

资本市场健康发展有利于确保经济稳定增长

“保增长、扩内需、调结构、重民生”将成为2009年我国经济工作的主旋律。在这种经济背景下,为了保持经济稳定增长,实现“保八”目标,我们不仅要保持实体经济的稳定增长,更需要虚拟经济的健康发展;不仅需要保持商品市场、要素市场的健康发展,更需要资本市场的稳定发展,资本市场稳定发展将成为确保2009年经济增长的关键动力。

◎葛兆强

在内需潜力巨大、国民储蓄率高、银行体系稳健、外汇储备充沛、调控经验日渐丰富的情况下,如果国际经济形势不继续恶化,如果中央政府能进一步加快制度变革、扩大内需和切实转变经济增长方式,并进一步提高宏观调控的预见性和针对性,那么,我们可能有效控制本轮周期下行的幅度和时间。预计2009年GDP增速保持在8.2%左右,全年走势将呈现前低后高的“U”型走势,下半年经济有望回升。为此,“保增长、扩内需、调结构、重民生”将成为2009年我国经济工作的主旋律。在这种经济背景下,为了保持经济稳定增长,实现“保八”目标,我们不仅要保持实体经济的稳定增长,更需要虚拟经济的健康发展;不仅需要保持商品市场、要素市场的健康发展,更需要资本市场的稳定发展,资本市场稳定发展将成为确保2009年经济增长的关键动力。

资本市场稳定发展是宏观调控的重要渠道

面对复杂的国内国际环境,要保持我国宏观经济稳定增长,内部需求不断扩大,经济结构有效调整,作为宏观经济“晴雨表”的资本市场,必须实现稳定和健康发展。最近中央经济工作会议明

确提出了2009年我国经济工作的五项重点任务:加强和改善宏观调控,实施积极的财政政策和适度宽松的货币政策;巩固和发展农业农村经济好形势,保障农产品有效供给、促进农民持续增收;加快发展方式转变,推进经济结构战略性调整;深化改革开放,完善有利于科学发展的体制机制;着力解决涉及群众利益的难点热点问题,切实维护社会稳定。其中,将“保持资本市场稳定健康发展”列入第一项重点任务之中。这从侧面表明,资本市场已经成为宏观调控的重要渠道。资本市场的稳定发展不仅是实现虚拟经济与实体经济协调发展的有效机制,而且是贯彻落实积极财政政策和适度宽松货币政策的关键渠道。

资本市场是扩大内需、保持经济增长的重要平台

随着资本市场的不断发展和壮大,人们对资本市场的资源配置、价格发现、风险分散、效益分配等功能的认识日益深化。随着国内产业结构调整、国际资源资金流动、国与国之间竞争力的角逐,资本市场越来越渗入到经济发展的各个层面。笔者认为,贯彻落实中央工作会议精神,确保明年经济工作重点任务的完成,在很大程度上有赖于资本市场的支持。巩固和发展农业农村经济好形势,解决“三农”问题,需要资本支

持;加快经济增长方式转变,推进经济结构战略性调整,需要资本市场支持;深化改革开放,完善有利于科学发展的体制机制,需要资本市场支持;着力解决涉及群众利益的难点问题,也需要资本市场的稳定发展。当然,以上四个方面任务的有效完成,也将有助于资本市场的健康稳定发展,使资本市场成为建设和谐社会的重要力量。

资本市场稳定发展政策建议

随着中央一系列调控政策效应的显现和释放,2009年中国资本市场会经过一个先抑后扬的发展态势。作为宏观调控的主要手段和渠道,2009年我国资本市场发展的着力点应定位于:加快建设多层次资本市场体系,进一步发挥市场资源配置功能。在政策和策略安排上,笔者建议:

1、切实稳定股票市场运行,充分发挥资源配置功能。理论上,股票市场是既是一个国家经济运行的“晴雨表”,但是,现实中股票市场也经常会出现偏离实体经济运行,遵循自己的规律自我发展,对实体经济运行产生较大的反作用。2008年股票市场的非理性运行,已经对我国实体经济的运行和消费增长产生了很大的负面影响。为此,采取积极有力措施,切实稳定股票市场运行,是2009年我国资本市场发展的“重中之重”。首先,必须解决一直以来困扰市场的“大小非”问题。一是要改革新股发行制度,按照国际惯例实行全流通发行,建立全流通定价机制,从源头上切断“大小非”增量供给;二是通过政策疏导减轻“大小非”压力。可以针对不同公司采取不同方法解决,如完善大宗交易、发行可交换债券、二次发售,以及将部分“大小非”划归社保基金、成立专门接纳“大小非”的创新型封闭式基金,将“大小非”对市场的集中压力分散化。其

次,要继续完善中小企业板市场各项制度,适时推出创业板,逐步完善有机联系的多层次资本市场体系。在金融危机和经济下行的背景下,中小企业的信贷融资将越来越艰难。在这种情况下,我们必须通过积极发展中小企业板市场和创业板市场,进一步扩大直接融资的作用,大力支持具备自主创新、有技术特长的中小企业发展,积极推进企业转型,培育起一批具备自主创新、良好品牌,坚实技术优势的中小企业。考虑到创业板已经做好了较为充分的准备,建议创业板在明年早些时候推出。第三,大力支持有条件的企业利用资本市场开展兼并重组,促进上市公司行业整合和产业升级,支持企业尤其是中央企业进一步做大做强。

2、积极稳妥地推动期货市场的发展,通过创新期货新品种熨平市场波动。金融危机爆发以来,我国期货市场总成交量不仅没有萎缩,反而呈爆炸式增长。这意味着,在大宗商品价格大幅波动的情况下,越来越多的企业和投资者正进入期货市场进行风险管理。事实上,在经济金融剧烈波动的情况下,期货市场的风险规避功能将会大大凸显,此时的期货市场不仅会为企业避险保值,在某种程度上甚至可以为企业“保命”。面对尚未见底的金融危机影响以及近期爆发的能源危机和粮食危机,我们必须完善期货品种体系,逐步推出一批对国民经济有主要影响的大宗商品期货品种,不断满足相关企业日益增长的风险管理需要,要进一步完善能源、金属、农畜产品等期货品种系列,积极探索农产品期货服务“三农”的运作模式,尽快推出适应国民经济发展需要的钢材、稻谷等商品期货品种。

3、扩大债券发行规模,加快债券市场发展。配合2009年“保增长、扩内需、调结构、重民生”的整体经济工作要求,我们要进一步扩大债券发行规模,积极发展企业债、公司债、短期融资券和中

期票据等债务融资工具,为基础设施、民生工程、生态环境建设和灾后重建等相关领域提供有效的资金保障支持;二是要积极鼓励参与国家重点建设项目的上市公司发行公司债券和可转换债券。同时,要丰富债券品种,积极推动其他固定收益类和结构化产品的创新;三是要稳步发展中小企业集合债券,开展中小企业短期融资券试点,有效缓解中小企业融资难的问题;四是要推进上市商业银行进入交易所债券市场试点;五是研究境外机构和企业在境内发行人人民币债券,允许在内地有较多业务的香港企业或金融机构在港发行人民币债券,推进债券市场的国际化进程;六是加快推进债券发行制度改革。

4、加快资本市场的金融创新,强化金融监管。金融创新一直是推进我国金融改革与发展的核心内容,虽然美国次级债危机引致了人们对过度金融创新的的不同看法。但是,我国金融业目前的最大问题恰恰是创新不足。一个强大的实体经济背后必然需要一个强大的虚拟经济作为支撑,而“创新不足”使得市场承受了过多压力,这已经在本轮股票市场的非理性下跌中表现得淋漓尽致。笔者建议,未来有关资本市场的金融创新应致力于:一是制度创新。进一步深化有关市场制度、市场机制等方面的基本制度改革,将我国的资本市场培育成为公正、透明、高效的,为我国经济资源的有效配置作出贡献;二是产品创新。紧紧围绕融资融券、股指期货、分离式债券等产品逐步展开,丰富产品品种,有效熨平市场价格波动;三是技术创新。进一步加快有关交易结算、市场监管等方面的技术系统创新和改造,提高市场的运行效率和质量;四是监管创新。借鉴国外有益经验,不断完善监管体制、监管技术和监管手段。

(作者系金融学博士,应用经济学博士后,招商银行战略发展部副总经理)

■特别报告

公司治理机制失灵导致华尔街危机

◎常清 陈君

当前,从金融创新、金融监管等角度来分析华尔街危机的文章较多,都在从不同的角度来认识这场危机。我们认为金融腐败摧毁了华尔街,这次金融危机是由经理人掌握公司控制权的华尔街道德风险全面暴露,所有者约束缺位,公司治理机制失灵。实际上,在投行上市告别合伙制时,华尔街已经推倒了约束经理人行事的“内部防火墙”。本文运用委托-代理理论,提供了一个认识华尔街危机的制度经济学视角。

金融腐败摧毁了华尔街,这次金融危机是由经理人掌握公司控制权的华尔街道德风险全面暴露,所有者约束缺位,公司治理机制失灵。实际上,在投行上市告别合伙制时,华尔街已经推倒了约束经理人行事的“内部防火墙”。本文运用委托-代理理论,提供了一个认识华尔街危机的制度经济学视角。

年年底,华尔街十大投资银行因以虚假分析研究报告误导投资者的丑闻遭美国司法及金融监管当局调查,被处以总额逾14亿美元的罚款并进行大规模改革。然而,时隔不到5年,华尔街以全球经济为代价,再次集体挑战了道德底线。在这个崇尚自由的国家,道德约束是多么的软弱无力,由个体行为演变到群体行为的华尔街“骗局”,让我们直指美国政府监管不力的同时,也更加深邃的目光看到了滋生道德风险的华尔街投行公司治理的缺陷。

格林斯潘在乔治敦大学说:“华尔街的品行不端是这场金融动荡产生的原因。”后来,他在国会作证时说:“我犯了一个重大错误,我认为那些自负盈利的组织,如银行和其他企业,他们能够很好地保护自己的股东以及他们公司的净资产。”

市场约束型公司治理机制:委托人缺位,代理人掌握控制权

当前,华尔街投行的公司治理机制具有鲜明的经理控制和强烈的市场导向的特点,即经理人掌握着公司的控制权,所有者主要是通过市场机制来监督、约束和激励经理人员。原则上,公司的控制权属于股东,事实上,由于美国公司相对分散的股权结构和法律环境使股东无法通过股东大会有效行使决策权,发达的证券市场则保证了股东在此情况下的收益权,他们通过买卖股票,由股价的上下波动作为对经理人监督和约束的信号。

具体而言,在美国,像华尔街五大投行这样的大公司,一般不设监事会,由股东大会产生的董事会是公司的常设权力机关。董事会又由内部董事和外部董事组成,内部董事主要包括经理在内的公司高管人员,外部董事则由大股东和独立董事构成,一般不参与公司经营。在华尔街五大投资银行中,第一大股东持股比例超过5%的只有一家。其中高盛的第一大股东持股比例仅为1.72%。但内部持股就截然相反了。据统计,这五大投资银行平均内部持股比例为24.9%,其中高盛内部持股比例最高,达78%;美国十大投资银行的

平均内部持股比例为30.98%。

小股东因监督公司的成本高于收益,倾向于“搭便车”,依靠大股东的监督取得公司效益改进的好处,或者通过发达的二级市场交易回避公司的经营风险。然而,这些问题也存在于大股东身上,由于投行业务与金融市场的复杂性,大股东受自身知识结构限制无力有效监督公司,而且他们同样可以利用证券市场回避公司经营风险,同时,美国规范严格的信息披露制度也鼓励股东的市场化行为。此外,一些大股东属于机构投资者,一方面,机构投资者可以通过投资组合的多元化举措有效分散风险,并不专注于对某个公司的监督,另一方面,美国法律通过优惠税率和持股比例限制机构投资者对公司经营的干预。

可以说,美国投行的公司完全由经理人控制,公司对经理人的监督机制则是通过股东“用脚投票”和市场并购风险来实现的。不可否认,这种治理机制在提高公司效率、发挥经理人创新能力和工作热情上的贡献,但理论上,这属于委托人缺位,使得经理人员作为代理人擅夺委托人利益成为可能。事实上,安然和世通的财务丑闻已经宣告了这种市场制约机制的失效。然而,由于缺乏所有者约束,在危机爆发前,掌握控制权的华尔街投行经理团队的天价薪酬激励与这种制度缺陷并行不悖。这正是因为,市场利益的诱惑感不足以使其突破道德的底线,当房地产热将华尔街的利益诉求放大到极限时,投行经理人也必将控制权发挥到了超越道德的极限,市场再也无力替股东的约束疯狂的代理人了,于是华尔街的公司治理机制崩溃,华尔街也跟着崩溃了。

合伙制到上市公司:华尔街的约束力嬗变

贝爾斯登、雷曼兄弟、美林和高盛等著名投行的金字招牌,让身处金融危机的人们对华尔街百年来的合伙人制度充满遐想。

合伙制是古老的企业组织形式之一,华尔街投行的前身就是一个由合伙人办起来的家族企业。随着合伙人及其后继者的退休或离世,业务范围和规模的扩

展使企业逐渐吸收了很多有限合伙人加入。成为合伙人一直是这个行业对员工最有效的激励。

无论是合伙制还是有限合伙,企业的非法人地位和合伙人、普通合伙人承担连带无限责任都是华尔街投行约束机制的保障。不可否认,正是合伙人制度,使得华尔街的投资银行在100多年中,得以将最优秀也是流动性最高的业内精英聚集在一起,形成了一种独特、稳定而有效的管理架构,并产生了诸多知名的投资银行。

1971年,拥有85年合伙制历史的美林成为公众持股公司,1985年,贝尔斯登上市,摩根斯坦利紧随其后,1994年雷曼兄弟上市。随着高盛于1999年5月在纽约证券交易所挂牌上市,华尔街与经营了一百多年的合伙人制度彻底告别,步入了公众持股公司时代。从此,华尔街投行的产权制度以及由此决定的公司治理机制发生了巨大改变。

虽然合伙制在财产转让、退伙、统一意见等方面存在问题,资本的不稳定性、企业的运作效率、筹资能力都不如股份公司制,但是其风险控制能力和约束力都大大优于股份公司制。美国法上的有限合伙制体现了有权力就有责任的法律理念。可以说,拥有承担无限责任的合伙人,始终是约束华尔街投行经理人道德风险的“内部防火墙”。

股份公司作为企业制度的创新,在经济活动中发挥了积极有效的作用,但也有与生俱来的道德风险问题,因为公司经营失利的风险从股东转移到了债权人身上,这助长了股东和经理人推进风险投资的动机。从上世纪70年代的协助恶意收购到90年代的推倒网络泡沫,再到安然事件的作假欺诈,投行的经理人在华尔街改制后就是利用这样的风险转移,不断地表演高杠杆动作。此外,华尔街投行借对冲基金和私人股权基金掌握了大量资金,今天的次贷危机就是他们用借来的钱在金融创新上豪赌了一把。再加上美国独特的市场导向型公司治理机制,股东“用脚投票”和华尔街的经理人对公司拥有的绝对控制权,缺乏对经理人行行为和资本的约束,决定了华尔街精英们为个人和集团利益,能够利用极致创新的金融产品冠冕堂

皇的冲破道德底线,损害投资者和债权人利益。

金融市场需要内部控制与外部监管合力

事实证明,如果公司资本、债务责任和管理层行为得不到约束,追求利益最大化的券商必然去做杠杆买卖和套利等高风险业务。1990年代之前,美国合伙制投行的资本金是合伙人自己的钱,而且资金有限。即便代理人下狠心豪赌,他们也没有那么多的钱。合伙人退出舞台,华尔街投行开始由其内部股东“职业经理人”掌控。他们为自己定下诱人的薪酬和股权激励计划,激励自己和员工为个人的利益而努力,然而大量的短期融资、30多倍的杠杆交易行为带来的所有风险、欺诈、危机都因有限责任而被罩上了面纱,愚弄了作为股东和债权人的广大无知的投资者。

正如布兰代斯大法官在其名著“别人的钱——如何共用”一书中指出:“券商是用别人的钱来控制别人”,金融寡头之所以强势并不断发展壮大,是因为寡头们能够迅速调动其他人的储蓄和资本。华尔街危机正是暴露了赋予金融寡头们这种能力的制度本身的缺陷,因为,华尔街投行上市后,隔离道德风险的“防火墙”也被推翻了。危机也宣告了美国投资者靠市场约束经理人的机制失灵。投资者不明白高深的金融创新,钻进了华尔街设计的迷宫,“用脚投票”没有了判断标准,投资者的盲目使华尔街缺少了约束它的主人,置身事外的政府又长期未实施有效的监督。因此,金融市场的稳定健康发展需要内部控制和外部监管形成合力,共同起作用。

外部监管可以弥补市场缺陷,限制投行的经营行为,但扼制不了华尔街追求利润的冲动。历史上,美国对华尔街也实施过严厉的监管,例如,禁止混业经营的道路格拉斯法案,防止欺诈的萨班斯法案,但不正当的金融行为总能在监管的夹缝中生存下来,大有“道高一尺魔高一丈”之势。而且,相对于金融危机的发生,监管总是滞后的。华尔街危机告诉我们,内部控制是外部监管的基础,如何使所有者复位,建立起真正可靠的代理人约束机制,是美国投行体制改革的关键。在人类探索出新的更科学的制度以前,加强公司内部控制,重筑“防火墙”是治理金融市场的根本。

(作者:常清,中国农业大学期货与金融衍生品研究中心主任、教授、博导;陈君,中国农业大学经济管理学院博士)

■今日看板

中国经济有理由走出更稳健步伐

◎亚夫

开市大吉。沪深股市以连续两个红盘报收。特别是沪市,两天涨了100多点,涨幅超过6%。

在对全球经济是否进入“冬季”还存疑的时候,沪深股市这一抹亮色,能否预示中国经济今年将走上更有质量的发展轨道,还不好说。但是从这两年的情况看,股市先行指标,对经济的走向有提前反映。这两天的人气,或许反映了投资人的嗅觉比某些“经济学家”更为灵敏。

综合媒体报道,近一段时间,各路“经济学家”与分析人士对中国与世界经济在2009年的走向,先后作出了各种各样的预测分析。观点可谓五花八门,各有一格。尤其对中国经济的未来趋势,看法更是多种多样。但归纳起来,大致可分为三类,一类认为,会走出一个“V”字形;一类认为,会走“U”字形;还有一类认为,可能走“L”形。

认为走“V”字形的,基本理由是,中国经济在2007年底、2008年初达到本轮增长周期的峰值,出现偏热征兆,经国家宏观调控开始回落。但恰巧的是,去年中华尔街爆发了金融风暴,全球股市大受影响。为此,国家及时调整了经济政策。这对阻止经济下滑,防止经济过冷,乃至企稳回升,有决定作用。而中国经济的潜在增长力约为9-10%,因此,有条件快速回升。

认为走“U”字形的,基本看法是,中国经济在本轮增长中,对外依存度呈逐年加大态势。随着中国经济日益融入世界,中国经济的走势,必然会受外部因素更多影响。在全球经济,尤其是发达经济体在本次金融危机中还没有摸着边,没有企稳回升的时候,中国经济很难一枝独秀。尽管现在政府提出了扩大内需保增长的口号,但这需要时间,何况中国的内需结构十分复杂,并不容易很快就能提振起来。

认为走“L”形的,看法比较悲观,大致理由是,本轮全球金融危机远为结束,对实体经济的影响正在扩大,特别是对发展中国家和新兴经济体的伤害,要比大多数人的预期还要严重。尤其是对外向型经济体的影响,由于外部需求锐减,导致大量外需型企业减产、停产,不仅影响既有的经济结构与产业结构,而且还会诱发失业潮,对经济社会造成持久伤害。

综合各家各派的解释,无论是“V”字形,还是“U”字形,抑或“L”形也好,从所持依据和分析看,各有凭据,都有道理。但是形势比人强,经济现实的复杂性变化之快、之大,要远远超过人们的经验与预期。当前的经济形势,虽然被一些分析人士喻为“寒冬”,甚至有人认为是“冰河期”,但是有两点事实是值得注意的。

一是中国经济近30年的现实增长力在9-10%左右,这个中轴线人寻味。而以往的历史事实已经证明,当增速超过上限时,就要回落,当增速低于下限时,就应反弹;二是经过本轮金融危机非价值的冲击,石油及大宗商品价格已跌至非价值区间,这与全球经济增长的真实需求是不吻合的。

基于这两个最基本的事实,来考虑商品市场和各类要素市场更为长久、更为真实的供求关系,以及当前与今后较长时间商品与投资品的价格,其中隐含的估值关系的变化与价值回归的动能都是很明显的。因为,真实的需求尽管会受到包括金融危机在内的这样或那样的短期因素冲击,但是放在更长的发展时间来观察,它总是要表现出来的,并且成为经济成长的真正动力。

以石油供求为例,从去年7月的140多美元,到今年这两天的40多美元,这种上下颠簸的价格,反映了真实的需求吗?除了受金融以及和金融相关的其他国际因素影响外,这种价格振荡并不能反映长期真实的需求情况,而只是短期金融危机冲击的写照。

鉴于于此,对人口众多、资源相对稀缺的中国来说,现在的所谓经济“冬季”,正是低价吸纳、储备各类资源与拥有长久增值条件的资产的极好机会。而对企业家和投资者来说,也是如此。尽管在这个突如其来“冬季”到目前为止,还是现金为王,但是经济一旦探底回升,投资消费需求被陆续释放出来,那就又要回到“资源为王”的时代了。

从这一点上看待中国经济,目前,不利的因素,如就业问题、经济下滑、企业利润下降等,都是摆在台面上的事,需要花力气、下功夫,加以解决。但有利于长远发展的因素,也摆在那儿。中国经济由于具有丰富的纵深性,完全有理由在新的一年里,走出更稳健、更有质量的步伐。而这两天股市透露的,或许正是这些更有深意的信息。