

试论投融资概念的理论创新与现实意义

卢 汉 林

(武汉大学 商学院, 湖北 武汉 430072)

[作者简介] 卢汉林(1954-), 男, 湖北武汉人, 武汉大学商学院金融系教授, 经济学博士, 主要从事投资学与国际投资研究。

[摘 要] 我国经济活动和学术研究领域中一直存在着投资、资金、资本、金融、融资和筹资等有关概念, 由于概念自身含混模糊、相互之间也有交叉重复从而使其难以准确的描述经济现象。近年来, 虽然出现了“投融资”这一全新概念, 但就其使用频率是实际部门较之理论研究部门为高, 同时由于缺乏对投融资概念与传统概念进行深入的比较研究和理论探讨, 故概念创新的重大意义并未受到应有重视, 因此需要对投融资概念的学术创新和实践意义等重大问题进行系统研究。

[关键词] 投资; 金融; 投融资; 国际投融资

[中图分类号] F830.59 [文献标识码] A [文章编号] 1671-8828(2003)04-0468-06

与我国经济活动和学术研究领域长期以来一直使用着投资、金融以及与此相关的资本、资金、筹资、融资等术语不同的是, 自 1993 年国务院“关于投融资体制改革的意见”文件颁布以后, 出现了“投融资”这一全新概念。在此之后, 虽然也能看到运用这一概念的文章和论述在逐渐增加, 但不少人对此似乎不以为然, 个别学者甚至反对使用这一概念。这一方面表明学术界对于投融资概念的认同感还有待加强, 另一方面也需要对投融资概念的学术创新和实践意义等重大问题进行系统研究。为此, 本文愿不揣冒昧就上述有关问题作初步探讨以抛砖引玉, 并愿为进一步推广这一新概念尽微薄之力。

一、传统概念及其描述经济现象的困惑

众所周知, 投资、金融是描述现实经济活动中的两个基本概念, 其它相关概念不仅以它们为基础, 而且这两个概念也直接关系到“投融资”新概念的形。因此, 这两个概念的内涵以及评价由其描述经济现象的准确便成为不可回避的问题。

首先是投资的概念。投资即投入资本, 简言之是指为着预期目标而进行投入生产要素的活动。现有的论著对投资的定义可大致归纳为如下三类:

其一是宏观经济学中的投资概念, 以 I (investment) 表示, 它与消费 = C (consumption)、储蓄 = S (savings) 相联系, “是指一年内一国的建筑物、设备及库存等资本存货的增加部分”。由于它被认为可导致未来国民收入的增加, 因此也被称为实际投资。

其二是与基本建设相联系的我国自计划经济以来的特有概念。例如, 投资“在社会主义制度下, 一

般是指基本建设投资”。而用于基本建设的资金，“即新建、改建、扩建和恢复各种生产性和非生产性固定资产所用的资金”。

其三是与金融资产相联系的投资概念。即把用于购买股票、债券甚至开设存款户头的支出视为投资。例如，“投资是个人或机构对自己现在所持有的资金的一种运用，……用来购买金融资产或实际资产”。需要说明的是，西方经济学同时也认为金融投资不过是一种金融资产转换为另一种金融资产，它不是实实在在的资本形成(Capital Formation)。

在作出上述区分的前提下，严格区别它们各自所代表的内涵往往成为具体使用投资概念时被强调的重点。

其次是金融的概念。一般可将它理解为资金融通，进一步的定义也有称其为“货币流通的调节和信用活动的总称”；“货币的发行、存款、放款、汇兑、储蓄、发行有价证券等，都属于金融活动”。而对finance 英文单词的理解，又可以包括诸如金融、融资、财政、财源和资金等多种含义。相比之下，中文的金融与财政是分别代表两个不同领域的概念。另外，即使在以宏观经济为对象的多数西方经济学论著的研究结构中，与消费、投资都有专章的情况不同，似乎没有以金融为名的专门篇章，只有对货币、商业银行、中央银行、利率、货币政策、货币主义、汇率以及国际货币体系等有关概念和内容研究。

从融资方式角度看，虽存在间接金融与直接金融的说法，但从内容上往往让人产生与其它概念重复交叉的感觉：第一，总体上看，间接金融与金融的定义近一些，而直接金融与投资尤其是金融资产投资的定义近一些；第二，从间接金融的三方看，不可能全是“融资”方，按中文的理解和说法应该是：作为资金需求方的企业向银行借款是筹资，作为处在资金剩余方和资金不足方之间的中介机构即银行才是融资，而作为资金最终供应方的居民则是投资(符合在银行开设存款户头的投资定义)；第三，从直接金融的各方看，也不可能全是“融资”方，实际情况是作为资金需求而发行有价证券的企业方是筹资，作为资金供应而购买有价证券的居民方是投资，作为不同于银行中介机构的券商充其量也只能视为起到融资的作用而已。

综上所述不难看出以下几点：一是过于综合的金融概念本身含糊不清，即如果对应筹资、融资、投资等各具相对内涵的概念，“金融”到底是什么就显得不很清晰；二是金融与投资在概念上存在重合或交叉。这是因为就实际资产的形成而言，投资概念是独立的，但从金融资产角度看，就很难区别有价证券的投资与直接金融，开设存款户头的投资与间接金融的差异；三是投资与融资概念也有交叉。这是因为如果以“为着预期收益而进行的投入”来定义投资的话，那本来作为融资概念出现的银行发放的贷款也符合这个定义，因为它可以被定义成是“为获取预期的利息收益而投放本金的活动”。

二、投融资概念的丰富内涵与现实意义

投融资概念的创新之处在于它既能涵盖传统概念中各自的内容，又能在实际资产和金融资产的形、筹资、融资与投资之间架起一座桥梁，从而以对相关现象的准确描述来面对在传统概念下难以解决的问题。

适合对现实经济中复合现象的描述，此为其一。我们知道，20世纪70年代出现的“滞胀”(Stagflation)概念，是对以往“停滞”(Stagnation)和“膨胀”(Inflation)两个独立现象合为一体的综合描述即一种新经济现象。同样，如果将投资(Investment)和融资(Finance)合成为“投融资”(Invesnance)的话，那么这一概念也兼有反映投资和金融两个独立现象的综合特征。

一种现象是“投资融资化”。当前投资领域中一个引人关注的问题是投资额大于资本金，其特定含义是两者之间的缺口不但来源于银行的贷款，而且这种以债权债务为内容的“非出资”形态成为投资额的主要部分。对于一个企业来说，注册资本与运营资本是两个完全不同的概念，前者指在登记管理机构的资本总额，在合营企业中便是合营各方认缴的出资额之和，而后者则包括注册资本+借款。可以说，

资本金与注册资本相联系,表现为传统的“投资”;借款来源于银行,表现为传统的“融资”。这种对于企业而言是投资或者说是实际投资,而对于银行来说则是融资或者是金融资产形成的状况,无论使用投资还是金融概念似乎都不合适。由此看来,描述与运营资本相联系的投资额现象非投融资概念莫属。

另一现象是“融资投资化”。其含义在于特指通过“投资”为手段来达到“融资”目标的行为,即主要表现为股份公司的成立、发行可转换债券和资产管理公司的“债转股”行为等方面。

适合描述专门和综合的相关现象,此为其二。投融资=投资+融资,既可以指传统的投资和融资,也可二者兼而有之。当它作为投资强调时,指的是为着预期产出而投入资本于特定行业的经济活动,其内涵在于“追加”,且这一概念的“增量”色彩很浓。相比之下,当它作为融资强调时,指的是资金融通,即资金从作为剩余方的供应主体向作为不足方的需求主体流动,属于“存量”调整的范围。

另外,传统概念把投资分为直接投资与间接投资,把融资分为直接融资与间接融资。但在间接投资与直接融资的表述上,前者“指购买股票、债券为对象的投资”的定义,与后者“指资金供应方向资金需求方直接提供资金而不需要中介环节的融资方式”的定义在内容上相同或相近。因为二者的实现途径相同,即都包括股票和债券,且从事上述两类活动的资金供应方和证券的购买方均为同一主体,即间接投资的投资者与直接融资的融资者为同一主体。因此,间接投资就不仅仅是单纯的“投入”,直接融资也不是资金的简单“转移”,这种现象清楚地体现出投资与融资二者合一的特征。

适用于对我国体制演变的描述,此为其三。从体制上理解,投融资概念的提出在我国更是一种崭新的经济运行机制。这是因为,我国基本建设资金供应体制所经历的“拨款制”~“贷款制”~“多渠道并存制”的三阶段演变过程基本上可由投融资这一概念作出概括:即由“投资体制”开始,在此之后走向“融资体制”,至今又发展成为“投融资体制”。

第一阶段为计划经济时期。其基本特征是国家为单一的投资主体,资金投向以工程建设和大型设备为主,资金的主要来源是财政拨款。由于投资资金的使用是无偿的,因此也可将这一时期视为有“投资”而无“融资”的阶段。

第二阶段为进入改革开放后的“拨改贷”(预算内基本建设拨款改贷款的简称)时期,该模式于 1979 年试点,1985 年推广实施直到 1995 年。作为投资体制改革的一个重要步骤,对固定资产投资的资金供应方式从财政拨款改为银行贷款而结束了无偿使用资金的时代,开创了有偿使用资金的先河。所谓“投资体制”改为“融资体制”,也正是基于以上意义而言。

第三阶段为 1996 年提出的投融资体制改革即投资与融资并存合成时期。国家将投资项目与投资主体作了相应分工,推出了企业法人责任制,实施建设项目资本金制度以及招标投标制度等一系列改革措施,又通过发展证券市场来拓宽企业资金来源的渠道。从改革的各项内容看,这一时期是“拨款制”、“贷款制”以及“股份制”的有机结合阶段。

运用投融资这一全新概念,在我国经济建设中还有多方面的现实意义:

第一,有利于形成分工明确且相对稳定的投融资秩序和环境。在废除“行政审批制”的前提下,国家在投资项目与投资主体的关系方面作了明确分工:即社会公益性项目投资主体为中央政府;地方基础性项目的投资主体是地方政府和相应企业,一般竞争性项目由企业投资,同时国有经济将逐渐从竞争性项目领域中退出。另外,在金融调节中,又可视项目性质、国家经济建设和宏观调控的需要,分为“政策金融”与“商业金融”两种模式。这种通过相应划出不同类型投资主体、建设领域和资金来源的改革,对于克服盲目建设与重复建设进而解决“规模膨胀、结构失衡、效益低下”等投融资领域的顽症具有明显效果,而且与经济发达国家的国家职能同企业作用的实践进程相一致。

第二,有利于增强企业自主经营和约束意识。投融资概念是生产资本与借贷资本的良性循环。因此,从资金筹措、项目建设与经营、资金回收、归还贷款以及资产增值保值等一系列问题的关系,将不再是传统体制下投资与融资彼此互相分离的状态而是一个完整的过程,这一特点使得企业在经营的全过程中必须拥有自主决策的权利。此外,国家实行企业法人责任制和对投资项目实行资本金制度的改革,

要求资本金在投资额中占到相应比例。这一举措,由于划定了企业自有资本的底线,因此也需要处理好与他人资本之间的关系。一方面,企业投资项目的盈利需要借助他人资本得以实现,另一方面,他人资本的安全性也能以自有资本为依托。这不仅有助于促进企业增加积累,而且也会增强企业的自我约束意识。

第三,有利于建立新型的银企关系,化解金融风险。投融资概念要求银企关系符合以下两条原则:

一是对称原则。即在间接金融方式下,银行的资产与负债之间必须对称。银行与居民之间作为不同利益主体的关系一目了然,这决定了银行对于所吸收的居民存款属于“硬约束”的负债。与此同时,银行与企业决不应因为二者同属“国有”而使得前者对于后者的贷款成为“软约束”的资产。只有这样,银行的金融风险才能得以化解,居民的储蓄才能得到保障,企业的信誉才能得以保持。

二是转化原则。即在由于种种原因出现银企债权债务关系难以履行的情况下,处理好债权向股权的转化,变“融资”为“投资”也是保持新型银企关系的另一条途径。

第四,有利于促进我国资本市场的发展和推动混业经营的进程。我国宏观经济态势中储蓄大量增加而投资需求不足的现实,急需建立完善的资本市场以促进储蓄向投资的直接转化。因此,要改变“融资多,投资少”的单一间接金融模式,就要发展投融资一体化的直接金融模式,而这将推动混业经营的发展。另外,资本市场的建立,不仅要改变分业经营制度下重视商业银行而忽视投资银行以及二级市场的状况,而且要协调货币市场与资本市场的发展,有效组合各种金融业务,提高金融资源的配置效率。这种既有利于银行业、又有利于证券业的模式也只能在投融资一体化的混业经营方式下实现。

第五,有利于顺应世界潮流,应对我国金融业加入WTO后的格局。在加入WTO的情况下,成员国对中国的优势所在主要是银行规模和金融体制。这种优势的形成,无非是这些国家顺应了以利率、业务和资本交易为内容的金融自由化的世界潮流。就规模而言,在我国银行资金总量不如国外的情况下,必须衔接作为生产资本的“投资”与作为借贷资本的“融资”,并使之得以良性循环以加快资金周转,以效率取胜;从体制问题来看,投融资一体化的概念十分适应利率市场化、金融业务综合化和资本流动自由化的要求。

三、投融资概念的理论创新——对国际经济学的新分类

投融资概念的运用除了立足于“国内改革”以外,还可从“对外开放”的角度进行新的理论探讨。其表现就是将投融资概念引入到国际经济学之中,并研究国际投融资概念的形成以及由此对国际经济研究领域分类产生的影响。

迄今为止,国际经济学对于国际经济研究领域的划分大体上有“两分法”(国际贸易与国际金融)和“三分法”(国际贸易、国际金融、国际投资)两种类型。例如,在国外目前流行的《国际经济学:理论与政策》(Paul R. Krugman and Maurice Obstfeld, *International Economics: Theory and Policy*, Third Edition, 1994.)的教科书就将国际经济学分为上下两篇,上篇是国际贸易,下篇是国际金融(通常将国际投资问题放在国际金融之中)。这种划分体现了注重从贸易与金融两方面研究国际经济问题的倾向。受西方经济学的影响,国内早期较有影响的教科书也将与国际投资有直接关系的国际资本流动这一作为独特领域的重大问题放在国际金融问题之下。

随着国际经济由贸易型带动转为投资型带动以后,国际投资快于国际贸易和世界生产增长速度的现实不仅持续了相当长时期,而且作为跨国或境外投资活动所具有带动产品、资金以及生产要素全面转移的功能日趋显现。这种重视投资的背景也体现在对于国际经济问题研究的分类上,即有了将国际投资作为独立研究领域而与国际贸易、国际金融相并列的划分。与“两分法”相比,“三分法”的研究领域虽然得到拓宽,但同样面临着难以处理国际金融与国际投资之间存在重复、交叉甚至含混不清的问题。为此,笔者提出“新三分法”(国际贸易、国际货币体系、国际投融资)划分的独特思路作为探讨。

必须指出,“新三分法”的理论依据源于马克思经济学说中的商品、货币与资本范畴。如果将以上在内涵上有严格界定的范畴置于国际化背景之中,就有商品国际化—国际贸易;货币国际化—国际货币体系;资本国际化—国际投融资这样新的三种分类。这种不同于西方国际经济学的分篇具有以下显著特征:

一是坚持了商品输出与资本输出概念的严格区别。我们知道,西方国际经济学中存有视直接投资为贸易活动(国内生产后再出口)自然延伸的色彩,而马克思经济学则严格区别流通领域与生产领域。就商品国际化研究领域而言,当今世界国际贸易的功能应由以互通有无为特征的“互补性”,向以通过贸易为途径实现参与国际分工利益为特征的“互惠性”转化,即如何加强避免“单方受益”进而实现“贸易双赢”和有利于缩小贫富差距的研究。

二是坚持了货币与资本范畴的区别。从定义上说,作为一般等价物的货币的功能在于交换的媒介,流通公式为 $W-G-W$;而实现增殖,则是资本的基本功能,流通公式为 $G-W-G$ 。从数量上看,货币流通要大于资本流通,因为由国际收支所反映的“资本流动”已经超出了马克思的资本范畴,即除了资本项目以外,它还包括经常项目、平衡和结算项目这两个有别于资本项目定义以外的货币国际流动。而与国际投资相联系的资本国际流动仅指资本项目下的国际流动。

以交换的媒介功能作为依据划出国际货币的独立研究领域,可以对应地包括国际货币体系、汇率、国际收支、国际结算与国际储备等内容。就直接体现“媒介物”的国际货币体系而言,相关的研究毫无疑问要包括全球性的货币体系(如近似全球统一货币的美元、日元)和区域性的货币体系(如欧元)及其相互关系方面。但对应“多国一币”的欧元和我国“一国多币”(如人民币、港币、澳门货币和台湾货币共存)的实际,对属于货币体系的等价物范围这一重大问题进行研究,将会对我国和区域乃至世界经济产生不可估量的影响。相比之下,西方国际经济学之所以将资本国际流动问题置于国际金融之下,也表现为将投资放在融资概念下,其理论原因是对货币与资本概念不加本质区分。

三是坚持了资本形态与阶段相统一的观点。按照马克思经济学生产资本与借贷资本概念,与资本国际化相联系的国际投融资所含的“投资”与“融资”内容可作如下规划:即从资本流出、流进角度看,可将国际投资部分分为对外投资与引进外资,前者可侧重微观角度重点研究诸如国际投资环境、直接投资形态、跨国公司经营管理、间接投资等问题;后者侧重于宏观角度主要研究外资规模、外资结构、外债管理与外资政策等问题。与此对应的是:国际融资部分则基于借贷资本国际化的思路,主要包括国际信贷以及融资方式、融资渠道、融资工具、融资机构和融资市场等一系列问题。

以上分篇表明,只有国际投融资这一完整概念才能体现生产资本国际化和借贷资本国际化的统一,因而也能使国际投资和国际融资的内在联系及区别得到凸现。

四、投融资概念的提出与来源

在改革开放初期,我初次从日文书刊上接触到“投融资”概念。在此之后,我在日本又对颇能体现日本金融、财政特色的“人为的低利政策”和“财政投融资”制度做过研究。虽然难以确定我国使用投融资概念的具体时间,但 1993 年“关于投融资体制改革的意见”的国家文件无疑是一个重要标志。因此,我认为投融资概念是从日本引进的,即使如此,这一概念在我国经济发展的进程中已经赋予了更为丰富的内涵,试比较如下:

第一,体现的内涵不同。在经济高速增长过程中,日本的财政支出由两个部分组成。除了一般会计外,还存在着一个被称为“第二预算”的财政投融资制度,即指政府为实现特定的政策目标而进行的投资和融资活动,它包括由财政拨款形成的投资和由“政策金融”形成的贷款即融资。而中国的投融资概念的内涵,显然不会局限于“第二预算”而远远大于日本。

第二,资金来源与使用范围不同。日本财政投融资的主要资金来源于邮政存款和福利年金,由大藏省资金运用部掌握。资金使用在包括社会资本和民间资本两大类共 12 个部门方面,前者的投融资量大

体为2/3,包括生活环境调整、卫生福利、文教、国土保全及灾害救助、住宅、道路运输通讯等七个部门;后者的投融资量大体为1/3,包括基础产业、贸易经济合作、中小企业、农林渔业和地区开发等五个部门。而中国投融资的资金来源可以包含到财政、银行和证券市场,因此比日本财政投融资的资金来源广阔得多。资金的使用覆盖到公益性项目、基础性项目和竞争性项目,且竞争性项目投融资量的比重成为主体。

第三,融资对象与特征不同。日本财政投融资制度中通过政府金融机构实施的“政策金融”是一种既不同于财政,又不同于一般金融的融资方式,它是财政的“公共性”与银行的“有偿性”相结合的贷款形式。同无偿使用的财政资金相比,政策金融提供的是有偿资金,并以适应机动、弹性的目标为主。另外,同民间金融机构以注重贷款的安全性、盈利性、进而多以大企业为贷款对象的做法不同,政策金融是以低利息方式向难以从商业银行得到融资的中小企业和商业银行无能为力的领域贷款,显示出贷款在宏观范围内的公共性与结构性特征。另外,日本对应存在着诸如住宅道路公团、公营企业和中小企业金融公库、开发和输入银行等类的财政投融资机构。而中国投融资以多层面、多主体为其特征区别于日本,即使在融资方面,也是既有政策金融(国家开发银行、进出口银行和农业发展银行),又有商业金融,还有农村的互助合作金融,因此中国的投融资机构也比日本多。

[参 考 文 献]

- [1] [日]金森久雄,等. 日本經濟事典[M]. 东京:日本經濟新聞社,1981.
- [2] Paul R. Krugman and Maurice Obstfeld, *International Economics: Theory and Policy*[M]. HarperCollins College Publishers,1994.
- [3] [美]威廉·F·夏普. 投资学[M]. 赵锡军等译. 北京:中国人民大学出版社,1998.
- [4] [德]鲁道夫·希法亭. 金融资本[M]. 王辅民译. 北京:商务印书馆,1998.
- [5] 卢汉林. 国际投融资[M]. 武汉:武汉大学出版社,1998.

(责任编辑 邹惠卿)

Investment & Financing Concept: Theoretical Innovation & Practical Significance

LU Han-lin

(Wuhan University Business School, Wuhan 430072, Hubei, China)

Biography: LU Han-lin (1954), male, Doctor, Professor, Wuhan University Business School, majoring in investments and international investment.

Abstract: There have been concepts of investment, fund, capital, finance, fund furnish and fund raising the economic activities and academic area. Because these concepts are vague and cross repeat it is difficult to depict economic manifestation exactly. The new concept of invesnance (investment and financing) has appeared now, but its rate of utilization in actual departments is higher than in theoretical research departments. Meanwhile, the significance of theory innovation is not taken seriously enough, because of failing to make a thorough comparative study on the traditional and new concept of invesnance. Therefore, it is necessary for us to study systematically on the innovation of concept of invesnance.

Key words: investment; finance; invesnance; international invesnance