

两行改制必须从中国国有经济战略性重组和国有出资人总体战略布局的角度出发作系统的规划,同时必须兼顾到今后整个金融管理资产框架的构造

两行改制模式应三思而后行

□首都经贸大学 刘纪鹏 教授

中行和建行的股份制改造和上市既是决定中国商业银行体系向市场化方向转轨和发展的重要步骤,也是中国经济发展和改革的发动机,金融行业能否带动中国经济发展二次腾飞的关键。而占中国社会融资总额高达90%间接融资的商业银行组织更是以这次两行改制为毕其功于一役。用温总理的话说,是背水一战,只许成功,不能失败。在此背景下,看待此次两行改制,其股改的模式设计是最为重要的。因为股改模式的初期设计若差之毫厘,上市后就会谬之千里。因此,对两行改制模式的设计与评估就成为关键中的关键。

两种改制模式利弊透视

像中行、建行这样的国有大型金融企业的改制模式无非有两种:分拆上市模式和整体上市模式。

分拆上市模式是根据上市过程中对上市公司业绩和资产负债结构的要求,按照地区或业务以优质资产为主,承袭原企业的历史及业绩,并在此基础上组建上市融资的股份公司。而将辅业剥离,非优质主业资产分立出来,由新成立的一个集团公司作为续存企业所有和管理,同时,集团公司是股份公司的大股东。集团公司一方面把剥离出来的辅业和企业办社会的功能及冗员一步一步地实现社会化,另一方面又可根据上市的股份公司的先进管理和经验,有步骤、有计划地改造和提升未进入上市公司的非优质的其他主业资产。培育一个,经过评估放大后就向上市的股份公司转让一个。每转让一个,集团公司就收回一部分资金,继续改造和提升新的目标,而上市的股份公司逐步壮大,最终分步实现整体上市的目标。

其特点是:这是借鉴国际规范并遵守中国大型金融企业的实情,逐步实现“老树发新枝”,并逐步提高“新枝”比例最终完全脱胎换骨的思路,是和中国25年所遵循的渐变稳定逐步转轨的思路一

脉相承。在改革的方法论上,可进可退,回旋余地大,难度小,风险小。

从总体看融资数额高,且集团公司可回收更多的资金。无论是从初期的优质资产构成的上市公司的IPO价格看,还是从日后集团公司不断改造提升劣质资产为优质资产后评估放大再卖给上市公司时的IPO价格看,都可获得更高的融资额和转让金额。

这种上市模式容易被人们认为改革不彻底,并产生一股独大和一股独霸,大股东继续干预上市公司,影响上市公司转制的进程。

由于大股东继续保留其他的主要业务和资产,并与上市公司业务相同,容易产生关联交易和同业禁止的行为,这为监管带来一定难度。

整体上市模式则是上市公司对原有企业业务、资产、人员的全面继承,既无续存公司和股份公司之分,也无集团公司和上市公司之别,一步实现整体上市的目标。

其特点是:

改革彻底,可谓是砍掉老树栽新树的办法,改革目标一步到位。但改革的成本高,国家需要更多的注资,改革的风险也大。因为中国的商业银行也和其他企业一样,企业的冗员和办社会现象十分严重。因此,不大幅裁员和剥离辅业资产是不可能的。把剥离出来的人员和辅业放到哪儿去?由于改革不配套,一种剥离到社会配套的社会振荡成本太高,这种不留退路的金融改革不是就一般小型的金融企业而言,而是对关系我国经济命脉的四大专业银行而言,因此从改革的方法论来说,这种模式更像是俄罗斯式的“休克疗法”。

彻底回避关联交易和竞业禁止,符合国际监管规范。

无一股独大,也就断了现有我国上市公司中由一股独大引发的一股独霸的根源和基础。但在承负中国经济发展大使命的四大专业银行身上,究竟是逐步地消除一股独大还是一次革命到位? 长痛不如短痛。从最大成功和最

小风险的两种价值取向出发,会得出不同的结论。

以中行为代表的整体上市的方案设计者风险大。如果出现失误,必须要承担不尊重中国国情,盲目照搬照抄、太理想化的指责。

必须说明的是,在现有关系到国家经济命脉的大型垄断国有企业的改制上市中,如中石油、中石化、中国人寿、中信、宝钢等几乎所有上市公司都是采用分拆上市模式,这种模式尽管出现了一股独霸,如大股东占用上市公司资金等现象,但是由于我国资本市场上长期以来为国企脱困的错误政策和监管不力造成的,而非分拆上市模式本身带来的。如果政策和监管到位,分拆上市模式完全可以避免这一现象。此外,就大股东和上市公司的关联交易来说,关联交易本身并不是法律上禁止的,关键是要合法、合规、真实地披露。所以,把避免一股独大和关联交易作为回避分拆上市的理由是不成立的。

两行改制需着眼的战略规划

尽管中行、建行两家银行都按照既定的时间表迈出了股份公司挂牌的第一步,但实事求是地说,中行的挂牌只解决了由中央汇金公司作为独资所有人的产权清晰化问题,实现了从国有独资企业向国有独资公司的转型。根据我国现有的《公司法》和《国际公司法》的惯例,中行股份公司仍是一人公司,他在法律实质上主要体现的是一人公司和有限责任的结合。

其次,两行改制必须从中国国有经济战略性重组和国有出资人总体战略布局的角度出发作系统的规划,因此,必须兼顾我国要在市场化的目标下实现公有制为主体形式和市场经济的平滑对接,这就必须考虑到今后整个金融管理资产框架的构造。目前成立的国务院国资委是两块中央国有资产并未列入其管辖范围。其一是铁路、烟草和邮政三大垄断的国有资产没有划入。其二,以商业银行为主体的金融国有资产没有划入。对金融国有资产今后国家不

可能全部退出,在某种意义上,甚至要保持其控股地位,才符合中国国家的整体战略目标。目前,中央管辖的401户金融企业拥有的国有资产约1万亿,这部分资产究竟由谁来管,怎么管?是否要成立金融国资委?人们十分关注。而两行改制中央汇金公司的出现格外引人注目。

众所周知,此次对两行的注资既不像其他大型垄断企业那样以存量国有资本作价入股形成,也未采用财政部拨款注资,而是动用了国家外汇储备这一特殊形态的国有资产。截至今年2月底,我国有外汇储备已高达6000亿美元。尽管450亿的两行注资只有1/10强,但这却决定着中央汇金公司今后的投资方向及是否会成为中国金融国资委的前身。以笔者的分析来看,外汇储备的功能主要是国际支持和金融安全,由于人民币在一定时期内还很难成为国际储备货币,保持币值稳定。而由于这笔资金十分庞大,折合成人民币将近35000亿,与目前国资委管理的国有资产已不相上下,因此,外汇储备的管理必须强调以安全为主,流动和增值为辅,三得并举的原则。对这一资产的管理,增加一个百分点就是350亿人民币,因此,一方面要从国家外管局外汇储备司的政府思维转化到现代公司的金融管理思路上来;另一方面从强调安全性的角度出发,必须重视流动性,以购买国际上质量高、信誉好的流动性品种为宜。这无疑要求中央汇金公司必须建立在退出机制基础上的投行经营思维。而由汇金公司作为银行改制的国有大股东无疑是与外汇储备投行经营运作的思路相悖的。

今后条件成熟,若卖出控股权,虽符合外汇储备经营运作的思路,但却以丧失国有控股地位为前提。若为保持控股地位,而不流动不退出,又不符合外汇储备的投行经营运作思路。其次,若按照国家外汇管理局新闻发言人说法,这部分资产在注入两行后,将作出相应扣减,不再计入国家外汇储备规模,那么中央汇金公司作为国家外管局的下属机构,又在

内外兼修扭转“重股轻债”融资格局

□对外经贸大学 郑晓琳

要改变现有的以股权融资为主的融资结构局面,需要从内外两方面进行调整和改革:一方面积极培育外部融资的环境,改善我国资本市场的发展极不平衡的局面;另一方面要激励企业主动调整资本结构,降低企业成本

中国的资本市场从20世纪80年代末期发展到现在,经历了以债市发展为主转变为以股市发展为主的演进格局,而且目前正呈现出股市快速扩张、债市停滞不前的发展态势。在发达国家成熟的资本市场上,债券融资的比例则远远高于股权融资。从增量角度看,债市的融资规模通常是股市融资额的数十倍;从存量角度看,企业的债券融资常常达到其股票融资额的3至10倍。我国企业融资结构的异常现象无论给上市公司自身还是投资者都带来了负面影响。因此,我们必须大力发展债市,改变其严重滞后于股市的不均衡局面。

中国企业融资结构为何与国外差异明显

总体来说,“重股轻债”的融资结构与我们还不成熟的市场经济环境和资本市场的发展进程密切相关。

企业融资成本的高低。在中国的证券市场上,利用债券融资比股票融资的成本反而较高。首先,债券融资的节税效应并不明显。在我国,由于不同的企业所处的行业和企业不同,面临着不同的税收优惠和减免待遇,再加上以前会计年度的盈亏状况不一,使得各企业之间的实际税收负担存在着很大的差异。这样,各企业的负债减税能力就不同,从而对企业的融资结构造成影响。其次,进行债券融资到期必须还本付息,不还本不付息则意味着破产,这是一种“硬约束”。相反,股权融资具有“软约束”的特点,其资金成本实际上并不具有强制性约束力。更何况我国目前的现状是很多上市公司从来就没有对股东进行过分红,低股利支付率本身就意味着融资的低资金成本。相比之下债券融资的成本反而较高。因此,上市公司管理层自然舍弃债券融资,而将股权融资作为一种长期的、无需还本付息的低成本资金来源。这正是形成我国上市公司异常融资结构的根本原因。

在我国证券市场上,国家股控制了股权的绝大部分并且不能在市场上自由流通转让,因而削弱了证券市场敌意购并和代理权争夺对管理者的监督作用;并且,由于国家所有权主体尚未明确界定,上市公司在实践中形成了严重的“内部人控制”现象。因此,股权融资并不能对上市公司管理层构成强有力的治理约束。与之相反,发行债券的主要依据是公司新投资项目的预期收益率,其对项目的审查较严格,对资金投向的约束具有较强的刚性。在上述情况下,上市公司管理层显然愿意通过发行股票,而不是发行债券来筹集资金。

资本市场结构失衡的负面影响

资本使用效率不高。由于企业可以轻松地融资,股本扩张对经营者也不构成额外的压力,

因此许多公司募股资金都没有好好利用。不少上市公司轻易地把资金投到自己根本不熟悉、与主业毫不相关的产业中,在项目环境发生变化后,又随意地变更投资方向。还有相当数量的上市公司把募集的资金,直接或间接地投入到证券市场,参与股市的投机炒作。企业通过再融资不但没有促进企业的正常发展,反而造成了资金使用偏离融资目的和低效使用等问题,严重扭曲了证券市场的资源配置功能。

上市公司的经营业绩普遍下滑。尽管上市公司不断地通过股份招募方式获取廉价资金,但由于股份基数也不断增大,而同时上市公司实际收益增长有限,所以净资产收益率和每股收益必然呈下降趋势。我国上市公司股权融资偏好对公司治理不良影响的关键在于:内部人控制、股权融资偏好与公司治理之间已经形成或者很可能形成恶性循环。也就是主要因为股权结构不合理而导致治理结构的失衡即内部人控制——内部人控制又成为股权融资偏好的重要原因——股权融资比例的扩大又强化内部人控制,增加了改善公司治理结构的难度。

损害了投资者的利益。上述行为对上市公司业绩的影响无疑是负面的,其只顾融资不顾回报的行为严重地挫伤了投资者的信心,造成了股市投机之风盛行,市场长期低迷。

发展债市刻不容缓

只有股市而没有债市的资本市场是不完整的。为了解决我国资本市场的跛足现象,我们必须大力发展债市,改变其严重滞后于股市的不均衡局面:

完善债券市场发展的各类相关制度,大力推进债券市场的规范化建设。首先,我们要对企业发行债券实行真正的核准制,让企业依靠自己的信用,根据自身实际的经营状况和资本市场状况决定是上市发行股票还是选择发行债券进行融资,让企业独自承担风险。其次,要严格执行会计制度,改进对经营业绩考核的指标体系,完善信息披露制度,坚持以股东利益最大化为主要原则,改善以利润为中心的效益会计核算体系。其三,优化政策环境,完善法规体系。减少对企业债券市场运行的不必要的行政干预,规范中介机构的行為,完善债券市场的登记、交易和清算体系,扩大债券发行规模并拓宽债券发行主体,积极发展债市上的机构投资者,完善投资者结构等,从多个方面来促进企业债券市场的发展和完善,以此推动资本市场的均衡发展,优化企业融资结构。

发展资信评级等中介机构,为债市发展提供诚信基础。在我国,由于证券市场发展的失衡性,使得通过债券资信评估来揭示证券市场信用

经营运作着一笔不是国家外汇储备的国有资产,在形式上名不正言不顺,在实质上也的确存在着外管局储备局“种别人田,荒自己地”的可能。中国的四大专业银行的改制成功谈何容易。把这一重任长期放在汇金公司头上无疑对国家外汇管理局的工作重点是一个挑战,另外3500亿的外汇储备究竟如何运作?要不要再成立一个中央第二汇金公司,把两个汇金公司严格分开,让现有的中央汇金公司逐步游离出外汇管理局,去和今后的国资委对接?如果汇金公司不游离出外管局,那么这笔对四大国有银行的长期投资究竟向谁移交?今天都是必须要充分考虑和系统规划的。此外,从中行的角度说,尽管混业经营和打造金融控股集团是大势所趋,但防火墙如何构造?现在是否将商业银行业务、投资银行业务、辅业业务、三产和社会功能业务都放在上市公司中或同时解决上述诸多矛盾的最佳时机?没有一个集团公司,而汇金公司今后发展方向不明朗,都未免风险过大。

相比之下,笔者更倾向建行的改制模式。把上市主体和续存主体暂时分开,把银行业务和投资银行及其他业务暂时分开,同时构造一个建行股份公司和建行集团或建银投资公司,无疑就为下一步的改革预留了接口,既可以在一个时期内集中中优势兵力解决商业银行业务的上市,简化矛盾,又可以保持稳定,充分调动有关各方的积极性,协同作战。同时,由于建银投资毕竟在建行股份中保留了10%的股份,可以第二大股东的身份参与股份公司的经营与治理,熟悉情况,甚至为有可能发生的最终接管中央汇金公司的股权奠定基础。

综上所述,笔者个人在相对认同建行改制模式的同时,也深深地为中行改制模式的前景表示忧虑。但好在中行股份公司仅仅完成了一人有限责任公司构造,在今后的改制推进中要敢于和善于调整前进的思路和方向,还是有时间的。

近期调控从紧可能性不大

□招商证券研究发展中心 张乐

从价格、工业生产和进口增长的数据来看,国内需求增速下降应该还是比较明显的。鉴于此,短期内采取利率和汇率手段的可能性几乎没有。但如果货币供应增速持续保持15%-16%的水平,同时下半年经济和物价水平增速重新上升,则这两种市场化手段仍可能被采用,从而实现调控由行政手段向市场手段的转移。至于利率和汇率的选择,我们仍然认为取决于政府调整汇率的意愿。

货币供应持续放松。2005年1月M2同比增长14.1%,央行公布的环比折年率增速为16.3%,我们计算的环比数据稍低,总的来看M2的增速有所下降,但仍然处在5-8月紧缩后持续的放松过程中。从新增贷款同比增长来看,贷款的控制也继续有所放松。我们认为这个放松事实上是对此前过度紧缩的流动性的一种恢复,并且是将调控手段由行政向市场化转移的必要过渡。结合目前价格水平和真实经济的发展情况,我们认为对于这一放松过程仍将持续,并保持在这样一个相对中性的水平。央行2004年四季度货币政策执行报告也着重强调了数量调控能力,我们理解也是为了确保货币供应不会出现大幅的波动而维持在一个相对中性的水平。

价格信息反映需求面减弱。2005年1月CPI同比增长1.9%,统计局公布环比增速为0.6%,剔除季节因素后环比应该略低。从剔除季节因素时间序列来看,1月居民消费价格水平可以看作与12月基本持平。上涨的主要动力仍然是来自食品、娱乐教育和居住类商品服务价格。剔除食品核心CPI同比增速也继续下降至0.8%。

工业品出厂价格增速在1月再次大幅下降。1月PPI同比增速为5.8%,原材料购进价格同比增速为10.7%。从环比来看,PPI环比增速由上月的5%大幅下降至0左右,原材料购进价格环比增速继上月大幅下降之后继续小幅下降。

央行公布的企业商品价格环比为0.5%,剔除季节因素的环比也略有上升。从结构上来看投资品有所下降而消费品略有上升,这应该与PPI和CPI的走势一致的。

综合三个价格指数我们认为价格指数增速在此前的大幅下降之后,目前仍处于一个较低的水平。我们认为这种价格指数增速的下降反映了经济需求面增长的减弱,主要原因在于去年紧缩政策尤其是紧缩货币供应量的滞后影响。

对于未来CPI的发展,我们认为受季节和春节因素影响,2月CPI同比将上升至2.5%左右,但仍然是由于去年紧缩货币政策的影响,其后将进一步下降,3月又将下降至2%左右。由于去年9月以后的货币供应量的放松,CPI同比可能能在三季度重新上升。

全年来看,2004年全年3.9%的全年CPI同比增速中受翘尾因素影响为2.22%,新涨价因素为1.63%。与之相比,2005年全年CPI同比受2004年翘尾因素影响0.78%,新涨价因素虽然受到总需求增速下降的影响,但考虑行政控制的一些费用可能放开和工业品价格的滞后传导,我们将2005年全年CPI调低至2.5%。

工业增长继续减速。1月工业增加值同比增长20.9%,统计局按工作日调整春节因素得到8.9%的增速。但这种方法的前提假设是春节期间工业生产完全停顿,因此我们认为8.9%的同比增速没有反映工业生产真实的状况。我们处理后得到的环比折年率增速为12.7%,这样一个增速继续了此前的下降趋势,而且从水平上来看也处于一个中性偏低水平。这一数据与价格反映出来的信息是一致的,同样体现了此前宏观调控导致总需求下降的影响。受总需求减速的影响,这种下降的趋势短期仍将继续,如果货币供应量持续适度放松,工业增加值增速可望在三季度重新上升。

进出口增速分化。1月进出口数据反映了国内外需求的相对变化。总体来看相对国际需求,国内需求下降得比较快。这使得一方面出口保持了一个相对高速增长,1月出口同比增速达到42.2%,而另一方面进口增速则持续下滑,1月同比为24%。国际需求的强劲使得1月顺差达到64.8亿美元,考虑到国际国内经济的发展,这种顺差在今年将持续存在,而这对于我国经济平稳减速也是一个重要的外部保证。

总体来看,从价格、工业生产和进口增长的数据来看,国内需求增速下降应该还是比较明显的。出口和顺差数据则表明国际需求会对我国经济形成一定的支持。

货币形成表明货币信贷政策处于一个持续的放松过程中,是对此前过度紧缩的流动性的恢复,也可能是采取市场化手段之前的过渡。不过由于目前各种价格指数增速总体处在一个下跌过程中,短期内采取利率和汇率手段的可能性几乎没有。但如果货币供应增速持续保持15%-16%的水平,同时下半年经济和物价水平增速重新上升,则这两种市场化手段仍可能被采用,从而实现调控由行政手段向市场手段的转移。至于利率和汇率的选择,我们维持上月报告的观点,仍然认为取决于政府调整汇率的意愿。“如果政府坚持汇率的稳定,那么可能将被迫逐步提高利率或者继续加强行政手段,而这是可能的较差选择。如果政府决定调整汇率而只是在等待适当的时机,那么利率调整的可能性就相应比较小,或者可能小幅调整以争取时间。这也是我们预计的可能情景。”