

# 內地政府部門創新競爭下重構債市



中國的國債大受民眾歡迎，但企業債券則未被大多數人接受。

源配置和利益平衡機制。市場自我擴展能力長期被遏抑，束縛和破壞，股市已經喪失了基本的「容錯」和「糾錯」能力，導致在股市生態惡化後，無法依靠自身力量實現優化。政府干預雖遭到各方詬病，但想脫身也難，作為目前不得不依靠的力量，現在政府也是身不由己。

企業債券市場相對於股市，雖處於弱勢地位，但在政府干預方面卻更為明顯和直接，尤在所有制偏好和行政審批程式上體現得最為充分。只要稍稍考察發債企業的所有制構成和發行審批流程，就不難發現：公開發行並上市交易的企業債券，發行主體絕大部分都是國有「巨頭」，尤其是電力、交通、鐵路及石油等資源壟斷性

行業的巨型國企；一直以來，主導企業債券審批的是中央政府部門——國家發展與改革委員會（發改委），其前身就是計劃經濟時代最為核心的經濟管理部門：國家計劃委員會。

在此背景下，人民銀行主導下的企業短期融資債的登台就頗耐人尋味了。在高層人士反覆公開聲明企業債券市場落後現狀和發展債券市場積極作用後，人民銀行卻在五月二十三日發布《短期融資券管理辦法》（《辦法》）及有關承銷規程和資訊披露規程的兩個配套文件，允許符合條件的非金融企業在銀行間債券市場向合格機構投資者，發行不超過一年期的短期融資券。《辦法》明確人民銀行依法對短期融資券的發行和交易進行監督管理。由此，長期主導債券審批的國家發改委在這個細分企業債券市場為人民銀行所取代，債市體系重構展露端倪。

## 部門及地方的衝突

三天後，首批五家企業的七隻短期融資券即獲准發行，發行總額超過百億元人民幣，利率僅為內地銀行貸款利率的一半，但對五家企業精加分析就可以發現，債券市場的一所有制偏好——依舊——五家企業中的四家為中央國有企業，且依然為能源或交通等壟斷巨頭；另外一家也是地方國有企業。由此可見，債券市場制度創新存在嚴重的路徑依賴，創新點主要在發行方式、發行期限以及發行程式等技術層次，對於根本的依所有制分配資源的本源問題衝擊並不大。

在這次人民銀行的創新變動中，最可引申玩味的，可能是政府機構制度創新的模式變遷及其局限。一直以來，內地地方政府之間的競爭創新充當了推動經濟發展的基本力量，雖然這種發展模式隨着內地經濟體系的完善逐漸顯露其不可

## 企業管治



何順文  
李元莎

作為企業直接融資的兩種基本形式，股票市場和企業債券市場在內地資本市場中發展極不平衡，企業債券融資僅為股票融資規模的五分之一，造成兩者地位懸殊，資本市場內在結構失衡。

內地長期以來忽視發展企業債券市場，造成這種局面原因眾多。既有歷史上一一些企業不當發行行為因而無法按期還債，造成惡性衝突事件，影響社會秩序——如世紀八九十年代內地出現的一批以發行債券形式出現的非法集資案件；也有政府政策取向問題——在發展金融市場過程中對股市情有獨鍾，各種社會資源都集中到了對股票市場，卻對發展債券市場價值認識不足，相應的投入較少，造成債券市場先天營養不良。

當然，造成企業債券市場發展不力的最直接的的原因，仍然是內地企業在畸形的資本市場制度誘導下，計算自身利害後理性選擇的結果。在內地的市場結構和企業管治狀況下，權益性融資相對於債權性融資對於管理者的壓力更小，尤其在控股股東佔有公司絕對支配地位的情況下，上市融資不會給管理者帶來額外的經營壓力，企業管理層發債動機不足也就順理成章了。

## 政府干預債市更明顯

內地股市近年市道一片低迷，問題層出不窮，監管部門極力出台各種利好政策，冀扭轉局勢，但收效甚微。究其根源恰恰在於政府干預過度，扭曲了股市本應具有的資

克服的弊端，但其現實作用和價值仍不可忽視。中央政府部門扮演的角色，更多的是抑制地方政府創新的負面作用，掌控整個經濟的穩定平衡。這種政府條款交互作用基本主導了內地近二十年的經濟發展和制度變遷。

現在以人民銀行為代表的中央政府機構，尤其是掌管經濟發展的部委如國資委及審計署等，以及直接影響經濟發展約束條件的國家環保總局等走上前線，成為輿論焦點，昭示了內地經濟發展階段的演進和政府機構角色的轉換。在區域經濟長期高速發展之後，內地經濟體系需要更深層次的提升，其中一個基本條件就是專業化的交易市場和交易規則。在這些具體制度領域，以內地目前的社會結構，只有中央政府部門才能充當創新的推動者。

不同於地域經濟發展競爭背景下的地方政府創新壓力，中央政府部門內部競爭並不足以成為驅使部門創新的支配力量。相對於地方政府的機制性創新競爭，中央政府部門內部的創新具有更為明顯的個人色彩，即部門主要領導是否強勢，是否具有比其他部委領導更為豐富的政治資源和知識資源。政府部門權力分配基於政府內部分工，天性就是權力分割與相互制約，彼此獨立作用空間有限。所以政府部門內部競爭不如地方政府之間的競爭，不足以改變市場基本規則，更多的只能是對具體制度層面的補充和完善。

何順文 浸會大學工商管理學院院長兼教授  
李元莎 浸會大學工商管理學院博士研究生



內地過分重視股市，影響債市的發展。