

□ 孙向阳

对我国融资结构与国企改革关系的比较研究

一、融资结构与国有企业改革:问题的提出

国有企业改革和金融体制改革一直是我国经济体制改革中的两个关键问题。但是,在很长一段时间里,对这两个方面的探索在很大程度上是分隔开来的,没有就这两方面的相互影响和相互牵制进行分析研究。随着改革进程和理论研究的深入,这种状况已经大大改观,越来越多的研究认识到,国有企业改革和金融体制改革是相互牵制、相互推动的。有关这方面的研究工作可以分成两个部分:一部分文献针对如何促进国有企业改革,强调了在经济转轨时期,银行业在解决国有企业的内部人控制和改善企业的治理结构方面可以发挥的重要作用(青木昌彦、钱颖一,1995);但是,考虑到国有银行自身的内部人控制和激励不足等缺陷,另一部分文献从企业融资的角度,提出了以发展资本市场作为改革的突破口,实现国有企业经营机制的实质性转变(张春霖、许小年等,1997)。本文力图表明,无论通过银行体系的间接融资渠道还是通过资本市场的直接融资渠道,两者在风险和责任的最终归属上是一样的。而目前许多文献倾向于认为大力发展非银行的直接融资可以避免全社会的信用风险集中在银行身上,在银行归属国有的情况下,这实际上也就意味着风险和责任的最终归属集中在政府身上。而绕过银行体系的直接融资却可以将这一风险和责任的最终归属由单一的银行体系进而从政府向社会或个人转移,实现分散化。本文的分析研究表明,在现代市场经济条件下,这种区分是不存在的。接下来,我们讨论资本市场——主要是股票市场——对国有企业的治理结构的作用以及相反的影响。力图从不完全信息的角度来说明,股票市场在发挥其积极作用的同时,受到了种种条件限制。与此作为对比,银行体系的改革以及可能发挥的作用不应该低估。另外,许多发展中国家的经验说明,大量的非市场性质的融资制度(内部资本市场)在解决信息不完全和激励不足方面可能具有一定的借鉴意义。

二、银行业融资与资本市场融资:风险与责任的分配

自“拨改贷”以来,尽管在许多经济领域的改革已经迈出实质性的步伐,但是,以银行为主来为经济发展融资的单一融资模式却没有很大的改变。我国的股票市场和债券市场从无到有,也已经有了很大的发展,但是,从社会居民的金融资产结构来看,银行存款较之于股票和债券仍旧占有绝对的优势。而且,企业的资金来源也仍旧以银行为主。同时,这种局面和另外一种现象是同时并存着的。那就是,个人或家庭的收入在整个国民收入分配所占的比重越来越大。分配的变化导致了传统融资模式性质发生了根本性变化,与传统的计划经济条件下政府集储蓄与投资的角色于一身不同,改革开放以后的融资已经越来越体现出储蓄主体和投资主体的

分离。以银行业融资为主的模式越来越体现出债务性融资的特征(张春霖,1997)。作为资金主要使用者的国有企业必然在客观上要为资金的使用承担较为明确的责任,当国有企业由于效率低下等原因而发生亏损,无力偿还债务时,这个责任将直接转移到银行体系身上。也就是转移到银行的所有者身上。当然,这并不是说在计划经济体制下政府就不需要承担责任,例如,政府要负责职工的退休、医疗、住房以及其他方面的责任。随着改革的不断深入,这种责任也逐渐显示出来,即所谓的企业办社会以及历史包袱等问题。伴随着“拨改贷”等诸项投融资改革,逐渐地,是银行而不是财政成为了企业的主要投资资金来源。但是,由于国有企业的改革相对滞后等各方面的原因,国有企业的亏损日趋严重,这直接导致了作为债权人的银行的坏帐和呆帐的增加。银行的资产质量和国有企业的效率同时下降了。但是,银行却对社会公众承担着硬性的债务负担。这种债权和债务的明显不对称使得银行为此承担了极大的利息成本;另一方面,也酝酿着极大的银行信用风险和经济的的不稳定性。

为了改变这种局面,许多文献主张通过发展资本市场和直接融资,可以有效地降低银行系统的风险,最终减少政府承担的责任,避免通货膨胀的发生。使国家银行体系集中承担的风险和责任社会化,上述的这种看法是不全面的,股票市场的发展的确能够分散风险,而且经济学理论的研究也表明,股票市场的确具有使风险优化配置的功能。但是,这种风险的分散化主要是从经济个体的风险偏好和福利经济学的角度而言的。它与我国融资体制改革中所面临的风险具有不同的性质。前者具有个体风险的含义,而后者要考虑的是一种系统性的风险。由于种种原因,我国的股票市场的系统性风险尤为显著,这一点可以由近几年股票市场的大幅度波动得到说明。在这种情况下,股票市场上的风险和银行体系的风险,从对宏观经济的影响角度来看,并没有什么本质的区别。

最早就有关这个方面进行研究的是 I·费雪(I. Fisher,1933)。针对 1929 年美国的经济大萧条,费雪提出了“债务性经济紧缩”(Debt-Deflation)的解释。根据费雪的理论,正是美国社会经济在过度负债的情况下大量的债务清偿活动和由此而来的价格水平普遍下降引起了这次经济的大萧条。具体地说,债务清偿的要求引起了大量资产的抛售,而且资产的价格随着抛售而下降;抛售资产所得用于归还银行贷款,随着银行贷款的回收,存款货币数量和货币流通的速度也下降了;货币紧缩引起了价格水平的下降这又会引起企业资产价值的下降和企业破产的增加;随着企业利润水平的减少,进一步导致产出水平的减少。

尽管费雪没有明确的说明是什么原因引起了债务清偿,但是,毫无疑问,1929 年股票市场的崩溃是一个重要原因。正如他所说,“股市崩溃以后,债务清偿便开始了。”后来,经过托宾(Tobin,1980)和明斯基(Minsky,1986)等人的研究,经济学家对股票市场和债务性紧缩理论形成了较为系统的看法。

股票市场的危机所造成的经济影响大致可以从以下两个基本的方面来加以说明。首先,股票价格的下跌使得家庭持有的资产价值降低,这进一步降低了家庭的收入水平。收入水平的降低导致了消费支出的减少;其次,股票市场价格的下降也相应增加了企业的融资成本,而这对于企业投资的增加显然也是不利的。

在一定的经济条件下,上述两个方面的影响具有累积性和扩散性。首先,我们看对消费支出的影响,可以肯定,股票市场价格的下降对家庭收入的影响和家庭或个人参与股票市场的广泛程度是正相关的。关于这一点,如果结合我国的实际情况来看,就显得特别重要。根据资料统计,从 1996 年以来,在深圳和上海的证券交易所登记的股民已经达到 2100 多万,除去一部

分机构投资者以外,实际上我国城镇居民中已经绝大部分参与到股市当中来了。从这个角度来说,股市如果崩溃和银行体系的不良债权累积所带来的影响很难说有区别。另外,随着改革开放的进程的深入,各种各样的消费信贷和住房信贷也逐渐从无到有,逐渐普及。在这个意义上,保持收入的稳定是维持一个运转良好的信用经济的重要基础。否则,费雪所描述的债务紧缩性经济过程发生的可能性也会逐渐的增加。其次,从企业的角度来看,一方面,股票市场价格的下跌导致了企业融资成本的上升,引起企业投资的减少;另一方面,家庭消费的减少也使得对企业产品的需求下降。消费市场的疲软,导致企业收入减少,如果企业是在高负债的情况下运行的,就象目前的国有企业的情况所表现的那样,企业的债务负担就会进一步加重,经营的风险就会进一步加大。在这种情况下,不光是企业的股票融资成本上升,而且企业的债务性融资成本也会上升,债务融资条件恶化。这是因为,银行作为债权人,从自身的利益角度来考虑,在发放贷款时会更加谨慎,从而出现一定程度的信贷紧缩。伯内克(Bernake,1983)对银行业的信贷紧缩在美国1929年的经济大萧条中的作用作了详细的描述,他的研究表明,与弗里德曼和施瓦茨(Fridman, Schwartz, 1963)认为大萧条起源于当时的货币政策当局执行了错误的紧缩性政策的解释不同,实际上,大萧条之所以如此严重,持续时间这么长,不完全是弗里德曼和施瓦茨所称的货币供给的减少,银行的破产以及由此而引起的银行信用的紧缩也起到了重要的作用(Bernake, 1983)。实际上,目前在我国的银行业中也在一定程度上存在这种现象。一方面,居民的储蓄存款在不断增加;另一方面,银行对效益差、还款困难的企业越来越采取保守的态度。在银行难以获得有效信息的情况下,风险较大的企业存在,造成了严重的外部性,使得即使具备了良好的还款能力的企业也很难得到贷款。即造成了信贷市场上的“逆向选择”现象。

总之,无论是家庭消费支出还是企业的投资支出下降,都会对宏观经济的稳定造成严重的影响。在很大程度上,新古典经济学在讨论宏观经济的稳定或经济周期时,往往会忽略对融资结构的考察,更多的是强调经济的实物方面。但是,经济学家的研究表明,在融资结构和经济稳定之间存在着密切的关系。任何一种融资结构如果出现不稳定,所孕育的风险都是很大的。唯一的区别可能在于不同的融资方式所引起的对宏观经济不稳定的影响渠道不同。

实际上,在现代市场经济当中,各国政府都承担着维持一国的宏观经济稳定的责任。即无论是银行体系发生危机还是股票市场发生危机,政府的干预都是极为重要的。

股票市场的系统性风险除去和战争以及政治事件等外部性因素有关以外,股票市场的价格和上市公司的业绩之间的相关程度也是一个重要的参考指标。如果上市公司的业绩得不到实际的改善,而另一方面股票市场上的投机性因素所占的比例太大,那么,股票市场上的风险就应该引起我们足够的重视。

三、融资方式与企业的治理结构

从股份制经济发展的历史来看,股份制或股票市场的发展一方面改变了企业的融资方式,另一方面更为重要的是改变了企业的治理结构。也就是说,股份制经济使得企业获得了更多的融资机会,分散了企业的风险,但是,另一个方面,也使得企业的治理结构变的格外重要了。所谓企业的治理结构,指的是能够使得未能在初始的企业合同中明确的一些经营决策能够作出的一种机制。正如奥利弗·哈特(O. Hart, 1995)所强调的,企业的治理结构之所以在现代企业中显得特别重要,主要是因为下面两个原因引起的。

第一是股份制企业中委托—代理关系的存在,其中重要的一个问题是企业的所有者与经

营者的分离。在这种情况下,企业的股东和企业的经理由于各自的目标不一致而存在着利益的冲突。如何监督企业经理的行为,使得经理的行为符合股东的利益,就成了一个重要的问题。在信息不完全的情况下,由于股东或所有者不可能实际观察到经理的行为,或者这样做的成本太高,监督经理的行为就只能依赖于一些间接的指标,比如企业的利润水平。经理的报酬水平也依此而定。但是,企业的经营状况实际上也不完全取决于经理的行为,还有一些随机的因素在发挥作用。如果经理的报酬完全取决于企业的利润水平,这无疑就会增加经理要承担的风险,如果经理的报酬水平不企业的利润水平有关,这又会削弱对经理行为的激励。委托—代理理论主要与风险和激励的最优搭配有关。另外,如果在委托代理合同订立的初期,未来所有可能发生的事件都能够被预测到从而写入合同,那么,企业的治理结构也就将是不重要的,但这实际上是不可能的。即使是可能的,也会由于过高的订立成本,使之不可行。因此,治理结构对现代企业重要的第二个原因是合同的不完全性。

现代股份制公司的治理结构主要采用以下几种形式,一是股东通过选举的董事会来监督经理,二是通过大股东来监督经理的行为,比如说通过持股的法人或机构。第三种对经理形成一定约束的可能来自于当公司经营效率低下时股票市场的收购或接管。在实际的经济活动中,上述的几种形式是混合在一起同时发挥作用的。

正如许多研究所表明的那样,在我国大力发展股票市场的主要作用在于改善国有企业的治理结构,也就是说,目的在于提高国有企业的经营效率,而不仅仅是筹集资金。后一个方面的作用只可能是间接的而不是直接的目的。其中的道理是很简单的:因为,如果股票市场的作用是筹集资金,那么,通过现有的银行体系就可以完成这项任务。所以,我们说,股票市场的重要作用在于改善企业的治理结构。但是,通过以下银行和股票市场在公司治理结构中的作用的对比,我们可能会发现,在股票市场的信息不完善的情况下,银行的作用仍旧是重要的。

在这里,我们需要强调的是,上面所说的现代股份公司的几种治理方式,股票市场可以做到,而通过现代的银行也可以做到。就象日本和德国的全能银行业(Universal Banking)的情况所表明的那样(Benston, 1994)。而且,就股票市场的收购这一方面的作用来说,实际上,由于在股票市场的收购往往要承担太高的购并成本,它的作用不象人们通常想象的那么重要。股票市场上其他股东的“搭便车”现象和公司内部的反兼并策略很可能使得收购者的收购动机大大削弱。相反,通过银行介入的企业重组或债务重组,在实际当中可能会更有效。但是,在下面的这个方面,银行和股票市场的作用又会在一定的条件下存在着不同。如图所示:

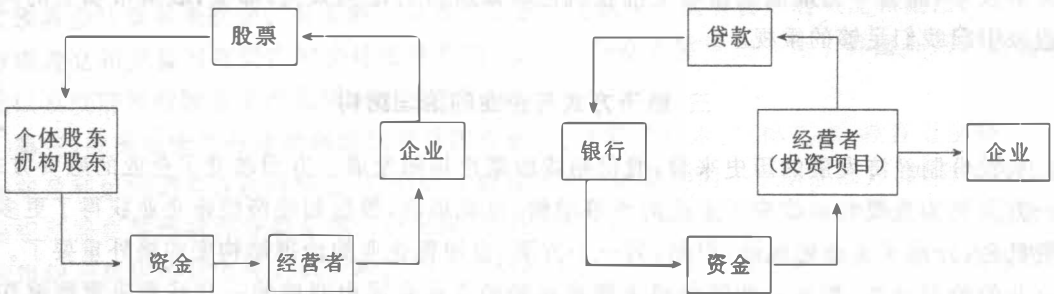


图1

图2

图1表示的是股票市场的情况,我们把公司的资金来源分成两个组成部分,一部分是一般的个体股东,另一部分是机构股东,当然,这种区分不是绝对的,因为,机构投资者也是由个体

股东组成的。有些看法认为,机构投资者会对企业的经营发挥重要的监督作用,通过机构投资者的监督可以改善公司的治理结构,笔者认为,这种看法是很成问题的。国外股票市场发展的经验表明,机构投资者可能更关注的是投资的收益,而不是对企业的监督和控制(青木昌彦、钱颖一,1996)。因为,作为机构投资者的股东,他们投资的目的也只是在于获得投资收益,这无疑就会对机构投资者的投资方向和投资决策带来决定性的影响。

但是,我们认为,即使是机构投资者只关心投资的收益,通过股票市场,他们仍旧能够对企业的治理结构带来积极的影响。这种作用的发挥是通过股票市场的价格来实现的。具体地说,企业的经营者通过股票市场获得资金,而且,在现代公司制情况下,经理一般具有资金使用方面的很大自主权。提供资金的股东获得了以股票为代表的对企业的所有权。股票价格的高低代表了股东对企业的价值的评价,也就是说,股票价格反映着整个企业的价值。当然,这也限制了企业经营者获得资金的数量。但是,企业经营者是把资金用于一定的投资项目,如果股票价格能够准确地反映包括这一投资项目在内的企业的价值,那么,这一价格对监督经营者就是有效的,在实际的公司经营当中,可以通过设计一种方案,比如说,让经营者的报酬与股票价格联系在一起。在这种情况下,经营者对于这一投资项目就会更加关心,从而企业也就是有效率的。投资项目的收益高,增加企业的价值,股票价格也相应提高,企业也可以因此获得更多的资金,使得资本的配置进入一个良性的循环。但是,如果股票市场上的投机因素太大,使得股票价格不能够准确的反映这些信息,那么,作为股东也就不可能借助于股票市场的价格来获得企业经营状况准确信息,从而也就失去了这个借以控制或约束企业管理的手段和指标。股票价格的作用就比较有限了。

在这里我们没有考虑国有股占优势的机构投资者的作用,因为在这种情况下,国有的机构投资者更象一个控股机构,而不是一个一般意义上的机构投资者。而且,即使是国有控股机构,如果通过股票市场来加强对企业的监督,和不经过股票市场的监督相比,增加的手段也只是股票价格这一项。但是,正如上面的分析所表明的,除非股票市场的价格能够准确反映企业目前的价值和未来投资的信息,否则,通过股票市场来监督企业可能会带来更多的信息干扰。例如,企业的经营者在企业的效率没有提高的情况下,可以通过人为的提高股票的价格而为自己牟取更多的好处。

图2反映的是银行向企业提供资金的情况,图2和图1有一个明显的不同,企业为了一定的项目融资,银行考虑的是该投资项目产生收益的可能性,而股东的股票反映的却是整个企业的价值,银行没有必要考虑这么多,在银行受到严格的监管和一定的激励约束下,银行不用借助于股票的价格,只需要加强对贷款项目的审核,就可以加大对企业的监督和约束。当然,信贷市场上存在着一定程度的道德风险和逆向选择,会降低信贷市场的效率,但是,有充足的理由认为,股票市场也同样存在这些问题。而且,就这两个问题进行讨论的有关信息经济学当中,并不在银行和股东之间作出区分。

通过以上对银行和股票市场的对比,我们可以发现,在几种典型的公司治理结构之间,银行和股票市场是可以相互替换的,就象英美的股票市场和德国、日本的银行在公司治理结构中发挥同样的作用表明的那样。其中,重要的一点是,只要股票市场的价格能够真实地反映企业的信息,他们也就不存在什么显著的区别,但是,当股票市场的价格不能完成这一任务时,两者就存在资本使用上的效率差别了。

有研究表明(许小年,1996),我国的股票市场价格在反映企业的信息方面是比较弱的,股

票价格当中包含的更多的是投机性的因素,而另一方面,尽管国有银行的改革仍旧存在这样或那样的问题,但是,银行较之于过去,已经更为注重贷款的质量,效益差的企业在获取贷款方面已经变的越来越困难。这种情况的现实意义是明显的。主要有以下几点:

第一,大力推进具有良好的经营效率的国有企业的上市进程,这为企业获得更多的资金和分散企业的风险是有积极意义的。现今股票市场的情况也表明,这类绩优股的价格往往也较为有效地反映了企业的经营业绩。

第二,由于种种原因而效率低下的国有企业在推向股票市场时,我们就应该谨慎,因为在股票价格不能全面反映企业的信息的情况下,把企业推向股票市场,对改善公司的治理结构,其作用可能很有限,目前的一些研究似乎对这个方面的问题注意得不够。而且,正如本文前面的分析所说明的,这也很容易引发不必要的股票市场的系统性风险。从而影响股票市场自身的健康发展。

第三,随着银行更加注重自身的资产质量,再加上银行在获取企业的经营信息方面所具有的相对优势地位,例如,银行对企业过去的信用有着更多的了解以及企业的许多交易大都通过银行转帐来完成,我们应该充分重视银行在企业治理结构中所可能发挥的作用。

四、发展多元化的融资结构的积极意义

有关融资结构、企业的效率以及由此而引起的经济稳定问题实际上主要与经济活动中信息的不完善和风险问题有关。在我国各项经济和法律体制还不是很健全的情况下,这方面表现出来的问题尤为显著。例如,企业经营当中的各种不确定性因素太多以及经济合同更难以得到有效的执行。鉴于此,在我国发展一个多元化的融资格局就具有特别重要的意义,也就是说,除去规范性的股票市场和银行信贷市场以外,积极发展各种非市场性的融资体制可能也是有积极作用的。比如,在19世纪的德国和现在许多发展中国家存在的一种被称为信贷公司的组织(Credit Cooperative),这种组织从银行借入资金以后,再把资金在其公司成员之间进行分配,由于公司的成员之间更为相互了解,彼此掌握对方更多的信息,和银行把贷款直接发放给单个的借款者不同,通过公司成员之间的相互监督——因为违约的责任是由全体公司成员来承担的——来大大降低贷款使用中的道德风险和逆向选择问题。这实际上是在公司和其成员之间形成了一个内部资本市场。从而降低了银行对个体借款人缺乏了解的情况下的监督成本,提高了信贷市场的效率。

总之,在我国经济转轨时期,任何一种融资方式的积极作用都不可能是绝对的,由于经济活动中的信息的不完善以及由此而引起的不确定性,使得处于不同的经济信息环境下的企业应该适用于不同的融资方式。对于社会化程度高、效益好的企业而言,通过银行或是股票市场来筹集资金这两种方式没有什么太大的不同,而对于那些低效率的企业来说,最为重要的是首先改善其治理结构,可以采用的方式很多,例如通过明晰其产权或者是通过企业的重组等等。就目前我国股票市场的情况而言,它对改善效率差的公司的治理结构的作用可能是极为有限的,而且给股票市场带来的系统性风险也太大。同时,考虑到在市场经济建立的初期,由于获取信息的成本太高,发展一个多元化的融资结构——从而有助于一些社会知名度小、风险大的中小企业的融资——可以有效地解决信息不对称所造成的问题,这对于经济的稳定和促进经济的发展实际上是非常有帮助的。

(下转第13页)

3. 落实投资主体的基本权利。在国有企业改革过程中,同时进行国有资产管理体制改革,建立出资人制度,凡是投资拥有财产权和被授权行使企业财产所有权的机构,依法享有收益权、重大决策权和选拔经营者三项基本权利。目前从理论上对出资人的三项权利并无异议,但在实践上仍对出资人做出种种政策限制。

4. 扩大企业的融资渠道。企业融资的实现直接关系到企业投资决策的实现,投融资是密切难分的。如果仅仅给企业以投资主体的地位,又同时限制企业的融资,那自主权无异于摆摆样子。扩大企业融资渠道,主要是扩大直接融资,如扩大债券、股票的发行规模和发展多种融资形式。融资方式多样化、市场化是企业成为真正投资主体的重要保证。所有能够吸纳国内外资金的办法都应允许尝试。除目前国际通行的国内外合资、合作、项目融资、BOT、TOT、ABS等方式外,还可以探索一些新的方法,如建立产业投资基金等。

5. 提高企业积累能力。当前提高国有企业积累能力须从两方面入手。一方面是采取各种措施,包括增资减债,减员增效,调整资本结构,逐步提高企业的积累能力;另一方面,减少企业的社会负担坚决清除乱摊派、乱收费,以降低企业的经营成本,从而提高效益,增强积累能力。

在落实各项投资体制改革措施的同时,企业自身改革要加快,尽快使国有企业的资产责任落实到人,建立起激励和约束机制,并让投资风险责任寓于其中。

(作者单位:复旦大学;单位邮编:200433)

(上接第8页)

参考文献:

- 青木昌彦等:《转轨经济中的公司治理结构——内部人控制和银行的作用》,中国经济出版社1995年版。
- Benston, J. George: "Universal banking", *Journal of Economic Perspective*, Volume 8, Number 3 Summer 1994.
- Bernake, S. Ben: "Nonmonetary Effects of the financial Crisis in the Propagation of the Great Depression", *The American Economic Review* Vol, 73, NO. 3, 1983.
- (日)德地立人,宋文雷:“从日本的泡沫经济看中国的股票市场”,《改革》,1997年第5期。
- Dow, James and Gorton, Gary: "Stock Market Efficiency and Economic Efficiency: is there a connection?", *The Journal of finance*, NO. 3, July 1997.
- Hart, Oliver: "Corporate Governance: Some Theory and Implication", *The Economic Journal*, 105 (May), 1995.
- 刘世锦:“资本市场发展:能否成为国有企业转轨的重要突破口”,《改革》,1997年第4期。
- Tobin, J. "On the Efficiency of the Financial system", *Lloyd's Bank Review*, July 1984.
- 许小年:“信息、企业监控和流动性”,《改革》,1996年第4、5期。
- Wolfson, H. Martin: "Irving Fisher's debt-deflation theory: its relevance to current conditions", *Cambridge Journal of Economics* 1996, 20.
- 张春霖:“国有企业改革与国家融资”,《经济研究》,1997年第4期。
- 周天勇:“改革面临重大转折:从国家借贷经济转向社会资本经济”,《经济研究》,1995年第5期。

(作者系上海财经大学经济学系博士研究生;单位邮编:200083)