

培育资本市场 完善企业融资机制

尹显萍¹, 张晓红²

(1. 武汉水利电力大学 经济管理学院, 湖北 武汉 430072;

2. 武汉水利电力大学 政法系, 湖北 武汉 430072)

摘要:党的四中全会对国有企业改革作出决定, 其中一条措施就是国有企业需要利用资本市场来改革与发展。主要讨论了资本市场, 特别是股票市场、债券市场的发展如何为有效益、有前景的企业创造一个相对较好的资金环境, 从而为国有企业的发展起到促进作用。

关键词: 资本市场; 融资; 企业

中图分类号: F123.9 **文献标识码:** A

一、当前国有企业的资本来源及融资政策

新中国建立已50年了, 全国积累的国有资产总量相当庞大。中国企业国有资本的积累有4条渠道: (1) 从官僚资本手中没收; (2) 从民族资本手中“赎买”; (3) 在特定历史时期从集体那里强行“升级”、过渡积累; (4) 政府作为投资者新建及向企业的投入。

关于银行贷款的政策规定。我国的国有银行, 特别是四大专业银行在80年代中期以前实际上一直是执行指令性计划的国有企业。1984年在决定实行“拨改贷”时, 要求“建设银行总行分行根据国务院各部门和各省、自治区、直辖市计委及实行计划单列的省辖市计委, 按照国家确定的年度基本建设计划和有关文件核定借款单位的年度贷款指标”。到1994年, 国家仍规定, 国家下达的固定资产投资贷款计划是指令性计划, 各级银行必须严格遵守, 不得突破。从这些规定看, 银行与生产企业的不同之处实质上只在于它是“出纳”机构。纳入基建计划和国家信贷计划的建设项目, 即使是无利可图, 甚至亏本, 银行也要贷款; 那些有盈利潜力的项目, 如不能纳入基建计划和信贷计划, 银行也不能提供贷款。

关于国有企业的融资政策。总的说来, 直接融资受到国家有关部门的严格管制。在债券发行方面, 1987年国务院《关于加强股票、债券管理的通知》和

《企业债券管理暂行规定》, 规定只有全民所有制的企业单位可以向社会发行债券。1992年尤其是1993年上半年, 各种形式的社会集资愈演愈烈, 冲击了企业债券市场。因此, 1993年7月, 国务院紧急决定, 将1993年企业债券发行计划490亿元的绝大部分转由新增银行贷款解决^[1]。同年, 国务院公布《企业债券管理条例》, 规定具有法人资格的企业可以发行债券, 但实际上企业债券发行是受到严格控制的, 股票发行同样受到较严格的管理。国家体改委等部门1992年发布的《股份制企业试点办法》要求, 股份制企业向社会公开发行股票, 必须经中国人民银行批准, 经国务院批准, 向社会公开发行股票股份制企业试点的省、自治区、直辖市, 其股票发行办法和规模必须经中国人民银行和国家体改委批准, 并经国家计委平衡后, 纳入国家证券发行计划。

二、股票、债券市场存在的问题及对国有企业的影响

(一) 证券市场上宏观管理计划色彩过浓束缚了企业的发展

长期以来, 企业债券市场一直是各级政府作为资金计划和资金分配手段而发挥作用的。企业债券市场没有作为中国金融市场特别是资本市场的重要组成部分, 而是一直将企业债券作为中央和地方企业项目资金缺口的补充措施。有关部门在安排项目建设资金时, 往往在国家投资、银行投资和企业自筹还无法解决

项目投资缺口时,才允许一些企业在本地区或全国发行企业债券,用于解决企业发展中的资金短缺问题。

我国的股市规模总量还是比较大的,股票市场正在成为我国企业直接融资的主要渠道。但是股票额度发行的规定使企业的发展受到束缚。例如,1995年发行股票的计划额度为A股面值55亿元,预计可募集资金400多亿,解决二三百家企业的资产负债问题。若这些股票在当年就可发行完且此后每年都能如此发行,则企业的资本金及资产负债问题,可望逐步解决。但1995年度的股票发行额度大约需要到1997年以后才能发完,每年可进入资本市场的新企业不足百家。这样,要解决几十万乃至几百万家企业的资本金问题,从而建立现代企业制度,几十年都难以完成。此外,在我国股权结构中,国有股和法人股统称为公有股,由于不允许国有股和法人股与公众股同时流通,流通规模仅为总规模的1/3左右。国有股在股权结构中尽管比重最大,但由于不能交易和转让,产权主体无法易位,因而其产权不具有流动性。据统计数据,我国上市公司总股本未上市流通股约占65%,其中绝大部分是国有股,股权比重最大的国有股,其产权流动性却是最差的,这势必对国有企业按照现代企业制度要求进行重组产生不利影响。从实践情况看,由于不允许国有股流通,许多企业的国有股又缺乏资金接受配股,因而国有股在上市公司中的比重连年下降。有些上市公司实行了法人股转配个人股的制度,虽允许上市,但实际上是把国有法人股权转为个人股权。长此下去,将造成国有股权的严重流失,从而违背了股票市场也要以公有制为主体的初衷。

(二) 直接融资与间接融资发展规模失衡是导致企业高负债的一个重要因素

资本市场按融资方式和特点的不同,分为股票市场、中长期债券市场和中期信贷市场。我国的资本市场在1985年“拨改贷”以前,并不具有真实的意义,因为它是以财政拨款为主的。1985年“拨改贷”以后,银行信贷开始替代财政拨款,并正式进入固定资产投资领域,中期信贷由此构成我国资本市场上最主要的融资方式^[2]。企业所需外部资金全部来自银行贷款,政府决定的国有企业部门的投资规模因此完全可以脱离财政资源的约束,国有企业的银行贷款迅速增加。特别是地方政府,在地方国有企业实为地方政府所有,地方上的国有银行仍为中央政府所有的局势下,更倾向于慷中央政府之慨,通过贷款发展地方经济。1982~1994年的13年间,全国固定资产投资资金大量来源于信贷。中央政府和地方政府的这种信用透支、过分担保使国有企业的贷款规模和利息负担迅速增

加。对企业来说,信贷资金是其债务资金,在企业的资产负债表中,这些资金计入负债,固定资产投资资金大量来源于信贷,这不仅决定了企业从投资建设开始就已处于高负债状态,而且企业一旦投入运行,它的流动资金也要依靠信贷解决。因此,企业的高负债格局从固定资产投资时就已确定。

十几年来,国有企业的经济效益逐步下降,资金利润率由24.2%下降到9.77%,资金利润率由15.5%下降到2.16%。引起国有企业经济效益下降的原因是复杂的,但高负债率是一个重要原因。而直接融资渠道不畅是企业高负债的一个重要因素。长期以来,固定资产贷款年利率趋向上升,1993年开始超过了10%,明显高于企业资金利润率和资本利润率。国有企业背上如此沉重的负担,其实力与其说是增强了倒不如说是降低了。从发达国家的情况看,直接融资一般要占社会融资总量的30%~50%,有的甚至更高。1991年,美国企业(集团)通过证券市场进行的融资占其资金来源的58.4%,日本、英国、德国企业(集团)也占30%左右。而我国企业(集团)的资金结构中,银行贷款、内部积累、直接融资所占比例分别是70%、29%和1%,企业(集团)对银行的负债系数相当于发达国家的2~5倍^[3]。

以上海证券交易所成立(1990年)为标志,股票和企业债券市场开始萌动并在短期内获得飞速发展。但不容否认的是,与庞大的银行中长期信贷相比,其规模仍是微不足道的。我国的资本市场长时期以来是以银行中长期信贷市场为基础的,股票和债券市场仅处于初步发展阶段。在企业融资结构单一化,银行信贷成为企业资金需求的几乎是唯一的选择的情况下,企业规模扩张完全依靠银行贷款支撑,资产负债率必然越来越高。

(三) 证券发行的严格管理使企业面临长期资本来源缺乏的困境

企业的发展,离不开银行的短期融资,但短期融资无法满足其资本稳定化的需求,企业的发展需要长期性和永久性的资本,这就要求金融为其提供直接融资的市场条件。但是由于我国证券发行的严格管理,直接融资在企业发展中所起的作用总体而言并不大。例如,自1981~1995年,我国累计发行各类有价证券8798亿元,其中国债24亿元,金融债券1353亿元,企业债券1940亿元,其他债券314亿元。在企业债务中,可用于长期建设的部分微乎其微,我国的国有企业面临缺乏有效的长期资金来源的困境。从出资者权益资产方面来看,国有企业的资本金来源除了政府原有的资本投入,按规定可以从销售收入中提取1%补充

资本金的不足,用企业留利来扩大再生产形成新的资本金外,基本没有其他有效的、充足的资本金来源,政府在建成了一个国有企业后,不大可能也很难有能力在企业需要时,及时地向企业增资。国家对证券融资的严格管制,使企业只能向银行借款,高度依赖间接融资,导致银行资产风险增加。从企业的负债方面看,企业要发展,就要进行融资,但企业在融资决策方面没有什么太多的可供选择的余地。在企业资本金来源狭小的状况下,企业要进行融资,负债几乎成了唯一的选择。由于缺乏有效的长期资本来源,使得我们的国有企业实际上只有资本积聚的功能和机制,而没有资本集中的机制和能力。

三、完善股票、债券市场的几点政策建议

(一) 发展和规范我国资本市场

资本市场是疏通居民储蓄向社会投资转换的渠道,也是提高金融资源合理有效的配置,建立市场融资机制的必要条件。由于我国资本市场建立时间不长,存在一些问题也是不可避免的。当前,首要的是规范和发展我国资本市场,创造资本市场发展的条件与环境。要改革我国现行的融资体系和方式,在继续发展间接融资的同时,积极发展直接融资。要放松证券市场(一级)的准入限制,使不同所有制的企业能平等地参与融资竞争。针对证券市场70%的国有股流通不畅,因而制约了资本市场发展的问题,我们应积极着手解决。鉴于我国正处在对国有资产进行战略性改组的重要时期,我们应逐步把国有股和法人股推向二级市场,以增加这部分企业产权的流动性和平抑证券市场的投机。此外,要加快证券法及其相关法规的立法步伐,避免由于法律法规不健全带来的不必要的股市波动。

(二) 拓宽企业融资渠道,扩大直接融资的比重

我国的资本市场长期是以银行为主体的间接融资,虽然直接融资从80年代末期开始有了很大发展,但规模仍然很小。随着我国经济的发展,直接融资越来越成为各经济主体的迫切要求,从企业的角度讲,它们要求通过股票市场筹集改造和发展的资金,来实现产权清晰的资金多元化改造,建立起法人财产权和新的运行机制,从根本上解决政企不分,消除政府对企业的不正当干预,最终建立起现代企业制度。从政府的角度考虑,资本短缺是制约我国经济发展的主要因素之一。通过储蓄和银行信贷的间接融资,仍然是我国解决资本短缺的重要途径,但国有企业对银行的过度

负债和银行形成的不良资产,使银行处于困难的境地,风险越来越大,对城乡居民的利益也构成了间接的损害。因此,政府应把蕴藏在民间的资本和投资积极性调动起来,加快直接融资市场的建设。从理论上说,股份的作用之一是可以充当保护债权人的缓冲器。如果一个企业长时间处于低收益或负收益,为了支付债务的利息,它可以推迟股息或干脆宣布不分红。因此,在公司的收益较低或不稳定时,利用股票融资是有利于公司的。总的说来,发行股票是企业增加资本金、降低资产负债率的重要手段。股票市场正在成为我国企业直接融资的主要渠道,股票已成为城乡居民除银行储蓄、直接投资办企业之外的第三大金融资产,上市公司已成为我国最有条件建成现代企业制度的企业,是最受居民关注和监督的企业,股市状况已成为观察我国经济景气、政策变化以及政治动向的窗口了。

企业债券市场,是我国资本市场的一个重要组成部分。它具有将资源向盈利能力较高的资金用途分配的功能,同时又提供了较为合理的定价机制,使资金的价格充分反映资金在运用中的风险。另外,相对于股票市场进行融资来说,通过债券市场进行融资,成本要小得多,企业债券融资不仅所涉及的中介服务机构相对较少,而且最重要的是能够得到税前还贷即冲减利润减少纳税的好处。我们应逐渐放松企业债券发行的规模管理,完善和发展企业债券融资的发行和流通市场,加强“实质管理”,即发债主体必须符合主管业务,管理人员资格、资本结构是否健全,是否具备偿还能力,公开的资料是否充分等若干条件和“公开原则”管理,即法律上责成债券发行者将一切有关资料如实地向广大投资者公布。针对企业债券流动性差,从而不利于债券市场健康发展的问题,可通过全国通兑或同城通兑,改善其兑付条件,通过在证券交易所上市或证券商柜台交易等并重发展的方式,增强全国性或区域性企业债券的流通变现性。

从我国改革开放后经济发展的情况看,有限的以银行为基础的资本市场,不可能为经济中某些潜在的更具生产能力的投资机会提供资金,因此必须借助于证券市场的发展。在今后相当一段时间内,需求大于供给的矛盾,将是证券市场的主要矛盾。为此,扩大供给将是发展直接融资市场的主攻方向。当然,扩容必须有计划、规范地进行。

(三) 建立多层次的资本市场

股票发行直接增加了企业的资本金及其他自有资金,对调整资产负债结构有重要意义。但目前两个交易所无法满足企业发股规模扩大的需要,计划额度也受此限制,同时,各地方已建立的多家证券交易中心又

苦于缺乏交易的品种,难以为继。从一般规律看,在其他一些市场经济国家中,不仅大量的产权交易是在股票市场之外进行的,而且大量的股票、证券的交易也是在正规的股票市场之外,通过“柜台交易”等实现的(在美国这种交易占到总交易量的90%)。能在全中国性的股票市场交易的股票,在全部交易活动中只占少数。从这个意义上说,不能只允许少量股票在全国性的“大市”上交易,而忽视或否定大量其他有价证券“场外交易”的必要性与合法性。今后的股票发行,从增加发行量来说,除了需要充分利用现有的交易场所,还应建立起一些地方性的小证券市场,建立多层次的交易网络,以便给本地小企业的股票(产权)提供交易的场所,利用局部地区的资金,促进一大批地方性小企业的制度

政策改革和生产发展,支持有效益、有前景的企业,使其在发展壮大过程中有一个相对较好的资金环境,降低其融资成本。

参考文献:

- [1] 银温泉. 政治规制与企业融资[J]. 中国工业经济, 1997, (7): 15-20.
- [2] 吴金锋. 对我国资本市场发展问题的理性思考[J]. 经济理论与经济管理, 1998, (1): 40-43.
- [3] 陈耀. 试论我国银企关系的改革[J]. 中国工业经济, 1998, (11): 15-18.

(责任编辑 彭庆荣)

(上接第18页) 驳。而地理环境对人类社会的作用又是一个敏感且易引起误会的问题,很容易为某些口诛笔伐者找到一个活靶子。

笔者认为,对于历史上的科学人物尤其是有历史影响的西方社会人文科学的学者及其学术观点的评价,不应抱有偏见,应持历史唯物主义的观点,实事求是地进行科学分析,多一些理性成份,少一点“感情色彩”。遗憾的是,在过去“左”的思潮的影响下,我国的学术界曾出现诸多失误。大凡来自西方国家的理论观点,不管其科学成份如何,总要先进行一番否定,甚至大批特批一通,有的至今仍留有后遗症。曾几何时,所谓孟德斯鸠、拉采尔的地理环境决定论,麦金德等人的地缘政治理论,马尔萨斯的人口理论等,在我国一度时期都是“臭名昭著”并被驳得“体无完肤”的所谓反动理论。殊不知,这些著名理论均含有不少合理成份,具有较高的科学价值,有些闪光的思想至今仍久盛不衰。这些“把婴儿同洗澡水一起泼掉”的历史教训,确实值得深刻反思和认真吸取。

总而言之,孟德斯鸠的《论法的精神》一书中的“地理说”无可厚非,他的“不同气候的不同需要产生了不同的生活方式,不同的生活方式产生了不同种类的法律^[1]”的观点以及因地制宜制定法律的思路是比较科学合理的,并大致符合唯物主义的观点(即使他的某些说法存在差错)。孟德斯鸠这位杰出的西方启蒙思想

家不可被视为“地理环境决定论者”,充其量只能视为“或然论者”。笔者认为,对他的“地理说”的评价,用“地理环境作用论”或“地理唯物论”比“地理环境决定论”要科学合理一些。^[1]

最后须指出的是:当20世纪的50~70年代期间,环境问题震撼全球,协调人地关系举世关注,西方地理界已在人文地理研究上突出猛进,而我国和前苏联的地理学者却陶醉在大批特批“地理环境决定论”的凯歌声中,把地理环境作用及人地关系的研究视为弃物和禁区,把一个本来可以作出主导性贡献的学术地盘拱手相让,造成人地关系研究史上的断裂,使地理学的发展失之交臂,这不能不说是一个历史的悲剧和地理学上的笑柄。

参考文献:

- [1] [法]孟德斯鸠. 论法的精神(张雁深译)[M]. 北京:商务印书馆, 1961. 227, 230, 248, 260, 267-268, 305, 22, 22-23, 37, 29, 30, 260, 316, 240, 230-231, 235.
- [2] 马克思恩格斯全集(第23卷)[M]. 北京:人民出版社, 1982. 560, 561.
- [3] 马克思恩格斯全集(第42卷)[M]. 北京:人民出版社, 1982. 95.

(责任编辑 胥青山)