



国家计委宏观经济研究院 | 中国宏观经济丛书 (2000)

A COLLECTION ON CHINA'S MACROECONOMY

中国直接融资方式的发展

DEVELOPMENT
OF DIRECT
FINANCING IN CHINA

主 编：王 昕



中国计划出版社





国家计委宏观经济研究院 ● 中国宏观经济丛书 (2000)

A COLLECTION ON CHINA'S MACROECONOMY

中国直接融资方式的发展

■ 主编：王 昕

中国计划出版社

图书在版编目 (CIP) 数据

中国直接融资方式的发展/王昕主编. —北京: 中国
计划出版社, 2000. 5
(中国宏观经济丛书)
ISBN 7-80058-814-9

I. 中… II. 王… III. 直接-融资-银行业务-研
究-中国 IV. F832. 21

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2000) 第 18104 号

中国直接融资方式的发展

主编: 王昕

☆

中国计划出版社出版

(地址: 北京市西城区月坛北小街 2 号 3 号楼)

(邮政编码: 100837 电话: 68030048)

新华书店北京发行所发行

世界知识印刷厂印刷

850×1168 毫米 1/32 9.75 印张 230 千字

2000 年 5 月第一版 2000 年 5 月第一次印刷

印数 1—3000 册

☆

ISBN 7-80058-814-9/F·447

定价: 19.00 元

《中国宏观经济丛书》编委会

编委会主任 余健明

编委会副主任 白和金 林兆木 王永治
刘福垣 宋孚瀛 王一鸣

编委会委员 (按姓氏笔画排序)

王 建	王一鸣	王永治
史清琪	白和金	刘福垣
杜 平	李建立	余健明
沈志群	宋孚瀛	张汉亚
张苏平	张燕生	陈德尊
林兆木	周凤起	胡子祥
常修泽		

《中国直接融资方式的发展》课题组成员名单

课题负责人 王 昕 程 选

课题组成员 杨 萍 刘利峰 汪文祥 刘德顺

课题联系人 沈志群

总 序

《中国宏观经济丛书》是国家发展计划委员会宏观经济研究院从每年的科研课题研究报告中，选出一些为社会各界比较关注的成果，结集公开出版，主要目的是向社会介绍宏观经济研究院的研究成果，加强与同行的学术交流，更好地为经济管理部门、经济研究部门和社会各界提供服务。

《中国宏观经济丛书（1999）》一套 6 本 1999 年面世后，得到了社会各方面的好评。今年，我们继续推出《中国宏观经济丛书（2000）》一套共 6 本，选题包括《21 世纪初期中国经济和社会发展战略》、《知识经济与中国经济发展》、《买方市场条件下的经济运行》、《居民消费与中国经济发展》、《中国直接融资方式的发展》和《中国企业集团体制模式》。

由于水平和经验所限，这些研究报告难免有不足之处。我们诚恳希望社会各界和读者提出批评意见和建议，帮助我们进一步提高丛书的质量和水平。

《中国宏观经济丛书》编委会

前 言

《中国直接融资方式的发展》是国家计委宏观经济研究院1998年重点课题，由国家计委投资研究所接标并组织实施完成。

本课题运用定性与定量相结合、国际比较与实证分析相结合的方法，以企业外部融资为重点，分析了我国直接融资方式及其具体融资形式（股票、企业债券、国债）的发展现状和存在的问题，对我国直接融资方式的未来发展趋势进行了预测，并就保证我国直接融资方式的健康发展提出了政策建议。

关于我国直接融资方式的发展现状，我们认为，我国直接融资方式处于发展的初级阶段，其比重相对较低，尤其是企业债券融资占企业外部直接融资的比重过低（我国为8%，美国为90%），未来存在较大发展空间。实证研究表明，我国上市公司的效益（净资产收益率）呈规律性滑坡，总体盈利水平、盈利能力逐年递减，速度之快，令人触目惊心，股市孕育着巨大的金融风险。

本课题按照三种不同的方案，对1999~2005年我国直接融资方式的发展趋势进行了预测。在假设未来我国债务规模中的财政赤字比率和债务余额比率分别为0%、3%、1%和7%、22%、12%的前提下，预测到“十五”期末，在全社会融资结构中，直接融资的比重将从1997年的25%分别上升到27%、42%、32%；在企业外部融资结构中，直接融资的比重将从1997年的10%分别上升到24%、28.5%和25.4%。我们认为，到2005年，直接融资在全社会融资结构和企业外

部融资结构中的比重分别达到 32% 和 25.4% 是比较适宜的。同时认为,未来直接融资的比重取决于企业对融资方式的选择,而企业对融资方式的选择必然受到我国制度安排的制约。因此,本项研究对我国直接融资发展趋势预测的重点是对直接融资发展空间的预测。

为保证我国直接融资方式的健康发展,本课题提出的主要政策建议有:消除融资中存在的所有制歧视;调整上市公司的品质结构,逐步放弃国有股、法人股不允许上市流通的做法;实行新股全部可以上市流通;还企业债券本来面目,大力发展企业债券融资;积极稳妥地发展国债融资,加强国债融资规模的合理界限研究等。

需要说明,本课题未涉及对外直接融资的研究。我们认为,这是一个有待进一步深入研究的领域。此外,商业票据(部分)融资和租赁融资等也是直接融资的形式,但在我国直接融资中所占比例非常小,本课题予以忽略。

《中国直接融资方式的发展》是课题组全体成员集体劳动的成果。课题总报告《我国直接融资方式发展趋势及政策建议》由王昕执笔;分报告一《企业融资方式选择的国际比较》由刘立峰执笔;分报告二《我国融资方式的演变及直接融资方式发展现状研究》由杨萍执笔;分报告三《我国直接融资发展绩效与预测》由程选执笔;分报告四《促进我国直接融资快速发展的政策建议》由汪文祥执笔;附录《融资基本理论》由刘德顺执笔。

在课题研究过程中,我们得到中国证监会信息中心、国家计委经济政策协调司的领导和专家的大力支持和协助,我所原所长林森木、田江海同志对课题给予了具体的指导,我院领导和科研管理部的同志们也给予许多关心和帮助,在此一并表示

感谢。

由于我们的研究水平和时间所限，本课题研究报告肯定存在许多缺陷和不足，衷心希望有关领导和专家提出宝贵意见。

《中国直接融资方式的发展》课题组

1999年5月

目 录

总报告

我国直接融资尚处于初级发展阶段，未来存在较大发展空间。但目前我国直接融资存在很多问题，市场运作、政策法规、政府监管等都亟待完善。为保证我国直接融资健康发展，需消除融资中存在的所有制歧视；调整上市公司的品质结构，逐步放弃国有股、法人股不能上市流通的做法；实行新股可全部上市流通，还企业债券本来面目，大力发展企业债券融资；积极稳妥地发展国债融资，加强国债融资规模的合理界限研究。

我国直接融资方式发展趋势及政策建议	(3)
一、我国直接融资方式发展概况	(3)
二、股票、债券等直接融资形式的发展状况	(5)
三、我国直接融资方式发展中存在的问题及其 原因	(7)
四、我国直接融资方式发展预测 (1999~2005 年)	(14)
五、保证我国直接融资健康发展的政策建议	(15)

分报告一

融资方式提供了储蓄向投资转化的渠道,而且影响到储蓄转化成投资的效率和质量。融资方式的选择不仅是微观企业关心的问题,而且对宏观经济发展同样具有重要价值,是资源配置方式的首要环节。通过证券市场直接融资和通过金融中介机构间接融资是两种基本的融资方式。直接融资和间接融资的比重反映了一个国家的金融发展程度及经济发展战略,而融资方式和金融制度选择的最终目标是提高融资效率和质量,促进金融及经济的长期稳定发展。对不同国家融资方式的参考与借鉴,有助于我国金融市场的健全与完善,提高我国金融机构的国际竞争力。

企业融资方式选择的国际比较 (25)

一、发达市场经济国家企业融资模式的

特征 (25)

二、发达市场经济国家企业融资方式的

形成及发展 (31)

三、发展中国家融资模式的特点及形成

与发展 (49)

四、融资方式选择的影响因素 (61)

五、银企关系与融资方式选择 (67)

六、证券市场直接融资的发展和完善 (70)

七、金融管理制度与融资方式选择	(73)
-----------------------	--------

八、融资方式、融资效率与融资效果	(79)
------------------------	--------

分报告二

改革开放以来,我国金融业发展迅猛。传统体制下的资本动员方式已演变为以政府为主导,以国有银行为宏观资金运行主渠道的间接融资方式。80年代以来,随着金融市场的出现和发展,直接融资方式在我国从无到有稳步发展。随着改革的深入,政府主导型间接融资方式造成的国有企业过分依赖银行,将风险集中于银行的状况越来越不适应进一步改革的需要。为化解国家风险,推进改革,积极发展资本市场,是一种理性选择,直接融资已成为企业筹资的重要方式,面临着前所未有的发展机遇。

我国融资方式演变过程及直接融资方式发展

现状研究	(87)
------------	--------

一、财政渠道融资方式的回顾与终结	(87)
------------------------	--------

二、政府主导的间接融资方式	(97)
---------------------	--------

三、间接融资方式面临的困境及其体制	
-------------------	--

背景	(109)
----------	---------

四、直接融资方式在我国的发展现状	(118)
------------------------	---------

分报告三

直接融资在我国经济建设中已占有不容忽视的地位，但由于没有具备必要的市场制度，直接融资方式并未发挥真正的功能。我们的直接融资实质上是为国有企业变换注资方式，没有为不同所有制经济提供“公开、公平、公正”的融资环境。导致这种现象的根本原因是我国金融资源配置的“所有制歧视”。必须按照市场原则配置金融资源，无歧视地向各种经济打开在市场上融通资金的大门，才能使我国金融市场健康发展，才能实现真正的转制。

我国直接融资发展绩效与预测	(131)
一、我国直接融资发展概况	(133)
二、我国股票融资	(139)
三、我国企业债券融资	(152)
四、我国国债融资	(158)
五、“所有制歧视”的经济学分析	(161)
六、保证我国直接融资顺利发展的政策 调整建议	(176)
七、1999~2005 年我国直接融资发展预测	(187)

分报告四

随着我国直接融资规模日趋扩大和资本市场的日趋成熟，国家对直接融资和资本市场的相关发展政策虽然在市场化取向与规范化运作方面取得了明显成效，但从总体看，仍然没有摆脱传统计划经济体制的影响，“行政性”控制色彩仍然十分浓厚，因此，迫切需要进行政策调整 and 改革。加快直接融资发展速度，扩大直接融资比重，培育和完善直接融资和资本市场，改革政府监管方式、完善相关政策法规是我国直接融资健康发展的必要条件。

加速发展我国直接融资的政策建议	(201)
一、我国直接融资和资本市场发展政策的简要	
回顾	(201)
二、当前我国直接融资和资本市场发展中存在的	
问题	(204)
三、促进我国直接融资和资本市场快速发展的	
政策建议	(213)
附录	(225)
附表	(267)

Main Contents

Main Report: Direct Financing in China:	
Development Trend and Policy Proposals	
1. Development of Direct Financing in China	(3)
2. Development of Stocks and Bonds as Means of Direct Financing	(5)
3. Major Problems Faced by the Development of Direct Financing in China	(7)
4. Forecast of the Direct Financing Development in China	(14)
5. Policy Proposals for Ensuring the Prosperous Development of Directing Financing in China	(15)
Sub Report 1: International Comparison of the Direct Financing Approaches	
1. Features of the Direct Financing Approaches in Developed Countries	(25)
2. Formation and Development of Financing Approaches in Developed Countries	(31)
3. Features of the Financing Approaches in Less Developed Countries and their Formation and Development	(49)
4. Variables Affecting the Choice of Financing Approach	(61)

5. Bank – Firm Relationship and Choice of
Financing Approach (6 7)
6. Development and Perfection of Direct Financing
in Securities Market (7 0)
7. Financial Management System and Choice of Direct
Financing Approach (7 3)
8. Financing Approach, Financing Efficiency and
Financing Effectiveness (7 9)

**Sub – Report 2: Study on the Evolution of
Financing System and the Current Situation of Direct
Financing Development in China**

1. The Development of Financing Approach through
Fiscal Channel and Its Ending (8 7)
2. Government – dominated Indirect Financing (9 7)
3. Difficult Situation Encountered by Indirect Financing
and its Institutional Background (10 9)
4. Current Situation of Direct Financing Development
in China (11 8)

**Sub – Report 3: Review and Forecast of the Direct
Financing Development in China**

1. Brief Introduction to the Development of Direct
Financing in China (13 3)
2. Stock Financing in China (13 9)
3. Company Bonds Financing in China (15 2)
4. Government Bonds Financing in China (15 8)
5. Economic Analysis of the “Ownership
Discrimination” (16 1)

6. Policy Proposals for Ensuring the Smooth	
Development of Direct Financing in China	(176)
7. Forecast of China's Direct Financing Development	
(from 1999 to 2005)	(187)
Sub – Report 4: Proposals for Promoting the Future	
Development of Direct Financing in China	
1. Brief Review of Direct Financing and Capital Market	
Development Policies in China	(201)
2. Problems Faced by the Development of Direct	
Financing and Capital Market in China	(204)
3. Policy Proposals for Promoting the Swift	
Development of Direct Financing in China	(213)
Appendix	(225)
Attached List	(267)