构建金融市场体系应重视六大关系

□张 望

张 望,副研究员,博士,先后在人民银行上海分行政策研究室和上海银监局政策法规处工作,主要研究方向为货币政策、金融改革、金融中心建设、金融市场。

金融市场具有价格发现、风险管理、流动性创造、信息生成和交易成本降低等基本功能,简言之就是金融资源配置的场所。金融市场按照不同的功能、交易工具、交易期限等划分为多种类型和层次,共同组成分工明确、相互联系的金融市场体系。《中共中央关于构建社会主义和谐社会若干重大问题的决定》,明确提出了必须坚持科学发展观、必须坚持改革开放、必须坚持正确处理改革发展与稳定的关系等原则,这是建设我国和谐金融市场体系的基本原则。按照这些原则要求,和谐的金融市场体系最基本的标志应是能进行有效的金融资源配置,能为各种市场主体创造公平、安全、高效的投融资环境。开放环境下,国内和国际金融市场还应相互连通,相互影响和作用。根据我国金融业改革开放的基本进程,未来和谐金融市场体系建设需要重视六个方面问题。

1、要加强多层次、多元化的市场发展体系建设,并使这些市场协调发展。金融市场是一个内容广泛、层次丰富的集合概念。多层次、多元化的金融市场体系按照不同分类标准体现在多个方面。改革开放以来,我国金融市场资源配置作用不断增强。目前,已基本形成了货币市场、资本市场、外汇市场、黄金市场共存的金融市场体系,金融期货市场也将快速发展。

目前国内金融市场发展的主要问题之一是结构性失衡。直接融资比例过低,市场内部的投融资主体存在结构性缺陷,各金融市场及子市场发展存在不平衡。跨市场的投融资和交易工具还不够丰富,市场之间的联动发展机制尚未有效建立,造成部分金融产品价格扭曲和资金流动不畅,不能有效满足投融资主体的多样性需求,也不利市场风险的管理。所以,要加强市场联动发展研究,鼓励和支持跨市场交易工具创新,建立并加快完善跨市场风险监管和风险处置的联合协调机制。央行及各市场监管部门应保持政策的协调性,关注各市场改革创新开放力度及进程,努力保持各市场协调发展,促进金融基础产品市场和衍生产品市场、货币产品市场和资本产品市场、外币产品市场和本币产品市场联动发展,提高市场的资源配置和投融资效率。

2、要有序促进国内金融市场融入国际市场,主动防范国际金融市场风险传递,并分享国际金融市场投融资机会。随着我国经济国际化程度的提高和国内国际市场联结的日益紧密,我国金融市场与国际金融市场开始形成一定程度的联动,有些金融产品价格走势与国际市场接近。但我国金融市场在国际上所占份额仍然有限。

所以,要继续增强国内金融市场对外服务能力和吸引力,要进一步加强国内金融市场与国际金融市场的联系,努力将我国金融市场建成具有对外提供金融交易服务能力、由境内外参与者共同参与的、具有一定国际或区域影响的市场。在条件成熟后应逐步扩大国内金融市场的境外参与者范围。实践证明,只要管理到位,适当扩大境外参与者对我国金融市场的参与,有利于国内金融市场的活跃,有利于增强国内外金融市场之间的联系,而不会对国内金融市场的正常运行造成大规模冲击。伴随资本项目完全可兑换的稳步推进,逐步扩大其他境外企业和金融机构参与境内金融市场的范围。鼓励国内大型金融机构实现国际化经营,更好地发挥国内重要市场参与者在联结国内和国际金融市场方面的作用。鼓励境内金融机构和企业更加主动地参与国际金融市场,鼓励其成为国内国际市场金融市场的主要联结者。但金融市场对外开放应积极稳妥有序,稳扎稳打,在开放的同时,不断积累国内外市场风险管理和监管的经验,防范国际金融市场对国内的冲击和影响,维护国内市场的稳定。

3、要建设具有高度诚信的市场信息披露机制,为投资者创造公平、透明、可信的投融资环境。信息披露直接关系到金融产品价格变动,进而带来市场收益分割,充分信息披露是进行市场理性投资的基础。各国市场监管部门无不将持续的信息披露,作为实现保护投资者合法权益、保持市场透明、公正与效率,及降低系统性风险的重要措施。

各国监管实践表明,单靠信息披露规定的强化,仍无法防止利益驱动下的造假行为。公司信息披露规定本身,并不会促使不诚实的经理人变得忠实。一个有效的信息披露制度既需要一个边界清晰与完整的披露制度,还需要有一个强有力的执行机制,来确保制度执行。如对证券发行时的信息披露,应当根据上述机构和人员在信息披露中所起的作用规定各自的责任。发行人、上市公司是信息披露的义务主体,应当承担无过错责任,赔偿投资者因此受到的损失;发行人、上市公司的董事、监事、高级管理人员以及保荐人、证券服务机构应当按照过错责任原则,与发行人承担连带赔偿责任;发行人、上市公司的控股股东、实际控制人有过错的,也应当与发行人承担连带赔偿责任。

有效、真实、透明的信息披露,除了制度的强制性外,还要靠市场主体高度的诚信自律来支持。要构建和的金融市场体系,必须重铸社会和市场诚信,充分的信息的披露必须建立在高度的诚信基础之上。而提高市场主体诚信度,也需要制度和自觉的诚信意识来实现,要加大失信者的成本,建立失信者的有效惩罚机制,营造有效的诚信文化。

4、要着重建立有效保护中小投资者利益的制度,这关系到社会的稳定。目前,中小投资者参与金融市场交易的机会越来越多,数量日益庞大。但中小投资者因为消息、权力和财富的不对称身处市场竞争劣势。同时,作为基础最广泛的中小投资者群体利益,直接关系到社会的稳定,是和谐金融市场体系建设中重要的一环。随着中国证券投资者保护基金有限责任公司挂牌,标志着我国保护股市中小投资者的制度建设进入新阶段。为有效保护中小投资者利益,证券法修订时已经给予高度关注,明确了保护中小投资者利益的关键措施,"国家设立证券投资者保护基金"位列其中。同时还明确,对客户保证金强制托管,证券公司清算时,应当优先支付因挪用客户资产而形成的债务;内幕交易给投资者造成损失的,行为人应当依法承担赔偿责任;保荐人要对欺诈上市的公司承担连带责任。

但是,保护中小投资者利益是一个世界性话题和难题,要建立保护中小投资者利益的长效机制,除了以法律法规作为基础性制度,依法治市、依法监管外,还要各部门共同努力。不仅需要决策者的决心,更要避免某些政策的草率性,保持出台政策的连贯性。任何政策举措的出台,都要充分考虑广大中小投资者的承受能力,要维护市场的稳定。上市公司是证券市场的基石,要心中装着广大股民利益,努力提高对股东的回报。中小股东不可能直接参与公司管理,因此,不断完善保护中小股东权益的法人治理结构非常重要,要努力体现和保护中小股东的权益。同时,有关部门要加强对市场中介机构的管理和清理,如对股评误导投资者也需依法赔偿。为了保护投资者的利益,对通过媒体进行股评等传播证券信息的行为需要进行规范。凡是通过媒体发布虚假证券消息,误导投资者,使投资者遭受损失的,也应承担民事赔偿责任。

5、机构市场主体要建立有效的市场风险和操作风险管理机制,将市场风险控制在能自身承受的范围内。目前,各监管部门都出台了相应的市场风险管理指引,出台了内控制度评价管理办法等文件,有关市场交易平台也注重市场风险的提示,以帮助市场主体增强风险意识,提高风险管理能力。这些都是保持市场稳定发展的重要措施。同时,各机构类市场主体都建立了相应的风险管理制度,调整了业务和风险管理流程,充实了人员和技术支持。但总体上,与我国金融市场改革、创新及发展形势要求还有较大差距。

而要有效管理市场风险,除了要继续完善有关制度外,关键要看市场主体如何去贯彻有关的风险管理指引和自身的风险管理制度,关键要看高层是否重视。机构高层要认真确定有关的风险管理战略和政策,确定自身所能承受的市场风险水平,指导风险管理部门和市场交易部门建立科学的风险管理程序。由机构高层做起,自上而下推行建立良好的市场风险管理文化,是有效防范风险的最关键因素。因为高层行为和价值取向直接影响到各业务条线和业务部门风险管理的文化形成。同时,要注重内审和合规部门的作用,使现有的制度执行到位,加强制度的执行力。要注重人才队伍建设,特别是市场专业人员的储备和培养,这是有效提升自身市场交易和风险管理能力的关键因素。

6、要重视金融市场的生态环境建设,为市场安全、公平、高效率运行创造条件。金融生态环境指的就是影响金融市场运行的外部环境和基础条件,是金融市场发展必不可少的要素。金融生态环境包括法律制度环境、公众风险意识、中介服务体系、市场信用体系、行政管理体制等内容。大力改善金融生态环境,要从改造金融市场的微观基础、完善金融市场的法律制度环境、完善金融市场信用体系、规范与完善金融市场中介服务体系、完善金融市场的监督管理体系这几方面入手。

在金融市场参与主体方面,应大力促进参与主体行为的市场化与需求的多元化,培育机构投资者,并使个人投资者通过各种方式进入金融市场的渠道更为通畅。此外,要为企业年金、社保基金、住房公积金等集合性资金的合规投资运作创造条件。要继续完善金融市场的法律制度环境。要完善以保护投资人、贷款人等金融市场参与主体的合法权益的法律法规,维护正常市场秩序。建立完善统一的金融市场规章制度,包括会计、审计、税收以及信息披露制度等,保证市场公正性,提高市场透明度。尤其要增强会计师事务所、律师事务所、信用评级机构等中介服务机构的诚信度,纯洁市场中介机构队伍。

决策透明以化解金融改革政出多门之弊

□易宪容

●金融政策的分立性已成为影响目前国内金融改革的重要障碍之一。在一个利益分化的社会里,不同的利益群体及集团往往会利用其话语权或借助各种方式来维护其群体利益,并将这种群体利益的维护制度化。由于可能存在着某一集团利益的制度化,那么政府出台政策时也自然难以避免"政策的分立性"。

●如何从这种政策的分立性中走出来是目前中国深化金融改革的一条必由之路。从政策的分立性中走出来,就得增加金融决策的透明性,就得增加金融政策议程设置的透明性,并要辅之以有效的法律制度予以保障。这样,中国才能走出一条金融改革的成功之道。

今年以来,国内金融改革如火如荼,无论是国有银行改革上市,还是证券市场股权分置改革的基本完成,以及保险市场改革的大踏步前进都是如此。对于这些金融改革,不仅成绩斐然,而且相关的职能部门所采取的政策不同,或金融决策的透明度不同,其效果也殊异。特别是对于这些金融改革,政府的决心如何、政府的政策导向如何,都决定了金融改革成功的机率有多大。

政策分立影响金融改革

在此,我们先来解释什么是"政策的分立性"。所谓"政策的分立性"是指一国的某一公共政策在政策辩论、政策合法化及在立法过程中,不同的群体、不同部门和不同政党之间在立场与政策主张、政策认知、政策工具选择等呈现严重的对立局面。正如 David Mayhew 等人指出的那样,政策分立的结果是经常会导致政策滞塞、政策停顿及政策的无效率,从而造成政府的一些改革不成功。也就是说,在一个利益分化的社会里,不同的利益群体及集团往往会利用其话语权或借助各种方式来维护其群体利益,并将这种群体利益的维护制度化。由于可能存在着某一集团利益的制度化,那么政府出台政策时也自然难以避免"政策的分立性"。

对目前中国的金融改革来说,这种政策分立的现象也是较为普遍的,如股权分置改革争论的严重分歧、质疑国内银行引进战略投资者、有关汇金公司注资国内证券公司争论、国内信用社改革疑问及房地产泡沫争论等。可以说,在目前社会利益日益严重分化的情况下,尽管不同部门、不同的群体、不同的利益集团、不同的人从自己的利益出发,对这些问题发表不同的观点是十分正常的,也是社会进步的一种表现,但当不同的意见或观点也有可能导致政府政策的分立性时,其结果是不仅会增加金融改革的成本,而且也可能会造成金融改革的低效率或无效率。在此,我们可以借鉴日本和韩国在这方面的经验与教训,来分析政策的分立性对中国金融改革的诸多影响。

金融业两大特征

我们知道,金融业是一个管制性行业,因为金融机构是社会大众所有财富的管理机构,也是资本市场的资金供给者。无论金融制度健全与否,都会对整个经济、产业发展与国计民生产生深刻的影响。同样,金融机构的经营策略与管理绩效对资本市场、企业发展、民众之生计也会产生重大的影响。因此,各国政府针对本国或外国的金融机构都建立了一套严格的监管措施及政策。这样,既可保护投资者的利益、保证国内的不同金融机构能更好地为社会经济服务,也可以力促金融机构能按市场法则经营,以避免可能产生的系统性风险。

与制造业一样,金融业管理着整个社会资金,肩负着协调资金的剩余者与资金的需求者之间的桥梁作用,并让整个社会资金流向最有效率的地方。但从金融业自身的特性看,它又具有以下三个特点:一是即刻性,即在科技发达及支付体系健全的情况下,大量的资金流动可以在瞬间内完成;二是敏感性,即在一个健全发达的市场体系下,金融市场能够反映实体经济中的所有有效信息,而不同的金融产品价格对这些信息又极度敏感,从中也反映了人的心理作用,这种敏感性往往容易被极度放大或推向极端;三是脆弱性,正因为金融业上述两大特性决定了该行业是十分脆弱的,一旦某一事件出现就容易导致整个金融市场的系统性风险。

另外,对一般投资者来说,与土地、劳动力和工业资产等要素不同,大多数金融资产的持有者都是消极的,即他们往往不具备如何从持有的金融资产中获益的专业技能。也就是说,对于土地及劳动力持有者来说,他们都有主动地运作这些要素并从中获得收益的能力,但对大多数金融资产的持有者(无论是个人还是企业)来说,他们并没有识别金融资产的价值和风险等专业化能力。正因如此,金融资产既可以成为一些政府的掠夺对象,也容易成为他人的掠夺对象。

比如说,当一些政府在遇到财政困难时,它们可能不会直接去掠夺农民的土地或企业的生产机器,但它们却往往可以利用各种手段来减少政府对债权人的实际偿还额度。例如,在前几年,为了推动国有企业与国有银行改革,把居民的储蓄利息压低在历史最低水平上,这样就可能会造成居民的大量财富在不知不觉中被转移到了国有企业、国有银行及银行债务人手上。另外,金融资产的虚拟性、运作流转的瞬间性,以及金融工具和金融市场的信息不对称性、运作方式的专业性、利益关系复杂性等,也给有权者及商人利用金融市场与金融工具来"合谋"掠夺国家及他人财富提供了一系列的便利条件。由此,这不仅容易造成对金融资产的掠夺,也容易导致金融业的系统性风险。

正因为金融业容易导致系统性风险,一国政府一方面会利用金融来推动该国经济发展,另一方面又会对金融业采取政策性管制,如各国政府都会严格限制银行设立、分行扩展、银行业务种类、关系人贷款和金融检查等,并用相应的制度规则进行有效规范。然而,无论是政府以金融业来推动经济发展还是政府对金融业的管制,都可能会出现低效率或无效率,也可能会出现管制失灵或监管失灵。从世界银行的研究报告可见,从 1970 年到 20 世纪末,世界上有 93 个国家发生了 112 场经济危机。如 1980 年代的美国储蓄贷款金融公司倒闭,1995 年拉美国家的金融危机及 1997 年的亚洲金融风暴等。因此,一国政府对金融业采取什么样的政策措施,不仅决定了一国金融市场的稳健性,也决定了该国经济能否持续发展。

日韩金融改革的成败启示

从上个世纪日本和韩国的经济发展路径来看,为了维持高度经济成长,两国政府都超越了资本市场法则,以宽松的货币政策来鼓励金融业对企业进行融资。为了拔高企业成长,甚至政府也会为企业进行举债,如韩国早年支持该国的重化工业、钢铁和电子产业发展就是如此。可以说,这两个国家在此时期的金融业都是为了服务或发展产业而存在的。为了追求经济发展与工业目标,金融成了产业发展的一种融资工具,一旦企业财务的流动性不够,政府就会要求金融机构展延贷款。如果企业面临经济周期调整走入低谷时,政府就会要求金融机构进入市场为股市护盘,其结果是股市成了一个政策市,也导致了银行的不良贷款不断增加。可以说,无论是日本还是韩国政府在上个世纪都通过其掌握的金融体系来支持其国内产业发展。虽然这样做对日本和韩国的工业发展确实起到了"立竿见影"的作用,但也造成了它们的金融系统产生了重重问题。日本经济从 1990 年代开始陷入了低迷不振,1997 年亚洲金融危机对韩国等国家和地区也敲响了警钟。鉴于这些国家或地区的金融体系所显现出来的种种问题,近年来这些国家或地区的政府都大刀阔斧地进行了金融改革,尽管金融改革所采取的政策不同,其成效也殊异。但从日本的案例看,近年来日本金融改革之所以成效不彰,就在于其金融政策的分立性。

比如,日本从 1994 年陆续爆发了金融财务危机,到 1998 年才通过"金融机构再生关系法"与"早期健全法"等关于金融改革的法案,并在总理府下设立"金融监督"部门。也就是说,日本在面临金融危机时只采取被动的方式进行应对,只图"事后补救"。特别是由于利益集团对日本金融危机的认识不同,各自的利益关系也不同,从而不仅无法达成对日本金融改革的共识,也无法形成对金融改革的全面规划,最终导致日本政府无法及时救助有危机的金融机构,即便后来也采取了救助行动,但公共救助的资金规模还是赶不上日本金融机构不良贷款的增加速度,这是造成日本金融改革十年来一直成效不彰的根本原因之一。直到最近日本的金融改革才有所起色。

就韩国来说,1997 年金融危机导致了韩国陷入了国家危机之中。面对着当时的国家危机,韩国全社会上下都有坚决改变以往陈旧金融体系的决心,加上行政机构的积极推动及民意机构的高度支持,从而形成了韩国朝野上下对金融改革的高度共识。另外,在金融改革的政策工具选择上也较少有歧见,由此使得韩国能大刀阔斧地进行金融改革,并且取得了明显的成效。自 1997 年以来,韩国政府动用 26.5%的 GDP 来解决金融危机。经过几年改革,韩国银行的资本充足率已由 1999 年的 7.4%上升到 2001 年的 10%,银行不良贷款率也从 1999 年的 12.9%下降到 2001 年 3.4%,金融机构的整体盈余绩效从 1999 年的负 9.7 万亿韩元改善为 2001 年的正 5.3 万亿韩元。由此,韩国的整个金融体制得到了全面改观。透过韩国的金融改革,有三方面的成功经验:一是当时国家危机意识的压力;二是韩国政府处理金融危机是在整个社会及政府共识下进行的;三是金融改革透明性,不但定期公布白皮书,而且还向国会进行系统报告等。

金融改革的分立性已成金融改革主要障碍

对照目前中国的金融改革,尽管近几年来在各方面都取得了不少成绩,但中国金融改革过程中所面临的政策分立性却是随处可见。比如,出台一个关于房地产宏观调整的政策也要多部委签名;一个部委出台一项政策会遭到另一个部委的反击,如央行出台一个关于房地产金融的 121 文件,却立即遭遇到另一个部委主持下由国务院名义又一个文件来取消;一个部委出台一份研究报告另一个部委新闻发言人出来反对等。

这些现象说明了什么呢?最主要的是说明了我们金融改革或政策的分立性。可以说,尽管我们的每一次金融改革都会涉及到方方面面的利益与关系,尽管这些利益和关系需要不同的部委或部门进行协调,这样才能更好地落实金融改革,但这种协调如果仅仅表现在政策的分立性上,那么这意味着我们还是无法达成金融改革的一种普遍共识,更是无法形成反映整个社会利益的法律与法规。在这种情况下,势力强大的既得利益集团往往会主导一些法律法规的制定,从而有可能会让整个金融改革偏离其既定目标。比如,国内房地产市场的宏观调控已经好几年了,但为什么效果不显著,最大的问题就在于政策的分立性,在于难以协调不同的部委、不同的部门及不同的利益集团之间的利益和关系,最终导致我们无法认真实施政府出台的相关房地产调控政策。

由此可见,政策的分立性可能已成为影响目前国内金融改革的障碍之一。从日本和韩国的经验教训看,如果中国的金融改革无法从这种政策的分立性中走出来,那么金融改革要想取得很好的成绩似乎是不可能的。而且,从目前我国出台的不少金融政策看,有些金融改革是按民主化程序进行的,政府决策也具有一定的民主性,如股权分置改革。但是,有些金融改革的政策透明度并不高,政策的分立性现象也十分严重,如四大国有银行改革。在后一种情况下,金融改革的非透明性使得我们不得不为一些金融政策付出高昂的改革成本,而且这些金融政策也可能成为某些利益集团的谋利工具。

事实上,金融政策的分立性不仅表现为金融决策的非透明性,而且还表现为金融政策议程设置的非透明性。当一国面临各种挑战时,政府应对这些挑战的资源如财力、人力、信息和时间等都是十分有限的,因而政府对诸多金融政策的选择会有所取舍,而且在具体决策之前也不得不有所抉择。也就是说,哪些金融问题重要或哪些金融问题不重要,都是金融政策议程设置的选择结果之一。如果在金融政策议程设置上依然非透明化,那么金融政策的分立性在政策确立之前就已经产生了。但是,从目前看,相关政府职能部门还没有真正意识到这一点,国内也没有相应的法律或规则来明确这一点。

总之,金融政策的分立性已构成了影响目前国内金融改革的重要障碍之一,如何从这种政策的分立性中走出来是目前中国深化金融改革的一条必由之路。从政策的分立性中走出来,就得增加金融决策的透明性,就得增加金融政策议程设置的透明性,并要辅之以有效的法律制度予以保障。这样,中国才能走出一条金融改革的成功之道。