

CHINA

赵德志 李国疆 周好文 著

中国
融资制度改革
改革

中国经济出版社

前言

融资制度要回答的问题是：怎样的制度安排才有利于资本自由无碍地流动？这样的制度安排，恐怕是所有善质的资本拥有者终生的呐喊，由此聚成强大势能，向障碍物猛烈撞击，迫使一切设障者步步退让，沦为改革对象，如此，融资制度逐渐逼近自由无碍。这一演化进程将永续不止。

可以说，人世间一切财富都是资本流动的结晶，一切经营的出发点和落脚点都是资本，拥有财富即表现为拥有资本。地球上有如此多的人、集团和国家，都想拥有资本，资本便成为最稀缺的东西，于是，围绕资本的竞争和格斗无处不在。首先一个问题是须确认资本存在，如果连这一事实也要抹煞，便无所谓融资制度，断无研讨必要。其次是资本从何而来？即如何筹集、积累？采用什么方式？遵循什么规则？再次是资本用之何处？即顺应资本流向低成本、低风险、高回报方向的交易法则和机制。以上三个问题，大致是融资制度所应包括的要点。本书所探讨的命题，不外乎就是这些方面。

研究我国的融资制度时，诸多难题横亘于前。以往长期否认资本，由此形成片片禁区，所以必先斧正理念，入禁排雷。在江泽民总书记的“十五大报告”中，“资

本”是出现频率最高的词之一，给我们增添了勇气。现在融资制度从属于国家政治、经济基本制度，执政党和政府是此项制度改革的供给者，计划与市场的撞击构成现实背景，所有制和分配制度等是不可绕开的主要变量，政府、企业、居民和外资参与其中，因此牵涉极广。好在我国的市场经济已经立宪确立，经济转型的推进使资本自由流动的障碍日渐显现，又有业已形成的基本国际惯例可以参照，所以顺应其势的制度安排可以大体勾画。

我们三位笔者都是教师，几年前就感到融资制度对我国市场经济发展的重要意义，甚至觉得资本市场的发展将决定市场经济的兴衰命运，因此愿意作些理性思考，形成了一些阶段性成果，今汇集成书，大体连贯。有些地方引用的资料是几年前的，也是因为阶段性成果形成在前。然我们水平所限，定有许多错误存在，恳请读者批评指正。

十分感激中国经济出版社和苏耀彬先生的支持和指正。

作 者

1998年7月于昆明

目 录

第一章 融资制度重构的思路	(1)
一、观点和方法论	(1)
二、“转机建制”时期	(6)
三、修宪改变中国经济体制和按照国际惯例建 设现代企业制度与金融制度的时期	(7)
四、市场经济资金约束硬化与高金融风险压力 下的融资制度创新	(9)
第二章 中国市场经济体制中的资本及其逻辑 	(11)
第三章 “转机建制”与融资改革	(20)
一、“扩大企业自主权”与融资改革	(20)
二、“三角债”与融资改革	(23)
三、“矿产甩债”与融资改革	(26)
四、中国利用外资的法制化道路	(28)
第四章 现代企业制度与现代金融体制建立时期的 中国融资结构分析	(37)
一、“癸酉变法”：改革体制才能转换机制——	

《公司法》与中国企业制度重构	(37)
二、发展中国家的金融改革	(47)
三、中国融资结构分析	(59)

第五章 资金约束硬化与高金融风险压力下的金融改革	(69)
一、高增长与持续增长	(71)
二、抑制通胀和降低失业率的选择	(74)
三、软着陆中的失业压力累积	(77)
四、软着陆中的经济金融风险辨析	(82)
五、中国的金融风险是体制转型期的“综合金融风险”	(85)
六、构建新体制的关键在金融制度创新	(92)

第六章 劳动价值论的实践和逻辑	(102)
一、劳动价值论与公有制的逻辑悖论	(105)
二、活劳动创造价值与物化劳动作为财富的悖论	(109)
三、劳动价值论与社会主义经济的利息、地租和利润范畴的实践矛盾	(114)
四、是货币还是“劳动时间”做价值尺度？	(120)
五、小结：“癸酉变法体系”的经济学意义	(123)

第七章 中国企业融资制度实践的研究主题和基本方法	(128)
一、研究主题	(129)
二、研究方法	(132)
第八章 经济体制改革前的融资体制	(135)
一、我国工业化与传统融资体制的形成 ...	(135)
二、我国政府主导型纵向、间接融资体制的特征	(139)
三、国家融资体制的绩效分析及历史终结	(147)
第九章 经济体制转轨过程中的企业融资体制	(157)
一、经济体制转轨与新融资体制的形成及特征	(157)
二、企业资本信用化及其宏观经济影响 ...	(182)
三、融资体制面临的挑战与选择	(193)
第十章 企业融资演进：比较与借鉴	(198)
一、工业化国家企业融资的特征与演进趋势	(198)
二、发展中国家企业融资模式及演进趋势	(207)

三、国外企业融资机制比较分析的基本结论	(211)
第十一章 新型国际金融危机	(215)
一、“新型”危机——肇源于新兴市场 经济国家	(216)
二、新型危机的发生原因和制度机理	(222)
三、极限效应：冰冻三尺，非一日之寒 ...	(227)
四、新货币幻觉：高利率、固定汇率、外汇储 备新解	(233)
五、小结：体制与结构的改革决定亚洲的未来	(239)

第一章 融资制度重构的思路

一、观点和方法论

改革开放以来,特别是80年代后期以来,随着城市经济改革的推进,中国传统经济体制中的许多深层次的基本制度矛盾和基本理论矛盾终于浮出水面,成为改革的正面阻碍。对这些基本制度矛盾和基本理论矛盾的攻坚是否有进展,是改革能否前进的必要条件。在这些问题上。中国的企业制度,即中国经济新体制最基本的经济组织重构,始终处于改革的前列和核心地位。问题很清楚,在现代社会中,有什么样的微观企业组织,就必然会有什么样的宏观经济制度。与企业制度结构紧密相关的、是为企业提供基本生存的发展条件和融资制度或金融制度的变革。为了把企业制度与金融制度这两个改革局部的操作问题说清楚,我们不得不对传统经济学的“资本”理论进行基本概念的不断梳理,以转变观念,确立社会主义市场经济的理论逻辑,决不再做违反理性的主观设计和盲目跟风。连系和演绎企业与金融制度并需要重新梳理的核心概念仍然是资本(第二章:社会主义市场经济体制中的资本及其逻辑)。分析的结论是,小平

同志“不问姓资姓社”的哲学方法论，也同样适用于资本，即把资本看做一个市场经济和人类社会所共有的一般概念而非社会主义或资本主义所独有的范畴。只有这样，中国市场经济体制中的资本（资金）、资本（股东）权利、资本收益、利息、利率制度才说得清楚。资本与劳动一样，是经济学中关于生产要素基本概念的最高抽象层次，对它进行讨论，必然牵扯到许多最重要的经济学基本问题。1993年宪法修正案把社会主义与市场经济合二而一，是一个符合中国改革实情的伟大创举，在这之后，若不与传统经济学决裂，反倒是违宪。按这种合二而一的哲学思想，建立“不论姓资姓社”的市场经济的通行资本理论（资本通论），是中国市场经济新体制的法理结论。只有新体制中的资本矛盾和资本逻辑清楚了，真正在理性上超越了传统经济学的教条与谬误，通过资本概念总结企业改革与金融改革的融资问题才能理性的，合乎逻辑地自然展开并有坚实的学术基础。（第六章：劳动价值论的实践与逻辑）

本文对80年代后期以来进行的国企改革和金融体制改革的研究表明，这两个改革虽然遇上了越来越难以处理的问题，但整个历程的记录是好的。我们只要想一想，十多年前在城市经济生活中有那么多“人民公社”式的“全民企业”在旧体制中浪费着和垄断着国家的经济资源。而今天，多元化的企业组织已经广泛存在，非公有制企业创造的价值已占GNP的2/3以上。同样地，十

多年前，“大一统”式的人民银行独霸天下，但作为政府（财政）的出纳，其经济功能又非常之小。今天多元化的商业银行和金融机构已经迅速成长，遍地生根；央行作为政府部门，调控监督宏观经济，职能日趋完善，这是其一。第二，中国的经济改革在不知不觉中已经渡过了许多危机和风险，例如，1988年的价格混乱；1992—1994年和恶性通胀和金融秩序混乱；1997—1998年的东亚经济危机，以及近十年来国企改革逐渐累积起来的高失业，低效益和金融风险，在快速前进中保持了平稳。其三，良好记录中最重要的一点是，中国开始领悟了一种自然平和的哲学：即采用自然自助的方式来发展经济，按自然演进的方式来改革经济——不空想设计彼岸世界，不揠苗助长的运动跃进。“摸着石头过河”这个邓小平朴实而简单的哲学思想已经深入人心。全体社会成员通过试错法、想像力和创造力来自发地改变自己的生存方式 and 经济生活的“自然演进”，为改革提供了取之不尽的智慧之源。政府鼓励改革和促进改革的办法越来越多是为社会成员提供经济上的选择自由和行动自由，而不是代替公民行动——这已经相当接近于市场经济的理想模型。“自然演进”的比“人为设计”的发展和改革要好，不仅是历史的教训（落后国家的多少乌托邦都带来苦难，而富裕社会的乌托邦就少很多。最近的人为设计的改革乌托邦是美国哈佛大学教授萨克斯为俄国人设计的“休克疗法”造成了俄罗斯经济的短期（长期？）

毁灭性震荡),也是,它一种起之久远,而近年才被人们理解的经济哲学和发展艺术。中国春秋时著名典籍《管子》“禁藏”篇中说道“夫凡人之情,见利莫能勿就,见害莫能勿避。其商人通贾,倍道兼行,夜以续日,千里而不远者,利在前也。渔人之入海,海深万仞,就波逆流乘厄百里,宿夜不出者,利在水也。故利之所在,虽千仞之山无所不上,深渊之下,无所不入焉。故善者执利之在、而民自美安;不推而往,不引而来,不烦不忧,而民自富。如鸟之复卵、无形无声,而唯见其成”。^①这种“不推而往,不引而来。不烦不忧而民自富”所反映的因势利导,自然演进的经济发展哲学比近代的各种时髦理想真不知要高明多少倍。在经历了各种人为设计,人为运动的中国现代人看来,自然演进的方法论既深刻又使人大梦初醒。著名的华人经济学家杨小凯教授写道:“今天,大多数对社会主义进行评论的中国人,多是从社会主义实行以后经济效率不高着眼的。而哈耶克(奥地利著名经济学家,经济学诺贝尔奖获得者)认为,自由社会的制度是一种自发的过程,从没有人有意去设计整个社会制度。因此,这种制度的形成是千万人互相竞争,互相作用的结果。所以这种自发形成的制度包含了所有人知道的互不相同的信息,而竞争过程也使人无法垄断制度设计和形成机制,因而不容易利用这种垄断来损人利己,所以信息的合成过程会将信息传递中的歪

^① 赵守正撰:《管子注释》。广西人民出版社,1987年版,P120页。

曲降到最小。而社会主义制度是世界上第一个由某些思想家为社会总体设计的一种制度,它不是自发地在一个竞争过程形成的。因此,它包含的信息量受某个思想家所知信息的局限,不可能是亿万人交互作用,将不同的信息综合使用。因此,少数人总会利用在制度设计中的垄断权来损人利己”^① 改革进入了“自然演进”和“因势利导”的层次,反映了千百万人自助自强并通过竞争和试错来交换信息以改变自己的经济状况的努力,至少得到了主流意识形态的默认。这也正是市场经济的本意——即用市场经济的方法通过法制和公民自由创造来建立市场经济制度。而那些越来越难以处理的问题,正是我们在改革之河中摸到的“石头”。石头摸着了,我们才能踩着它,跨过它,这比“石头”藏在暗处要好多了。本书将采用这种“自然演进”的方法论和哲学,对企业融资和金融体制改革的进展加以讨论。总起来说,中国改革的自然演进的具体方略是采用了最初颇有争议的双轨制道路,在各类经济主体自由度增加的情况下,使旧体制在竞争中日渐减少,新体制在竞争中日益壮大。以最早的价格改革为例,起初计划价格与市场价格并存,物资和产品丰富之后,短短几年计划价格管制的门类和品种就明显减少了。市场经济最基本的制度即反映供求关系和资源禀赋与配置状况信息的价格制度就自

^① 杨小凯著:《当代经济学与中国经济》,中国社会科学出版社,1997年版, P136页。

然而然的建立起来了。但是，在 80 年代后期开始的企业融资制度和金融体制改革的自然演进的连续过程中，我们仍然能划分几个大的阶段，以便分析研究：

二、“转机建制”时期

这个时期，以 1988 年的《全民所有制工业企业法》、《全民所有制工业企业承包经济责任制暂行条例》等法律法规的公布开始，到 1992 年国务院《全民所有制工业企业转换经营机制条例》公布后一段时间止，历时约 6 年。与这次国企制度改革相配套的是我国财政金融体制的第一次大变革，俗称“利改税”和“拨改贷”。这一次改革之后，传统的国营企业通过承包制、股份制试点等等实验，变成了相对独立的商品生产者。由于“国家所有权”与十四项企业“经营自主权”在逻辑上充满矛盾，在实践上无法操作，几年之后，国企效益低下和产业结构陈旧这一公有制的根本问题依然故我。但是国营企业的融资问题，资本金匮乏问题，三角债问题的出现，表明企业有了融资意识，已经有了初步的商品生产者的地位。“利改税”和“拨改贷”之后，国营企业开始没有财政资金的大锅饭可吃，开始依附上了在新体制中国家的资金分配机关——银行。中国企业的融资制度从国家——财政——企业的旧三位一体，转变为国家——银行——企业的新三位一体。在这个新的三位一体中，国家与企业的父子关系基本没有改变。国营企业效益低下逐

步地转变积累成为巨额的国家银行坏账和互相拖欠的“三角债”。为日后金融风险的增加埋下了祸根。这一时期中，中国的股份制试点开始，中国企业的直接融资开始起步。1990年11月，《上海证交所管理办法》公布，1992年5月放开股市价格，1991年、1992年，深圳也成立了一些股份公司和出台了一些证券交易的管理法规。中国开始有了真正意义上的资本市场。1992年5月，国家体改委、计委、人民银行、国务院生产办联合公布了“股份制企业试点办法”和关于股份公司的两个“规范意见。”从那时起，直接融资方式与资本市场在中国金融领域中异军突起，许多股份制企业筹措了大量的资金。但是，时至今日，中国资本市场（特别是股市）的大起大落，泡沫现象，大户机构操纵等问题，仍然不时冲击着中国金融市场乃至整个宏观金融形势的稳定，成为一个喜忧参半的事情——证券法或投资法数易其稿，至今仍未出台。

三、修宪改变中国经济体制和按照国际惯例 建设现代企业制度与金融制度的时期

后人如果编写20世纪末叶的中国经济史，肯定会把“93修宪”列为这一时期中国经济史上最重大，影响最深远的事情。1993年宪法修正案第七条，把原宪法第十五条“国家在社会主义公有制基础上实行计划经济”修改为“国家实行社会主义市场经济”。这是明白地通过

修宪而改变了中国的经济体制，是一场静悄悄的大革命。1993年是中国农历癸酉年，后人将称它为“癸酉变法”。1993年以后的几年间，八届人大连续通过了以《公司法》为代表的、符合国际惯例的数十个建立现代企业制度与市场经济基本秩序的重要法律。其中包括与本课题领域有特别重大关系的，以《人行法》和《商行法》为代表的金融“五法一决定”，为中国宏观金融体制和微观金融行为设定了基本的法律框架和行为规范。这就是央行与商行分立，储蓄信贷与投资证券分业，直接融资与间接融资，资金市场与资本市场分营的体制。虽然《证券法》或《投资法》尚未出台，但《商行法》对投资证券与储蓄信贷不得混淆，已经做了明确的规定（《商行法》第三章，第四十三条）。1993年到1997年间，中国还进行了以增值税为中心的税制改革，以汇率并轨为标志的外汇管理体制的改革，以贯彻五法一决定为主要内容的金融体制改革。到1997年，中国的企业融资制度的大格局在上述大政方针成功落实的背景下已经大局铺定。按国家统计局1997年4月公布的《1996年统计公报》的数据，企业融资的基本结构如下（摘要）

1. 贷款金额 61157 亿元，其中短期 40210 亿元，中长期 12673 亿元。

2. 全年实际利用外资 552.7 亿美元（按 1 美元折合 8.3 元人民币的汇率），折合人民币 4587.41 亿元。其中直接投资 423.5 亿美元，折合人民币 3515.05 亿元。

3. 沪、深股市年内发行 A 股 170 只, 共发行 30.75 亿股, 筹资 235.3 亿元。国内公债和国库券 1510.86 亿元 (1995 年), 企业债券统计缺。银行购买债券 3894.85 亿元 (1996 年 3 季度) (经济日报 1997.4.5, 第 2 版)。

从上述统计看, 中国经济的融资总额为 67490.57 亿元 (缺企业债券统计), 银行贷款 (间接融资) 占了 90.62%, 债券占 2.24%, 股票占 0.35%, 国外融资占 6.8 (其中直接投资占 5.21%)。考虑到中国的经济开放度已经相当大, 中国对外贸易规模已占 GDP 的 35.5% (GDP 67795 亿元, 全年进出口总值 2899 亿美元, 折合 24061.7 亿元人民币), 中国的国际融资已占 6.80% 是一个稍低的比例。但直接融资的比重如此之低, 暴露了中国融资结构的严重问题, 对这个问题的分析是本书的重点之一 (第四章、第三节: 中国融资结构分析)。

四、市场经济资金约束硬化与高金融风险 压力下的融资制度创新

93 修宪和建立市场经济基本秩序的大量法律和改革出台不过数年, 目前, 市场经济逻辑对中国企业融资的约束已经相当紧。1996 年底, 在中国宏观经济实现“软着陆”这一成就的同时, 高失业, 低效益压力下的金融风险已经相当突出, 成为中国宏观经济形势中最紧迫的危险。简单说来, 就是国家——银行——企业的新三位一体这种东亚模式的间接融资方式的缺陷暴露无遗。

国家通过国有银行把公众的储蓄存款按信贷计划贷放给效益低下,产业结构老化甚至破产逃债的传统体制国企,使得大量的信贷资金有去无还,坏账迅速增加。这段时期,政府显然面对两难:若不给传统国企信贷资金,它们便要关门,造成大量失业;若继续给他们资金,产业结构无法调整,体制改革无法推进,国家银行面临的金融风险会更增加。依笔者的看法,至迟到1997年4月国务院《关于在若干城市试行国有企业兼并破产和职工再就业有关问题的补充通知》出台,政府终于想清楚了个中利害并作出决策:为了化解金融风险,推进体制和产业结构调整,不再给扭亏无望的国企输血打气,让它们在市场经济中分兵突围,自强求生,“资产变现,关门走人”,即使暂时的失业增加也无可奈何。1998年开始,央行还废止了国家信贷规模控制,商业银行要更象“真正的银行”那样开展贷款业务。传统国企不改革便死亡,大限将至(第五章:高失业,低效益的金融风险压力下的融资创新)。1997年下半年,东南亚金融危机演变成东亚经济危机,许多与中国情况相似的体制问题(东亚模式——国家、银行、企业的三位一体)、产业结构调整问题、发展战略问题(大跃进增长与起飞竞赛)、货币政策等问题正引起人们的反思。中国的融资制度和金融制度将在这种反思中稳健改革。与其在危机爆发后才被动进行变革,不如先行调整产业结构和改革经济体制以缓解金融风险——前述决策应该是正确的。