

从 中 外 金 融 结 构 之 差 异 看 我 国 经 济 体 改 之 关 键

潘
渭
河

金融结构,是指不同类型的金融中介机构,及其相应的融资手段,分别在全金融机构总资产及其各种金融工具融资总量中所占的份额。西方发达资本主义国家市场经济的发展经验表明,随着经济的发展,银行体系在全金融机构资产总量中,所占的份额大大下降,其比例小于其它金融机构的总和。根据美国专家的统计研究,从19世纪60年代以来的一百年间,全部发达国家商业银行的资产占金融机构总资产的比重,从45.9%下降到28.8%,商业银行金融工具的发行量占全部金融机构的比重,从42.8%下降到26.9%。①60年代以来,亚洲新兴工业化国家和地区金融结构的变化,也显示了同样的特征。中国台湾和韩国证券市场的资本总量占GNP的比重,从1986年的16%提高到1990年的53%,新加坡和香港的这一比例还要高。②显然,金融结构多样化的特征,不仅是经济高度发展的产物,也是经济高度发展的条件。金融结构的变化特征,是市场经济条件下,降低融资成本、分散融资风险这一客观要求的必然反映。改革开放以来,中国金融机构和金融工具的多样化有了发展,但是这种发展没有改变以国有专业银行信贷资产为主的金融结构的基本特征。1995年,国有专业银行的储蓄存款约为53900亿元,与GNP相当。而在中国的资本市场上,各种证券的价值总和不足2000亿元。中外金融结构的差异,是显而易见的。随着中国产品分配的基本市场化,中国资本形成和分配的“计划经济”特征,已经成为目前中国经济体制与完善的市场经济之间的最大差异。问题在于,这种差异究竟在当前的中国经济中产生了什么影响?是否应该把金融结构的多样化作为中国经济体制改革向纵深发展的关键?这就是本文所要探讨的问题。

—

国有专业银行向商业银行的转变,是中国金融体制改革的重点。改革的基本要求,就是实行资产负债管理体制。由于我国银企之间的巨额不良债务,国有专业银行的改革,难以在根本上有大的进展。资料显示,至1995年上半年,银行呆帐贷款为5468.5亿元,以银行的自有资金与之相抵,尚有2377亿元差额。③尽管国家已经采取了一系列的措施,如降息,调拨资金冲抵银行呆帐,把一部分贷款改为企业资本金等,但这些措施只是缓解了银企之间巨额不良债务所产生的影响,并未从根本上消除其所以产生的体制性

根源。

改革开放以来,我国企业资金主要是由银行信贷所取得;而在银行的资金来源中,居民储蓄所占的份额,从1978年的8.3%,提高到目前的70%左右。国家为了保障储户利益,稳定储蓄水平,储蓄利率的确定,是与通货膨胀率挂钩的,从而使利率水平较之改革开放之前,有了显著的提高。而与此同时,国有企业由于市场相对份额的下降,社会负担的沉重,企业的平均利润率水平,根据某些专家的估计,仅为6%。^④资金供给的利率与企业利润率倒挂,是银企之间巨额不良债务产生的条件;而企业资金供给的单一渠道、单一手段,中国金融结构的这一“计划经济”特征是产生银企之间巨额不良债务的体制性根源。

就融资手段而言,银行信贷和证券融资的比例,是一个国家金融结构状况的重要标志。融资手段的证券化,是第二次世界大战以来各国金融结构变化的主要趋势。80年代以来,这种趋势表现得尤为显著。美国的情形具有代表性。1981年,美国商业银行发放的优惠利率贷款,占美国企业借款总量的70%。二年以后,这一比例完全倒了过来,证券融资占了70%以上,传统的银行信贷业务的下降,促使美国商业银行打破商业银行和证券公司的界限,积极从事证券业务。^⑤各国金融结构变化的这种趋势,是市场经济条件下,风险和报酬组合多样化的反映。在以银行信贷业务为主的金融结构中,信贷利率反映了平均利润率水平,投资者在报酬上是趋同的,报酬和风险的组合也是单一的。随着社会经济生活的多样性,投资报酬的差异日趋扩大,于是证券融资成为资本市场发展的主流。我国是一个生产力发展水平极不平衡的国家,投资机会的分布,投资的报酬率,存在着很大差异。而目前居民储蓄的水平,已经与GNP相当,如此巨额的资金,完全由银行信贷进行分配,实际上意味着要按照一个划一的信贷利率水平得到增值,这是完全不可能的。

在企业资金供给是单一渠道的条件下,国有专业银行的资产负债管理无从实现,首先是因为国有企业经济效益好的是少数;经济效益一般或差的是多数。如果银行根据资产负债管理的要求,为了提高信贷质量,使经济效益差的或一般的企业无法取得银行资金,则少数经济效益好的企业是无法吸纳银行巨额资金的。其次,在市场经济的条件下,企业经济效益的好坏,并不是一成不变的。如果经济效益差的企业,完全无从取得资金供给,则很可能失去有利可图的投资机会,从而形成我国经济发展中的金融瓶颈。1995年以来,在国有企业资金仍然偏紧的形势下,金融机构的资金却显得宽松,正是我国金融结构内在矛盾的反映。这种矛盾表现为:当银行注重资金供求的平衡时,资金运用的质量将下降;当银行注重信贷质量时,资金总量的供求关系不能平衡。例如,1996年,“1~8月,在沪的几家国有大银行共发放的技改贷款金额,仅是全市技改贷款总盘子的一成多一些,规模大而投放微,形成了少有的供大于求的局面。”^⑥值得注意的是,目前我国国有企业的产出,仅占经济活动总量不足50%。三资企业、私营企业基本上排除在专业银行贷款对象之外的,如果再排除一部分经济效益较差的国有中小企业,则我国相当一部分经济活动的造血功能是阻塞的。有资料表明,浦东新区相当一部分三资企业,有经营潜力,但是由于缺少融资手段而受到束缚。^⑦

解决上述矛盾的思路在于,重新构筑我国的金融市场。在保持银行信贷仍然占有一定比例的条件下,大力发展证券市场,为国有企业和非公有制企业畅通融资渠道。银行的信贷利率应该反映平均利润率水平。根据信贷利率,对资金的分配和投向进行选择,银行信贷应主要为国有大中型企业服务。证券市场的功能,则是在投资主体存在差别的条件下,对资金的分配进行选择,选择的结果应表现出投资报酬率的差异。在我国目前的情况下,证券市场融资的比例,应

有大幅度的提高。这是在总量上平衡资金供求关系的同时,提高银行信贷质量所必须的外部条件。

二

我国经济体制的全面改革,一开始就把国有企业的改革作为改革的中心环节。然而,国有企业大范围内出现的亏损,始终困扰着我国经济体制改革的进程。实践证明,在转换企业经营机制的同时,也必须转换企业的资本结构,国有企业才能真正成为市场经济的主体。

企业的资本结构,即企业的股本金与债务资本的比率,是建设现代企业制度的重要方面。当企业所面临的市场环境包含着许多不确定因素时,企业增加股本金的比重,有利于提高企业的抗风险能力。当企业的市场前景确定时,提高债务资本的比重,有利于提高企业的每股收益。在现代管理理论中,对企业资本的最佳结构没有一个肯定的结论。但在实践中,当企业的债务资本的比重大于70%时,即被认为是高风险企业,借贷能力就会受到限制,股价也会下跌,因而企业决策应尽力避免高风险的资本结构。就我国的情形而言,资料表明,1995年,国有企业总资产为4.13万亿元,总负债为3.10万亿元,资产负债率高达75.1%。^⑧改革开放以来,国有企业的产出已经市场化,在变化不定的市场条件下,国有企业却没有可能相机调整资本结构,只能从银行信贷取得资金,因而总体上形成了高风险的特征,从而在大范围内出现亏损,成为必然现象。这从一个侧面,反映了我国金融结构的改革,滞后于经济体制改革的总体进程。

长期以来,我国实行的资金集中供给的金融体制,虽然有这样或那样的优点,但是它的根本缺陷首先表现为:当企业资金大部分由国有专业银行供给时,一方面,是将国家财力作为抵押品,国家成了市场风险的总承担人;另一方面,国家无力在微观的层次上对风险进行防范。企业经营者受局部利益的驱使,在追逐高风险的同时,又竭力将承担风险的责任转嫁给国家,是我国经济生活中常见的现象。其次,在一个资金集中供给的体制下,利率模式是单一的,利率水平是由货币当局根据经济环境的总体因素决定的,企业的筹资成本是刚性的。近几年来,在国有企业的债务状况日趋恶化的同时,居民储蓄的增长率很高,每年都在40%左右,这充分表明,在国民收入的分配结构中,生产部门和消费部门在收入的取得和支出方面的不平衡。企业的产出收益是不确定的,在不确定的收益中,必须有固定的一块作为居民储蓄的报酬。因而居民储蓄的增长依赖于生产部门债务比例的提高。由单一的利率模式所决定的资金分配方式,不利于企业的资本积累,因而使得企业资本结构的高风险特征,表现为持续经常的状态。如果企业是在资本市场上取得资金供给时,投资主体将根据有差别的市场条件,对风险和报酬进行多样化的组合,从而对企业经营者的行为,形成有力的约束机制,而企业也将根据自身的条件,以商业信誉、投资前景等作为筹资工具,降低筹资成本,建立有效的对风险的防范机制。所以,一个具有相当规模、运行完善的金融市场,是国有企业建立自我发展、自我约束机制所必须的外部条件。

三

在市场经济的条件下,企业之间的兼并、收购是重新配置资产存量的必要方式,也是经济增长方式由外延增长向内含增长转变的重要途径。但是,无论是与我国国有企业巨大的资产存

量相比,还是与国有企业所面临的市场挑战相比,我国国有企业的兼并,在数量上是极为有限的。出现这种情况的主要原因在于,我国的金融结构,不能提供企业兼并所必须的市场媒介和推动力。企业兼并,主要是由行政手段所推动的。

80年代以来,以美国为代表,掀起了第四次企业兼并的浪潮,并且是以“负债兼并”作为其主要标志的。“负债兼并”,就是在买方缺少资金的条件下,以兼并后的新公司的资产作为抵押,发行高收益、高风险的债券,在短时间内筹足了兼并所需的资金。这突出地表现了金融市场在企业兼并中,所具有的媒介作用。在我国,如果通过市场渠道实现企业兼并,就必须有巨额资金,而这却无法通过市场渠道取得。

构成我国国有企业相互兼并的另一个重要障碍是,在经营上具有优势的企业,把兼并弱势企业看作是“背包袱”。由行政手段所推动的企业兼并,缺少内在的利益激励机制。从理论上说,如果企业兼并是成功的,扩大了生产能力和市场经营能力,获得了规模经济效益,企业价值提高了,在资本市场上,企业的股价也会相应提高,从中获得的收益,往往大于企业在兼并过程中的投入。90年代以来,在国际上,企业兼并成为一股浪潮,股市收益的诱导,就是其重要的推动力。在我国,由于国有企业的股票上市量极为有限,企业兼并后,企业价值的变化在资本市场上无从表现。由于资本市场的不适应,极大地限制了我国企业兼并的发展规模。

近年来,境外金融财务公司大量收购我国国有企业,并加以炒作的现象相当普遍。香港中策公司以一揽子收购泉州国有企业和其它国有企业的举措,被称之为中策现象而引人注目。中策公司收购我国国有企业后,其在境外上市的股票价格上升了20%。中策现象一方面说明,某些经营状况不佳的国有企业,仍然具有巨大的潜在市场价值;另一方面又提出一个问题,在我国进一步扩大对外开放,引进外资的同时,如何评估国有企业的价值,防止国有企业资产的流失。

从财务理论说,评估企业价值的方法有三项:会计价值、重置成本和企业的市场价值。一般而言,企业个别资产价值的总和低于企业已经形成的生产能力的价值,企业生产能力的价值,并不等于企业获利能力的价值。评定企业价值的合理方法是,根据企业上市股票的价格,评定企业的市场价值。美国的研究者提出了Q比例的概念。Q比例是企业股票的市场价格和这些股票所代表的企业资产的重置成本之间的比例,Q比例一般在0.5至0.6之间,如果Q比例是0.6,则按照企业资产的会计价值,收购企业的价格仅为企业市场价值的50%。^⑨Q比例的概念,反映了使用不同的方法,评估企业价值时所存在的差值。由于中国资本市场发展的局限,大多数国有企业的市场价值在资本市场上无从表现。因而可以认为,我国尚未建立起防止国有资产流失的有效机制。一个充分发展的资本市场,不仅是企业调整资本结构的重要渠道,而且提供了企业价值的量度。

当前,困扰我国经济生活的种种问题,如三角债、国有企业亏损等,从深层次上说,都是我国金融结构改革滞后的表现。我国的经济体制改革,现在必须以金融结构的改革作为突破口,相机推动其它方面的改革。如果没有金融结构的改革,则其它方面的改革,是难以有所作为的。

注释:

- (1)《金融结构与发展》(美)W.戈德史密斯 中国社会科学出版社1993年2月 (2)《亚洲证券市场》成涛等编 中国大百科全书出版社上海分社 1992年5月 根据该书材料由作者计算 (3)《金融时报》1995.7.25 (4)《经济研究》1995.8 (5)《世界经济》1991.12 (6)《上海技改贷款出路何在》《解放日报》1996.10.27 (7)《金融时报》1995.12.14 (8)浦东新区管委会政策研究室的材料 (9)《FINANCIAL THEORY AND CORPORATE POLICY》Thomas E. Copeland J. Fred Weston