

## 经济改革的现实问题和战略选择 - 从国企困境、信用瓦解、及民富国穷的源由谈起\*

### 陈平

这个讲演应该说是向在座诸位求教的一次宝贵机会。我也不知道自己的观察在多大程度上符合中国的实际。我十几年来一直在国外研究西方主流经济学的问题，中国问题的研究是一个业余的关怀。林毅夫预言中国经济的成长将会创造一代新的经济学家，谁能解释中国的经济发展，就有可能使中国人获得诺贝尔经济学奖。那么很自然的问题就是，中国改革的过程里面，有没有一些问题，是主流经济学所不能理解，不能明白的。而对这些问题的研究，会对人类经济学的基本知识有所贡献。我以为是有，例如中国的国企改革就给西方的公司财务理论提出严重挑战。

#### 拨改贷和 MM 定理的现实基础

去年夏天，中国留美经济学会和上海社科院开过一个国营企业改革国际讨论会。我见到芝加哥大学的诺贝尔经济学奖获得者米勒教授。跟他讨论时发现一个非常有趣的问题。你们诸位是否听说过金融理论里有一个很重要的部分叫公司财务理论(corporate finance)。其基础是两个诺贝尔经济学奖获得者，莫迪利阿尼和米勒的两个定理(简称MM定理)。简而言之，两个MM定理说，企业的股市价值跟它的债务结构没有关系；跟它的红利政策，即公司赚钱以后分不分红，分多少红，也没有关系(Modigliani and Miller 1958, 1961)。这些定理是在均衡理论基础上证明的。所谓均衡理论，是一个理想的，完全竞争的资本市场。没有摩擦力，没有交易成本，没有税收等等。当然我要提醒诸位，这两个定理的作者没有明确地说，他们使用了稳态随机过程这么一个假设。MM定理根据麦柯维茨(Markowitz 1952)的平均值和方差不随时间改变的假设才能证明。这两个定理的证明对经济学的思维有非常重大的影响，虽然理想化的理论和实际操作有非常大的间隔。

我不去讲西方对这个问题的各种讨论补充。我想到中国国营企业问题。我不知道当时制定这个政策的人在改革的过程里面，把以前财政部门对国企的拨款在1984、85年间改成贷款时是怎么想的。我想中国的领导人大概想的比较多的是具体问题，即怎样把财政背得很重的包袱甩给企业，本来是拨款的方式变成要收利息。但如果从均衡理论的假设来看，这个做法应该是没什么问题的。因为企业(负债问题)到底是由股票还是由借债组成跟它的价值没有关系。

但我们在上海讨论的时候，以及原来访问一些国营企业的经理厂长时，发现问题非常严重。有一个企业的经理跟我讲，现在国营企业的问题是不作技术改造是等死，作技术改造是找死。为什么呢，利息付不出来。社科院财贸所的王国光作了一个非常有趣的计算。现在国营企业的负债非常严重，假设用全国平均的国企债务结构来算，算三年期的贷款，大到45%的利润得拿来还本付息，也就是说企业的盈利必须要超过差不多50%。在任何一个正常的市场里是不可能有这么高的回报率的，除非投机。假如不改变这样的资产结构，则没有任何投资者会投资实业。

这个债务结构问题非常严重。严重在什么地方呢，在于迫使人们反省MM定理的基本假设。MM定理完全忽略经济波动的不确定性和利率的非线性定价(即不同信用记录的人，破产风险不同，贷款利率也不同)。芝加哥大学的经济学家叫弗兰克·奈特讨论为什么人们要投资时，就非常明确

---

\* 本文是作者于1996年4月在北京大学中国经济研究中心所作的讲演。记录稿发表在张志雄编《中国资本市场回眸》，财经丛书第三辑，学林出版社，上海(1996)。收入：陈平著，《文明分岔、经济混沌、和演化经济学》，第3.2章，497-520页，经济科学出版社，北京2000年版。

地区分了不确定性和风险，现在的均衡理论事实上只承认风险。因为风险的平均值和方差在不随时间改变的情况下可以测量出来(也就是它的统计分布函数不随时间改变)。但是按奈特(Knight 1921)和凯恩斯(Keynes 1925)的说法，不确定性是根本没有办法用数学的一个不随时间改变的分布函数来描述的。这样的话，你发现中国的企业面临这样一个问题：时间不确定性带来的风险，会使一个高负债率的企业面临破产的危险。现在大量的国营企业干脆借债不还，并不是主观上人人都是坏蛋。事实上不合理的拨改贷政策和融资渠道，导致不合理的资产结构，才逼得他们做出赖债的行为。

### 国企改革的目标和对策

现在有一个大的争论。认为国企改革的出路是实行股份制或产权清晰，实行现代企业制度。什么样的产权安排叫现代企业制度？去年夏天时，我发现米勒非常有意思的特点，是他学术倾向和务实对策分得很清楚。他本人一方面在学问上是欧美型的自由市场经济坚定的信奉者，但对国企改革的实际问题，他非常明确地说，产权制度的安排是没有一个普遍有效的药方。如果作一个极端的分类，你就会发现有二个类型：英美类型依靠股票市场来评价企业，它的特点是企业的短期效益很高，但投资不足。如采用西德、日本类型，大的银行交叉控股。这些经理有相对独立的权力，不怎么管股票市场的影响。它的长处在于有长期的行为，但经常投资过度。和中国人情形非常类似。

我的感觉，产权当然是件重要的事，但是把产权作为解决国营企业的一普遍药方，事实上很难实行。具体来说，国营企业最重要的是两个问题：一个是激励机制问题一个是结构调整问题，国营企业的委托一代理关系，凭什么要提高效益，而且要从长期观点考虑问题。这也是林毅夫和张维迎的争论。我认为他们两边都有道理。我现在只从操作上讨论这个问题。操作上，我认为直接有用的学问，就是公司财务理论，而不是微观与宏观经济学，那些是从平均意义上来讲的。

到底国营企业改造为了什么？我觉得现在咱们的财政观念太强大，好象解决国营企业问题，就是因为包袱背不起了，但如果看其它国家，他们国营企业改造的目的主要是为了提高国际竞争力，而不是为了解决财政负担问题。

举例说：80年代英国、法国实民营化他们的目的非常清楚英、法的国际竞争能力每况愈下的原因，是原来搞的全民社会福利太沉重。养了一批工人贵族，你要改哪个福利政策都改不动，一改，工人就罢工，所以他们民营化的目的就是和当年斯大林的政策相反，当年斯大林的政策是逼小资产者为无产者，强迫他们革命。而英法他们的目的是要变工人为股东，然后进行改革。撒切尔夫人一个很重要的策略，就是通过出售国营企业的股票，使英国持有股票的股东人数超过工会会员人数；而且让国有资产的钱不是分散在少数资本家手中，而是分散在多数人手里，然后才能进行制度改革。所以他们制度设计时跟咱们相反，不是希望把赔钱的企业推出去，而是首先要把最有盈利可能的国营企业股票卖出去，而且低价卖出去，保证买到的人是多数老百姓，而且人人拿了稳赚稳发，然后他才会支持国家的制度改革。

第二个例子我想举的是西德在和东德合并以后，西德成立了一个公司，专门对东德的国营企业进行改造。他们的目的也非常清楚，他们发现东德的人力非常好，教育程度非常高，但东德设备都过时了，按西方标准它不能竞争。所以要技术改造：引进外来投资要兼并东德的国营企业，就要看投资下去生产什么，生产出来的产品是否具有国际竞争能力。按这个标准进行评价。而谁来决定这件事情呢？他们请西德本行业专家来决定采用谁的投标，由财政官员决定，而且避免地方政府的干预。同时还兼顾第二个目标：要求在类似的技术竞争的情况下，要最大限度地少解雇工人。这两个社会目标我们都可以采用。如果象美国兼并风那样大量将工人裁员，资本家钱赚了，社会包袱沉重了。

我觉得我们的目标不清楚。国家的竞争能力并没有提，所以他们的目标非常清楚，那我们的目标为何呢？我以为具体问题要具体分析。

如果我们简单地分类一下,我觉得中国国营企业的问题可以分成三类(我并没有统计数据,在坐的行家都比我清楚):第一,可能1/3左右问题是冷战以后造成的结构转型。比如说中国在冷战时不得不开采贫铁矿,因为帝国主义封锁,不得不得力更生。现在开放以后,可以进口澳大利亚、秘鲁铁砂,在沿海地区例如宝钢建钢厂,象日本、南韩一样进口优质原材料炼出廉价的好钢赚钱。原来开采贫铁矿的企业无论谁来经营都是要赔钱的。这根本不是个体制问题,而是后冷战时代的结构调整问题。这种企业只能把它关闭。中国到现在始终不作关闭的决策,也就象植物人样老要输血。何不将每年输给它的社会安定团结费,将5年、10年发救济的钱加起来,一下子发给工人,作迁散费,工人重新改行去学习,为什么不可以呢?美国加州前几年非常萧条,大批和打仗有关的军工企业关闭,冷战结束使大量科学家失业,现在军转民成功,经济又开始复苏。这问题实为一个结构调整问题,慢转不如快转。

对第二类国企的问题:如果是高科技、战略性产业,如需技术更新,要提高效率,中国已经有成功经验,不见得要在所有制上进行大手术。最好的例子有两个:一个是中国的民航,原来服务效率非常差,拆成几个公司,竞争以后,效率马上上去了。还有中国的造船。如果说有些企业,比如说中国的电子计算机行业,长期以来始终落后,不行的话就引进外资,然后进行竞争。这样的结构调整要么国家投资,要么引进外贸。应由谁来决定呢?如果成立一个国有资产管理局,把这些高技术产业交给财政部来决定,它不会对技术政策进行评价。更好的办法是把原来的部改成几互相竞争的控股公司。关键的一条是打破行政垄断和商业垄断。我原来在科学院做核聚变。二机部一家做的时候效率很低,引进科学院的竞争,马上效率上去了。现在的邮电部或其它部门,最大的问题是改善效率,办法就是引进竞争,打破部门垄断。道理非常简单。

第三类国企问题:就是大批原来为了解决吃饭问题的中小民生企业,中国政府已经有明确的决心,把它们租让、拍卖、兼并等。主要用产权交易的办法来选拔经理人员,改善经营管理。要防止产权交易过程中私相授受,国有资产非法流失,最有效的办法就是程序公开合理,转让或兼并要公开招标,留出足够的竞争时间来观察市场反应,以及改进会计和税收制度。但是,不能用防止国有资产流失的名义无所作为,听任国企亏损、管理不善的现象继续下去,成为拖垮好企业的债务黑洞。

### 资产结构、产权安排、和激励机制

依我的观察,不少国有企业并非真的亏损,而是因为缺乏改善经营的激励机制,而自找出路。有的国有企业把盈利的产品和优秀人才拿出去办股份公司、或转让技术给关系企业,以把新项目的利润留给自己支配,把老弱病残和历史债务留在老企业报亏损。这种金蝉脱壳的公司重组办法在西方也常见,因为制造某个亏损企业可以合法避税。要解决这类问题光靠撤职查办不行,关键在给国有企业和地方政府合理的激励机制,使个人利益、集体利益、能和国家长远利益一致。这才是产权体制设计的核心问题。西方每个企业都面临类似的问题,但解决办法各不相同,因为涉及到短期和长期利益的矛盾,以及公司内部集权与分权的矛盾。我在这里讲几个案例,给大家参考。具体问题还得具体分析。所以西方的顾问公司在结构调整中大有市场。

这里有一个问题,就是前已述及的怎么划分中央、地方、企业的债务、资产结构,到底多少资产是企业的,企业自己要有积累的机制。否则激励机制必为短期行为。

最近我去请教了我的一个朋友,他在美国公司里面经管过怎么设计西方公司经理阶层的工资、奖金。对厂长或企业经理而言,他有很大的利润实际支配权。由于信息不对称,上级或董事会很难监督真实的财务状况。会计制度上有很多余地可以提高成本,降低利润。例如,我可以给公司(实质为经理专用)买专用飞机、豪华汽车给自己享用,也可以给职工发福利讨好群众,也可以给股东分红讨好上级给自己升迁铺路,也可以作长远投资,让股票增值,但未必对个人前途有利,因为项目见效时,可能经理已经换届了。所以美国的股份制未必能解决“委托-代理”问题。

有什么机制保证经理从长远利益着想呢？美国的办法是设计一奖励机制，把基本工资定在几万美元，但把奖金和股票期权的数额和在未来几年之内的股票增值幅度挂钩，做得好的话，工资以外的奖励可能10倍以上于工资，好好干上几年可保终身无虑。这使接受委托的经理阶层有非常大的动力，要将公司股票增值。更极端的办法是“杠杠兼并”(leveraged buy-out)。即投资银行发现有能力的经理没有可盈利企业的支配权时，干脆借钱买下公司在公众中的控股权，然后和有能力的经理签定合同，假如几年之内该经理能励精图治、还清债务，扭亏为赢，就让管理有方的经理变为最大的股东，即和“所有权和管理权分离”的思路反向而行，把有能力的经营者变为所有者，彻底消除“委托-代理”问题(Anders 1992)。其可能的代价是短期内增加社会成本，例如经理为降低成本而尽量解雇冗员。但中期看，美国九十年代的兼并潮似乎使美国企业相对德日企业，大大增加了近年的国际竞争力。

目前的国营企业，即使变成了股份制，目前有什么机制使厂长有动力把企业搞好，而不是发财归己，亏损归国家？我觉得似乎没有。恰恰相反，我们常常观察到一个企业做得好的话，任何上级部门都愿意插手，让哪个闲官调到此赢利企业，继续发财升官。反过来，做得不好的企业还没人换他的位置，或者说再差了换个地方还可以升官。如果用行政办法来试图解决激励机制问题，你接着就得问给上级部门什么激励机制，使他们能选拔优秀的经理。要走出这个怪圈，得两条腿走路，借助金融市场。

### 金融落后加重国企困境

前面说过，中国国营企业说到底三个问题：

一是激励机制问题；二是资产结构问题：到底多少 该是企业 的自有资产。以前企业积累那么多年钱，为什么全算成向中央借的债，这样使企业风险太大无法生存。三是结构调整问题。这三个问题说到底，我认为都是公司财务理论的基本问题。而公司的发育不可能离开一个健全的金融市场。

改善企业的财务风险管理问题，如不在一个发达的金融市场里，没有多样化的金融创新工具，是不可能做的。

现在流行的一个观念认为：中国现在的银行背了财政部的包袱，被国营企业拖垮了。我的观察因果似乎应该倒过来：是中国金融体制的落后加重了国企困境。

中国政府从计划经济体制下有一个非常保守的观念(东亚国家亦都有此观念)，把金融系统看成政权稳定的基础。东亚国家开放金融系统都非常慢。因为开放非常之慢，所以造成许多问题。例如非法集资，地下钱庄，信用混乱，贪污寻租，税负不公等等。

中国在1994年进行财税改革的时候，我曾经有个疑问：没有发达的银行服务，能否建立完善的税收制度？任何一个落后的制度安排都是适应于一个落后的技术基础的。不可能在落后的技术基础上，有先进的制度安排。不少人动不动就把中国的实际问题当做是政治问题。我的观察相反，中国的政治问题绝大多数都是技术问题造成的。在一个电子计算机网络不发达、金融市场地区部门分割的情形之下，要想有一个先进的税收系统是很难的。

政府派税务员坐镇企业收税，如果税务员收企业的红包，他反而帮企业逃税，法不治众，你如何监督？国营企业改革战略。如果想从所有制着手的话，我认为非常难动手，君不见美国搞那么多律师、会计师，还得借助金融竞争、企业兼并作为最后的市场约束手段。如果从金融着手，就可以打破中国所谓的恶性循环的怪圈链条。

### 灰色经济恶性扩张导致民富国穷

现在中国最大的问题，可用四个字来概括；(当然任何概括都是有危险的)就是民富国穷。一方面经济发展非常快，老百姓收入涨了两倍，银行有3-4万亿的居民存款；另一方面国家非常穷，中国的财政收入从GNP的百分之四十几降到百分之十左右。国营企业连流动资金都没有，别说技术

改造了。银行钱多还不敢放贷出去。一方面股票市场非常低落，国债推销也非常困难，另一方面地下集资(非法集资，在台湾称地下钱庄)非常的繁荣。

我们应当反思：如果经济犯法的是少数人，那坚决执法就行了，如果经济犯法的是多数人，倒是要考虑法律是否有问题，例如操作上是否可行。

我前提到过，现在西方的货币理论和统计方法有问题。货币学派的弗里德曼认为货币流通速度是一常数，实际上七十年代后的美国并不成立。新古典经济学一个非常大的问题是完全忽略货币流通的中介过程。美国有人作过调查，美国货币(我指现金)三分之一不见了，到底流往黑市经济还是流到外国去了？不清楚。美地下经济成分，大概占百分之五到十五的GNP，印度问题更严重，灰色经济的规模估计在百分之二十到六十的GNP之间。中国灰色经济的成分到底是多少，我想保守的估计大概在印度美国之间。我们在美国上街，口袋里揣20元钱就得了，要抢的话，就给他买路钱；钱要多带的话就亏大了。我不能想象中国许多采购员拿旅行袋装现金到处跑。我听说有报导有一个人买股票，卡车拉了63万人民币，整个交易所只好关门数钱。这对有银行系统的经济而言，是非常荒唐的事情。

中国现在税很难收上来，是国营企业的包袱越来越重的原因。国营企业以前收税有个基数在那承包。大量的三资、私营，乡镇企业，还有国营企业派生出来的第三产业，都比老国企易于避税逃税。政府收不到税。高薪养廉也不可行，基础设施、大学教育科研均没有投资。前面讲到的国营企业的技术改造，还有关闭企业工人的安置、转业、劳保、福利，统统成问题。所以现在大家关注的国企困难和三角债问题，归根结底，就是因为地下经济和灰色经济恶性膨胀，反向淘汰机制导致社会的恶性循环，不是优胜劣败而是欺胜诚败。落后的金融体制有点逼良为娼，让本意守法的经营者也逼上体外循环的邪路。

为什么大量的老百姓用现金交易，而不经过银行系统，我想道理非常简单：第一，中国金融服务非常落后，即使银行工作人员非常守法。存一张美国支票到中国银行兑现出来，在国外约3天够了，在中国原来要一个月，现在要四十五天。如果从北京转发一张支票或签一个汇票到到广州，一个礼拜到一个月都未必能兑现。原因在哪？

第一、计算机没有联网。我问过中国的国有大银行，盈利非常多，但专业银行的利润全部上交。所以银行主管即使想要现代化的计算机系统，也没有权和钱。全局对金融没有长远规划，财政每次只给非常少的钱，买几台很不管用的计算机，然后过两年再买，根本联不成网。这样重大的问题上，本来有社会主义优越性，应该统一规划。却让金融这么一个要害部门，技术革新完全落后。原因在中国的金融体制基本还是计划经济的行政传统，没有市场竞争的观念。

第二，因为技术落后，造成部门垄断。中国现在专业银行的服务项目非常少、网点设置相当稀，，服务动力非常差。领导的主要注意力在防止出错而非改进服务。行业垄断给办事人员造成以权谋私的寻租机会。打白条绿条的办法其实跟王熙凤截流生利的办法一样。你的钱存进来非常容易，取走非常困难，让钱在我这儿多呆一个礼拜，等于我获得一笔无息贷款，拿出去再放高利贷，这样赚的钱归我了，这是一个非常简单的办法。

### 市场经济下金融的战略地位

在任何正常的市场经济国家，大部分商业交易是经过银行进行。现代银行的功能主要有三：一是提供快速的金融服务，全球金融交易电子化可以实时操作，大大加快流通速度，提高了经济效率。二是提供安全的信用服务，存户的付款能力和履约记录由银行监督，可以有效地防止欺诈行为，保证良好的经济秩序。三给政府监控和税收奠定技术基础。没有银行提供的客户收益信息，所得税的征收便失去客观依据。以此观之，中国目前的信用瓦解和经济秩序混乱，主要源于银行服务的极端落后。大量的银行“血栓”或“心肌梗塞”迫使企业间的商业交易体外循环。这种金融乱象的程度应当看作“金融地震”的预兆，决不可以掉以轻心。

如此巨大的现金体外循环，造成严重的社会后果。其一，个人、企业间的信用瓦解，欺诈抢劫的成功率大大增加，借贷和投资的风险亦大大增加。据国外经济学家估计，中国这些年流出国外的资本与进入中国的外资规模相当或更多。中国居民的银行储蓄急剧增加，存款增额大于贷款增额。可见中国并不缺乏资金。中国目前的市场灰色利率在百分之二十以上。通货膨胀并不全系投资热造成的，也系成本推动引起，高利率是一个重要的原因。中国投资的成本升高，很大程度上是由于信用瓦解，债务黑洞造成的风险增加。如能建立信用制度，恢复金融秩序，将有助于降低实际利率、缓解通货膨胀，保证经济的持续发展。其二，大量的体外循环、现金交易大大为企业增加逃税的机会，使税务负担集中于难以逃税的国营大中型企业和诚实交税的民营企业，形成诚败欺胜的反向淘汰机制。派往企业查帐的税务人员可以轻易地与企业合谋逃税，因为并无银行的监督。政府越是加强宏观控制，加强行政方式征税，体外循环，腐败寻租越是盛行，好的企业越是容易被不良企业拖垮，形成恶性循环。不难看出，银行服务的落后，拖位了经济改革的后腿。没有发达的银行服务为基础，税制改革难以施行。

由此可见，金融改革的滞后严重拖住了货币市场，和资本市场的发育，进而加大企业经营的风险。不首先改善金融服务，恢复金融秩序，抑制灰色经济，就不可能建立信用制度，保证公平健全的税收。不扭转国家财政收入下降的颓势，国营企业的改造根本难以推行。不提高金融信息服务和金融监督在项目选择及风险管理上的水平，重复乱上投资项目，粗放式经营，和债务黑洞的痼疾亦无所制约。金融改革必须比大中型国企改革先行，至少要同步。

为什么发达国家的第三产业超过第一、第二产业？很多人认为第三产业只是开几个饭馆、旅馆。其实第三产业里最主要的就是金融。

后冷战时代，全球竞争的主战场不是以前的两弹一箭，最主要的是三个工程：计算机、生物工程、金融工程。金融工程可以创造很多价值，可以提供很多服务，而且整个经济现代化，包括产权怎么交易，经济怎么搞活，税怎么收上来，如何建立信用制度淘汰劣的选择优的，离开一个现代化的银行系统根本不可能做这件事。银行系统不应只是财政的一个口袋，它是收集信息，做信息服务，象神经系统，循环系统一样重要。

### 信息不对称和金融的动态风险管理

在此问题上，我批评西方的信息不对称理论过于简单死板。它认为银行为何不愿借钱给愿出高利率的人，因为怕你根本就不想还。信息不对称理论的言下之意，去借钱的人知道自己是好人还是坏人，这是先天就定死的，就象以前我们查三代一样，查成份可以代替看表现，这是一个静止而非演化的观点。似乎想赖帐的人是生来如此，不是环境逼迫的。金融风险管理的核心问题不仅在静态的资产结构，而且在动态的现金流的周转余地。事实上因为破产会破坏债主的信用，除非资金周转失灵，西方经营者很少赖债。这是个动态的行为和管理问题。如果债务结构不合理，如果选择规则不合理，本来想守法的人也没办法，在倒闭的风险面前，他可能铤而走险。所以中国股市和期货市场的反常波动问题，不是单靠行政手段就能解决根本问题的，需要研究建立激励机制。

### 银行系统也要以开放促改革

怎么着手金融改革？各国的政府主管往往把金融系统当成宏观控制的工具，尤其是控制通货膨胀的工具，而民间经济学界很多人呼吁金融改革，却集中在银行商业化和利率市场化的目标上。这中间的差距在利率市场化过程中不确定的风险很大。中国现在的情形是一个非常不均衡的系统：地区差距大，国营企业之间差别也大。目前可以谈利率市场化的方向，在实际政策实施上必须谨慎从事。因为利率市场化必然导致一批企业破产。如果目前税收不能保证，就难以发安定团结费养活这些人。

中国改革的一大经验是开放促改革。如果在封闭系统里进行利益调整，象王安石那么改，就一定要失败，因为没办法把饼做大，只在重新分配问题上工夫，就会侵犯很多人的利益。

我的建议：下一步经济改革最需要，也是最可能做的一件事情：逐步推行金融开放，打破金融界的垄断，加强金融服务，改善经济秩序，促进经济增长，然后在增加税收的基础上进行国企的结构调整，可收事半功倍之效。

台湾在金融改革上的经验可以借鉴。台湾原来在蒋经国时是强人统治，政府对银行的垄断非常厉害。后来李登辉掌权的时候，政府功能非常弱。一下子开放股票市场，证券交易所的数目比上市公司还要多。股票飞涨之后，原来干了好多年的那些计算机公司的工程技术人员不愿干了。看你们一天之内就暴富了，我还干什么。本来很团结的一个团队，马上拆成几个公司上市，个人都发了，整个行业的竞争力却下降了。这给台湾一个很重要的教训，即开放不能开得太快。人才是否有水准，有训练，决定了政策能否成功实行。不是说有一只看不见的手，一放开市场自然就发育了。台湾金融开放也非常被动。地下钱庄盛行时出丑闻了，这和无锡非法集资的情形是类似的。我许诺给你50%的利息，不可能赚到那么多钱，我就拿别人新的存款来作利息，最后一定要卷款逃走。一逃，社会安定就有问题，政府只好赔进去。

中国现在并没有象美国那样的联邦存款保险系统，银行倒了以后对储蓄的存款保险到10万美元。咱们没有这个系统，但如果银行开放就有这个问题。台湾的银行开放民营是在金融风暴骤起，地下钱庄倒闭的逼迫下实行的。后来台湾金融开放时，吸收了股市开放过快的教训开得相当慢，对新设银行负责人的资格审查很严，使民营银行争雇政府财政金融部门的现任或退休官员，间接促进了官员的养廉。咱们现在很象台湾金融开放前的形势。这么多的非法集资，光靠行政命令的约束不可能。开放的话，不能放得非常快。

### 金融改革的可行方案

考虑国外经验和国内现状，我们建议如下步骤推动金融改革：

#### 拆散专业银行，促进横向竞争

金融改革第一个比较有效的办法就是把现在的专业银行拆散重组。这办法不是我发明的，虽然目前我不能查明出处。我听说金融系统前几年已经有人提出来，内部讨论过。我觉得拆散的道理是要防止垄断经营。不是把现在一个中央银行拆成四个专业银行就能解决问题，因为仍有行业区域垄断。二 银行服务的功能在普设网点。在每个地区，小到乡镇，至少要有二、三家银行进行竞争，同时逐步开放民营的银行，包括地区发展银行。这样竞争服务的话，即使在利率没有完全放开的情形下，你也会把效率提高，会鼓励金融的服务发展到全国每一个城镇。让体外循环的资金进入体内。

#### 完善经济立法，促进体内循环

第二步就可以改商业法律：一万元以上的人民币的交易，如果不经银行转帐交割的话，发生经济纠纷，法庭不受理。现金交易的人自己承担风险，现钱而非银行票据被人家坑蒙拐骗是你自己的事。如果电子交割机传送速度非常快，没有理由搞现金交易，除非你想逃税，而逃税需承担风险。这样可以把大部分灰钱化暗为明。以后就可以做到公平税负，并保护合法的权益。

#### 建立鼓励纳税的信用激励机制

第三条，还要改一个放贷的操作规则，建立交税的激励机制。银行凭什么规则发放贷款，贷款额度是怎么确定的。现很多是条子贷款，地方政府干预要银行贷款，或者另一个办法，按资产算，你这国营企业越大，你资产越多，我借给你钱越多。但是要知道一个企业越大，事实上可能负债越多。借钱越多越可以赖债不还，大量呆账就这样产生，在国外的话，借贷有几个标准：一看你的

资产，有资产可以抵押，没有资产抵押，当然风险比较大。二是看你交税的记录作为你信誉的依据。为何这样讲呢？前面已讲过，我赚的钱可以私分掉，我也可以公公正正地拿来发红利，发给股民，我也可以再投资，技术更新使股票增值。什么样的机制来激励他呢？国外的道理，赚钱的机会取决于信用，拿人家的钱来赚钱。守法交税说明我一有盈利能力，二有诚实人格，愿意和大家分享成果。所以交税越多，信用越好，银行就愿意借钱给我。我越能借到钱，越能发展，政府越能收税。一旦经济秩序有良性循环，别的事情都好解决了。现在我们这种情形是一种恶性循环，越交税负担越重，越逃税越富，你就没有办法了。

### **建立全国的信用制度**

第四个重要的事情，要发展自律的民间组织来维护健康的市场秩序。原来认为经济思路就是两句话，要么相信市场看不见的手，要么相信政府能够解决公共服务问题。现在发现都有局限性，市场有局限性，政府也有局限性。那怎么办呢？就要引进第三层，按国外的讲法就叫引进民间社会，在政府和企业之间政府和个人间要有个社会中介组织。你是不是可以把银行系统看成中介组织？我觉得可以，但还不够。还有个中介组织非常的重要，就是信用制度，我们国内的人都不太重视。我跟米勒讨论的时候他就提出来：中国怎么那么多人卖假药，这是很奇怪的事情。竞争老是恶性竞争。我们想了半天发现中国没有信用制度。什么叫信用制度？诸位如果要上大学的话要查人事档案，要看你以前是不是犯过法坐过牢，这是一个政治的credit。但经济上你借了钱不还，坑蒙拐骗为什么没有记录？经济档案就是一个信用记录。在国外不借钱的人是没有信用的，你经常借钱、按时还钱，你就有信用记录。借钱借得越多按时还钱，你信用越好。开始的时候你没有信誉借给你的钱只给你的资产或收入的1/3，积累了一两年如果你有信誉的话，可以几倍于你的能力借给你，这就是你信誉的价值。西方每个银行除了信贷部以外，还有一个独立的信用部。由信用部来确定每个客户信用的上限——可以借多少钱给他，这样可以避免债务黑洞。美国还有一个全国性的民间组织，不是一个行政机构，即全国信用管理协会 NACM (National Association of Credit Management)，每一个城市的信用机构都成立协会，全美联网。比如说你在北京骗过以后再逃到广东去骗，他那边要来借钱，在美国只要打一个电话，或付款让信用公司在计算机网上一查，就把你的信用记录查出来了。这样一个信用制度的建立对中国也是非常重要的。但是信用制度离开了一个发达竞争的银行系统，是根本不可能建立起来的，靠行政部门去建立更不可能。所以建立民间的自愿的和自律的信用制度是一个非常重要的事情。

### **建立金融干部的信誉资格**

竞争过程最重要的媒介是一个发达的、竞争的、有效的金融市场。中国现在如果开放金融系统竞争，把原来的国营银行拆散竞争，并不会触动现在的既得利益，反而会提高银行系统的工资。靠收红包的钱致富得冒丢官坐牢的风险。银行竞争市场马上就会发现哪一个人既能干又正直。要开设新银行最重要的标准不仅是起资产，而是你有没有创业人才。一个廉洁的前银行官员或是一个原来不受重用的部门科长非常能干，他跑到另一个银行可能去当经理去了。他的工资马上就长。然后他去进行国营企业的兼并也好，信用监督也好，都比行政部门要好很多。中国以银行为依托发展社会服务，建立信用制度，就可以有效地抑制灰色经济，抑制体外循环。钱从银行之间走，有信用记录，税收才能有效，可以不依靠人去收税，依靠人收税就给贪污制造机会。依靠计算机网络来监督，收税就容易得多也公平得多。在这样的前提下，你进行结构调整，进行社会福利制度的改革，安置失业工人，基础投资，教育，就都有经济办法了。

### **鼓励专业分工，促进产业升级**



最后一个重要的事情是金融机构本身的合理化，关键在建立劳动分工的良性竞争。中国大量存在的重复建设和一窝蜂投资，反映中国的金融系统没有专业分工下的竞争机制。中国重复引进彩电生产线百余家，家电企业形不成美日韩那样的大型国际企业和规模经济，原因在中国的金融系统完全没有产业分析部门。

美国银行竞争激烈，所以每家银行都有明确的专业范围，不会轻易冒险进入自己没有人才和经验的行业。为了防止金融机构的过度投机，美国的储蓄投资银行和信用社，对经营范围有严格限制。美国的大型投资基金会细分为航空、医疗、化工、零售等许多专业投资基金，投资者可以依据行情的变化在各项基金间转移，但专业基金的经理不得跨业投资。比如你主管航空公司，前几年很不景气，你只能卖掉经营最糟的航空公司股票，买进经营较好的航空公司股票，或干脆手持现金等待转机，而不能把钱转投房地产。美国每年公布各个专业基金管理效益的排名榜，以建立专业评估信誉。全美各个产业的增长率、资产结构、利润率、市场份额等信息都每年收集公布，供投资者参考。所以美国金融市场的制度安排，对促进高科技发展很有注意，不均是提供融资服务，而且提供产业政策的市场评估。中国目前的体制产业政策仅由计委管理，金融结构按条块管理。银行没有产业调查系统，地方政府干预银行业务而没有全球的竞争信息。所以各地大上冰箱、空调机时，由于信息和投资的时间延迟，到投产时市场已经饱和。如果有专业银行进行项目评估，从全国乃至全球的市场规模出发考虑，就会避免中国大量的重复建设。

中国目前已有专业银行的雏形，例如中国银行专营外贸，建设银行专营基建。问题一是条块分割，没有规模效益和全球竞争目标，二是行业之内没有竞争。假如把中国银行分为三家竞争，效率就会大增。工商银行太大，应当细分为机电银行、化工银行等专业，每个专业又分为全国性的地区银行，例如华东机电银行，东北机电银行等。最终形成每个地区、每个专业，都有至少两、三家跨地区经营的专业银行竞争，以扶持跨地区的专业企业集团，则中国的企业才有可能和世界跨国企业竞争。则投资的战略选择能力将大大改善，产业政策才能从计委领导的理想规划，变成金融战场的激烈竞争。

在银行改组过程中，吸收了解产业的人才才是关键。我建议用双向选择办法，将终于各部和各省主管产业政策的部门一分为三，一部仍管计划，一部管规则，另一部分人才输出到竞争性的商业银行。在银行成立产业调查部，对大型项目的贷款投资，不仅由银行的信用部进行信用评级，而且需产业部进行项目评估，不能只由目前行政层层审批的办法来作投资决策。对新设银行的业务范围，要限制在主业和相关业务之内。为了分散风险，允许每家银行有2-3个主要产业，但不许轻易跨业调动资金进行投机，有如前几年的房地产投机的问题再发。银行监管机构对银行按专业分布的资产结构进行监督，是风险管理的重要内容。

### 建立全球竞争观念，从长计议体制建设

这里无法讲很多具体的细节。以上的讨论，表面上看起来是一个操作方法的改变，但事实上是一个思想方法的转变。要解决中国国营企业的问题、中国经济发展的问题，其出发点，到底是静态的、均衡的观点，还是要全球竞争的，动态的观点？

前面讲了英国、法国和、西德，进行国有企业的民营化，他们的目标非常清楚，不仅仅为了降低政府的财政赤字。很重要的一件事情，是从全球竞争的角度来考虑，如果福利劳保的负担太重，就会降低全球的竞争能力。如果不鼓励长期行为不进行技术投资的话，就会失去全球竞争能力。

西方的均衡理论在理论和实践之间有很大的差距。一般的股民投资，他的时间尺度非常短，大概只看企业前景三、五年，拿三、五年之内的未来预期回报率去计算它股票的价值，最多只能解释可观察到的股票价值的5%都不到。所以很大程度上他对这个公司的评价，是取决于对这个公司的经营管理能力和它的将来竞争战略地位，对这样一种预期来进行估价。中国在进行国有企业改造时，最重要的是要建立一个长期的观念，或者说是一个全球竞争的观念。我觉得把国有企业保值作为一

个改革的目标是短视的，在操作上也难以执行。西方的企业家都知道，假如你的某项产品、或某个子公司的技术完全过时，那就得尽早停止损失(cut-loss)，因为你的亏损企业的现金流是负值！处理越晚，罐头并转越晚，对国家和工人的机会成本就越大。当然任何人拍卖自己的资产时，都愿意多卖点钱。但假如没人出你要的价钱，那忍痛割爱也比把自己绑在过去的包袱上强。

### 算社会账、定操作规、下战略棋

我讲一个故事，我自己所在的美国德州首府奥斯汀Austin。原来德州主要的产业是石油工业，石油价格跌了以后很多都关门了，政府的收入就很少了。经济衰落，房子就卖不出去，呆帐一大堆，大批的银行破产，政府被迫接收大批没收下来的地产卖不出去。然后犯罪率升高，没有钱造监狱，犯罪的人都关不进去。当时美国发生储蓄银行危机，因为通货膨胀利率上升，银行的风险不对称，吸收的短期存款，放出去长期的贷款。买房子15-30年为期。长期贷款和短期存款之间风险没有办法匹配，造成很大的危机。和咱们国营企业流动资金沉淀的本质是一样的。

### 减少损失(cut-loss)而非资产保值

当时美国政府估计美国储蓄银行的危机造成的损失大概是5,000亿美元。国会通过成立一个清算公司，专门来处理这批政府没收了的破产银行手上的房地产。给他们的任务非常简单，不是为了保值。因为如果不及时卖不出去，资产会加速贬值，看管维修费不得了，房子会越来越差。它们的主要任务就是怎么尽快脱手不成为包袱。

拍卖房子本来十万的就卖七万、八万、五万。最后剩下的房子三万也卖不出去，尤其黑人区边上的房子谁敢去住啊？那些地方犯罪率那么高，又贩毒。所以最便宜的时候房子卖了多少钱？卖一个美金。一块美金等于白送怎么保值？本来这个房子值几万，怎么卖一块美金？但他们的操作规则制订得非常妙。

### 市场行为，规则敏感

我介绍过经济学里一个新学科，实验经济学，发现一件很有趣的现象：规则相关(rule-dependence)。不是说看不见的手自动就会保证一个最优的行为，而是说市场行为的稳定或发散、市场选择是存优还是选劣，是规则相关的，跟你怎么设计游戏规则非常有关系。设计得不好，你就出现一个逆向的淘汰。

清算公司规定的规则很简单，据我知道的大致如下：第一，购一块钱房子者，必须在贫困线以下。这是扶贫而非发财的门径。第二，必须是你买的第一栋房子。如果想把第二栋房子拿去出租，再赚钱投机就没你的便宜份了。第三，你必须住进去。你不住进去的话没有办法改变这个贫民区的社会结构。第四，(这就讲为什么西方银行这么重要，一定要让银行参与进来，而不是一个行政管理。如果是行政管理的话，你根本管不过来)你住进去的条件是，最少要借一千美元的贷款，而且是低利贷款，政府贴给银行利率(咱们不是讲地区差别吗？利率和市场利率是一样的，但地方政府可以贴息给银行。中国与其给失业工人发救济，不如给他们发放创业贷款。如果穷人借不起，政府可以补贴你的利息，使银行可以按商业化竞争经营)。你借给他这些钱以后呢？他本来宁愿拿失业救济，也不愿意干修路、扫垃圾的活儿，这回他突然变成有产者了，赶快就要保住这个房子别丢了，他一定就会去找活干，一定会守法，而且拼命赚钱，还债交税，以保持他的银行信用。

### 国有资产廉价转让可以有效扶贫

当时我并没有想到这套办法的效果有多好。几年以后，我们那儿来了一个俄国物理学家作访问学者，要去看看美国的贫富差距问题，我就带他去看那个黑人区。那地方以前我只去过很少几次，到那儿以后俄国朋友说这个地方很好啊，我也大吃一惊。原来那个黑人区我去的时候，你都不敢停

车，黑人失业无所事事满面杀气，房子破破烂烂，荒草长一人高。结果现在到那儿一看竟然是干干净净、安居乐业的景象。处置政府接管的房产，本来是国家一个极大的包袱，现在拿来填了一个犯罪的洞窟。当初政府清算公司把房子贱卖了，你说国家赔了还是赚了？如果美国有个国有资产管理局在那里看这件事，它也会认为这是国有资产流失。但从社会上来说，它增加社会效用，不需要增加警察、监狱，也不需要发那么多失业救济金，把地区扶贫问题解决了，总是社会之得大于财政之失。况且财政从长期来看也是合算的。

### **抓住新兴产业是发展战略的核心**

光靠扶贫是不足以改变一个地区的经济困境的。最重要的事情还是要开辟新的高科技产业，要把产业多样化、多元化。宝押在一个产业上头，象德州原来押在石油上头是不行的。一个风浪、一个石油价格下跌，依赖石油的经济就垮了。所以他们当时一个很重要的战略措施就是到全国去竞争，吸引高科技的行业。

八十年代时美国工业竞争不过日本。本来美国从来不讲产业政策。在八十年代中，全美十几个最大的计算机公司成立一个联合的研究机构MCC，要跟日本竞争第四代计算机。美国政府的产业政策不是象咱们政府单方面拨款，而是你们私人公司成立这个联合机构，我政府搭配同样多的钱(matching fund)。你们集资越多，政府的支持也越多，这样可以调动民间企业的积极性，政府又帮助民间分担发展高科技的风险，你们研究出来的成果让成员企业分享。

这机构设在哪儿？要是中国一定设北京中关村，因为许多知识分子不愿意离开北京。美国的办法是全美招标。所以每一个州长都拼命去游说国会议员，要抢到这个项目。抢到这个项目，就有工作的机会。关键要抢人才，因为搞计算机最重要的就取决于人才。硅谷为什么起来？就是靠近斯坦福大学和贝克莱加州大学。全美十几个城市竞争，最后剩三家：一家靠近硅谷，是老的中心，人才条件好，但地价高，税收高；一家是卡内基-美隆大学，当时计算机系全美排第一，在匹兹堡；第三个就是奥斯汀(Austin)，当时德克萨斯大学的计算机系才排名第十位。最后中选奥斯汀。原因非常简单：它技术上相对那两家来说有劣势，但地价便宜，没有州所得税(中国现在中央和地方关系老不能规范化，地方没有独立的财政)。德克萨斯州因为有石油，对石油公司收税，因而没有州所得税，外州的公司就愿意到德克萨斯来投资，可以减轻税负。但最关键的一个法码还不是这些，这都是长程的。你搞一个研究机构，最缺的是短期的启动资金，太多就难以启动。而最大的短期投资是什么？就是盖房子。盖这么一个研究机构的房子要好几千万美元。德克萨斯大学就说你来吧，你不用盖房子了。我这一幢科学楼，现代化的，全部都好了，租给你每年一块美金。这按国有资产保值的办法又说不清楚了。奥斯汀把MCC这家联合研究公司拉来以后不到十年的时间，美国最大和成长最快的计算机公司纷纷从东西两岸迁来。现在奥斯汀非常繁荣，是美国前十名发展最快又最适合居住的城市，地价猛涨，公寓盖都来不及，我们住的民房大约升值40%。当时来说政府不是亏了吗？又免税，又几乎免费提供房子，但是从长远竞争来说，它就把高新技术产业抢到了，就抱了个下金蛋的母鸡。

中国现在我们许多决策就是缺乏长期观念，例如现在北京、上海的地价，已经跟纽约可以相比了。这是因为修路、盖学校都得要钱。因为地方政府没有钱作基础投资，又没权用未来收益作抵押发行基建公债，就希望最大限度地从批地上来换钱。但假如IBM公司要到上海建先进的计算机实验室，不是只为了推销产品，为什么不多给点吸引力？引一凤可招群鸟。如果你能把全世界最好的、尤其是美国那些高科技大公司吸引到北京、上海、中国投资的话，中美关系就会稳定多了，这是一个长远的经济关系。

### **宏观形势的改善和金融改革的良机**

我话差不多讲完了。简单总结一下，我的感觉是中国现在非常有前途，但现在又在十字路口。很重要的一件事情，就是你看下一步的发展战略，是从全球竞争的角度出发，还是短期的在财政上堵漏洞出发。角度不同，解决办法会完全不一样。

我想强调的是：即使处理国内问题也要从全球比较的经验考虑。当前中国政府主要的注意力放在国营企业亏损和通货膨胀控制上，这并不错。但这两个问题是标不是本。本在金融体制而非企业产权。

从国际比较看，中国目前的通货膨胀并不严重。中国居民的储蓄超过3万亿，但没有1988年那种提取存款抢购的现象。因为中国民用消费品迅速的更新换代，使耐用消费品也迅速淘汰。保值的唯一办法是投资新兴产业。但中国投资渠道因行政配额的保守过于狭窄。股市、期货、国债市场的供给远小于需求，导致股价过高。国内所谓的过度投机，其实反映的是金融中介的落后而非金融开放的过度。台湾八十年代国有银行垄断造成地下钱庄盛行，导致金融风暴和社会动荡之后，台湾当局才逐步开放民营银行，用竞争的办法改善金融体制。这一教训值得我们借鉴。

国内的国营企业承担了不少社会功能，国家整体的社会福利负担，和欧美东欧国家相比并不严重。问题在金融体制落后，对新兴民营企业的税收没有金融监督，社会负担就单方面落在国营企业身上，造成不平等竞争。银行只能承担流动资金的短期借款。国营企业的结构调整、技术改造、资产重组，都需要巨大的长期投资，必须开拓公司股票和债券的资本市场。地方政府的基础建设，也应当用地方政府债券而非摊派或三角债的非规范方式集资。

金融改革滞后产生的问题是民富国穷，信用瓦解。一方面居民储蓄和社会游资找不到投资渠道，“非法集资”盛行，另一方面政府财政收入不断下降。各级政府部门难以维持正常运行，纷纷利用职权设卡收费，“自力救济”。造成腐败行为。所以目前的金融乱象和营私舞弊，很大程度上是由于金融改革滞后，融资渠道阻塞引起的。

国营企业的产权是有问题，但是产权设计没有万能的药方。美国、德国、日本、新加坡的产权形式都不一样。西方经营权和所有权分离的大企业不一定比经营权和所有权结合的家族型企业成功。产权形式和技术政策密切相关。中国的产权安排，既要吸收西方经验，也要尊重中国现实。产权核心的问题是激励机制。怎么样解决中央政府、地方政府，包括中央各部门和企业之间的财产结构怎么划分，这种划分不是一个主观设定的过程，而是一个竞争的过程。

以上是我的一些观感，是不是对，请诸位指教。前面讲的有许多好的想法，例如把专业银行行按区域拆散竞争，抱歉我不知谁提出来的。我希望能够知道，引在以后的文章里头，以推崇尊重国内同志在改革上的首创精神和知识产权。

#### 参考文献

- Anders, G., *Merchants of Debt, KKR and the Mortgaging of American Business*, BasicBooks, New York (1992).
- 北京大学中国经济研究中心，国有企业改革出路何在，简报，1995年7月8日。
- Ping Chen 陈平，《金融改革的战略选择和解决秩序的良性循环》，北京大学中国经济研究中心简报，1996年总第12期。
- Copeland, T., T. Koller and J. Murrin, *Valuation Measuring and Measuring the Value of Companies*, pp. 275-311, Wiley, New York (1994).
- 黄达，议财政，金融和国有企业的宏观配置格局，经济研究，1995年第12期。
- Knight, F. H. *Risk, Uncertainty and Profit*, New York: Sentry Press (1921).
- Keynes, J. M. *A Treatise on Probability*, Chicago: University of Chicago Press (1925).
- 李扬，国际资本流动与我国宏观经济稳定，经济研究，1995年第6期。
- Markowitz, H., "Portfolio Selection", *J of Finance*, (3/1952):77-91;

---

Miller, M. H. "The Modigliani -Miller propositions after thirty years," Journal of Economic Perspectives, 2(4), 99-120 (1988).

Modigliani, F. and M. H. Miller, "The cost of capital, corporation finance and the theory of investment," American Economic Review, 48(3), 261-297 (1958).

Miller, M. H. and F. Modigliani, "Dividend policy, growth, and the valuation of shares," Journal of Business, 34(4), 411-433 (1961).

秦池江, 论金融产业与金融产业政策, 经济研究, 1995年第9期。

Tufano, P. "How Financial Engineering Can Advance Corporate Strategy?" Harvard Business Review, 136-172 (Jan. 1996).

王国刚, 中国企业资金融通与资本市场的发展, 中国社会科学院金融研究中心, 1996年4月。

严隽宝, 台湾地区银行发展40年, 中华徵信, 台北, 1991年版。

张荣刚, 刘小玄, 国有企业的债务困境及其原因—湖北钢丝厂的案例调查, 经济研究, 1996年第2期。

章晓虎, 我国当前的灰色金融论, 财贸经济, 1996年第3期。