

# 未能充分利用的 资本



上海一家国有工厂的一名工人在制作口琴的零部件。

*David Dollar 和魏尚进*

**如果停止对效率低下的国有企业的投资偏向，中国就能够在不牺牲增长的前提下大大提高生活水平。**

中国正以惊人的速度增长，这时候建议其如何才能做的更好似乎是多余的。中国的增长很大一部分是由资本积累和出口推动的。中国的投资/GDP比率在近年来一直很高，并继续增加，从10年前的不到35%增长到了2005年的40%（见图1）。这要远远高于发达经济体和大多数其他东亚国家（这些国家近些年的平均投资/GDP为25%左右）。许多中国观察家对其中的一些投资表示了担忧，尤其是国有企业效率不高，而国内的私人企业和外资企业的资本回报率都要比国有企业高。私人企业和外资企业用更少的资

本就能获得同样的产出，这样就能将释放出的资源用于增加消费等其他用途。效率的提高也会给公司部门带来更高的利润率，并使得为企业融资的银行的资产负债状况更加出色。

有几个原因导致了国有企业比国内的私人企业效率更低。

- 国有企业面临着更多的行政干预，例如在雇用和解聘工人方面的限制，在市场条件发生变化时转换生产线的限制。

- 国有企业通常缺乏补偿计划，这种计划能鼓励管理层设法使经济效率最大化，并避免过度投资和“营建帝国”。

- 一些国有企业公司治理薄弱，这会为管理层将公司资产装入自己的腰包提供机会。

- 国家拥有大部分股权的银行和国内资本市场倾向于支持国有企业，过去是直接的支持，现今则主要通过间接的方式。

这样一来，由于上述原因——低下的公司治理，国有企业的不当激励，国有银行的不当激励，私人企业进行股权融资的各种限制——这些都造成了不同所有制企业资本回报的差异。这种回报差异意味着如果资本配置的扭曲被减少，中国的大量国有投资能在不影响增长结果的前提下降低。本文我们将报告一项新的研究成果，它将中国的资本回报差异量化，并且估计了消除这种低效可能带来的消费方面的收益。

## 融资歧视

中国的金融体系是由主要为国家所有的银行主导的，尽管官方过去数年里为这些银行的商业化付出了巨大的努力，但这种体系继续对国有企业进行扶持（见图2）。尽管国有企业在国内产出中的份额持续下降——相比于10年前的53%和1985年的70%，现在已经降到了40%左右——但它们从国内银行的贷款占到了这些银行总贷款的一半以上。另外，国有企业占了中国两个证券交易所中公开上市公司的绝大多数。对国有企业的偏向可能和一些私人企业贷款的规模较小和风险较高有关。但是常听到私有企业抱怨，即使他们相对于国有企业在贷款规模和风险管理方面拥有优势，其在短期运营资金融资和长期投资融资方面依然面临困难。换句话说，相对于国

有企业而言，私营企业常常由于不能获得融资而可能不得不放弃高回报的项目。

不同所有制和不同地区的企业在资本回报方面存在显著差别吗？中国在经过近30年的经济改革后已经能够成功地消除金融部门在扶持国有企业方面的偏向了吗？

我们通过于2005年设计并实施的一项调查收集的数据对上述问题进行了探讨。这项调查覆盖了中国120个城市12400家制造业企业。在分层的随机样本中，1/3的企业是大企业，1/3是中等企业，1/3是小企业。第一个有意思的结果是，只有8%的企业是国有控股的，这说明中国制造业部门如今主要由私营企业构成，其中既有国内企业也有外资企业（见图3）。但是国有企业规模更大一些，因此这些企业占到了调查中所有资本存量的大约1/3（见图4）。这些企业也占到了在建投资的1/3左右，所以它们依然是中国经济的重要部分。

“相对于国有企业而言，  
私营企业常常由于不能获得融资  
而可能不得不放弃高回报的项目。”

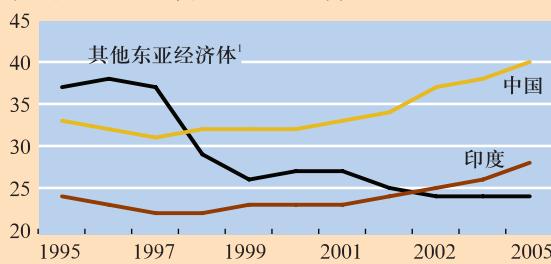
对于给定部门和地区的每一个企业，本项研究都计算了其资产回报率，即用增加值减去劳动报酬再除以资本存量。然后用以下一些变量对企业回报率进行回归，包括代表部门一时间和地理区位的变量，以及代表企业所有制的变量。各部门的年度变量反映了在给定部门一年份需求或供给冲击会造成该部门回报不同于其他部门的可能性。所有制变量测

图1

### 投资过度

中国的投资占GDP的比例要远远高于其邻国。

(投资与GDP的比率，1995—2005年)



资料来源：IMF，《国际金融统计》。

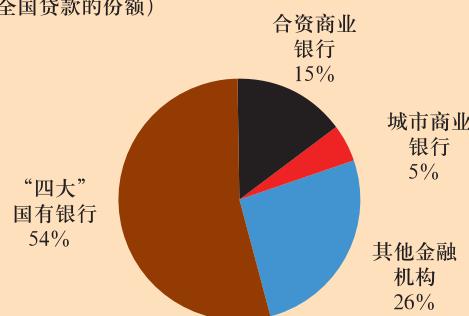
<sup>1</sup>韩国、泰国和新加坡的平均值。

图2

### 国有银行占主导地位

“四大”银行扶持国有企业并且占到了总贷款的一半以上。

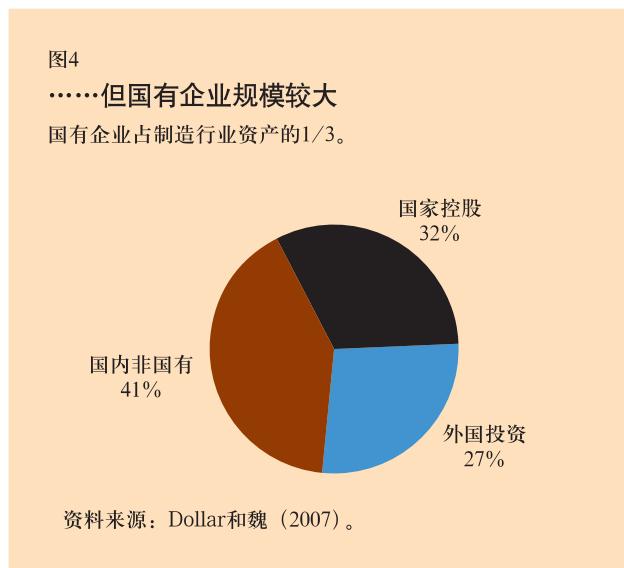
(占全国贷款的份额)



资料来源：《中国金融和银行业年鉴》（2005）。

度了不同所有制组别相对于国内私营企业的回报率。这些所有制组别按照一种相互排斥的方式被定义：完全国有的，国有控股的，有少量国有股的，外资控股的（没有国家股份），有少量外资股份的（没有国有股份），集体所有的。

理论上，管理者应该让企业的资本边际收益产品（MRPK）——资本增加一单位导致的总收入增加——等于市场利率、贴现率和企业面临的资本市场扭曲的总和。如果资本是有效配置的，则资本收益率应该在所有企业间相等，而不论其部门、区位或所有制如何。同一部门的两家企业的收益率不同反映了资本成本的差异。例如，如果国有企业在银行借贷或国内股票市场上市时获得政府支持方面相比私营企



业得到了更多的扶持，那么国有企业的收益率平均来说就会低于私营企业（见图5）。运用这一框架，本项研究评价了三类无效率，或者在所有制、区位和部门层次上资本配置的偏向。

下面是我们的发现。

- 最为重要的，国有企业往往比私营企业或外资企业有更低的资本收益率。私营企业收益率的中位数是63%。相比之下，国有独资和国有控股企业的收益率中位数分别是37%和52%。这些数值看起来很大，这是由于它们是税前和折旧前的数字，并且反映了资本成本的所有扭曲。关键是资本收益在各种所有制企业间并不相等，国有企业的资本收益远远低于私营企业。

- 资本配置有较大的区位偏向，明显倾向于西部省份，即使这些地区的资本收益率是最低的。东部地区的企业——长三角地区（上海、江苏和浙江）和环渤海经济圈（包括北京和天津）——资本收益率是最高的，其他地区也有着中等收益率。区位方面的偏向部分反映了为贫困地区融资的考虑，但是效率方面的损失没有被量化。

- 在部门层面上也存在着资本配置的偏向。许多低效率部门，如印刷和复印产品以及木材加工倾向于比更高效率的部门获得更多的投资，高效率部门包括黑色金属冶炼和皮革制品。但是，部门间的资本配置偏向在经济和统计意义上不像所有制和区位偏向那么显著。部门层面的一些偏向可能是基于环境或其他方面的考虑。

我们也研究了各种企业的劳动边际收益产品（MRPL）——劳动增加一单位导致的总收益增加。结果显示国有独资企业在资本边际收益产品和劳动边际收益产品方面都比私营企业要低，这反映出这些企业全要素生产率较低，并且更容易获得融资。另外，部分国有企业其劳动边际收益产品稍微要高一点，而资本边际收益产品较低。这种特征和下述解释是一致的，即这些企业的全要素生产率平均来说并不比私营企业低，但它们比私营企业更容易获得信贷。

我们的发现指出中国在国有企业改革和私有化过程中已经取得了很大的进步。制造业部门现在大都为私人所有。许多保留下来的国有企业是盈利的，显示出公司治理方面的有效改革。另外，大多数国家控股企业的资本生产率要低于外资和内资私营企业的回报率，表明国有企业的改革还有很长的路要走。

## 政策含义

那么这在政策方面有什么含义？一方面，低效率金融资源配置的总成本相当高，尤其是所有制层面的资源配置偏向的成本。举例来说，如果中国能够提高国有企业现有资本存量的回报率（例如，通过将一些资本转移给私营企业，或者通过进一步改变国有企业经营者面临的激励），那么过高的投资率就能被大大降低，在不损害增长率的前提下大约能将投资率以占GDP的6个百分点的幅度降下来。投资效率这样一个幅度的提高将导致家庭消费和生活水平以每年同样的幅度提高。中国的一个目标是转变增长方式，即从投资和出口驱动的增长转变到国内消费驱动，金融系统和国有企业治理结构方面的进一步改革将对这一目标形成支持。

“一个可行的改革就是要求国有企业上缴红利，这能成为国家预算的一个一般收入来源。”

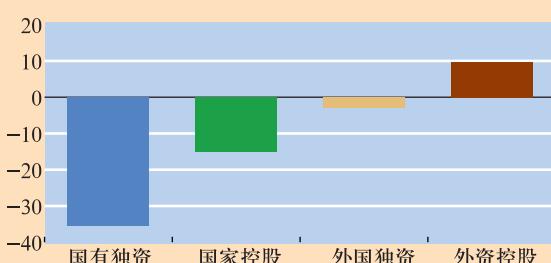
另外，中国加入世界贸易组织后已经显著提高了金融部门的自由化（除了更大的贸易开放之外）。自由化的范围有时被各种规定所限制，如对于银行

图5

### 国有企业投资效率较低

相对于私营企业，国有企业同等数量的投资获得的附加值较少。

（相对于私营企业，其他所有制企业的资本边际收益产品<sup>1</sup>，%）



资料来源：Dollar和魏（2007）。

<sup>1</sup>资本的边际收益产品（MRPK）是指在其他投入不变的情况下，资本增加一单位导致的附加值的增加。

的相对较高的最低资本要求。然而，通过增加来自外资金融机构的竞争，金融部门自由化能稳步地为国内银行消除低效率贷款行为提供动力，尤其是当政府在自由化的同时能去除对破产银行的担保。在全球和中国稳健增长的环境下，许多制造业企业是盈利的，所以向低效率企业贷款可能会减少银行盈利，但不一定会导致不良贷款的增加。然而，当经济增长放缓时，国有银行就会发现不良贷款增加了，同时金融危机的风险也增加了。

最后，现在大约一半的企业投资——无论是国有企业还是私营企业——来自于留存收益。我们的发现是国有企业倾向于将其收益进行再投资，尽管边际回报很低。这些企业纳税但是不向政府上缴红利。一个可行的改革就是要求国有企业上缴红利，这能成为国家预算的一个一般收入来源。中国能够运用这些资金来满足国家改善社会服务的目标，特别是农村地区的社会服务。这将直接或间接地提高中国的消费。

许多国有企业都承担一定的社会目标，如通过多雇用工人来降低失业率。所以其工资支付的一部分能被看作是隐性的失业保险。一些人认为，考虑到这些非经济职能的社会价值，在设计国有企业改革战略时应当将其纳入进来。我们对此表示理解，但决策者需要正确计算通过牺牲家庭消费来为国有企业提供融资补贴的社会成本。相比于为更有效率的私营部门扩张进行融资，并以此吸纳富余劳动力来说，对国有企业的过度融资可能是达到这些社会目标的一种下策。

总之，结构性措施——例如进一步改善银行的贷款行为，放宽对私营企业进入股票市场的限制，向国有企业收取红利，持续的企业私有化——会帮助中国满足其持续快速增长的宏观经济目标，并且这种增长能以更少的投资和更多的消费来完成。

David Dollar，世界银行中国和蒙古局主任；魏尚进，IMF研究部副主任兼贸易与投资处处长。

### 参考文献：

Dollar, David, and Shang-Jin Wei, 2007, “Das (Wasted) Kapital: Firm Ownership and Investment Efficiency in China,” IMF Working Paper No. 07/9 (Washington: International Monetary Fund).