

扩大股票融资 减轻企业负债^{*}

许经勇

(厦门大学 经济系, 福建 厦门 361005)

摘要: 国有企业资产负债率过高是影响其走出困境和建立现代企业制度的主要因素之一。党的十五届四中全会指出: 发展资本市场, 提高直接融资比重, 是完善国有企业资产负债结构的重要途径。我国应大力发展以股票融资为主的直接融资, 进一步减轻企业负债, 推进国有企业的改革和发展。

关键词: 国企改革; 资本市场; 直接融资; 股票市场; 负债结构

中图分类号: F832.5 文献标识码: A 文章编号: 1007-5585(2000)03-0035-04

Expanding Stock Financing Reducing Enterprise Liability

XU Jing-yong

(Economy Department, Xiamen University, Xiamen, Fujian 361005)

Abstract: High debt ratio of the state enterprise assets is one of the main factors which affects the enterprises to go out of the difficult positions and to set up the modern enterprise systems. The Fourth Plenary Session of the Fifteenth Central Committee of the Chinese Communist Party points out that the important way to perfect the asset liability structures of the state enterprises is to develop the capital markets and to raise the direct financing proportions. China should develop greatly the direct financing which is dominated by the stock financing, and further reduce the enterprise liabilities, thus to promote the reform and development of the state enterprises.

Key Words: state enterprise reform; capital market; direct financing; stock market; liability structure

改革开放以来, 国家对投资体制进行了改革, 即实行“拨改贷”, 导致财政与银行功能的错位, 企业新建和技术改造资金, 大部分依靠银行贷款, 造成国有企业负债率上升。统计资料表明, 现有国有企业的负债率仍然高达70%以上, 不少企业在扣除资产损失和潜亏挂帐后已资不抵债, 在企业陷入困境的同时, 银行不良资产大量沉淀。资产负债率过高, 是影响国有企业走出困境和建立现代企业制度的主要因素之一。为此, 党的十五届四中全会《决定》就改善国有企业资产负债结构问题, 提出一整套政策思路。而积极发展资本市场, 提高直接融资比重, 则是其中的一项重要决策。作为直接融资的重要形式的

股票融资, 与作为间接融资的重要形式的银行信贷融资, 有明显的区别。银行提供给国有企业的资金融通, 对国有企业来说, 是它的外部债务; 而国有企业通过股票融资筹集资金, 则是企业的资本金, 它反映的是财产所有权关系。信贷融资是企业债务, 企业必须在到期时或到期前按期还本付息, 因而构成企业的债务负担; 而股票融资没有到期偿还的问题, 投资者一旦购买股票便不得退股。

据有关专家估计, 如果将我国国有工商企业的资产负债率降到较为合理水平, 即50%左右, 需要补充资本金3万亿元以上。另据有关资料显示, 与国有企业改革相联系的社会保障制度改

* 收稿日期: 2000-03-07

作者简介: 许经勇(1938—), 男, 福建惠安人, 厦门大学经济学教授, 博士生导师, 国家级有突出贡献专家, 从事中国经济体制改革问题研究。

革成本总共约需 2.8 万亿元。如此庞大的资金需求,仅靠国家财政投入显然是支撑不了的,必须多渠道筹集资金,其中最重要的途径,就是通过资本市场直接融资。况且,我国资本市场的发展,还处于初级阶段,直接融资的潜力相当大。以股票市场为例,我国目前 A 股市价总值相当于国内生产总值的 30% 多,而美国 1995 年的比重为 84.1%,日本的比重为 70.3%,英国的比重为 170%,亚洲新兴国家和地区的比重为 90% 左右。对于我国来说,当前金融市场存在的主要问题是,货币市场相对发达,市场化程度较高,资金比较充裕,而资本市场则很不发达,市场化程度较低,资金供应不足。其所造成的后果,一方面是货币市场资金闲置、浪费;另一方面是资本市场资金短缺,交易需求不足。银行储蓄大量积压(1999 年 10 月,存贷差达 1 万亿元以上)与企业资本金严重不足之间形成鲜明的反差。而发展资本市场,把货币市场的一部分货币资金引入资本市场,不仅有利于提高资金配置效率,带动经济的增长,而且有利于抑制经济金融波动。通过资本市场发行股票,不仅可以解决有发展前景的企业资本金严重不足的问题,还可以大大缓解商业银行的信贷风险,逐步建立起适应市场经济要求的、以社会公众和企业为投资主体、以市场需求为投资方向、以资本经营为投资手段、以经营效益为投资目的的新型投资体制。

考虑现阶段我国国有企业直接融资比重较低(目前只有 15% 左右,大大低于发达国家和地区 50% 左右的比例),而直接融资市场的发展空间又很大的现实,1999 年 9 月 8 日,中国证监会发出《关于法人配售股票有关问题的通知》,首次明确国有企业、国有资产控股企业、上市公司三类企业,除可参与配售股票外,还可参与投资二级市场的股票,放宽了对国有企业参与资本市场活动的限制,使国有企业增加了通过资本市场融资的机会,为国有企业通过收购或控股调整自身结构,壮大资本实力开辟新的途径。十五届四中全会的《决定》也明确指出:允许国有及国有控股企业按规定参与股票配售。据 1998 年申报数据,1998 年上市的公司,净资产收益率平均为 6.10%,1997 年上市的公司为 5.30%,1996 年上市的公司为 4.75%,而 1995 以前的上市公司仅为 2.97%。我国的上市公司绝大部分是国有公司,

公司上市时间越长盈利率越低的状况表明,股份制的改造并没有使国有企业的效率提高。究其深层原因,主要与上市公司的股权结构有关。我国现有的上市公司中,有 60% 以上的股份是不能流通的国家股与法人股,这些股份都不是在自然人持股的基础上形成的。在这些股权的背后,人们找不到谁是利润最大化的追求者。国家股与法人股不能流通的作法与公司上市宗旨相悖。公司上市的目的之一固然是为了募集资金,但是,通过股票的出售与转让而使投资者获利与避险也是公司上市的重要目的。同时,股权的出售与转让对于经营者也是一种有效的约束。一个发育健全的股票市场实际上也是一种有效的筛选上市公司经理的市场。占绝大多数的国家股与法人股不能流通,不仅使股权所有者受损,也无法通过股票所有权变化更换无能的经营管理者。当前,为了适当降低国有股和法人股的比重,提高公众流通股的比重,应在不影响国家控股前提下,适当减持部分国有股,并允许国有及国有控股企业按规定参与股票配售。国有股减持(包括配售)乃属存量发行,固然也要消耗大量市场资金,但它与新股发行扩容还是有区别的,不能一概而论。股票供给如同商品供给一样,单纯的总量增加会降低市场价格,而在总量增加的同时进行产品结构的合理调整,就未必不利于总体价格。新股发行只增加股市规模,而存量发行将极大影响股票结构,在增加流通股供给的同时,有利于我国股市的规范建设、健康发展。从宏观的角度看,国有股减持有利于解决我国股市根本矛盾,真正实现“同股同权”、“同股同价”、“同股同利”,完善游戏规则。不可流通的国有股的大比例存在,是我国股市的最大特色,但也是市场所有问题的根源,既不利于理性投资,也不利于资源配置,更不利于吸引外资。因此,国有股减持政策的实施,未必是股市的一大利空。相反,如果能将预定新股发行计划额度部分转为存量发行额度,并在配售价格上坚持实事求是,国有股减持甚至是巨大的市场利好。

为了促进资本市场发展,还允许证券公司进入同业拆借市场。即把货币市场与资本市场联接起来。资本市场和货币市场都是资金供求双方进行交易的场所,是经济体系中聚集、分配资金的“水库”和“分流站”。但两者有明确的分工。

资金需求者通过资本市场筹集长期资金,通过货币市场筹集短期资金,国家则通过这两个市场来调控金融经济活动。从历史上看,货币市场先于资本市场出现,货币市场是资本市场的基础。但资本市场的风险要远远大于货币市场。我国之所以要把证券业从银行业中分离出来,正是考虑这一因素。根据现代商业银行资产负债管理的要求,银行在追求收益性的同时,还必须充分考虑资产的安全性和流动性。由于银行负债的主要来源是企业的流动资金存款、结算用的活期存款和居民的储蓄存款,这些存款具有期限短、流动性强的特点,所以为了保持银行资产的流动性,使银行资产和负债相匹配,银行应以短期的流动资金贷款为主。而如果用银行的流动性负债去购买证券市场中的有价证券,尽管证券可以在二级市场上兑现,具有一定的流动性,但由于证券价格的波动幅度很大,存在着很大的价格风险,极可能造成资产的严重损失。因此,从银行的安全性角度考虑,银行的资金一般是不宜用于证券交易的。但考虑到目前我国金融市场发育的不协调,即资本市场的发育明显滞后于货币市场,资本市场资金供给短缺,而货币市场资金闲置过剩的现实,在特定条件下允许证券公司进入同业拆借市场,是有其必要性的。何况,伴随着商品经济、货币信用制度和银行制度的高度发展,经济生活向更高程度社会化、国际化、一体化演变,以及资金总供给大大超过总需求,从而竞争进一步尖锐化和金融企业追求规模经济效益以及力图降低单位金融服务成本,西方一些发达的国家也实行银行业务与证券发行交易业务交叉。我国目前实行的是把证券业务从银行业中分离出来,但又允许证券公司进入同业拆借市场,以调剂货币市场与资本市场资金余缺,支持资本市场的发展。

为了支持资本市场的发展,同时也为了壮大保险公司自身经济实力,1999年10月,经国务院批准,保险公司的资金可以进入证券市场,既可以在二级市场买卖已上市的证券投资基金,也可以在一级市场上按一定比例配售新发行的证券投资基金,证监会还将根据保险公司投资需求增发新基金。改革开放20多年来,我国保险业取得长足发展。1980年至1998年间,保险业的年平均增长率为39.6%,远远高于国民生产总值

9.7%的年均增长幅度。截至1999年10月,我国共有26家保险公司并有5家外资保险公司和中外合资保险公司在筹建,截至1998年底,国内保险公司总资产2007亿元。如何加强保险资金的运用管理,拓展资金运用渠道,提高保险资金的投资效益,是目前摆在保监会及保险公司面前的一项重要而紧迫的工作。由于以往的保障资金只能购买国债或者存入银行,近几年央行连续多次降低银行利息,并在1999年11月正式开征利息税,这些因素使保险资金的收益急剧下降,保险资金的收益率已经低于它对保户承诺的收益率,长期以往,保险资金显然将自身难保。使得发展本来就落后于西方国家的我国保险业日益艰难,各项业务不断萎缩。须要指出的是,我国加入世界贸易组织的谈判已经取得突破性进展。一旦加入,我国金融服务业尤其是保险业会受到更大的冲击。10多年来,我国的保险公司除了提高保险服务质量来争取保单,扩大客户群外,其所获得的保费收入如何获得最大的安全收益,也是一个大问题。而在西方保险资金的投资渠道比我国要畅通得多,除了银行买国债外,还可以进军股市甚至房地产业。所以,这次扩大保险资金的投资渠道,还可以增强我国保险公司的竞争实力,更好地奠定加入WTO的经济基础。从股市的角度看,由于我国股市起步较晚,市场规模尚处在不断扩容的情况下,流通市值近10000亿元人民币,假设保险资金20%进入股市,就是240亿元,这相当于12个证券投资基金的总市值,所以,准许保险资金进入股市会大大扩大股市资金的来源,增强股市的活力。同时保险资金通过配售证券投资基金进入股市风险较小,而且可以获得较大的一二级市场的差价所带来的利润,对于保险资金本身来说也是一大利好。从目前的股市来看,大盘尚处于弱市,此措施无疑会刺激市场的人气,而保险资金入市本身有安全性需要,所以会起到机构投资者应有的稳定股市的作用,降低股市大幅波动所带来的系统风险,对于中小投资者也会起到一定的保护作用。我们应当把保险资金入市理解为国家稳定股市而采取的积极措施,而且在以后国家可能会出台其他的积极措施,来扩大保险资金的运用渠道,包括可以直接购买股票等,其他福利基金也可能会相继进入股市。

1999年下半年以来,国家出台了包括券商增资扩股、股票抵押贷款、券商进入同业拆借市场、券商发行债券融资、证券投资基金扩大规模、发行制度改革(包括法人配售)、国有三类企业入市、储蓄利息所得税开征以及保险资金入市等一系列好政策,但股票市场并没有象人们所想象的那样,出现较大幅度的上扬。这固然有多方面的原因,其中一个重要原因,就是管理层对股票市场的功能,没有正确的认识。从理论上说,股票市场的功能就是资源配置,或优化资源配置。而资源配置的优化,就是指资源向优势企业倾斜。但在我国股份制试点和发展资本市场的实践中,人们往往把兴趣和着眼点放在筹集资金上,于是出现了把股票融资当作“圈钱”、“扶贫”、“解困”手段的倾向。客观地说,目前我国上市公司优势企业所占比重并不大,劣势企业倒是占了相当大的比重。一些地方和部门在选择上市公司时,并不是把着眼点放在优势企业上,其理由是这些企业日子好过,资金压力不大,因而较多地考虑发展有困难的企业,不仅把股票融资作为“圈钱”的手段,甚至把它作为缓解企业困难的政策性融资手段。他们为了使这些困难企业披上“合格上

市”的外衣,就只能在“包装”上面下功夫,弄虚作假等现象更是在所难免。与此相联系,我国现阶段的股票市场,还不是一个原来意义上的投资场所,进入股市的唯一赚钱手段就是做差价,不管长线短线,一定要做出差价才能赚钱,相信没有人是靠上市公司分红赚钱的。要做差价就要靠股价的波动,可以这样说,波动是我国现阶段股票市场的生命。股价波动本身并不定能让大家赚钱,但给大家一个机会,有机会的市场就有生命力,股民就有兴趣进来,新股就能源源不断地发出去。我们应当清醒地认识到,股票上市公司质量是证券市场赖以健康发展的基石和关键。在股票上市公司的选择上,我们一定要坚持选优原则,不可实施“扶贫”政策。

参考文献:

- [1] 中共中央关于国有企业改革和发展若干重大问题的决定[N].人民日报,1999-9-27.
- [2] 赵长茂.改善国企负债结构应多管齐下[M].瞭望,1999,(40).
- [3] 许经勇.经济转轨时期的我国金融控制[M].经济科学,1997,(5).

责任编辑:张友双

(上接第10页) 价格扭曲的现象大量存在,市场机制不能正常地发挥作用;三是市场主体在复杂的经济环境中往往难以作出相应的选择,市场机制难以有效地引导市场主体的经济活动。这样,在实行以市场经济导向为目标的经济发展道路的同时,政府有必要在经济中发挥重大的作用。

但是,这并不意味着凡是推行这种经济发展模式的都能得取成功。在政府主导型市场经济发展模式,政治组织和政府的施政能力是至关重要的。东亚的经验表明,要使政府主导型市场经济发展模式取得成功,必须具备一系列政治组织方面的条件。例如,要有一个发展导向的政府,要有一个强大的国家政治体系,要有一个高质量的经济官僚队伍,要有一个与民间保持协调关系的体制,要建立起政府、产业界、学术界、舆论界等密切联系、相互协作的机制,等等。韩国、台湾、新加坡等东亚国家和地区在60、70年代之所以能成功地实施政府主导型市场经济发展模式,很大程度上正是由于具备了上述政治组织方面的条件。

相形之下,同处于东亚的泰国、印度尼西亚等国家在实行政府主导型市场经济发展模式时,由于政治组织方面的条件未尽人意,结果遇到了许多困难和挫折。就泰国来说,在特殊的政治结构和社会环境下,这个国家政府更迭频繁。这一方面导致政府过于重视短期问题而忽视中长期发展目标,另一方面也直接影响到外国投资者的信心。同时,这个国家政府的施政能力也存在着不少问题。在泰国,贷款机构一直由政府支撑,由于政府的短视政策,从国外流入的巨额资金大都流向盈利性的房地产业,从而导致泡沫经济的形成;而用于工业部门技术改造和内陆开发的资金却严重不足。另外,在全球经济一体化的情况下,政府在放开金融市场的同时,没有实行必要的金融监管,结果招致了金融风暴的冲击。可以看出,不具备政治组织等方面的条件,政府主导型市场经济发展模式是难以取得成功的。这也是泰国等国家留下的重要教训之一。

责任编辑:张友双