

Opinion

■大历史-新观察

中国走向资本大国还要解决哪些问题

随着沪深股指的不断推高,中国资本市场越来越多地受到全世界的关注。中外历史表明,中国要崛起,离不开一个强大的资本市场,而中国在走向资本大国的过程中,必须克服体制和机制的缺陷。

◎邓聿文

随着沪深股指的不断推高,中国资本市场越来越多地受到全世界的关注。最近,英国《金融时报》以股市市值和证券化率为衡量标准,载文称中国已然是一个崛起的资本大国。单从上述两点来说,中国的确称得上是一个资本大国。从2005年开始股改至今,沪市连续突破3000点、4000点和5000点大关,创下了超过5500点的历史新高。沪深总市值已达25万亿元,与2年前的3万亿元市值相比,简直不可同日而语。目前,中国资本市场无论就市值还是证券化率而言,都已具有令世界瞩目的影响力。中国资本市场的崛起意义重大。《伟大的博弈》一书作者约翰·威尔逊说,美国经济的强大,并不在于它的GDP总值位居世界第一,而主要因为它有一个世界上最强大的资本市场,以及资本市场所带来的发现筛选机制和资源调配能力。中国如果要成为世界经济大国,而不仅仅满足于做世界的加工厂,没有一个具有全球影响力的股市,是不可能的。

对于资本市场的作用,我们可以从以下几方面来分析:第一,从银行体系构成看,中国的银行要达到8%的资本充足率国际

标准,按照股改前资产规模,至少需要一万亿左右的资本。这么大的资本规模,没有股市支持,难以解决。第二,从社会保障看,社保基金要实现增值目的,也离不开股市发展中受益。而只有社保基金增值了,才有更多的社保资金用于保障全体国民的福利。第三,从宏观调控看,只有股市发展壮大,才能使目前负债很高的国企,以很好的条件扩充企业资本金,有能力应对经济紧缩周期的冲击。第四,从应对流动性过剩看,只有大力发展资本市场,完善金融工具,丰富金融产品,才有可能让全世界的钱助推中国经济发展,化解流动性过剩问题。第五,从产业结构调整和升级看,股市越发展,其资源配置功能就越能发挥作用,而资本市场并购和重组等市场筛选机制将创造出更多的创新型产业。第六,通过资源配置功能的发挥,资本市场还能拉动落后地区的发展,促进技术的扩散和转移,并支援社会主义新农村的建设。总之,当资本市场变得非常强大的时候,中国大部分的金融资源将以市场化方式进行配置,中国经济也会因此变得更加安全和富有弹性。

中国资本市场来之不易的成就,归结于15年来特别是在最近的几年里在基础性制度建设、发行体制改革、上市公司质量以及投资者结构等方面进行的探索和改革。特别是股权分置改革的成功,使资本市场被扭曲的机制扭回到正常的运行轨道之中,资本市场开始真正发挥其巨大的经济推进力作用。中国资本市场成绩斐然。然而,是不是凭借这些成就就可以说中国已经是一个崛起的资本大国呢?答案当然没那么简单。我们最多只能说,中国正在大踏步地向资本大国迈进。那么,现在影响中国成为一个资本大国的因素还有哪些呢?我们还得回到资本市场本身来看中国资本市场问题。简而言之,资本市场有三大功能,即融资功能、价格发现功能、资源配置功能。随着股改对一系列重大制度的逐步解决,中国资本市场的上述功能在一定程度上有所恢复,但远没有充分发挥。以融资功能为例,虽然2006年以来内地市场累计筹资5200亿元,比此前5年的累计筹资还多1200亿元,特别是各个行业龙头、大型央企相继在内地市场发行上市,企业的直接融资比例相应有所提高。但是与通过银行信贷的间接融资相比,股市上筹得的

这些资金只能是小巫见大巫。根据央行上海总部的统计,2006年,上海企业融资总额中,股权融资的比重为8.4%,债券融资的比例为13.9%,企业融资绝大部分仍依靠传统的银行信贷方式。可见,中国的金融市场还是一个以银行信贷为主导的市场。而直接融资规模相对较小,融资功能不能充分发挥,其价格发现功能和资源配置功能也就受到限制,因为两者是以前者为前提和基础的。之所以这样,从制度上看,主要是因为中国资本市场还严重受制于政府的管制,没有完全处理好政府和市场的关系。一般来说,政府和市场的关系是一个良性互动和逐渐变化的关系。在市场建立的初期,需要政府制定游戏规则引导市场方向。但随着市场的逐步成熟,政府的这一角色要慢慢退出,更多的是维持市场公正,也就是监管职能会显得相对更重要一些。随着市场的不断进化,完善和制定新的规则就更为重要。而中国股市“政策市”的称呼,便是对中国资本市场高度行政化的一个形象说明。股市的发展是一个市场化过程,其客观基础是经济主体的产权约束和市场信用规则,但中国股市十几年来,靠的却是政策调节股市供求,引导股市走向。中国股市的行政化,成为一个“有计划”的资本市场。这种“计划性”突出表现在政府通过指标与审批制来选择上市公司,通过管制来维护股市的平稳运行。行政化的后果,一是容易造成“寻租”。二是会出现对民营企业和小高新技术企业的“所有制歧视”,导

致它们无法上市融资,资本与有效率的投资机会相分离。三是不容易形成市场化的定价机制。四是上市公司业绩不稳定,容易累积股市制度风险。表面上看起来,我国上市公司现代企业制度之形应有尽有,但由于上市公司实行的是行政化约束机制,因此,即使上市公司效益不好,它也可以通过信息包装机制获得增配股或保留上市资格,由政府出面进行资产重组,免除被退市的命运。另外,还有中小投资者合法权益的保护问题。从投资者保护机制看,股市最重要的是要做到公正。公正的现实就是保护投资者利益,特别是中小股东的权益。但现实是,投资者合法权益的保护机制还没有从根本上得到完善。就股东权益特别是中小股东来说,必须扩大其知情权和提案权,建立关联股东的回避表决制度、代位诉讼制度以及分类表决制度等一系列公司内部股东合法权益保护机制,才能有效杜绝大股东侵犯中小股东利益的事情发生。当然还有其他问题,这里就不一一列举。中外历史表明,中国要崛起,离不开一个强大的资本市场,而中国在走向资本大国的过程中,必须克服上述体制机制缺陷,尤其是缓解行政化权力对市场过度干预。只有中国股市建立了一个市场化的运行机制,优秀的上市公司成为市场主流,监管者审时度势依法进行管理,投资者理智而成熟,股指和市值才可能与宏观经济琴瑟相谐,中国资本市场也才能真正进入黄金发展期。

■看法

按套内建筑面积售房有利于减少面积欺诈

◎贾必

以后,广州市买房只要算套内面积就可以了,无需再管建筑面积。10月1日《物权法》实施当天,广州市在全国率先公示相配套的测绘办法——《关于建(构)筑物房地产测绘中贯彻实施物权法若干问题的通知(征求意见稿)》,首次提出小区共有建筑面积不进行分摊到户,即取消了房产证上的公摊面积说法,以后市民买房只看套内面积就可以了。建设部在2001年颁布的《商品房买卖合同》示范文本,规定了商品房销售三种计价方式:一是“建筑面积”(套内建筑面积+分摊的公用建筑面积),二是“套内建筑面积”(套内使用面积+套内墙体面积+阳台建筑面积),三是“套”。但是,除了个别有明确要求的城市外,绝大部分开发商采用的都是按“建筑面积”卖房。业内人士的普遍看法是,按“建筑面积”卖房更容易诱发开发商的暴利和欺诈,按“套内建筑面积”卖房相对而言对消费者更有利。按照“建筑面积”卖房对于开发商的好处显而易见:其一,“公摊面积”的计算不透明,开发商可以自由发挥,增加“额外”收益。尽管有关部门对“公摊面积”也曾作出种种规定,但是,由于“公摊面积”的计算和标准相对专业,公众普遍不熟悉,一些开发商会通过做手脚,增加“公摊面积”,而增加的部分自然会进入“建筑面积”,从而使“建筑面积”计算的总房款增加,让消费者多花钱冤枉钱。其二,开发商可以通过多造建筑物虚增出来“公摊面积”,将建筑成本转嫁购房者,而由自己将“虚增”出来的建筑占有、出租或出售,以此获得收益,这等于是购房者出钱而由开发商独享收益。最明显的例子就是车库、地下室,一些不良开发商把地下室和车库作为共用面积悄悄分给业主,随后又单独出售,等于是双重获利。其三,现在的物业管理费和供暖费等,基本上都是按“建筑面积”收取的,这样对消费者存在着明显的不公,比如,“公摊面积”并不供暖。如果“公摊面积”不实,消费者所承担的不仅仅是购房时多支付房款,还不得不在今后的几十年中不断支付更多的成本。尤其是在今后物业费开征以后,按“建筑面积”买房、售房对消费者的不公将更直接地体现出来,而按照“套内建筑面积”来计算,消费者就可以少支付不少冤枉钱,减少居住成本。其四,开发商增加“公摊面积”的伎俩不易为消费者发现。根据《房产测量规范》的规定,成套房屋的“套内建筑面积”由套内房屋的使用面积、套内墙体面积、套内阳台面积三部分构成。消费者可以据此轻松计算出“套内建筑面积”,得出所购房屋面积有无缩水,从而及时维权。而通过“建筑面积”买房,消费者对分摊面积是多少、是否合理都不清楚,很难进行维权。尽管如此,据中消协统计,近年来,商品房面积不实的投诉仅次于工程质量问题的投诉而居第二——倘若公摊面积透明,相关投诉恐怕还要大幅度增加。因此,买房根据套内建筑面积计算有利于减少商品房面积欺诈,对于消费者是有利的。其实在《物权法》出台后,全国都应该根据“套内建筑面积”买房、售房。《物权法》规定:“业主对建筑物内的住宅、经营性用房等专有部分享有所有权,对专有部分以外的共有部分享有共有和共同管理的权利”。而目前房屋共有权对应的共有建筑面积是通过分摊方式获得的,即把其分摊到户,违背了《物权法》精神。实际上,据笔者所知,西方发达国家没有一个是按照“房屋建筑面积”买房、售房的,大都是根据“套内建筑面积”或“套内使用面积”(每套住宅户内除墙体厚度外全部净面积之和)来计算房屋面积,就是充分考虑到了“建筑面积”欺诈的因素。当然,按“套内建筑面积”买房、售房,也须防止开发商压缩楼盘的公共空间,降低楼盘的品质。在这方面,广州市防范于未然的做法值得借鉴。广州市出台的《意见稿》规定,小区共有建筑面积不作分摊,而以“另共有面积”方式登记,并将建筑物的共用部位使用分项列明,使业主更清晰了解自己的共有面积的使用范围及构成要素,并合法有效地运用自己的专有权和共有权。

“企业债热”的非品种意义

◎诸葛立早

企业债在一点点热起来,以常人没那么明显感知的速度一点点热起来。在中国证监会8月14日正式颁布实施《公司债券发行试点办法》后,金地集团率先对公司债“示好”,于8月22日通过了发行公司债券的议案,并于当日发布召开股东大会通知以讨论相关议题,其急切心情可见一斑。而长江电力更是捷足先登,从提出发行公司债券议案到中国证监会审核通过,仅仅经过了短短27天。如此高效率令其他上市公司发债热情随之“点燃”。统计显示,目前上市公司公司债的拟发行规模已突破300亿元。据一家财经报纸的记者从发改委获悉,今年第二批企业债的发行额度已确定为995亿元,略高于第一批企业债992亿元的额度,两批合计1987亿元,刷新年度历史纪录。对于企业债的“热”,有人评论说,这是在股票市场指数高企态势下,给投资者提供一个相对比较安全的品种。这话当然不错,但在我看来,当下的“企业债热”,不仅是资本市场本色的一种回归,而且有助于提升资本市场为实体经济服务的力度。债券与股票,是完整的资本市场的两大“主角”。在我们这儿,它们却有点“跛足”。我国的债券市场,如果把央票、短期融资券都算在内,规模在近年来增长很快。但是,与企业、居民、实体经济活动相关的债券比重太低,充斥的都是金融类债券。于是乎,A股发行B股银行买,商业银行发行政策性银行买,证券公司发行商业银行买,央行发行商业银行买,如此转来转去,资金只在各类金融机构之间转圈,很少落到实体经济中去。须知,金融是为经济服务的,金融产品不为实体经济服务,不和实体经济相关联,它就很可能产生泡沫,市场中所形成的价格和其走势,也很可能不反映市场的真实情况。在这种格局下,货币当局有很多调控手段,特别是利率调整,到头来往往是使这样一些持有债券的金融机构的收入此长彼消,对实体经济影响较少。这不能不说是我国资本市场的一种缺陷。就此而言,企业债的“热”,有“一举两得”之功。从企业方面看,债券融资虽然形成公司的负债,但长期债务的资本化特征则受到企业欢迎,企业可以在一定时期,一定程度上视为自有资金加以运用,从而减轻还款压力,服务于实体经济。对市场而言,民间资金十分充沛,投资人对企业债券这种低风险、高收益投资品种需求巨大。而这次“07长电债”除了作为首单公司债券的标杆意义,在定价方面,它作出了创新,采取了市场化的询价方式确定票面利率,询价的定价方式更加市场化一些,充分反映了市场的投资需求,这对真实市场利率的把握,无疑是一帖“良剂”。

日前,央行发布公告,支持公司债在银行间市场发行,交易流通和登记托管,“企业债热”的非品种意义,我们可以细细体味。

提供优质低价公共产品是政府责任

◎李会霞

从10月7日起,北京市轨道交通全路网实行单一票制,票价为2元/人次,即乘客乘坐轨道交通一次出行,不论乘坐距离长短和换乘次数多少,使用一卡通或现金购票,均为2元/人次,北京因此成为全国地铁票价最低的城市。据测算,相对以前的票制票价,实行“全程2元”单一票制后,绝大多数乘客的出行费用将减少,80.2%的乘客平均每人每次减少支出1.3元。与此同时,深圳副市长张思平就该市公交车降价方案对媒体公开表示,深圳市公交车票价将下调,此次出台的降价方案降幅最小的可达20%,最大的超过74%,平均在25%以上。公共交通属于政府应当提供的公共产品,国际上一般用两个标准来衡量政府在这一方面的服务是否到位。一是公共交通质量,二是公共交通价格。从公共交通服务质量方面来看,世界发达国家在这方面都投入很大,而且很多方面做得很有创意,甚至包括一些细节,包括一些需要特殊服务的人群,政府都一一考虑周全。比如,在美国的许多公交车上,一般都有升降梯,专门为行动不便的老人或坐着轮椅的残疾人提供服务。从公共交通服务的价格来看,世界发达国家一般都在不断降



低公共交通价格。政府提高公共交通服务质量、降低价格,有很多好处:其一,它有利于促使人们主动选择公共交通工具,防止因私家车泛滥导致的堵车现象,保持交通的顺畅,节省出行的时间成本,提高整个社会的运行效率。以芬兰为例,芬兰的公共交通效率最高,服务质量好,得到世界公认。其中,赫尔辛基的公共交通,市民满意率达93%。目前,在赫尔辛基市中心,70%的人乘坐公共交通工具上下班。相比之下,我国公共交通工具发展落后,服务质量跟不上,而服务价格偏高。调查显示,目前我国公共交通的分担率不足10%,特大城市也仅有20%左右,只有欧洲、日本、南美等大城市40%-60%出行比例的1/3至1/2。其二,公共交通发达有利于减少空气污染。国家环保总局的数据显示,我国大城市空气污染中,约79%来自机动车尾气排放。机动车辆越多,空气污染程度越高,尤其公共和私家车的快速发展对空气污染的危害很大,因为无论公车还是私家车,其载人数有限,与地铁、公交车等相比,人均排放污染物数量要高得多。公共交通的发展,公共交通分担率的提高,有利于减少空气污染。其三,在我国,公共交通的发达,有利于减少自行车等车辆的出行率,在目前阶段有利于缓解交通拥堵状况。我国公路设施服务无法满足不同需求,许多城市不得不服占自行车道来保持车辆通行,由此成了

■财经时评

公司债宜成为构建均衡金融结构突破口

当前,为构建结构均衡的金融体系,在进一步加快银行体系改革、构建多层次股票市场的基础上,关键是要大力发展企业债,特别是现在的公司债市场。在长江电力拔得公司债头筹后,预计未来公司债发行规模将逐步增加,公司债发展有望给资本市场发展提供基本要素补充,为其发展带来深刻的质变。

◎胡妍斌

金融结构(Financial Structure)是金融工具和金融机构的总和,主要表现是金融工具和金融机构的性质、规模、种类和集中程度。金融结构主要有德日银行主导型的金融结构模式、英美市场主导型的金融结构模式。20世纪80年代以来,金融结构在西方各国出现融合、协调发展之势。一方面,原来以间接金融为主导的德国、日本等国纷纷大力发展直接金融,向金融市场为主导

的金融结构靠拢;另一方面,在非银行金融机构以及其他国家全能银行的挑战下,英美等国的商业银行不断创新,以金融控股公司的模式回归混业之路。实际上,商业银行和资本市场具有互补性,商业银行作为中介具有信息优势,但信贷长限制了其长期资本供给能力,资本市场的股权或债权融资具有提供长期资本的效率,两者协调互动能满足不同投融资主体金融服务需要,更清晰地揭示风险,降低金融体系的系统性风险,起到取长补短,互相支

持的作用。这种作用在金融危机时期表现得尤为突出,1990年,美国银行业几近瘫痪,而正是资本市场弥补融资功能缺口,防止了经济严重衰退;1998年,美国资本市场陷入困境,商业银行代替资本市场将储蓄转化为投资,避免了金融混乱。亚洲金融危机后银行业崩溃造成经济持续衰退,正是缺乏一个有效率的资本市场,无法在危机时为经济发展提供所需要的资本供给。我国金融结构发展严重不均衡,一是直接融资远远落后于间接融资。间接融资占比近90%,直接融资占比仅为9.6%,远低于日本、德国、美国企业的直接融资50%、57%和70%的水平。二是直接融资中债券市场远远落后于股票市场。成熟的资本市场上,企业融资方式的选择上,是先债券融资,后股票融资,债券融资比例一般远远大于股票融资。美国目前债券发行的规模大约是股票发行规模的6-7倍,而企业债与股票筹资额仅大

致相当。规模方面,2006年股市市值增长163%,债券市场市值仅增长10%;截至今年8月末,沪深股市市值达到2355万亿元,债市总值1157亿元,企业债和短期融资券市值总和为0.61万亿元,不到同期股市市值的3%。三是债券市场中企业债远远落后于国债、金融债发展。美国债券市场是全球最完备的市场,目前公司债券在债券市场中占比19.8%,远远超过国债占比。我国债券市场存在着严重的失衡问题,8月末,国债、央票、金融债分别占比37.3%、32%和25.3%,企业债和短期融资券分别占2.9%和2.5%。企业债的滞后发展不仅使债券市场发展不平衡,也导致我国资本市场发展不平衡,使直接融资中长期远远落后于间接融资,这不利于金融市场的健康运行,成为我国金融结构的严重弊端。当前,为构建结构均衡的金融体系,在进一步加快银行体系改革、构建多层次的股票市场的基础上,关键是要

大力发展企业债特别是现在的公司债市场。在长江电力拔得公司债头筹后,预计未来公司债发行规模将逐步增加,公司债发展有望给资本市场发展提供基本要素补充,为其发展带来深刻的质变。高度重视和促进公司债发展,一是原则上规定只要经营合法、具有偿债能力,都可以通过举债融资,为所有公司提供公平的债务融资环境。二是放宽对公司债券投资者的约束,除了个人投资者之外,重点发展机构投资者,放宽商业银行业务、证券公司、社保基金等机构对公司债券投资的限制,同时引进国外的投资者,为其发展创造更好的供需环境。三是信用评级市场不成熟、缺乏受认可资质的评级机构,社会监督缺位是制约公司债发展的最重要制约因素,应大力支持信用评级市场发展,着力提升评级公司整体素质,为公司债发展创造良好的社会监督环境。(作者系交通银行发展研究部博士)