

市场结构和资产结构重大调整: 从单一股票市场转向多层次市场

□ 课题主笔:中国人民大学金融与证券研究所所长 吴晓求教授
联合策划:中国人民大学金融与证券研究所 上海证券报
执笔:中国人民大学金融与证券研究所 应伟伟 杨茗茗 余佳

随着我国经济的高速发展,资本市场也有了长足的进步。目前我国资本市场主要由股票市场和两个证券市场组成,上海、深圳两个证券交易所的交易网络覆盖全国,二级市场发展迅猛,初步完成了资本市场的初创阶段。交易品种也从单一的股票交易逐渐发展为以股票交易为主,包括债券、投资基金、可转换债券以及权证等多种金融工具。市场交易活跃,特别是股票市场。可以说,中国的资本市场已初具规模,为进一步深化战略转型创造了条件。

中国资本市场结构的单一性及其带来的功能缺陷

1、中国资本市场结构的单一性
与成熟市场相比,结构单一是我国资本市场的一个显著特征。突出表现是相对与股票市场而言,债券市场的规模较小。以至于在很多场合,一谈及资本市场,人们就将其等同于股票市场。虽然近几年我国的债券市场发展迅速,但与国外成熟市场相比,我国债市无论是市场规模、债券品种,还是市场发展程度,都存在着相当大的差距。具体表现为:
第一,市场规模过小,根据2005年的数据,我国未清偿债券总量只占GDP的28.7%,而发达国家则平均高达90%以上;
第二,品种过少,结构不合理。我国债券品种主要有国债、金融债、可转换债、公司债等,以国债为主,而作为债券市场重要组成部分的企业债券规模较小,仅约为国债余额的8.8%;
第三,期限利率结构单一,一年以内的短期债券和十五年以上长期债券少见;
第四,市场参与者单一,金融债券几乎全部为政策性银行发行的准国债性债券,企业债券全部为大型优质国有大企业所发行,都是AAA级,也具有准国债性质;

第五,债券流动性差,市场体系不完善,相关制度不健全等。
股票市场与债券市场发展不平衡,严重制约着企业直接融资的渠道和结构。我国企业融资结构不平衡,间接融资比重大,平均维持在80%左右,直接融资比重过小。直接融资中,企业特别偏好股市融资,企业债的规模明显不够。
2、中国资本市场结构单一性带来的功能缺陷
首先,资本市场结构的单一性不能满足融资者优化资本结构的需要。
企业融资结构或资本结构是企业财务决策的核心问题,不同的资本结构产生不同的资本成本,利益冲突及财务风险,进而影响到公司的市场价值。如何通过融资行为使负债和股东权益保持合理比例,形成一个最优的资本结构历来是金融理论研究的重点。现代资本结构理论以MM理论为开端,具有较为严密的理论体系。

莫迪里安和米勒(Modigliani & Miller)对基本结构和公司价值之间的关系作了开创性的研究,并于1958年发表了著名论文《资金成本、公司融资和投资理论》,提出:在市场完全的前提下,即在无税收和交易成本以及个人和企业借贷利率相同的条件下,企业的价值与资本结构无关。这一结论后被称为MM理论。虽然MM理论的假设条件过于苛刻,与现实相距甚远,但它为现代资本结构理论提供了方向和基础。此后的许多资本结构理论都是在MM理论演变而来,是在放宽对MM理论假设条件下对MM理论的拓展,尝试在市场不完全的框架中通过对融资成本、信息不对称等问题的研究来解释资本结构的差异。其中影响最广的是权衡理论(Trade-off Theory)和融资优序理论(Pecking order Theory)。
权衡理论是莫迪里安和米勒对MM理论的直接扩展。该理论考虑了债务利息的税收屏障作用和债务成本及风险,如破产成本和财务困境成本。随着企业债务的增加,债务的税收屏障价值会逐渐被增加的巨额利息抵消,企业破产的可能性加大,债权人在债务契约的限制条款中提出更加苛刻的条件等。企业也会面临信用等级下降以至筹资成本增加等种种不利因素。这就需要企业在决定资本结构时有一种权衡,寻求最优资本结构,在一定程度上

上,在一定范围内达到均衡,为股东创造最大价值。这种均衡根据国家、行业、企业的具体特点而不同。一个企业的资产总值大小、现金流的稳定性、管理层能力高低等,都有可能影响企业的最优资本结构。
优序融资理论(Myers and Majluf, 1984)放宽了MM理论完全信息的假定,以信息不对称理论为基础,认为投资者缺乏评价企业的有效信息,只能根据企业所选择的资本结构对企业进行估值。当企业宣布融资方式时,实际上向投资者传递了关于企业经营状况的信息,引起股价变动,所以该理论也被称为信号理论(Signaling Theory)。一般认为,企业管理层在决定是否进行股权融资时,首先考虑的是目前企业股价是被高估还是低估。如果企业前景不大乐观,股价被高估,短期内会下跌,管理层会选择股权融资,以期望在股价下跌时有新股东分担损失。反之,则进行债务融资,在股价上涨时,原股东的利益不会被新股东分享。所以优序融资理论认为:在信息不对称下企业会优先考虑内部融资,避免通过发行普通股或其他风险证券来取得对投资项目的融资;只有在内部融资不足的情况下,企业才会通过外部融资解决部分资金需要;外部融资会从发行风险较低证券开始,然后才是股票,因为债务融资可以传达更为健康的信号。即优序融资理论可简化为:企业将偏好内部融资,然后是债券,可转换债券,优先股,最后才是股票。该理论认为,企业没有所谓的最优资本结构,企业目前所拥有的资本结构只是企业经营过程中资金短缺和积累共同作用所处的一个阶段。

以上理论分析说明,在现实的非完美的资本市场中,由于存在信息不对称,存在税收等摩擦因素,企业会不断优化其资本结构。如果资本市场上,发行债券的规模受到管制,就会约束企业优化资本结构的行动。
其次,资本市场结构的单一性不能满足投资者多样化投资的需要。在资本市场上,不同投资者有不同的风险偏好和风险承受能力。可以肯定的是,有大量投资者不愿意投资于高风险的股票,也不愿意投资于国债或银行存款这样的“无风险”产品。他们愿意投资风险和收益程度都介于二者之间的产品——企业债券。因此,资本市场的单一性实际上有可能将大量的这类投资者“挤出”资

本市场。也不利于缓解主板市场的压力,以及减小国际游资冲击造成的市场波动。

我国资本市场与作为全球金融中心的成熟市场的资产结构比较

应该看到我国资本市场的发展仍相对滞后,离发达和高效的资本市场距离还很大,与整个国民生产总值的规模相比显得份额偏低。
首先,中国股票市场的绝对与相对规模都远远小于西方发达国家的股票市场。每年新上市公司的数量、股权筹资金额、上市公司总市值所占GDP的比重与西方发达国家相比,差距较大。1996至2005年间,中国上市公司的总市值仅占到GDP的31.4%。而同期,美国上市公司的总市值占到GDP的138.9%,英国则高达153.7%。
可见我国资本市场还是一个不成熟的市场,远远不能满足大批企业在资本市场融资的需要,其功能还没有充分发挥出来。

其次,我国内地资本市场交易体系层次结构缺失,基本上由上证、深证两家证券交易所“一统天下”,场外系统极不发达。对比英美发达资本市场的多层次性,我国资本市场层次单一,无法满足市场上日趋多元化的要求。
第三,品种结构上,我国投资工具品种单一,主要包括股票、债券、基金、股指期货、期权等还不存在。债券市场的发展明显落后于股市的发展。我国企业每年利用债券市场筹集的资金仅相当于股市筹资金额的74%,而在发达国家的资本市场,比如美国,企业通过债券市场筹集资金是股市的4.46倍,英国则高达4.9倍。下文将重点从品种结构上对我国资本市场结构进行分析,特别是债券市场发展滞后的原因、对策以及发展趋势。
无论是均衡理论还是优序融资理论,债务融资应该是企业融资的一个重要组成部分,而债券市场也应该是一国资本市场的重要支撑。西方发达国家的资本市场大体可分为两类:一类是以美国和日本为代表的市场主导型资本市场。在市场主导型资本市场中,融资主体可以灵活地根据自身和市场渠道的变化选择合理的、低成本的融资方式。另一类是以日本和德国为代表的银行主导型资本市场。无论是在哪一类资本市场中,债券市场都是重要组成部分。特别是企业债,每年上市

公司都会从债券市场中筹集很多资金。与发达资本市场相比,我国债券市场发展滞后。

我国债券市场特别是公司债市场发展滞后的多因素分析

我国资本市场发展不平衡,债券市场发展相对滞后,原因是多方面的:
1、资金成本
资金成本是公司融资行为的重要因素。发行债券需要在预定的期限内支付利息并到其偿还本金,而发行股票则不需要归还本金,但须支付股利。从高风险高收益的理论角度来说,股票因其风险大,投资者要求的收益率高于债券投资者所要求的收益率。所以,股权融资的成本要高于债务融资的成本。从我国实际情况来看,由于证券市场的过小规模与投资者巨大需求之间存在反差,以及非流通股的大量存在,证券市场市盈率和股价长时间维持在较高水平,而与之相比的公司派息水平则显得微不足道,因此投资者并不指望通过获取公司的派息来得到投资回报,而是希望在市场的短期投机行为中获得资本利得。与债务融资必须还本付息的“硬约束”相比,配股融资具有“软约束”的特点。股权融资实际上成为一种长期的无需还本付息的低成本资金来源,这是上市公司偏好股权融资的重要原因。
2、监管过严
多头审批、额度严格控制在很程度上影响了企业债的发展。从1999年起,国家计委(即现在的国家发展与改革委员会)全面负责企业债的额度安排与监管发行,中国人民银行负责企业债利率管理,中国证监会与证券交易所负责企业债上市审批。这造成企业债发行申报复杂,审批周期漫长,通常一只企业债从申请到发行,需要一年的时间,令企业债的扩容速度受限。额度控制等措施也严重制约了企业债券的发行。目前每年由国家发展与改革委员会和人民银行共同编制年度债券发行计划,报国务院批准后下达各地执行。拟发行企业债的单位必须经过地方计委和地方人民银行向国家发展与改革委员会和人行申请发行额度。对企业债发行人为的规定,不符合市场化的要求,不利于企业债的发展。而且企业债市场的政策、制度环境不稳定,发行规模时大时小,政策时紧时松,严重影响了企业发债的积极性。

发展债券市场的六点政策建议

为了平衡资本市场的全面发展,改善资本市场的运行效率,应积极发展中国债券市场。随着我国经济的快速发展,资本市场运行中长期积累的一些深层次矛盾逐渐显现,其中一个重要的方面就间接融资比例过高,直接融资比例过低,企业债发展滞后。这种不合理的资本市场结构不仅蕴涵着较大的金融风险,而且制约了经济的进一步发展。要解决中国资本市场结构的这种不平衡,一个重要途径是要全面发展资本市场。债券市场作为资本市场的最重要组成部分,可以提供有效的直接融资工具,这对改善我国资本市场结构具有重要意义。发展企业债券市场对优化资源配置、提高资金使用效率、提供低风险投资产品等方面具有重要作用。

1、放松管制, 扩大规模

逐步放松对企业发行债

券的管制力度和发行额度的限制,降低企业发行债券资格的审核标准。尽可能的扩大企业债券发行主体和发行规模。允许企业发行不同级别的债权,这将有利于信用评级业务的开展和信用制度的建立,也可推进利率市场化的进行。积极探索资产证券化方式,允许地方政府发行政府债券。调整政府的职能和监管方式,将政府的管理重点由制定和分配额度、直接选择发债企业转变到规范发行主体、培育和规范社会信用评价机制上来。发债资格和额度的确立应向注册制转变等。

2、统一债券市场, 提高运行效率

目前中国的债券市场人为地分割为银行间债券市场、交易所债券市场和凭证式国债市场三部分。银行间市场没有企业和居民参与,交易

所市场只面向机构投资者,凭证式国债基本不流通。建立统一的证券市场,规范证券市场交易、登记和结算体系,推出便捷的交易平台和交易方式和完善证券交易服务体系,有利于企业债的发行和流通和提高交易效率,防范系统性风险。

3、规范信用评级机构, 建立社会信用体系

清理信用体系中的制造虚假信息的行为,强化社会信用基础,规范信用评级机构,建立风险赔偿机制。建议对信用评级机构实行风险连带责任,对自己在评级过程中出现的重大遗漏、虚假记载、误导性陈述等行为且对债权人造成的损失,承担赔偿责任。政府应严把信誉关,提高评级质量,增加投资者对评级结果的信任度,使投资者能够根据所披露的信息和信用评级结果,做出理性的投资决策,充分发挥市

场约束机制的作用。

4、大力推动债券产品创新

目前,中国债券市场品种比较单一,政府债券、政策性金融债占了中国债券市场的绝对比重,企业直接融资工具品种匮乏,企业债券规模很小。应加大产品创新力度,发展企业短期融资券、金融债券、资产支持证券、债券买断式回购和债券远期交易等债券工具。扩宽企业和金融机构的融资渠道,降低融资成本,优化社会融资结构。

5、放宽利率管制, 债券价格市场化

债券是利率产品,利率市场化是发展债券的前提。推动利率市场化,用利率水平的高低来量化债券风险。根据风险大小、债券投资级的高低,推出的收益率,拉开不同债券的档次,吸引

不同类别的投资者,增加整个债券市场的流动性和吸引力。利率市场化也有利于降低国债发行的成本,减少中央财政的负担,真正发挥国债利率作为基准利率的作用。

6、大力发展机构投资者

机构投资者与个人投资者相比,具有较强的专业性、市场影响力较大、行为比较规范、注重诚信等特点,有利于促进债券市场的合理发展。应减少机构投资者进入资本市场的体制障碍,拓宽合格资金入市渠道。大力发展投资基金市场和中长期信贷市场。应当考虑在推出QFII的基础上,积极推出QDII及CDR等。此外,还应当进一步加强与相关国际组织及境外证券监管机构的联系与合作,加快中国资本市场国际化的步伐。

资本市场层次对比

| | 美国 | 英国 | 中国(内地) |
|-----|-------------------------|-----------------|------------|
| 层次一 | NYSE、NASDAQ | 伦敦证券交易所:LSE | 上证、深证交易所 |
| 层次二 | 公开报价系统:OTCBB和Pink Sheet | AIM:二板,针对高增长型公司 | 无 |
| 层次三 | 地方性柜台交易市场 | 区域性市场 | 曾短暂出现,现在没有 |
| 层次四 | 私募股票交易市场 | OFEX:针对上市的证券 | 无 |

上市公司债权筹资与股权筹资比

| | 2000 | 2001 | 2002 | 2003 | 2004 | 2005 | 平均 |
|----|------|------|------|------|------|------|------|
| 中国 | N/A | 0.19 | 0.46 | 0.55 | 0.50 | 1.97 | 0.74 |
| 美国 | 1.03 | 6.11 | 5.06 | 7.27 | 3.62 | 3.65 | 4.46 |
| 英国 | 3.61 | 3.93 | 3.63 | 6.28 | 6.94 | 4.98 | 4.90 |
| 日本 | 4.74 | 5.14 | 5.67 | 2.61 | 2.54 | N/A | 4.14 |

数据来源:根据《中国统计年鉴摘要2006》、NYSE网站等的数据计算而得

企业债券发行额

| | 2000 | 2001 | 2002 | 2003 | 2004 | 2005 | 单位:百万美元 |
|----|---------|----------|----------|----------|----------|----------|---------|
| 中国 | 1007.28 | 1783.98 | 3944.17 | 4344.66 | 3968.45 | 7936.89 | |
| 美国 | 365500 | 669500 | 465000 | 641400 | 591900 | 683700 | |
| 英国 | 148539 | 129033.8 | 130488.5 | 195105.7 | 234050.8 | 268882.2 | |
| 日本 | 1271.09 | 1104.17 | 1116.62 | 1669.57 | 2002.83 | N/A | |
| 德国 | N/A | N/A | N/A | 26856.3 | 131690.3 | N/A | |

数据来源:根据《中国统计年鉴摘要2006》、NYSE网站等的数据计算而得

2020年: 中国资本市场 资产结构预测

到2020年,中国的经济总量按照购买力平价计算,应该接近甚至超过美国。在那时,市场经济体制已基本建成。相应地,中国资本市场的资产结构也将发生巨大变化。

1、2020年中国资本市场变成一个多层次的成熟市场

除了上海、深圳两个主板市场外,2020年中国内地将出现一些区域性股票交易市场。这些市场主要为规模更小的企业提供融资服务,其运行模式可能采取柜台市场(OTC)模式。不同类型上市公司数量将以万计。股票总市值对GDP的比例将达到100%左右。

2、债券市场在资本市场中的地位将大大提高

我们估计到2020年,中国债券市场发行规模对股市发行规模的比率将达到2-4倍。债券市场的品种将非常丰富。一年以内的短期债券和15年以上的长期债券都将作为常见的投资产品。发行债券的企业,其风险特性将各不相同。高风险的垃圾债券也将作为重要的投资品出现,并成为兼并收购等项目的重要融资工具。

3、债券市场的国际化程度大大提高

到2020年国内债券市场的国际化程度大大提高。首先,外国投资者将成为国内债券市场的重要参与者,中国国债将变成许多国家中央银行外汇储备资产的一部分,中国企业债也将变成大型金融机构全球资产组合的组成和一部分。其次,人民币“外国债券”市场的规模将变得很大,即国外政府、企业在中国大陆发行以人民币为面值的债券规模将很大。第三,由于人民币的国际化,到2020年在海外还将出现相当规模的人民币“欧洲债券”市场,我们认为我国香港可能成为最重要的人民币“欧洲债券”市场,上海也将为人民币“欧洲债券”交易提供离岸市场服务。