

由“拨改贷”到“债转股”^{*}

——经济转型中企业投融资方式的变迁(1978—2015)

董志凯

内容提要:20世纪70年代末以来,我国的经济体制由计划经济向市场经济转型,随着经济转型的阶段性发展与国内外经济环境变化,企业投融资方式经历了“拨改贷”“贷改投”“债转股”“引进来”与“走出去”等诸多方式,朝着逐步明晰投资主体权益、拓宽投融资渠道的方向变迁。

关键词:改革 企业 投融资

企业是国民经济的细胞与市场活动的主体,是社会生产力和经济技术进步的主导力量,决定着经济的发展。20世纪70年代末以来,我国的经济体制由计划经济向市场经济转型,随着经济转型的阶段性发展与国内外经济环境变化,企业投融资方式多次变迁。总的趋势是在社会主义市场经济的总目标下,尊重企业作为投融资主体的权益与责任,调动企业的能动性,提高国有资本运行效率。

一、历史回溯与20世纪后期的变化(1978—2000)

新中国的国营(国有)企业是在继承1949年之前解放区的军工企业,共和国诞生后没收官僚资本、对资本主义工商业的社会主义改造,特别是共和国各个经济建设时期国家财政投资的基础上建立起来的。国有企业控制或主导着关系国民经济命脉的重要行业和关键领域,是国民经济的支柱和主导,在社会经济生活中有举足轻重的作用。计划经济时期,在高度统一集中管理的经济体制、统收统支的财政体制、一切信用集中于国家银行的金融体制下,投资体制的特征体现为国家充当投资主体、直接由国家筹措资金和分配资金。囿于我国处在大规模工业化建设的历史阶段,以及对经济管理认识上的局限,企业除了“四项费用”^①外全部由国家基本建设计划(“一五”计划实施之后改为固定资产投资计划)决定。这种体制在微观上束缚了企业的生产,在宏观上受高指标、高速度、高积累的影响导致“投资饥渴症”、结构和布局非均衡的问题。1978年改革开放以来,这种状况逐步发生变化。

(一)“拨改贷”扼制“投资饥渴症”拉开了投资体制改革的序幕

国有企业改革是整个经济体制改革的核心内容,对投资体制的改革主要是围绕国有企业改革进行的。

1978年底中共十一届三中全会开启了改革开放画卷。邓小平在全会前召开的中共中央工作会议闭幕式上指出:“现在,各地的企业事业单位中,党和国家的各级机关中,一个很大的问题就是无人负责。名曰集体负责,实际上等于无人负责……所以,急需建立严格的责任制。”^②并强调“当前最

[作者简介]董志凯,中国社会科学院经济研究所研究员,北京,100836。

* 本文系中国社会科学院经济研究所重点课题“中国经济发展道路的历史探索”的阶段性成果。

① 企业的“四项费用”:技术组织措施费、新产品试制费、劳动案例保护措施费和零星基本建设费(后改称为“零星固定资产购置费”)。

② 《邓小平文选》第3卷,北京:人民出版社1983年版,第150—151页。

迫切的是扩大厂矿企业和生产队的自主权,使每一个工厂和生产队能够千方百计地发挥主动创造精神”,^①十一届三中全会公报指出“现在我国经济管理体制的一个严重缺点是权力过于集中,应该有领导地大胆下放,让地方和工农业企业在国家统一计划的指导下有更多的经营管理自主权”。^②此后,国有企业改革以调动企业和职工生产经营积极性为出发点,从扩大企业自主权逐步展开。

1979年8月,国务院批准建设银行从财政部独立出来;8月23日国务院批准了国家计划委员会、国家建设委员会、财政部《关于基本建设投资试行贷款办法的报告》,并批准了《基本建设贷款试行条例》,拉开了投资信贷体制改革的序幕。这一改革举措简称“拨改贷”。

实施“拨改贷”的初衷是:与无偿拨款不同,获得贷款的企业要还本付息,从而促使企业精打细算,先用自有资金建设,缩短工期,提高效率,把加速资金周转和提高经济效益提上企业的议事日程。

但是由于基本建设管理体制不配套,此后5年“拨改贷”进展不快。直到1985年,所有国家投资项目,才全面实行拨改贷。另一方面,同期银行贷款进入投资领域却进展很快。过去国家对银行管得很死,如邓小平所言:银行成为财政的“出纳”。改革以后银行可以对技术改造贷款了。银行首先向资金周转快、利润高的轻纺工业投入设备改造贷款;同时凡是取得收入的领域,包括科技产业等都能贷款。信贷进入投资领域,资金使用不再无偿,企业必须考虑资金利息的机会成本,于是信托投资公司兴起。逐渐出现了投资主体多元化、资金来源多元化、投资方式多样化和投资决策多层次化的局面。企业成为重要的投资主体。

“拨改贷”最大的功绩是实现了观念的突破和转变,在投资领域破除了“大锅饭”,开始树立商品经济观念。

(二) “贷改投”将“拨改贷”资金转为国家资本金

实行“拨改贷”后,一些国有企业资本金不足,难以还款付息。特别是新建企业只有借款、没有资本,短期内无法还贷,企业负债成为普遍问题;随着时间推移,赢利困难的企业无法还本付息,甚至资不抵债。面对新出现的问题,1995年国务院批转国家计划委员会、财政部、国家经济贸易委员会《关于将部分企业“拨改贷”资金本息余额转为国家资本金意见的通知》,将一些未还的贷款作为国家投入企业的资本金,即“贷改投”。这成为“拨改贷”改革调整与深化的重要路径。

1997年9月,中共十五大确定了社会主义初级阶段的基本路线和基本纲领,要按照“产权清晰,权责明确,政企分开,管理科学”的要求,对国有大中型企业实行规范的公司制改革,使企业成为适应市场的法人实体和竞争主体;从战略上调整国有经济布局,着眼于搞好整个国有经济,抓好大的,放活小的,对国有企业实施战略性改组,并明确提出“力争到本世纪末大多数国有大中型骨干企业初步建立现代企业制度。”^③

为保证国有企业的生产经营稳定,1998年国家计划委员会、财政部根据国务院有关文件精神颁布实行《关于中央级基本建设经营性基金本息余额转为国家资本金的实施办法》,进一步规范了“拨改贷”向“贷改投”转变的相关程序和措施。《办法》中对多个投资主体的地方企业规定了“企业中既有中央级‘拨改贷’资金,又有地方财政安排的地方级‘拨改贷’资金,原则上中央级‘拨改贷’资金转国家资本金时,地方级‘拨改贷’资金也应同时转为地方对企业的投资”,以使国家、地方、企业三者的利益都得到兼顾。

(三) “债转股”为股份制开路

如前所述,1984年国家出台拨款改贷款政策后,意味着1984年以后新成立的国企,一出生就是100%的负债率。

^① 《邓小平文选》第3卷,第146页。

^② 《十一届三中全会以来重要文献选编》北京:中共中央党校出版社1981年版,第6页。

^③ 《中国共产党第十五次全国代表大会文件汇编》,北京:人民出版社1997年版,第24—25页。

1992年中共十四大确立社会主义市场经济体制为改革目标,1993年11月召开的十四届三中全会通过了《中共中央关于建设社会主义市场经济体制若干问题的决议》。1993年12月28日,国家颁布了作为我国现代企业制度主要法律依据的《公司法》。《公司法》是不允许新企业没有资本金的,没有资本金不能设立企业。

《中共中央关于建设社会主义市场经济体制若干问题的决议》是20世纪90年代进行经济体制改革的行动纲领。从1994年起,国有企业改革从以往的放权让利、政策调整进入到转换机制、制度创新阶段。企业改革从靠政策调整解决表象问题转向通过制度创新解决深层次矛盾,从偏重于进行企业内部单项改革进入到内外部结合整体推进,从偏重于搞活单个企业进入到着眼于搞活整个国有经济,从偏重于统一形式和办法转向针对不同企业强调分类指导、采取多种形式和办法。

1994年,按照建立国家投资基金制度的要求,国务院发文明确将6个国家专业投资公司并入国家开发银行,于1995年5月组建国有独资政策性投资机构——国家开发投资公司。由该公司根据国家经济发展战略、产业政策和区域规划的要求,对基础产业、支柱产业和高新技术项目进行参股、控股投资。同时,将商业银行原有的不良信贷资产(也就是国有企业的债务)转为金融资产管理公司对企业的股权。以金融资产管理公司作为投资主体,既不是将企业债务转为国家资本金,也不是将企业债务一笔勾销,而是由原来的债权债务关系转变为金融资产管理公司与企业之间的持股与被持股、控股与被控股的关系,由原来的还本付息转变为按股分红。

财政对国有企业直接注入资金从20世纪80年代初实施“拨改贷”就停止了,但此时还有财政对国有困难企业的亏损补贴。这项补贴在1985年曾占到财政收入的20.2%,而后迅速下降,1990年为16.5%,1995年为5%,2000年为2%,2003年完全停止。财政对国有企业的输血渠道切断了。银行本性就不愿给亏损的国有企业贷款,但受到政府尤其是地方政府的干预只能“不得已而为之”。随着中国金融体制改革加快,国有银行独立经营主体的地位日益强化。1998年,为减少地方政府对银行的干预,中国人民银行撤销了31个省级分行,改按大区设置分行,国有银行对困难国有企业的输血渠道也切断了。财政和金融系统停止对国有企业输血,导致长期掩盖着的国有企业问题显现出来并日益激化。

据国家统计局的数据,截至1997年年底,全国31个省(区、市)的国有及国有控股工业企业盈亏相抵之后,有12个省(区、市)为净亏损。纺织、煤炭、有色、军工、建材全行业亏损。国有独立核算工业企业中亏损额达到831亿元,比1987年上升了12倍;亏损面达38.22%,亏损率达66.01%。^①面对很多国有大中型企业财务负担沉重的现象,国务院确定了100家大型国有企业作为建立现代企业制度的试点。按照中央的决定,深化投资体制改革要按照项目类型界定政府投资和社会投资的边界,基本原则是竞争性项目投资由企业自主决策,自担风险,所需贷款由商业银行决定,自负盈亏。用项目登记备案制代替现行的行政审批制,把这方面的投融资活动推向市场,国家用产业政策予以引导。基础性项目建设要鼓励和吸引各方投资参与。地方政府负责地区性的基础设施建设。国家重大建设项目按照统一规划,由国家开发银行等政策性银行,通过财政投融资和金融债券等渠道筹资,采取控股、参股和政策性优惠贷款等多种形式进行;企业法人对筹划、筹资、建设直至生产经营、归还贷款本息以及资产保值增值全过程负责。社会公益性项目建设,要广泛吸收社会各界资金,根据中央和地方事权划分,由政府通过财政统筹安排。

1998年国务院总理朱镕基全面实施“债转股”,将其作为实现国企三年脱困的重要手段。按照国家经济贸易委员会和中国人民银行联合下发的《关于实施债权转股权若干问题的意见》的有关规定和程序,国家经济贸易委员会向有关银行和金融资产管理公司首批推荐了601户实施债转股的企业,拟转股金额达4596亿元。这些企业大多是产品有市场、技术水平高、管理基础好、领导班子

^① 邵宁主编《国有企业改革实录(1998—2008)》,北京:经济科学出版社2014年版,第48页。

强、通过降低资产负债率即可改善企业经营状况,较快摆脱困境。至2005年6月底,不计军工改革脱困企业,经国务院批准债转股方案和协议的企业共有561户,转股额3769亿元。其中,完成工商登记注册组建新公司的444户,占国务院已批准企业的79%,涉及转股额2547亿元,涉及职工400多万人。债转股的实施,使一批国有大中型企业的资产负债率由70%以上降至50%以下,平均每月减轻利息负担37.23亿元。债转股还促进了国有企业加快建立现代企业制度、剥离非经营性资产,使大多数实施债转股的企业生产经营状况迅速好转,据不完全统计,到2000年,80%以上的债转股企业实现了扭亏为盈。如中国铝业公司西南铝加工厂实施债转股后,资产负债率由102%降到44%,实施债转股当年就结束了连续9年亏损局面,由亏损3718万元到实现盈利152万元。^①

“债转股”的改革开拓了国有企业直接融资渠道,社会资金进入国企,为我国企业股份制改革奠定了基础。全社会固定资产投资资金来源构成发生了巨大变化。(见表1)

表1 全社会固定资产投资资金来源构成比重 单位: %

年份	国家预算内资金	国内贷款	利用外资	自筹和其他资金
1992	4.3	27.4	5.8	62.5
1993	3.7	23.5	7.3	65.5
1994	3.0	22.4	9.9	64.7
1995	3.0	20.5	11.2	65.3
1996	2.7	19.6	11.8	66.0
1997	2.8	18.9	10.6	67.7
1998	4.2	19.3	9.1	67.4
1999	6.2	19.2	6.7	67.8
2000	6.4	20.3	5.1	68.2
2001	6.7	19.1	4.6	69.6
2002	7.0	19.7	4.6	68.7
1992—2002年比重变化百分点	2.7	-7.7	-1.2	6.2

资料来源:中国统计局《中国统计年鉴2006》北京:中国统计出版社2006年版,表6-4。

表1反映,改革以来,计划经济时期单一的固定资产投资来源已呈现多元化,可划分为国家预算内资金、国内贷款、利用外资、企业自筹和其他资金四个部分。其中国家预算内投资已降到10%以下,企业自筹和其他资金已达60%以上。企业已成为投资主体,在投融资中的作用逐渐加强。

二、21世纪初投融资体制改革的新进展(2001—2012)

进入21世纪,企业投融资改革新的进展在于,在党和国家正式文献中明确提出了资本金的理念;推行“引进来”和“走出去”并行的投融资战略。

(一) 由管资产、管资金向管资本过渡

2003年,中共十六届三中全会通过的《中共中央关于完善社会主义市场经济体制若干问题的决定》进一步确立企业的投资主体地位,实行谁投资、谁决策、谁收益、谁承担风险。按照改革的基本思想,国务院于2004年7月16日颁布了《国务院关于投资体制改革的决定》,随之国家有关部门制定配套文件。其中确立企业投资主体地位的措施有7个要点:(1)改革项目审批制度,落实企业投资自主权;(2)规范政府核准制;(3)健全备案制;(4)扩大大型企业的投资决策权;(5)鼓励社会投资;(6)进一步拓宽企业投资项目的融资渠道;(7)规范企业投资行为。^②到2007年上半年,《企业投资

^① 邵宁主编《国有企业改革实录(1998—2008)》,第76页。

^② 国家发改委就《国务院关于投资体制改革的决定》答记者问时,将其内容概括为“四项新政、五项意义”。详见新华网 http://news.xinhuanet.com/zhengfu/2004-07/26/content_1647952.htm 2004年7月26日。

核准暂行办法》《外商投资项目核准暂行管理办法》《境外投资项目核准暂行管理办法》《国家发展改革委核报国务院核准或审批的固定资产投资项目目录》《改革和完善报请国务院审批或核准的投资项目管理暂行办法》等多项具体实施办法发布,初步形成企业投资项目核准制的基本框架。

《中共中央关于完善社会主义市场经济体制若干问题的决定》提出“建立健全国有资产管理与监督体制”,要求“建立国有资本经营预算制度”。这是中央文件第一次明确“国有资本经营预算”的提法,取代了之前一直沿用的“国有资产经营预算”“国有资本金预算”等多种提法,正式将其作为国有资产收益制度改革的方向。2005年10月,中共十六届五中全会通过的《中共中央关于制定国民经济和社会发展第十一个五年规划的建议》再次提出,“坚持和完善基本经济制度,加快建立国有资本经营预算制度,建立健全金融资产、非经营性资产、自然资源资产等监督体制。”这些规定为国有资产收益纳入国家预算管理提供了政策依据,为建立国有资本经营预算制度奠定了基础。2007年9月8日,国务院发布《关于试行国有资本经营预算的意见》,酝酿已久的国有资本经营预算进入实施阶段。国有资本经营预算制度的初步建立,标志着国家以所有者身份依法正式向国有企业收取国有资本收益。这对于增强政府的宏观调控能力,完善国有企业收入分配制度,推进国有经济布局 and 结构的战略性调整等具有重要意义。

(二) 推行“引进来”与“走出去”并行的跨国投资战略

21世纪初加入世界贸易组织(WTO)之后,我国对外开放要实现更高层次、更多维度、更多联动的开放新格局:从有限范围、有限领域的市场开放,转变为全方位的市场开放;从单方面为主的自我开放,转变为中国与WTO成员之间的双向开放;从以试点为主的政策性开放,转变为在法律框架下的制度性开放。无论积极“引进来”还是主动“走出去”,都对企业投融资提出了新的要求,也取得了新的进展。

2003年以来,为了贯彻落实中共十六大提出的“通过市场和政策引导,发展具有国际竞争力的大企业和企业集团”,按照国务院提出的“改制后不增加企业负担”的原则,中央财政对石油、石化、煤炭、冶金、有色、电力、电信、民航、航运等基础产业领域的重要国有企业给予了重点支持。这些重要国有企业的重组改制步伐明显加快。与此同时,中石油、中石化、中海油、中国铝业、鞍钢集团、神华集团、中国移动、中国网通、中国联通、中国电信等一大批国有企业海外上市。

2008年以来,为应对国际金融危机的冲击,国家先后出台了“四万亿投资计划”、“十大产业”振兴规划、《关于加快培育和发展战略性新兴产业的决定》、“新非公36条”等一系列扩大内需、促进经济增长的政策措施,同时予以相应的财政金融政策支持,推动了投资的较快增长。特别是2009年,在国有及国有控股投资的强力拉动下,全社会固定资产投资增长达30%。

2012年,中共十八大要求全面提高开放型经济水平,其中“提高利用外资综合优势和总体效益,推动引资、引技、引智有机结合。加快走出去步伐,增强企业国际化经营能力,培育一批世界水平的跨国公司”是重要内容。2013年《中共中央关于全面深化改革若干重大问题的决定》作出了构建开放型经济新体制的重要部署。《决定》用“三个允许”——允许发挥自身优势到境外开展投资合作,允许自担风险到各国各地区自由承揽工程和劳务合作项目,以及允许创新方式走出去开展投资,来“确立企业及个人对外投资主体地位”。根据《2014年度中国对外直接投资统计公报》,2014年,发达经济体经济运行分化加剧,发展中经济体增长放缓,全球外国直接投资下降16%。在这个背景下,我国对外直接投资逆势上扬。自2003年我国发布年度对外直接投资统计数据以来,对外直接投资连续12年增长,2014年流量是2002年的45.6倍,2002年至2014年的年均增长速度高达37.5%。^①

^① 《我国对外直接投资创历史新高 双向投资首次接近平衡》,新华网 http://news.xinhuanet.com/fortune/2015-09/17/c_1116597545.htm, 2015年9月17日。

经过30余年的企业改革,我国规模以上工业企业的单位总数经历了20世纪后20年的逐步收缩阶段与21世纪的稳步提升阶段。资产总额总体不断上升,其中1980—2000年增长28.8倍,绝对额增长121978亿元;2001—2013年增长5.28倍,绝对额增长715223亿元,比上一时段少用7年,绝对额增长量多4.86倍。主营业务收入、利润总额和税金总额反映了类似的趋势,但比率要小些。另一方面,反映效益的资产利润率则由1980年的16.3%下降至2000年的3.48%,2013年有所回升至7.85%,2014年下降至6.99%;税金资产比由1980年的8.66%下降至2000年的4.06%,2013年回升至5.66%,2014年下降至5.23%。详见表2。

表2 1978—2014年规模以上工业企业主要经济指标

年份	企业单位数(万个)	资产总计(亿元)	主营业务收入(亿元)	利润总额(亿元)	税金总额(亿元)
1978	34.8	4525			
1980	37.7	4233	4459	692	367
1985	46.3	6972	7899	929	727
1990	50.4	15953	16793	560	1386
1995	59.2	79234	52936	1635	3415
1996	57.9	90016	57970	1490	3657
1997	53.4	103400	63451	1703	4037
1998	16.5	108822	64149	1458	4064
1999	16.2	116969	69852	2288	4414
2000	16.3	126211	84152	4393	5119
2001	17.1	135403	93733	4733	5572
2002	18.2	146218	109486	5784	6238
2003	19.6	168808	143172	8337	7537
2004	27.6	215358	198909	11929	9529
2005	27.2	244784	248544	14803	11518
2006	30.2	291215	313592	19504	14454
2007	33.7	353037	399717	27155	18422
2008	42.6	431306	500020	30562	23968
2009	43.4	675797	542522	34542	26486
2010	45.3	493693	697744	53049	33656
2011	32.6	592882	841830	61396	38972
2012	34.4	768421	929292	61910	44029
2013	37.0	870751	1038659	68379	49296
2014	36.1	925245	1094647	64715	48402

资料来源:国家统计局《中国统计摘要2014》北京:中国统计出版社2014年版,第110页;国家统计局《中国统计摘要2015》北京:中国统计出版社2015年版,第109页。

说明:1997年及以前为乡及乡以上独立核算工业企业数据;1998—2006年为全部国有及年主营业务收入在500万元以上非国有工业企业数据;2007—2010年为年主营业务收入在500万元以上工业企业数据;2011年及以后年份为年主营业务收入在2000万元及以上工业企业数据。2014年为快报数据,之前年份为年报数据。

表2反映,21世纪以来,随着改革开放的逐步深入,我国工业企业的发展总体呈上升趋势,同时也存在着投资增长率和利润增长率下降等新的问题。这些问题至第一个十年过后进一步凸现。2014年,在企业资产总额与主营业务收入双上涨的情况下,利润与税金总额均下降了。

受国内外经济形势影响,部分制造业固定资产投资增长率于2012年之后呈下降趋势。2013年和2014年上半年的制造业固定资产投资增长率分别是17.8%和14.8%,与2011年的37.7%和2012年的24.5%相比已呈巨大落差。2014年后投资增长率的下跌速度明显加快。2014年上半年,化学工业投资增长率只有9.2%,计算机与电子工业增长率也仅为9.4%;钢铁工业2014年上半年是负增

长;连一向投资高增长的汽车制造业的增长率也下跌到 12.0%;机械工业的投资增长率也大幅度下降。2014 年下半年制造业投资增长率继续下降,1—11 月的增长率是 13.5%,低于上半年的 14.8%;其中汽车和通用设备制造业的投资增长率分别下跌 10.2%和 15.9%。在导致下降的原因中,总需求不足的因素要大于银行信贷的约束。详见表 3。

表 3 2011—2014 年部分制造业固定资产投资增长率的下行态势 单位: %

产业	2011 年	2012 年 1—6 月	2013 年 1—5 月	2014 年 1—6 月	2014 年 1—11 月
制造业	37.7	24.5	17.8	14.8	13.5
化学工业	28.2	24.5	17.0	9.2	8.9
制药业	36.4	40.6	36.1	16.4	15.5
钢铁工业	17.9	9.4	4.1	-8.4	-4.70
通用设备	40.7	38.0	20.1	19.9	15.9
专用设备	41.1	47.1	20.3	14.0	14.1
汽车制造	27.1	36.0	13.9	12.0	10.2
电气机械	57.7	8.3	4.3	16.0	13.3
计算机与电子	35.5	12.6	20.3	9.4	9.4
全部固定资产	23.8	20.4	20.4	17.3	15.8

资料来源:根据国家统计局的数据整理。转引自周振华等《走向新常态的战略布局》,上海:格致出版社、上海人民出版社 2015 年版,第 164 页。

三、新常态下的走向(2013—2015)

经历了 30 多年高强度大规模开发建设后,我国传统产业相对饱和,二三四线城市商品房库存积压,基础设施已具备一定水平,固定资产投资的潜在增长能力下降,制约投资高速增长的因素增多。2014 年的投资增速已经降至 2009 年的一半。产能过剩、资源浪费、环境透支、分配不公等新问题突出,以往的发展方式难以持续。

2012 年中共十八大纠正“以 GDP 论英雄”,提出转型升级、优化结构、提高效率。我国经济呈现中高速增长与中高端发展的新常态,GDP 增速从 2012 年的 7.7% 下降到 2013 年的 7.6%、2014 年的 7.4%,^①2015 年第三季度为 6.9%。其中进入《财富》世界 500 强的中国国有企业的平均利润率由 2012 年的 5.4% 下滑到 2013 年的 3.9%。^②

2013 年 11 月,在中共十八届中央委员会第三次全体会议上通过的《中共中央关于全面深化改革若干重大问题的决定》要求适应经济全球化新形势,提高经济运行质量成为新常态下的共识。为此,必须充分利用社会资金,完善资本市场,发展混合所有制经济。这对企业投融资体制与方式改革提出了新的要求。

(一) 拓宽融资渠道,放宽市场准入,降低融资成本

改革开放初期的 1980 年,全民所有制单位投资占全部投资的比重为 81.9%,涉及一二三产业的所有行业。此后,国有经济投资更多以参股的方式参与国民经济建设。2013 年,国民经济中国有企业的投资仅占全社会投资的 24.6%,比 1980 年下降了 57.3 个百分点,平均每年下降近 1.7 个百分点。与此同时,集体、股份制、外资、个体投资增加。集体经济是在改革大潮中通过兴办乡镇企业率先发展壮大的,1980 年集体经济投资比重占 5%,1993 年达到改革开放以来最高点 17.7%,20 世纪

^① 此数据来源于国家统计局于 2015 年 2 月 26 日发布的《2014 年国民经济和社会发展统计公报》。2015 年 9 月 7 日,国家统计局发布《关于 2014 年国内生产总值(GDP)初步核实的公告》,2014 年 GDP 现价总量为 636 139 亿元,比初步核算数减少 324 亿元,按不变价格计算的增长速度为 7.3%,比初步核算数降低 0.1 个百分点(资料来源:国家统计局网站 http://www.stats.gov.cn/tjsj/zxfb/201509/t20150907_1240657.html 2015 年 9 月 7 日)。

^② 庄序莹《加快推进国有资本混合所有制改革》,《中国社会科学报》2014 年 11 月 25 日,第 A08 版。

90年代中后期,乡镇企业改制后比重逐渐下降。有限责任公司投资发展较快,占全社会投资的比重由2006年的23.9%稳步提高到2013年的27.2%。2001年我国加入世贸组织后,外商和港澳台商投资占全社会投资的比重提升明显。由2000年的7.9%提升到2006年的9.9%,之后逐步回落。个体投资2005年占全社会的比重为15.6%,之后萎缩。^①

表4 固定资产投资实际到位资金按隶属关系分固定资产投资(不含农户) 单位:亿元

年份	实际到位资金					按隶属关系分投资	
	国家预算资金	国内贷款	利用外资	自筹资金	其他资金	中央项目	地方项目
1995	569.0	3 511.9	2 114.1	7 940.8	2 013.7	4 274.5	11 369.2
2000	1 795.0	6 245.8	1 526.2	11 227.5	5 620.0	6 275.6	19 946.2
2005	3 637.9	15 363.9	3 386.4	44 154.5	14 369.7	9 111.0	65 984.1
2006	4 438.7	18 814.8	3 811.0	56 547.5	18 147.0	10 856.5	82 512.2
2007	5 464.1	22 136.1	4 549.0	74 520.9	24 073.3	13 165.3	104 299.2
2008	7 377.0	25 466.0	4 695.8	97 846.5	23 194.4	17 172.5	131 565.8
2009	11 493.6	37 634.1	3 983.5	127 557.7	38 117.7	20 697.4	173 223.0
2010	13 104.7	45 104.7	4 339.6	165 752.0	44 823.6	22 790.6	218 640.2
2011	14 843.3	46 034.8	5 062.0	220 860.2	50 094.8	21 797.2	280 598.8
2012	18 958.7	51 292.4	4 468.8	268 560.2	56 555.0	23 763.8	341 090.4
2013	22 305.3	59 056.3	4 319.4	324 431.5	70 953.3	24 658.1	411 089.4
2014	26 745.4	64 512.2	4 052.9	369 964.7	67 449.6	26 448.6	474 816.2

资料来源:国家统计局《中国统计年鉴2015》北京:中国统计出版社2015年版,表10-4。

表4反映出随着改革开放与投资的增长,国家预算资金在固定资产投资实际到位资金中的比重明显下降,国内贷款、利用外资、自筹资金与其他资金的比重显著增长,中央项目的比重下降,地方项目的比重明显上升。

在新形势下,调结构、促创新所需要的融资成本远高于资产回报率。不良贷款不断创出历史最高纪录,财务经理在放贷前希望先收回贷款。在这种情况下,拓宽制造业融资渠道,降低融资成本成为改进企业投融资的重要环节。中共十八届三中全会要求充分利用社会资金,完善资本市场,发展混合所有制经济。成功案例如:重庆年产1亿台电脑,需要大量的液晶面板,有强烈的市场需求;京东方有技术,它有1万多个专利已经被世界认可,但是搞一条8.5代生产线需要330亿元,资金紧缺。后来由京东方增发100亿股股票,股票市值每股2.1元,重庆六七个企业用210亿认购了100亿股。京东方拿到210亿以后,再向银行借120亿,实现330亿元融资后,新的生产线于2014年3月开工,2015年4月全面完工。重庆因此有了330亿年产值的液晶面板企业,在很大程度上满足了重庆电子产业零部件本地化的需求,同时京东方的股价大幅提高。可见利用资本市场对战略新兴产业融资的重要意义。^②

2015年,发改委推出重点发展的七大工程(重大网络、清洁能源、油气及矿产资源、粮食水利、交通、生态环保、健康养老等)和信息消费、绿色消费、住房消费、旅游消费、适应中国老龄化需求等六大消费工程。但中央预算内资金仅能投4776亿元。^③只有放宽市场准入,撬动社会和民间投资,才能解决巨额的投资来源问题。政府力图通过购买服务、股权合作、共同投资来加强与社会资本的合作;把一些现金流比较充裕又有稳定回报预期的项目让社会资本、民间资本参与;并与政策性金融机构、基金、社保、保险、信贷、社会上的各种投资基金和投资公司加强合作,共同扩大投资。2015年6月底取消了对银行的存贷比要求,以释放信贷空间。7月4日,公开发布《国务院关于积极推进“互联网+”

① 胡祖铨《全社会固定资产投资的历史回顾》,《中国宏观经济信息》2015年第22期。

② 2015年6月3日重庆市长黄奇帆讲了一个通过投融资支持战略性新兴产业和实体经济发展的案例。参见《听黄奇帆讲重庆故事》,《第一财经日报》2015年6月17日,第A01版。

③ 姚景源《确保国民经济平稳增长靠什么》,《北京日报》2015年7月20日,第18版。

行动的指导意见》,促进互联网金融健康发展,支持金融机构和互联网企业依法合规开展网络借贷、网络证券、网络保险、互联网基金销售等四大业务,发挥保险业在防范互联网金融风险中的作用。

2015年8月24日,中共中央、国务院颁发《关于深化国有企业改革的指导意见》,对国有企业的投融资改革向股份制迈进提出了新的方案。进一步明确:根据不同企业的功能定位,逐步调整国有股权比例,形成股权结构多元、股东行为规范、内部约束有效、运行高效灵活的经营机制。

(二) “引进”投资向纵深发展

引进外资、技术与管理经验,仍是我国发展的重要推力。至2015年,中国15%的核电设备、30%的高铁设备采购自发达国家。^① 面对正发生着史无前例变革的中国农业,有意向中国投资的以色列农业企业越来越多。^② 中国对外资有巨大需求。2015年5月5日,中共中央、国务院发布《关于构建开放型经济新体制的若干意见》,创新外商投资管理体制。9月,中央全面深化改革领导小组审议通过了《关于实行市场准入负面清单制度的意见》,适用于各类市场主体基于自愿的初始投资、扩大投资、并购投资等投资经营行为及其他市场进入行为。^③ 2015年6月24日,联合国贸易和发展组织(UNCTAD)发布的2015年《世界投资报告》显示,2014年,中国已成为最大的对外直接投资(FDI)接受国。中国继续在全球十大最具吸引力的投资目的地中排名首位,28%的跨国企业将中国作为首选投资目的地。^④

2015年我国吸收外资规模再创新高。全国设立外商投资企业26575家,同比增长11.8%;实际使用外资金额7813.5亿元,同比增长6.4%。截至2015年12月底,全国非金融领域累计设立外商投资企业836404家,实际使用外资金额16423亿美元。外资平均投资强度进一步提高,单个新设外商投资企业平均投资总额1530万美元,比2014年增长5.1%。外资产业结构进一步优化,服务业实际使用外资4770.5亿元,同比增长17.3%。制造业实际使用外资2452.3亿元,与上年基本持平。并购在实际使用外资中所占比重由2014年的6.3%上升到2015年的14.1%。^⑤

表5 1979—2014年我国实际使用外资额

年份	总计 (亿美元)	对外借款(亿美元)	外商直接投资 (亿美元)	外商其他投资 (亿美元)	外商直接投资相当于国内 生产总值的比重(%)
1979—1982	130.6	106.9	17.7	6.0	
1983	22.6	10.7	9.2	2.8	0.3
1984	28.7	12.9	14.2	1.6	0.5
1985	47.6	25.1	19.6	3.0	0.6
“七五”时期	466.5	301.3	146.3	19.0	
1986	76.3	50.1	22.4	3.7	0.8
1987	84.5	58.1	23.1	3.3	0.7
1988	102.3	64.9	31.9	5.5	0.8
1989	100.6	62.9	33.9	3.8	0.8
1990	102.9	65.3	34.9	2.7	0.9

表5反映外商直接投资在我国实际使用外资中迅速增长的状况。从第十个五年计划即21世纪初开始,我国利用外资中已无政府借款,全部为外商投资。

① 李克强《携手开创中欧关系新局面——在中欧工商峰会上的主旨演讲》,《人民日报》2015年6月30日,第2版。

② 以色列发展高效益精细农业,在土地稀缺的恶劣环境下,一个以色列农民可养活113人,而中国一个农民只能养活4人。种昂《种田原来是我们的弱项——以色列农业巨头来到中国》,《经济观察报》2015年7月6日,第23版。

③ 冯蕾《我国将实行市场准入负面清单制度》,《光明日报》2015年9月22日,第8版。

④ 张翼《中国首次成为全球最大外资流入国》,《光明日报》2015年6月25日,第1版。

⑤ 郝少颖《我国吸收外资规模稳步增长——去年使用外资增6.4%》,《京华时报》2016年1月15日,第B36版。

续表 5

年份	总计 (亿美元)	对外借款(亿美元)	外商直接投资 (亿美元)	外商其他投资 (亿美元)	外商直接投资相当于国内 生产总值的比重(%)
“八五”时期	1 610.5	455.8	1 141.7	13.0	
1991	115.5	68.9	43.7	3.0	1.1
1992	192.0	79.1	110.1	2.8	2.3
1993	389.6	111.9	275.1	2.6	4.5
1994	432.1	92.6	337.7	1.8	6.0
1995	481.3	103.3	375.2	2.9	5.2
“九五”时期	2 897.9	559.0	2 134.9	204.0	
1996	548.0	126.7	417.3	4.1	4.9
1997	644.1	120.2	452.6	71.3	4.8
1998	585.6	110.0	454.6	20.9	4.5
1999	526.6	102.1	403.2	21.3	3.7
2000	593.6	100.0	407.2	86.4	3.4
“十五”时期	2 887.0		2 740.8	146.2	
2001	496.7		468.8	27.9	3.5
2002	550.1		527.4	22.7	3.6
2003	561.4		535.1	26.4	3.3
2004	640.7		606.3	34.4	3.1
2005	638.1		603.3	34.8	2.7
“十一五”时期	4 413.0		4 259.5	153.4	
2006	670.8		630.2	40.6	2.4
2007	783.4		747.7	35.7	2.3
2008	952.5		924.0	28.6	2.1
2009	918.0		900.3	17.7	1.8
2010	1 088.2		1 057.3	30.9	1.8
“十二五”时期					
2011	1 177.0		1 160.1	16.9	1.6
2012	1 132.9		1 117.2	15.8	1.4
2013	1 187.2		1 175.9	11.3	1.3
2014	1 197.1		1 195.6	1.4	1.2

资料来源:国家统计局《中国统计摘要 2015》北京:中国统计出版社 2015 年版,第 96 页。

(三) “走出去”开拓投融资新领域

面对经济下行压力和产能过剩的“新常态”,我国加强对外投资立法,强化制造业企业走出去的法律保障,规范企业境外经营行为,维护企业合法权益,探索利用产业基金、国有资本收益等渠道支持高铁、电力装备、汽车、工程施工等装备和优势产能走出去。推出央企改革、装备出海、“一带一路”、“中国制造 2025”、“互联网+”等新政。现在世界上几乎每一个看得到中国商品的大陆都能找到中国园区的身影。截至 2014 年年底,商务部重点统计的 16 家规模相对较大的园区,完成投资总额超过 100 亿元人民币,入驻企业超过 400 家,为当地创造就业岗位超过 4 万人。^① 2014 年,中国对外直接投资与中国吸引外资仅差 53.8 亿美元,双向投资首次接近平衡。^② 2015 年 1—11 月,中国境内

^① 张延龙、曾建中、沈念祖《中国近 100 家工业园区海外圈地 成产能输出重要载体》,新浪网 <http://gz.house.sina.com.cn/news/2015-06-28/08466020723773614113048.shtml> 2015 年 6 月 28 日。

^② 陈恒《〈2014 年度中国对外直接投资统计公报〉发布》,《光明日报》2015 年 9 月 18 日,第 3 版。

投资者共对全球 153 个国家地区的 5 985 家境外企业进行了非金融类直接投资,累计实现对外投资 1 041.3 亿美元,同比增长 16%。^①“亚投行”与“一带一路”理念标志我国对未来长期起作用的战略正在起步。

(四) 提高管理层与决策层投融资能力

在投资日趋国际化的情况下,所有投资者的利益都与国家经济发展紧密相关,维系着国家利益,也关系到就业和收入。在市场经济体制下,市场需要企业家不断探索和发现。因此,高效的投融资仅靠政府或仅靠企业自身完善都远远不够。一方面,良好的外部投资环境是投资体制顺畅运行的必要条件;另一方面,在现实生活中,由于决策、管理落后造成的重复建设、豆腐渣工程、安全事故、假冒伪劣产品以及内外因素交叉导致的证券市场风浪屡见不鲜,无疑降低了企业投融资的效益。企业层面、政府层面以及企业与政府之间均存在管理层与决策层改善的机遇和挑战。决策与管理的改进缺一不可,在投融资领域尤其相辅相成。

2015 年 6 月 5 日,中央全面深化改革领导小组通过了两个国企改革先导性文件,强调国企需通过改革“做强做优做大”、“优化企业管理”,防止国资流失。^②此后 8 月 24 日,《中共中央、国务院关于深化国有企业改革的指导意见》正式发布;9 月 1 日,投融资体制改革公布两大政策:设立 600 亿元中小企业发展投资基金,调整固定资产投资资本金比例。这些体制和管理方面的变化,都对企业投融资改革提出了更高要求。

《中共中央关于全面深化改革若干重大问题的决定》指出:实践发展永无止境,解放思想永无止境,改革开放永无止境。我国企业投融资必然面临新的变迁与发展,不仅必要,而且可能。

From the “Grant to Loan Swap” to “Debt to Equity Swap”: The Changes of Enterprise Financing Models during the Economic Transition (1978 – 2015)

Dong Zhikai

Abstract: Since 1970's, the economic system in our country has experienced the transition from planning to the market. Along with the stage development of the transition and the changes of the economic environments both domestic and overseas, the enterprise financing models have also undergone the changes through variable ways, say “grant to loan swap”, “debt to equity swap”, “bring in and go out strategy” and so on, towards to the direction of identifying the rights and interests of the investment subject and expanding the channels both of investment and financing gradually.

Key Words: Reform; Enterprise; Investment and Financing

(责任编辑:王姣娜)

^① 《商务部: 2015 年中国对外投资合作保持平稳较快增长》,中国新闻网 <http://www.chinanews.com/cj/2016/01-07/7706377.shtml> 2016 年 1 月 7 日。

^② 《习近平主持召开中央全面深化改革领导小组第十三次会议》,中央人民政府网站 http://www.gov.cn/xinwen/2015-06/05/content_2873969.htm 2015 年 6 月 5 日。