

# 设计新型金融资产 改善我国金融生态

刘维奇

摘要:金融改革的效率高低与企业改革的最终成果息息相关,金融改革需要创新,创新必须基于现实生态环境。本文探索金融生态的概念与内涵,分析我国金融生态现状,从一种新型金融资产的设计角度,提出从根本上改善我国当前金融生态和促进金融创新的对策。

关键词:金融生态 金融创新 新型金融资产

中国经济改革的成败将取决于金融改革这一步。金融改革离不开金融创新,金融创新绕不过金融生态。借鉴生态学的观点和方法来考察和研究金融改革和金融创新问题,本文在分析和评价我国目前金融生态环境的基础上,分析了所提出的新型金融资产工具——可选择可交换债券实际运行的可行性和难点所在,期望对促进我国国有银行股份制改革,改善当前金融生态有所裨益。

## (一) 金融生态及其内涵

金融生态是一个新概念。2006年金融生态成了中国经济生活中点击率最高的词汇,金融生态确实实在深度影响着我国正在进行的金融改革与金融发展。

金融生态是个仿生概念。从现代生态学的系统观点出发,徐诺金(2005)认为金融生态可概括为各种金融组织为了生存和发展,与其生存环境之间及内部金融组织相互之间在长期的密切联系和相互作用过程中,通过分工、合作所形成的具有一定结构特征,执行一定功能作用的动态平衡系统。从生态链观点看,一般事物的生态包含了系统内以及系统间各种关系的总和,是一个动态的、系统的有机链,由于金融是社会经济系统中的子系统,那么,金融生态就是由金融子系统和与之相关联的其他系统所组成的生态链,这个生态链与金融业可持续发展息息相关(魏革军,2004)。我认为,这两种看法具有高度的统一性,只是看问题的视角不同而已,前者是站在金融外看金融,是一种主体参与式的金融生态概念,后者是站在金融内看金融,是一种主体分离式的金融生态概念,金融生态实质是借用了生态学概念,并力求从生态角度去考察和研究金融发展问题,金融生态强调的是金融系统内环境的自适应、金融系统各要素之间的均衡以及金融系统与社会经济各子系统的和谐发展。

## (二) 我国金融生态现状与金融创新

金融生态是一个复杂的自适应动态系统。金融生态的改善是一项系统工程,需要从宏观金融环境和微观金融主体方面去努力,它追求的是金融内生机制与社会经济生态系统的和谐,需要从完善法律体系、制度建设、诚信建设、市场监管等方面做起,需要从政府部门、金融机构、金融中介、金融企业等主体行为做起,需要银行、证券、保险、外汇等的积极参与,需要在观念、体制和机制上作进一步的探索,努力打造一个鼓励金融创新的良好生态。为此,从根本上改善金融生态,可以从首先从资金配置入手,以解决资金的流向和流量两个主题为线索,紧密结合我国培育金融衍生品市场,大力发展债券市场,特别是企业债券市场,不断丰富资本市场交易品种的金融创新重要内容,通过创新金融工具(即新型金融资产)的构想,

设计到实际运行,推动资金流动(流向和流量)的良性循环,达到提高资金配置效率、提高金融市场效率的目的,从而从根本上改变资金终极提供者政府和居民的低资金回报现状,变储蓄为投资,通过储蓄资本化的途径同时解决银行存贷差巨大和资本充足率低的现状。

当前我国金融存在很多问题。一个显性表现是,一方面,作为资金终极提供者的中国公民绝大多数出于无奈而选择银行存款,将巨多的闲散资金以储蓄的形成存放在银行,在扣除利息税之后享受着仅1.8%的年回报率收益水平(如果考虑通货膨胀的话,是负的回报率水平),而另一方面企业资金匮乏,难以通过上市来发行股票和债券进行融资,难以取得银行的信用贷款,这在占我国GDP总量66%、占全社会投资45%、解决全社会就业人口近90%的民营经济中情况更忧,而与此同时,银行却存在资本充足率极低和存贷差巨大等压力。从这个分析的视角显然可见,现实金融市场使资金流动在流向和流量上都没有达到有效配置。鉴于以上对金融生态与金融创新相互促进关系的分析,本文下面构想的新型金融资产创新工具——可选择可交换债券将有助于从根本上改善我国目前的金融生态,从而促进稀缺金融资源的有效率配置。

## (三) 新型金融资产:可选择可交换债券产品的设计

正在进行的我国经济改革第三步——金融改革是改善目前我国金融生态的必然选择,而其中四大有商业银行的股份制改革又是我国金融改革的重头戏,关乎中国整个经济体制改革的成败。因此,借国有四大商业银行股份制改革契机,把解决银行资本充足率低和银行存贷差巨大两个核心问题,改善证券市场重股偏债畸形现实,以及改善整个金融系统直接融资比重过低等不合理生态现状,作为研究的突破口,提出新型金融资产创新工具——可选择可交换债券的设计思想和设计思路。

本文所设计的新金融资产——可选择可交换债券是一种既附加投资者选择权又附加投资者转换权的衍生债券品种,属于可转换债券类产品(弗雷德里克·米什金和斯坦利·埃金斯,2006)。其特点首先是债券,具有固定收益和相对较低的投资风险;其次,可选择可交换债券是可以转换成股票的债券,具有股权投资性质,可以被看作是“准股票”,在标的公司股票上涨时,投资者可以通过行使转换权(按事先约定的执行价格或转股比例)享有标的公司未来股票价格上涨带来的股东收益,但当标的公司未来股票价格下跌时,投资者可以选择不转换,安全地享有债券还本付息的基本收益;再次,该债券创新产品还具有选择权,赋予投资者在选择转换时仍有选择哪一个标的公司股票的选择权,如可以自主选择转换成为四大有控股商业银行之某一家或某几家公司发行的股票,实现债权变股权;最后,选择权与交换权均是期权,同时行使,共存共亡。

可选择可交换债券的具体设计思路如下:政府设立一家类似金融资产管理公司的机构(如可称作银行改制资产管理公司),通过资本市场向社会发行可选择可交换债券,引导公众将大量的储蓄存款首先变为对原存款行

的债权投资,实现储蓄资本化的第一转化——储蓄变债权,这一环节(第一环节),对各银行所控制的资金资源总量而言,并不会产生大的影响,只是将来可能支付相比储户存款利息较高的债券利息而已,而对储户而言,也仅是将存折变为债券而已。其后,在期权有效期内的适当的时机,居民将选择行使转换而成为正在改制或已经改制后的四大银行之某股份制银行的股东,完成储蓄资本化过程的第二转化——债权变股权,在这一环节(第二环节),投资者在行使转换权的同时也行使了选择权,选择成为工、农、中、建四家股份制银行之某一银行的股东。期权到期后,银行改制资产管理公司将与四大银行之间进行整个储蓄资本化方案的总结算,一方面移交未行使期权的债券持有者(即原储户)和原储蓄银行之间的债权债务关系,另一方面就行使了交换权的投资者所涉及的债转股金额进行四大行之间的资金划拨,完成与四大银行各自最终实现储蓄资本化金额的清算,这一环节(第三环节),主要是银行改制资产管理公司与四大银行各自之间的资金结算和划拨,银行改制资产管理公司将充分发挥政府在我国金融改革中的历史使命,完成这一使命后,银行改制资产管理公司也将慢慢退出历史舞台,从此,四大银行将走向完全的市场化运作模式。本文认为,这一新型金融资产设计的难点在于四个转换比例或转股价格的合理确定,以及转股价格调整条款、转股价格修正条款、转股期等相关条款的确定,但作者相信,随着四大行A股上市步伐的渐行渐进,对四大商业银行净资产的定价问题也将随之明朗。该新型金融资产设计方案见图1。

#### (四) 新型金融资产的运作生态分析

新型金融资产——可选择可交换债券的合理设计和有效运行既具有现实性,也具有改善金融生态的前瞻性。

第一,该创新债券的设计和运行具有宏观意义上的保障。研究我国的经济问题无法回避政府在其中的作用,中国经济增长是政府主导型经济增长,我国纵向社会结构下政府的超强控制能力与人格化交易习俗下市场基础的薄弱,决定了政府在中国金融发展中的关键作用(李义奇,2005)。

第二,该创新债券的发行有雄厚的资金后盾。我国居民储蓄存款自2000年末突破6万亿元后逐年急速增长,居民储蓄存款绝对数和相对数一路攀升,2006年2月底已达15.12万亿元,储蓄率几近47%。我认为,居民储蓄存款资金转化为金融资产(银行股票或债券)投资的潜力也是巨大的。

第三,该创新债券的发行具有极大的投资诱

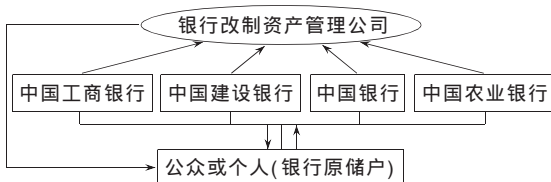


图1

惑力。由于债券利率一般高于银行存款利息,而且国家级资信也能确保可选择可交换债券的还本付息,如果有激励的必要还可设计在债券的利息税方面给与优惠,这样居民会积极将储蓄存款转化为债券投资,因为中短期来看,这一债券投资从风险角度基本等同于银行储蓄存款,而从收益角度则比银行储蓄存款利息要高很多,并且还有潜在的转股收益。

第四,该创新债券的上市将会给证券市场注入巨量资金,改善证券市场品种结构。2006年2月底,我国证券市场股票市价总值是35766.35亿元,流通市值是12199.52亿元,稳妥估计:即使从居民储蓄存款中分流20%的资金转化为对所发行可选择可交换债券的投资,视同“准股票”的该债券新品种的入市也会使证券市场的股票规模翻一番,即使以债券形式存在于证券市场,一方面也是对证券市场总市值的扩容,另一方面也会对证券市场股票债券品种长期以来发展严重不平衡的生态环境有所改善。

第五,该创新债券的有效实施能够创造一种积极的竞争生态,促进四大国有控股商业银行各自公司治理结构的完善。由于这种债券在最终决定转换为股票时赋予了投资者一种选择权,债券投资者可以自主选择将债券转换为四大国有控股商业银行中任何一家银行发行的股票,成为其股东,实现第二步的债转股,从而将储蓄最终转化为对银行的股权投资。这种选择权的存在,给四大银行争夺股东、扩充资本金、提升核心竞争力提供了一个竞争的机会和展示实力的平台,在各商业银行完成股份制改造,开始进入该新型金融资产的转股期以后,在这样一个缓冲时间区段,四大银行为了扩大自己的股本规模,争夺入市资本,无疑希望欲行使转换的投资者将所持有的可选择可交换债券转换成本银行的股票,正是这一竞争机制,促使四大商业银行不仅要在可选择可交换债券投资者心目中树立良好的发展形象,而且必须修炼内功,增强实力,必有助于规范和完善各大银行的公司治理机制。

第六,该创新债券所附期权实施的前提条件将随四大国有商业银行股份制改革及其股票上市的逐步推进而日臻成熟。国有四大行的股份制改革步伐在加快,已经越来越接近尾声,四大行的上市也在可以预见的不久的将来。四大银行A股上市的前夕,也正好应该是可选择可交换债券持有者等待、观望、寻求第二步转化即债权转股时入股那家银行股份的决策准备时间,该新型金融资产的运行可以实现与四大商业银行股改上市的同步。

最后,该新型债券产品的有效实施将有利于国家绝对控股的中国金融体系的形成和健康发展,从金融系统自身体系的构建方面改善我国金融生态环境。目前我国四大国有商业银行股份制改革的成败关系中国金融改革的成败,而可选择可交换债券的实际运行不仅能够直接降低“灼伤中国经济”的过高的银行储蓄率,而且还将有助于解决银行负债率极高,资本充足率极低这一核心问题,提高银行资本充足率,减少银行存贷差。

(作者单位:山西大学管理学院)

#### 注释

新华网2005年8月3日报道:民营经济占我国GDP总量逾6成。

#### 参考文献

- (1)徐诺金:《论我国的金融生态问题》,《金融研究》,2005年第2期。
- (2)魏革军:《辩证看待金融生态环境》,《金融时报》,2004年11月25日。
- (3)中国社会科学院金融研究所:《中国城市金融生态环境评价报告》,《金融时报》,2005年11月5日。
- (4)李义奇:《金融发展与政府退出:一个政治经济学的分析》,《金融研究》,2005年第3期。
- (5)弗雷德里克·米什金、斯坦利·埃金斯:《金融市场与金融机构》(王青松等译),北京大学出版社,2006年。