fry,1997,“In Favor Of Financial Liberalization”,Development Economics;

参考文献:

[1]戴国强,等.货币银行学[M].上海:上海财经大学出版社,2001.

[2]杨咸月.金融深化理论发展及其微观基础研究[M].北京:中国金融出版社,2001.

Current Five Misleading Views on the Development of Financial Market in China

YANG Xian-yue

(Shanghai Financial Working Commission of CCPC, Shanghai 200003, China)

Abstract: Currently there exist five misleading views on financial market development in china; emphasizing capital market despite the existing money market; to stress stock market but neglect debenture market; to overvalue state-owned stock and despise ordinary stock; to pay more attention to risk release of venture capitals than risk control through second board market; to strengthen interest liberalization but neglect market-oriented resource allocation. The smooth financial development in China depends heavily on the correction of those misleading views.

Key words: money market; capital market; debenture market; reducing state-owned stock; finance marketization

《财经研究》2001 年读者问卷调查分析

本刊于去年 5 月份举办了 2001 年度《财经研究》读者调查暨抽奖活动,共收到近千封读者来信(回执)。各地读者除了对本刊的工作及质量给予了充分肯定外,还就进一步办好《财经研究》提出了大量有意义的参考意见,对我们的办刊工作给予了很大的支持。日前本刊对调查资料进行了计算机处理,现将汇总结果简要分析如下:

(1)本刊属理论色彩较浓的综合性经济类刊物,其读者群体主要为高等院校的教研人员及在校学生,政府机关和企业管理人员也占一定比例。他们阅读本刊的主要目的为个人学术研究需要和个人学习参考需要以及个人工作需要。显示本刊的基本定位与市场需求较相吻合。

(2)读者对本刊各栏目的阅读覆盖率都比较高,在本刊所设计的 12 个栏目中,除其他学科或门类的读者覆盖率仅为 9%外,另外 11 个主要栏目的覆盖率在 71%~97%之间。但是读者对上述 12 个栏目中的财经理论与实践、金融与保险、投资与消费、财务与会计、财政与税务以及国民经济与管理等内容较感兴趣,而对产业经济、区域经济、统计学与经济数学方法、经济史学及经济法学等内容的兴趣则相对较小。表明本刊读者的阅读兴趣或认同取向有重宏观经济和财经类“热门学科”轻“史、法、数(学)等冷门学科”的倾向,并对某些传统学科(如产业经济)和新兴学科(如区域经济)的认识也不够深刻。这也从某一侧面反映出当前财经类人才的知识结构不尽合理,懂数学的人,不太懂经济或文史哲功底不扎实;懂经济或有一定文史哲功底的人,却又不太懂数学;甚至有不少人只懂经济,对数学和文史哲常识知之甚少。今后需要加大这方面的宣传力度,关注财经类综合性学科领域高水平作者队伍的开发与培育。特别是要在本刊增加一些交叉科学、横断科学、边缘科学等新兴综合性学科研究及应用的文章。

(3)读者对本刊的满意度较高,总体满意度高达 97%。但是读者在肯定本刊基本方向及工作质量的基础上,还对本刊提出更高的要求,如认为本刊在财经热点问题追踪研究、财经重大理论研究及财经专题系列研究等领域,应有所改进和提高;同时还建议本刊在扩大知识容量、注重特色品位、加大运用理论分析问题的力度、扩大稿源以及关注刊物的设计包装等方面,应有更大的作为。充分反映了信息社会条件下综合性经济类理论刊物未来发展的根本方向。(许柏)