

经济转轨期融资制度的模式重构与创新*

张宗新

摘要: 经济转轨期国家控制型融资制度安排,充分动员国民储蓄并有力支撑了国民经济的高速增长,但这一制度在很大程度上造成了融资效率损耗。因此,要实现中国经济持续性发展,就必须进行融资制度模式的重构与创新,建立与市场经济体制相适应的、能够有效促进经济增长的金融体系,以此按照市场化和效率化原则充分动员资本和配置资本。

关键词: 融资制度 金融资源配置 制度重构

在经济体制改革过程中,融资制度充分动员国民储蓄为转轨经济提供持续的资本供给,有力推动了经济稳定增长,创造了“中国经济增长奇迹”。但是,经济体制转换与融资制度发展之间产生一定的矛盾与摩擦,这必然对中国经济持续发展造成制约和阻滞。中国经济持续发展目标,对融资制度提出更高的要求,迫切需要突破原有技术层面的改革思路,重新构建中国融资制度模式,切实推动国民经济持续、稳定发展。

一、对经济转轨期融资制度绩效的考察

中国二十多年的经济改革可以概括为渐进性一种“市场增进”式改革,通过一系列制度变革,增强了经济主体追求发展的内在激励,并维持了宏观经济的稳定。在我国经济改革的进程中,为了保持高速增长的资本形成率,国家不得不依托国有银行的信用垄断地位,利用金融管制政策低成本动员金融剩余,并对国有经济提供金融支持,加快经济体制转轨与经济发展。国民经济的长期持续增长,正是得益于这一有效的金融支持,国家控制的融资制度安排充分动员国民储蓄方面,并在金融体系创造了大量的金融剩余。国家通过强有力的金融控制,一方面利用可靠的国家信誉消除国有银行储蓄者的风险顾虑,从而使国有银行体系迅速集中起来分散于居民部门的金融剩余,增强了国家控制的可供资金数量;另一方面,国家掌握着银行信贷分配权和利率决策权,确保了国家对金融资源的支配地位,有效地实现了金融资源的动员,国家转而以补贴的形式,将不断

增大的资金总量注入到国有经济中,支撑了国有企业的改革与发展,有力推动了经济的持续稳定增长,从而使中国转轨经济避免了俄罗斯式的“L”型下降,呈“J”型经济高速增长趋势,创造了“中国增长奇迹”。可见,金融资源动员能力与金融资源配置方面的差异,是转轨经济在中国和前苏联、东欧获得不同经济绩效的基本原因,这一结论为分析中国转轨经济持续增长问题提供一个有力的理论支持。

尽管现行融资制度为中国转轨经济高速持续增长提供了重要的金融支持,但是这一制度安排在很大程度上造成了融资效率的损耗。这种效率损耗主要体现在以下三个方面:

第一,融资格局与经济增长格局处于严重不对称状态。现行的融资制度变革仍处于渐进式改革过程中,还没有完全实现市场化与效率化,仍存在一定程度的扭曲,这集中体现在以国有经济为导向的融资格局同现实经济增长格局的严重不相称。就国有和非国有经济而言,实际上存在着两种不同的金融制度安排,麦金农曾将此概括为“金融二元主义”。国有经济一直是金融机构的优先扶持和融资倾斜对象,而非国有经济则被排斥在正规金融市场之外。但是,两种经济成分在国民经济增长的贡献程度,则截然迥异。尽管国有经济在投融资领域一直占主体地位,并且有来自政府的各类形式的资金投入和补贴,但国有经济对经济增长的贡献度越来越小,其产出份额一直呈现显著下降趋势,利润下降、工业产值增长缓慢及严重亏损,始终是国有经济面临的突出问题。与国有经济的上述困境相反,非国有经济尽

* 本文得到国家自然科学基金项目(项目批号:70303006)的资助。

管面临着正规金融市场的融资约束,仍能够通过“自我积累,自我发展”的方式取得良好的经济效益。非国有经济不仅已经成为国民经济增长的重要支撑力量,为解决现实经济中的诸多矛盾发挥了重要作用,而且作为新的体制因素,非国有经济增长速度远远高于国有经济,日益成为推动经济市场化的主要动力。

第二,国家控制型融资制度引发金融资源逆向配置,资本低效配置致使现实经济增长低于潜在经济增长。国家金融控制,是我国转轨经济中融资制度的重要特征。在金融资源配置方面,金融资源配置不是遵循市场经济要求的效率性原则,将稀缺的资本分配到边际效率高的部门,而在很大程度上按照“所有制原则”,明显向国有经济融资倾斜。但由于国有企业改革不到位,投资饥渴和预算软约束的问题依然存在,这样就使得大量稀缺资本被低效使用,社会资源的帕累托改进无法得到有效实现,使经济增长大打折扣,这直接制约了我国经济的持续发展能力,致使现实经济增长低于潜在经济增长。

第三,“共同财产”条件下银行危机在经济体制的内部生成。国有企业与国有银行是我国资金供求的两大主体,要深入考察我国融资制度的效率问题,必须理解经济体制改革过程中两者之间的内在关系。由于目前金融体制改革还远远滞后于整个经济体制改革,国有银行还不是真正意义上的商业银行,国有银行与国有企业之间出现了产权经济学所解释的“共同财产”。在“共同财产”的条件下,银企信用关系扭曲化,必然使国有企业越来越依赖于银行资金的支持,也使我国银行资金的配置格局存在严重缺陷。企业效益低下使得还贷困难,银行信贷资产质量恶化,不良贷款比例呈不断上升趋势。国有经济资金使用效率的低下及其对银行资金的刚性依赖,使经济运行对银行体系产生一种自下而上的资金需求压力,形成资金的倒逼机制,即存在所谓的“贷款人质”。更为严重的情况是,由于“共同财产”问题,无法将由国有企业的政策性、制度性损失积累的银行不良债权与由国有银行自身经营行为造成的不良债权分离出来,无论是国有企业还是国有银行的经营业绩都不能得到准确的评价,于是两者都以将经营性亏损推诿为政策性亏损,银行危机在经济体制内部产生。

二、中国融资制度模式的重构与创新

以上分析可见,中国现行金融体制改革仍处于一种渐进式改革状态,与经济发展相悖的融资制度得以维持和运行,经济发展与融资制度安排处于一

种低效率均衡之中。低效率的融资制度,不但阻碍了金融业本身的发展和竞争能力的提高,而且严重阻碍了社会资金的积累以及储蓄向投资的转化。金融市场的融资能力与实体经济的发展及需求不适应,从而限制了经济的发育与成长,对经济发展和现代化带来一定负效应。因此,要实现中国经济持续性发展,就必须进行融资制度模式的重构与创新,建立与市场经济体制相适应的、能够有效促进经济增长的金融体系。

1. 市场化融资制度:融资制度创新模式的基本取向

在中国融资制度改革目标取向上,学术界一直存在两种观点:一种是主张发展股票市场等直接融资,建立以资本市场为主的融资制度,以此优化国有企业资本结构和改进企业绩效;另一种观点主张借鉴日本主银行制度的关系型融资模式,发挥银行作为债权人对企业治理的监督作用。

在融资制度的目标模式选择上,是选择银行主导的间接融资制度还是以资本市场导向的直接融资制度?在此,我认为,作为社会主义市场经济体制的重要组成部分,把有效率的融资制度建立起来,应该是中国融资制度创新的目标选择。经济体制改革目标是建立社会主义市场经济,市场在社会资源配置中起基础作用,这决定了货币资金作为社会经济资源的一般载体,必须以市场型交易为基础进行优化配置。如果没有货币资金的市场化配置,其他经济资源的配置就无法实现。可见,市场经济体制改革目标的确立,奠定了市场型融资制度的经济体制基础,从根本上决定了中国融资制度创新的基本取向,是构建一种与市场经济体制相适应的融资制度模式,这一制度模式的基本特点是资金配置以市场机制为导向,即社会资金配置建立在市场的基础之上,市场作为一种组织是资金供给者与需求者之间交易契约的基本结合点。

2. 融资制度创新模式的基本内容

融资制度创新的目标,是通过选择适合中国经济发展的融资制度模式,有效率地积聚资本、分配资本和使用资本,解决经济发展过程中的资金短缺,不断提高资本效率,为中国经济持续发展提供动力支持。这一制度目标模式应该包括以下三个方面内容:

(1) 融资制度组织模式

建立现代市场型融资制度,必须建立有利于动员社会资本的金融组织体系。在构建融资制度组织体系过程中,首先有必要对传统融资模式进行重新审视。在中国传统融资制度发展模式,过分扩大

了以股票市场为主的直接融资的作用,片面主张大力发展资本市场融资,这无疑是在流行理论的一种误区。尽管资本市场对经济发展有重要作用,并存在相当广阔的发展空间,但不应将其作用绝对化。在中国特定的经济环境中,股票市场在发挥其积极作用的同时,受到了种种条件的限制。与此作为对比,银行体系改革以及可能发挥的作用不应该被低估,也不能因为银行体系的种种问题而简单否定其在我国资本形成中的重要功效。其实,导致我国金融体系诸多弊端的主要原因不是金融中介体在金融体系中居主导地位,而是表现在金融中介体所提供的金融服务严重落后于经济发展的需要。国有银行体制改革滞后,金融体系运作效率偏低,国民储蓄难以有效地转化为产业部门实际运行的资金。

因此,在社会主义市场经济建设过程中,融资制度创新过程中必须按照市场化、效率化和经济发展协调化的原则,建立合理的制度组织模式,对三种融资方式合理定位。在此,我认为,中国融资制度创新组织模式构造应建立在市场机制驱动的基础上,定位于以英美式的市场融资体系为主体,兼容吸收日德式以银行信贷为主体的融资制度的合理内核,构建起银行信贷融资和证券市场融资协调发展,财政融资为有效补充的综合融资制度组织体系。

按照融资制度目标体系,构建融资制度组织模式,这一组织模式主要由三部分组成:一是构建一个多层次、市场化、高效率的银行体系,发挥银行信贷融资在融资体系中的主导地位。二是推进资本市场深化,逐步建立起有效率的资本市场。提高直接融资在融资总额中的比重,适应融资制度发展的基本趋势。三是深化财政融资职能。发挥国家信用的双重职能,一方面是社会资本动员职能,疏通社会储蓄-投资渠道,推进储蓄动员和潜在储蓄的现实化;另一方面利用财政融资,发挥财政政策对社会主义市场经济运行的宏观调控职能。

(2) 融资制度运作模式

市场化融资制度的核心是发挥市场的基础性资金配置功能,构建现代市场型融资制度,具体分为两层涵义:第一层涵义是市场化动员资本。中国是发展中国家,资本是制约经济发展的最重要生产要素之一,国民经济的持续发展离不开资本支持,必须发挥融资制度的资本动员功效。第二层涵义是市场化配置资本,通过市场经济的价格机制和竞争机制,把储蓄引导到社会边际生产率最高的部门。

为推进融资制度的市场化运作模式,必须重建市场经济的信用关系,发展以市场为导向的融资制度,构建与市场经济相适应的金融资源配置机制。

具体包括融资主体的市场化、融资方式的市场化和融资成本的市场化等方面。融资主体的市场化,就是使企业真正转变为独立的市场经济主体,即国有银行应转变为真正商业化运作的商业银行,国有企业转变成按照现代企业制度运作的企业;融资成本市场化并不仅仅指利率的市场化,其他融资成本(如信息成本、监控成本等)也应实行市场化;融资方式市场化是融资制度市场化的关键,我国应同时推进“存量”市场化和“增量”市场化,即对银行信贷融资要从行政机制转向市场机制,实行融资方式的“存量”市场化,同时积极培育和发展资本市场,推进“增量”市场化,消除政府对资本市场的行政干预。

(3) 融资制度效率模式

在融资制度的创新过程中,实际上存在着两条均衡路径:低效均衡与高效均衡。融资制度低效均衡,其实质就是注重融资规模的数量扩张过程,是粗放式增长的具体表现。中国本身是一个资本相对短缺的国家,而资本使用低效率,对我国经济持续发展能力造成制约。因此,在融资制度创新模式上,必须注重融资效率提高,走一条高效均衡的制度创新道路。

提高融资效率,走高效均衡的发展路径,是融资制度创新模式的内在核心。为实现融资制度的高效均衡,具体有三点要求:一是提高银行信贷融资效率,促进信贷资本的有效使用和配置。保持银行高储蓄率,这对于实现经济快速增长至关重要,也是保证银行体系稳健运行的基础;改革银行体系,通过银行的改革与重组,提高银行系统的运作效率;强化债权对企业的监控作用,提高信贷资金的使用效率。二是发挥高效动员社会资本和使用社会资本能力,不断推进融资功能与配置功能深化,提高资本市场的资源配置效率。三是注重财政资金的筹集和高效利用。合理界定财政的投资领域,发挥财政资金启动社会投资的杠杆效能,防止挤占民间投资,发生财政资金的配置低效率。

三、融资制度模式重构与创新的路径选择

1. 深化金融体制改革,促进中国金融发展

目前,金融体制改革已经滞后于整个经济体制改革,金融改革在很大程度上仍停留在金融组织机构的调整上,而没有触动传统金融制度的核心。因此,金融改革应该成为下一阶段经济体制改革的关键。对于转轨经济的中国而言,深化金融体制改革,推动金融发展,关键是培育统一的资本市场和发达的金融业,有效动员社会闲散资金向生产性投资转化,发挥金融增长的投资效应,提高投资效率促进经济增长。具体内容包括:

第一,继续实施对国有银行商业化改革,推动国有商业银行制度创新。作为社会资金供应的主体,商业银行的社会资源动员能力和资金配置效果直接影响到整个融资制度效率的高低。到目前为止,我国已经初步形成了以国有商业银行为主体,股份制银行迅速发展,城市商业银行和农村信用合作银行为重要补充,各类商业银行并存和竞争的基本格局。这有利于发挥银行体系强大的金融资源动员能力,从而保证产出的连续性和改革条件下社会的稳定。但是,值得重视的是银行体制格局的变化并没有解决传统银行体制和融资体制的根本性问题,社会资金配置仍处于一种低效均衡状态。发展市场化融资制度,必须建立与市场经济体制相适应的市场金融制度,重新定位商业银行金融职能。为此,大力推进国有专业银行的商业化改革,按照现代企业制度的要求,进行国有金融机构的产权改革,通过真正的产权改革和组织管理体制改革,割断政银合一与行政干预的纽带,使商业银行摆脱行政束缚转化为真正的企业,并逐步推进和实现股份制改造,促使金融机构企业化经营。从外部条件和政策方向上来说,就是赋予商业银行真正的经营自主权,防止商业化金融与政策性金融的边界不清、职能错位,将政策性贷款职能分离出去,促进国有商业银行向市场化投融资业务发展。从内部条件和经营管理上来说,商业银行必须努力推进经营管理方式转变,努力提高自身的经营管理水平和能力,按照效益性、流动性和安全性的“三性”原则进行经营。

第二,进一步发挥金融市场的配置资源功能。融资制度的重要功能之一,就是促进社会资本的形成功能,实现储蓄-投资有效转化。然而,目前我国的融资制度配置功能存在明显缺陷,正如国内学者对金融体系所概括的“一个成功,两个不足”,即“在汇集民间储蓄(家庭与企业储蓄)方面是成功的,但在有效分配资源(即把储蓄转化为高生产率的投资)与改进公司治理(即监督借款企业经营业绩)两方面则不足。”这就要求金融体制改革,必须建立起与市场经济相适应的金融机制,从根本上改变非市场化的资金运转流程,通过市场机制将金融资源竞争性分配到经济发展所需要的部门,不断提高金融效率。

第三,进一步规范和发展资本市场。长期以来,国有企业融资受制于初级阶段的金融市场,过分依赖于非市场化的银行信贷融资。这一融资格局,直接导致国有企业缺乏内在动力和外在压力,始终难以摆脱对银行资金的依赖,银企信用关系扭曲,资金使用效率低下。近年来,我国证券市场虽然迅速发展,初步显示出资本动员的巨大功能。但与国外成

熟市场国家和新兴工业化国家相比,目前我国证券市场还十分不成熟,市场规模偏小。我国8万亿元的社会储蓄应该是我国经济增长的重要资本动力源,但这部分潜在资本还没有充分动员起来,社会储蓄优势并没有转化为社会资本形成优势,这有待于资本市场通道的进一步疏通。

2. 引进民间金融制度,构建有序竞争型的银行体系

国有银行的信用垄断,不但严重降低了融资制度效率,更重要的是阻碍了中国经济的持续性发展。在未来融资制度组织模式构建中,必须引进民间金融制度,打破国有银行对金融业的垄断地位;大力发展中小金融机构,为民营企业及中小企业提供金融支持;逐步建立起以大型股份制银行为主体、中小银行相协调的、适合不同规模企业需求的多层次银行组织体系,这是融资制度模式重构的关键。

引进民间金融制度,大力发展和完善中小金融机构,是我国融资制度创新的重要内容之一。我国中小金融机构,一直没有从根本上解决中小企业的融资困境,这已经对中小企业与高科技企业的创业发展,以及国民经济的持续发展造成严重制约。大力培育与非国有经济发展相适应的中小金融结构,是中国经济持续发展的必然选择。由于非国有经济的快速发展不断内生出对民间金融制度的需求,并要求与之相对应的金融组织形态。作为一种创新制度供给,它既不会损害企业内源融资机制,也不至于导致国有企业对金融机构的刚性依赖,民间金融业自然就会不断产生并存在下去,成为中国金融组织创新的一种必然形态。而且,中小金融机构是民营经济发展的金融纽带。民间金融机构比国有金融体制更适合于民营中小企业以及农业部门的金融需要。从金融制度变迁的角度看,只有内生于非国有经济内部的金融制度安排才是有意义的,这是因为民间部门金融成长的真正要素存在于本部门的经济流程之中。伴随中国经济改革兴起的非正规金融组织,把民间储蓄与借贷联系起来,有效实施信贷监督,这既以低廉的交易成本保证了民间部门获得小额贷款的机会,又保障了金融机构信贷资金的安全收回,从而为民间信贷需求与国有金融机构贷款倾向的偏离难题找到了一条有效途径。

3. 重构融资制度微观基础,发挥融资制度创新与企业制度创新的功能耦合效应

从根本上而言,传统经济体制下融资制度的功能被严重扭曲,是由于有效率融资制度所赖以形成的经济条件或基础还没有真正存在,微观经济主体融资行为不规范,国有企业对国有银行的信贷资金

倒逼与风险转嫁,产业部门低效率向金融部门传导。因此,融资制度模式创新,就必须实现融资制度微观基础的重构,通过融资制度改革与国有企业改革有机协调,发挥融资制度创新与企业制度创新的功能耦合效应。这一功能耦合效应的实现,依赖于以下三个条件:

第一,强化企业内部积累,实现内源融资和外源融资的有效结合。目前国有企业普遍资本金不足,内部资金十分匮乏,企业自我积累能力较差,自有资金比率过低,成为困扰国有企业发展的重大问题。强化企业内部积累,提高企业自我积累能力,成为国有企业改革的重要任务。强化企业的内部积累,具体可以分为两方面:一方面企业必须具有自我发展机制,特别是要提高国有企业的自生能力,这是企业内部积累的一个重要前提;另一方面,企业应该具有自我积累的机制,这就要求通过产权制度创新,明确产权主体和利益主体,彻底改变企业产权和利益无明确边界约束的行为。

第二,提高企业运行效率,促进生产效率和融资效率的良性互动。融资制度创新主要动因是支持实体经济的发展,金融市场的高效运行也需要强大的实体经济作支撑。只有大量盈利企业群体的存在,才能为国民经济持续发展提供坚实的基础。而金融扩张也只有建立在实体经济增长的基础上,才是积极有效的,这是一个经济与金融良性互动的过程。在中国融资制度创新过程中,为实现融资效率与生产效率的良性互动,必须注重提高微观经济主体的经济效益,特别是提高国有企业的自生能力。同时,将解决国有企业债务和提高企业效率相结合,增强国有企业的盈利能力和偿债能力,否则,即使给企业注入大量资金,企业债务暂时得到重组,仍会重新出现债务危机。

第三,重塑企业与银行的关系,强化银行对企业的监控功能。传统经济体制下,银行与企业的关系虽采取信用形式,但由于体制原因银企关系严重扭曲,国有企业资金需求与国有银行的资金供给之间呈严重刚性,银行对企业缺乏有效外部监督,导致金融资源配置处于一种低效率状态。在现代市场型融资制度构建过程中,必须重塑市场经济体制下的新型银企关系,发挥银行对企业的相机监控作用。从东亚金融危机及日韩银企关系模式看,主银行制度并不是市场经济体制下银企关系的最优解。我国银企关系的发展方向应该避免东亚“裙带资本主义”的关系型融资,而应该借鉴主银行制度对企业有效监控的积极作用,发挥债权对企业的监控功能。在未来融资制度创新模式上,银企关系调整的基本方向

是市场取向的交易关系,通过市场机制形成市场化融资体系。

4. 实施金融控制,化解融资制度创新风险

在我国融资制度市场化过程中,经济制度与金融制度不健全,监管手段还很落后,难以承受经济自由化带来的冲击,容易导致经济与金融体系的不稳定。因此,融资制度创新过程中实施金融风险控制,有利于经济与金融的可持续发展。

按照风险属性,融资制度创新风险可分为两类:一类是融资制度发展进程中的市场性风险。这是由于融资制度发展与相应金融监管、宏观调控水平容易脱节,导致一个相对脆弱的金融体系,成为金融危机的首要突破环节。另一类是转轨经济中政府推进型融资制度本身带来的体制性风险。在经济转轨时期,政府实施强制性制度变迁推进市场深化进程,必然与市场内在发展规律产生一定的矛盾与摩擦,造成融资制度的低效率。如果这种制度低效率不能得到及时有效改进,积累到一定程度必然成为融资制度的体制性风险。这类风险的体制属性,决定了金融风险无法通过市场手段有效释放,而是以不同方式转化为国家风险,国家成为信用风险的最终承担者。国有银行大量呆坏帐的存在、有问题的金融机构不能退出市场就是这类风险的重要表现形态。

针对我国融资制度创新的市场性和体制性风险,必须加强金融监管,防范和化解金融风险:一是适应金融发展的国际化趋势,按照国际惯例对我国金融深化进行监管,不断提高金融监管水平,化解金融风险。二是金融监管与经济改革并进,通过经济改革降低国有银行的体制性风险,通过加强金融监管消除金融风险的潜在因素,防止诱发现实性金融风险。三是解除政府在融资制度创新中的隐含担保人角色,监管机构应进一步鼓励和强化市场机制自身的作用,消除各种有可能降低金融资源流动和运作效率的制度障碍,积极推进金融监管的市场化。

参考文献:

1. 世界银行:《金融与增长——动荡条件下的政策选择》,中文版,北京,经济科学出版社,2001。
2. [美]罗纳德·I. 麦金农:《经济市场化的次序——向市场经济过渡时期的金融控制》,中文版,上海,上海三联书店,1996。
3. 青木昌彦等主编:《政府在东亚经济中的作用》,中文版,北京,中国经济出版社,1998。
4. 樊纲:《发展民间金融与金融体制改革》,载《经济研究》,2000(9)。
5. 刘世锦:《资本市场发展:能否成为国有企业转轨的重要突破口》,载《改革》,1997(4)。

(作者单位:复旦大学金融研究院 上海 200433)
(责任编辑:Q)