

金融抑制对企业融资能力的影响分析

中国人民大学经济学院博士生 周业安

企业的发展需要一定的资金来源，选择什么样的筹资方式及筹资额要取决于自身的盈利水平、发展战略及社会资金供给状况等。如果金融市场比较发达，那么企业通过不断地调整融资结构，可以寻找到一个最优资本结构，它代表了企业的最佳融资能力。但是，一旦金融市场受到不适当的人为干预，各种类型的资金价格被扭曲，融资渠道遭遇阻滞，企业就无法根据自身发展要求调整其资本结构达到一个最佳状态，这意味着企业融资能力受到损害。我国金融市场一直存在不同程度的抑制现象，企业资本结构极不合理，从而严重阻碍了经济的健康发展。如何提高企业的融资能力即成为今后改革的问题。本文试图实证分析中国的金融抑制对企业融资能力产生的不良后果，拟为进一步的金融和企业改革提供一些证据。

一、企业融资能力的提高依赖于一国的金融深化程度

我们把企业融资能力定义为一个企业通过融资结构的调整来优化其资本结构的能力。企业融资能力越强，发展的动力就越足。在市场经济下，企业融资额度、融资方式要取决于自身发展需要及市场资金供求状况。融资额度反映了资金需求水平，融资方式则反映了企业对资本结构的选择。所以，企业融资能力的变化既表现为量的波动，又表现为结构的调整，两者总是内在统一的。

企业有没有一个最优资本结构？这在理论上是可以定义的，但实际上无法测度。我们只能认为，在假定企业是理性的经济人这一条件下，成功的持续发展的企业在不同时期有一个相对稳定的资本结构，它可视为既定约束条件下企业的最佳资本结构¹。如果金融市场上资金是自由流动的，那么“看不见的手”总能把社会闲置资金引导到回报率最高的生产部门。不同的盈利水平与相应的风险程度相匹配，形成多种多样的筹资方式。只要资金是自由流动的，一个符合配置效率的均衡融资结构就会产生，它反映了社会的最佳资本结构。然而，如果政府对金融市场进行不适当的干预，筹资方式就不是通过市场生成，而是按政府的意愿生成；资金价格也产生扭曲，无法引导资金流向回报率最高的单位；金融市场因价格歧视而产生分割，资源流动受阻，所有这些都导致了均衡的融资结构是外力强制形成的，它不代表最佳资本结构²。

从上述分析可以看出，通过比较受抑制的金融市场与不受抑制的金融市场上企业各自的融资结构，就能够粗略判定前者的低效率及其根源。表1归纳了不同国家企业融资结构的状况。从表中看，发达市场经济国家一般注重内源融资，而发展中国家则偏重外源融资；除日本外，发达国家外源融资的三种渠道分布比较均匀，而发展中国家外源融资中大多以银行贷款为主；发达国家融资方式多样化，发展中国家融资方式则比较单一。这三方面的差距反映出金融深化程度的国际差别。在发达国家，由于金融市场发达，金融创新迅速，企业在选择

¹ 这与斯蒂格勒常用的“生存法则”是一个道理。

² 麦金农（1988）、肖（1988）把这些现象概括为“金融抑制”。

融资方式时比较自由。一般认为，正常的融资顺序应该是内源融资→债券融资→股票融资，但随着金融衍生工具不断创新，不同证券之间的界限已经模糊了，所以企业选择外源融资方式时，相对比较均匀。然而，发展中国家政府对金融市场的干预较大，金融抑制或多或少存在着，金融创新迟缓，从而导致了企业对银行贷款的依赖。

金融抑制对融资结构的影响在中国尤为明显。由于中国企业的内源融资部分缺乏有效的统计，我们只能从外源融资结构上看出这一影响。根据人行总行的调查，95 - 97 年银行贷款占外源融资总额的 82.6%，这意味着在靠贷款支撑着资金来源。如果我们进一步分析固定资产投资资金来源，更能说明这一问题。

表 2 给出了不同经济类型的固定资产投资资金来源构成，其中国有经济和集体经济靠国家资金支持的份额占三分之一左右，相比之下，个体经济几乎全部靠自筹，这个自筹份额其实相当于内源资金、债券融资及股票融资的份额。这种扭曲的融资结构正是金融抑制的结果。

表 1 企业融资结构的国际比较（占总额的%）

| 国 别 | | | 内源 资金 | 外 源 资 金 | | | 其 他 |
|-----------------------|-----------|-----------|-----------|---------|-------|------|--------|
| | | | | 贷款 | 债券 | 股票 | |
| 发 达 国 家 | 美国 | 1944 - 90 | 75 | 13 | — | 13a | |
| | | 1970 - 89 | 91.3 | 12.9 | 17.1 | -8.8 | -12.5 |
| | 英国 | 1970 - 89 | 98.0 | 18.2 | 2.0 | -8.0 | -10.2 |
| | | 德国 | 1970 - 89 | 80.6 | 9.1 | -0.6 | 0.9 |
| | 法国 | 1970 - 89 | 66.3 | 50.8 | 0.7 | -0.4 | -17.4 |
| | 加拿大 | 1970 - 85 | 54 | 19 | — | 21a | |
| | 意大利 | 1970 - 85 | 44 | 13 | — | 39a | |
| | 日本 | 1956 - 65 | 41.9 | 47.4 | 2.6 | 8.1 | — |
| | | 1966 - 75 | 45.2 | 49.5 | 2.0 | 3.3 | — |
| | | 1976 - 83 | 54.6 | 40.3 | 1.7 | 3.4 | — |
| 发 展 中 国 家 | 韩国 | 1970 - 79 | 27.6 | 52.5 | 4.8 | 14.8 | — |
| | | 1980 - 89 | 38.3 | 32.4 | 13.6 | 15.6 | — |
| | 马来西亚 | 1986 - 91 | 58.8 | 36.8 | — | 1.8 | — |
| | 泰国 | 1970 - 76 | 51.4 | 30.2 | 12.6 | 9.3 | -3.4 |
| | | 1977 - 83 | 51.8 | 28.9 | 11.9 | 10.8 | -3.4 |
| 印度 | 1970 - 85 | 23.3 | 47.8 | — | 13.2a | 1.1 | |
| 中 国 | 中国台湾 | 1965 - 80 | 37.7 | 42.9 | 1.7 | 24.1 | -6.2 |
| | | 1981 - 90 | 29.9 | 33.6 | 6.2 | 28.6 | 1.8 |
| | 中国大陆 | 1995 | — | 88 | 1.9 | 1.3 | 8.8b |
| | | 1996 | — | 82.8 | 2 | 3.2 | 12b |
| | | 1997 | — | 77 | 1.7 | 8.7 | 12.6b |

注：a、债券与股本总和；b、商业汇票融资额。

资料来源：世界银行（1993），《东亚奇迹 - 经济增长与公共政策》，P154；中国人民银行调查统计司（1998），“积极有序发展直接融资”，《人民日报》8月3日第十版；Hubbard, R·G(1994) Money, the Financial System and the Economy, Addison-Wesley Publishing Company, I NC.

表 2 1996 年全社会固定资产投资资金来源构成（占总额的%）

| 资金来源 | 总计 | 国有经济 | 集体经济 | 个体经济 | 联营经济 | 股份制经济 | 外商投资经济 | 港澳台投资经济 | 其他经济 |
|------|----|------|------|------|------|-------|--------|---------|------|
|------|----|------|------|------|------|-------|--------|---------|------|

| | | | | | | | | | |
|--------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 国家预算资金 | 2.74 | 4.62 | 1.45 | - | 0.29 | 1.06 | 0.32 | 0.16 | 0.65 |
| 国内贷款 | 19.92 | 23.65 | 20.86 | 3.87 | 33.48 | 30.15 | 15.86 | 17.25 | 23.86 |
| 利用外资 | 11.96 | 6.73 | 8.32 | - | 4.86 | 6.58 | 56.42 | 57.16 | 12.22 |
| 自筹资金 | 54.25 | 50.95 | 56.35 | 94.54 | 44.20 | 48.37 | 22.66 | 19.65 | 44.55 |
| 其他投资 | 13.03 | 14.05 | 13.02 | 1.59 | 17.17 | 13.84 | 4.74 | 5.78 | 18.72 |

资料来源：《中国统计年鉴》（1997）

中国企业融资结构的变化与中国的货币化进程是极不相称的。与其他发展中国家相比，中国的金融深化速度比较快。从 M_2/GDP 值看，90 年代以前各国的金融发展还处于同一档次，但到 90 年代，中国 M_2/GDP 的值成了最高的，远高于大多数发展中国家。具体数据见表 3。

另外，从金融资产结构上也可以看出金融深化的过程。据易纲（1996）的统计，中国金融资产总额 1978 年为 3417.5 亿元，86 年为 15968.2 亿元，91 年为 46404 亿元，95 年达到 127265.8 亿元，78 - 95 这 18 年间金融资产总额增长了 36 倍。但是由于金融市场存在抑制，在总量增长的同时，结构的变化相对迟缓。一方面，金融资产控制权分散化比较明显，债券、股票、保险三类资产在 86 年占 GNP 的 4%，到 95 年该比例已上升到 22%；居民存款占 GNP 的比重，在 78 年仅为 6%，86 年上升到 22%，95 年升至 51%；另一方面，金融市场发展很浅，衍生工具创新缓慢，企业债券和股票占金融总资产的比重 86 年为 0.52%，91 年为 1.69%，95 年仅升至 4.87%。金融资产控制权的分散化与 M_2/GDP 比值的超常上升相一致，它们正好反映了中国金融深化的五个渠道，即增加居民和企业的交易需求；农村快速市场化；大量乡镇企业出现；个体经济和私营经济迅速发展；以及自由市场的迅速增长（易纲，1996，第 132 - 139 页）。而金融市场的深度不够正恰好体现了抑制的存在。这种金融资产结构的不正常变化决定了企业融资结构的扭曲，充分反映出金融发展对融资能力的影响。

表 3 金融深化程度的国际比较（ M_2/GDP ）

| 年份 | 中国 | 波兰 | 匈牙利 | 墨西哥 | 智利 | 印尼 | 印度 | 马来西亚 |
|------|------|------|------|------|------|------|------|------|
| 1980 | 0.35 | 0.61 | 0.29 | 0.29 | 0.26 | 0.17 | 0.37 | 0.51 |
| 1984 | 0.50 | 0.41 | 0.46 | 0.28 | 0.38 | 0.20 | 0.42 | 0.58 |
| 1987 | 0.68 | 0.42 | 0.48 | 0.25 | 0.40 | 0.26 | 0.46 | 0.71 |
| 1990 | 0.80 | 0.34 | 0.44 | 0.22 | 0.40 | 0.40 | 0.45 | 0.66 |
| 1993 | 1.01 | 0.36 | 0.50 | 0.27 | 0.40 | 0.43 | 0.49 | 0.89 |
| 1997 | 1.21 | 0.40 | - | 0.28 | 0.43 | - | - | 1.05 |

资料来源：《国际金融统计年鉴》1998，IMF。

金融抑制制约企业融资能力的途径是多种多样的。正常情况下，考虑到金融部门对经济发展的重要性及这些部门潜在的道德风险和逆向选择，政府干预金融市场是必要的。然而，如果干预过度或不适当，正常的金融管制就会转化为抑制。金融管制与金融抑制的区别不在管制措施本身，而在于这些措施影响真实变量的效果，如实际利率、实际货币需求等（Cottani and Cavallo, 1993）。按照“金融抑制派”的看法，在难以预期的高通胀的影响下，金融抑制常常表现为负的实际利率；资本市场分割；银行存款准备金率过高等等（麦金农，1988，1997；肖，1988；Fry, 1995）。

因此，总体上看，金融抑制大致从资金供给、资金价格、资金流动三个方面影响企业的融资能力。首先，政府对利率的管制会影响到居民储蓄。如果高通胀导致了负利率，居民储蓄就会减少，但若政府同时抑制资本市场的发展，就会迫使居民在负利率下增加储蓄，即金融抑制下居民储蓄对利率变动缺乏弹性。其次，政府限制利率，同时对不同类型的资金需求者实行价格歧视，导致市场分割，由此产生出一块租金市场，租金的存在构成资金的漏损。

最后，信贷市场上的价格管制和市场分割与政府限定证券价格相结合，会扭曲资本市场的发育，既可能导致资本漏损，又可能人为增加资本成本。后三节我们通过分析一一证明上述观点。

二、利率管制对居民储蓄影响的分析

改革开放以来，城乡居民储蓄稳步增长，占 GDP 的比重也逐年上升（见表 4）。到 1997 年，城乡储蓄存款余额已达 46279.8 亿元，占同年国内生产总值的 62%。这意味着居民储蓄已构成企业融资的最重要的来源。所以，要分析金融抑制对企业融资能力的影响，首先就要分析抑制对居民储蓄的影响。

表 4 改革以来中国城乡储蓄存款的变化

| 项目 | 1978 | 1980 | 1985 | 1990 | 1995 | 1996 | 1997 |
|--------------------|-------|-------|--------------------|--------------------|--------------------|---------|---------|
| 全国城乡储蓄存款余额 (亿元) | 210.6 | 399.5 | 1622.6 | 7119.8 | 29662.3 | 38520.8 | 46279.8 |
| 比上年增减% | 15.97 | 42.17 | 32.38 ^a | 34.52 ^a | 33.14 ^a | 29.86 | 20.14 |
| 占 GDP% | 5.82 | 8.84 | 18.80 | 38.39 | 50.72 | 56.74 | 61.89 |

注：a. 为 5 年平均增长率。

资料来源：《中国金融年鉴》1997、《中国统计摘要》1998、《98 中国金融展望》。

中国政府抑制信贷市场的常用做法是限定利率的变动。为了避免给国有企业造成过重的利息负担，政府制订一个较低的法定贷款利率水平，在此条件上再考虑银行的收益，进一步确定存款利率水平。由于资金价格不是根据供给状况制订的，无法反映资金的真实价格，从而不能起到调节资源配置的作用。

表 5 我国改革开放以来的存贷款利率水平（1979 - 1997）（%）

| 年份 | 通货膨胀率 | 存款利率 | | 贷款利率 | | 利差 |
|------|-------|-------|--------|-------|--------|-------|
| | | 名义利率 | 实际利率 | 名义利率 | 实际利率 | |
| 1979 | 2.0 | 3.96 | 1.96 | 4.32 | 2.32 | 0.36 |
| 1980 | 6.1 | 5.40 | -0.7 | 5.04 | -1.06 | -0.36 |
| 1981 | 2.4 | 5.40 | 3.00 | 5.04 | 2.64 | -0.36 |
| 1982 | 1.9 | 5.76 | 3.86 | 7.20 | 5.3 | 1.44 |
| 1983 | 1.5 | 5.76 | 4.26 | 7.20 | 5.7 | 1.44 |
| 1984 | 2.8 | 5.76 | 2.96 | 7.20 | 4.4 | 1.44 |
| 1985 | 8.8 | 7.20 | -1.6 | 7.92 | -0.88 | 0.72 |
| 1986 | 6.0 | 7.20 | 1.2 | 7.92 | 1.92 | 0.72 |
| 1987 | 7.3 | 7.20 | -0.1 | 7.92 | 0.62 | 0.72 |
| 1988 | 18.5 | 8.64 | -9.86 | 9.00 | -9.5 | 0.36 |
| 1989 | 17.8 | 11.34 | -6.46 | 11.34 | -6.46 | 0 |
| 1990 | 2.1 | 8.64 | 6.54 | 9.36 | 7.26 | 0.72 |
| 1991 | 2.9 | 7.56 | 4.66 | 8.64 | 5.74 | 1.08 |
| 1992 | 5.4 | 7.56 | 2.16 | 8.64 | 3.24 | 1.08 |
| 1993 | 13.2 | 10.98 | -2.22 | 10.98 | -2.22 | 0 |
| 1994 | 21.7 | 10.98 | -10.62 | 10.98 | -10.72 | -0.1 |
| 1995 | 14.8 | 10.98 | -3.82 | 12.06 | -2.74 | 1.08 |
| 1996 | 6.1 | 7.47 | 1.37 | 10.08 | 3.98 | 2.61 |

| | | | | | | |
|------|-----|------|------|------|------|------|
| 1997 | 0.8 | 5.67 | 4.87 | 8.64 | 7.84 | 2.97 |
|------|-----|------|------|------|------|------|

资料来源：《国际金融统计年鉴》1998，IMF。

表 5 反映了改革以来利率水平的变化。考虑通货膨胀的影响，1979 年 - 1997 年间，实际存款利率水平有 8 年为负值，实际贷款利率水平也有 7 年为负值。但同期居民储蓄一直以 30% 的左右的幅度增长。这似乎否定了金融抑制学派的结论。那么，是什么原因导致了这一矛盾的现象？下面我们引入 Gupta(1987)发展的一个计量经济学模型，来检验中国居民储蓄与金融抑制的关系。

按照 Gupta 的模型，计量方程由下式给定：

$$S = a_0 + a_1 YP + a_2 YT + a_3 PE + a_4 PU + a_5 NI + a_6 FIR + a_7 VE + a_8 FS$$

其中 S 为总储蓄，YP 为持久收入，YT 为暂时收入，PE 为预期通胀率，PU 为不可预期的通胀率，NI 为名义利率，FIR 为金融中介率（总金融资产与收入的比率），VE 为不确定性，FS 为外汇储蓄。YP 和 PE 按收入和通胀率的三年移动平均计算；YT 和 PU 为当年收入和通胀

率减去 YP 和 PE； $VE_t = \frac{1}{3} \sum_{i=1}^3 |\bar{p}_{t-1} - \bar{p}_{t-i-1}|$ ，其中 \bar{p} 代表当年通胀率； $FIR = (M_2 + \text{其他}$

金融机构债权 + 其他金融资本帐户余额) / GNP。所有数据来自《中国统计年鉴》、《中国统计摘要》、《中国金融年鉴》、《98 中国金融展望》及《国际金融统计》1998。检验结果见表六。

我们采用的样本是 1980 至 1997 年共 17 年的数据，相对于 8 个解释变量来说，样本偏小。不过，经过一阶自回归项的修正，检验基本通过。后来我改用实际利率 I 替换通胀率和名义利率，检验效果更好。

按照 Gupta 的系数标准， $a_0 \leq 0, a_1 \geq 0, a_2 = 1$ ，或者 $a_1 < a_2, a_3 < 0, a_4 > 0, a_5 > 0, a_6 > 0, a_7 > 0, a_8 > 0$ ，其中 a_3 与 a_5 符号相反、值近似，可反映金融抑制论。从表 1 - 6 可以看出， $a_1 < a_2, a_4 > 0$ 两个条件无法满足，并且 VE 作为解释变量被拒绝，说明不稳定因素对居民储蓄的影响，不符合 Gupta 的要求； a_3 和 a_5 虽然数值上有一些差距，却基本满足要求，不过 a_5 作为解释变量被拒绝，说明居民储蓄对名义利率缺乏弹性，但当通货膨胀率和名义利率被实际利率替换后，利率的解释力明显上升。

上述结果表明，中国改革开放以后居民储蓄持续大幅度增长的主要原因是持久收入的稳定预期和金融中介率的上升，后者还说明金融深化导致金融市场的发育，市场的成长又进一步导致储蓄的增长。不过这一结论不能支持结构主义的观点，因为改革以前中国政府就已经建立起庞大的、相当发达的银行体系，改革以后又建立了众多的非银行金融机构及商业银行，这一发达的金融机构网络成为动员储蓄的组织基础。所以中国的储蓄受金融中介率的较大影响是金融机构逐步商业化的结果。

表 6 计量检验结果

| 变量 | 1 | 2 | 3 | 4 | 5 | 6 |
|----|---------------------|---------------------|---------------------|--------------------|----------------------|---------------------|
| a0 | -9044.88 (-4.65) | -8968.77 (-4.39) | -9096.26 (-4.75) | -9099.38 (-5.1) | -10662.74 (-4.63) | 10671.37 (-4.45) |
| YP | 1.55** (61.08) | 1.55** (54.67) | 1.5** (47.41) | 1.5** (50.92) | 1.51** (39.46) | 1.51** (38.48) |
| YT | 0.41** (4.63) | 0.42** (4.45) | 0.3** (3.06) | 0.3** (3.35) | 0.16* (1.52) | 0.20* (1.69) |
| PE | -73.47** (-2.53) | -64.63* (-1.78) | -75.3** (-2.43) | -75.6** (-3.15) | | |

| | | | | | | |
|---------------------|--------------------|--------------------|---------------------|---------------------|---------------------|--------------------|
| PU | -13.84 (-1.26) | -14.73 (-1.26) | -18.42** (-1.84) | -18.4** (-1.98) | | |
| NI | 20.82 (0.41) | 2.93 (0.04) | 21.5 (0.38) | 22.1 (0.53) | | |
| FIR | 1538.54* (1.64) | 1697.85* (1.63) | 1588.5* (1.80) | 1583.48** (2.05) | 2475.06** (2.58) | 2552.44** (2.6) |
| VE | | -18.8 (-0.45) | -0.62 (-0.02) | | | -26 (-0.78) |
| FS | | | 3.76** (2.06) | 3.77** (2.27) | 3.88* (1.72) | 3.5* (1.49) |
| I | | | | | 18.1* (1.56) | 21.53 (1.71) |
| AR(1) | 0.85 (18.08) | 0.85 (17.26) | 0.86 (20.02) | 0.86 (21.42) | 0.87 (20.65) | 0.87 (19.96) |
| 调整后的 R ² | 0.9998 | 0.9998 | 0.9998 | 0.9998 | 0.9997 | 0.9996 |
| D - W 检验值 | 2.46 | 2.37 | 2.8 | 2.8 | 2.08 | 2.21 |
| F 值 | 14389.64 | 11471.93 | 14312.85 | 18401.48 | 13081.07 | 10780.34 |

注：**表示 5%水平上统计显著；*表示 10%水平上统计显著。

虽然不确定因素对储蓄的影响与 Gupta 的分析不一致，但 YT 和 PU 均有较强的解释力，这说明预防动机仍在起作用。

不过，最有意思的是，Gupta 通过对二十二个亚洲和拉美国家 1967 - 1976 年的样本进行检验，没有发现支持金融抑制论的证据，而我的检验都明显支持金融抑制论。首先，预期通货膨胀对储蓄有明显的影响，且作用方向相反，即通胀率预期越高，储蓄就越少，这反映了实物及其它储蓄对货币储蓄的替代；其次，利率越高，储蓄越多，虽然储蓄对名义利率缺乏弹性，但对实际利率却有一定弹性。这一结果恰恰支持了麦金农（1988）、肖（1988）、Fry(1995) 等人的观点。理解这一内在一致性的关键是，政府在抑制信贷市场的同时，还抑制了资本市场，由于投资渠道很少，导致居民强迫储蓄。

可以预见，若金融自由化步伐加快，利率对储蓄的解释力会迅速上升。为验证这一结果，我把样本区间重新选定为 1978 - 1997 年，并简化计量方程，检验结果如下：

$$S = -6161.09 + 1.33Y + 160.94I$$

(38.98) (2.54)

调整后的 $R^2 = 0.9937$ ，DW 值 = 1.31，F 值 = 793.76。

这个方程很粗糙，但也可以看出，在近十年实际利率对储蓄的影响增大，并且储蓄对实际利率的弹性很大。从前述结论可以推断，如果政府不抑制资本市场，则对利率的抑制必然减少储蓄，这是金融抑制论的一个基本观点。尽管通过资本市场抑制会达到抑制利率不影响储蓄的目的，但资本市场的抑制本身却降低了资源配置效率，削弱了企业融资能力，导致中国企业过度负债。

三、信贷市场抑制下的资金漏损

在金融市场较发达的前提下，银行业的适度竞争可以使居民储蓄最大限度地转化为企业投资，其中正常的漏出部分是银行等金融机构的运营成本加适度利润。但是在信贷市场受抑制的情况下，产生了一块租金市场，金融机构除了支付必要的经营成本外，还支出了大量的寻租费用，这块寻租费用加上净租金构成了信贷市场上的资金漏损。另外，信贷市场抑制还

导致银行业兼顾利润最大化和政治利益最大化的双重目标,后者即表现为向国有企业优惠贷款,由于国有企业效益普遍低,导致银行坏帐损失巨大,这部分坏账损失也构成信贷市场的资金漏损。

要估计上述资金漏损额,必须先分析现实的信贷市场抑制情况。除了上一节提及的利率抑制外,信贷市场上另一个重要的抑制现象是价格歧视导致的市场分割。也就是说,政府针对不同的所有制企业,确定不同的贷款利率,结果造成信贷市场双轨制,这一双轨制带来了巨额租金,它成了金融机构寻租的源泉。表7和表8描述了这一双轨制,其中还未包括民间金融市场。从这两张表可以看出,尽管集体和私营企业每年创造出了一半以上的工业总产值,但所能享用的贷款额度却仅在10%上下;并且就法定利率来说,集体和私营企业比国有企业要多支付20%的浮动利差。对集体和私营企业价格和数量的双重歧视刺激了民间金融市场的发展,黑市场利率与法定利率的巨大差额极大地鼓励了金融机构的寻租行为。

表7 中国金融市场的数量歧视

| 项 目 | 1989 | 1990 | 1991 | 1992 | 1993 | 1994 | 1995 | 1996 | 1997 |
|--------------------------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 1·城乡集体企业 贷款占总贷款% | 12.54 | 12.35 | 12.34 | 12.59 | 12.86 | 9.38 | 8.62 | 8.30 | 6.88 |
| 2·私营个体企业 贷款占总贷款% | 0.11 | 0.09 | 0.08 | 0.10 | 0.11 | 0.15 | 0.08 | 0.10 | 0.54 |
| 3·城乡集体工业企业 总产值占工业总产值% | 35.69 | 35.62 | 32.99 | 35.07 | 34.02 | 37.72 | 36.59 | 39.39 | 40.52 |
| 4·私营个体工业企业 总产值占工业总产值% | 4.80 | 5.39 | 4.83 | 5.80 | 7.98 | 10.09 | 12.86 | 15.48 | 15.92 |

资料来源:《中国金融年鉴》1997,《98中国金融展望》,《中国统计摘要》1998。

万安培(1998)估计了贷款利差产生的租金规模,但这一估计太粗略,把信贷市场上的资金漏损夸大了。万安培的租金概念是基于超出机会成本的额外收益这一传统租金内涵,而新制度经济学中把租金视为从事直接非生产性活动的资源浪费。两者还是有一定差异的。

本文基于后一种定义。首先看看金融抑制下信贷市场上的资金价格。除法定利率外,在全国统一的同业拆借市场开通以前,还缺乏一个可作基准的市场利率,因而市场利率只能按民间借贷市场的通行利率计量;96年同业拆借市场联网,一个统一的市场基准利率开始形成,它基本上反映了资金的市场价格。其次,除了贷款利差租金外,还有存款利差租金,这主要指公款私存情况。由于前几年法定存贷款利差很小,一些机关和企事业单位把部分贷款和剩余资金转存,在各银行展开“储蓄大战”时,可以赚取一部分利息,这笔利息其实是租金。

表8 中国金融市场的价格歧视(年利率%)

| 项 目 | 91.4.21 | 93.5.15 | 93.7.11 | 95.1.1 | 95.7.1 | 96.5.1 | 96.8.23 |
|---------------------|----------------------|----------------------|-----------------------|-----------------------|-----------------------|--------------------|--------------------|
| 一.流动资金贷款 | | | | | | | |
| (一)一般流动资金 贷款 | | | | | | | |
| 6个月 | 8.10 | 8.82 | 9.00 | 9.00 | 10.08 | 9.72 | 9.18 |
| 1年 | 8.64 | 9.36 | 10.98 | 10.98 | 12.06 | 10.98 | 10.98 |
| (二)集体企业、个体工 商户贷款 | 8.64基 础上上 浮20% | 9.36基 础上上 浮20% | 10.98基 础上上 浮20% | 10.98基 础上上 浮20% | 12.06基 础上上 浮20% | 10.98 基础上 上浮 | 10.98 基础上 上浮 |
| 二.固定资产贷款 | | | | | | | |
| (一)技术改造贷款 | 8.46 | 9.18 | 10.98 | 11.70 | 同基建 | 同基建 | 同基建 |

| | | | | | | | |
|---------------|------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| | | | | | 贷款 | 贷款 | 贷款 |
| (二) 基本建设贷款 | | | | | | | |
| 1 年以内 (含 1 年) | 8.46 | 10.80 | 10.98 | 11.70 | 12.24 | 11.52 | 10.08 |
| 1~3 年 (含 3 年) | 9.00 | 12.06 | 12.24 | 12.96 | 13.50 | 13.14 | 10.98 |
| 3~5 年 (含 5 年) | 9.54 | 12.24 | 13.86 | 14.58 | 15.12 | 14.94 | 11.70 |
| 5 年以上 | 9.72 | 12.24 | 14.04 | 14.76 | 15.30 | 15.12 | 12.42 |

资料来源：《中国金融年鉴》1997，《中国统计年鉴》1997。

根据谢平（1996）、郭才（1997）及本人的调查，在居民储蓄存款中，公款私存的比例一般在 10% 左右。如果按 1% 来计量银行拉存款的费用（所谓拉存款，主要是用租金诱使单位公款私存），则 1992 至 1995 年间仅存款利差一项产生了租金 78.14 亿元。具体计算见表 9。

表 9 存款利差租金估算（1992~1995）

| 项目 | 1992 | 1993 | 1994 | 1995 | 总计 |
|--------------------------------|---------|---------|---------|---------|--------|
| 全国城乡储蓄存款余额（亿元） (1) | 11759.4 | 15203.5 | 21518.8 | 29662.3 | 78144 |
| 其中：公款私存（亿元） (2) = (1) × 10% | 1175.94 | 1520.35 | 2151.88 | 2966.23 | 7814.4 |
| 租金规模（亿元） (3) = 2 × 1% | 11.76 | 15.20 | 21.52 | 29.66 | 78.14 |

在贷款市场上，根据张军（1997）及本人的研究，民间信贷的主要需求者是集体和私营企业，其中所借款项 80% 左右用于流动资金。贷款利率在发达省份一般在年息 36%，内地省份年息 20% 左右。对银行来说，这一黑市价格虽构成传统意义上的租金（即租金 1），但不是以构成与直接非生产性活动有关的租金（即租金 2），因为政府的严格管制使国有银行不敢过份越轨。贷款利差租金 1 的估算见表 10，其中贷款余额按年均流动资金贷款余额计算；市场利率考虑到发达地区与不发达地区的差异，取一个折衷值 25% 计算，法定贷款利率按 6 个月期限贷款年利率计算。根据表 10，92 至 97 年间租金 1 的总规模达到 32518.78 亿元。

表 10 贷款利差租金 1 的估算（单位：亿元）

| 项 目 | 1992 | 1993 | 1994 | 1995 | 1996 | 1997 |
|----------------------|---------|---------|---------|---------|---------|----------|
| 贷款余额 (1) | 20113.6 | 24405.4 | 26948.7 | 33372 | 40210 | 51772.54 |
| 利差 (2) | 0.169 | 0.169 | 0.16 | 0.16 | 0.1582 | 0.1735 |
| 租金 1 (3) = (1) × (2) | 3399.2 | 4124.51 | 4311.79 | 5339.52 | 6361.22 | 8982.54 |

资料来源：《中国统计年鉴》1994、1995、1996、1997，《98 中国金融展望》。

租金 2 的估算要复杂些，因为从事直接非生产性的耗费没有明显的数据可寻，只能根据一些典型调查的数据计算。先算贷款额。对金融机构来说，政策性贷款一般执行较严，其利率不敢轻易浮动，因而在计算租金 2 时应予以扣除。由于价格和数量的法定歧视，集体企业和个体工商户一般很难得到贷款，即使能得到，也支付了不少租金，因为对集体企业、个体工商户的法定贷款利率既可以上浮 20%，再加上回扣等，总体上利差在 5% 左右。由于有集体企业和个体工商户的贷款利率作参照系，金融机构常常把对国有经济的贷款也上浮一定的幅度，据调查，浮动范围一般在 10% 左右，再加上回扣等费用，相当于 2~3% 的利差，我们取 2.5% 计算。除了这两类寻租活动外，银行还有更大的一笔租金来源，即账外贷款。这

种贷款主要发生在基层支行，其主要方式有：(1)利用外存款直接发放账外贷款；(2)调整银行账目和报表，减少报表内贷款余额以增加账外贷款；(3)占用联行汇差资金发放账外贷款；(4)用拆借资金发放账外贷款；(5)以假委托的形式发放账外贷款；(6)用“鼓肚子”（即月初放款，月末压回）的方法发放账外贷款等，据央行1995年对四家专业银行的稽核结果，发现账外贷款的资产方为1900多亿元，负债方1600多亿元，并账措施出台后估计达2000~3000亿元（朱小华，1996，转引自李军，1998，P110-111）。银行信贷资金的账外运用主要反映了银行本身的寻租行为，以及银行利用非银行金融机构进行寻租的行为，这种行为大体表现在银行的资产负债表上信贷规模之外的资产运用。我们通过合并同业往来等账户来度量银行总的账外贷款规模，利差按民间借贷高层利率与同业拆借市场利率之差计算，大约为8%。租金2的具体计算如下表。

表 11 贷款利差租金 2 估算（单位：亿元）

| 项 目 | 1992 | 1993 | 1994 | 1995 | 1996 | 1997 |
|--------------------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|
| 国有经济贷款额(1) | 14358.7 | 17111.1 | 19395.6 | 23050.9 | 28012.4 | 35611.0 |
| 贷款利差租金(2)=(1)×2.5% | 358.97 | 427.78 | 484.89 | 576.27 | 700.31 | 890.28 |
| 集体、私营经济贷款额(3) | 3050.2 | 3837.0 | 3474.8 | 3879.6 | 4518.3 | 5182.83 |
| 贷款利差租金(4)=(3)×5% | 152.51 | 191.85 | 173.74 | 193.98 | 225.92 | 259.14 |
| 银行帐外贷款额(5) | 717.1 | 1060.0 | 3365.6 | 4655.2 | 5380.1 | 7838.07 |
| 贷款利差租金(6)=(5)×8% | 57.37 | 84.8 | 269.25 | 372.42 | 430.41 | 627.05 |
| 合计(7)=(2)+(4)+(6) | 568.85 | 704.43 | 927.88 | 1142.67 | 1356.64 | 1776.47 |

注：考虑到金融结构主要通过流动资金贷款寻租，故对企业贷款按短期贷款额计算。

资料来源：《中国金融年鉴》1997，《98中国金融帐外》，国内各种调查资料。

根据表11的计算，92-97年间租金2的总规模达到6476.94亿元。

信贷市场抑制产生的另一资金漏损来自银行的坏帐损失。根据笔者的调查，一般来说银行的不良贷款（即次级、可疑和损失三级总和）占当年贷款余额的70%左右，其中贷款损失额占当年贷款余额的25%左右。根据这一比重，92-97年共损失贷款12512.66亿元，见表12：

表 12 贷款损失总额（单位：亿元）

| 项 目 | 1992 | 1993 | 1994 | 1995 | 1996 | 1997 |
|-----------------|--------|---------|---------|---------|---------|----------|
| 每年新增贷款(1) | 4227.6 | 5537.8 | 6882.1 | 8169.7 | 9171.7 | 16061.67 |
| 贷款损失(2)=(1)×25% | 1056.9 | 1384.45 | 1720.53 | 2042.43 | 2292.93 | 4015.42 |

资料来源：《中国金融年鉴》1997，《98中国金融展望》，有关调查报告。

再考虑开放经济，金融抑制会导致资本外逃，这方面李扬（1998）作了权威性估计。综合这四个方面的资金漏损，金融抑制的代价是惊人的。如表13所示，92-97年这6年间，因金融抑制而导致的资金漏损总额高达25795.83亿元。这个数字还不包括金融机构组织庸肿、管理不善等导致地低效率成本及部分固定资产贷款回扣，也不包括金融机构从事投机的得失，若加上后者，资金漏损将更大。另一方面，可寻租的空间还很大，仅贷款利差租金1一项92年至97年总计高达32518.78亿元，远高于实际的资金漏损。这说明若不加快金融自由化，企业的融资能力将伤害更大。很明显，每年的资金漏损严重伤害了企业的融资能力，其后果是好的私营个体企业得不到贷款，或贷款成本过高，而差的企业则可以通过贿赂或政府保护轻易获取资金，这是一种典型的逆向选择行为。

表 13 金融抑制下的资金漏损 (单位: 亿元)

| 项目 | 1992 | 1993 | 1994 | 1995 | 1996 | 1997 | 总计 |
|-----------------------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|----------|
| 贷款利差租金 1 | 3399.20 | 4124.51 | 4311.79 | 5339.52 | 6361.22 | 8982.54 | 32518.78 |
| 贷款利差租金 2 | 568.85 | 704.43 | 927.88 | 1142.67 | 1356.64 | 1776.47 | 6476.94 |
| 存款利差租金 ⁽¹⁾ | 11.76 | 15.20 | 21.52 | 29.66 | - | - | 78.14 |
| 贷款损失 | 1056.90 | 1384.45 | 1720.53 | 2042.43 | 2292.93 | 4015.42 | 12512.66 |
| 资本外逃 ⁽²⁾ | 1327.50 | -503.98 | 1850.23 | 2288.04 | 1766.30 | - | 6728.09 |
| 总计 | 2965.01 | 1600.10 | 4520.16 | 5502.80 | 5415.87 | 5791.89 | 25795.83 |

注: (1) 由于 96 年以后实际存量利率较高, 存款利差租金趋于消失。

(2) 因资料缺乏, 97 年数据无法估计。

四、资本市场抑制对企业融资能力的影响

从狭义上理解, 资本市场特指股票市场, 它是企业从事直接融资的重要场所。由于资本市场对经济增长的特殊作用, 以及资本市场本身的特征, 政府采取必要的管理也是可以理解的。然而, 如果政府不是从发展考虑, 而是从政治利益考虑, 那么直接或间接管理都会转化为金融抑制, 从而扭曲市场机制, 这最终又会伤害到企业的融资能力。

中国的资本市场经过近八年的建设, 已经具备一定的实力。据统计, 1991 年上市公司才 13 家, 到 1997 年上市公司达 745 家; 1991 年股票市价总值占 GDP 的比重为 0.51%, 1997 年该比重上升为 23.44%; 通过股市的筹资额 1991 年才 5 亿元, 1997 年达到 1285.37 亿元; 1991 年的股市成交金额为 43 亿元, 1997 年为 30721.8 亿元(资料来源:《98 中国金融展望》)。这些数据充分说明中国股市的广度和深度都在大幅度提高。但是, 伴随着这一系列的成就, 中国对股市的抑制却较少放松, 最典型的抑制为数量配给(包括上市公司数量和发行额度两方面)和价格抑制(即超低价发行政策)。前者是为了确保大型国有企业的资金需要, 以缓解银行压力; 后者据说是为了促进股票的顺利发行。毫无疑问, 股票市场的抑制促进了市场发展的速度, 改进了企业的资本结构, 但对市场发展的质量却无帮助。这主要体现在: (1) 上市公司的负债比率是逐年下降的, 但净资产收益率也在逐年下降, 见表十四; (2) 上市公司中非国有企业少, 尤其是私营企业很少; 同时上市公司股权结构中非流通股比重过高。

表 14 上市公司主要财务指标

| 年度 | 1994 | 1995 | 1996 | 1997 |
|---------|-------|-------|-------|-------|
| 负债比率% | 51.69 | 52.22 | 51.65 | 48.15 |
| 净资产收益率% | 13.98 | 10.80 | 9.62 | 9.73 |

资料来源: 中国诚信证券评估有限公司主编《1998 中国上市公司基本分析》。

资本市场的抑制通过哪些渠道影响企业的融资能力呢? 一方面 Pavlik and Riahi-Belkaoui (1994) 认为, 股权结构会影响到企业的净资产收益率 (ROE)。而净资产收益率水平恰恰决定了企业的融资能力, 因为净资产收益率越高, 内源融资的能力就越强, 债权人和股东也更愿意投资, 即外源融资能力也越强。另一方面, 股票定价直接关系到企业的融资成本。及证券市场上的资金流向, 从而影响到企业融资能力。下面我们逐一分析。

1. 股权结构与净资产收益率的实证研究

由于中国政府一直把国有企业作为上市公司的主要来源, 并把国有股的份额看作是控制的唯一手段, 导致了上市公司的畸形股权结构, 从 97 年的数据看, 总体上 A 股占总股本的 23%, B 股占总股本的 6.35%, H 股占总股本 5.3%, 三者合计 34.65%; 未流通股本中,

国有股占总股本 35.93%，法人股占总股本 26.11%，其他股占总股本 3.31%，三者合计为 65.35%。也就是，有三分之二的股票是不流通的，并且有三分之一的股票是国有股。这种畸形股权结构很明显是金融抑制的结果，它是否对上市公司的净资产收益率产生影响呢？

我们从 97 年底在册的 745 家上市公司中随机抽取 160 个样本（限于篇幅，样本的基本统计量不单列），用 EV 软件包检验股权结构与净资产收益率的关系，检验结果如下表 15 所示：

表 15 股权结构与净资产收益率的关系

| A 股 | B 股 | H 股 | 国有股 | 法人股 | 其他股 |
|--|------------------|-----------------|----------------|----------------|------------------|
| 0.2 (2.56) | -0.31 (-1.67) | -0.31 (-1.7) | 0.15 (1.79) | 0.13 (2.47) | -0.22 (-0.59) |
| $R^2=0.33$ ，F 检验值 =2.24，D - W 检验值=2.23 | | | | | |

从上表中可以看出，A 股比例与 ROE 有显著的正相关关系。B 股和 H 股却对 ROE 有显著的负面影响，对此可能的解释是中国政府通过行政力量向境外推出上市公司，使外国人和海外华人在信息不对称的条件下选择投资对象，造成净资产收益率指标与投资决策脱节；同时投资者可能误以为境外上市公司具有政府信用，反而疏于监督管理；再者，中国上市公司信息披露不严、A 股市场与 B 股、H 股市场分割等，也阻碍了境外投资者积极参与公司治理。

在计量结果中，国有股、法人股均对 ROE 有显著的正面影响，而其他股则对 ROE 没有什么影响。国有股的影响可能来自于中国上市公司的特殊情形，上市公司通过国有股维护与政府的良好关系，这是企业盈利的重要条件。法人股的影响可能在于公司治理方面，因为法人股的高比例有助于实现经营者的控制权实施的独立性，从而调动了经营者的积极性。

表 15 显示出 A 股与法人股的统计效果最为显著，这与公司治理理论的一般结论是一致的，一方面，A 股的比例增大有助于资本市场对公司的控制，另一方面，法人股的相当份额又有利于经营者决策的独立性，两者协调起来就能促进企业效率的增长。

我们继续检验股票流通与否对 ROE 的影响。A 股、B 股、H 股三类合计为流通股份额；国有股、法人股及其他股合计为非流通股份额，检验结果如下表 16：

表 16 股票流通性与 ROE 之关系

| 类别 | 流通股 | 非流通股 |
|--------------------------------|----------------|---------------|
| 统计量 | 0.04 (0.66) | 0.15 (3.9) |
| $R^2=0.05$ F 值=1.46 D-W 值=1.93 | | |

上表显示，只有非流通股对 ROE 有显著的正相关关系。这表明中国股市由于投机性强，股民并不关心公司的治理，反而是经营者通过非流通股份的操纵掌握了实际的控制权，促进了企业效率。

表 17 流通股结构与 ROE 之关系

| 类别 | A 股 | B 股 | H 股 | 非流通股份 |
|-------------------------------|---------------|------------------|------------------|----------------|
| 统计值 | 0.2 (2.71) | -0.25 (-1.69) | -0.23 (-1.66) | 0.11 (2.73) |
| $R^2=0.31$ F 值=3.74 D-W 值=2.2 | | | | |

不过，当我们把流通股分解为 A 股、B 股、H 股，重新检验上市时，所得结论与表 15 相同，但非流通股的统计效果最好(见表 17)。

比较表 16 与 17，可以推测流通股对 ROE 解释力差主要在 B 股和 H 股。A 股市场经过近八年的发展已取得了较大的进步，A 股股民正逐步具备参与公司治理的意识。

只是我们想，非流通股的巨大影响是来自哪儿呢？为此，我们分解了非流通股，检验结果如下表 18：

表 18 非流通股结构与 ROE 之关系

| 类别 | 流通股 | 国有股 | 法人股 | 其他股 |
|-----|--|----------------|---------------|----------------|
| 统计值 | 0.08 (1.09) | 0.07 (0.89) | 0.16 (2.6) | 0.36 (1.02) |
| | R ² =0.09 F 值=0.86 D-W 值=2.12 | | | |

计量结果很明显，非流通股对 ROE 的影响主要来自法人股，国有股的实际解释力是有限的。为继续支持这一结论，我们把股权结构分为国有股和非国有股，重新进行检验，结果见表 19：

表 19 国有股与 ROE 之关系

| 类别 | 国有股 | 非国有股 |
|-----|--|----------------|
| 统计值 | 0.05 (1.07) | 0.13 (5.84) |
| | R ² =0.05 F 值=1.27 D-W 值=2.24 | |

综合表 18、19，可以看出，非国有股通过改善上市公司的治理结构，有效地提高了公司的盈利能力，而国有股在这方面表现不佳。

以上计量检验结果表明：

(1) 股票的流通性有助于改进企业绩效，但受金融抑制的影响，B 股和 H 股市场对企业绩效反而产生了不利影响；

(2) 非国有股对企业行为的正向激励明显优于国有股，这充分证明政府死抱住国有股比重不放手是没根据的，它反而伤害了企业盈利能力；

(3) 法人股对企业绩效的促进作用显著，这反映出金融抑制条件下企业内部人实施“架空”机制在一定程度上是合理的；

(4) 可以推论，政府对资本市场的抑制本来想保护国有企业，事实上反而降低了国有企业的盈利能力；抑制明显伤害了非国有企业，这两方面都直接损害企业的融资能力。

2. 资本市场抑制对企业融资成本的影响

一般认为，新普通股成本的影响因素主要有三个：股利水平，发行定价及发行费用。设 D 代表预期股利水平，g 代表股利成长率，P 代表新股发行价，F 代表筹资费用率，K 代表新普通股成本，那么它们之间的关系为³：

$$K = D / [P(1-F)] + g$$

从上式可以看出，K 与 D、g、F 成正比，与 P 成反比。股利水平是企业自己的事，政府无法直接干预。但政府对资本市场的抑制可直接影响到新股发行价格和发行费用，从而影响到企业融资成本。

(1) 发行定价制度的影响分析

在 A 股市场上，除 1995 年厦门厦华股票采用竞价发行外，其它人民币普通股均采用议价法，即由股票发行公司和承销商议定承销价格。但这种议价决不是发行商和承销商的自主行为，所谓议价，是在证监会的行政干预下进行的。根据证监会的有关规定，股票发行价格 = 每股税后利润 × 市盈率。其中“每股税后利润”的口径随证监会当年发行工作的指示变化，

³ 参见杨济华、周首华（1992），《现代西方财务管理》，第 403 页，北京出版社。

如证监（1996）12号文件规定该口径为发行公司过去三年已实现每股税后利润的算术平均数；证监（1997）13号文件则规定该口径为发行公司发行前一年每股税后利润×70%+当年摊薄预测每股税后利润×30%。这种口径的随意变化增加了企业的融资成本。

不过，证监会的行政干预主要不在“每股税后利润”上，而是在市盈率的确定上。根据证监会的有关规定，市盈率=当期设定的市盈率最大值-（计算日前30天上市公司分行业平均收市价的最大值）-（计算日前30天发行公司所属行业上市公司平均收市价）×调整系数+修正值。发行公司和券商根据上述公式计算出市盈率后，还必须上报证监会核准，方才有效。也就是说，市盈率水平实际上是由证监会确定的。

长期以来，我国发行市场上经证监会核准后的市盈率水平远低于同期二级市场上的平均市盈率，以97年上半年沪市新股发行为例，见表20：

表20 一、二级市场之间市盈率比较

| 月份 | 1月 | 2月 | 3月 | 4月 | 5月 | 均值 |
|------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 沪市新股 | 16.65 | 15.27 | 15.64 | 14.35 | 14.10 | 15.20 |
| 沪市二级 | 38.47 | 42.41 | 44.54 | 49.67 | 52.86 | 45.59 |

从上表可以看出，一、二级市场上市市盈率相差了3倍左右。并且新股发行的市盈率方差仅0.85，标准差为0.92，而二级市场的市盈率方差达26.28，标准差为5.13这说明一级市场上市市盈率水平受人为干预严重。

由于证监会直接管制一级市场上的市盈率水平，导致了我国上市公司严重的低定价发行行为，而根据前面公式，低定价水平增加了直接融资成本。例如，假定每股税后利润100元，市盈率15%时，股票发行价格为15元；市盈率20%时，股票发行价格20元。再给定预期股利1元，股利成长率为5%，新股发行成本3%，那么市盈率15%时新普通股成本 $K = 1/[15(1-0.03)]+5\%=11.87\%$ ，市盈率20%时 $K=1/[20(1-0.03)]+5\%=10.15\%$ ，两者差1.72%，即市盈率若上升5%，直接融资成本将下降1.51%。

（2）发行额度管理也增加了企业直接融资成本

我国现行的发行市场管理制度采用核准制，它有如下特点：（1）发行额度实行计划管理，证监会会同国家计委根据市场情况制定年度或跨年度发行额度，并下达各省、自治区、直辖市、计划单列市及中央企业主管部门；（2）实行两级审批制，即省市级政府初审，证监会复审；（3）实行股票发行和上市连续进行的方式。这种核准制带有浓重的计划经济色彩。因为额度分配不仅仅考虑各地方经济发展情况，而且要顾及地区平衡、领导人的政绩等多种非经济因素，结果获得额度的企业未必具备上市条件，一些企业甚至过度包装，以次充好。在银行业改革致信贷约束硬化的情况下，发行股票无疑是最重要的资金来源。于是各地企业及主管政府为争额度，常常花巨资进行游说，从而大大增加了发行费用。据业内人士估计，一般来说，每个企业用于发行的公关的费用大约在50万-300万元之间。按此标准估算，每年每发行100元股票，大约用去公关费用0.34~0.98元，详细计算见下表：

表21 企业上市发行公关费用估算

| 项 目 | 1991 | 1992 | 1993 | 1994 | 1995 | 1996 | 1997 |
|------------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|---------|
| 年新股发行（亿元） | 5.00 | 94.09 | 375.47 | 326.78 | 150.32 | 425.08 | 1285.37 |
| 年新增上市公司（家） | 14 | 39 | 130 | 108 | 32 | 207 | 215 |
| 年公关费用（亿元） | 0.07 | 0.195 | 0.65 | 0.54 | 0.16 | 1.035 | 1.075 |
| | (0.42) | (1.17) | (3.9) | (3.24) | (0.96) | (6.21) | (6.45)* |
| 占年新股发行% | 1.4 | 0.21 | 0.17 | 0.17 | 0.11 | 0.24 | 0.08 |
| | (8.4) | (1.24) | (1.04) | (0.99) | (0.64) | (1.46) | (0.50) |

注：*括号中数据为最高限 300 万元计算。

资料来源：《98 中国金融展望》，有关调查资料。

根据证监会的有关规定，正常的发行费用在 1.5%~3%之间，在此基础上加上公关费用，则实际发行费用为 1.84%~3.98%之间。

接上一节的例子，给定 D 为 1 元，g 为 5%，P 为 20 元，在正常情况下，K 在 10.08%~10.15%之间。而在金融抑制下，K 在 10.09%~10.21%之间，也就是说，由于金融抑制导致的直接融资成本增加为 0.01%~0.07%之间。

3. 低定价制度对投资者的影响

一般认为，公司股票低价发行对企业融资有好处，因为它有利于股票发售。然而，我们经过实证分析后发现，这种低价发行策略损害了投资者的利益，进而影响到企业融资本身。

首先，股票低价发行稀释了公司原始股东的利益。根据《股票发行与交易管理暂行条例》规定，公司拟发行股本总额在 4 亿元以内的，社会公众股比例应不少于 25%；超过 4 亿元的，该比例可适当降低，但不少于 10%，我们不妨假设某公司总股本不到 4 亿。假定该公司原股东持有 Y 股，若不存在低定价现象，发行 X 股社会公众股；若存在 50%低定价（即 100%上市交易溢价），则募集等额资金需发行 2X 股社会公众股。根据上述条例，X 至少应等于三分之一 Y，则不存在低定价时 Y 至少为 75%，而存在低定价时，Y 至少为 60%，即原股东的股权比例从 75%下降到 60%。

其次，股票低价发行提高了投资者的投资成本，这一成本可视未申购到新股的资金在冻结期间的机会成本，或近似于认购资金的机会成本。我们选取 98 年上半年网上发行的 22 只新股，其中中签率最低的是道博股份，为 0.16%，最高为扬子石化为 3.37%，平均 0.618%。假设每股发行价 P 元，则每认购 1000 股平均投入资金 162000P 元，按网上发行的“市场惯例”，资金冻结期为 3 天，另外，资金须在冻结前一天（即申购当天）到位，申购日（不含）后第 4 个交易日才可抽出。考虑资金在途时间、券商和银行等的办事效率及节假日等，估计资金实际占用 7 天。假设同期同业拆借利率为 R，则每申购 1000 股新股的资金机会成本为 $162000P \times 7/360r = 3150Pr$ ，占发行价比重为 $3150Pr/1000p = 3.15r$ 。若 $r = 12\%$ ，则投资者承担的额外成本平均为 37.8%。

五、结论及其政策含义

以上研究表明，中国对金融市场的抑制的确损害了企业的融资能力，这主要表现在以下几方面：

（1）尽管利率管制未对居民储蓄产生影响，但其背后却是以抑制资本市场为代价的，这导致企业过度依赖银行贷款，极大地增加了银行和企业的破产风险，尤其是当资金向国有企业倾斜，而国有企业盈利能力逐年下降时更是如此。

（2）信贷市场上的利率管制和歧视产生了一大块租金市场，诱使金融机构大规模寻租，据我们估计，92 年至 97 年这 6 年间大约有 25795.83 亿元的资金流向直接非生产性活动，造成资源配置效率严重低下。

（3）资本市场抑制对企业净资产收益率产生实质性影响，主要表现在 B 股、H 股投资者的作用无法发挥，资本市场的控制功能较弱。这一局面必然伤及企业的内源融资能力及风险承受能力。

（4）超低价发行政策及发行额度管理增加了企业的直接融资成本，同时还损害了投资者的利益。

（5）有两个显而易见的结论我们未分析，一个是利率管制和歧视大大提高了非国有企业（特别是私营企业）的间接融资成本；另一个是利率管制弱化了企业的债券筹资能力。这

两者已成为不争的事实。

由此可见，所谓国有企业利息负担过重，地下金融泛滥、高金融风险、储蓄缺乏利率弹性、寻租、内部人控制等等诸多现象，无不与金融抑制有关。由此我们的政策含义也是很明了、也很简单的，即加速金融自由化。

参考文献

1. Cottani, J. and D. Cavallo(1993), "Financial Reform and Liberalization," in *Policymaking in the Open Economy: Concepts and Case Studies in Economic Performance*, edited by R. Dornbusch, Oxford University Press.
2. Fry, M. J.(1995), *Money, Interest, and Banking in Economic Development*, 2nd. Baltimore: Johns Hopkins University Press.
3. Gupta, K. L.(1987), "Aggregate Savings, Financial Intermediation, and Interest Rate," *The Review of Economics and Statistics*,303-311.
4. Pavlik, E. and A. Riahi-Belkaou (1994), "The effects of ownership structure on value added-based performance," *Managerial Finance* 20:16-26.
5. 郭才 (1997), "我国居民储蓄存款来源构成分析",《经济纵横》,第9期。
6. 李军 (1998),《中国货币政策的金融传导》,复旦大学出版社。
7. 李扬 (1998), "中国经济对外开放过程中的资金流动",《经济研究》第二期。
8. 麦金农 (1988),《经济发展中的货币与资本》,上海三联书店。
9. 麦金农 (1997),《经济市场化的次序 - 向市场经济过渡时期的金融控制》,上海三联书店,上海人民出版社。
10. 肖 (1988),《经济发展中的金融深化》,上海三联书店。
11. 谢平 (1996),《中国金融制度的选择》,上海远东出版社。
12. 世界银行 (1993),《东亚奇迹:经济发展与公共政策》,中国财政经济出版社。
13. 万安培 (1998), "租金规模变动的再考察",《经济研究》第7期。
14. 易纲 (1996a),《中国的货币、银行和金融市场:1984 - 1993》,上海三联书店,上海人民出版社。
15. 易纲 (1996b), "中国金融资产结构的分析及政策含义",《经济研究》第12期。
16. 张军 (1997), "改革后中国农村的非正规金融部门:温州案例",北京天则经济研究所内部论文稿系列,第7期。
17. 中国社会科学研究所宏观学科课题组 (1998), "总体态势,金融风险 and 外部性 当前中国宏观经济分析",《经济研究》第3期。