

经济增长中融资机制的变迁

郑泽华

摘要: 从经济发展史上看, 融资机制内生于经济增长, 并成为促进经济进一步增长的“助推器”。一个健全的融资机制对一国经济的增长具有极大的推进作用。本文从经济增长中融资机制的变迁出发, 分析了新经济时代风险投资作为一种新的融资方式出现的必然性, 指出了其不同于以往融资方式的融资绩效, 最后, 在以上基础上提出了我国改革和完善融资制度的几点政策建议。

关键词: 经济增长 融资机制 风险投资 融资绩效

一、融资机制变迁的历史透视

可以说, 经济学始终关注的是“效率”问题, 它研究的是如何从资源的稀缺性出发, 合理配置和使用有限资源, 以达到促进经济增长的目的。这也正点明了资源配置在经济增长中的重要地位。资源配置形成于一定体制条件下, 是整个经济运行的反映。它包含了对经济中既有的资金、劳动力、技术、信息等资源进行的配置。但在市场运行机制下, 合理的资源配置集中体现在融资机制的效率上。这在于, 资金与一般资源不同, 它是一种特殊资源, 具有引导和配置其他资源的作用, 资金供求的均衡状态, 资金供求结构的关联程度, 都直接影响着资源的优化配置和利用效率。从这个意义上讲, 融资机制的运行效率是经济能否持续增长的关键之一。

所谓融资机制是指资金融通过程中的各个构成要素之间的作用关系及其调控方式, 包括融资主体的确立、融资主体在资金融通过程中的经济行为、国民储蓄转化为一定规模、结构的投资的渠道、方式以及确保促进资本形成的良性循环的手段等诸多方面。作为经济运行机制的一个组成部分, 融资机制的意义就在于疏通储蓄向投资转化的通道, 更好地利用融资工具动员储蓄并将之转移到投资领域。从中可以看出, 融资的过程既是资金筹集、资金供给的过程, 同时也是资金配置的过程, 在这一过程中既会产生储蓄效应、投资效应, 同时也会产生资源配置效应。

从经济发展史上看, 融资机制内生于经济增长, 并成为促进经济进一步增长的“助推器”。一个健全高效的融资机制对一国的经济增长具有极大的推进作用。就融资机制演进过程来考察, 美国学者戈德史密斯曾指出, “在金融发展的初期阶段, 债权凭证远远超出股权凭证而居于主导地位, 商业银行在金融机构中占据了突出的地位。始于 13- 14 世纪的欧洲的银行业, 在 17 世纪新式银行出现以后的 200 年间, 银行的数量及其融资规模不断增长, 这不仅满足了经济增长中的资金需求, 为资本集中不断创造着有利的条件, 而且在融资过程中银行资本与工业资本的互相渗透与融合形成的金融资本垄断, 促进了经济大国的形成。可以说, 以银行为融资中

介, 以货币资金的借贷为融资方式的银行融资机制的兴起, 极大提高了融资和资源配置的效率, 是金融发展中的一个伟大的制度创新。

和银行融资机制相比, 股市融资机制的出现要晚一些。15 世纪的意大利才有股份公司的萌芽, 到 17 世纪第一家股票交易所才在荷兰出现, 直到 19 世纪, 由于大规模的铁路建设和重工业的发展, 股市融资才真正成为金融活动的重要组成部分, 并在 20 世纪的初期达到其第一个高潮。根据米奇 (M ichie) 1987 年的研究, 19 世纪后半期, 股票市场在英国产业融资中发挥着重要的作用, 英国在 1853 年的 1/4 的资本形成是通过伦敦证券交易所筹集的, 1913 年这一比例上升到 1/3 (周好文等, 1999)。这又正如戈德史密斯所言, “20 世纪初期以来, 工业化国家虽然债权仍占金融资产总额的 2/3 以上, 但股权凭证的比例已有所上升, 银行体系地位在下降。”从美国的资料来看, 商业银行在所有金融机构中持有的资产额比重从 1965 年的 34. 7%, 下降到 1983 年的 31. 5%, 到 1993 年这一比重进一步下降到 23. 3% (王广谦, 1997, 第 76 页)。

表 1 1985 年西方非金融企业的融资结构 (%)

	美国	日本	德国	英国	法国	加拿大
内源融资	61. 3	41. 2	52. 7	66. 6	57. 9	60. 7
外源融资	38. 7	58. 8	47. 3	33. 4	42. 1	39. 3
其中: 银行贷款	22. 2	43. 7	29. 1	21. 8	28. 7	12. 1
债券	9. 6	7. 4	2. 6	0. 8	1. 6	9. 3
股票	2. 3	4. 3	6. 7	3. 6	7. 5	10. 3
其他	4. 6	3. 4	8. 9	8. 2	4. 3	7. 6

资料来源: 郝继伦: 《中国股票市场发展分析》, 17 页, 北京, 中国经济出版社, 2000。

从表 1 中我们可以看出, 在工业化国家中, 尽管股市融资经过 100 多年的发展, 其和银行融资规模相比仍存在相当差距。这在肯定银行融资机制的同时也说明了股市融资机制存在其自身的局限性。但即便如此, 我们也应看到无论是银行融资机制还是股市融资机制都是为经济增长所需的。股市融资机制作为融资发展中的一项制度创新, 它的出现不仅解决了社会化大生产所必需的资金需求, 而且大大提高了融资和资源配置的效率。这可用图 1 表示。

图 1 中 f_{1f2} 、 f_1 、 f_2 分别代表不同水平的融资可能性曲线,

它表示一定时期内社会融资总量的不同融资方式的组合。 x_1 代表银行融资, x_2 代表股市融资。 w_1 、 w_2 为社会无差异曲线, 衡量社会对融资方式的满足程度, w_2 位于 w_1 的右上方意味着在 w_2 曲线上的每一点相对于 w_1 曲线上每一点而言, 能更大程度地满足社会需要。从图 1 中来看, 股市融资的出现和兴起, 能更好地动员存在于社会中的闲散资金, 从而使社会融资总量增加, 这在图上即表示为从 $f_1 f_2$ 上的 A 点向 $f_1' f_2'$ 上的 B 点的移动。进一步看, 股市融资机制的兴起必然会改善社会已有的融资结构, 这即是银行融资份额的一定程度的减少和股市融资份额的相应增加, 从而在图上表示为 B 点向 C 点的移动。在 C 点上, w_2 与 $f_1' f_2'$ 于此相切, 这表明, 最大的限度的融资水平与社会对融资方式的最大程度的满足同时达到。

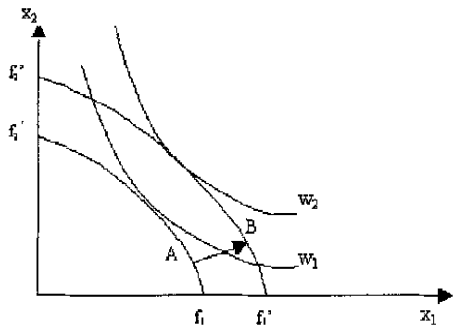


图 1 股市融资机制的兴起对融资效率的改进

以上的论述仅在说明, 融资机制的发展和变迁能改进融资效率, 满足经济增长对融资机制提出的内在需求。从近几年的西方工业化国家来看, 在银行融资占绝对主导地位而股票市场不发达的国家, 股市融资的比例正在稳步上升。20 世纪 80 年代以来, 德、法、日的股市融资发展较快。而在拥有发达完善的资本市场尤其是股票市场的国家, 近年来通过发行股票来筹资的比例正在下降, 而通过债券发行获得的资金占比正逐步上升。

二、新经济发展对融资机制变迁的内在要求

20 世纪末期以来, 在经济全球化趋势日益强化、现代高新技术的快速发展以及金融创新浪潮的影响下, 以美国为代表的西方国家的经济发展表现出由传统的较多依赖于自然资源创造社会财富的经济转向以现代高新技术革命为基础、以网络技术为核心、以人力资本充分发挥为特征的新经济, 经济实现了内生的持续均衡增长。具体来看, 1990 年以来美国经济在技术进步和经济全球化的共同作用下出现了长达 108 个月的高增长、低通胀、低失业、低财政赤字的经济运行态势, 其最主要的特征表现在: (1) 经济大幅持续增长(长达 108 个月, 超出了经济长周期); (2) 企业利润高速高质增长(经济增长是不带水份的); (3) 低失业; (4) 低通货膨胀; (5) 经济对外依存度大幅度上升, 进出口占国民生产总值的比重大幅度上升; (6) 在国内生产总值中高科技贡献率的比重不断提高。新经济在美国的快速发展, 使得最初对其持保留态度的美联储主席格林斯潘也不得不肯定地说, 近年来出现的情况和典型的战后商业周期有了深刻的差异, 不仅经济扩张达到了创记录的长度, 而且做到了比预期的经济增长更加强

那么, 究竟是什么在推动美国经济的强劲增长呢? 对此, 内生增长理论解释为: 内生的技术进步是经济增长的决定因素, 知识、人力资本的溢出效应的存在成为了经济实现持续增长所不可缺少的条件。特殊的知识和专业化的人力资本已构成推动经济增长的最主要因素。这样, 一国经济要快速增长, 就需要不断地向知识生产进行投资, 以实现投资与知识的相互促进和良性循环。从此理论出发, 深入地分析美国经济, 我们可以发现, 由现代科学技术成果、风险资本和人力资本相结合所生成的高科技产业正逐步成为整个社会经济活动的支柱产业, 正在对美国乃至世界经济产生着革命性影响。80 年代以来, 高科技产业在发达国家的出口工业和增值工业中所占的比重几乎翻了一番, 达到 20%~25%, 通讯、信息和教育等高科技服务行业的出口增长幅度则更高。目前美国信息产业的工人附加值年均增长高达 10.4%, 大大高于其他产业的增长率。近 5 年来美国软件的销售额增长了 4 倍, 有 2/3 左右的国民生产总值与电子技术有关。从 1975 至 1995 年的 20 年间, 美国最成功的 24 家生物和信息技术公司的营业额增长了 100 倍, 达到了 2 500 亿美元。^①这充分说明了经济发达国家的经济增长越来越依靠高科技产业, 高科技产业已经成为各国经济增长的引擎。

表 2 高科技产业在出口和增值工业中所占比重(%)

	高科技产业在出口工业中的比重		高科技产业在增值工业中的比重	
	1970	1993	1970	1994
美国	25.9	37.3	18.2	24.2
日本	20.2	36.7	16.4	22.2
英国	17.1	32.6	16.4	22.2
法国	14.0	24.2	12.8	18.7
德国	15.8	21.4	15.3	20.1

资料来源: 许小松:《资本市场与高科技产业的培育》, 载《深交所年报(1999)》。

就高科技产业发展而言, 它在表现出优异于传统产业的高成长性的同时, 也无法摆脱其高风险的特征。这包括了: 高科技转化为现实产品的技术失败风险; 高科技产品被市场接受和面对市场竞争的风险; 难以确定投资预算的财务风险以及经营风险等等。正由于这些风险的存在, 在相当程度上造成了高科技产业的融资困境的形成。因而, 在高科技产业发展过程中, 如何合理地解决其发展所需的资金便成为了问题的关键。

一般而言, 高科技产业发展要经过种子阶段、创建阶段、成长阶段和成熟阶段。在这其中, 以科研开发为主的种子阶段和已进入产业化能很快收回投资的成熟阶段, 资金的缺口不是很大, 但在创建阶段和成长阶段则需要长期的较大数量的资金投入, 而这两个阶段也正是高科技产业发展的关键时期, 资金的缺乏将构成高科技产业发展的“瓶颈”。从银行融资来看, 商业银行负债经营的性质和信贷资金运动规律决定了银行经营必须以稳健为首要原则, 在风险和收益的衡量上更注重风险的大小, 而且处于起步阶段的高科技产业无论在市场上还是技术上远未成熟, 亦无足够的信誉和担保物作抵押, 因而即便是对于资金回报率高的项目也往往因风险过高而得不到银行贷款。再从股市融资来看, 由于在高科技企业发展的初、中期存在诸多风险因素, 而且尚无盈利记录, 很难能达到在主板市场进行上市融资的标准。即便对于一些条件较好的高科技企业来说, 通过借壳或买壳上市不仅未能得到

“输血”，而且会暂时性“失血”严重。上市成功后，还须对原上市公司的管理进行整合。因而，这也决定了其通过股市融资的可能性不大。

这样，要解决高科技产业的资金困境问题就依赖于对既有融资模式进行创新。由此，风险投资机制应运而生。这正如19世纪，铁路和重化工业的出现是经济发展过程中重大的技术突破，成为经济增长的发动机。正是产业结构升级的要求，才使得股市融资机制作为一次制度创新，得到了迅速的发展。而风险投资机制作为一种新的科学技术与金融相结合的投融资模式，它的出现及时地解除了高科技产业发展中的资金瓶颈问题。其以积极开发高科技产品的中小型高新技术企业为主要投融资对象，通过将分散的、愿为较高收益承担较高风险的中小额资金聚集起来，形成实力雄厚的风险投资大机构，再由风险投资机构将资金和管理投入到高科技企业，在项目成熟阶段出让或卖出股份以获得15%~25%左右的高资金增值，然后将获得的收入又投入到新的高科技项目中，以此来推动高科技的产业不断发展。从理论上讲，虽然风险投资并非一定要投向高科技产业，它同样可以投向传统产业。但从风险投资者对高风险高回报的偏好以及高科技产业高成长性高风险的特性来看，风险投资机制天生就是为高科技产业而设置的。目前风险投资在发达国家发展极为迅速，从1978年到1994年，美国风险资本管理的资本总额从40亿猛增到350亿美元，增长了近8倍，仅1999年就高达250亿美元。风险资本已成为培育高科技企业的主力，有90%的美国高科技企业是按照风险资本模式发展起来的，比如数据设备公司、英特尔公司、微软公司等等，这些企业正是当前美国经济快速增长的重要源泉和动力。^②

三、三种融资机制的绩效考察：从信息不对称角度

从表层看，作为一种投融资模式，风险投资的出现解决了高科技产业中的资金瓶颈问题。但深入地考察，我们将发现，风险投资的兴起不仅在于其在资金方面对高科技产业的支持和推动作用，更重要的是它发展了一套区别于现有融资方式的有效的资金配置、使用、监管的机制，把投资者、风险资本家和企业管理层的目标统一起来，建立了一套以绩效为标准的激励和约束机制，有机地结合了资金、人力资源、高新技术这三大宝贵资源，大大减少了融资过程中的信息不对称现象，提高了融资的效率。

在新古典经济学中，信息的充分完全是作为一个既定的假设前提而存在的。但信息经济学的出现打破了这一状况，以詹姆斯·莫利斯为首的经济学家把非对称信息的相关理论引入经济学中，从而大大拓展了经济学的研究领域和范围。从现实来看，信息不对称在经济活动中是非常普遍的，它所引起的“逆向选择”和“道德风险”的存在大大降低了经济运行的效率。因而，经济体制的良好运行必须致力于缩小信息不对称的程度。从这点来看，风险投资与传统的银行、股市融资方式相比，在机制上更好地解决了信息不对称问题，从而表现出了良好的融资绩效。

首先，从银行融资来看，银行信贷中的银行与企业间的信息不对称，在现有模式下是无法克服的。这其中既包括了信贷合约签订前企业为获得取银行贷款而隐瞒不利信息的“逆向选择”行为，也包括了企业在合约签订后无视或损害银

行利益的“道德风险”。信贷资金的债权性使得银行没有足够的动力和足够的技能来评估企业财务报表之外的信息，也缺乏足够的激励去培养优秀企业。即使是曾被认为较好解决了银企间信息不对称的主办银行制度，也由于缺乏合理的激励和约束机制，而被实践证明难以成功。进一步看，如今经济的发展已使人们的观念从“大就是效率”转向了“小的是美好的”，大力发展中小企业已成为一个世界性的潮流。而在中小企业中，企业家的个人影响力、中小企业的较高风险性使得以安全性为前提的银行信贷难以有所作为。事实上，银行不得不以提取坏帐准备金、提高资本充足率等外部风险管理措施来应付信息不对称可能造成的损失。

再从股市融资来看，股票市场的融资效率取决于股票价格能否及时、准确地反映公司经营的基本面信息，充分而对称信息下的有效市场能自动引导资金从低效率部门向高效率部门流动，从而提高融资效率。但完全充分信息下的有效市场只是一种假定下的理想境地。实际上，证券投资机构和个人只能通过上市公司的财务报表得到一定的信息，因而其与上市公司之间存在着较大信息不对称，从而决定了现实表现出来的股价信息中总包含有许多的“泡沫”和“噪音”。当噪音大到一定程度，股票价格便会与公司经营的业绩严格脱离，投资者不再对是上市公司的股东身份感兴趣，而只关心股价的变动，而不是公司业绩，他们不再寻求更多的信息和进行谨慎投资，反而追求股票市场上的投机所得，从而无助于股票市场中企业的优胜劣汰，使融资效率大为下降。这样，融资者与投资者之间的信息不对称，股票市场信息的噪音，信息的失真与操纵使得作为一种融资方式的股市存在着自身无可避免的本质缺陷。

而与上述融资方式不同，风险投资的出现为我们解决融资过程中的信息不对称问题提供了一条新的思路。由于风险资本家与企业间的信息不对称程度更高，这在客观上要求二者之间必须建立起有效的、能起到良好激励与约束作用的融资机制来确保信息的充分披露，以保证企业的经营活动不损害风险资本家的利益，并更好地将二者的利益结合起来。

具体来说，风险投资机制与传统融资方式的最大区别在于，风险投资在投资完成后还直接参与了被投资企业的运作，能对风险企业在一些重大问题上提供管理和咨询。在这个过程中，为了更好地降低信息不对称程度，风险投资在运作机制上作出了如下的一系列制度安排：(1)在风险投资中，风险资本家与企业管理层共同分享股权，目标一致。风险投资机制中风险资本家被给予20%左右的投资成功后的利润分成，激励机制十分明确、直接。而且风险投资机制对企业管理层也有足够的激励，如股权、认购权和红股，使企业管理层的报酬同企业的工作业绩直接挂钩，只有在企业创造了价值并变现后才能最终实现，从而将企业管理层的未来收益与其努力程度紧密联系起来，并使企业管理层和风险资本家的利益趋于一致，这就大大降低了融资过程中的“道德风险”。(2)风险企业的董事会由名义上为非执行董事的风险资本家领导，通常由其担任董事会主席，从而可以帮助制定企业的发展战略，与供应商和主要客户打交道，寻找企业所需的人才、协助企业进行收购兼并等等，甚至还可以通过解职、降职等行政手段对企业管理者进行直接监控，以此来缓解信息不对称，降低代理人风险。而且由于风险投资的期限通常为3至7

年,在这一过程中风险资本家与企业长期合作,信息交流充分,对企业的发展过程有足够了解,这也有利于风险资本家在掌握企业内部信息的前提下进行监督控制。(3)在风险投资中,风险资本家是分阶段地投入而不是一次性投入项目所需的资金,甚至可以在企业经营不好的状况下放弃投资,以减少进一步的损失。从而在机制上对企业管理层进行监督制约,激励其节约使用资金,有效控制了企业管理层的机会主义行为。同时,风险资本家与企业管理层之间一般是采用一种特殊的可转换优先股份协议,它不仅具有一般可转换优先股份的特点,还赋予风险资本家较大的投票权,从而使得风险资本家在企业经营不太成功时可以强制企业回购其优先股以实现投资变现的权利。从而在激励企业管理层努力工作的同时,又有效地保护了风险资本家的利益。

从以上的对此分析中,我们可以看出,作为一种与经济发展相适应的融资机制,风险投资机制并不简单地就是以资金来支持技术,其成功的更深层之处在于实现了资金、技术、信息及人力资源的整合,把投资者、风险资本家和企业管理层三者紧密结合起来,建立一套以绩效为标准的激励和约束机制,大大减少了融资过程中的信息不对称和代理者成本,从而提高了融资效率。与股市融资相比,风险投资中形成的良好公司治理结构可以有效避免所有权对经营权的弱化而产生的“内部人控制”现象,与银行融资相比,风险投资发挥了主办银行制所具有的便于对企业监控的优点,却摆脱了银企之间过于依赖性的弊端,使融资标准保证在业绩良好的基础。在这个意义上,可以说,风险投资机制的兴起推动了新经济条件下的融资发展。

四、几点政策建议

在以上的分析中,我们强调指出,在当前人类正步入的新经济时代中,高科技产业无疑正成为这个新经济社会的支柱产业。风险投资机制的兴起不但适时解决了高科技产业的融资困境问题,从而有力地推动了新经济的发展;而且更应加以重视的是,风险投资机制的成功之处并不仅限于资金层面,还在于它发展了一套行之有效的资金配置、使用、监管的机制,更好地解决了同样存在于银行融资、股市融资中的信息不对称问题,大大提高了融资效率。可以看到正如股市融资曾对银行融资造成的冲击一样,新经济中将会有越来越多的资金涌入风险投资,最终在银行、股市和风险投资之间达成一种资金平衡。这样,风险投资机制在经济中的推广和应用正构成了新经济条件下的融资发展进程。

由此出发,当前我国融资制度改革应注意以下几点:

1. 从新经济条件下的融资发展进程来看,风险投资也必将在我国兴起。对于处在发展初期的风险投资业而言,当前应着力解决以下几方面的问题:(1)风险投资的资金来源问题。从发达国家的情况来看,尽管风险资本的来源是多渠道的,但大多采取了以私募方式募集机构投资者的资金。但我国目前尚不具备如此操作的条件,而现行的完全依赖于政府资金组建风险投资基金的做法,既限制了风险投资的资金来源,又使政府承担了全部的风险。可否考虑,由政府提供一部分启动资金来组建风险投资基金,但政府并不处于控股地位,大量资金来源于民间资本,并由民间资本家负责基金的具体运作。政府对其进行监管,但一般不介入其商业运作中

去。(2)和资金来源相比,我国风险投资业发展中的一个更为重要的方面是制度建设。从世界各地发展风险投资的成绩来看,许多地区并不成功,其中的原因不在于缺少资金,而在于合理制度安排的缺乏。这包括:法律法规的完整性和契约的有效性,成熟的现代企业制度,勇于冒险的制度文化以及政府的一定政策支持等。这决定了我国的风险投资业的发展首先必须从以上几方面进行相应的制度建设。(3)一般而言,在投资项目进入成熟阶段以后,风险资本就要考虑退出问题,否则就无法形成资本的正常循环,风险投资的持续发展就得不到保证。风险资本的良性循环和周转客观上需要一个二板市场,以解决资本出口问题。但在我国现有资本市场尚未规范和有效的监管体系还未建立以前,二板市场在现阶段还不具备现实可能性。因而在这种情况下,应积极发挥香港的创业板市场的作用,为国内的风险投资业发展提供一个良好条件。

2. 就完善我国融资制度而言,除了积极推进风险投资业的发展外,还应当处理好以下两个关系:(1)直接融资和间接融资的关系。与我国间接融资相比,直接融资的规模显得过小,二者之间的比例不协调状态已对我国经济运行产生了不利影响。就连政策层也承认间接融资比重过大是加剧金融风险的重要原因。因而降低间接融资比重,积极发展直接融资是必然的选择,但直接融资的迅速发展却又会对既有的间接融资格局造成过大冲击,这又决定了目前的状况下,两种融资比例的调整只有走一条渐进而稳健的道路;(2)直接融资中的债权融资和股权融资的关系。从经济发达国家企业的外部融资来源来看,直接融资中债权融资与股权融资比例差别不大,甚至美国的直接融资中的债权融资比例远高于股权融资比例。从理论上说,债权融资的效率高于股权融资,这可由西方优秀企业的从内部集资——发行债券——发行股票的融资顺序所证明。但我国企业债券市场发展严重滞后所造成的融资结构失衡已给资本市场的发展乃至经济运行带来了一定的负效应,这理应成为我国融资制度改革的重点。

注释:

①②许小松:《资本市场与高科技产业培育》,载《深交所年报(1999)》。

参考文献

1. 吉利斯等,1998:《发展经济学》,北京,中国人民大学出版社,1998。
2. 戈德史密斯,1990:《金融结构与金融发展》,上海,上海三联书店,1990。
3. 王广谦,1997:《经济发展中金融的贡献与效率》,北京,中国人民大学出版社,1997。
4. 江其务,2000:《新经济与经济理论和经济发展》,打印稿。
5. 周好文等,1999:《中国融资制度改革》,北京,中国经济出版社,1999。
6. 郭励弘等,2000:《高新技术产业:发展规律与风险投资》,北京,中国发展出版社,2000。
7. 钱颖一等,2000:《走出误区:经济学家论说硅谷模式》,北京,中国经济出版社,2000。
8. 盛立军,1999:《风险投资:操作、机制与策略》,上海,上海远东出版社,1999。
9. 许小松,1999:《资本市场与高科技产业培育》,载《深交所年报(1999)》。

(作者单位 西安交通大学金融发展研究所 西安 710061)
(责任编辑: N)