

我国融资结构生变:直接融资比重大增

□徐平生

今年以来,随着短期融资券的持续快速发行、企业债券发行额度提高和A股市场融资功能重启,我国直接融资比重已大大提高。按照这一发展趋势,今后几年我国直接融资比重将会进一步提高。我国的融资结构正在发生的深刻变化,应当引起人们的高度关注。

融融资券的发行规模实行余额管理,待偿还融资券余额不超过企业净资产的40%。(4)筹资成本。2006年,我国经过两次加息后,1年期银行贷款基准利率由5.58%提高至6.12%,而近期发行的1年期短期融资券发行利率范围基本都在3%以下,利差高达3个百分点以上,成本优势明显。因此,短期融资券成为这两年金融市场上耀眼的创新品种,发展势头也相当迅猛。截至2005年底,全国共有61家企业在银行间债券市场成功发行了79只短期融资券,当年筹资总额达到1424亿元,相当于2005年全国新增短期贷款的27%,大大超过了同年企业债、A股市场首次IPO、配股和增发等方式的融资总规模。今年前9个月,企业短期融资券发行总额高达2134.7

亿元,发行规模也大大高于同期企业债、A股市场首次IPO、配股和增发等方式的融资总规模。目前,短期融资券发行规模已超越企业债规模,成为继国债、央行票据和金债之后的我国第四大债务品种。当前,发行短期融资券的主体不仅包括大型国有企业,还有不少优秀的民营企业。从去年11月份第一只民营企业短期融资券发行以来,民营企业发行短期融资券融资总量约占6%。其次,我们注意到,企业债发行规模也持续上升。由于种种因素,我国企业债市场发展坎坷,发行规模一直徘徊不前。2000年至2004年企业债发行规模分别为83亿元、147亿元、325亿元、358亿元和327亿元。其中,2003年发改委下达企业债发行额度为452亿元,但实际发行规模仅为358亿元。

2005年,在有关各方的推动下,4月份发改委下达了当年首批512亿元的企业债发行额度,比2004年268亿元的发行额度增长近1倍,当年实际发行额高达654亿元。并且,发改委大大加快了2006年企业债发行额度的审批进度,并于2005年即下达了2006年第一批43家企业债发行额度608亿元的发行额度。2006年8月,发改委批准了铁道部年内发行400亿元企业债的计划,今年批准发行的企业债规模达到了1008亿元,是历年发行总规模的近一半。截至10月17日,今年累计发行企业债已达774亿元,超过了去年全年水平。同时,在第一批43家企业中,民营企业红豆腐集团赫然在列,是现行《企业债券管理条例》出台后,民营企业首次获准发债。当前,我国的流动性极为宽

松,商业银行、保险公司和社保基金等机构投资者都有大量继续运用的资金,相对于股票,企业债在流动性和风险程度方面都具有独特的优势,深受这些保守型投资者的青睐,他们对企业债,尤其是具备长期稳定回报能力的企业债有着巨大需求,我国企业债市场的大力发展更具迫切性。再次,股市融资功能也全面恢复。5月份,随着股权分置改革的顺利,面对市场融资功能中断达一年之久后迫切的融资愿望,非公开发行的定向增发,面向社会公众的其他方式的再融资、流通条件下的IPO融资功能恢复三步走战略一蹴而就,A股市场中断达一年之久的融资功能全面恢复。

截至9月底,A股市场新股首发融资额达558.8亿元;再融资方面,增发融资198.95亿元、配股融资2.13亿元、可转债融资26.77亿元;A股市场融资合计达786.65亿元。由此可见,今年前三季度,我国直接融资总额已达3495.35亿元,同期非金融性公司及其他部门贷款增加2.23万亿元,直接融资比重达13.6%,直接融资增速的继续放缓,可以预期,2006年我国企业直接融资比重将超过15%。如果按照这一发展的趋势,今后几年我国直接融资比重将会进一步提高。

	短期融资券	企业债	首发	增发	配股	可转债	合计
1	236	45	0	0	0	0	281
2	1117	97	0	0	0	0	208.7
3	2215	78	0	0	0	0	299.5
4	342.1	104	0	0	0	0	446.1
5	270.1	131	0	18.74	0	0	419.84
6	209.2	53	232	116.07	0	0	610.27
7	299.5	28	183.2	17.24	0	4.3	532.24
8	221	10	58.8	46.89	2.13	22.47	361.29
9	223.6	28	84.8	0	0	0	336.4
累计	2134.7	574	558.8	198.95	2.13	26.77	3495.35

■人物志



徐平生
国家信息中心经济预测部

今年以来,随着短期融资券的持续快速发行、企业债券发行额度提高和A股市场融资功能重启,我国直接融资比重已大大提高。由此,也反映了我国的融资结构正在发生深刻的变化,这一点恰恰应当引起我们的高度关注。

首先,让我们来分析一下今年

如何破除企业年金市场发展“瓶颈”

□清华大学公共管理学院养老金工作室 姜岩

我国企业年金市场的初步形成

我国建立企业年金(其前身为“企业补充养老保险”)计划的思想最早出现于二十世纪八十年代末九十年代初。1991年,在国务院发布的《关于企业职工养老保险制度改革决定》(国发[1991]33号)中,第一次明确提出“国家提倡,鼓励企业实行补充养老保险”。在随后多年的理论探索和实践,理论界对企业年金市场的性质、企业年金的管理方式、企业年金的意义等方面的研究取得了一定成果,企业年金的基金累计也有了较大规模,但是如何规范和促进企业年金制度的发展,一直是政府、企业、经办机构和专家学者共同面对、多方探讨的焦点话题。

2004年5月1日《企业年金试行办法》和《企业年金基金管理试行办法》的颁布实施,使得企业年金计划信托管理制度的基本框架得以确立,一个由计划受托人、投资管理、账户管理人、托管人以及社会中介机构相互合作与监督、多方协调监管、具有中国特色的企业年金市场正在形成并快速发展。

中国的企业年金信托管理制度通过企业年金计划资产的独立性,使企业年金基金财产远离各经办机构的经营风险;通过“权”与“钱”分离的三方管理机制,以抵制企业年金基金管理中的道德风险;通过强化受托人责任、专业化分工与相互监督,来降低企业年金基金的管理运作风险。这些严格缜密的机制,旨在保证企业年金基金财产的安全,使受益人的利益得到有效保护,从而为企业年金市场的长期稳定健康发展提供了广阔的空间。

企业年金制度健康发展的四大影响因素

中国的企业年金制度的建立与发展是一项系统工程,将取决于多方面因素。

1. 社会与经济发展水平。建立健全与社会和经济发展水平相适应的养老保障体系,是有中国特色的社会主义市场经济的必然要求,是构建和谐社会的重要保证。改革开放二十多年来,我国社会与经济发展取得举世瞩目的成就。1979年至2004年,我国国内生产总值年均增长9.6%,2005年达到18.23万亿元人民币,全国人均国内生产总值超过1000美元。中国已成为世界上最具潜力的发展中国家。在当前情况下,建立并完善企业年金制度,是经济与社会发展的必然要求。

2. 信托法律基础与法律环境的状况。信托制度是英美法系结出的硕果,生于英国,盛于美国。二十世纪七十年代,伴随着养老基金数额的逐步增大,以及人口老龄化问题的日益突出,英美等国家纷纷将信托理念引入企业年金的管理制度中,以规范企业年金计划的管理。企业年金的信托管理作为信托法领域的一个新问题,纵然是信托法制的发源地——英美等国家,也采取了各种方法来进一步完善信托法制,创新企业年金管理的制度基础。

我国信托的法制环境与英美等国家迥然相异。信托法立法之前无论在理论准备还是实务应用上均没有提供充分的立法资源。虽然信托是一个古老的法律问题,但中国的信托立法却还是一个新生事物。中国企业年金信托管理更是信托法领域的一个新问题。这就决定了中国企业年金制度的健康发展必然面临着我国整个信托体制完善的挑战,面临着企业年金信托管理理论创新的挑战。

3. 金融市场发展与成熟程度。企业年金制度的健康发展与金融市场改革相辅相成、相互推动。从我国的现实情况来看,金融体系和资本市场自身还很不发达。一是国有商业银行在金融体系中占有相对优势,保险和证券业虽然发展比较迅速,但还远未发挥应有的力量;二是资本市场自身还不是很规范,一方面股票市场波动较大,存在着资产质量报告与信息不对称、庄家操纵股价等一系列问题;另一方面债券市场规模偏小,存在着企业债券市场发展缓慢、债券市场品种和发行单一等问题;第三资本市场缺乏有效的避险工具。这些问题的存在,使多方金融主体在企业年金计划管理中的合作面临挑战,使追求安全性和适度收益性的企业年金基金面临投资组合困难。因而,我国的企业年金制度面临着与金融市场协同发展的局面。

4. 监管机制与监管框架的完善。在市场化运作的企业年金制度中,政府的责任是规范企业年金计划的市场运营机制,依法治理企业年金市场。国际经验表明,市场化运作的企业年金计划,其良好运行状态很大程度上取决于监管机制与监管框架的完善。中国的企业年金制度的规定,使得银行、证券、保险、基金、信托等行业的众多金融机构都有可能参与到企业年金市场中来。在我国的金融体系还处于分业经营、分业监管的情况下,企业年金计划的监管

企业年金市场的快速发展,要求与之相匹配的企业年金制度同步规范。但是由于企业年金制度的健康发展受到诸多因素的影响,导致企业年金市场和年金制度两者之间的协调有了一定距离,近期的企业年金市场发展陷入“瓶颈”状态。为此,作者经过多方的调研与分析,提出了整合多支柱的养老保障体系;制定受托人管理办法;建立健全风险管理机制和建立日常协调监管机制等对策和建议。

企业年金市场发展的“瓶颈”状态

随着企业年金市场的快速发展,要求与之相匹配的企业年金制度同步规范。但是由于企业年金制度的健康发展受到上述诸多因素的影响,导致企业年金市场和年金制度两者之间的协调有了一定距离,所以近期的企业年金市场发展陷入“瓶颈”状态。这种“瓶颈”状态主要表现在以下几个方面:

1. 中央和地方已出台了一些相关法规和政策,但远远不能够满足市场的需要。在两个办法颁布之后,劳动和社会保障部以及相关政府部门又相继颁布了多项企业年金法规和政策,各地方政府也对企业年金市场进行了积极的影响与干预,政策的推动与支持,使全国的企业年金市场发展取得了一定成效,联想集团企业年金计划的成功建立以及东风集团、淮北矿业等大型企业的年金计划招标工作的顺利完成为市场树立了强有力的信心。但是,从企业年金市场发展的实践来看,企业年金相关政策的整体性和一些细节还远远不能够满足市场发展需要。这主要表现在:一是两个办法执行力度与市场需求还有一定距离,严格来讲,两个办法只是法规,还不是法律,这在一定程度上影响了其权威性和执行力度。一些地方政府出于某些短视的考虑,没有

对两个办法进行详细落实;还有一些地方政府部门虽然颁发了两个办法,下发了对企业年金计划进行规范管理的通知,但文件执行力度不尽如人意。

二是企业年金的管理政策还没有形成比较规范的政策体系。一些政策由于各政府部门的意见不统一,政策制定工作难以推进。而已颁布的个别政策,由于各政府部门所制定政策的适用范围、约束的侧重点不同,使政策的执行存在一定程度的不和谐。三是各省市所颁布的当地政策有悖于上一级的法律或法规。例如,在某省市制定的关于《**省企业年金实施意见》和《**省企业年金合同备案和信息报告制度》的通知中,要求在企业年金实施方案中,写明“设定的最低投资回报率,达不到最低投资回报率的,超过最低投资回报率的利益分享办法等。”这违背了企业年金信托管理制度的最基本要求。

四是缺失企业年金管理技术性规范。企业年金四种管理角色的划分是依据各金融机构在企业年金计划管理中的不同职能,旨在发挥不同金融机构的特长和优势,提高企业年金基金的管理效率,保证企业年金基金的安全。因而,企业年金不同的管理机构之间,彼此拥有通畅的信息流,是管理好企业年金计划的基础。企业年金管理技术性规范的缺失,使企业年金各管理机构之间存在很多难以对应的技术接口,这对企业年金计划的管理与监管都将造成不利的影响。

2. 市场尽管对受托人法律地位的重要性逐步认同,但是受托人仍显“尴尬”。我国企业年金计划的受托人作为完全责任的受托人,是受托责任与受托组织的综合体,是政府监管的重点。但是由于一些主客观条件的限制,企业年金受托人的市场处境却显“尴尬”。

一是市场对企业年金受托人制度存在疑惑。由于受到我国现有的信托法制基础和法律环境的限制,企业年金信托制度的立法基础较为薄弱。按照两个办法的要求,受托人是企业年金计划管理的核心责任主体。但是在受托人如何履行职责,如何承担责任,以及如何进行风险管控等方面都还缺乏规范的情况下,企业年金市场出现了严重的信息不对称、受制于这样的市场环境和法制环境,政府、企业、受益人及其他相关主体对企业年金受托人制度产生了疑惑。二是第一批获得企业年金受托人资格的机构在金融市场上还处于相对弱势。这五家机构

为两家养老公司 and 三家信托公司。两家养老公司是全新的公司,专业从事企业年金计划的受托管理,但是信用记录和受托管理的能力还无从考证。信托公司在我国金融市场上影响相对较小,同时受到整个信托行业调整的影响。因而,整体上来看,法人受托机构在市场上处于相对弱势,易使受托人职责的履行遭遇障碍。

三是企业年金理事会作为受托人的状况令人堪忧。企业年金理事会虽然已经有一些规定,但各方主体对基金能否保值增值仍难达成共识。企业年金基金有别于其他投资安全与稳定具有很强意义的基金,甚至关系到社会的稳定,因此建立健全企业年金基金的投资管理机制显得尤为重要。如何使企业年金基金能够保值增值,如何有效控制风险,一直受到市场各方主体的共同关注。但是迄今为止,各方主体还未形成共识,而在企业年金市场上却衍生出了各种规避投资风险的做法。具体表现为:

一是有地方劳动保障行政部门要求金融机构通过提供保值增值来保证受益人的利益。例如,要求投资政策中能够保证最低的企业年金基金投资收益率。二是一些企业要求受托人或投资管理人建立一个风险共担与利益分享机制来保护受益人的利益,即在企业年金基金的投资管理政策中,建立投资激励和约束机制,低于最低收益率的,将由受托人或投资管理人按照最低收益率给予补齐,高于某一收益率的,受托人或投资管理人可以分享,以此来激励和约束受托人或投资管理人的投资管理行为。三是一些企业干脆将企业年金基金直接存入银行进行定存,这样的做法也得到某些省市劳动保障行政部门的认可,而一些银行给出的企业年金基金的投资收益率也是相当高,并且可以说是几乎没有任何风险,例如,某银行给出的企业年金基金三年的定期存款利率为4.95%,除去0.1%的托管费和账户管理费,其净收益率远远超过按照规范的企业年金计划管理下的投资收益。

上述的这些做法似乎在某种程度上规避了企业年金基金的投资风险,但是却偏离了企业年金的制度要求,对企业年金市场的长期

发展企业年金市场四大对策

企业年金市场发展中出现的问题,需要我们各方力量给予高度的重视和关注,树立全局观念,科学规划,统筹安排,协调推进,分阶段分步骤规范企业年金制度,推动企业年金市场健康发展。对于上述问题的解决,现提出如下意见和建议:

1. 整合多支柱的养老保障体系,逐步完善基本养老保障体系,协调发展企业年金市场。整合多支柱养老保障体系是发达国家社会保障的发展趋势,是中国社会保障事业发展的现实需求,是构建社会主义和谐社会的要求。整合养老保障体系的关键要素是政府责任、企业责任和个人自保责任有机整合。

在市场化运作的企业年金市场上,政府的重要角色是“导演”和“警察”,企业年金计划的管理与运营应由合格的市场机构来进行,已由各地劳动保障行政部门管理的企业年金计划应平稳过渡并移交合格市场主体进行管理。对各地非规范的企业年金管理政策需要进行及时清理和整顿,并加强对各地企业年金监管机构的培训与教育,使企业年金市场健康发展有健康的政策起点。

2. 明确受托人的地位,规范受托人的行为,制定受托人管理办法

企业年金受托人在企业年金计划管理中占有非常重要的地位,加强对企业年金受托人的管理是非常重要,也是非常必要的。鉴于我国还没有单独的受托人法,可以先由劳动和社会保障部制定并颁布企业年金受托人管理办法,以加强对受托人的风险管控,引导受托人规范

健康发展将产生非常不利的影响。4. 劳动和社会保障部、证监会、银监会、财政部、国资委等政府部门在企业年金发展方面已逐步展开协调与合作,但明确的监管机制仍未确立。在企业年金市场发展的进程中,各政府部门无论在企业年金政策的制定层面,还是在企业年金制度的理论探讨层面,以及在企业年金市场的推动层面,已展开了比较广泛的协调与合作,并取得了一定的成效。但是对于政府在企

地管理好企业年金计划。这里需要特别提及的是,对企业年金理事会担任受托人的具体责任应在管理办法中加以明确,以规范各级劳动保障行政部门在核准和监督企业年金理事会的具体指标。

3. 研究并开发适合企业年金基金的金融产品,合理降低管理成本,建立健全风险管理机制。我国的资本市场正处于发展阶段,企业年金基金进入资本市场的保值增值空间十分有限,在我国现有的资本市场条件下,既要使企业年金计划在规范的制度下运作,又要让参与企业年金基金市场化运作的各方金融机构获得合理收益,更要保障企业年金基金受益人的最终收益,我们需要广开思路,探索出适合中国的企业年金基金投资的权益之计。首先,政府可以对企业年金基金投资实行保护政策,在对投资规模和投资结构酌情给予定量限制的基础上,研究并开发适合企业年金基金的金融产品。其次,合理降低企业年金计划的管理成本,例如,可以采取建立集合企业年金计划的形式。第三,建立健全企业年金计划管理中的风险管理,建立严格的信息披露制度,加强政府部门监管和社会力量的监督并驾。

4. 确立监管架构,明确监管职责,建立日常协调监管机制。企业年金的管理涉及到包括证券、银行、基金、信托、保险等在内的多个金融领域,在当前情况下,可以由国务院牵头组成非常设协调小组对企业年金监督管理进行决策,各相关政府职能部门现有职能通力配合,在各政府部门协调监管的过程中,逐步明确各政府部门的监管职责和监管重点。

如何对企业年金计划的有效协调监管问题,却一直未有定论。企业年金市场面临着劳动和社会保障部与证监会、银监会、证监会、银监会、财政部、国资委等政府部门在企业年金发展方面已逐步展开协调与合作,但明确的监管机制仍未确立。在企业年金市场发展的进程中,各政府部门无论在企业年金政策的制定层面,还是在企业年金制度的理论探讨层面,以及在企业年金市场的推动层面,已展开了比较广泛的协调与合作,并取得了一定的成效。但是对于政府在企

业年金计划管理中的关键职责,即如何进行企业年金计划的有效协调监管问题,却一直未有定论。企业年金市场面临着劳动和社会保障部与证监会、银监会、证监会、银监会、财政部、国资委等政府部门在企业年金发展方面已逐步展开协调与合作,但明确的监管机制仍未确立。在企业年金市场发展的进程中,各政府部门无论在企业年金政策的制定层面,还是在企业年金制度的理论探讨层面,以及在企业年金市场的推动层面,已展开了比较广泛的协调与合作,并取得了一定的成效。但是对于政府在企