

发展票据市场若干问题研究

国务院发展研究中心博士生导师 巴曙松 北京 贾蓓



一、发展票据市场的意义

1. 票据市场对融资企业的意义。

票据融资是商品和劳务交易中以双方的延期支付行为为基础衍生的一种信用形式,是供求双方提供的直接信用融资。票据市场的发展为融资企业提供了一条融资成本低、效率高的便捷途径。因为票据贴现的利率低于一般的贷款利率,在货币紧缩的时候,由于贷款利率的提高将使企业无法获得所需要的资金,尤其是中小企业在贷款审查的时候往往受自身条件的限制而失去获得贷款的机会。此外,由于票据市场上的融资工具具有期限短、流动速度快的特点,因而利用票据融资、投资具有较高的安全性,适于追求稳健发展的企业进行融资、投资业务。

2. 票据市场对金融市场的意义。在金融市场,货币市场作用于短期融资领域,票据市场的发展提高了金融市场的整体效率,改变了失衡的市场结构。银行作为票据市场的主要参与者,在开展票据业务的过程中,不仅能提高资产的质量,优化资产负债的结构,而且能形成新的赢利手段。此外,票据市场的健康发展提高了整个金融市场的整合程度,使票据承兑、贴现、再贴现等各个环节有机地衔接起来。

3. 票据市场发展对货币政策传导的意义。中央银行利用票据市场传导货币政策的途径有两种:一是通过在票据市场买卖各种票据,吞吐基础货币,调节货币供应量,对国民经济进行宏观调控;二是通过调节再贴现利率和额度,影响运用票据进行融资的成本,调节货币供应量,从而有效地发挥金融宏观调控的作用。另外,通过再贴现对象和再贴现票据的选择,能够直接引导信贷资金的流向,促进信贷结构的调整,从而增强货币政策工具选择的灵活性。

二、我国票据市场与国外票据市场发展路径的差异

票据市场在我国的发展起始于20世纪80年代,最初是作为企业的一种延期支付的信用工具。1996年我国《票据法》正式实施后,票据市场的各项功能逐步健全,步入了发展轨道。我国的票据市场由于起步较晚,与西方发达国家票据市场相比,还没有发挥出其应有的功能,主要表现在:

1. 票据市场的工具种类以及数量有限。我国票据市场工具主要包括本票和汇票。在现有监管法规中,本票只规定了银行本票,对商业本票未做规定;汇票包括银行承兑汇票和商业承兑汇票,其中银行承兑汇票所占比重约为95%,商业承兑汇

票约为5%。同国外票据市场相比,我国票据市场工具种类较少,其原因在于:我国《票据法》规定票据的签发、取得和转让必须具有真实的交易关系和债权债务关系,即必须符合真实票据原则。这种制度安排制约了融资性票据的发展,以致票据的功能大多局限于支付结算。

在成熟的金融市场上,票据市场的参与者通常涵盖了金融市场上所有主要的金融机构,包括证券公司、保险公司、投资基金、货币市场基金等,形成了多层次、大范围的市场体系。我国的票据市场以商业银行为主体,并且一般只有大型企业才有进入票据一、二级市场的资格,这使得大量机构投资者游离于票据市场之外,市场主体的行为容易趋同,同时也使得已进入的机构倾向于为票据的承兑设定很高的门槛,在客观上设置了障碍,不利于中小企业进入票据市场。

2. 票据利率市场化的程度较低,货币政策传导效率有待提高。在市场化程度较高的发达国家,贴现利率随着货币市场资金供求状况和市场参与主体心理预期的变化波动,票据市场利率不仅是真实反映货币市场资金供求的市场利率,同时也是连通金融市场各个子市场的枢纽,能引导市场利率的变动方向,使市场价格信号真实、准确。他们在运用再贴现政策工具时,将票据市场利率与再贴现率进行对比,由市场给出能够及时反映金融环境变化的利率水平。与此形成对照的我国票据市场,由于利率体制等多方面的原因,再贴现率浮动弹性小,调整频率不够,难以形成合理的利率体系,再贴现率对市场的反映不灵敏,使得再贴现政策没有发挥其应有的作用。

3. 票据市场缺乏市场化中介机构的活跃参与。从国外票据市场多年来的发展经验看,无论是日本的短资公司还是英国的票据贴现银行,都为企业发行商业票据提供了授信支持和中介服务,从而降低了企业发行票据的风险。独立的中介机构参与票据市场服务,既维护了市场的稳定,又提高了市场运行的效率。与发达国家独立法人中介机构不同,我国票据市场的中介机构设立在商业银行系统内部,主要是以工商银行为代表的票据专营机构组织和各股份制商业银行的票据贴现窗口组织。由于中介机构不健全,加之我国商业票据交易品种中银行承兑汇票占绝对比重的状况,造成了企业仍主要是希望利用银行信用进行票据融资,而没有利用金融市场上多元化的金融机构对票据市场的风险进行分散。

4. 银行的考核机制对票据市场的发展有很大的影响。在美国,发行票据前需要经过评级机构的评级,其评级结果是投资者进行投资选择、决策的重要依据。评级机构严格的标准也为办理票据贴现的金融机构提供了判断参考。此外,银行建立

了以风险收益平衡为导向、以资本金配置效率为约束的全面资产负债管理和考核机制,使得在对票据贴现的审查方面也比较谨慎。而在我国,由于缺少对票据风险的评估机构,使得银行缺少相应的风险管理的市场参照指标。加之银行的考核机制不够科学、健全,在考核指标体系中片面强调存贷款水平,导致一些企业利用一笔保证金取得银行承兑汇票去贴现,然后用贴现资金再去开承兑汇票,这样来回进行倒转,形成票据业务空转,从而虚胀了票据市场。

三、我国票据市场与国外票据市场发展路径差异的原因

1. 票据市场产生的动因不同。西方发达国家建立票据市场主要是在取得贷款成本较高的情况下为融资企业提供另一种获得短期资金的途径,使商业票据成为一种商品支付手段、银行短期贷款的替代形式。我国的票据市场最初是为了解决企业之间相互拖欠贷款设立的,是在信用缺失的背景下作为建立企业之间信用关系的工具而出现的。两条路径起点的不同决定了不同的发展方向。西方发达国家票据市场强调为资金的流动拓宽渠道,市场初期的参与主体大多是急需资金进一步发展的企业,其资信程度比较高,不需要真实交易背景作为依据。而我国建立票据市场的初衷是为了弥补信用体系的缺陷,这就决定了市场参与主体普遍存在信用缺失的问题,所以对票据的真实交易背景进行了强制性规定。

2. 票据市场发展的内在动力不同。西方发达国家票据市场的内在推动者是其较为完善的市场机制。首先,通过准入退出制度的建立对票据市场的参与者进行严格把关。其次,完全依靠市场的供求关系形成合理的利率水平和价格水平。再次,西方发达国家的大多数票据市场经营票据的主体不仅仅局限于银行,并且还有做市商的票据专营机构,以发挥中介作用,为商业承兑汇票公平交易提供了交易平台,为整个票据市场的运作提供了公平、合理、透明的交易载体。

相比之下,我国票据市场的发展在一定程度上受到了传统金融体制的束缚,市场化程度较低,市场对票据资源的优化配置功能处于相对疲弱的状态,主要靠行政手段,由中央银行制定较低的再贴现率,使商业银行利用再贴现率与贴现率的利差获得盈利。在这种情况下,票据市场的内在动力不足,企业往往更愿意受理银行承兑汇票获得信用保证,形成了“企业高度依赖商行,商行高度依赖央行”的局面;银行承兑汇票被赋予了附加功能,企业受理票据,不是以是否有助于企业资产收益最大化为目的,而是以能否得到商行的承兑和转贴为目的;商业银行承兑和贴现票据,不是以是否有助于资产结构优化为前提,而是以能否得到央行再贴现为前提;票据市场的风险集中在银行体系,银行承兑汇票承担了不符合自身风险收益特性的责任。因此,商业承兑汇票发展缓慢,票据市场的发展规模以及货币政策传导的有效性受到了限制。

3. 票据市场发挥的功能不同。西方发达国家票据市场作为调节短期资金供需的场所,其主要职能是为各经济主体提供有效的调整流动资金的手段,是货币管理当局和金融体系之间的一条主要联系渠道。同时,票据市场的运作也为其他货币子市场和资本市场的正常运作提供了资金支持。企业获得的短期融资有利于其长远发展,通过业务规模的扩大、经营业绩的提高,其市场信誉也得到提高,从而有利于通过发

行债券、股票等权益性证券进行长期融资。而我国的票据市场相对于其他货币子市场的发展来说,由于市场化程度较低,没有发挥其短期融资的功能,以致出现一些企业通过虚假的票据贴现,将所获资金投放到资本市场进行违规运作的问题。

4. 票据市场的载体不同。西方发达国家票据市场以中介机构为载体,中介机构根据票据的评级、贴现以及承兑等不同环节而分别设置,将票据市场的供求双方有机地联系起来。由于中介机构形成了一个互相制约的整体,所以中央银行通过这个中介体系传导货币政策的效果比较显著,减少了个别机构发生道德风险的可能性。而我国由于票据市场以银行为载体,各银行的利益又大致趋同,很难形成相互制约的机制,在追求存贷款规模、降低不良资产率的目标下容易与其他目标发生冲突。在这种情况下,作为票据交易的一方很难客观、公正、独立地承担起票据市场载体的任务。

四、我国票据市场未来的路径选择

1. 扩大票据市场工具的种类,拓宽投资者的范围,扩大票据的种类和数量。这样做,一方面可满足企业以商品交易为主的交易性票据的有效需求,另一方面能促使商业银行的短期资金票据化,促使融资性票据业务的发展。同时,要充分发挥票据在承兑、信用、支付、汇兑、结算、融资等方面的功能,提高资金周转速度,从而使更多企业通过票据市场进行融资。另外,应注重票据市场工具的创新,积极推出有利于不同企业的个性化服务,开展相应的打包服务。还要适当提高票据融资的比例,适时引导投资基金、保险公司等机构投资者参与。

2. 完善票据利率的市场化机制,有效传导货币政策。要通过市场化运作逐渐形成银行贷款利率、商业票据贴现率、同业拆借利率和中央银行再贴现率之间的合理利率价格级差,使票据的再贴现率能更好地发挥杠杆作用和货币信号作用,为市场利率的正常水准提供一个科学的参照系。由于再贴现是以票据为抵押,资产风险低于再贷款,所以再贴现率应低于同档再贷款利率。我国目前的再贴现率偏高,调整幅度小、频率低,根本原因在于再贷款利率的市场化不够,国家通过再贴现率调整货币市场的效果被降低,票据市场的参与者往往另辟蹊径将票据转贴。为改变这种状况,需要逐步推进票据利率的市场化进程,通过建立统一的票据市场,形成能够真正反映资金供求状况的市场化贴现率。

3. 发展活跃的票据中介机构。国际上票据业务的经营一般有三种模式:第一类并无专业的票据公司,而是将票据业务作为商业银行或投资银行业务的一部分来经营。目前我国大多数商业银行的票据业务采取这种经营模式。第二类是票据业务有专门、独立的机构经营,如:美国的票据业务主要由投资银行的全资子公司经营;英国的票据贴现所已发展成为商人银行;日本的票据业务则由银行兼营模式发展成为专业的短资公司。第三类是以我国台湾为代表的专业票券金融公司。从发展趋势上看,以商业银行为依托的专业票据公司模式是一个较为理性的选择。目前,我国的部分地区已经建立了专业票据公司,但受到地域以及规模的限制,还没有形成统一、规范的运作机制,各地差异较大。应当逐步消除票据市场的条块分割,通过规范专业的票据中介机构进行票据业务的运作,将整个票据市场连成一个整体。☐