

# 金融与实体经济关系的新视角: 产业链、消费和法律

汪其昌

(上海对外经贸大学 金融学院, 上海 200620)

**摘要:** 金融本质是通过金融资源配置自然和其他社会资源的一种机制, 以此预期和实现未来正的净现金流。实现未来现金流的根源在于企业所生产和贸易的商品与劳务能够被有支付能力需求的消费者出清。在这一动态过程中, 我们应该从金融本质出发克服传统金融理论指导的缺陷, 让金融机构和金融企业家遵循金融本质的正当内部规则和外部规则提供金融服务, 诱导金融机构以自利的方式, 有效率地支持实体经济以创造经济增加值为核心的可持续发展。

**关键词:** 金融本质; 内部规则; 外部规则; 金融企业家

**中图分类号:** F820      **文献标识码:** A      **文章编号:** 2095 - 0098(2018) 01 - 0008 - 08

金融与实体经济的关系自2008年次贷危机以来引发了国内广泛讨论, 尤其是2017年金融工作会议决议异乎寻常地强调金融要支持实体经济发展, 指出要回归金融本源, 一行三会和相关部委相继表态。由此国内从理论上研究金融与实体经济关系产生了一系列文献<sup>①</sup>, 不外乎融资论和金融功能论。融资论和功能论一直聚焦于金融体系与经济增长之间关系的研究, 主要是从总量和结构上分析金融体系与实体经济发展的匹配性问题, 缺乏微观基础, 也未阐述清楚金融的本源到底是什么, 脱离了金融与企业的生产、贸易与消费的关系及其相关的法律制度去论述金融, 片面注释中央领导讲话和中央与国务院的文件决议, 没有阐述金融在实体经济中的治理作用。这种理论研究缺陷不利于指导解决实际问题。

本文研究金融与实体经济关系的思路是, 金融机构是追求风险利润的经济人, 在一定激励约束条件下进行金融资源配置的行为选择。将金融置于工商企业的生产、贸易与居民消费的关系中去考察如何设定激励约束条件诱导金融机构支持实体经济发展, 而不是单纯从外部对金融机构采取不合金融内部规则的行政干预措施。为此, 全文分为四部分, 首先阐述金融的实质和金融脆弱性。第二, 从生产、贸易与消费的运动过程来构建一个金融机构和金融企业家服务实体经济的模型。第三, 从此模型出发, 阐述金融服务实体经济的若干理论问题, 得出了若干很不同于主流金融理论的理论观点和措施。第四是结论, 金融要服务实体经济, 既要有合乎金融本质的内生规则, 又要制定吻合金融特质的外生规则, 以无形之手加有形之手引导金融机构和金融企业家有效率地、竞争性地服务实体经济。

## 一、金融本质与金融脆弱性

货币衍生金融, 金融的本质是信用。这种信用是终值方与贴现方对未来现金流的一种交易契约, 双方都预期、承诺和兑现未来正的净现金流入。金融通过信贷配置自然和社会资源生产和出清商品和劳务实现未

<sup>①</sup> 参见白钦先、谭庆华“论金融功能演进与金融发展”, 《金融研究》2006年第7期; 贺力平“金融与实体经济的平衡关系——对国际金融危机的反思”, 《人民论坛》2010年第1期; 邱兆祥、安世友“金融与实体经济关系的重新审视”, 《教学与研究》2012年第9期; 周丽燕“社会融资规模视角下金融与实体经济之间的关系研究——基于协整分析”, 《金融与经济》2013年第3期; 张晓朴、朱太辉“金融体系与实体经济关系的反思”, 《国际金融研究》2014年第3期; 彭俞超“金融功能观视角下的金融结构与经济增长——来自1989-2011年的国际经验”, 《金融研究》2015年第1期; 邱兆祥、王树云“金融与实体经济关系协调发展研究”, 《理论探索》2017年第4期; 李扬“‘金融服务实体经济’辨”, 《经济研究》2017年第6期; 苏治、方彤、尹力博“中国虚拟经济与实体经济的相关性——基于规模和周期视角的实证研究”, 《中国社会科学》2017年第8期。

**收稿日期:** 2017 - 11 - 29

**作者简介:** 汪其昌(1963 -), 男, 博士, 副教授, 主要研究方向为法与金融。

来现金流。互联网技术和互联网金融也没有改变金融本质。这一理解与流行理论虽有联系但更有区别<sup>①</sup>。为什么强调正的净现金流入? 简单地说, 因为金融是商事行为, 交易方都想盈利, 要求现金流入大于各项现金流出。从最终结果看, 无正的净现金流入也无效率, 任何金融和经济活动都不具有持续性, 金融安全和金融稳定也无可靠基石。

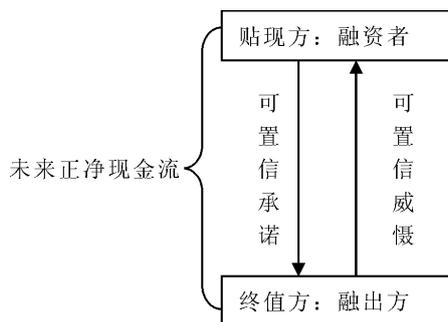


图1 金融的本质

融资者拿到资金就是对未来现金流的贴现, 融出方出让资金使用权就是终值方, 未来收到合同约定的现金流。为实现未来现金流, 贴现方要对终值方践行可信承诺, 为使承诺兑现, 终值方要对贴现方进行可置信的威慑(如图1所示), 如各种形式的担保。这涉及到法律上的权利义务与风险安排和司法与执法问题<sup>[1]</sup>。认为金融就是融资, 或者仅是跨时间空间的价值转移, 不是很契合实际的理论。金融应是为实现未来净现金流入, 通过金融资源配置自然和其他社会资源的一种机制, 这种机制要求实施一连串的包括法律在内的治理制度安排。面向未来实现现金流出发考虑问题, 这是金融领域独有的。玩弄“黑天鹅”和“灰犀牛”等新名词无助于抓住问题的关键。金融的许多理论和实际问题都是以现值、终值和复利三个核心概念合乎逻辑地展开<sup>②</sup>, 分析亚洲金融危机、次贷危机等历史上多次金融危机也可从此肇始, 更可从此合乎逻辑地评析许多政策, 比如如何转型到以创造经济增加值为核心的可持续经济发展和如何规制政府负债平台<sup>③</sup>。

由于只有贴现方在下一期实现未来现金流, 且是正的净现金流才有效率, 终值方才能实现所期望的正现金流。因人的有限理性, 产生人与人之间、人与自然之间的信息不对称, 就有可能在下一期实现不了, 或者实现了但没有正的净现金流。所以金融投资是面向未来的不确定性决策, 是射幸契约。由不确定性产生了金融脆弱性。本文所指金融脆弱性, 与通常说的狭义金融脆弱性和广义金融脆弱性有区别。狭义金融脆弱性是指金融机构高负债经营导致不能偿付本息, 有时也称之为“金融内在脆弱性”。广义金融脆弱性是指一种趋于高风险的金融状态, 泛指一切融资领域中的风险积聚, 包括信贷融资和金融市场融资。主流的金融脆弱性理论没有抓住金融的实质特征。除明斯基外, 国内外研究金融脆弱性的学者极少从企业实现未来正的净现金流的角度考察金融脆弱性的根源<sup>[2]</sup>。

## 二、未来现金流的源泉: 企业生产、贸易与消费构成正向循环流

什么是未来现金流? 就是在将来特定时点或预期时间段内的现金及其等价物(如银行活期存款、银行承兑票据、银行汇票、信用证存款、信用卡存款等内容)的流入与流出, 净现金流就是流入与流出的扎差。

按照贴现主体划分, 金融主体有政府、公司、金融机构和个人与家庭, 分别形成政府金融(公共财政, 如发行国债、主权财富基金等)、公司金融、机构金融和个人(家庭)金融(既包括商品和劳务的消费, 比如汽车

① 见黄达著《金融学》(精编版), 中国人民大学出版社2003年版, 第47页; 陈志武著《金融的逻辑》, 国际文化出版公司2009年版, 第2-3页; [美]威廉·N·戈兹曼、K·哥特·罗文霍斯特编著, 王宇、王文玉译《价值起源》, 万卷出版公司2010年版, 第3-7页; [美]兹维·博迪、罗伯特·C·莫顿著, 伊志宏译《金融学》, 中国人民大学出版社2000年版, 第3页; 夏斌和陈道富著《中国金融战略2020》, 人民出版社2011年版, 第19-35页。

② 数学公式表示为  $FV = P \times (1+r)^2$ ,  $PV = FV / (1+r)^n$ 。在现代社会, 任何人从出生到坟墓都与这两个基础公式密不可分。

③ 从金融本质和实现未来现金流的源泉出发, 要解决目前土地财政和地方政府融资平台的困局, 一是要政府放松各类管制, 大力支持发展非土地出让和房地产带动的产业, 让其产生的税费能够弥补原来出让土地、买卖房产等产业链上产生的现金流入。但这不是一个短期可替代的方式。二是改革党政、行政事业单位体制, 压缩吃财政饭的人员和及其机构支出。雄安新区不搞土地财政就是对传统土地财政弊端的一个矫正。

消费贷款和旅游消费贷款,又包括金融消费如贷款购买金融产品、投资)<sup>①</sup>。政府金融的未来现金流入来自对企业、个人等征收的税费,政府的税费现金流入来自于企业和个人家庭交易与所得。公司的未来现金流入来自销售的商品和劳务,个人(家庭)的未来现金流入主要来自工资收入、奖金与投资。各主体都想都想得到净现金流入,那么整个社会的现金流根源何处?如何各自实现净现金流入?第一,要求出清各类工商企业生产的商品和劳务,产生经济增加值。第二,企业生产的商品和劳务能够满足最终消费者(主要是个人与家庭)有购买力的需求<sup>②</sup>。

为弄清楚企业、消费者与金融机构三者之间的整体内在关系,我们从各主体在资产负债上的关联关系出发。如图 2,从 A 到 F 是实体经济生产商品和劳务的上下游产业链,G 是最终产品和劳务的贸易商。我们首先假设 B 从 A 赊购,C 从 B 赊购,也就是 B 收取 C 的应收账款来偿还 A 的应付账款,并且要保证应收账款大于应付账款,B 才有盈利。以此类推,直至 F。贸易商 G 要卖给最终消费者 H。这一信用链也就形成了价值链。没有最终消费者 H 购买,上下游产业链各企业都不能出清商品和劳务以实现未来现金流。

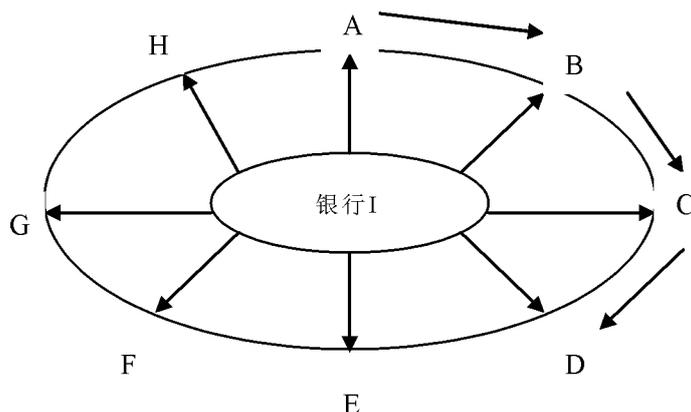


图 2 银行信用与商业信用和消费信用组成的信贷链

上游企业的应收账款,体现为下游企业的存货、产成品和应付账款。由于应收账款与应付账款存在先后的时间差,为维持正常生产经营,这些企业均需要银行信用(包括贷款、保理、银行承兑汇票、信用证等),消费者 H 购买最下游终端贸易企业 G 销售的商品和劳务。如 H 没有足额的自有资金,就需要来自银行的分期付款,即消费信贷。H 的未来现金流主要来自就业,其次是投资等。

再假设这些企业的银行信用来自银行 I,现有的信用额度分别为  $L_a$ 、 $L_b$ 、 $L_c$ 、 $L_d$ ,以企业 B 的资产负债为例,其负债和所有者权益由三部分组成:银行借款  $L_b$ ,对 A 的应付账款  $AP_a$ ,所有者权益  $E_b$ ;其资产由三部分组成:对 C 的应收账款  $AR_c$ ,存货  $I_b$ ,银行存款  $Db$ ,自有资金和银行贷款形成的资产  $Ab$ 。根据上述假设,则企业 B 的会计恒等式为:

$$Db + Ab + AR_c + I_b \equiv L_b + AP_a + E_b \quad (1)$$

其他企业的资产负债表与企业 B 类同。

H 表示个人消费者,其资产结构假定为购买的最终消费品  $X_h$ ,其他固定资产  $FA_h$ ,个人储蓄存款  $Sh$ ,其负债为银行消费借款  $L_h$ ,则其会计恒等式为:

$$X_h + FA_h + Sh \equiv L_h \quad (2)$$

对于银行 I 的资产负债表结构,其资产结构由两部分组成:贷款  $L$ ,分别对应企业的  $L_a$ 、 $L_b$ 、 $L_c$  等和消费贷款  $L_h$ ;证券资产  $S$ ,包括国库券、企业债、政府机构和金融机构的债券等。其权益和负债结构由三部分组

① 经典的金融学理论只研究金融机构、公司和政府主体的金融行为,家庭金融学是正在兴起的金融学新领域,我国的家庭或个人作为金融投资者和消费者对实体经济和金融正在产生巨大影响。家庭金融学的代表人物是 Campbell,于 2006 年提出创设家庭金融学。参见其论文:Campbell, J. Y. Restoring rational choice: The Challenge of Consumer Financial Regulation, American Economic Review 2016 106(5), pp. 1-30; Campbell, J. Y., Mortgage market Design, Review of Finance 2013, 17(1), pp. 1-33, Campbell, J. Y., House Finance, Journal of Finance, 2006, 61(4), 1553-1604, 等。

② 由此我们不难理解为何地方政府融资平台是中国金融风险源头之一,因为所投资项目和企业不产生现金流或者净现金流为负,没有还本付息的活水源泉。这也是当前要对形式各异的 PPP、地方政府产业投资基金需要警惕和甄别的地方。

成: 银行自有资本  $C$ , 来自个人储蓄  $S$ , 企业存款  $D$ , 企业和个人家庭未消费的资金体现为银行存款, 则银行  $I$  的恒等式为:

$$(La + Lb + Lc + \dots + Lh) + S \equiv C + (Da + Db + Dc + \dots) + Sh \quad (3)$$

由此, 银行资产负债表和企业、个人家庭的资产负债表构成的信用链如图 2, 在这一信用链条中, 商业信用、银行信用、公司信用和个人消费信用有机一体, 通过最终有购买力的消费产生经济增加值, 实现整个经济生活的正常循环周转。如果在这个信用链条中有一环不能实现正的净现金流, 这个信用链条的正常循环就被破坏了, 拓展到宏观, 就会产生经济和金融危机, 或者要求金融支持实体经济产业转型与升级、并购重组。

### 三、金融与实体经济法律内生关系的若干理论和措施

结合前述金融本质、未来现金流的来源和实现形式, 透过商业信用、金融机构信用和消费信用内在关联, 对金融与实体经济的基础逻辑关系, 我们就会有完全不同于大而无当的流行金融理论, 且切合实际经济生活的全新理解, 得出完全不同的结论:

第一, 在企业营运周期中, 企业经营活动产生正的净现金流的资金需求才是有效信贷需求, 不产生净现金流的生产贸易, 金融机构不能提供短期信贷。正是商业信用中的应收账款、预付款等商业信用产生现金流运动的时间差, 才使得银行等金融机构信用有必要和存在的基础<sup>①</sup>, 银行在商业信用的基础上可以提供流动资金贷款、银行承兑汇票、信用证、保函、支付结算、结售汇、出口退税质押、现金管理等多种形式的银行信用, 消费信用的存在使得企业生产的商品和劳务才能卖出去, 平滑消费者现在与未来现金流的时间差。这样使得产业链上的商品和劳务得以出清, 银行得以获得定期、活期存款, 再转化为贷款<sup>②</sup>。这样现金流在产业链上下游得以正常循环周转。供应链金融和产业链金融即是基于此<sup>③</sup>, 创新了解决中小企业融资难的方法与技术。

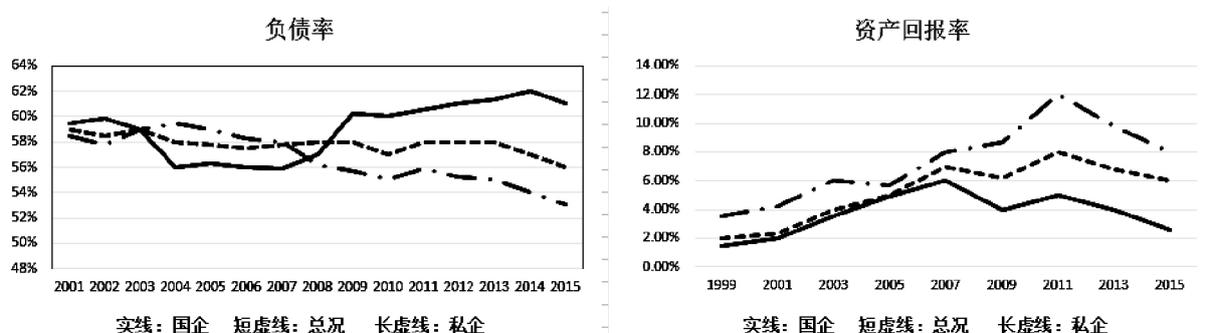


图3 我国大陆国企、民企的负债率与资产回报率比较

资料来源: 刘胜军的博客“如何找到并释放中国经济的潜力”, 2017年9月9日

由此可见, 从根本上来讲, 只有金融机构将金融资源配置到产生正的净现金流入的企业和项目, 而不是简单的企业有融资需求就满足, 才能优化资源配置, 促进经济有效增长。2012-2015年民生银行上海分行等银行对钢材贸易商信贷失败即源于缺乏产业关联与政策预期的分析。换句话说, 金融机构对不能出清商品和劳务的企业收回贷款, 不提供信贷, 是用市场化的经济手段淘汰落后产能, 优化资源配置。至于如何预判企业和项目是否产生正的净现金流, 那是金融机构的专业商业判断, 非利益相关者不能干预, 学者和政府部门无法做出商业判断。如图3, 国企较之民企资产负债率高, 资产回报率低。这种金融资源的错配正是我国

① 请注意, 除特殊情况外, 银行负债来源特点决定了银行不提供股本融资, 主要为企业生产营运活动提供短期金融服务。很多学者对银行信贷与权益融资的期限和性质不加区分。随着我国国企改革的深入和资本金的补充, 原来银行提供类似股本金那样的贷款几乎没有了, 也即不存在信贷资金财政化。

② 中国银行业协会交换数据统计, 至2013年底, 各商业银行国内保函业务余额高达1.60万亿元, 其中非融资性保函业务余额1.20万亿元, 融资性保函业务余额0.40万亿元, 为银行带来活期存款的保证金余额达1万亿元。见高祥“论国内独立保函与备用信用证在我国的法律地位”, 《比较法研究》2014年第6期。

③ 2016年我国的一些银行和软件公司合作宣布成立区块链联盟。随着智能物联网和智能互联网的发展, 正在兴起的区块链3.0, 马上就会使得各金融机构的风险管理、业务模式发生更深变化。

目前金融产生风险的源头之一,应该通过改革实体经济中的国企去防范风险,而不是仅从限产环保着手,但可通过对金融机构如下文所述的RAROC考核监管发挥金融的治理功能。

第二,从金融工具转化和风险缓释与资产转化为资本的角度看,有商业信用才有应收账款、仓单、提单、发票,且银行以此进行质押贷款,或者浮动抵押贷款,有预付款和订单可以发放信用贷款。应收账款作为金融工具才可以转化为商业票据、保理、信用证、福费庭、资产证券化等金融服务,基于各类应收账款创设的前述新型金融工具产生的未来现金流即收益权又可担保融资<sup>①</sup>,才使得商业票据转化为银行承兑汇票、背书转让、贴现。银行也可将个人消费信贷出售回购、转让、证券化。这种金融工具的转化,从金融工程理论视角看,就是对未来现金流的重新分解、复制和组合。从法律的角度看,是对附着在未来现金流基础上的权利义务在不同交易者之间重新安排,相应地会计处理与信息披露也发生变化。

在这一转化过程中,法律对于贴现者尽可能实现未来现金流起了重要的约束作用,对于终值方稳定贴现者兑现承诺起了良好的预期激励作用。美国统一商法典就是这方面的典范。设想物权法和担保法不承认应收账款、仓单、提单、发票的物权担保作用,存货和应收账款就不能进行有效融资,成了死物。如果票据法不承认票据的无因性,那么,商业基础合同就不能转化为银行承兑汇票,进行背书转让、贴现、再贴现,将银行承兑汇票作为支付结算、货币等价物和信贷质押的工具。保函、信用证亦如此。

正是在这一意义上,秘鲁经济学家索托深有感触地说,第三世界和贫穷国家所缺少的不是资金,而是没有建立起把资产转换成为资本的所有权法律制度,“那里的居民有财物,但是缺少代表他们的财产权益和创造资本的法律程序(Process)。他们有房子但没有产权(titles),有农作物但是没有契据(deeds),有生意但是没有公司法(statutes of incorporation)。所以,尽管他们可以采用西方的每一个技术发明,从别针到核反应堆,但由于缺少这些基本的法律概念与制度,他们仍不能够生产出足够的资本来使他们国内的资本主义有效运作。”<sup>[3]</sup>这进一步说明金融支持实体不是单纯融资的问题。关于法律与金融相互配合对实体经济的巨大促进作用,最突出的成功例证就是我国住房抵押贷款和进出口贸易。如果没有合同法、物权法和担保法颁布实施,如果银行没有各种形式不同的住房抵押贷款,房地产行业就不可能带动我国水泥、煤炭、钢铁、建筑、装饰、家具、基建、工程机械等各行业长长的产业链上企业的繁荣与发展。直至2016年房地产业对我国GDP的贡献还有36%。居民对于房地产消费一旦放缓回落,这些行业就显著受到影响,其中许多没有规模、达不到环保要求且技术落后的企业,就不能实现现金流或者正的净现金流。如果我国不承认和执行国际贸易融资结算的习惯法与软法,如跟单统一信用证规则、见索即付保函统一规则、国际保理通则、托收统一规则、联合国国际贸易中应收账款转让公约、国际贸易术语解释通则等国际贸易融资通行法规,很难想象我国企业能够延伸国内产业链和价值链,能够利用国内外两个市场获得参与全球分工的红利,今天会成为第二大贸易国和GDP超过日本的经济体量。当然,最终没有消费者消费的商品和劳务,法律与金融不能单方面发挥促进经济增长的作用。

第三,如果企业所生产的商品和劳务不为消费者接受,或者没有竞争力,不产生现金流,或者不产生正的净现金流,那么,就要求熊彼特式工商企业家利用银行信贷对生产要素重新组合,生产出消费者所需且实现利润<sup>[4]</sup>,或者企业就该被破产清算或破产重整、或者被并购重组、或者转产。这时候就需要金融机构和金融企业家利用破产法、并购重组法律、证券法、税法提供新的金融服务,实现凤凰涅槃<sup>[5]</sup>,而不是单纯地进行贷款重组,债转股,或者加大短期和长期债务融资量。不对企业生产的产生负净现金流的商品和劳务进行清算,金融不会对经济有促进作用。二十世纪九十年代广东粤海债务重组就是一个经典案例<sup>[6]</sup>。这说明金融对实体经济的支持不单纯是一个融资与功能问题。我国最高法院也认识到这个问题,明确提出通过破产僵尸企业支持实体经济发展。

如图4,我国融资结构与产业结构实现现金流的状况是不匹配的,间接融资过大,企业不景气时,容易产生金融风险。尽管以人工智能、3D打印、5G、量子通信、物联网等为代表的新技术不断涌现,但在我国尚未形成强劲的增长动能,仍处在增长动能转换的换挡期,新兴产业所生产的商品和劳务不能实现现金流,或者没有稳定的现金流,或者为负的净现金流,或者没有成为主导产业,产业带动不强。这时更需要各种形式的

<sup>①</sup> 参见许多奇著《债权融资法律问题研究》,法律出版社,2005年版。当然这种较长链条的债权担保融资,需要从源头上考察是否产生正的净现金流,否则极易产生多米诺骨牌效应的局部或者全局性的系统性风险。美国的次贷危机就是例证。

权益投融资,不是债务融资。权益投融资更需要资本市场配合进行市场化定价、并购重组、定向增发、资产证券化等金融服务进行跨期现金流与风险分担,对金融立法、司法和执法的要求较之债务融资更高。证监会不应以融资额和指数涨跌为工作目标。我们不能简单认为加强直接融资比重和加快 IPO 就是支持实体经济,应该从实现未来正的净现金流角度强化金融治理作用。我国股市大批企业低效率甚至无效率使用股本金导致股票市场几乎丧失融资功能就是一个沉重的教训。2005 年美国施乐、安然和世界通信等五大公司舞弊丑闻出现后,美国随之颁布实施更严厉的萨克斯法案。

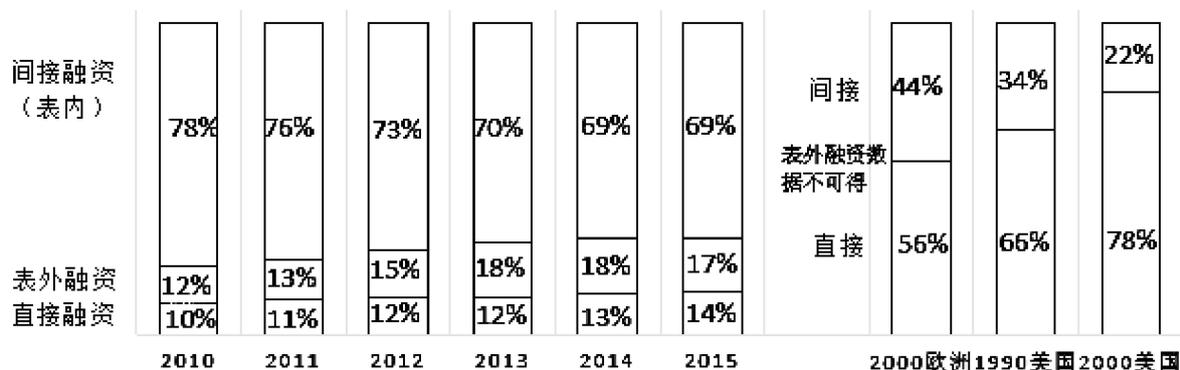


图4 我国国内直接融资与间接融资比重

资料来源: 博思顿咨询

第四,从实现产业链上未来现金流角度考察,对个人和家庭的消费融资也是支持实体经济发展,不应单纯强调对实体经济中的企业融资。有效供给侧改革是企业提供有消费需求的商品和服务,不是限产提价等行政干预下的供给侧管理。对于消费信贷与企业融资的关系是主流金融理论严重忽略的。从上图2不难看出,没有消费信贷平滑消费者现在与未来现金流之间的时间差,企业的生产的商品和劳务就不可能出清。目前我国专业的消费信贷机构很少。上述分析的政策含义是,我们还要大力发展各类消费信贷金融机构来促进实体经济发展<sup>[7]</sup>。十九世纪以降,美国的消费贷款对于美国汽车、耐用消费品等产业发展就起了很大作用<sup>[8]</sup>,所以凯恩斯说节俭储蓄并不是美德。基于账户形成的闭环,阿里、京东、苏宁云商等平台+第三方支付的互联网金融,就是将消费贷款与企业小额贷款结合,实现物流、信息流和现金流最大程度三流合一,违约率和不良率极低,它们与有关信托公司、券商等金融机构将其小贷证券化后,不仅增强了其信贷的流动性,而且延长了金融产业链,重新配置了信用风险,使得金融资源更有效率配置,金融机构的风险管理方式随之发生变化,而不是学者们研究的那种单纯的数理模型管理。这才是有效率的普惠金融。发展普惠金融是金融企业家按照经济人的本性行事,不是政府规划和学者的课题报告,就像我们不必教鱼游泳和鸟儿飞翔一样,政府唯一要做的就是给予金融企业家选择自由与创新自由的法律保障。

第五,企业所需要的银行信用和个人所需要的消费信用可以被其他非银行金融机构替代提供,形成金融竞争和金融深化,更好地支持实体经济发展。我国目前金融机构的垄断性太强,金融抑制太多。给定其他条件,不同金融机构有序竞争才能降低融资成本,而不是单纯的行政规定和指导。如何监管金融机构形成良性竞争是另一层面的问题。多个不同金融机构对企业和个人与家庭融资形成竞争,可以满足不同需求者的需要,理顺利率形成机制,同时分散银行风险,优化金融结构,也是促进实体经济发展一个非常重要的方面<sup>[9]</sup>。最近几年我国社会融资规模发展极为迅速,正是我国金融结构发生巨大变化的时候,动摇了银行体系的垄断地位,分散了银行风险,对实体经济发展发挥了巨大作用<sup>[10]</sup>。在竞争中,下文提到的RAROC进行监管,国有大型商业银行与中小银行对大型企业与中小企业自然会形成竞争性分工,同时银行与其他非银行金融机构对企业提供的金融服务也会自然形成互补性分工,用不着刻意指导大型银行设立中小企业部,无须监管下文指导金融机构如何服务中小企业。有学者实证研究指出中小金融机构能够更好地向中小企业提供金融服务,发现国有大型商业银行贷款每增加1元,对中小企业贷款或增加0.0568元,股份制商业银行、城商行和农村金融机构贷款每增加1元,对中小企业的贷款分别会增加0.1元、0.199和0.248元<sup>[11]</sup>。目前阶段国有大型商业银行可以提供许多中小银行提供不了金融服务,而不是单纯的贷款。由于没有计算银行包括风险成本、资金成本、运营成本等成本在内的机会成本、贷存利差和综合收益率的比较,忽视了分工,具有很强

的误导性。这就涉及到金融工具与金融机构的同质性和异质性。所谓同质性既是不同金融机构发行的不同金融工具,对于企业和消费者来说都是钱,可以购买商品和劳务。所谓异质性就是不同金融机构发行不同的金融工具对于为了实现未来现金流所安排的权利义务不同,约束与激励不一样。同质性和异质性概念可以较好地解释各金融机构边界的融合与金融脱媒等对实体经济的影响。

第六,监管机构应该以风险调整后的利润率(RAROC)激励和约束金融机构对金融资源的配置行为。金融工具是货币一般等价物的外化,金融是配置其他自然和社会资源的一种机制。如果金融资源配置出错,则其他资源都会劣化配置,进而形成经济危机和金融危机。加上金融机构都是高负债率经营,极易产生机会主义行为,将道德风险外溢为整个社会的风险。为此巴塞尔协议将资本充足率为银行等金融机构的核心监管指标。从次贷危机看,美国不少倒闭的银行资本充足率都超过监管要求,由此观之,资本充足率对风险缺乏敏感性,没有计算包括风险成本在内各项成本的机会成本,不能正确对金融服务风险定价和管理风险。

科斯认为对交易方的不同权利义务安排有不同的资源配置效率<sup>[12]</sup>。金融机构是金融资源配置的主体,为将金融风险成本等各种成本内部化为机会成本,我们应该将风险调整后的利润率(RAROC)也即经济资本回报率作为核心监管指标,资本充足率和杠杆率作为辅助监管指标。经济资本回报率 = [所有收入 - (经营成本 + 负债成本 + 风险成本 + 税务成本)] / 风险资本 \* 100%,考虑转型过渡期,一般要求我国金融机构经济资本回报率不低于15%,国外一般是不低于18%。从这公式可看出,经济资本回报率可以一举多得:监管手段、股东的股本回报率、风险定价、风险管理手段、金融资源优化配置指标和金融机构内部绩效考核指标,能将金融机构内外各利益相关者的多个目标内在地统一起来,平衡金融机构内外利益目标矛盾和冲突。其前提条件是金融机构合理确定风险资本、分配风险资本、经济资本回报率和风险成本的计提。

在RAROC监管模式下,金融服务实体经济是一个试错和竞争性的发现过程。在这一动态过程中,金融机构和金融企业家既可根据宏观信息和知识,又可根据具体情境中的分散和默示知识,按照经济资本回报率的要求分配经济资本给不同行业、地区和具体的企业,为创造经济增加值的企业提供金融服务,从而承担金融服务发展实体经济的外部治理功能,促进中国经济从要素投入型转变为效率型。

当然,一旦金融机构出现风险损失超过其实有资本和风险资本,就要按照金融机构破产法进行破产清算,或者破产重整。因此我国应尽快制定《金融机构破产法》和《个人破产法》,完善金融主体退出机制。

#### 四、结论

哈耶克认为人是有目的且遵循规则作出行为选择,由此形成秩序<sup>[13]</sup>。规则的科学和合理与否决定人的行为选择形成的秩序是良序还是恶序。他认为人们只有遵循正当的内部规则和外部规则,才能形成不断扩展的自由经济秩序<sup>[14]</sup>。作为金融资源配置主体的金融机构法人也像自然人一样,遵循内外规则进行行为选择,形成金融秩序。要使金融机构的行为选择达到有效率地支持实体经济发展的良好效果,就必须让金融机构遵循金融的内部规则,监管者制定吻合金融内在规律的外部规则,因势利导其自利行为达到符合公共利益的目标。

从金融本质和脆弱性出发,基于金融机构与企业生产、贸易和消费实现未来现金流的内在关联模型,本文认为金融机构应该遵循的内部规则有:债务融资应该发放有还本付息能力的贴现方,对于债务融资未来现金流能否实现是金融机构的商业判断能力,权益融资应该是剩余索取者与最后风险承担者,为产业转型与升级,权益融资对应于没有稳定甚至没有现金流的项目与企业,应强化与股权融资的立法、司法和执法基础设施建设,应该大力发展消费信贷去出清有需求的商品和劳务,应该放松金融不当管制,鼓励金融机构竞争性地发现和创新支持实体经济的金融服务手段,应该通过司法判决和司法解释指导解决《物权法》、《担保法》和《公司法》不适应金融支持实体经济的担保法律要求与法律的不确定性,对于不产生正的净现金流等无效率的企业,应该通过破产、并购重组、托管等金融服务手段进行市场出清。要对金融机构强制实施经济资本回报率的为核心的监管,以资本充足率作为辅助手段,以平衡金融机构内外利益相关者的目标函数,同时制定和实施《金融机构破产法》和《个人破产法》。总之,金融支持实体经济不是单纯的融资和进行金融功能监管,要致力于从金融本质出发进行理论思考和政策设计,形成正当的金融秩序。

**参考文献:**

- [1] 汪其昌. 发现内生于人性和金融本质的法律规则——司法审判视角 [M]. 北京: 中国金融出版社, 2016: 53 - 57.
- [2] [美] 明斯基. 稳定不稳定的经济: 一种金融不稳定视角 [M]. 石宝峰, 张慧卉 译. 北京: 清华大学出版社, 2010: 175 - 198.
- [3] [秘] 德·索托. 资本的秘密: 为什么资本主义在西方取得了成功却在其他地方遭遇了滑铁卢? [M]. 于海生 译. 北京: 华夏出版社, 2007: 6 - 7.
- [4] [美] 约瑟夫·熊彼特. 经济发展理论 [M]. 郭武军, 吕阳 译. 北京: 华夏出版社, 2015: 56 - 57; 59 - 63; 81 - 110.
- [5] 申林平. 上市公司并购重组解决之道 [M]. 北京: 法律出版社, 2016.
- [6] 武捷思. 粤海重组实录 [M]. 北京: 经济科学出版社, 2004.
- [7] 应迪庆, 刘旭锦. 消费信贷与中小企业融资——以台州为例 [J]. 经济论坛, 2006(15).
- [8] [美] 伦德尔·卡尔德. 融资美国梦: 消费信贷文化史 [M]. 严忠志 译. 上海: 上海人民出版社, 2007.
- [9] [美] 安东尼·桑德斯、马西娅·米伦·科尼特. 金融机构管理 [M]. 王中华, 陆军 译. 北京: 人民邮电出版社, 2009: 16.
- [10] 盛松成, 阮健弘, 张文红. 社会融资规模理论与实践 [M]. 北京: 中国金融出版社, 2016.
- [11] 刘畅, 刘冲, 马光荣. 中小金融机构与中小企业贷款 [J]. 经济研究, 2017(8).
- [12] R. H. Coase. The Problem of Social Cost [J]. Journal of Law and Economics, 1960(3): 1 - 44.
- [13] [英] 哈耶克. 自由秩序原理 [M]. 邓正来 译. 生活·读书·新知三联书店出版, 1997.
- [14] F. A. Hayek, Law, Legislation and Liberty: Rule and Order; Law, Legislation and Liberty: The Mirage of Social Justice; Law, Legislation and Liberty: The Political Order of a Free People [M]. Chicago: The University of Chicago Press, 1973; 1976; 1979.

## **A New Perspective between Finance and Real Economy: Industrial Chain, Consume and Law**

WANG Qichang

( School of Finance, Shanghai University of International Business and Economics, Shanghai 200620, China)

**Abstract:** The essence of finance is a mechanism for the allocation of natural and other social resources through financial resources to anticipate and realize future positive net cash flows. The root of the future cash flow realization is that the goods and services produced and traded by enterprises can be cleared by consumers who have the ability to pay. In this dynamic process, we should overcome the shortcomings of the traditional financial theory from the financial essence, make the financial institutions and financial entrepreneurs to follow the financial essence of the internal and external rules to provide financial services, induce financial institutions in a self-interest way, and efficiently support the development of the real economy which creates EVA for sustainable development.

**Key words:** the essence of finance; internal rule; external rules; financial entrepreneur

( 责任编辑: 张秋虹)