

论中国融资模式的选择

黄友爱

在我国向社会主义市场经济转轨过程中,单一的以银行为中介的间接融资传统模式已越来越不能满足资本形成和经济快速增长的需要。20 世纪 80 年代中期以来,以股票和债券为工具的直接融资形式在我国逐步得到发展。权衡不同融资形式的利弊得失,选择适合中国国情的融资模式,对促进我国经济改革与发展有着重要意义。

一、选择融资模式应考虑的主要因素

直接融资和间接融资是市场经济中两种基本的融资形式。直接融资是企业以发行股票和债券的形式向资本的初始所有者筹资,间接融资则指以商业银行等为中介机构而进行的融资,即金融中介机构一方面以发行间接证券的形式从资金盈余者那里吸收资金,另一方面则通过购买赤字单位发行的直接证券等形式面向赤字单位提供资金。融资模式的选择受各国经济发展阶段、市场发育程度、历史传统和现实需要等因素制约,同时也与直接融资和间接融资在上述因素制约下的不同适用性有关,此外还要考虑相应的风险监管能力能否防范和化解金融风险。

1. 经济发展阶段及融资市场演化程度

与经济发展的各个阶段相适应,融资形式的发展存在着从自我积累为主到外源间接融资为主再到高效直接融资为主的变迁过程。在经济发展的初期,经济自给性强,人均收入低,金融资源匮乏,企业倾向于自有资本积累;在经济开始起飞和转轨阶段,工业代替农业成为国民经济的主导部门,普遍存在着资金短缺、基础设施不足和产业结构不合理等问题。政府为了对重点产业或地区实行扶持和倾斜,进行公共产品供给和基础设施建设,利用大银行集中金融资源进行扶持,带有政策性指导性的间接融资具有重要的作用。随着经济转轨的进程的加快,第三产业比重加大,在银行市场化改革的同时,直接融资得到重视和发展,导致分业经营受到挑战。在经济发展成熟阶段,科技成为新的产业部门,交易技术高度发达,间接融资和直接融资相互融合,全能制银行或“金融百货公司”渐居主导地位。

2. 两种融资形式的不同功能和风险

融资形式的演化是对金融交易费用最小化选择和权衡各自的功能和风险趋利避害的结果。间接融资通过银行中介完成储蓄到投资的转换,银行具有信息生产的优势,节约了投融资双方相遇的信息成本和交易摩擦成本,银行与企业关系较为紧密,便于对企业进行监管。其缺陷主要是容易造成政府干预及体制僵化,融资效率低,负债企业经营风险转嫁银行,诱发金融危机。直接融资通过交易机制和价格信号发挥市场的功能集聚

资金,满足风险偏好型投资者的需要,具有制度生成机制。在市场流动性较高,交易费用较低的情况下有较高的效率。直接融资的缺陷主要在于投融资双方信息不对称,银行与企业关系较为松散,股票市场对企业通过退出、接管和兼并来进行弱监管。股市崩溃常导致企业破产、倒闭和个人资产缩小,在混业经营的情况下还会将风险传导至银行,引发全面经济危机。

3. 历史传统和现阶段经济发展的需要

对经济有强行政干预传统和民族性谨慎保守的国家,历史上一般采取银行主导型的间接融资模式;有自由市场经济体制传统和民族心理偏爱冒险的国家,多以直接融资为主。各国现有融资模式大多沿袭了历史传统。现时经济发展的需要使融资模式发生了革命性的变化。随着经济全球化和科技的进步,在发达国家中,采取间接融资为主的国家的金融重心向直接融资转化,以直接融资为主的融资模式转为全能制银行。转轨经济国家大都根据经济发展的需要增加了直接融资的比重。

二、世界上两种主要融资模式比较

各国金融体制都存在以银行为基础的间接融资因素和以证券市场为基础的直接融资因素,不存在纯粹单一的融资方式。但大体上可以分为证券市场基础型的直接融资模式和银行间间接融资模式。

1. 以美国为代表的证券基础型模式

美国融资模式的特点是企业外源融资较多地通过证券市场发行股票和债券,银行融资占较低的比例(见表 1)。融资双方的关系是平等互利的商业交易关系,对企业的约束主要以退出为主,银行与企业关系松散。传统上商业银行业和证券业分业经营,除国债和地方债以外,银行不能发行买卖有价证券。

表 1 美国非金融企业外部融资来源中直接融资和间接融资的比重(%)

年份 比重	1946 -1958	1965 -1969	1970 -1974	1975 -1979	1980 -1984
直接融资	6.4	31	36	37	21
间接融资	—	30	21	12	27

资料来源:吴敬琏:《不妨增加“泡沫”的浓度》,载《寻求证券市场的大智慧》,上海,学林出版社,1997。青木昌彦等:《日本的银行制度》,中文版,515 页,北京,中国金融出版社,1998。

美国自由市场经济体制是美国直接融资模式的基础。高度依赖市场、限制政府作用、国有经济比重极小的制度特征、崇尚冒险的民族心理和从一开始就注重发展证券市场的历史沿革

决定了美国必然采取市场化的直接融资模式。

证券融资是美国经济发展的强大推动力。南北战争结束后, 证券发行为建造铁路筹集了大量的资金, 促进了美国经济的飞跃。19 世纪后期至 20 世纪初, 证券发行和交易满足了企业的融资需求, 促进了美国工业化的迅速发展。1933 年制定的银行分离则在证券市场不成熟时期, 有效挤出了股市泡沫。20 世纪 70 年代金融自由化改革降低了交易费用, 金融创新浪潮兴起, 推动了新的金融整合, 促进了美国科技实力的增强和 20 世纪末十余年的经济持续增长。

美国模式的缺陷在于股市泡沫崩溃后引致金融危机和对企业的弱监管。第一次世界大战后, 美国经济空前发展, 金融重心从间接融资为主转为以直接融资为主, 企业抽出资金投入股市, 商业银行以子公司的名义涉足证券投资业务, 从 20 年代初到 1929 年, 股市以每年 18% 的速度猛涨, 造成股市泡沫, 结果 1929 年股市崩溃, 美国经济陷入大萧条。1987 年爆发股灾, 使通过证券市场融资比例大幅降低。90 年代末股市新高不断, 引起美国股市泡沫之争, 近来美联储不断推出加息, 引发股市重挫, 世界各国股市随之振荡。此外, 美国模式松散的银企关系不利于对公司经营风险的监控和改善公司的治理机制, 破产、倒闭和兼并经常发生。

2. 以德国和日本为代表的银行间接融资模式

日德模式的特点是企业外源融资以取得银行贷款为主, 银行与企业关系紧密, 存在长期稳定的信贷关系, 银行较充分地掌握企业信息。德国全能制银行可以持股, 承销证券, 日本银行和证券业则严格分业经营。日本银行处于严密监管干预之下, 德国银行则是放任自主的监管干预。日本银行对企业采取综合监控, 相互委托和相机治理, 德国采取共同控制的办法进行监管。

表 2 日本企业外部融资中两种融资形式的比重(%)

年份 比重	1965 -1969	1970 -1974	1975 -1979	1980 -1984	1985 -1989
直接融资	7	6	10	12	20
间接融资	55	54	53	60	75

资料来源: 同表 1。

表 3 德国非金融企业外部融资中两种融资形式的比重(%)

年份 比重	1965 -1969	1970 -1974	1975 -1979	1980 -1984	1985 -1989
直接融资	12	8	6	7	19
间接融资	62	60	58	55	53

资料来源: 同表 1。

日德模式的形成与两国的历史背景、经济发展战略、民族心理、政治传统和战前的金融传统有密切关系。两国历史上都有着政治上强行政干预的传统, 民族储蓄倾向强, 二战后都由于战败使经济受创而实行赶超战略, 战前都有较好的银行融资基础和经验。在当时企业经营困难的情况下, 较低的盈利或剩余索取权预期使股本融资不是一个有效的融资途径, 两国均对证券市场采取了一定的限制措施。

德日模式成功地促进了两国战后经济的连续快速发展。两国战后资金紧缺, 间接融资便于实施政府的产业政策, 进行投资协调, 将有限的资金集中于战略性产业及扶持大型企业。不发达的股票和债券市场, 使银行成为向企业融资的主体。战后

银行存在大量的呆、坏账, 许多企业都背负有沉重的债务负担, 银行融资制度对扶助和解救企业具有较大作用。

间接融资模式的缺陷在日本表现得更为明显。过多的政府干预导致融资机制僵化, 效率低下, 对金融市场过度管制, 导致交易成本高, 交易品种少, 严格的分业制不能适应金融服务业和经营环境的变化。

三、21 世纪融资模式发展的新趋势

随着经济全球化和科学技术的飞速发展, 金融国际化、金融创新和银行全能化是 21 世纪金融发展的趋势, 对融资模式的影响表现在:

1. 金融重心从间接融资为主转变为以直接融资为主, 两种融资形式均获得新的发展机遇。

第一次世界大战以后, 美国经济飞速发展使资本市场蒸蒸日上, 经济重心由间接融资为主转变为以直接融资为主。第二次世界大战后至 70 年代, 美国的直接融资比重占 80%, 间接融资比重占 20%^①。金融自由化改革促进了金融创新及金融工具的多样化, 推动了金融融合。20 世纪末, 科技飞速发展促进了银行、证券和保险业务相互交叉融合, 银行业务趋向全能化, 两种融资形式呈共同发展之势。

日本长期以来以间接融资为主, 80 年代后期, 金融自由化改革使日本放松了对证券市场的限制, 更多的企业选择了证券融资, 经济中直接融资比重日益增大。由于在转型过程中盲目发展证券融资, 放弃了间接融资的优势, 泡沫经济崩溃造成日本经济低迷。为此, 日本政府近年先后通过一系列的金融改革方案。其主要内容之一就是在自由化、公正化和国际原则下, 形成新的资金融通机制, 将金融重心由间接融资转向直接融资, 使证券市场成为金融中介的主体, 确保日本庞大的个人金融资产的有效运用。同时, 对直接融资市场的发展及其信息透明度、惩处市场违规和市场监管方面都提出了新标准和要求。

2. 两种融资模式的界限日益模糊, 由传统的分业经营变为混业经营, 全能制银行将占主导地位。

美国式的直接融资模式和日本的银行融资, 传统上都实行分业经营。鉴于银行和企业资金大量参与股票市场引发股市崩溃, 1933 年美国通过了《格拉斯·斯蒂格尔法》, 禁止银行从事证券和保险业务, 也奠定了世界金融分业制度的基础。70 年代开始的金融自由化引起的资产管理业务创新、资产证券化、网上交易等金融创新模糊了两种融资模式的界限。由于各金融机构共同参与同一金融业务, 加剧了混业经营的趋势。同行业的购并使银行数量减少, 规模扩大, 跨行业的购并使不同的业务融为一体, 提供综合性的金融服务, 银行变成了全能制银行。1999 年美国通过了《金融服务法》, 彻底结束了美国银行、证券和保险分业的历史。该法规定放松原来对金融机构经营范围施加的各种严格限制, 鼓励金融混业经营, 逐渐形成了各种金融机构相互渗透, 共同有效竞争的局面。

日本近年通过的金融改革方案亦致力于打破传统的分业制限制, 实行金融机构经营业务的自由化, 完全解除银行、证券和保险业之间的分业界限。第一步允许银行、证券和保险三类金融机构通过建立子公司相互渗透, 相互开放业务; 第二步实行三者合一。21 世纪, 日本将不再有单独的银行和证券公司, 任何一个金融企业将是三种金融业务合一的“金融百货公司”, 已开始进入全能制银行占主导地位的时代。

四、适合我国国情的融资模式的选择

1. 我国现有融资模式的特点

长期以来,我国融资模式以银行间接融资为主,80年代才开始发展证券市场。我国现有融资模式有如下特点:一是以银行为中介的间接融资为主。我国四大国有专业银行集中了全社会75%以上的存款和80%的贷款。二是企业内源融资率低,外源银行融资依赖过高。目前我国企业资金80%来源于外源融资,其中60%~70%又来自于银行。三是直接融资发展迅速,但比重仍然偏小。现在我国上市公司达964家,最大日交易量曾达900多亿元,但直接融资比重仅占企业融资的10%,流通市值只占国民生产总值(GNP)的15%左右。而西方发达国家和亚洲新兴工业化国家的这一比重分别达70%和90%。四是融资机制保留着很强的行政化特征。目前我国四大专业银行属国有独资,主要官员由政府委派,承担着政府管理经济和自主经营的双重职能,政策性业务和商业性业务相混合。在证券市场,从股票发行上市审批制到股市涨跌都有政府干预的痕迹,违背了市场的内在规律,扭曲和削弱了证券市场的功能。

2. 对我国现有融资模式的评价

我国现有的以银行间接融资为主的模式长期以来对我国经济发展发挥了巨大作用:一是保证了国家重点产业、重点地区和重点企业的资金需求,有利于国民经济稳定发展和宏观调控。二是银行贷款大部分给了国有企业,维持了国有企业运转。

但这种融资模式也存在多种弊端,其主要表现在:单一的间接融资长时间占统治地位,不适应经济发展和改革的要求,造成企业高债务,居民高债权,银行高风险和融资低效率的局面。其原因在于:企业自有资金严重不足,外源银行融资带来的利息支出,加大了融资成本;银行和企业属于同一产权主体,产权边界的模糊使企业财务约束软化;对企业监控不力,引发道德风险,贷款难以收回;银行资本金不足,积累了大量的呆、坏账,银企关系恶化。1999年6月底,居民储蓄存款余额近6万亿元。虽然央行多次降息,并加大了存贷利差,银行仍然惜贷,同时居民储蓄居高不下,找不到投资出路。社会资金环流梗阻,内需不足。

3. 我国融资模式的选择

(1) 融资模式选择所要考虑的因素

融资模式总的说来受制于我国经济发展水平和改革的进度。融资模式的选择要考虑到以下因素:一是银行融资长期占统治地位,具有组织优势和信息优势,在我国经济不发达和市场体系不完善的情况下,必须继续发挥其产业协调作用,有利于帮助企业投资和重组,监控企业和约束管理人员。二是国民收入流程结构由政府主导型变为居民主导型要求投资主体多元化和大力发展直接融资。三是居民的高储蓄倾向、低风险承受能力和证券市场有效性不足使直接融资的发展有一定的限度,况且在分业经营的情况下,无限制地发展直接融资会使银行业萎缩,最终可能导致两种融资形式均陷入低效化。四是从融资成本与风险、资本积聚速度来看,由于目前中国股市上市公司回报率极低,而投资者意在取得利差,加上直接融资的不可逆性,使得资金成本极为低廉,股市资金成了公共产品,融资成本低于间接融资;由于股市以个人投资者为主,风险由散户分摊,分业经营阻断了风险传播,目前直接融资风险较小,不会影响经济稳定;由于企业债务高企,银行惜贷,直接融资积聚速度快于间接融资。最后从资本盈利能力和减债效果来看,由于

上市公司改制先行了一步,其资金的投向、运用和收益受到公众的监督,促进了上市公司的盈利能力的提高。至1999年上半年,工业类上市公司资产负债率为46%,比国有工业企业65%的平均负债水平低19%。因此在目前中国国有银行体系和国企改革滞后,间接融资效率低下的情况下,证券融资是使社会再生产顺利进行、促进经济增长的有效途径。

(2) 目标模式

基于上述因素,笔者认为,我国融资模式的发展目标应是变单一的银行间接融资为包括两种融资形式在内的市场融资模式。目前及今后一段时间,间接融资仍会占主导地位,但要大力提高直接融资的比重,缩小直接融资和间接融资的比例之差到10%左右,股票流通市值提高到占GNP的50%。在目前证券市场发育不成熟,市场监管不完善的情况下,仍以分业经营、分业监管为主。融资模式的最终目标与建立完善的社会主义市场经济体制相适应、在企业按建立现代企业制度规范运作和自身积累能力增强的条件下,适应国际金融混业经营的趋势与国际接轨,形成银证在高起点上融合、直接融资和间接融资并重、成熟高效的融资机制。

(3) 我国融资模式改革的政策措施

综合以上分析,我国的银行间接融资在以后较长一段时间内仍会占据优势,但直接融资比例的提高是必然趋势。因此要采取如下措施:

一是在调整融资结构,提高直接融资的比例的同时,规范证券市场。要充分发挥直接融资市场的功能,必然依法治市,让市场机制充分发挥作用,规范市场各方行为,增加市场的流动性,降低交易费用。

二是进行银行商业化改革,提高间接融资的效率。首先,要按商业银行原则即效益性、安全性和流动性来经营。要将政策性贷款职能分离出去,最终实行信贷资金商品化,利率市场化。其次,进行专业银行产权制度的改革。按照现代企业制度的要求,明晰产权,在国家控股的同时形成多元化的股权结构。再次,是处理银行不良资产和企业过度负债。要寻找新的投资主体,以债券和股票的形式使居民储蓄直接转化为投资,通过良好的资本市场和加快国企改革来减少不良债务,营造银行商业化改革的外部条件。

三是加快建立现代企业制度的步伐,促使企业努力改善生产经营,增强内部积累。融资风险归根到底来源于企业生产率低及由此产生的自有资金不足。国际上融资效率较高的国家,无论采取何种融资方式,其非金融企业都有较高比例的自有资金,而这来自于生产效率与融资体制的良性互动。反观金融风险大,甚至发生金融危机的国家,都属企业资本金不足,生产效率高,自我积累能力差,超负债运作。

四是在防范风险,规范操作的前提下借鉴全能制银行的优点,探索银证融合的新形式。

注释:

①张志柏:《两类融资制度的比较及对中国的启示》,载《财经研究》,2000(3)。

(作者单位:武汉大学商学院博士生 武汉 430072)

(责任编辑:金 萍)