

总主编：黄汉江



新世纪经济管理博士丛书

金融稳定的微观治理基础： 国际比较与中国现实

JINRONG WENDING DE WEIGUAN ZHILI JICHU

张振兴 著



上海财经大学出版社

新世纪经济管理博士丛书

金融稳定的微观治理基础： 国际比较与中国现实

张振兴 著

 上海财经大学出版社

图书在版编目(CIP)数据

金融稳定的微观治理基础:国际比较与中国现实/张
振兴著. —上海:上海财经大学出版社, 2008.10
(新世纪经济管理博士丛书/黄汉江总主编)
ISBN 978-7-5642-0147-0/F·0147

I. 金... II. 张... III. 金融市场—经济管理—研究—中
国 IV. F832.5

中国版本图书馆 CIP 数据核字(2007)第 161605 号

特约编审: 晓 翰

责任编辑: 张 健

封面设计: 周卫民

JINRONG WENDING DE WEIGUAN ZHILI JICHU:
GUOJI BIJIAO YU ZHONGGUO XIANSHI
金融稳定的微观治理基础:
国际比较与中国现实
张 振 兴 著

上海财经大学出版社出版发行
(上海市武东路 321 号乙 邮编 200434)

网 址: <http://www.sufep.com>

电子邮箱: webmaster@sufep.com

全国新华书店经销

常熟市兴达印刷有限公司印刷装订

2008 年 10 月第 1 版 2008 年 10 月第 1 次印刷

850×1168 1/32 9.25 印张(插页:1) 232 千字
印数:0 001-1 900 定价:20.00 元

新世纪经济管理博士丛书

编辑委员会

(均以姓氏笔画为序)

顾问

- | | |
|-----|-------------------------|
| 于志坚 | 国家建设部原副部长、教授级高工 |
| 于光远 | 原中共中央顾问委员会委员、著名经济学家、研究员 |
| 乌家培 | 国家信息中心总经济师、研究员、教授 |
| 曲格平 | 全国人大常委会环资委主任、教授 |
| 许毅 | 国家财政部财政科学研究所原所长、教授 |
| 许溶烈 | 国家建设部原总工程师、教授 |
| 苏星 | 中共中央党校原副校长、《求是》杂志原总编辑 |
| 杨慎 | 国家建设部原副部长 |
| 杨正彦 | 国家新闻出版总署原副署长 |
| 周道炯 | 国务院证券监督委员会原主席、中国投资学会会长 |
| 项怀诚 | 国家财政部原部长 |
| 钱伟长 | 上海大学校长、教授、院士 |
| 储传亨 | 国家建设部总规划师、教授级高工 |
| 廉仲 | 原国家城乡建设部常务副部长 |

- | | | | | | |
|------|-----|-----|-----|---------|-----|
| 主任委员 | 王洪卫 | 石礼文 | 刘红薇 | 陈康民 | 陆鸣 |
| | 陆海平 | 林应清 | 唐海燕 | 黄汉江 | 盛松成 |
| | 傅建华 | 臧新民 | 樊行健 | 戴复东(院士) | |

总主编 黄汉江

副总主编 俞 冲 黄国平 史立辉

委 员

- 马 一 国家发展改革委员会投资研究所研究员
马志福 国家发展改革委员会投资研究所研究员、经济学博士后
王宏经 西安建筑科技大学教授、《基建优化》总编辑
王洪卫 上海财经大学副校长、教授、博导
王剑琴 华南理工大学管理系教授
王新友 同济大学教授、博导,上海东江集团公司总裁
方荷生 苏州大学财经学院教授
甘培根 中国人民银行总行金融研究所原所长、研究员
石礼文 上海建工集团原董事长、教授级高工
史立辉 上海京兆置业有限公司董事长、博士、客座教授
卢 谦 清华大学教授、深圳大学教授
卢祖安 国家统计局投资统计司副司长、高级统计师
白 瑛 国家建设部著名建筑管理学家
冯 彬 对外经济贸易大学国际经济研究所副所长、教授
吕长江 吉林大学商学院副院长、教授、博导
伍 平 湖南财经学院教授
庄俊鸿 江西财经大学教授
关振民 东北财经大学教授
刘红薇 国家财政部部长助理、高级会计师
刘启瑞 国家财政部预算司原副司长
刘学敏 天津商学院教授
刘隽亭 天津商学院教授
刘惠生 山西财经大学教授
孙兆康 陕西财经学院教授
杨 劲 原重庆建筑大学管理学院教授

杨兰茹	国家建设部审计局局长、高级经济师
杨季美	西南交通大学管理学教授
李启明	东南大学土木工程学院副院长、教授
李慧中	复旦大学经济学教授
邱元拔	集美大学副校长、教授
何 征	原重庆建筑大学管理学教授
何万钟	原重庆建筑大学管理学教授
邱华炳	厦门大学经济学院教授、博导
沈荣芳	同济大学管理学院原院长、教授
应望江	上海财经大学教授、博士
邵以智	中国人民大学教授
陈康民	上海理工大学原校长、教授、博导
陆 鸣	上海市南汇区副区长、高级经济师、客座教授
陆海平	上海市建设委员会原副主任、教授级高工
张 达	中央广播电视大学第一副校长、教授
张屹山	吉林大学商学院院长、教授、博导
张华镛	安徽大学经济学院副院长、教授
陈伟峰	上海瀛通(集团)有限公司董事长、客座教授
陈霜华	上海金融学院国际贸易系常务副主任、教授、博士
武克敏	上海对外贸易学院党委书记、教授
林 勇	中国人民大学教授、博士
林少培	上海交通大学建筑学院教授
林应清	上海市房地局副局长、高级工程师、客座教授
罗永泰	天津财经学院首席教授、博士
金润圭	华东师范大学商学院原院长、教授、博导
郎荣桀	中国人民大学教授
赵国杰	天津大学管理学院教授、博导
赵海宽	中国人民银行总行金融研究所原所长、研究员

赵铁生	天津大学管理学院副院长、教授
郝文贤	内蒙古财经学院教授
胡 昊	上海交通大学建工学院教授、博士后
侯 昶	南京工业大学教授
俞 冲	上海冲佳电力工程安装有限公司董事长、客座教授
姚梅炎	中央财经大学教授
聂名华	中南财经政法大学教授、博导
顾士俊	浙江大学教授
顾孟迪	上海交通大学管理学院教授、博导
钱从龙	东北财经大学教授
钱昆润	东南大学教授
徐 衡	天津财经学院教授
徐文通	中国金融学院原院长、教授
徐君如	贵州财经学院教授
唐海燕	上海立信会计学院院长、教授、博导
黄汉江	《基建管理优化》总编辑、上海立信会计学院工商管理 学院院长、原上海理工大学投资与建设学院院长、 教授、荣誉博士、博导、政协委员
黄良文	厦门大学教授
黄国平	上海万峰企业集团董事长、客座教授
盛松成	中国人民银行上海分行副行长、博导、教授
屠梅曾	上海交通大学管理学院系主任、教授、博导
葛玉辉	上海理工大学管理学院教授、博士
董肇君	天津城市建设学院管理系主任、教授
景宗贺	原中国建设银行投资研究所所长、研究员
傅建华	上海浦东发展银行行长、高级经济师
雷良海	上海理工大学审计处处长、教授、博导
雷仲麓	中南财经政法大学教授

廖 承 湖南财经学院教授
臧新民 上海浦东新区人民政府副区长、高级工程师
樊行健 西南财经大学副校长、教授、博导
潘正汇 山东经济学院教授
戴复东 同济大学高新建筑技术研究所所长、教授、院士

总 序

人类进入 21 世纪,就进入了科学技术突飞猛进的新时代、进入了知识经济迅速兴起的新时代。如何应对新世纪知识经济的挑战,人类必须坚持科学创新、技术创新、管理创新、理论创新和知识创新。因而,我们诚邀经济学博士和管理学博士们撰写“新世纪经济管理博士丛书”,以传播创新的经济管理前沿知识。“新世纪经济管理博士丛书”由上海市基本建设优化研究会、上海基本建设优化研究所和《基建管理优化》编辑部等单位联合组织编纂。

上海市基本建设优化研究会成立于 1985 年,原名中国基本建设优化研究会上海分会,由上海市委市委宣传部批准,属上海市社会科学界联合会成员,系学术性社会团体。本会的宗旨是遵守宪法、法律、法规和国家政策,遵守社会道德风尚,应用国内外先进的优化理论、方法,积极开展基建优化研究,为我国尤其是上海的现代化建设贡献力量。该研究会会员遍布上海投资与建设领域,其理事会由浦东新区人民政府、上海市建设委员会、上海市计划委员会、上海市教育委员会、上海市财政局、上海市民政局、上海市市政工程管理局、上海市房地局、宝钢集团、上海市建工集团、上海市房地集团、上海市城建集团、上海市建材集团、中国建设银行上海市分行、上海各大建筑设计院、国家有关部委建筑设计单位和建筑局(公司)、复旦大学、交通大学、同济大学、上海理工大学、上海财经大学、华东理工大学、上海大学、华东师范大学、上海社会科学院、上海立信会计学院等领导、专家、学者、教授组成。

上海基本建设优化研究所于 1992 年由上海市市政工程管理
局批准成立,主要从事基建领域四技服务和基建设计优化、基建施

工优化、基建投资优化、基建管理优化等方面的科学研究,同时也参与策划、编纂本专业方面的著作、教材、工具书等。

《基建管理优化》创刊于1989年,立足上海、联合华东、面向全国,拥有全国一流的基建管理研究阵营:国家有关部委领导任顾问;220多名副教授、高级工程师等以上职称的专家、学者组成的编辑委员会;110多名教授、研究员等全国著名专家、学者和厅局级以上干部组成的常务编委会。真是精英荟萃!《基建管理优化》得到了国家建设部、国家财政部、国家发改委、国家新闻出版总署、国家铁道部、国家统计局、中国建设银行、中国建筑总公司等有关部门领导或专家、学者的大力支持;得到了中央党校、清华大学、中国人民大学、复旦大学、交通大学、同济大学、上海理工大学、上海财经大学、上海大学、华东理工大学、华东师范大学、上海立信会计学院、浙江大学、南京大学、东南大学、南京工业大学、厦门大学、天津大学、重庆建筑大学、哈尔滨建筑大学、深圳大学、东北财经大学、中南财经政法大学、中央财经大学、中国金融学院、西南财经大学、江西财经大学、湖南财经大学、山西财经大学、陕西财经大学、天津财经学院、贵州财经学院、新疆财经学院、浙江财经学院、山东经济学院、天津商学院等40多所大专院校领导或学者、教授的大力支持;得到了中国社会科学院、国家发改委投资研究所、中国建设银行投资研究所、冶金部建筑研究总院以及《求是》杂志等30多个研究机构领导或学者、专家的大力支持。该刊主要研究投资经济管理、基建经济管理、建筑经济管理、房地产经济管理、市政工程经济管理等学科。

“新世纪经济管理博士丛书”编辑委员会委员主要来自相关财经大学和有关综合性大学的经济管理学界的知名学者和教授以及国家有关部委的知名专家、学者。其作者均是经济学或管理学博士和博士后。

我们真诚地预祝“新世纪经济管理博士丛书”的编纂工作圆满

成功！同时衷心感谢丛书顾问、领导、编委和作者们的大力支持和热情关心！

新世纪经济管理博士丛书

总 主 编：

黄汉江

2008年10月

前 言

金融稳定是一个国际社会普遍关注的问题。国际上,学术界和实务界一致认为,金融体系优化资源配置的基本功能是否得到有效发挥,是判断金融体系是否稳定的最为重要的标准。本书按照这一标准,从企业融资与治理结构的视角,研究了我国的金融脆弱性问题,探讨了我国金融不稳定的内在机制。

本书正文共分七章,另阵结束语。

第一章,导论。本章提出了问题,回答了为什么要从企业融资与治理结构的视角,研究我国金融脆弱性的问题,并对本书中相关的基本概念进行了明确的界定。

第二章,国内外研究文献回顾。本章通过对经典理论和文献的评述,从理论上探讨了企业融资、治理结构与金融脆弱性的关系。企业融资结构和治理结构密不可分,互相影响,并决定企业的融投资行为;企业融资、投资之后,资金是否保值、增值,直接影响到金融体系的稳定和经济结构的优化。从理论上讲,由于信息不对称等原因,金融脆弱性具有一定的内生性,但是不同国家或不同经济体的金融脆弱性程度不同。

第三章,企业融资和治理结构演化的国际比较。本章采用国际比较和历史分析的方法,分别考察了市场型融资和治理结构模式与银行主导型融资和治理结构模式,并着重研究了日本和东南亚各国的情况。市场型模式是基于披露的体系,强调来自于资本市场的外部约束,通过外部市场约束强化企业自律约束。这种模式依赖于有效的证券市场、“控制权市场”和“经理人市场”,而要建立这样的市场,就必须加强保护投资者利益的法律建设,不断提高

执法效率。法律建设和执法效率是市场型模式的制度前提。英美法系国家主要采取市场型模式。银行主导型模式是基于内部契约的体系,偏重来自于银行的约束。日本、德国、东南亚国家主要采取银行主导型模式。随着经济全球化和金融深化的深入,采取这种模式的亚洲国家的金融体系日益表现出改革的必要,其核心原因是,金融管制下企业预算约束软化,过度负债,股权和债权的治理效应下降。日本与东南亚国家在上个世纪后期爆发的金融危机,即是明证。与亚洲国家不同,德国企业以内源融资为主,并未向银行大量借款;德国的银行既是企业债权人,又是企业股东,充分利用债权和股权的双重力量,对企业进行监督约束,发挥了银行主导型模式的优势。这是德国企业治理水平好于亚洲企业的根本原因所在。综观世界,我们可以看出,各国金融市场发展的步伐趋加快,各国企业的融资模式和治理结构也逐步趋同,更加强调银行体系与金融市场的功能互补和相互促进,更加强调股权与债权约束的相辅相成。

在上述文献回顾和国际比较的基础上,本书采用了理论分析和实证分析相结合的方法,按照以下的逻辑关系,即融资模式和所有权结构 $\leftrightarrow$ 企业治理模式 $\rightarrow$ 企业行为和业绩 $\rightarrow$ 金融效率和金融脆弱性 $\leftrightarrow$ 经济增长 $\leftrightarrow$ 融资模式,在第四章、第五章和第六章,分别考察了国有企业、民营企业和上市公司的融资行为,治理结构及其对金融脆弱性的影响。

第四章,国有企业融资、治理结构与金融脆弱性。国有企业的股权治理和债权治理作用未有发挥,国有企业一直处于预算软约束状态,其治理结构可以概括为行政约束下的内部人控制。内部人普遍追求内部人控制权利益的最大化;我国现行的社会本位的破产制度,使银行债权人处于无权地位,破坏了债权债务契约的执行机制,激励了企业“逃废债”。长期以来,正规市场上银行贷款实际利率偏低,不仅远低于民间市场上的借贷利率,而且低于国内经

济的平均投资回报率,国有企业享受了大量的利息补贴。基于以上分析,本书利用资本结构的权衡理论,对国有企业的融资结构进行了深入探讨;利用博弈论的基本原理,对贷款审批过程和还款过程进行了博弈分析。分析结果显示,人为扭曲的资金价格和破产成本,导致了国有企业高负债的资本结构;国家信用和信贷的双重配给(利率和抵押品),保证了国有企业信贷资金的可获得性;在执法体系存在地方保护主义情况下,差企业选择了“逃废债”,而银行默认了贷款损失。再者,本书利用固定投资理论(合意资本存量理论、加速理论和乔根森模型),结合我国由卖方市场向买方市场的发展过程,分析了国有企业过度融资和过度投资行为。分析表明,国有企业在生产过程中,存在较为严重的资本替代劳动;其过度融资和过度投资之后的效益低下与退出障碍,恶化了银行体系的资产质量;而国有银企之间资金的封闭循环,进一步抑制了金融深化,加重了金融脆弱性。

第五章,民营企业融资行为、治理结构与金融效率。民营企业普遍存在融资难的问题,其原因在于,家族管理模式的信息不透明,以及“信贷配给”导致的过高的融资成本。民营企业以内源融资和非正规市场融资为主。与通常观点不同的是,本书认为,现有的民营中小企业的融资模式,是基于治理结构和融资成本的次优选择。正是基于非正规市场的硬预算约束,民营企业才理性地选择了劳动替代资本或技术创新,不仅增加了就业机会,而且提高了自身的竞争实力。与此同时,本书还分析了大型民营企业,特别是上市民营企业的融资行为和治理结构,分析发现,在银行债权约束软化和资本市场非有效的环境下,这些企业普遍追求控制权利益的最大化,存在较为严重的控股股东侵害债权人和外部股东利益的情况。事实表明,单纯的经济非国有化,既无法解决企业治理的问题,也改变不了金融体系基本功能失效的问题。

第六章,上市公司融资行为、治理结构与企业绩效。本章利用

理论分析和实证分析的方法,详细考察了我国上市公司的融资行为、治理结构和企业绩效。研究发现,我国资本市场还未达到弱式有效,价格发现功能和资源配置功能并未得到有效发挥,反而加重了金融脆弱性,使金融改革陷入较困惑的状况。造成这种状况的主要原因是:监管目标多元化,且过分强调政策性目标;法治基础薄弱,保护投资者的法律体系不健全,执法效果不到位;市场主体自担风险的自律约束机制缺乏。我国资本市场的改革方向,就是应该建立基于披露的制度,以市场“三公”原则为监管的惟一目标,加强法制建设,提高执法效率,不断强化市场主体的自律约束。

第七章,错位的产权布局与扭曲的融投资体系。本章从微观层面上升到宏观层面,分析了中国的金融脆弱性问题。中国的融投资体制是扭曲的,金融发展是非均衡的,资源配置并不符合效率原则。本章分析了金融管制状态下,企业融投资行为对宏观经济的影响;揭示了扭曲的融资体系下,企业融资和治理结构对金融脆弱性的影响。金融管制下的资金配置,导致了资本—劳动价格的扭曲;预算软约束和分权制下的政府干预,造成了单位资本吸收劳动就业比例的下降;中小企业融资难问题,进一步降低了资本对就业的吸收程度。这即不利于农村劳动力的转移,也不利于普通劳动者收入的提高。不公非农就业人群内部、非农就业人群和农业人口之间收入差距的扩大和一般消费者预防性动机的加强,必然造成消费者储蓄增长和消费不足。没有最终消费的支持,高投资的结果必然造成生产过剩和企业效益低下。内需不足,依靠出口的无奈选择,势必引起国际收支的巨额顺差,国内货币政策的独立性受到影响。此外,利率管制和双重“信贷配给”,导致国有企业和民营企业对利率缺乏敏感性,也导致正规金融市场与实体经济的脱节,货币政策传导机制受阻,效力下降。财政政策也有类似情况。这样,宏观调控主要依赖于行政手段,而过多的行政干预进一步加剧价格扭曲和供需失衡,最终影响经济效率。金融体系无法

发挥资源配置的基本功能,金融不稳定或金融脆弱性特征明显。在以上分析的基础上,本章进一步从产权改革和金融深化改革,深入探讨了我国金融脆弱性的原因,并提出相关的政策建议。

结束语中概括了本书的结论和政策建议。我国金融脆弱性的根本原因在于,不合理的企业融资结构和融资模式,以及失效的治理结构。错位的产权布局和扭曲的融资体制是其制度根源。单纯的产权改革或融资体制改革,均不能解决中国金融脆弱性问题。“国退民进”之扣,我们必须加强企业的外部治理,而加强外部治理,必须依赖于融资体制的市场化改革、政府职能的转变和法制环境的改善。改革的方向,就是要通过产权改革和融资体制改革,增强债权和股权的硬约束;通过债权与股权的有效组合,完善企业融资结构,减少委托代理冲突,提高企业治理水平;进而通过企业融资过程中资金的合理流动,提升金融资源配置的效率。

本书的创新点:

1. 从企业融资与治理结构出发,将微观与宏观、金融与实体经济结合起来,侧重分析我国金融稳定的微观基础,这种选题和研究思路具有较强的创新性。

2. 沿着企业形态和金融体系的发展变化,对我国国有企业、民营企业和上市公司的融投资行为、治理结构和企业绩效进行了比较研究,分析了产权改革和融资体系改革的相辅相成作用,具有一定的创新性。

3. 利用权衡理论、固定投资理论和博弈分析的方法,从要素替代和资本循环的角度,探讨了我国企业的融投资行为和金融风险的发生机制,具有一定的创新性。

4. 透过市场参与行为,利用博弈分析方法,较为深入地分析了我国股票发行制度的问题及其改进路径,具有一定的创新性。

5. 从控制权利益出发,利用理论分析和计量分析的方法,较为深入地研究了我国上市公司的融资行为,具有一定的创新性。

6. 利用因素分解的方法,选取了我国改革开放以来的统计数据,较为深入地研究了资本替代劳动的情况,具有一定的创新性。

本书的不足:

1. 由于选题的原因,本书对我国银行体系和金融市场体系的论述略显不足,而金融体系自身的改革和发展也十分重要。

2. 关于微观主体行为对宏观经济的影响分析,关于实体经济对金融体系的影响分析,今后有待于进一步深入。

本书存在的缺点和错误,概由作者负责。