

融 资 成 本 论

王桂堂

根据发展经济学的理论,一国在经济成长过程中所需的资本形成有两条途径:一是“内源融资”方式,即在经济主体的内部直接将储蓄转化为投资,从而形成企业扩张的资本来源;二是“外源融资”方式,即将不同经济主体的储蓄通过市场机制作用集聚起来,形成巨额的社会资本,进而产生推动社会经济增长的动力。从理论上讲,“内源融资”是在一个封闭的经济体系内自我实现储蓄——投资转换,由于不存经济利益差别,自然也就不存在“融资成本”问题。然而,“内源融资”以封闭的经济运行格局为前提,因而它是一种“自给自足”融资方式,不适应开放的社会化大生产的要求。市场经济是一种高度开放的经济,亦是一种高度专业化分工的经济,这种经济格局必然要求“外源融资”作为资本形成的主渠道,但由于“外源融资”是在不同利益的经济主体之间进行“金融交易”,最后达到储蓄转化为投资的目的,因而必然产生“融资成本”问题。本文所讨论的正是由此产生的这种“融资成本”。值得指出的是,这种“融资成本”不同于一般工商管理学中所说的企业“筹资成本”,而是指一国为形成一定量的推动社会经济增长的社会总资本所付出的各种经济与非经济代价之总和,因此,亦可称为融资的“宏观成本”或“社会成本”。显然,在所形成的社会资本为既定量的情况下,这种融资成本愈大,意味着经济增长耗费的代价愈大。在我国转变经济增长方式的过程中,深入研究融资成本及其与经济增长的关系,是具有现实意义的。本文试将融资成本分为以下几类:

1. 聚合成本。相对于社会总资本而言,储蓄总是以离散的货币形态分布于各经济主体之中,特别是一国国民收入分配向居民部门倾斜力度较大时,即居民在国民收入构成中占主导地位时,全社会的货币流量中,资本成份会下降,换言之,货币与资本发生背向运动。正是因为如此,才有融资的必要,将离散的货币聚合成为资本。在市场经济条件下,这种聚合作用主要来自金融市场的“引力”。在一个经济系统中,金融市场愈发达、愈统一,这种整体聚合力就愈强,也即聚合成本较低;反之,金融市场愈不发达,愈不统一,这种整体的聚合作用也就越弱,也即聚合成本较高。一般来说,在“金融深化”的经济社会中,金融市场也较为发达,通过健全的金融市场机制,能迅速有效地将分布于社会各阶层、各区域、各部门的储蓄迅速动员集结起来,形成大规模的社会可用资本,而社会为此付出的仅是金融市场的正常运作与交易成本,这是经济增长所需的正常代价;而在“金融浅化”的经济社会中,金融市场通常也是不健全、不统一的,典型表现是金融市场分割为两个层次,以现代交易方式为特征的官方垄断金融市场和以民间信用

为基础的“灰色”或“黑色”金融市场。两个分割的市场相互争夺稀缺的金融资源，必然加大整个社会的融资成本。作为官方控制的金融市场，因其高度垄断（通常为一两家国有银行控制），所以营运效率很低，往往演化为资金配给部门；作为民间金融市场，虽然社会上存在对这类市场的需求，但因其规模狭小、力量分散，无法提供规模经济所需的大额资本，特别是这类金融市场的利率极高，几乎与高利贷相差无几，因此很难形成推动经济增长的力量。面对这种困境，当局不得不耗费巨大的政策成本对民间金融市场予以限制或取缔，而对官方的金融市场予以极力扶持，促使储蓄资源集中于官方的金融机构，为此，政府还要支付种种“明贴与暗补”。我国在过去计划经济条件下的融资情况与上面分析的情况有所类似。一方面，对民间信用采取坚决取缔政策，这里面自然付出了极大的管理与监督成本；另一方面，为了保证国家银行在间接融资市场上的“大一统”位置，对储蓄存款的利率实施倒挂政策（我国在过去相当长一段时间里平均储蓄存款利率与贷款利率是倒挂的）。尽管从表面上看，国家未对这部分差额予以补贴，但是我国的专业银行不可能因亏损而有倒闭之忧，任何资金缺口最终都要由中央银行来弥补，所以，这部分成本归根到底要转嫁给社会。综上所述，如果说我国过去经济增长方式粗放的话，还要包括这种融资方式成本与收益不对称所形成的低效益。提高融资效益，降低融资聚合成本的主要途径是尽快建立统一的金融市场，消除金融市场分割状态，以高效的市场机制取代因市场机制扭曲而形成的“政策成本”、“补贴成本”等等。改革开放以来，我们已改变了对民间金融市场的态度，承认了它的地位与作用，但民间金融市场争夺金融资源与高利性所产生的负面效应也是值得重视的。同时，国家控制的金融市场也由垄断型向竞争型转化。今后的努力方向应是尽快将民间金融市场纳入统一的金融市场体系之中，实现两个市场的融合与金融资源的交流。这样，便能克服两个金融市场分割造成弊端，增强金融市场的聚合能力。

2. 价格成本。融资过程实质上是一种金融交易过程，在交易过程中，资本的使用权获得者必须为之支付价格——利息。利息，不仅从微观角度看，它对资本使用者是一种支付，而且从宏观上讲，对整个社会也是一种扣除与代价，因为它最终要财富创造者再生产出来支付给并不一定参与财富创造的储蓄所有者，形成“公平”与“效率”的矛盾，因此，它是一种经济增长的阻力。融资价格成本的上限是平均利润率，而下限是零。在这样一个区间内，利率的落脚点会对融资成本产生重大影响。从融资来源形成的角度看，决定利息落脚重要因素之一是一国的居民储蓄倾向。一国公众的储蓄率较高，意味着付出较低的利息就可稳定较大数额的存款。根据现代经济学中的储蓄理论，居民的储蓄率形成，不是单纯由经济变量所决定的，而是多重的经济、文化、社会因素复合作用的结果，否则，我们无法解释收入相同的国家会有极不相同的储蓄率，收入不同的国家也会产生相近的储蓄率。从实证分析的资料看，有的国家收入水平高，储蓄率也较高，如德国的国民收入是位居世界前列的，其居民的储蓄率也较高；但有的国家情况相反，如美国的国民收入在世界名列前茅，但居民储蓄率却排列到世界上的后几位，战后初期的日本和现今的中国，国民收入水平都不高，但储蓄率却雄居世界前列。这表明，各种非经济因素在居民储蓄率形成过程中有重要作用。社会因素是一种历史传统的延续，具有相对稳定性。这主要表现为在一定的范围内，居民储蓄按既定的趋势增长，对相关经济因素的变化不敏感。例如，据国际货币基金组织的统计，自70年代以来，中国居民储蓄占国民生产总值的比例一直稳定保持在30%以上，尽管此期间经济增长波幅较大，特别是实际利率经常为负数的情况下，储蓄存款基本上都保持了强劲增势（除1988年的挤提风波外）。1994年这一现象更是典型，在通货膨胀率

为 21.7% 的情况下, 储蓄存款的增幅仍达 41.5%。许多经济学者对此表示不解, 惊呼储蓄存款增长“超常”。其实, 如果从储蓄率受社会因素影响会保持相对稳定性的角度来看问题, 就不难理解中国的居民储蓄为何能在高通胀的条件下保持高增长。在中国, 两千多年的儒家思想教化, 对居民的收支行为形成一种定式: 知足长乐、先储蓄、后消费、晴带雨伞、饱带饥粮等。这些习惯意识长期支配着人们日常生活规范。在 1995 年的居民储蓄问卷调查中, 回答“利率变化, 您作何种选择”这一问题时, 58.3% 的人选择继续存钱。可见, 长期形成思维定式, 一时不会改变。正是这种传统的社会心理因素, 抵消了短期经济因素变动可能给储蓄率造成的影响。因此, 改变居民的储蓄率, 与其说是一个经济控制过程, 还不如说是一个改变社会传统习惯的过程。对于一个亟需大量资金的发展中国家来说, 居民储蓄倾向较高, 能以较低的利率吸收到大量的存款, 是一个得天独厚的条件。日本经济高速增长长期采取低利率政策获得成功, 正是充分利用了日本民族高储蓄率的优势。其作用过程是低利率吸储 低息贷款 企业低资金成本投入 经济起飞。这一成功经验, 很值得我们借鉴。我国的居民储蓄率较高, 这是以较低的成本形成巨额社会资本十分有利的条件之一, 我们应当充分利用并保持这一优势。对已形成的巨额储蓄, 我们不应将其视为包袱, 视为“笼中虎”。根据“大数法则”原理, 储蓄存款中总有一个稳定的余额可作长期投资使用。储蓄存款总额愈大, 这一稳定的余额愈多, 银行可提供的低成本长期投资资本愈多。正因为如此, 外国经济学家认为, 以如此低廉的价格吸收如此众多的储蓄是一种东方融资模式的优势。所以, 我国作为一个物质条件仍不算富裕的发展中国家, 仍应在全社会范围内弘扬勤俭节约的美德, 抑制不合乎国情的超前消费现象。笔者认为, 我国现阶段不应推行消费拉动供给的政策, 这种政策会在潜移默化过程中改变人们的消费观念, 颠倒收入、储蓄、消费三者次序, 进而改变原有的储蓄倾向, 针对我国的现状, 居民的储蓄倾向一旦下降, 无疑会大幅度增加社会融资成本进而增加经济增长的代价, 这是我们不希冀发生的。

3. 转换成本。采取什么样的方式将储蓄转化为投资, 所耗费的成本是不一样的, 这就是所谓的融资转换成本问题。在现代市场经济条件下, 一般有三种融资模式: 一是以银行信用为主的间接模式; 二是以证券融资为主的直接融资模式; 三是银行与证券信用相结合的融资模式。从融资成本的角度来分析, 间接融资所耗费的直接成本是相对较低的, 它包括利息与银行部门的营业费用, 其中利息支出的高低在很大程度上取决于一国居民的储蓄倾向(前已有分析)。但间接融资也包含一部分隐形成本, 即间接融资资金在使用过程中形成的金融资产很难进行二次流动, 也就是说, 存款人与银行之间、银行与企业之间的债权债务关系是相对固定的, 很难进行再次流动, 一旦银企之间发生债务危机要进行产权重组的安排时, 调整成本非常巨大, 我国目前正面临这一问题的困扰。证券融资也包含直接成本与间接成本。直接成本与间接融资的相似, 主要有股票、债券的股息、利息及证券发行费用。一般来说, 这一费用高于间接融资的直接费用, 因为对资金的初始提供者来说, 股票、债券的风险大于银行存款。证券融资的间接成本在于一级市场与二级市场上资金的矛盾运动。证券融资必须以存在两级市场为前提。然而, 只有在一级市场上, 所融通的资金才会形成真实资本进入再生产过程, 而在二级市场上流动的资金永远是悬浮于再生产过程之外的“虚拟资本”。正是这部分社会资金的占用, 构成证券市场的间接成本, 也即储蓄转化为投资的转换成本。显然, 二级市场上“炒股”的资金越多, 证券市场融资的间接成本就越大。一个时期以来所讨论的“游资问题”不过是这种虚拟资本的衍生现象罢了。因此, 就我国当前发展证券融资与银行融资孰先孰后的这一问题而言, 应该从融资

成本的角度重新审视,或者说至少也应该把融资成本考虑进去。对于银行融资,因我国占有居民储蓄率高这一“人和”的优势,在今后一个时期内仍应坚持它的主导地位。至于银行融资的“隐性成本”问题,它并不是银行融资的必然成本,而只是一种可能成本,因而是可以努力加以避免或大幅度降低的。我国目前的银行债务危机,在很大程度上是特殊历史时期的产物而非银行融资的一般产物。亚洲一些后起的新兴工业化国家如韩国采取以银行融资为主的方法推动经济增长获得良好效果而并未产生银行债务危机就说明了这一点。尽管今天我们解开银行之间的债务“死扣”要付出较大的代价,但采取特殊方法解决特殊问题所付出的代价,并不意味着成为今后的“经常性支出”,也不意味着会再次陷入同样的僵局。只要银企双方的改革都有新的突破,银行融资的低成本优势还会进一步充分发挥出来。对于证券融资,因为它是现代企业制度特别是股份制企业发展与生存的基础,因此在我国也有进一步发展的必要。但是证券融资的规模应与我国现代企业制度建设的步伐相协调,既不应滞后也不应超前。有观点认为证券融资会改变银行融资造成的企业“预算软约束”状态,主张大力发展证券融资,这是错把必要条件当充分条件,错把外因当内因。只要企业成为了真正的市场主体,不管使用银行融资还是证券融资,其约束行为都是“硬”的,反之,其约束行为都是“软”的。我国一些企业获准进入证券市场后,并未因之加速经营机制转换,反而把证券融资作为一种“圈钱”的特权加以滥用便是最好的例证。至于证券融资必然产生投机资本的问题,首先,我们应正视它,因为这是证券市场机制发挥作用的前提。一定范围内的投机资本的存在与活动,可以说是经济增长的正常代价。这里,证券融资规模与经济发展是否相适应是至关重要的。证券融资不足,会阻碍经济发展;证券融资过度,会助长泡沫经济。泡沫经济的出现,不仅会使融资的社会成本极度膨胀,还会扰乱正常的经济运行秩序。世界上许多国家包括我国台湾地区证券融资的发展经历都表明了这一点。就我国的国情而言,应该选择的融资模式为:银行融资占主导,随着现代企业制度发展与产权流通的要求,稳步向证券融资分流,使证券融资达到适中的比重。笔者认为,这一比重在35%左右为宜。因为即便是股份制企业也离不开银行信贷的支持,股份制企业自身也要合理安排资产负债结构才能获得最佳的业绩,近年来,美国企业界的融资构成由证券融资向银行融资复归就说明了这一问题。这种比重既有利于发挥银行融资成本相对较低的优势,又有利于发挥证券市场机制的作用,因而能较好地实现二者的优势互补。

4. 制度成本。从融资的决策过程看(这里主要是指间接融资),分为两个阶段,第一阶段是储蓄或存款者的收支安排过程;第二个阶段是金融机构的信贷资金的营运过程。由于后者是金融机构作为市场主体在复杂的经济利益面前进行抉择,因此,金融机构自身的组织制度安排也会对融资成本产生重大影响。我国银行体系结构的特征可概括为“大而统”,具体表现是对信贷资金的营运有垄断权,在金融领域内有排它权,在此基础上形成了内部管理层次复杂、机构设置与行政区划趋同的超级银行模式。改革前,我国融资机构除人民银行一家外别无分号,当时的制度成本主要表现为信贷资金的纵向运动与商品横向流通的摩擦,也即所融通的资金不是由初始提供者直接流向最终使用者,而是要通过“计划指标”的迂回分配。这种成本虽然发生在银行系统内部,但因当时的金融机构没有自身的决策与选择权,这些成本的发生完全是外部政策所致,因此,亦可称为“外致成本”。改革以后,金融组织制度安排发生了变化,这种制度成本也有所变异。以下分别讨论之:一是不计成本的外延扩张竞争。改革以来,银行的大一统分成了工、农、建中“四大系统”,由于这种分化不是内部转换机制的结果,而纯粹是一种“经营领

地”的划分,所以各银行仍可凭借原有垄断优势及排它地位来争设机构,争夺存款。一个时期以来,银行之间的“机构大战”、“储蓄大战”几乎到了白热化的程度。银行之间为什么会这样不计成本地竞争?关键在于这种简单地进行外延分割式的制度安排有缺陷。各专业银行凭借它对自身专业领地的垄断优势注定了在竞争中不可能垮下去。尽管通过竞争也产生了业务交叉的现象,但这种交叉只是边缘性的,决不可能达到一方威胁另一方生存的地步,就连中国人民银行的政策也规定了“适度交叉”的原则。而专业银行的排它地位,又决定了它在竞争中不会“腹背受敌”,因为我国金融领域实行严格的“准入制度”,至少在近期,还不会出现一支新的能与专业银行相抗衡的力量。更重要的一点是作为国家银行,不管竞争结果如何,最后总能得到中央银行的保护。毫无疑问,这种失去约束的竞争会造成融资成本的不合理上升。二是金融体系内部信贷资金的流失。人们常讨论由于企业制度的缺陷造成信贷资金的流失,其实,由于银行组织制度的不完善同样会导致信贷资金流失。改革以来,随着专业银行业务的扩展,在它们周围衍生了一批诸如信托公司、融资公司等附属机构。虽然从形式上看,这些公司是独立核算的,但是,这些机构无论从资本金注入,还是领导委派,都源自专业银行。归根到底,这些机构还是专业银行特权垄断的产物。在存在资金价格双轨制及“银行可以选择企业”的政策下,这些机构成为银行职工“福利”的来源地。要想谋取较多的“福利”,就必须将更多的由银行垄断控制的信贷资金注入这些机构。这就是我们经常所说的信贷资金被“挤占与挪用”。显然,这种挤占挪用隔断了融资过程中资金运动的正常途径,银行部门耗费等成本吸收的资金,却不能等量地用于再生产部门,而是在银行内部增加了一次“倒买倒卖”,这无疑加大了融资的社会成本。三是“内部人控制失控”问题。由于专业银行体系庞大,管理层次复杂,这势必造成内部监督费用昂贵。由于上下级之间利益驱动机制的引入,“内部人控制失控”问题变得突出起来。一些基层部门采取“虚报瞒报”、“信贷资金帐外循环”的手段来谋取小集团利益。虽然每年的“信贷大检查”、“财务大检查”都能查出不少问题,但这种“检查”同样需要代价,不可能每天进行。所以“内部人控制失控”现象依然存在。由此造成的损失,自然最终都要由存款人和国家来承担,从而也形成融资的社会成本。降低融资制度成本的根本途径是按照市场经济的要求进一步深化金融体制改革特别是专业银行体制的改革。关于专业银行商业化的问题已有很多文章讨论,笔者认为,重要的有四点:第一,专业银行在商业化改革过程中不应强调本身经营是特殊商品就要求保留许多与市场主体不相称的特权。第二,放宽银行领域准入制度,这样才能形成较健全的竞争机制。第三,适当划小专业银行规模,以降低内部监督与管理成本。第四,改变专业银行内部营运机制,转科层管理型为信贷资金经营型。这样就能有效降低由于制度安排缺陷造成的不合理融资成本。

注释:

参见[美]罗纳德·I·麦金农:《经济发展中的货币与资本》与[美]爱德华·肖:《经济发展中的金融深化》,上海,上海三联书店,1988。

叶望春:《居民储蓄变动的若干社会因素初探》,载《江汉论坛》,1996(1),15页。

(作者单位:福建师范大学经济研究所)

(责任编辑:徐云鹏)