

长三角多层次资本市场对上海国际金融中心建设的功效分析*

戴天柱

摘 要：在上海国际金融中心形成和建设过程中，我们应注重金融中心与地域金融、金融资源流动的相关性，从长江三角洲的区域经济特征和优势出发，积极探索长三角地区作为金融腹地对上海国际金融中心建设的重要性，特别是要重视长三角地区多层次资本市场对上海国际金融中心的支撑，从而在新的发展机遇下加快长三角多层次资本市场发展，促进上海国际金融中心的建成。

关键词：长三角；多层次资本市场；上海国际金融中心

中图分类号：F830.30 **文献标识码：**A **文章编号：**1006-1894(2007)04-0005-05

一、长三角金融腹地：上海国际金融中心形成的基本依托

在地域金融和金融资源流动方面的研究，主要有 Leyshon 和 Thrift (1997)，Martin (1999) 对货币、资本流动性的研究；Hau (1999) 对国际投资地理分布与组合的研究；Portes 和 Rey (2000) 对股权资本跨界流动决定性因素的研究；Clark (2003)

五、结 语

综上所述，我们可以容忍和接受当前一定程度的股市泡沫，但并不等于可以容忍这种市场泡沫的长期存在和无限膨胀。理想的状态是这种暂时性的股市泡沫可以在未来的发展中加以化解，化解的根本途径并不是打压股市，而是提高上市公司的质量，从市盈率 P/E 的角度来讲，就是提高 E，而不是降低 P。应当说，无论是从上市公司的发展，还是从政府监管部门的政策导向，人们都正在看到这种积极的变化。

(作者单位：上海对外贸易学院)

* 本文为上海市哲学社会科学规划课题《长江三角洲多层次资本市场对上海国际金融中心的支撑研究》阶段性成果，课题编号 2006BJB016。

对全世界时空范围内金融资本流动的研究等。在金融中心与金融地域方面的研究,主要有Friedman (1982)、Scott (2001)对金融资本在大都市区集聚的研究; Dahm和Green (1995)对金融中心发展与萎缩问题的研究; Porteous (1995, 1999)、Martin (1999)对金融中心产生金融集聚原因的研究; 张凤超 (2006)对金融地域系统的研究等。

在现代经济社会中,金融成为经济活动的重要构成要素,是资源配置的核心和枢纽。在金融资源进行时空的传导与配置过程中,金融中心城市与周边金融腹地之间存在着传导和对流的互动,以资本市场为核心配置方式的金融地域系统构成金融流、信息流、物流和人才流的空间结构体系,通过资本市场的集聚、辐射、渗透等功能,由金融中心源源不断地通过金融腹地向外传输金融资源,并以开放的状态,保持与外部地域的循环与交换,促进整个地域金融效率的提升。在现实金融活动中,金融中心的辐射是通过多维的金融腹地为依托的。金融作为经济社会的一种特殊资源,包括资金市场和资本市场,其分布格局不能均衡配置于整个地域。考察国际上金融中心的形成发展过程与实际布局,一般都先集中于经济发达地域核心位置的中心城市,然后依据不同级次城市金融资源的差异性,进行非均衡配置,形成以金融中心为核心,赖以互相关联的金融增长极和金融支点的腹地,向外部金融产业集聚地扩散。

由于地域资源禀赋的差别就决定着金融具有地域差异性,金融资源融入地域经济活动,成为引导区域经济发展和调节经济结构最活跃的方式。金融中心功能的实现,一是需要通过量的扩张,金融资源总量对经济总量的贡献度,随着地域金融产业的成长,金融资源数量得到不断扩张和增加,从而带动经济增长。二是当金融资源数量扩张到一定程度时,由于金融创新等因素促使出现质的转换,促使金融产业的成长在结构优化和效率提升中得以展开。

因此,金融中心首先必须是经济中心,即拥有雄厚的经济实力和较强的经济集聚和扩散能力,与相邻的腹地有紧密的经济联系,进而影响腹地经济发展的规模和速度。同时,如果没有广阔的金融腹地,没有一体化的区域经济支持,金融中心的发展和功能发挥就会受到极大的限制。这在世界各金融中心展开激烈竞争并日益注重培植核心竞争力的今天,就显得更为重要了。

上海建设国际金融中心最大的优势在于自身是一个能量极大的经济中心,而且长江三角洲是中国最大的经济圈,上海拥有长三角乃至长江流域巨大的经济腹地和金融腹地、亚洲一流的制造业基地和较高的人均经济水平等综合经济优势。以上海为首的长三角都市群位处中国南北两极的中间,具有极强的辐射空间,上海国际金融中心通过辐射长三角区域经济,进而辐射全国经济乃至国际经济。在此过程中上海国际金融中心得以获得长三角经济区域与中国经济崛起的能量推动。长三角经济区域的经济成长位居国内前列,对上海国际金融中心具有极大的资金需求拉动,形成上海建设国际金融中心须有的充足资金需求,构成上海建成资金需求拉动型国际金融中心的基础条件。因此,上海国际金融中心在近期选择以长三角经济乃至国内经济发展为基本依托、以资金需求拉动为特征并为国内经济建设提供金融支持,并逐步增强国际影响的发展战略,将十分有利于近期的拓展壮大与持久的长远发展。

二、多层次资本市场: 上海国际金融中心的有效支撑

世界经济的历史进程证明,资本市场不仅推动了本地区及本国经济的迅速发展,

而且对国际经济一体化具有深远的影响。同时,国际著名的金融中心如纽约、伦敦、东京等,不仅均以都市经济圈为金融腹地依托,而且都拥有成熟的多层次资本市场,即拥有证券交易市场,还包括场外交易、柜台交易、直接的产权转让等多层次、多形式的资本交易,而证券交易所内部又细分为包括主板和创业板市场的证券集中竞价交易、大宗交易、非流通股转让等资本运营的平台,并对通过资本市场功能对世界经济运行产生重大影响。因此,面对长三角资本市场发展状况,上海在建成国际金融中心的进程中,构建和完善长三角多层次资本市场,不断拓展金融腹地的金融资源能量,促进长三角经济一体化,已是十分紧迫。

1. 从长三角整个金融市场体系协调和发展来看,多层次资本市场是坚实的基础 由于历史原因造成市场发育的不完善,特别是缺乏一个安全、高效的多层次资本市场体系,使得长三角地区经济至今还难以一体化,难以实现区域金融资源优化配置。加上现行资本市场的规模限制与实际缺陷,不能解决不同行业和企业之间存在差异,也难以消除不同地区的资本市场条件存在的差异性;当前区域经济发展程度差异相当明显,不同企业之间的发展状况也有很大的差别,如果仅仅只有一个单一的标准、仅仅只有一个单一的行政管制下的资本市场,那么,这个标准对于经济相对落后的地区和中小企业往往会形成事实上的制约,就会导致单一资本市场的适应性大为弱化,显然不利于经济可持续发展。因此,这就要求整个经济区域需要不同层次的资本市场来配置金融资源,不断提升资本市场的效率。

2. 从企业发展角度出发,多层次资本市场是活力的源泉 不同企业对资本市场需求不一样,上市门槛也不一样;结构合理的多层次资本市场可以满足不同企业包括中小企业、高科技创新企业的融资需求,而这些企业正是长三角经济增长中最为活跃的因素。为这些活跃的市场群体提供有力的金融支持,就是为长三角地区经济可持续增长提供了新的动力。同时,多层次资本市场的发展有利于降低金融领域的多元结构,推动区域金融深化与金融发展。

3. 从融资结构上分析,多层次资本市场是调节的手段 目前,在长三角地区金融市场现有体系中,间接融资仍占据主导地位,间接融资中商业银行则是主导性的,银行贷款偏重国有大中型企业、偏向大中城市。结构合理的多层次资本市场能够带动直接融资和间接融资结构的调整,对于改变过多依赖以银行贷款主导的间接融资的融资结构具有积极的作用。长三角地区经济庞大的规模和丰富的层次决定了企业直接融资问题的解决不可能仅仅依靠主板市场,而必须依赖于多层次的市场来完成。资本市场只有通过面向需求的最大可能的细分来最大限度地满足多样化的市场主体对资本的供给与需求,才能高效率地实现供求的均衡,推动区域融资结构的调整和创新,促进长三角经济全面、协调和可持续发展。

4. 金融业作为服务业,检验其最终效率的尺度永远是实体部门的结构优化程度 长三角地区实体经济部门仍然存在两个明显的结构失衡现象:一是横向结构失衡,表现为传统产业与高科技产业获得资金的失衡,不少资金都流入了与基建相关的传统产业部门;二是纵向结构失衡,主要表现是国内储蓄不能有效地转化为国内投资,集中了全社会绝大部分货币资源的银行经常有过大的存贷差,降低了金融资源的使用效率。多层次资本市场的建设有利于提高金融市场的整合程度,降低其分割程度,从而推动金融体制的改革和改善长三角地区金融资源的配置效率。

5. 多层次资本市场的发展也必然会推动监管体制和资本市场制度建设的创新 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,形成资金的流动性过剩,助长投机行为。从市场监管的角度看,如能对企业多层次的融资需求作出合理的、多层次的市场体系安排,监管部门相应地就能针对不同市场上企业的特点作出不同的监管安排,这样也是有利于市场的协调发展的。

总之,一个金融市场发达的地区,必然经济金融化程度就较高,同时,金融市场化程度的提高必然导致金融资产品种的扩大,期限与种类的增多,周边甚至更广阔的区域对金融产品和金融服务需求增加,金融机构和金融人才的不断集聚,中介服务机构和信用体系完善,为各类金融交易提供方便、自由的交易平台,金融信息产生和传递增加等。这些都是国际金融中心形成的必备条件。长三角地区多层次资本市场的构建,将极大地改善上海及周边地区金融的基础条件,加速推进上海国际金融中心的形成和建设。

三、发展长三角多层次资本市场:促进上海国际金融中心建设

从现实条件来看,目前经济充满活力的长三角地区发展多层次资本市场条件已经基本成熟,适时推出可谓水到渠成,应尽快构建层次结构合理、地域分工清晰、运作效率高的多层次资本市场体系。当然,发展多层次资本市场也是一项系统工程,需要在发展过程中积极推进制度建设和体制创新,其中尤为迫切的是采取切实有效的措施,建立严格的、市场化的退出机制,高效率地实现资本市场供求平衡,合理界定不同层次市场的功能定位,发挥多层次资本市场的功能。

1. 继续发挥主板市场(集中交易市场)功能 上海证券交易所依然是长三角地区乃至我国大中型企业上市融资的主要市场,对国际资本市场的影响日益增加,同时也需要在发展思路 and 战略上进行布局和谋划。从总量与规模上看,上海证券交易市场依然是长三角经济区域多层次市场体系的主体部分。特别是上海在建设世界金融中心的进程中,积极配合国家金融宏观调控部门和监管部门,加快形成金融产品创新中心、金融市场交易中心 and 国内外金融机构集聚中心。继续发挥货币、证券、期货、黄金等全国性金融市场的作用,促进金融衍生品、保险再保险、离岸金融、企业债券等市场和业务发展。同时,积极引进国内外金融机构,发展新兴金融机构,优化整合地方金融资源。完善金融风险防范和处置机制,优化金融发展环境。充分发挥上海证券交易所的融资功能,区域内的投融资主体充分利用上海证券交易所来扩大直接融资比重,开拓资本市场融资渠道,改善投融资结构、提升投资效率;并对生产力地域空间布局战略的形成提供坚实的金融支撑。

2. 积极推出二板市场 二板市场的定位是为具有高成长性的中小型企业,特别是高科技企业提供上市融资的便利,以促进科技产业的扩张与发展;同时也为投资于这些高风险、高收益企业的风险资本提供了一条正常的退出通道。建立活跃的创业板市场(二板市场)是较好的风险投资退出渠道,政府应从各项政策与制度上大力支持。创业板市场是多层次资本市场的重要组成部分,要在借鉴和吸取海外创业市场发展经验教训的基础上加快推进创业板市场建设。基于差异性极大的区域金融市场特征,实际上在长三角经济区域的中小企业等已经开创了多种形式的直接融资渠道,应予以引导和规范。

中小企业板的建立是构建多层次资本市场的重要步骤。目前,进一步加快中小企业直接融资市场建设速度的时机和条件已经成熟,要积极创造条件,适时在长三角地区开设区域性中小企业板或创业板,完善长三角经济区域资本市场结构,满足区域内极具活力和发展空间的中小企业的融资需求。尽快为主业突出、业绩优良、运作规范的中小企业建立直接融资的绿色通道。在现有法律框架下,对符合《公司法》、《证券法》相关规定的中小企业,应放宽上市条件,缩短发行周期,简化相关程序,优先扶持优质企业进入资本市场,建立一个方便、快捷、低成本的融资机制。

3. 健全三板市场(场外交易市场) 目前长三角地区已形成以上海产权交易所为龙头的长江流域产权交易共同市场,成员为长江流域省市的产权交易机构;近年来,地方产权交易市场的发展十分迅猛。产权市场是多层次资本市场的重要组成部分,作为企业资本运营的平台,产权市场是实现生产要素加快流动、资源有效合理配置的重要手段。目前长江三角洲的产权市场呈现出良好发展势头,形成上海产权交易所、浙江(杭州)产权交易市场和江苏(南京)产权交易市场三足鼎立的格局,成交活跃,但目前市场尚处于相互分割状况。在发展长三角产权交易市场的进程中,需形成以上海产权交易所为中心、以浙江(杭州)产权交易市场和江苏(南京)产权交易市场为依托,向地(市)级城市发展的一体化产权交易市场,并向外围城市及其他地区辐射;实现信息共享、交易标的统一挂牌、统一结算的市场体系的构建内容,在功能上补充上海证券交易所对区域经济推进的缺陷。为此,在重新构造新的产权交易市场的体系、运作模式和制度、功能评价等基础上,尽快建立和完善统一的产权交易管理信息系统、实现交易联网运行;在共同市场内部实现交易程序的统一;加快推动跨行政区的产权市场一体化交易的管理机构,发展非政府性的市场中介组织,以推进产权市场一体化的有效运作;逐步实现交易规则和审核标准的统一;从区域间结算转移支付体系的建立,逐步向统一的结算交割体系过渡,并逐步形成统一的监管制度和监管体系。

4. 拓展金融衍生品市场 在建立长三角地区多层次的资本市场体系的进程中,在考虑如何满足中小企业融资需求的同时,还要考虑提供各种为规避金融风险而引申的金融衍生品交易场所的建设问题。上海资本市场发展到今天,对金融衍生品市场的需求已愈来愈显迫切。金融衍生工具在规避风险、提高资本利用效率等方面发挥的作用不可替代。加入WTO后,象征我国已经从过去封闭的计划经济体系中脱离出来,我国的经济体系将由市场的力量和全球贸易来确定。引入金融衍生品对于加快长三角地区经济发展具有举足轻重的意义,以通过发展金融衍生品市场,强化和提升上海国际金融中心对生产要素资源价格与企业资产定价的话语权,并不断降低资本市场的系统性风险。

(作者单位:上海对外贸易学院)

参考文献:

- [1] 张凤超.金融地域系统研究[M].北京:人民出版社,2006.8.
- [2] 黄解宇,杨再斌.金融集聚理论:金融中心形成的理论与实践解析[M].北京:中国社会科学出版社,2006.1.
- [3] 黄运成,杨再斌.关于上海建设国际金融中心的基本设想[J].管理世界,2003,(11).