

趋势之一

融资方式：由单纯的 间接融资走向间接与 直接相结合

长期以来，国有企业的资金来源基本上是依赖于两大渠道，一是国家财政注入资金，二是国家商业银行贷入资金。1978年以前，国有工商企业的流动资金，是由银行和财政部门分别供应，分口管理，即定额流动资金由财政部门核拨，作为企业的自有流动资金，无偿占用；超定额流动资金由银行信贷供应；基本建设项目由财政统一拨款。1979年，国务院颁布了《关于国营工业企业流动资金全额信贷的暂行规定》，使工交企业流动资金由财政和银行分别供应，分口管理方式，改由银行以贷款方式提供。1984年，国家计委、财政部和中国人民银行颁布了《关于国家预算内基本建设投资全部由拨款改为贷款的暂行规定》。到1986年底，国有企业的资金来源则完全依赖于银行；至今，虽然中国以股票市场为代表的资本市场有了一定程度的发展，但尚属起步或初步发展阶段，企业融资方式仍以间接融资为主，而且大

部分企业仍主要依赖银行间接融资。这种融资方式，一方面企业资产负债率高，融资成本高，资金紧缺，经营成本增加，竞争能力下降，正常的生产经营活动难以为继；另一方面，导致国有商业银行资产质量不断下降，直接危及着国有商业银行的信用基础，其最终影响着整个国民经济稳定、健康发展。因此，必须改变传统计划经济体制下遗留下来的狭窄的资金筹集方式，拓宽资金来源渠道，转变融资方式。

一、为什么转变融资方式

自中国进入经济体制转轨时期以来，国有企业由于受到历史包袱的拖累和自身改革的滞后，难以适应整个体制环境从计划走向市场的巨大变迁，逐步陷入重重困境。主要表现为三个方面：过度欠债、大量冗员、“办社会”负担，其中，尤以国有企业过度负债表现得最为突出。

资产负债率高

资产负债率表明企业单位资产所负担一定数量债务的承受能力。

据对 30.2 万户企业情况的统计，资产负债率平均为 59.8%；但如果扣除固定资产价值重估和土地估价因素，并以所有者权益冲抵资产损失和资金挂账，实际的资产负债率应为 74.2%。

从企业规模看，在 30.2 万户企业中，大型国有企业资产负债率为 57%，中型企业资产负债率为 63.6%，小型企业资产负债率为 65.8%；如果扣除土地估价因素，大型企

业资产负债率为 61.3%，中型企业资产负债率为 72.9%，小型企业资产负债率为 76.9%。据 1996 年《中国统计年鉴》，1995 年 87905 户国有工业企业中，大型企业的资产负债率为 62.3%，中型企业的资产负债率为 71.6%，小型企业的资产负债率为 71.5%。

从各行业国有企业资产负债水平看，据对 30.2 万户企业统计，工业企业平均资产负债率为 59.7%，建筑业为 69.6%，交通运输邮电业为 40.8%，贸易及餐饮业为 72.5%，房地产业为 76.6%。如果扣除土地估价因素，则工业的平均资产负债率为 66.6%，建筑业为 75.7%，交通运输邮电业为 43.5%，贸易及餐饮业为 80.6%，房地产业为 78.3%。据 1996 年《中国统计年鉴》，国有工业企业平均资产负债率为 65.6%；其中，轻工业的资产负债率为 73.7%，重工业的资产负债率为 62.7%。

偿债能力差

1. 偿债能力衡量指标。

衡量企业偿债能力的指标主要有 4 个：

(1) 流动比率($\text{流动资产} / \text{流动负债}$)由于流动资产减去流动负债的净额等于企业的营运资本，所以流动比率又称为营运资本比率。它是衡量企业净营运资本头寸或短期财务状况的重要指标，能直接反映企业在目前及今后的营业周期内提供现金、偿付短期债务、维持正常的经营活动的能力。按照国际标准值，流动比率应 $\geq 200\%$ ，企业才有足够的短期偿债能力。

(2) 速动比率(速动资产 / 流动负债)速动资产是指流动资产减去存货和预付款项后的余额。该项指标又称为酸性试验比率,通常与流动比例一起使用,以确切地评估企业偿付到期债务的能力。按国际标准值,该指标应 $\geq 100\%$,企业才有足够的短期偿债能力。

(3) 获利倍数(利息及税前利润 / 利息费用)当比值为 1 时,即反映企业的当前获利水平仅够偿还银行利息,而无力还本;当比值 < 1 时,则表明企业连利息都无力全部支付,更谈不上还本。按国际标准值,获利倍数应 ≥ 3 时,企业才有充足的还本付息的能力。

(4) 资本储备率(资本公积与盈余公积之和 / 实收资本)。反映企业补充资本金的资金来源状况,它是反映企业偿债能力的间接指标,按国际标准值,资本储备率不能 $< 25\%$ 。

在以上 4 项指标中,流动比率和速动比率主要是反映企业的短期偿债能力;获利倍数和资本储备率主要是反映企业长期偿债能力。

2. 国有企业现实的偿债能力。

(1) 流动比率。根据 12.4 万户清产核资企业情况显示,企业流动资产 23643.3 亿元,占总资产的 57.2%;流动负债为 22440.7 亿元,占总负债的 72.3%;企业平均流动比(23643.3/22440.7)约为 105.4%,远远低于国际标准值 2 的水平。这说明,从国有企业的整体情况看,企业的流动资产几乎完全是靠流动负债支撑的,企业自有的营运资金非常匮乏,如若发生企业产品滞销、库存积压,不仅丧失短期的偿

债能力，而且企业的正常经营都难以为继。

(2) 速动比率。据对 30.2 万户企业的调查表明，国有企业的平均速动比率为 64.5%，比国际标准值 $\geq 100\%$ 低 35.5 个百分点。其中，速动比率符合国际标准值的企业占 30%，其余 70% 的企业都低于国际标准值。这说明，在企业流动资产中，扣除流动性较差的存货和预付费用后，企业偿付短期债务存在着 35.5% 的资金缺口，随时会面临着因无力偿还到期债务而被迫中断生产经营的危险。

(3) 获利倍数。据调查统计，按 1994 年末利润计算，平均获利倍数仅为 1.40，远远低于国际标准值 ≥ 3 。这表明，企业的利息负担相当沉重，企业的当期收益支付利息费用后所剩无几，根本无力偿还到期本金。

(4) 资本储备率。根据调查显示，全部国有企业资本储备率，小于 25% 的企业占到 70% 以上；同时，大约有近 50% 的企业实收资本低于 50 万元。这表明，在企业偿债能力很差的情况下，又面临着资本储备严重不足的困境。若企业的当期收益不足以偿还到期本息时，则意味着企业不仅无力增加资本储备，反而会以减少资本储备为代价，来支付沉重的债务负担，其后果是，严重削弱了企业承受市场风险的能力。

上述情况表明，对于绝大部分国有企业来说，无论是短期偿债能力，还是长期偿债能力都很低。国有企业的生产经营陷入高债务—高筹资成本—低利润—低资本储备—更高债务的恶性循环。

银行借款比重大

在企业债务结构中，有些债务可以不付利息或利息成本较低，如财政的贴息借款与长期债券等等。而对金融机构借款，其还款期限和应付利息都是在借款之时通过合约签定的，债务人必须按期按率偿还本息。如果向金融机构借款占企业债务总额的比重过大，将会加重企业财务成本，降低企业资金使用的流动性。

从对国有企业负债结构的分析看，对金融机构的借款占债务总额的比重过大，一般都超过 60%，其主要是对商业银行的借款。这说明，银行已成为企业最大的债权人。

企业相互拖欠问题严重

企业在日常的生产经营活动中，存在着一种正常的资金应收、应付关系。这种关系被称之为企业间的信用关系，即向用户发出商品后收回货款，收到其他企业的发货后付给对方货款。每个企业都会有一个正常的应收、应付的期限，根据不同类型产品的特点、交货方式、运输条件、银行结算条件而定。因此，企业间的应收、应付关系，实际上是一种临时性资金的短期占用。然而，企业间应付账款长期拖欠，而且数额巨大，将会弱化整个社会的商业信用，企业资金循环乃至整个社会的资金循环都会受到严重影响。

企业间相互拖欠货款的行为(俗称“三角债”)已成为困扰我国经济生活的一大问题。1990年国务院决定在全国范围内开展清理“三角债”工作，参加清理的企业共有 15 万多户。中国人民银行先后安排了 300 多亿元贷款规模和

210 亿元贷款专项用于清欠，共清理拖欠款 1360 亿元。但到目前为止，国有企业债务拖欠的规模仍在继续扩大。

据 1995 年中国人民银行的一项调查表明，在 8 省市 248 户具有代表性的国有大中型企业中，1995 年 6 月末应收款净额较 1992 年同期上升了 3.1 倍；占流动资产的比重达 31.6%，比 1992 年同期上升了 14.6 个百分点。从绝对数看，应收账款净额达 357.65 亿元，比 1992 年增加了 271.03 亿元，相当于同期调查企业流动资产增量的 43.6%，这也是近几年银行贷款大量增加而企业流动资金依然紧张的重要原因。

不良债务比重过高

比高负债结构更为严重的问题是，在负债总额中不良债务的比重过高。这里的不良债务是从企业的角度讲，主要是指逾期、呆滞、呆账贷款或借款。从 1995 年全国国有企业资产负债表来看，在 58126.3 亿元的负债总额中，根据我们典型调查的经验，大约有 25% 的不良债务，绝对数是 15000 亿元左右。

国有企业过度负债的直接原因在于融资方式单一，以间接融资为主，过分依赖银行贷款，必然导致利息负担沉重，成本上升，偿债能力下降，利润水平下降。而这经常是国有企业债务负担进一步加重的起点。如此恶性循环，导致国有企业丧失市场竞争能力，陷入严重的财务困境而难以自拔。此外，单一的、间接的融资方式还导致国有企业资金严重不足。以汽车工业为例，“八五”计划时期，汽车工业需要投

资 460 亿元，而实际投资不足 20%；“九五”期间，汽车工业需要投资 1400 亿元，目前能够落实的却只有 550 亿元。在国家财政投资力度不足的情况下，国有企业自有资金日趋减少，据 4 万户企业的统计，1993 年为 384 亿元，1994 年为 180 亿元，1995 年则降为 60 多亿元。新的投资基本上都是靠银行贷款来运转。靠这种高负债方式来满足企业的资金需求，更加重了企业的债务负担。因此，由间接融资为主转向直接融资为主，多种融资方式并存是国有企业改革与发展的现实要求。

二、直接融资是今后国有企业资金来源的主渠道

国有企业资金来源方式的历史沿革

从改革历程来看，国有企业的资金来源方式的变化经历了两大阶段。

1. 以财政拨款为国有企业资金主要来源的阶段。财政拨款在 1986 年以前是国有企业最主要的资金来源。但由于 1978 年改革开始直到 1986 年，我国改革成本及改革费用全部要靠财政支付，所以到 1986 年年底，财政已不堪重负，不可能继续向国有企业大量投入资金。1978 - 1986 年间有二项重大改革，一是价格改革，即放开价格，把国家定价从双轨价直至全面市场定价。在放开价格过程中，生产资料与消费品价格上涨。生产资料的上涨使企业无法承受，同样消费品价格的上涨也使消费者很难承受。这迫使财政加大补贴，承担更大改革的成本。期间的另一项重大改革就是国有企业

改革，这期间企业改革经历了放权让利（1981 - 1982 年）与承包制（1983 年起）两个阶段。这两项改革的后果之一就是分配政策向企业倾斜。企业向财政少交钱，导致财政收入减少，但同期财政的支出并没有减少。仍然基本上承担了改革初期的改革成本，这导致财政的二个问题：（1）财政变为赤字财政。财政赤字加大（现在财政赤字基本上是当时积累的）。既然如此，财政就很难向国有企业注入大量资金。（2）财政成为“吃饭财政”。财政能用于经济建设的资金越来越少。现在财政用于经济建设的支出只占整个财政支出的 40% 左右，其中还包括基础设施建设。如果扣除此项，财政每年能真正用于国有企业的资金注入只占整个财政的 10% 左右。因此，财政到 1986 年底，已不可能再成为国有企业的最主要资金来源。

2. 银行信贷资金为主的阶段。国有企业的第二个资金来源是银行。当时有一项改革是“拨改贷”，拨改贷改革是很不妥的，因为财政向企业拨款与企业向银行贷款是两种性质完全不同的行为。财政的拨款是资本金的注入、可以称为股权。银行的贷款是债权。股权怎能改为债权？拨改贷标志着财政彻底脱落，银行成为国有企业资金的主要来源。从 1986 年底一直到 1994 年，国有企业发展的资金来源主要靠银行贷款。尤其是新建企业的发展资金，基本上全部靠银行贷款，所以出现了大量的没有国家注入一分钱的资本金的国有企业。

国有企业可供选择的资金来源渠道分析

国有企业的资金来源，一般有以下渠道：（1）国家财政

注入资金；(2) 银行贷款；(3) 企业留利；(4) 外资；(5) 资本市场融资。

1. 国家财政不能作为国有企业资金来源主渠道。

1980 年以后，由于国民收入分配向个人和企业的逐渐倾斜，导致财政配置社会资源的能力不断下降（见表 1-1），已由 1980 年的 28% 下降到 1995 年的 11%。而另一方面，财政支出却呈刚性化，财政赤字年均增长 16.34%，远远超出财政收入年均 11.98% 的增长速度，现在财政支出一半以上靠借款维持。同时，财政对固定资产投资的影响力度不断下降。1995 年财政对固定资产投资的影响力度由 1978 年的 77.6% 下降到 2.6%。国家财政宏观调控作用的不断弱化和如此困难的财政状况，根本无法满足国有企业的资金需求。事实上，财政投入在国有经济固定资产投资中所占比重早已从 1985 年的 23.9% 下降到 1995 年的 5%（见表 1-2）。

表 1-1 1989-1996 年中国国民收入或 GDP 分配格局 单位：亿元

年份	国民收入	财政收入	比重%	企业收入	比重%	居民收入	比重
1980	3688	1085	29	205	6	2389	65
1985	7020	1866	27	534	7	4620	66
1990	14427	3312	23	1067	8	10050	69
1995	57733	6088	11	16127	28	35418	61
1996	68125	6812	10	19756	29	41558	61

资料来源：依据 1990-1997 年《中国统计年鉴》计算而得。

表 1-2 历年国有经济按经济来源的固定资产投资 单位:亿元

指 标	1985		1987		1988		1990		1993		1994		1995	
	投资额	比重 %	投资额	比重 %	投资额	比重 %	投资额	比重 %	投资额	比重 %	投资额	比重 %	投资额	比重 %
国家预算 内资金	403.00	23.98	472.15	20.55	405.20	14.67	394.43	13.07	447.21	5.64	478.19	4.97	544.98	5.00
国内贷款	387.13	23.03	564.36	24.56	668.51	24.20	705.60	23.38	2016.53	25.44	2470.97	25.70	2578.19	23.66
利用外资	88.56	5.27	168.35	7.33	247.66	8.96	272.22	9.02	487.24	6.15	689.88	7.17	859.38	7.89
自筹投资	679.35	40.43			1118.75	40.49	1289.58	42.74	3805.34	48.01	4904.93	51.01	5307.15	48.70
其他投资	122.47	7.29	1093.14	47.56	322.64	11.68	355.76	11.79	1150.22	14.51	1117.56	11.62	1731.82	15.89
总计	1680.51	100	2298.00	100	2762.76	100	3017.59	100	7925.90	100	9615.75	100	10898.24	100

资料来源:1986-1996年历年《中国统计年鉴》。

2. 银行贷款不再能作为国有企业资金来源的主渠道。

长期以来银行贷款是国有企业资金来源的主要渠道，不仅流动资金、基建资金都是从银行贷款获得，甚至一批国有企业的注册本金都是由银行贷款来替代。这种融资模式，一方面造成国有企业负债率居高不下；另一方面也造成国有商业银行不良债权增加，银行信用受到巨大威胁，目前已到了必须解决的地步，体现在以下两个方面。

(1) 不良贷款急剧增加，远远超过了银行自身承受能力。银行信贷资产中，不良贷款主要包括逾期、呆滞和呆账贷款，根据调查，1995年国有商业银行的信贷资产中，不良贷款占同期贷款余额的平均比重为22.65%。在不良贷款中，逾期贷款占同期贷款余额的13.99%，呆滞贷款占6.67%，呆账贷款占1.99%。但实际情况比数字显示的还要严重。另据典型调查，有相当数量的贷款是靠新贷还旧贷的形式运转，未列入逾期贷款；同时，在呆滞贷款中，大约有60%已成为呆账贷款，据此测算，呆账贷款的实际比重已达到5.99%。目前，呆账贷款远远超过了呆账准备金的冲销能力。

(2) 银行资本充足率低于国际标准值。

资本充足率是根据“巴塞尔协议”对银行业资本金实行有效管理，加强银行风险资产监管的一项重要指标。根据“巴塞尔协议”的要求，资本充足率的指标为，银行资本对风险资产的比率必须达到8%，其中核心资本不得少于4%，附属资本不得超过核心资本。据有关部门框算，我国国有商业银行资本充足率平均为6.49%，低于资本充足率8%的国

际标准。其主要原因在于国有商业银行信贷规模增长速度大大高于同期所有者权益增长速度，一方面银行资本补充不足，另一方面信贷规模增长过快。近 20 年国有商业银行信贷规模以年平均 20% 的速度增长，而同期所有者权益年均增长仅为 13%，从而加大了经营风险。

以上分析表明，目前我国国有商业银行的信贷资产质量下降，难以承受国有企业巨大的资金需求。国有企业必须面向市场融资。

3. 企业留利不能满足国有企业的巨额资金需求。

国有企业目前的资金需求较大，一是解决历史负担需要资金；二是增强企业发展后劲，提高市场竞争能力需要资金。国有企业的历史负担重，包括债务负担、退休人员负担、企业办社会负担、富余人员负担，这些历史负担的消化和解决需要巨额资金。(1) 债务负担方面，若按 1995 年国有企业资产总额为 96425.3 亿元，负债总额 58126.3 亿元估算，将资产负债率由 65.9%（由于土地估价和固定资产重估因素的进入，使资产负债率下降了大约 10 个百分点，因而国有企业实际的资产负债率仍然居高不下）降低 10 个百分点，大约需要 1 万亿元的资金；(2) 冗员负担方面，据有关部门估计，目前国有企业在职工中的富余人员为 2400 万人左右，占全国国有经济单位职工总数的 24%。在对国有企业进行改组过程中，这些职工将被分离出来，面临着重新安置的问题。若以这些职工一次性安置费为每人 2.5 万元计算安置成本，则安置富余人员的总成本就需要 6000 亿元；(3) 离退休人员负担方面，目前要真正实行养老保险的个人

账户，就需要补充过去在职职工平均工龄 20 年的养老保险费欠账。假定平均每人应有 5000 元的养老保险费积累，全国国有单位共有职工 1 亿人，则需要 5000 亿元；若再考虑现已离退休的职工 2300 万人，以每人应有 1 万元的积累计算，则还有 2300 亿元的缺口。也就是说，在解决国有企业老职工的社会保险方面的体制欠账，其总额高达 7300 亿元。再加上“办社会”负担以及潜亏、损失挂账的冲减，国有企业初步解决历史负担，也至少需要资金 20000 亿元。巨大的资金缺口，是国有企业目前转机建制缓慢，竞争能力下降的重要因素。

增强企业发展后劲，提高市场竞争能力，也是当前国有企业发展的关键。随着改革开放后深入发展，国际经济一体化趋势的加剧，企业国内竞争国际化，国有企业不仅面临着国内外国有经济的竞争压力，还面临着国际市场竞争的压力。国有企业必须采取措施，提高自身的竞争能力。国有企业提高竞争能力，除了解决体制问题之外，重要的是要解决两个方面的问题，一是规模扩大问题，二是技术改进问题。解决这两大问题同样需要巨额资金投入。

在国内竞争国际化的背景下，我国企业规模难以同国外大企业抗衡，在竞争中处于劣势地位，1994 年，我国汽车工业国有企业的总资产和总销售收入只相当于美国通用汽车公司的 5.89% 和 11.04%；我国发电设备制造行业的总资产和销售额仅相当于美国通用电气公司的 0.55% 和 1.17%，相当于日本日立公司的 1.38% 和 8.97%。据有关部门统计，1995 年我国 500 家大型国有企业的总资产、总销售收入还不

及美国 500 家大公司的前两家之和。这表明我国国有大企业并不大，同国外大企业相比，普遍规模偏小，在具有强烈规模经济要求的行业，则难以取得规模经济，在竞争中必然难以取胜，这是我国企业成本偏高的原因之一。扩大企业规模，一是靠增加投入，二是靠企业并购，这两种途径都需要巨额资金。

当前国有企业技术装备水平落后，绝大多数的机器设备亟待更新改造，但更新改造资金严重短缺。企业的技术装备水平包括设备的新旧程度、技术状况、自动化程度。从总体上讲，我国国有工业技术水平落后，装备陈旧，是制约企业新产品开发和提高产品质量的主要因素。据我国第二次工业普查结果，我国主要工业企业的设备技术状况是：70-80 年代国际一般水平的占 12.9%，国内先进水平的占 21.8%，国内一般水平的占 47%，国内落后水平的占 18.3%。而根据世界银行研究反映，中国国有企业设备的技术落后状况更严重，属于国际 60-70 年代水平的占 20%，仍可使用的占 20-25%，应淘汰的占 55-60%，国有企业技术装备的整体水平与国际技术装备水平存在 20-30 年的差距。国有企业技术装备水平落后的直接后果是新技术、新产品开发能力低，产品质量不稳定，产品成本高，产品附加值低，以导致国有企业的市场竞争能力下降，国有企业更新改造资金严重短缺。企业的更新改造资金主要来源于企业每个生产周期内计提的固定资产折旧，折旧是对固定资产在生产过程中的磨损的补偿费用，在成本项目中表明固定资产的消耗，同时，折旧又是固定资产更新改造的主要资金来源。长期以来，我

国实行低折旧的政策，国有企业折旧基金计提不足，而且文革十年停提折旧，已提和不提折旧形成成本不实，虚增了利润，在统收统支体制下，国有企业把本应作为折旧基金的部分作为利润上交给了国家财政。这种少提、不提、挪用折旧基金的状况所形成的直接结果是国有企业更新改造资金计提不足，不能如期更新技术设备。这是一笔历史欠账，为国有企业在市场经济的发展形成了巨大障碍，使国有企业陷入“不搞技改等死，搞技改找死”的两难境地，不搞技术改造，国有企业难以开发新产品，难以提高产品质量，难以降低成本和销价，意味着失去销售市场，没有市场，产品的价值得不到实现，企业的投入得不到回收，正常的再生产难以为继；搞技改，企业没有资金积累，国家也难以解决，只有向银行贷款，而银行贷款要支付利息，加上技改见效慢，巨额的利息负担超出了国有企业承受能力，加剧了国有企业的困境。

从以上分析看，国有企业资金需求存在巨大缺口，而近年来国有企业盈利能力在不断下降，亏损面不断增加，企业留利与资金需求之间相比，微不足道。1994年国有独立核算工业企业实现利润829亿元，1995年下降到665.6亿元，1996年则进一步下降，只有412.6亿元。而亏损企业亏损额不断增加，1994年国有独立核算工业企业中亏损企业亏损额为482.59亿元，1995年上升到639.57亿元，1996年上升到790.68亿元（参见表1-3）。这表明，相当一部分国有企业没有留利，一部分盈利企业虽有利润，但也难以满足资金需求。

表 1-3 1990-1996 年国有独立核算工业企业利润与亏损情况表

单位：亿元

年份	亏损企业亏损总额	利润
1990	348.76	388.11
1991	367.00	402.17
1992	369.27	535.10
1993	452.64	817.26
1994	482.59	829.01
1995	639.57	665.60
1996	790.68	412.64

资料来源：1997年《中国统计年鉴》。

4. 外资不能成为国有企业资金来源的主渠道。

自改革开放以来，我国利用外资范围和数量增长很快，外资已成为发展我国经济的一个重要资金来源，从 1979 年至 1996 年，我国累计实际利用外资达 2844.1 亿美元，其中外商直接投资为 1751.1 亿美元，占 61.6%，对外借款为 1093 亿美元，占 38.4%。1996 年，我国实际利用外资的金额为 552.7 亿美元，比 1995 年增长 14.8%（参见表 1-4）。虽然近年引进外资在保持稳步增长，但长远看，外资不可能成为国有企业资金来源的主渠道，其原因除外资一时不能满足国有企业的巨额资金需求之外，更重要的是，利用外资存在一定的限度，体现在以下方面：

(1) 自 1993 年以来，我国利用外资的增长幅度减缓，协议余额呈现出相对下降趋势。