

由民企老板跳楼 求解中国 公司金融怪象

研究显示,虽然国企比民企更易陷入财务困境,且陷入困境后的表现更差,但多番身陷融资风暴的却是民企。其原因在于国有银行对民企的融资歧视,中国亦是世界上最难借到长期贷款的国家。要改变中国公司金融这一怪象,出路在于金融体系改革。

十月温州,断贷围城。伴随着多位民企老板因资金链断裂“跑路”、“跳楼”,温州的民间高利贷危机浮出水面,并震动了中央。另一个民营经济活跃的地区珠三角也面临着同样严峻的融资困境。与此相关的新闻则包括:世界银行2011年10月公布的世界营商环境排名中,中国排名第91,落在蒙古之后;据香港《南华早报》报道,过去一年中国的股票涨幅表现在全球股市中排名倒数第三;华润近日公布的对近1000位中国民企经营者的调查显示,近半数的受访者打算或正在申请移民海外……

高利贷危机发生后,为维护金融秩序稳定,温州市及浙江省政府紧急出台了多项救助措施,并派工作组进驻各大银行,以保证“对中小企业不抽贷、不压贷,及给予贷款利率上的优惠”。这一揽子救助方案,缓解危机的用意明显,但也暴露

范博宏为香港中文大学财务学系教授、经济金融研究所所长,黄俊为上海财经大学会计学院讲师。

了长期以来政府重宏观、轻微观的政策取向扼杀了民营企业,特别是中小民企的生存发展空间。临渴掘井般的短期纾困政策,效率也令人疑虑:会不会扶植了本应被淘汰的企业或遗漏了优质的企业,官员与银行有多大的动力去配合执行这些政策?

重宏观、轻微观的政策导向应该被检讨。日益积极的宏观政策,虽然立意是应对日趋复杂的内外经济环境,但其长期效果难以评估,对民营经济的副作用却立竿见影。因此,政府官员的焦点应该放在永续发展的制度建设上。民营企业家面对艰难且不确定的营商环境,应考虑如何在心态与做法上进行调整,舍弃好不容易创立的企业移民,是否这一代企业家的宿命?笔者认为,这些问题应该更认真地讨论。

财务困境中, 民企比国企更积极脱困

此次高利贷危机给大众的印象



范博宏

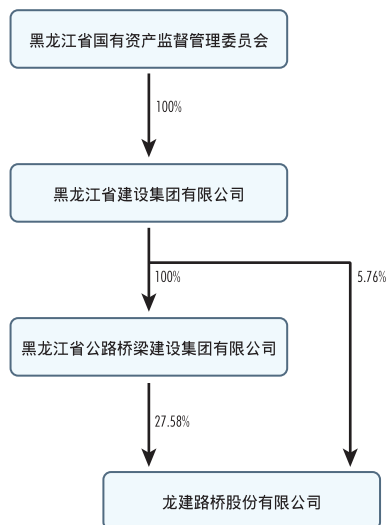


黄俊

是民企追求风险,债信不足,财务状况差。果真如此,以上的担忧是过虑了,这些民企本应被淘汰。但真的是如此么?国有企业财务状况更好么?一旦陷入财务困境,国有企业比民营企业更有动力还债脱困么?

我们不妨比较两家身陷财困的企业:龙元建设(600491)和龙建股

图1:龙建股份的股权结构



份(600853)。龙元建设始创于1980年,前身为浙江象山二建集团股份有限公司,2004年上市,其控股股东赖振元家族截至2010年底合计持有公司44.23%的股权。自1984年进入上海市场后,龙元建设已发展为长三角建筑市场最大的民营施工企业。

龙建股份的前身是于1994年上市的北满特殊钢股份有限公司,因年年亏损,2001年濒临退市。为保住上市公司的“壳”资源,黑龙江省政府于2002年对其实施了资产重组,注入黑龙江省公路桥梁建设集团的优质资产,公司摇身变为一家以公路、桥梁施工为主的国有建筑企业。截至2010年底,黑龙江省国资委通过控股黑龙江省建设集团有限公司、黑龙江省公路桥梁建设集团有限公司而持有龙建股份33.34%的股权(图1)。

建筑行业经营的一个特点是垫资施工,为了弥补流动资金的不足,建筑企业往往不得不向银行大量举债,由此提高了公司的负债率,龙元建设和龙建股份2004年以来的负债率都维持在70%以上的高水平。到了2008年金融危机时,因银行信贷紧缩,收紧了房产开发商的资金链,增添了对建筑企业垫资施工的要求,龙元建设和龙建股份当年的负债率分别达到81.7%和83.3%的历史高点(图2)。

面对高企的债务,两公司又是如何应对的呢?公开资料显示,2009年,龙元建设采取了多项措施

降低负债。首先,在2009年上半年的低迷市道下,定向增发8500万股,募资6.12亿元,充实了公司的资本金。其次,加强了应收账款的催收,强化了内部资金管理,努力实现项目成本的节流。此外,尝试采用多种融资方式,如应收账款保理、机械设备经营性或融资性租赁、中期企业融资票据等。到2009年,其负债率

2008年增加了69.2%。

经过比较可以发现,民营的龙元建设面临财务困境的应对措施远比国有的龙建股份积极有效,反观龙建股份,负债率仍不断攀升,危及企业生存。这仅仅是个案还是普遍存在的现象?

笔者曾利用涵盖所有国企与年营业额超过500万元的民企的中国

工业企业数据库作过一个大量样本的研究。首先,我们考察了国有和民营企业陷入财务困境的可能性(图3)。我们以不同方法界定财务困境,包括资产负债率、利息保障倍数,以及较复杂的多变量财务预测模型。结果均显示,陷入财务困境的国企比例显著高于民企,而且,每年陷入困境的国企比例呈逐年增高的趋势。另外,我们也发现,在早期财务困境的国有和民营企业的规模大体相当,但近期处于财务困境的国企规模显著大于民营企业(图4)。

我们进一步考察了财务困境国企和民企的负债率,及身陷困境后5年的变化(图5)。首先,财务困境企业的负债率都较高,达到了

75%以上,有趣的是,财务困境后的1至5年,国企的负债率继续走高,5年后平均达到82%,而民企的负债率持续下降,5年后降为71%。最后,上述国企与民企负债率以及减债效率的差异也进一步影响了公司的业绩表现。以销售利润率(ROS)作为公司业绩衡量指标,财务困境后的1



赖振元领导下的龙元建设已发展为长三角建筑市场最大的民营施工企业。

已降到69.2%,财务费用相比2008年减少了41%。

相反,龙建股份面对高额的负债却所有限,其披露的公开资料中只表示将“深化内部制度改革,改善资产结构和财务状况”。其结果可想而知,2009年公司负债率进一步上升,达到86.3%,财务费用相比

图2：龙元建设和龙建股份近年负债率

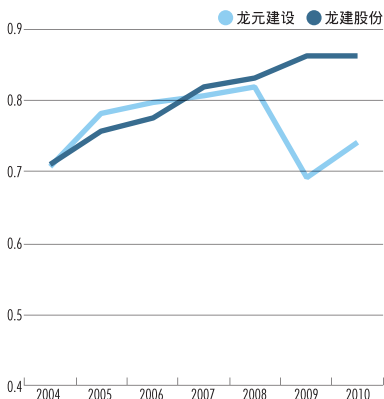


图3：陷入财务困境的国企和民企的比例比较

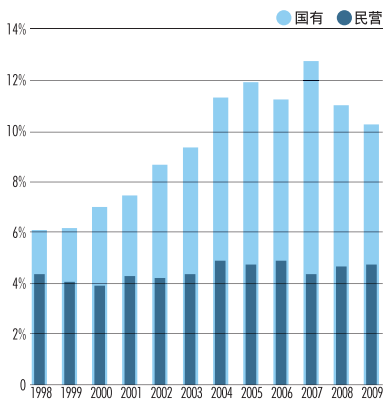


图4：陷入财务困境的国企和民企的规模比较

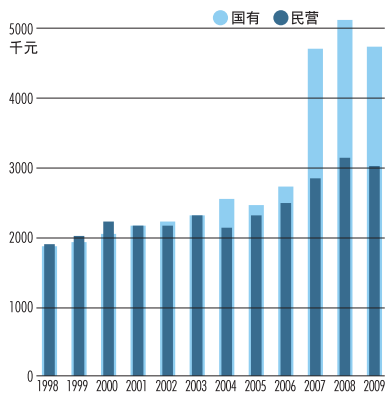


图5：财务困境后国企和民企的负债率比较

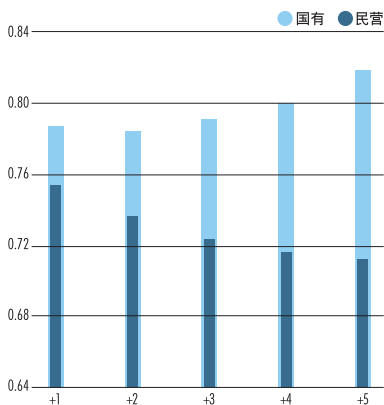
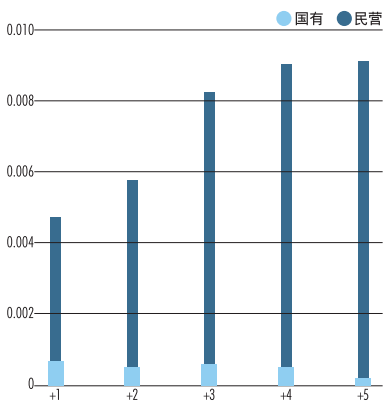


图6：财务困境后国企和民企的销售利润率比较



至5年，民企的业绩要显著好于国企（图6）。

可见，龙元建设和龙建股份身陷财务困境后的行为差异并不是特例。普遍而言，国企比民企更容易陷入财务困境，而且，一旦陷入困境，国企的表现要逊于民企。虽然国企的财务问题远比民企严重，但是，多番身陷融资风暴的却是民企而非国企。偏颇的政策与低效率的银行体系是导致这一公司金融怪现象的主因。对民营企业的融资歧视，不但不公平也欠效率。

为什么民企融资难？

据统计，贡献了全国GDP近65%的民营经济，获得的银行贷款

却不到20%。此次温州高利贷危机，就由于众多中小民营企业通过正规渠道向银行申请贷款无门，在资金压力下只能转投民间借贷市场，接受高利贷的盘剥。虽然有报道指出，民企老板的资金问题起因于他们偏爱风险，炒楼炒股，不务正业，甚至操守有问题，所以银行不借钱给他们，但我们相信这并非普遍的事实。造成民企融资困境的，有以下几个原因。

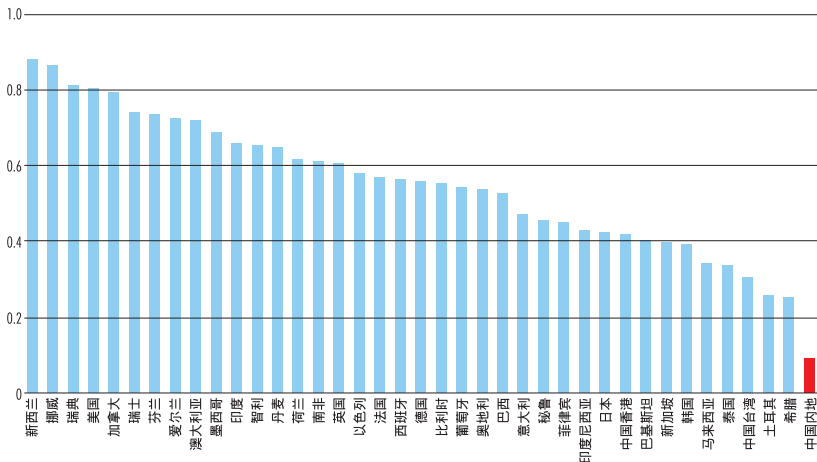
利率管制与国有银行日趋严重的政策性放贷。长期稳定的资金是企业发展的重要保障，但是，现阶段中国仍对银行利率实行管制，国有商业银行在无法充分调整利率补贴风险的情况下，转而要求贷款申

请者提供超额抵押或者压缩还本期限，而许多民营企业因处发展初期且多集中于轻工业或服务业，无法提供银行认可的资产作抵押，因而无法获得银行授信，要申请长期贷款更是难如登天。

这一情况有多严重？在一项即将在美国财务与计量分析期刊发表的研究中，笔者比较了近40个国家与地区企业的资本结构，其中一项是企业长期贷款占总贷款的比重。中国企业的此项平均比例是10%，亦即企业每100元的贷款中仅有10元是超过一年的长期贷款，其余90元都是随时可能不获展期的短期资金，在40个国家中敬陪末座（图7）。也就是说，就世界范围来看，中国是最难借到长期贷款的国家。这项研究的公司包括上市的国有与民营企业，若扣除国企而仅看民营企业，此项长期借款的比例可能更低。尤有甚者，近年来为应对国内外经济情势的诸多宏观调控措施，更使中国的银行越来越像政策执行单位，与市场渐行渐远。岂不令人忧心？

国有银行对国企的援助性借贷，排挤对民企的有偿性借贷。据统计，中国四大国有商业银行拥有全国70%以上的信贷资金，在信贷市场上处于垄断地位。国有银行长期以来受

图7：各国上市企业长期贷款占总贷款的比例



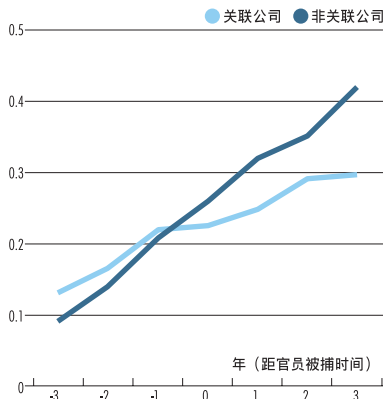
准财政运作体制的行政干预，导致其对民营企业的借贷歧视。例如，对同样数额的不良贷款，如果对象是国有企业，银行工作人员可以不承担或少承担责任；但如果是民营企业，就要受到追究。造成这一现象的一个原因是，国有企业的经营承担了政府的很多社会职能，如就业等。山西民营钢铁企业海鑫集团年产钢600万吨，职工9000余人，而国有钢铁企业包钢集团年产钢1000万吨，职工却高达12万。当国有企业背负了本应由政府承担的社会职能时，其经营将更多且更有理由地寻求政府支持，其中包括更多的银行贷款。龙建股份与众多国营企业日益高筑的债台，往往是长久以来国有银行政策性援助的结果。此时，在援助国企亏了本之后的国有银行，怎能不对民间借贷者更加苛刻？

官员利用国企与国有银行资金发展地方经济，排挤了民企的融资空间。自中国实施财政分权体制以来，地方政府被赋予了更多的行政自主权，且现行制度下，经济发展仍是政府官员晋升的主要考核指标，因此，地方官员产生了强烈的发展地区经济的动力。如何才能快速实现地区经济增长？一种便捷的方式是，重点建设一批项目，扶持发展一些产业。此

时，与政府唇齿相依的国有企业自然又肩负起此重任。由于地方政府给予了国企更多的“照顾”，包括通过国有银行提供资金保障，因此，民营企业若想发展，必须去争取地方政府与国有银行剩下的资源与资金。然而，问题是，它们在这种环境里有独立生存的空间么？

低质量的公共治理扭曲银行贷款决策，并削弱公司治理。地方官员影响银行与企业经营的目的可能是为了发展地区经济，但有时这种影响也可能是出于一己私利。诸多发展中国家的经验告诉我们，别有用心的官员可能通过左右银行贷款而将资金输送到与其有利益关联的企

图8：关联和非关联企业的负债率比较

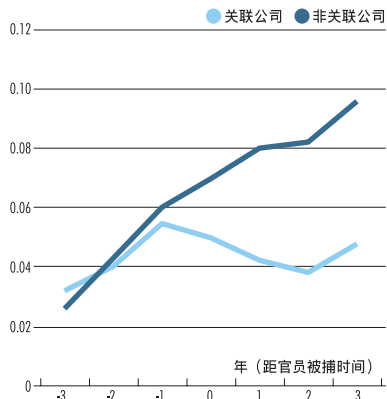


业。官员输送利益换来的可能是选票支持，也可能是一笔存到其私人账户的庞大钱款。

笔者在一项研究中考察了23例1995-2005年间中国不同省份地区省部级高官因贪污腐败而受审的事件。我们透过公开资料查阅出，这些事件中的官员与其辖区内共80多个上市公司的管理层及董事有同学、同事、同乡或亲戚关系，以此认定这些企业为关联企业，然后考察了他们的银行借贷。结果发现，关联企业的平均资产负债率以及长期贷款与总资产比例均较同地区、同时期的其他非关联企业高(图8、9)，显示这些与贪腐官员关联的企业有较高的银行借贷能力，特别是长期贷款能力。但是，当官员被捕之后，关联企业的负债率及长期负债与总资产的比例都显著降低到比非关联企业更低的水平。我们的这一研究间接揭露了一些地方企业利用关系取得贷款优势的乱象。

有经济学家认为，适度的贪污腐败可以促进发展中国家的经济效率。那么，这些与贪腐官员挂钩的企业是否更有效率呢？在我们研究中，答案是否定的。关联企业无论在获利能力、股票回报及其他业绩指标上，都不比其他非关联企业更好。因

图9：关联和非关联企业的长期负债占总资产的比例比较



中国概念股遭遇做空风暴

日期	事件
2011.6.3	绿森集团(00094.HK)母公司嘉汉林业遭研究机构浑水(Muddy Waters)质疑,被指数据造假及虚假夸大资产,股价大跌
2011.6.8	美国证券公司Interactive Brokers (IB)以控制风险为由,禁止客户通过保证金方式购买全球130只中资企业股票
2011.6.14	玖龙纸业(02689.HK)遭标准普尔撤销评级
2011.6.14	美国证监会叫停两家中资企业新股发行
2011.6.27	传Muddy Waters发布报告对雨润食品(01068.HK)进行批评,令其股价大跌,单市市值蒸发150亿港元
2011.7.11	穆迪针对61家中国民企发布了一份风险警示报告,直指中资企业的财务报表和信息披露方面存在不透明、虚报夸大等问题
2011.9.25	黑客组织Anonymous发布针对超大现代(00682.HK)的调查报告《超大现代农业11年的欺骗和公司欺诈》,自2011年4月底以来,该公司股价已累计下跌近7成

此,至少在我们的研究里,没有发现裙带关系下的贷款是有效率的。反之,这类与贪腐有关的银行贷款可能排挤了正常经营企业的融资空间。

金融改革刻不容缓

民营企业是中国经济最有活力的部门,民企的融资难无疑会制约中国经济的长期发展,由此来看,中国金融体系改革刻不容缓,而改革的方向首先是要搭建隔离各级政府部门官员干预的防火墙。由于造成银行对民间信贷不足的重要原因是政企不分,因此,今后的改革应明晰政府与企业的界限,特别是降低地方政府对银行的影响力,发挥市场配置资源的基础性作用,让政府更多地扮演一个市场规则的“守夜人”角色。由此,银行等金融机构才能回归到为实体经济服务、有效配置资金的角色。尽管这早已是老生常谈,但我们还要呼吁,因为过去我们没看到显著的进步。

第二是要开放金融服务市场,实现利率市场化。中国先后颁布了促进民营经济发展的“新旧36条”,然而,在一些被认为“关系国计民生的重要领域”,民营企业要想进入仍举步维艰。以金融行业为例,《国务院关于鼓励和引导民间投资健康发展的若干意见》的颁布已一年有余,相关的实施细则仍未出台,金融服

务领域对民营经济的开放未有实质性进展。另一方面,利率管制也影响了民营企业的融资,在“正式”与“民间”金融市场二元分割的状况下,当货币政策收紧时,民营企业的借贷成本不断水涨船高。因此,今后应逐步放松金融管制,加快利率市场化进程。

第三是要完善公共治理,改革官员薪酬及升迁制度。如果政府官员认为现在及未来预期收入不足以激励其努力时,不能把持操守的官员可能利用权势追求薪资外的隐形收入。虽然各级官员的升迁与其政绩,特别是与地方经济的成长挂钩有其积极的一面,但是,单一以振兴经济作为官员晋升的考量,容易引导官员为了升迁而浪费公帑制造“业绩”。为提高公共治理的质量,应建立一套与官员工作职能和努力相匹配的薪酬体系,同时,将更多的社会、民生指标纳入考核范围,而不是一味追求经济总量的增长。

民营企业融资困境的出路

资本市场可不可以替代银行体系作为民企融资的出路?我们的确观察到,近来越来越多的民企在中小板和创业板上市。成功上市后,民企老板的身家亿万,看起来很风光,但其实股票上市及其后的股权融资代价非常高昂,主要因为中国股市

常受政策影响。那么,民企可否考虑海外上市?可惜的是,在香港及欧美等较成熟的股市,一些中国企业往往因为低质量的公司治理而被投资人“重罚”。近数月来海外上市的中国概念股遭遇做空风暴,凸显了民营企业上市后诚信不足及财务不透明所付出的高昂代价(附表)。要降低股权融资成本,在体制环境未变的情况下,谈何容易。

退出商场,资金转移海外,移民最终是一部分企业家面对日趋恶劣营商环境的无奈选择。而那些仍在此市场中奋斗的中国企业家,应追求更完美的诚信与更深度的职业化。我们的谏言是,完善公司治理,谨慎投资,不盲目追求建造“企业帝国”,积极进行财务筹划,广开渠道,探索多种融资方式的综合运用,努力降低企业资金成本。温州的高利贷危机或许已经逐渐平息,淡出人们的视野,然而,对于众多的中国民营企业而言,面对跌宕起伏的国内外经济环境,维系企业经营的资金链却依然脆弱。今后的改革任重而道远,需要我们在制度建设、金融市场和政府服务等方面进行努力,为中国民营经济创造一个宽松、良好的发展环境,续写中国经济增长的又一奇迹。

对于本文内容您有任何评论或补充,请发邮件至 xincaifu@p5w.net。