市场融资需求与多层次资本市场体系

纪　元（中国劳动关系学院）

金融市场是企业融资的主要场所。若按融资期限标准，可把金融市场划分为货币市场与资本市场：融资期限在一年以内的市场为货币市场，包括短期存贷款市场、短期拆借市场、商业票据市场、短期债券市场、CD 市场等；融资期限在一年以上的市场为资本市场，主要包括债券市场和股票市场。目前，我国各类企业解决资金需求的主要渠道是通过以银行贷款为主的间接融资方式，而通过资本市场直接融资的比例很低。这种状况一方面在商业银行体制改革没有到位的情况下会加重银行运作的风险，另一方面各类企业融资由于渠道单一也变得十分困难。

2004 年 2 月，国务院颁布了《关于推进资本市场改革开放和稳定发展的若干意见》，这是国务院自 1992 年以来首次下发的关于证券市场的专门文件。文件从 9 个方面全面、系统地阐述了资本市场发展的意义、指导原则和任务、需要完善的政策、资本市场的体系建设、上市公司的规范运作、中介机构的服务质量、市场监管水平、防范和化解风险以及资本市场的开放等一系列重大问题，是指导资本市场未来三到五年市场建设和政策取向，促进市场健康、持续发展的纲领性文件，这一文件的颁布和逐步落实将对资本市场的发展产生非常积极的影响，其中关于建立健全我国多层次资本市场体系的思想，尤其切中了目前资本市场的主要问题。解决这一问题，将会对我国的资本市场发展，乃至整个国民经济的结构调整和长远发展战略都会有十分重要的意义。

一、目前我国资本市场的现状与存在的主要问题

首先，目前，我国的资本市场是行政管制下的单一市场，其主要目的是“服务于国企改革”，为企业筹资成了市场的唯一功能，尽管近年也对资本市场职能定位进行了调整，强调优化资源配置功能的重要性，但由于市场定位的历史路径依赖，证券市场的监管效率仍然难以提高，一些上市公司的欺诈行为，在一定程度上是单一市场结构诱导作用的结果。单一层次的证券市场的融资和资源配置功能总体上非常有限，而且将不同风险偏好的企业集中在一个较高标准的主板市场上市，同时缺乏其他可供选择的直接融资渠道，那么，这种单一市场不仅不能满足各个层次的融资者和投资者的需求，而且还会导致资本市场金融资源的错位配置，助长投机行为。比如，目前我国的融资格局是以银行间接融资为主，证券市场的直接融资所占比例很小，而银行业又是国有商业银行业务规模占绝对优势，考虑其体制原因及成本因素，贷款倾向于全国大中城市中的大中型企业，中小企业很难获得资金支持；而单一的证券市场是一个没有经过细分的市场，以上海证券交易所和深圳证券交易所为中心的场内交易市场，按其市场准入条件来看应是服务于比较具有成熟产品的上市公司。它的规则是针对这类公司制定的，这类公司在上市之前已经盈利了，它能够持续地为股民提供红利。但在这之前，处于其他发展阶段的企业是这个资本市场实际上没有覆盖的。大中型企业在资本市场与货币市场上都可得到资金的支持，而小企业则从任何一个市场上都很难得到资金

支持，这种以企业规模而不是以企业经营效率为资源配置标准的运作模式，效率如何能够提高呢？

其次，货币市场与资本市场是处于被分割的状态，资金缺乏有规则的流动性。金融市场本来就是一个不可分割的、一体化的市场，行政管制上的分割并不能隔绝两个市场之间的资金流动，只不过在行政隔离条件下这种流动的成本更高、蕴含的风险更大而已。同时，这种资本市场与货币市场的隔离，一方面使得银行储蓄存款增长非常快，目前已经达到 11 万亿元以上的规模，另一方面证券市场资金融通渠道欠缺，这样就形成了两个市场之间的不平衡。在《证券法》中，明确禁止银行资金违规进入股市，但哪些属于可以流入股市的合规资金，法律上又没有明确的界定。资金在两个市场之间没有合法合规的流通渠道，致使资金具有极强的投机性和不稳定性，根本不利于证券市场融通长期资金功能的发挥，这主要体现在市场大起大落，熊市远远长于牛市，使得证券市场在绝大部分时间里的融资功能微弱，每年企业通过证券市场的直接融资额远远小于间接融资数额。

第三，债券市场极不发达。我国的债券市场品种以国债为主，企业债券的发行受到严格的限制，包括许多大中型企业发债都十分困难，要经过严格的审批，这就对各类企业资金的需求构成了极大的限制。我国目前的状况是，证券市场结构本就十分单一，而对企业来说，债券市场又几乎是一个难以利用的市场，因此只剩下股票市场这一个直接融资的场所，这就形成了千军万马争过独木桥，想方设法包装自身以达到上市和再融资的目的，监管机构则只能穷于应付各种无所不用其极的欺诈手段，对市场的监督管理效率自然十分低下。

第四，产权交易市场处境尴尬。1988 年 5 月，我国第一家产权交易机构——武汉产权交易市场成立，原因是国有资产转让价格难以确定，为了防止私下收受贿赂及暗箱操作，因而成立了产权交易机构，以市场交易的方式解决国资转让问题。目前，我国约有六万余家股份公司，能在沪深证券交易所上市的只有 1400 多家，其余五万多家公司的股权也应可以有流通的权力，但产权交易中心存在着一系列体制性的问题，如它要确立信息披露的标准并审核进场交易企业的资格；它要代表国有股东防止国有资产的流失；它要提供交易场所并确立交易规则；它还要承担起寻找买方、组织谈判、价格发现及起草文件等专业投资银行和律师事务所所负责的内容。这种让产权交易中心集裁判员、运动员、教练员于一身的体制，不仅不会有利于外部资金的进入与企业股权的流通，而且会使一些本可在市场中进行的交易胎死腹中，甚至可能滋生腐败从而加速国有资产的流失。从目前的产权交易市场体制上看，我们无法看到它与场内市场的衔接，也看不清它与 OTC 市场的职能分工。

二、存在问题的后果

目前，我国的资本市场结构是单一的而非多层次的，它是一个以上海和深圳两个交易所为中心，企业债券市场不发达，缺乏有广泛区域发展基础的统一性的场外交易市场，期货市场的交易品种单一且缺乏套期保值和价格发现功能，其他金融衍生产品匮乏的市场。单一的资本市场对经济发展的影响是多方面的，其中最主要的影响是不能满足不同类型以及不同发展阶段的企业的不同融资需要。

我国单一的资本市场仿佛只是为大中型企业融资设计的，企业规模成了利用资本市场融资的基本条件。这种规模的歧视性就把许多优质或具有发展前途的中小企业排除在外，但中小企业和高科技企业却又恰恰是我国经济发展中最为活跃的因素，为它们提供必要的金融支持，是我国经济可持续发展的基础。

目前，我国的失业率很高，2003 年底我国城镇登记失业人口大约 800 万，失业率上升到 4.3%，而实际失业数字可能要比这个数字高得多。另外，我国农村还有富余劳动力 1.5 亿，表明农村的就业压力比城镇还要大。而解决就业问题，中小企业的发展是一个主要途径。但由于单一的资本直接融资市场事实上将中小企业排斥在外，加之银行的间接融资市场也不支持中小企业，因此中小企业的融资难已成为长期以来限制其生存与发展的最主要瓶颈，依靠中小企业发展来缓解就业压力也成了不切实际的幻想。更有甚者，中小企业的融资困境，直接决定了其行为模式。当它们不能在地上金融得到资金支持时，就必然会转向地下金融，而地下金融资金使用的高成本又为中小企业发展构成了巨大的负担。一份资料曾显示南方某地下银庄贷款利率可达近 50%，如果极高的资金使用成本远远超过一个行业利润率水平，那么转求地下金融支持的中小企业只能从事假冒伪劣产品的生产，根本不可能有长期化的企业行为，更不要提做大做强、做出自己的品牌来了。从一定意义上说，中小企业的短期化、投机性和非道德化的行为，是与恶劣的金融环境直接相关的。如果不改变这一环境，中小企业与高新技术企业的发展都是一句空话，长此以往，也会最终影响到大型企业的发展。

同时，中小企业与高新科技企业发展的制约因素也同样会对我国产业结构调整构成很强的制约作用。我国的高失业率，主要是由于产业结构长期失衡，即农业和第二产业的比重过高，第三产业比重太低，使得第三产业吸纳的劳动力人数相对较少所致。目前，发达国家和新兴工业化国家的劳动力大部分是在第三产业工作，而我国在第三产业就业的劳动力比重还不到 30%。一般说来今后第二产业将会逐步释放少量的劳动力。据统计，目前我国第三产业对劳动力的需求弹性是第二产业的 9 倍，表明发展第三产业可以创造更多的就业岗位，而现阶段，我国的第三产业主要是以中小企业为主。因此，今后我国要想创造更多新的就业岗位，大力发展第三产业是唯一出路，而利用多层次的资本市场为中小企业发展提供资金支持是一种极佳的选择。

我国资本市场是一个单一的、缺少市场细分化的市场，它很难满足企业发展不同阶段的融资需求。简单来说，同一企业会有着创立、成长、成熟、重组、再扩张等不同发展阶段，每一阶段对资金的需求都是不同的。多层次的细分的资本市场为企业发展不同阶段的资金需求提供了现实条件。实际上一个企业从开始创立，包括风险很大的创业性投资，到小批量生产，到后来的大规模的生产，再到成熟期有一个非常长的成长过程。其中在创业投资阶段，人们可能会长期忍受亏损，这个时期所谓的账面利润可能是负的。关键在于在这样的一个时期我们有一个什么样的融资手段，人们有一个什么样的判断，忍耐过这样一个长期亏损的创业阶段，最终看到盈利的曙光。这时候需要不同的资本市场类型来支撑它。而我国目前的单一的资本市场只对成熟阶段且具有一定规模的企业提供资金支持而将其他发展阶段的企业排除在外，也是十分不利于企业发展的，尤其是高科技企业创业阶段的风险投资，目前尚缺乏一个为其融资的有效市场。如此的金融体制是无法支持我国经济长期的可持续发展的。

综上所述，由于资本市场的单一化，造成财力资源配置上的单一化，得到资金支持的企业也是单一化的，从而使得国民经济产业结构调整困难，因而难以有效改善劳动力市场的有效需求；加之目前劳动力供给几乎具有无限性，劳动者收入增长缓慢，扩大消费需求以拉动经济增长的愿望可能落空；在困难的环境下，处于不利地位的中小企业又会进一步削减工人的权益，公司治理结构得不到改善和提升，从而陷入既无效率，又无公平的恶性循环。

三、多层次资本市场的构架

为了满足市场不同经济主体对资金的需求，我认为多层次的资本市场体系应该包括以下几个主要方面：

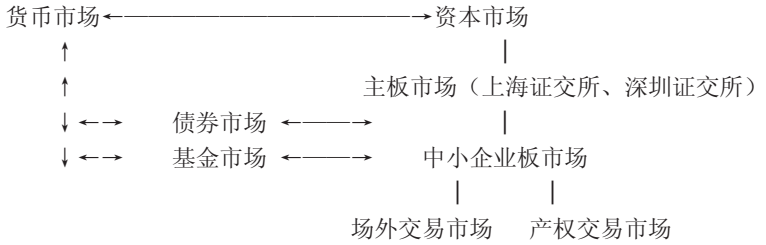
1、疏通货币市场与资本市场的资金流动渠道，使银行中的大规模的储蓄资金可以顺畅合规地进行高效流动，这是改善间接融资与直接融资比例结构的重要前提。同时，在对国有商业银行进行股份制改造和机制转变的过程中，应大力发展民营中小型商业银行，改造农村和城市信用合作社，服务于中小企业融资，将地下金融变为地上金融，切实降低中小企业的资金使用成本。

2、在深沪证券交易所的主板市场之外，建立为中小企业和高科技企业提供资金支持的中小企业板市场。2004 年 5 月，在深圳证交所主板市场内开设的中小企业板块，还不是一个独立的市场，其主要对象是拟在主板上市但股本规模较小的企业可在中小企业板块上市，企业上市标准仍与主板市场相同，这对于中小企业和高科技企业来说，并没有特别实质性的意义，与美国的纳斯达克市场和香港的创业板市场也绝然不同。要使资本市场具有多层次性，必须使中小企业板块成为一个相对独立的市场，即有着与主板不同的上市标准、信息披露制度、交易制度、监察制度等制度设计与安排，以适应中小企业和高科技企业利用资本市场进行融资的特点。

3、大力发展场外交易市场，使之成为未上市证券进行交易流通和退市企业股权转让的的主要场所。

4、在各地产权交易市场发展的基础上，对区域性的或全国性的市场进行整合，形成大的产权交易市场。目前我国共有各类产权交易机构 170 多家，大多彼此孤立，产权流动范围狭窄，交易选择余地小。从 2003 年开始，产权交易市场进行了整合，试图化解地城分割带来的局限性。长江流城产权交易共同市场由原上海产权交易中心等 13 个省、直辖市的 42 家产权交易机构发起成立；北方产权交易共同市场由天津产权交易中心等 15 个省、市、自治区的 118 家产权交易机构组立；黄河流城产权交易共同市场由青岛产权交易中心等 8 个省、自治区的 12 家产权交易机构发起成立。下一步应在此基础上形成全国性的统一市场，使一个地区的项目在全国各地的产权交易市场显示，分布于全国各地的投资者也会在本地市场参与全国各地的产权交易。同时还应考虑将产权交易市场与交易所市场和场外交易市场的功能进行对接，为证券市场提供并购重组后的股权流通市场。

5、积极发展企业债券市场，降低发行的规模限制条件，扩大发行规模；鼓励地方性的债券市场交易中心的发展，并在此基础上，构建交易所交易、全国性的柜台交易与区域性柜台交易相结合的企业债券交易市场。

6、发展基金市场，将社会闲散资金汇聚起来，以专家经营的方式进行专业化投资。同时要积极稳妥地发展商品与金融期货市场。近期，商业银行获准成立基金公司，这是将银行资金与资本市场进行有效沟通的有益尝试。

多层次资本市场的参考图如下：