

□ 奚 洁

# 从企业融资体制角度对资本市场发展的思考

## 一、企业融资体制变迁及问题分析

企业融资渠道有所有者注入资本、银行贷款、利用外资、债券融资和自筹资金等。从有无金融机构为中介划分,则有间接融资和直接融资,不管是哪一种融资形式,都是资金盈余者向资金不足者的资金融通。从资金来源来划分,则有内源融资与外源融资,麦金农在他书中谈到内源融资与外源融资结构比例取决于货币的实际收益率即  $d-p^*$ 。对于中国企业的融资体制,我们应从国情出发,从历史中考察。

### 1. 收入融资阶段。

在计划经济时期,国家通过低工资、工农产品剪刀差等途径,把城乡居民的大部分收入以国有企业盈利的形式集中起来,形成国有资本,再利用这些资本开办新的国有企业。这种筹资方式即为收入融资。这种筹资方式是以国家权力集中为前提的,把居民应得的收入直接转化为国家利润进而成为投资。它在建国初期的经济发展中作用突出。但这种筹资是模糊的、没有契约的,似乎也没有成本。而事实上那个阶段国家承担了居民的住房、养老、医疗等一系列保障的义务。“这种义务或隐性负债实质上就是国有资本的融资成本”(张春霖,1997)。从表1中我们不难发现国有企业承担的这种隐性负债相当大,而且绝大部分是由企业自己承担支付。国家通过企业的成本开支偿还其隐性负债,偿债基金来源高度依赖于企业的当期经营状况,同时又严重制约着企业的经营业绩。

国有单位离、退休、退职职工保险福利

	1978	1980	1985	1990	1991	1992	1993	1994	1995
费用总额(亿元)	16.3	43.4	119.2	382.4	459.7	572.8	752.8	1022.0	1296.2
其中单位交付(亿元)	14.1	40.1	115.5	375.2	452.1	563.2	740.8	1004.5	1276.8
平均每人(元)	574	78	1070	2221	2529	3010	3661	4654	5575
人数(万人)	284	638	1165	1165	1833	1972	2143	2249	2410

资料来源:《中国统计年鉴》1996。

### 2. 债务融资阶段

为刺激经济的复苏和增长,从70年代末开始,国家逐步主动改变了国民收入分配结构,可积累的收入被分到居民手中。据统计,居民储蓄从1978年210.6亿元发展到1996年的38521.4亿元,存款总额占GNP比重从5.9%上升到54.8%。于是国家向居民筹资的方式也相应改变,形成债务融资。也就是通过国有银行的居民个人形成债务契约关系,承担明确的还

本付息的义务。这种债务融资的特点是筹资有了明确的融资成本,财政无偿拨款成了银行有偿贷款。这种“拨改贷”的融资转变初衷是为了激起企业经营的积极性,然而经过十多年的实践,结果却出现了类似日本原先的“超额借款”特征(林木淑夫),企业资金长期依赖银行信贷。而产权模糊下的内部人控制、投资软约束等更让企业表现出高负债、低收益的财务特征。

林木淑夫认为“超额借款”与不发达的资本市场以及出口导向、投资引导的高速增长有关。国内不少人士也结合国民收入分配格局的改变,提出要发展资本市场。笔者将对债务融资作一深入分析,强调问题不在于债务融资本身的优劣,而在于我国银企作为这种融资机制主体缺乏产权清晰下的规范化、有效率的行为。

债务融资,换个角度就是以银行为中介的间接融资,这种方式具有明确债权债务契约。银行与企业是一种显性借贷关系,即使是高负债仍然是有借有还的借贷关系。财务理论告诉我们,在总资金利润率高于借入资金利息率时,加大借贷比重,则自有资金利润率将会提高。所以,国企的高负债问题在于经营效益不良,不足以维持高风险的资本结构。而国企原有高负债的动因一方面产权不清晰,银企都存在软约束机制,这一点已被达成共识。另一方面较长期的  $d-p^* < 0$ ,即名义利率低于预期通胀率。货币的实际收益为负,企业失去内源融资兴趣,外源融资意愿增强。负利率意味着借到钱即赚钱,企业投资盲目性加大。而同时银行也利用负利率的良机积极开展寻租行为,信贷决策失去理性。企业非理性投资在市场经济初步形成时期,很难得到预期的投资收益率,而随着国家宏观调控能力加强,实现了“软着陆”,实际利率相应变为正利率,企业失去了负利率的优势。原先的负债又是有明确的契约,有还本付息的义务,所以企业因高负债经营难以为继,问题愈发突出。

## 二、资本市场的界定

国有企业问题是当前改革的桎梏。面对企业资金缺、负债高的现状,很多人提出应改善资金配置格局,开辟新的融资渠道,重点发展资本市场。通过上面的分析,我们不难发现国企的问题并不是进行更多外援就可以解决的。现有的问题是历史的沉积,原因也是多方面的。只注意从资本市场获取资金,而不着眼于问题症结之所在来考虑如何更有效利用资本市场,这是不可取的。

### 1. 资本市场概念的界定

资本市场是指一年以上的中长期资金交易的总和。资本市场是金融市场的主要组成部分,是提供一种将资金从储蓄者手中转移到投资者手中的转移机制,在现代社会中,货币化程度很高,储蓄向投资转化主要是以货币资本的形式进行。因而,资本市场主要研究的也就是货币资本向投资的转化。在这种转化过程中,为达到交换货币资本为目的的一定形式的金融工具是必不可少的。资本市场的金融工具可分为两类:非证券类金融工具,如定期贷款、抵押贷款和租赁等;证券类金融工具,如股票、债券等。

金融工具的复杂性决定了资本市场的复杂性。有很多人认为资本市场就是证券市场,也有人更狭义地理解为股票市场。麦金农与爱德华·肖将银行信贷市场也包括在资本市场中。本文研究的是中国资本市场的发展。资本市场是相对于货币市场而言的,界定资本市场概念的主要内核是资金筹措的时间性,而不是资金筹措的来源或渠道。一年期以上的资金可以来自于银行中长期信贷,而且银行信贷市场在我国中长期资金交易和资本资源配置过程中发挥着重要作用,它应该是我国资本市场的基础。同时我国证券市场已得到初步发展,企业也可以从证券

市场上获得中长期资金。证券市场已成为新兴国家资本市场中最活跃的部分。

## 2. 资本市场功能界定

资本市场本来之意是指长期资金的融通关系所形成的市场。但时至今日,其意义已远非如此。在发达的市场经济下,资本市场的功能可界定为四大功能:(1)融资功能。即资金盈余者通过证券市场或金融机构将资金直接或间接地向资金不足者融通。这是资本市场的本源功能,但不是唯一功能。在某种意义上,并不是最重要功能;(2)风险定价功能。风险定价具体指对风险资产的价格确定,它所反映的是资本资产所带来的未来收益的价格确定。在发达的证券市场上,信息公开化,资产流动性强,资金有统一的市场价格。投资者考虑市场价格、个人风险偏好和个人未来预期参与到证券市场中去。资本市场正是在这一功能的基础上来指导增量资本的积累与存量资本的积累。(3)资源配置功能。指资本市场通过对资金流向的引导对资源配置发挥导向性作用。证券市场不仅提供一种资产形态转换和资产流动机制,而且提供了多种低成本的资产重组机制,改进资源的配置效率。而金融机构在内部经营机制规范条件下同样也能促进资源流向高效益部门或企业。(4)产权界定功能。指其对市场主体的产权约束和充当产权交易中介所发挥的功能。它通过对企业经营机制的改造为企业传递产权交易信息和提供产权中介服务进而在企业产权重组的过程中发挥重要作用。

## 三、我国资本市场发展的政策建议

基于对企业融资体制的分析和对资本市场概念及功能界定,笔者认为国有企业以前的融资机制,特别是银行为中介的债务融资,不是不适合我国经济发展,而是表现出在市场主体产权不清晰条件下的无效率。同时,证券市场又有四种不同的功能,筹资不是其唯一功能。所以,一个理性的政策选择应该是提高间接融资的资本市场的市场效率,同时逐步实现直接融资的资本市场的扩张及多种功能的利用,并最终达到两种资本融资方式的最优化结构,实现金融资源的最优化配置。

### 1. 间接债务融资的效率化改进

资本市场的概念告诉我们,它不仅仅包含证券市场上的直接融资,也应当包含银行为中介的间接融资。我们必须看到两者互有利弊。间接债务融资,对企业来说,优点是明显的:利息计入成本,可冲减税基;可利用杠杆效应,增加股东利润;原有的管理结构不受影响等等。我们不能只看到目前无效率的债务融资机制,而应看到这种机制的优点。另一方面,我国居民储蓄倾向较高,近几年金融资产形式虽有所增加,而居民储蓄仍然居高不下,所以银行为中介的间接融资仍将在我国资金配置格局中占主要地位,关键是如何提高其效率,发挥好这一主要地位的作用。目前普遍认同的针对债务融资的建议是:增量改革、存量冲减。增量改革应注重发挥新兴商业银行的竞争性示范作用,同时增加对非国有经济的融资;存量冲减,要注意到收入融资与债务融资两个阶段各自沉积的不同负债,隐性与显性负债分别处理,国家、银行、企业三方合力而为之。

### 2. 资本市场功能的多元化开发

资本市场的功能是多样的,有其本源功能,也有延伸功能。发展我国资本市场应结合改革现状合理开发其功能。国有企业负债高、亏损面大、资金紧,这些当然说明需要开发资本市场的融资功能,引导部分居民储蓄投入证券市场,合理减轻银行业经营风险。同时我们更应该看到国有企业产权尚未理顺,企业兼并、联合、重组等战略性改组正在进行,我们需(下转第 52 页)

以及由此决定的职工收入的提高(包括进入工资的货币化住房量)。当然,也不否认体制的重要作用。另外,住房公积金、住房金融业的作用也同样主要受制于经济发展以及由此决定的居民购买力。从现在的广大中低收入者的工资与房价比例来看,要达到国际上平均水平恐怕不是一、二年的事,更何况,目前相当数量的居民处于只领取基本生活费待岗的状况,“有钱的不买房,要房的却无钱”,这可以说很具普遍性。所以要解决住房空置膨胀的问题,关键是要将着力点用于解决多数人的“买不起”问题上,切实提高他们的住房购买力。降价也是提高购买力。所以,如何提高购买力,其途径除了前面提到的外,重点要放在大幅度降低房价上,这需要政府和房地产开发商共同努力。就政府而言,对用于开发建设普通住宅的土地应降低出让价格并取消投资方向税,同时,市政配套设施中非经营性项目的费用应通过其他税收予以解决,其中经营性项目的费用应贯彻“谁投资、谁受益”的原则,由项目经营单位承担,以减少住宅成本,另一方面应对住宅业开发建设确定一个适度利润率;就房地产开发商而言,应确定薄利多销的思路,对明显滞后的房型应主动进行第二次改造。只有这样,才能从根本上解决住房空置膨胀的问题。遗憾的是,至今尚难见到能迅速缓解房地产领域中奇怪现象的有效措施。

(作者系上海经济管理干部学院教授,单位邮编为 200237)

(上接第 44 页)要更多地开发资本市场产权界定功能和资源配置功能,这两个功能目前应该比融资功能更为重要。要利用资本市场界定企业产权,保证企业产权合理调整,促进产权结构的改进。目前证券市场股权人为分割成国有股、法人股和社会公众股等,70%股份不能流通。一方面小额流通股决定的股票交易对股权结构,进而对董事会决策没有多少影响;另一方面上市公司的市值只根据少量可交易股票的市价套算,总市值仅是非竞争性的不真实的帐面价格。这些问题有待解决,使证券市场更加规范化,更好地发挥其多元化功能。

### 3. 资本市场体系的多层次发展

十五大报告中鼓励和提倡股份制和股份合作制。就股份制改革而言,目前全国 700 多家上市公司已初步达到“产权清晰、权责明确”的要求。几年证券市场的形成与发展,表明了它对上市公司筹资、改制、重组等起了积极作用。然而股份合作制,是一个新生事物,是全体职工劳动联合与资本联合相结合。这里的资本联合同样也需要一定程度上的股权流动。目前,股份合作制尚未规范,职工股不允许转让交易,这不利于实现众多中小企业资本的重组与资源的优化配置。所以应在发展规范证券市场的同时,也需要发展一些“地方性小市场”或“场外市场”,促进资本市场体系的多层次健康发展。

#### 参考文献:

1. 张春霖:《国有企业改革与国家融资》,《经济研究》1997. 4。
2. 贺学会:《对我国资本市场的理性思考》,《金融研究》1997. 9。
3. 吴金锋:《对我国资本市场发展问题的探讨》,《金融研究》1997. 9。
4. 张维迎:《中国国有企业资本结构存在的问题》,《金融研究》1996. 10。
5. 马险峰:《资本市场:概念主体与基本功能》,《当代经济科学》1997. 3。
6. 《国有改革与证券市场研讨会论文集》,上海证交所 1997. 10。
7. 林木淑夫著:《现代日本金融论》,上海三联书店。
8. 罗纳德·I·麦金农:《经济发展中的货币与资本》,1988,上海三联书店。

(作者单位:上海财经大学财务金融学院;邮编:200083)