导　　论

一、研究的主题和范围

开宗明义，本书研究的主题是中国上市公司股权融资。

中国上市公司股权融资是国有企业改革从边缘推进走向核心突破的产物。国有企业改革始于 70 年代末。在改革初期，政企不分、企业留利少被视为国有企业缺乏活力的主要原因，因此企业改革在‘政企分离、放权让利’的思想指导下，沿着权力下放、利润分成、利改税、拨改贷和全面承包的轨道进进退退、缓慢前进，直到 80 年代末还没有触及产权变革的核心，结果是政企分而不离，长期困扰国有企业的资金瓶颈和预算软约束问题也未能得到根本解决。在艰难的探索和努力中，经济和管理学界的有识之士发现，政企分离首先要做到政资分离，搞活国有企业的关键在于建立现代企业制度，其突破口就是依托资本市场的股份制改造。 90 年代后，在政府的支持和推动下，越来越多的国有企业走向资本市场公开发行和上市股票，国有企业改革迈上了以股权融资和产权变革为特征的制度创新之路。

正如新生事物的成长不会是一帆风顺的，中国上市公司股权融资也在艰难曲折中前行，至今还面临着许多困难和矛盾。但是，

需要全本请访问 www.ertongbook.com

国内外的理论与实践都表明，依托资本市场的股份制改造是现代化大生产的必然选择，上市公司的股权融资将对我国现代企业制度建设产生积极而深远的影响。研究中国上市公司股权融资的理论与实践、对其加以改进和完善的意义重大，而且也是我国经济和管理学界面临的重要任务。

中国上市公司股权融资研究的范围可以涉及古今中外、从宏观到微观的大量事物和现象。如果不加取舍、没有重点地对这些事物和现象做面面俱到、蜻蜓点水式的研究，那么所做研究就会因各种大小因素的纷扰和此消彼长而不能揭示事物的本质，所得到的研究结果也只能是肤浅和没有实际价值的。科学研究的经验告诉我们，只有从某个角度找准切入点，按照逻辑顺序对相关事物的主要方面进行深入分析，才能从纷繁复杂的事物和现象中找出有价值或有规律性的东西，并能够有的放矢或切中要害地提出解决实际问题的对策。基于这样的认识，我们对本书研究的范围做出如下界定：

本书不泛泛而谈股票市场上的筹资与投资行为，也不专门研究股票市场上众多参与者的交易行为与交易环境，而是以融资方式与企业改革为切入点，从制度安排和政策设计的角度，以企业股权融资的筹资效果及其决定的治理结构为主线，系统、深入研究中国上市公司股权融资的理论与实践，其中主要内容包括：融资方式选择与国有企业改革、中外上市公司的特征与比较、中国股票市场有效性分析、中国上市公司国内股权融资分析、中国上市公司涉外股权融资分析、完善中国上市公司股权融资的基本思路等。我们希望所做的研究能对搞活国有企业，在我国全面建立现代企业制度有所贡献。

二、主要概念的辨析与说明

在社会经济生活中，有许多似乎已被普遍接受或广泛认同的概念也会因不同的时间和地点而存在差异或发生变化。这些差异和变化即使不大，但如果被忽视，很可能影响对所研究问题的正确认识，甚至会因此而得出错误结论，进而破坏所做研究的严密性和科学性。因此，在对中国上市公司股权融资进行研究时，有必要先根据研究的需要和特殊规定性，对一些主要概念进行辨析和说明。

1. 中国上市公司。一般而言，上市公司是指在股票市场上公开发行股票，而且其股票可以在证券交易所挂牌买卖的股份有限公司。在世界上大多数国家，只要符合证券交易所或证券管理机构颁布的规则和要求，不同所有制和规模的企业都可以按照自己的愿望成为上市公司。中国上市公司则有自己的特定内涵，它是指经各级政府或主管部门推荐、国务院授权证券管理机构批准，能够公开发行股票，而且其股票可以在证券交易所交易的股份有限公司。迄今为止，中国上市公司主要是由原国有企业改建而成立，或是由原国有企业作为主要发起人新组建而成立，它们是国有企业依托资本市场股份制改造的产物，并且国家对其大多数实行控股。正是因为这样的特殊性，所以我们不能把中国上市公司等同于一般意义上的上市公司。另外，在香港由大陆资本控股的上市公司在本书的研究中也被视同为中国上市公司，理由是任何公司的所有制属性和经营管理特征主要取决于控股方的所有制属性和经营管理特征,更何况 1997 年 7 月 1 日香港已经回归祖国。出于研究目的,除专门说明或暗示外,下文中的‘上市公司’通常是指中国上市公司。

2. 企业融资。企业融资的概念有广义和狭义之分，前者是指

企业的资金融入与融出，即企业通过不同渠道筹集所需要的资金，并且按照不同目的运用所拥有的资金；后者是指企业的资金融入或筹集资金。因为从狭义的角度看，企业资金的融出或运用在理论和实践上更多地被归于企业理财和企业投资的范畴。与此同时，狭义融资与筹集资金的含义基本一致，但也有细微差别。狭义融资包含着选择和运作，讲求获取资金过程中的经济效益和企业资本结构变化，而筹集资金只是简单地强调资金的获得。本书中主要采用狭义融资的概念，并且根据行文需要和语言习惯，将狭义融资和筹集资金这两个有细微差别的概念交替使用。一般说来，这种交替使用不应影响对所研究内容的准确理解。

3. 股权融资。股权融资是企业融资的一种主要方式，它通常是与债权融资相对而言的。债权融资是企业为融通资金（筹集资金）而发行债券或向银行告贷的行为，其所融入的资金为企业的负债资金，它代表了投资者对企业的债权。股权融资则是指企业为融通资金（筹集资金）而进行股票发行与交易的行为，其所融入的资金为企业的主权资金（亦称为资本金或自有资金），它代表了投资者对企业的所有权。上市公司股权融资是建立在股票公开发行和交易基础之上的，通常也被称为股票融资。由于本书不仅研究上市公司在股票市场上的筹资效果，而且还研究股票发行与交易所决定的公司治理结构，这就要重视融资过程中的产权边界和产权结构。因此，从本书的题目到各章内容都采用“股权融资”而不是“股票融资”的表达方式，以强调公开募股集资的产权内涵。

4. 股权融资的主体和场所。因为本书采用的是狭义融资概念，所以书中的股权融资主体仅是指在股票市场公开募股集资的上市公司。同时，上市公司股权融资的场所就是股票市场，既包括国内股票市场，也包括国外股票市场。当然，根据研究的主要对象，书中对股权融资场所的研究，主要是针对国内股票市场的。

5. 国内股权融资和涉外股权融资。在书中，我们按照股票投

资者的国籍特征，把中国上市公司股权融资分为国内股权融资和涉外股权融资。股票投资者是中国大陆居民[①]的股权融资就是国内股权融资,如 A 股融资；反之，就是涉外股权融资。由于实行“一国两制”,香港居民还不具有中国大陆居民的特征,其股票投资也被纳入涉外股权融资范畴。中国上市公司的涉外股权融资主要是 B 股、H 股、红筹股和 N 股融资。

对上面几个主要概念的辨析与说明，实际上就是对本书的题目和研究对象作规定性表述。中国上市公司股权融资的内涵是“精细”的,它是国际规范、中国特色和我们特定理解的混合,而且在书中不同章节中显示出不同的侧重点。因此，在具体理解上市公司股权融资概念时，要有辨证的思想，既不可用国际规范掩盖或否定中国特色，也不可用中国特色掩盖或否定国际规范，而是要根据书中各章节所研究的特定问题加以准确理解。

三、研究的思路和方法

在现实生活中,中国上市公司股权融资是一个多层次、多侧面的复杂问题。就这个意义而言，我们就是竭尽全力也不能对这个复杂问题做全面而深入的研究。然而，舍去一些旁枝错节，从某个层次或侧面进行专门研究也是可以揭示事物的本质，得到有价值的研究成果的。本书的研究思路是：站立在制度安排和政策设计的高度,从“谁出资,谁拥有”的市场经济“自然法则”出发,以股权融资为主线贯穿书中各章节，着重研究中国上市公司股权融资的筹资效果及其对公司治理结构的影响，进而为完善我国上市公司股权融资提出对策性建议。

① 经济学意义上的居民，指包括政府、企业和个人在内的经济实体。

需要全本请访问 www.ertongbook.com

我们运用经济学和管理学的理论对中国上市公司股权融资进行分析。经济学是从资源稀缺的角度研究有限资源的优化配置，以增加社会的财富与福利；管理学是从组织决策行为的角度研究各种要素的优化组合，以提高组织运行的效率。综合运用经济学和管理学的理论进行分析，可以更好地在宏观资源配置和微观企业管理的层面上勾勒出中国上市公司股权融资的理论框架，并且对中国上市公司股权融资的实践进行富有价值的探讨。

经济学和管理学渊源流长，博大精深。本书的研究涉及或运用了许多经济学和管理学的理论，其中主要的有：现代经济学理论、制度经济学理论、产权理论、金融深化理论、企业组织理论、企业管理理论、证券投资理论和企业理财理论等。

在对具体问题进行分析时，我们注意提高分析方法的科学性，特别是加强研究中的定量分析。事实表明，定量分析可以使所做研究在很大程度上摆脱个人情感和主观愿望的干扰，更加清晰地刻划事物的主要特征，而且有利于揭示事物发展的一般规律。鉴于以往对中国上市公司股权融资的研究偏重于定性分析，习惯于文字性表述，本书在重视定性分析的同时，还有意加强了研究中的定量分析，即较多地采用图表数据做实证性描述，并且运用计量经济学方法进行演算和验证，以从总体上提高本书的学术水平和赋予研究成果较高的应用价值。

在规范的科学研究中，还需要给出一些基本假定。首先，给出假定可以排除研究过程中细枝末节的纷扰，使研究的主题和对象更加突出、鲜明；其次，计量经济学分析是在一定约束条件下发挥作用的，只有给出假定，计量经济学模型的建立和运用才有意义；最后，给出假定能够将研究所涉及的许多概念和内容置于共同的前提之下，进而避免逻辑和语义上的重复。因此，在对中国上市公司股权融资进行研究时，有必要给出如下基本假定：

1. 转轨经济假定。中国上市公司股权融资是在转轨经济的

背景下进行的，必然受到转轨经济时期各种因素的影响和制约。转轨经济是指从传统计划经济向现代市场经济转变过程中的经济形态。它是一个混合而特殊的过渡性经济形态，其主要特征是：（1）市场对资源配置的引导作用不断加强，但政府掌握的实际资源和对经济生活的影响力仍然是很大的。（2）社会经济活动的市场化程度明显提高，但市场体系尚不健全，市场运行的秩序混乱、效率低下。（3）金融改革与开放取得较大进展，但金融抑制现象还是屡见不鲜。（4）职能转换和社会分工趋于合理，但政府和企业的行为还不规范，现代企业制度也没有真正建立起来。（5）经济对外开放迅速扩大，但国民经济还属于有限开放经济。如果忽视或改变转轨经济假设，我们就不能由表及里地掌握中国上市公司股权融资的理论与实践，所做的研究和得出的结论也会出现较大偏差，书中提出的对策性建议也会因不符合国情而失去意义。

2. 理性经济人假定。几乎所有经济学和管理学所做的分析都包含这个假设，即经济人知道自己的切身利益之所在，并有追求这种利益最大化的愿望、能力和行动。这里的经济人是抽象、整体意义上的经济行为主体，如政府、企业和个人。抽象和整体意义上的经济人具有追求自身利益最大化的“理性”，但并不排斥现实生活中具体经济行为主体做出违背自身利益最大化的事。在这个假定下，中国上市公司股权融资中政府、企业和个人的行为被认为是理性的，因为它是在转轨经济过程追求自身利益最大化的行为当然，在转轨经济的主要特征发生变化后，政府、企业和个人的行为也要相应调整，否则他们就不是理性经济人了。

3. 不完全市场假定。古典经济学理论大多是建立在完全竞争市场基础之上的，即在这样的市场上，信息对称分布，要素自由流动，市场参与者可以公平、公正和公开地展开竞争，真实的价格信号能够有效地引导资源配置，进而使社会的财富与福利最大化。完全竞争市场假定充满了理想主义色彩，即使它在市场经济高

发达的国家能够得到某些印证，但其对处于转轨经济过程的中国来说，就没有坚实的现实基础。假设要尽可能地接近现实才有意义。中国上市公司股权融资所面临的市场，还是信息不对称、充满交易壁垒和价格信号失真的不完全竞争市场。在研究中采用不完全竞争市场假定，目的是使所做的研究与中国上市公司股权融资的现实贴得更近些。

4. 资产高度替代假定。在全球经济一体化步伐不断加快的当代社会，不同种类的资产虽然还不能在没有任何障碍和成本极低的情况下相互替代，即实现完全替代，但已在很大程度上实现了高度替代。就是在中国，利率、汇率和市场心理预期发生变化时，居民也会调整原有资产组合，如抛售股票购买债券，减少支出增加存款，或设法获得外国资产，从而导致国内不同资产之间和国内外资产之间的相互替代，而且这种资产替代的程度越来越高。给出资产高度替代假定，有助于理解国内外资本市场、货币市场和产出（商品和劳务）市场的运行机制及其相互联系，这对研究中国上市公司股权融资是有重要意义的。

四、文献的简要回顾

有价值的学术研究决不可能建立在空想的基础之上，要取得突破性进展就必须对已有的研究成果加以总结、吸收和消化，并融入自己的观察和思考。因此，我们从本书的选题到修改都在不断地阅读与研究主题有关的著作、论文和资料，希望得到启示和借鉴，并在此基础上形成自己的思路和观点。因为写作中所参考的文献十分庞杂，难以用有限篇幅作系统回顾和逐一说明，所以我们尽量在论文注释中对参考文献的作者和主要观点加以说明，同时还在本书主要参考文献部分列出重要文献的作者和出处，如有疏

漏也敬请原谅。毫无疑问，如果不对前人和国内外同行的研究成果加以借鉴，本书的写作将是困难的，而且也达不到应有的学术水平。

需要特别指出:外国学者,如科斯、钱德勒、麦金农、爱德华·肖、尤金·法玛、青木昌彦等,在企业理论、金融深化理论和市场有效性理论等与本书研究主题有关方面取得了杰出的研究成果；国内学者,如孙冶方、吴敬琏、刘诗白、周三多、曹凤岐、洪银兴、樊纲、张维迎和韩志国等，在社会主义企业学、企业股份制改革、转轨经济运行、金融深化与市场建设等方面的研究成果令人瞩目。他们的研究成果对完善中国上市公司股权融资具有理论与实践意义，同时也对本书所做的研究产生了较大影响。

五、本书的结构和主要内容

面对大量文献资料、图表数据、理论观点,再加上自己的理解和想法，如何严密而有序地确定本书的理论框架，实在是煞费苦心的事。经过反复思考,我决定以“股权融资”为“纲”,以其贯穿和统领书中各章的内容,力求“纲举目张”。同时,按照承上启下、逐步推进的逻辑顺序，本书从融资方式选择与国有企业改革切入，依次对股权融资的主体、场所、效果进行深入分析，最后提出完善上市公司股权融资的对策性思考。除导论外，全书共分 5 章,其主要内容如下：

第一章，融资方式选择与国有企业改革。本章按历史顺序，就建国以来融资方式选择对国有企业建立和运行的决定性影响，特别是对融资方式选择与国有企业改革的关系进行了认真分析，指出依托资本市场的股份制改造是国有企业改革的突破口。在此基础上,我们审视了 80 年代末、90 年后期关于股份制改造的理论探

讨和思想解放，并从公有制经济的含义、公有制的主体地位、鼓励股权融资、改进企业治理结构和正确对待股票交易投机五个重要方面发表了自己的看法。

第二章，股权融资的主体和场所。本章首先分析了股份制企业的不同组织形式，指出上市公司是现代股份制企业的典型代表，并对规范意义上的上市公司作了进一步分析，其重点是上市公司股权融资的特征和意义，以及上市公司治理结构的主要内涵。接着，本章在分析中国上市公司成长与现状的基础上，对中外上市公司的特征进行了国际比较。最后，本章还对中国股票市场的基本现状和有效性做了深入的讨论，认为中国股票市场发展迅速，但还达不到弱式有效市场水平。其主要缺陷是：行政干预过多、市场体系不合理、市场主体行为不规范、信息披露的虚假与残缺，以及市场监管不力等。

第三章，上市公司国内股权融资分析。国内股权融资是指在我国股票市场上通过 A 股发行与交易进行融资的行为，也是中国上市公司股权融资的重要组成部分。本章对中国上市公司股票发行的政策与定价、股权融资的筹资效果和企业治理结构现状进行深入分析，在指出国内股权融资对增加企业资本金和改善企业治理结构的积极作用同时，还讨论了中国上市公司国内股权融资存在的主要问题及其深刻原因。

第四章，上市公司涉外股权融资分析。涉外股权融资是指中国上市公司通过向海外投资者（不具有中国大陆国籍特征的法人和自然人）发行股票，筹集外汇资金的融资方式。本章首先讨论了中国上市公司涉外股权融资的背景和动机，接着分别对境内涉外股权融资（B 股融资）、在港股权融资（H 股和红筹股融资）、赴美股权融资（N 股融资）的状况与效果进行了专门分析，并且提出对中国上市公司涉外股权融资的评价与看法。

第五章，完善上市公司股权融资的对策性思考。以前四章的

分析和研究为基础，本章站在发展战略的高度，从制度安排和政策设计的角度出发，就中国上市公司股权融资中亟待解决的重大问题，提出基本的对策性思路，其中主要涉及政府的角色变化和职能改善、股票市场的整合与发展、股权融资参与者行为的规范化等。

需要全本请访问 www.ertongbook.com

第一章
融资方式选择与国有企业改革

1978 年后，中国的经济和管理学界为把传统计划经济体制下缺乏活力的国有企业改造为适应市场经济和具有竞争力的现代企业做出了艰苦的探索，各级政府和企业单位也为此进行了不懈的努力，国有企业改革在艰难曲折中向前推进。在实践中，人们越来越清楚地认识到：任何以“放权让利”为特征的边缘推进式改革都不能从根本上搞活国有企业，搞活国有企业的关键在于产权制度变革，即借助资本市场对国有企业进行股份制改造或重组，在促使政企分离的同时,建立起产权明晰、激励–约束机制对称和富于效率的现代企业制度。

融资方式的选择是构造企业产权制度的核心所在，在很大程度上决定了企业的资金融通效果和治理结构特征。这是因为：在特定环境中，不同的融资方式会对企业资金的来源、成本和风险产生明显影响;同时,根据‘谁出资,谁拥有’的市场经济法则,不同的融资方式还会以其隐含的产权特征确定企业所有者与经营者之间的权责利配置关系。从这样的理论视角审视国有企业的演进和改革过程，我们可以更好地理解中国上市公司股权融资的重要意义，并将本书研究的主题展开和深化。

第一节　从财政拨款到股权融资

一、财政拨款与国有企业

建国之初，我们面对的是衰败的国民经济和不合理的经济结构,如 1949 年我国人均国民收入只有 66 元,工业总产值占国民收入的比重仅为 12.6% 而重工业产值占工业总产值的比重还不到 27% ,这与发达工业化国家,甚至与第一个社会主义国家苏联相比也是十分落后的。同时，以美国为代表的西方国家集团对新中国实行政治上的孤立、经济上的封锁和军事上的威胁，新生的中华人民共和国面临着生死存亡的严峻考验。在这样的历史背景下，建立独立、完整的工业体系，特别是加快为军工服务的重工业体系建设和维护国家安全具有重要的战略意义。另外，前苏联采用中央集权的计划经济手段迅速推进工业化取得的成功，极大地鼓舞了社会主义阵营的国家，也为中国政府提供了重要借鉴。

在实行计划经济的社会主义国家，国有企业是实现国家工业化，特别是加快重工业发展的主力军，其资金投入主要依靠政府的财政拨款。这是因为，工业化需要强有力的资金支持，而在经济基础薄弱和资本稀缺的情况下，主要依靠市场的力量来配置社会资源是不可能迅速加快工业化进程的，更何况当时的市场机制本身还是十分稚弱的。为早日实现工业化的战略目标，政府以行政力量人为地压低重工业发展的成本(包括资本、能源、原材料、劳动力等要素价格），依靠高度集中的计划优先把资源配置到重工业部门，进而直接开办和经营了越来越多的国有企业。其典型做法是：政府直接进入收入分配渠道，通过低工资和工农业剪刀差等途径，把城乡居民应得收入中可以用于长期储蓄的部分以国有企业盈利

的形式“暗拿”过来(张春霖,1997),形成国有资本,然后再以财政拨款形式把这些资本用于建立新的国有企业,或为现有的国有企业增加投入。从建国初期到改革开放以前的国有企业融资方式,主要是财政拨款型融资。

从企业资金筹措的角度看,这种财政拨款型融资在当时特定的历史条件下显然是有积极意义的。国家把本应分配到居民手中的那部分收入“暗拿”过来,将其转化为国有资本,这可以在较短的时间内,以较低的成本为加快工业化进程筹措大量资金,而且国家还能够以所有者身份最大限度地控制和累积国有企业的剩余,有计划地用于国家战略目标所要求的生产与投资领域。在 70 年代初,我国就初步建立起独立、完整的工业化体系,重工业也得到长足发展,这都是与财政拨款型融资不无关系的。

但是,“天下没有免费的午餐”。在人均国民收入很低的情况下,国家在“暗拿”居民部分收入的同时,也必须为居民提供住房、养老、医疗、失业、子女教育、意外灾害等方面的服务和保障。这种提供服务和保障的义务或伴随财政型融资而来的隐性负债,实际上就是国有资本的融资成本,只是在集中计划的经济体制下没有明显地表现出来。随着国民收入分配格局变化,财政收入的比重逐步降低,特别是国有企业的数量越来越多、摊子越铺越大,隐性负债沉重与财政拨款有限等问题交织在一起,造成国有企业资金严重短缺,难以进行技术更新改造和扩大再生产,甚至维持简单再生产也有困难。资金短缺成为制约国有企业发展的瓶颈之一。

从企业治理结构的角度看,财政拨款型融资必然导致行政性治理结构。企业治理结构是一套制度安排,用以支配若干在企业中有重大利益关系的团体——投资者、经理人员、职员之间的关系,并从这种制度性安排中实现经济利益(钱颖一,1995)。按照传统的理解,人民是国家的主人,建立在国有资本基础之上的国有企业应属于全体人民所有。但是,抽象的、非人格化的全体人民是不

能直接经营企业的。受制于传统的意识形态和政治体制，只有政府才能代表全体人民经营和管理国有企业。同样，中央政府（国务院）也不能直接经营成千上万的国有企业，因而又要通过各种行政管理层次（省、市、县政府等）最终把企业委托给经理人员经营管理。实际上，所有权（全体人民拥有）和经营权（企业经理人员拥有）分离从一开始就是国有企业治理结构的重要属性之一[①]，只不过是所有权的代表是虚置或缺位的，各级政府自己或通过自己指定的经理人员对国有企业进行管理和控制。

在高度集中的计划经济体制下，产品价格和生产要素价格被扭曲了，如果让国有企业拥有经营自主权，它们就会按各自的愿望配置可支配的资源而不是服从集中计划的安排，从而干扰国家工业化战略目标的实现，打乱计划经济体制下的均衡。为防止这种情况出现，政府利用强有力的行政力量，直接以所有者（真正的所有者——全体人民是虚置的，政府是全体人民利益的代表，从而异化为国有资产的实际所有者）和经营者（政府指定官员或干部担任企业的高级经理人员）的身份出现，从而剥夺了国有企业的经营自主权。事实上，国有企业根本不是独立的生产经营实体，而只是一些按计划运作的生产单位或成本中心。国有企业所需的投资和其它生产要素由国家计划拨付，所生产的产品及其规格、数量和产品的调拨与销售也由国家计划决定，企业利税上缴财政，亏损由财政核销，国家实际上对国有企业负有无限责任。与此相对应，企业经营者的选择问题也不再是经营管理人才的选择问题，而是政府官员或干部的任用问题，国有企业成为政府的附属或延伸单位，它们缺乏市场竞争所必需的自主权、经济激励和约束机制。

①我国许多学者认为所有权和经营权分离只是国有企业改革以后才出现的，但事实并非如此。孙冶方早在 70 年代末就已经注意到国有企业中的两权分离现象。详见《社会主义经济的若干理论问题》，人民出版社 1979，第 139 页。

二、“拨改贷”条件下的边缘推进式改革

财政拨款型融资的历史局限性在70年代后期变得十分严重，突出地表现为国有企业缺乏活力，不能适应改革开放的需要。当时，人们并没有对融资方式及其隐含的产权特征的重要性予以充分重视，而是把缺乏资金和没有经营自主权视为国有企业缺乏活力的重要原因。为此，中国共产党十一届三中全会(1978年12月)后，政府开始推动国有企业改革，决定让企业在国家统一计划的指导下拥有较多的生产经营自主权。1980年后“利改税”的分配制度改革也分阶段地付诸实施，其主要内容是允许企业税后留利，并有权支配利润留成基金，以增加企业的资金实力和自主权。但是，由于财政拨款型融资依然对国有企业的资金投入起决定性作用，与过去相比，政府只是“开明”些，但“婆婆”的身份并设有明显改变。特别是作为国有资产实际所有者，政府对企业税后留利的多少和企业拥有生产经营自主权的大小保留着很大的决定权。同时，在对“放权让利”的社会监督和法律约束机制尚未形成的条件下，“放权让利”的程度大小取决于政府的意愿，带有浓厚的长官意志和随意性，结果使企业改革步入“收收放放”和“一放就乱，一收就死”的怪圈之中。

为继续推进改革，政府将国家对国有企业的资金投入由财政拨款改为银行贷款，让银行担负起为企业提供资金和监控企业生产经营活动的任务，试图从融资方式上割断政府与企业的直接联系。不论当时人们是否清楚意识到“拨改贷”隐含着一个重要的命题，即政企分离必须首先做到“政资分离”，“拨改贷”无疑是对“放权让利”这种改革的重大进步。这是因为，“拨改贷”将企业资金供应的主渠道由财政转为银行，国家通过银行与居民形成债务关系，承担还本付息义务，变过去的“暗拿”为“明借”(张春霖，1997)，有利于提高资金融通的效率；同时，生产经营所需的资金由财政无偿

拨给变为银行有偿贷款，也有利于改进国有企业的治理结构。

“拨改贷”适应了改革开放后国民收入分配格局的变化，从一定程度上扩大了国有企业的资金来源。1978 年财政收入占国民生产总额的比重为 31.2%，到 1996 年已降至 10.97%。与之对应，国有企业的财政性融资比例也大幅度下降。以国有企业固定资产投资来源为例，中央财政拨款所占的比重由 1980 年的 51.25% 降到 1995 年的 3.59%，而同时期银行贷款所占比重则由 6.15% 上升为 22.16%。另据统计，1986 年至 1995 年间，国有企业固定投资 49197.03 亿元，其中财政预算贷款占 8.47%，国内银行贷款占 26.38%，自筹资金投资占 48.3%，利用外资占 9.92%，而自筹资金投资和利用外资中的大半以上也是银行贷款。1980 年底银行对工业企业投资和流动资金贷款余额仅为 487.08 亿元，1995 年底贷款余额已达 19849.9 亿元，占银行资产的 36.77%。①

“拨改贷”把对国有企业的财政预算约束转变为银行预算约束，使企业获得了较多的经营自主权。特别是 1986 年后，以“拨改贷”为基础的承包制在我国企业改革中普遍推广，使政府对企业的“放权让利”以契约形式相对稳定，明显地提高了国有企业的生产和管理积极性。1988 年全国预算内 9000 多家工业企业中有 91% 实行了承包，在 1991 年第一轮承包基本到期时，绝大多数企业转入第二轮承包，承包制成为 90 年代上半期企业改革的主导形式。

然而，“拨改贷”并没有触及产权制度变革的核心，也不可能真正做到“政资分离”。由于金融体制改革滞后，我国的大多数银行都是直接受制于政府的国有银行，同时从事政策性业务和商业性业务，其向国有企业贷款不是主要地考虑企业的经营状况和偿还能力，也无须为银行资产和居民存款的安全担心，而是在很大程度上取决于政府的经济政策目标和官员的主观意愿等，结果使“拨改

① 资料和数据来自《中国统计年鉴》有关各期。

需要全本请访问 www.ertongbook.com