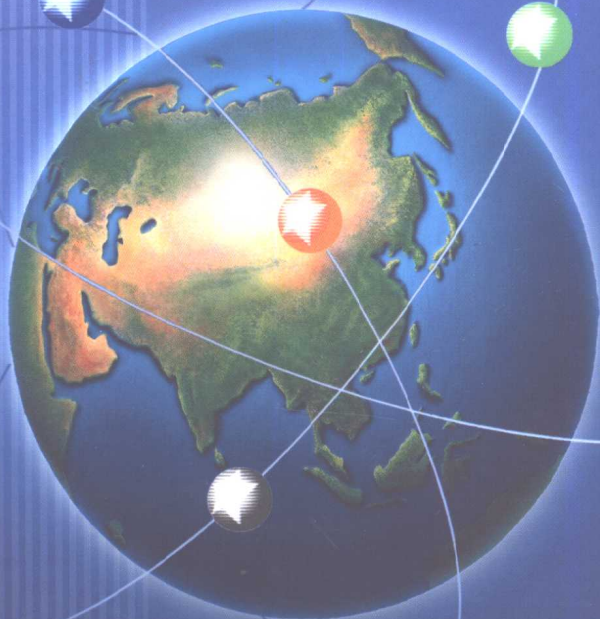


融资方式与 融资政策比较

戴国强 编著



 中国财政经济出版社

融资方式与融资政策比较

戴国强 编著

中国财政经济出版社

图书在版编目 (CIP) 数据

融资方式与融资政策比较/戴国强编著. —北京: 中国财政经济出版社, 2002.3

ISBN 7-5005-5442-7

I. 融… II. 戴… III. ①中小企业-融资-对比研究-世界②中小企业-融资-金融政策-对比研究-世界
IV. F279.13

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2001) 第 091340 号

中国财政经济出版社出版

URL: <http://www.cfeph.com>

E-mail: cfeph@dre.gov.cn

(版权所有 翻印必究)

社址: 北京海淀区阜成路甲 28 号 邮政编码: 100036

发行处电话: 88190406 财经书店电话: 64033436

北京印刷二厂印刷 各地新华书店经销

850×1168 毫米 32 开 4 625 印张 107 000 字

2002 年 1 月第 1 版 2002 年 1 月北京第 1 次印刷

印数: 1-1500 定价: 8.00 元

ISBN 7-5005-5442-7 定价: 4818

(图书出现印装问题, 本社负责调换)

前 言

自改革开放以来，我国的经济体制发生了重大变化，融资体制也相应地从原来的按计划拨款、贷款的传统模式变为主要按市场原则有偿配置资金的体制。这种按市场原则配置资金的体制有利于提高资金的使用效率，充分发挥货币量生产的第一推动力和持续推动力的作用。但在转轨经济中，这种融资体制下的资金配置尚未完全表现出其应有的效果，尤其是在中小企业和农业的资金融通方面还存在不少问题和障碍。这里既有制度安排上的问题，也有融资方式和融资政策方面的问题，值得我们认真探讨，也需要我们对各国的融资方式和融资政策进行研究、比较与分析，以便从中找出可资借鉴的经验和值得注意的教训。为此，我不揣冒昧，编写了本书。

全书总共8章，前5章阐述融资方式及其纵向、横向比较，后3章阐述融资政策比较。我国目前的融资问题比较突出，本书选择了其中几个普遍受到关注的问题，如产融关系问题、中小企业融资问题、农业发展融资问题和发展离岸金融业务问题，作了专门探讨，形成了第二、三、四、五章，第一章实际上是讨论融资一般理论，第六、七、八章对发达国家和发展中国家与融资问题直接相关的财政政策、货币政策及产业政策、价格政策和收入政策的效果作了比较研究。

在本书编写中，孙慧、吴林祥、陈坚、陈建勇、冯嗣全、高允珂等同志提供了不少资料，并撰写了部分内容。本书在编写中

110-107

得到中南财经大学校长吴俊培教授、东北财经大学马秀岩教授的热情指导，并得到财政部干部教育中心的关怀，在此一并表示感谢。

戴国强

2000年元月·上海

目 录

第一章 金融市场比较	(1)
第一节 金融体系.....	(1)
第二节 金融市场与融资方式.....	(6)
第三节 金融市场结构比较.....	(13)
第二章 产融关系模式比较	(22)
第一节 产融关系模式的种类.....	(22)
第二节 不同产融关系模式的实效分析.....	(24)
第三节 关于我国产融结合的思考.....	(29)
第三章 中小企业融资方式比较	(33)
第一节 发展中小企业的意义.....	(33)
第二节 融资体制与我国中小企业融资困难.....	(38)
第三节 中小企业融资方式比较.....	(44)
第四章 农业融资比较	(56)
第一节 农业发展与资金短缺.....	(56)
第二节 农业融资途径比较分析.....	(61)
第三节 我国农业利用外资的现状及其前景.....	(67)
第五章 离岸金融市场比较	(74)
第一节 离岸金融的作用.....	(74)
第二节 离岸金融市场比较.....	(77)
第三节 主要离岸金融中心.....	(83)
第四节 发展我国离岸金融的必要性.....	(88)

第六章 财政政策及其效果比较	(92)
第一节 美国的税收政策与公债政策.....	(92)
第二节 日本的财政政策.....	(98)
第三节 英国公债的发行和管理.....	(102)
第四节 法国的税收政策与政府支出政策.....	(103)
第五节 发展中国家的政策实践及其效果.....	(107)
第七章 货币政策及其效果比较	(116)
第一节 美国的货币政策.....	(116)
第二节 日本的利息政策.....	(118)
第三节 德国的货币政策.....	(122)
第四节 拉美国家的经验与教训.....	(125)
第八章 其他政策及其效果比较	(128)
第一节 国外的产业政策和价格政策.....	(128)
第二节 收入分配政策及其效果.....	(132)
第三节 银行管理制度对调控社会资金的影响.....	(134)
第四节 一些亚洲发展中国家和地区的实践与 启示.....	(136)
参考文献	(138)

第一章 金融市场比较

第一节 金融体系

一、金融

金融，即资金融通。所谓融，就是指资金的筹集；所谓通，就是指资金的运用，它形成资产。任何企业要开展正常的经营活动，都需要资金来源。企业组织的资金可通过向银行借款或发行证券等融资工具在资金市场上筹集而来。企业的资产包括真实资产 (Real Assets) 和金融资产 (Financial Assets)。

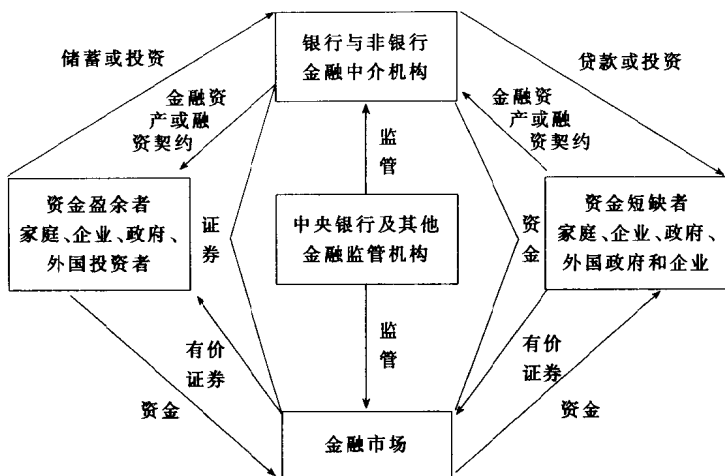
金融机构是指专门从事资金融通等中介业务的企业组织。各种金融机构的集合就构成了一个国家的金融体系。金融体系的主要任务是动员和吸收社会闲散资金 (即储蓄和证券发行承购)，将之引导到生产和投资上来。金融体系的存在，有利于促进经济发展，满足人们对商品和劳务的需要。

现代经济是信用经济，金融是现代经济的核心。金融在服务于经济的过程中，又反作用于经济。金融的发展和融资结构的变化影响着经济发展的速度和结构。到 1997 年 6 月，我国各类金融机构总资产已达 13.28 万亿元人民币，比 1990 年增加了约 10 万亿元。在此之前，各国各类金融机构的总资产规模已迅速膨胀，例如，美国商业银行 1980 年资产总计 18557 亿美元，至

1990年就上升为33999亿美元，现在已超过9万亿美元。由此可见，金融在现代经济中所占的地位已越来越重要。

二、金融体系

一国的金融体系由金融机构（包括中央银行和其他金融机构）、金融市场和其他市场参与者（包括资金短缺者和资金盈余者）构成（见图1-1）。



（一）金融机构体系的构成

金融机构体系包括三个部分：中央银行、商业银行和非银行金融机构。

第一部分，中央银行，它是代表国家对金融活动进行监督管理、制定和执行货币政策的金融机构。它不对个人和企业单位办理各种金融业务。中央银行在一国金融体系中居于领导核心地位。

第二部分，商业银行，它是直接面向企业单位和个人，具体经办存贷款和结算等业务的金融机构。

第三部分，非银行金融机构，它是指商业银行和中央银行以外的具体经办某一类金融业务的金融机构。非银行金融机构与商业银行的区别主要表现在三个方面：(1) 资金来源不同。商业银行以吸收存款为主要资金来源，而非银行金融机构则依靠发行股票、债券集资为主要资金来源。(2) 资金运用不同。商业银行的资金运用以发放贷款、特别是短期贷款为主，而非银行金融机构的资金运用则主要以从事非贷款的某一项金融业务为主，如保险理赔、证券投资、租赁等金融业务。(3) 商业银行具有“信用创造”功能，而非银行金融机构一般不具备“信用创造”功能。

(二) 金融中介机构的职能

金融中介机构靠发行债务凭证来筹集资金，然后将这些资金用于贷款或有价证券等银行和非银行金融资产，适应中、小投资者需要。不同的中介机构提供不同的金融服务。其职能是：

1. 提供期限的转换

即集中短期资金提供长期贷款。这种集短贷长方式有两个好处：(1) 满足了投资者和借款者对期限的不同要求，使他们有许多选择余地；(2) 有利于降低资金的成本。

2. 通过组合 (Portfolio) 为投资者降低风险

中小投资者资金有限，很难单独多样化地投资于证券市场，并达到回避风险、获取收益的目的。但是金融中介机构如共同基金，可提供这种风险转换的服务，将风险大的资产转换为风险小的资产（共同基金的份额），从而便于中小投资者的投资。

3. 降低信息加工和合约的交易成本

金融机构需要收集加工大量的信息。收集加工的信息量大，签的合约多，单位信息成本和合约交易成本会相应降低，同时，

金融中介机构可雇用经济、金融、会计、审计、法律等各方面的专家来完成这些工作，专业化的分工促进了效益提高。金融机构就是通过规模经济效益、专业化和分工降低了成本。

4. 提供支付结算机制

现代交易的支付手段不仅有现金，还有支票、旅行支票、信用卡、借贷卡、ATM和电子资金转账系统等。这些支付手段的存在都是以金融中介机构的存在为前提的，比如，没有商业银行的支票账户，支票、信用卡和自动取款机的使用都是不可能的。

以上是金融中介机构最基本的、具有共性的经济职能。有人将上述职能称为期限中介、风险中介、信息中介和流动性中介。

金融中介机构的职能并不是一个被动的、静态的概念，而是随着金融创新不断变化、动态的概念。金融中介机构常常适应借贷双方的需求，创造新的金融产品，提供新的服务；新的金融活动又创造出新的需求……这样，金融机构的职能、产品种类和业务范围就随着人们和市场需求，随着金融创新和金融法规而不断变化、更新。例如，过去美、英两国由于传统习惯和受经济理论上的“真实票据论”的影响，商业银行的业务集中于自偿性贷款，一般不做消费性贷款、房地产及股票抵押贷款和固定资本款等长期性贷款。而德国商业银行保持银行综合业务的传统，不仅提供短期周转资金，而且还融通长期固定资本，不仅如此，德国式银行也不将商业银行与投资银行严格区分，它们可直接投资于新兴企业，替新公司包销证券，并在技术革新、地区选择、合并增资方面提供财务便利和咨询。最近30多年来，所谓英国式商业银行与德国式综合银行的区别逐渐消失，美国商业银行的经营范围也在不断扩展，不仅经营所有零售和批发业务，而且兼做某些投资银行业务。

（三）金融体系的其他组成部分

金融业和金融市场与其他“有形”商品市场不同，是一个信息流通费用很高的不完全竞争市场。在这个市场上，借贷（买卖）双方对所交易的商品——金融资产各自掌握不同的信息。一般来说，资金盈余者（或金融资产的买主）——银行和投资者并不完全了解借方的经营情况、筹资目的和随之而来的风险。而资金短缺者（金融资产的卖主）能比较充分地掌握内部的信息——融资目的、投资项目的预期回报率和风险的大小。信息的不对称性导致了市场的不完全性及部分失灵。

由于信息的不对称性，金融市场是一个非完全竞争的市场。在证券市场上，企业股票、债券的质量各不相同。在信贷市场上，虽然有许多银行，也有许多借款人，但利率并不是不受任何限制地自由波动，供求也并不总是能在市场利率的水平上达到均衡。这是因为，假如利率升得太高，就会产生“逆向选择”（Adverse Selection）：有信用的好企业认为自己难以承受这么高的利率而退出市场。市场上最后只剩下那些信用不好的企业——冒险家和不想还债、违约风险高的企业。为此，商业银行一般总维持一个比市场均衡（或市场出清）（Market - Clearing）利率稍低的水平，而用“信贷配额”的方式筛选合适的借款人（企业）。筛选时要看借款方的信用记录、是否有抵押品和其他因素。一个新的企业如果没有信誉和其他条件，即使其项目再好，也可能得不到资金。这样，资金就可能无法流向最需要的地方。市场存在着问题。

在信息不对称、信息交易成本很高的情况下，政府监督和检查成为一种“公共商品”（Public Goods），私人部门很难实行有效监督。如果完全由私人部门去做，整个社会对企业、银行的监督水平就会降低。这种监督低于社会最优水平，就会导致金融危机的产生。即使政府干预，但如果在经济法规设计不当、执法不

平时，也会造成人为的危机——这便是政府失灵或管制的失灵（Regulation Failure）。

信息的不对称性会造成市场的非完全竞争和市场失灵等问题。正是由于存在这些问题，政府才有必要对金融业进行监督和管理。而政府在实行管理之前，必须要明确，一个完善的金融体系的标准是什么。

完善的金融体系应当解决三个问题：（1）能够最大限度地把个人储蓄转化为投资，而且其成本尽量地低；（2）能最优地分配这些资产；（3）使产出最大化，在储蓄和剩余资金转化为投资以后，金融体系能使资本存量充分实现再调整。解决上述三个问题与金融机构的多样化、金融工具的多样化及金融市场的充分发展是分不开的。因此，完善的金融体系的标志是能够充分发挥市场利率的作用；完善利率和资本价格产生的机制；减少信息不对称性，使利率处于市场均衡的水平，既反映资金供求的实际情况，又反映替代现在消费的将来消费的机会成本。

第二节 金融市场与融资方式

一、金融市场及其功能

金融市场是资金借贷双方进行交易的场所。金融市场有以下四大功能：

（一）提供交易场所，便利资金流动

流动性（Liquidity）是指资产在市场变现的难易程度和可能承受的损失。流动性大小不仅取决于金融资产合约的性质，且与金融市场有关。金融市场为金融资产的持有者提供买卖某种资产

的场所，从而提高了该资产的流动性（变现能力）。

（二）提供价格发现机制

在金融市场上，买卖双方的交互作用决定了所交易的资产的价格，从而决定了资产的收益率。市场上供求状况决定价格的高低，资产在双方满意的价格下成交，这便是—个价格的发现过程。在此过程中，金融市场的价格信号就标志着供求的松紧，它引导资金向那些收益高的部门流动，稀缺的资金便会得到最佳配置。

（三）降低了金融市场的交易成本

金融市场的交易成本包括寻找买（卖）方的成本和信息成本。寻找成本既包括明显的成本，如广告的成本，也包括隐性成本，如花时间寻找买（卖）主的时间成本、手中持有资产（或货币）等待而不能移作他用的机会成本等等。信息成本就是收集信息和评价某金融资产的质量所需的费用。在一个有效市场（Efficient Market）上，价格能反映所有参与者拥有的全部信息，这样便为买卖双方降低了交易成本。

（四）提供有效地分散和分配风险的手段

金融市场不仅有现货市场，而且还有期货和期权市场。期货和期权市场也是转移风险的场所，它的存在便利生产和投资的发展。例如，进出口商为了避免汇率波动的风险，可以用外汇期货方式进行保值，用对冲（Hedging）转移价格风险。使用期货和期权，可以用较小的交易成本达到分散风险、并使风险——收益最优化的目的。

二、融资方式及其比较

（一）直接融资与间接融资

借贷双方之间的融资方式，即金融体系配置资源的方式，有

直接融资和间接融资两类。

直接融资是指资金供给者与资金需求者运用一定的金融工具直接形成债权债务关系的融资行为，资金供给者是直接贷款人，资金需求者是直接借款人。间接融资是指资金供给者与需求者通过中介机构间接实现融资的行为，其中资金供给者与资金需求者不是分别作为直接贷款人和直接借款者出现的，而是分别与金融中介机构发生关系，完成资金融通。

在融资方式中，直接融资和间接融资的一些概念必须予以明确框定：

第一，通过金融机构融资必然是间接融资。不管这种融资方式是金融机构购买非金融机构发行的证券，这是金融机构向非金融机构贷款，都是属于间接融资。直接融资必定是非金融机构发行证券直接向另外的非金融单位融资，一般不通过金融机构进行，即使有金融机构参与其中，这些金融机构也只是帮助发行，像经纪人那样收取服务中介费，本身并不买卖这些证券。

第二，通过金融市场融资并不等于直接融资。非金融企业到金融市场发行证券融资，其证券如果被金融机构买断，就意味着通过金融机构融资，就是间接融资，而不是直接融资。在经济发展初期，证券融资常常是直接融资，即企业在非银行金融机构的安排下，找到有多余资金的其他非金融机构，向其出售证券。因此，人们往往有一个错觉，认为用证券融资就是直接融资。其实，目前发达国家的证券融资往往都是由金融机构买断，如投资基金、共同基金、保险公司和投资银行等非银行金融机构。所以，我们不能简单地认定到金融市场融资就是直接融资。

第三，不能从金融工具上判断融资方式。股票、债券等融资工具可以用来作为直接融资方式，也可以作为间接融资方式。判断是直接融资还是间接融资，其标准是有无通过金融中介机构，

这里“通过”一词可理解为发行的融资工具是否被金融中介机构买断，即如果股票或债券等融资工具是被金融机构买断并销售出去的，这就是间接融资。

（二）间接融资与直接融资比较

直接融资是一种直接交易，要完成这种交易必须具备两个条件：（1）交易双方的需求恰巧相符，即“需求的双重巧合”。（2）还要有“时间的双重巧合”，否则双方的交易便无法立即进行。间接融资克服了直接融资的这两个缺陷，通过金融中介机构融资，避免了需求和时间双重巧合的限制，节省了融资者寻觅交易对象、搜集市场消息及资料的时间和成本，促进了稀缺资源的配置。

另外，作为间接融资主体的金融中介机构一般都有相当大的规模，资力雄厚，有各种专门性的人才作资信调查和市场研究，能更好地为客户服务；而在直接融资方式下，资金盈余单位一般未必有专门的知识 and 充足的信息，也未必有足够的时间和能力对融资者作资信调查和市场研究。

因此，间接融资比直接融资效率更高。

（三）证券融资与银行融资的比较

间接融资按其所使用的融资工具划分，又可分为证券融资和银行融资。证券融资指资金需要者通过发行证券在金融市场上融资，资金供求双方通过证券形成直接债权债务关系。银行融资是指资金供应者与需求者通过签订借款合同实现的融资行为，资金供求双方都与金融中介机构发生关系，双方之间无直接联系。

证券融资与银行融资各有其优缺点：

1. 证券融资的优缺点

证券融资的优点在于：（1）证券融资的主要融资工具是证券，证券能在金融二级市场进行交易转化，所以其流动性比银行

融资要大。(2) 由于资金供求关系能直接形成债权、债务关系, 因此使债权人十分关注和支持债务人的经营活动, 对债务人的经营形成硬约束条件, 从而促使债务人在较大的压力下更讲究资金使用上的经济效益。(3) 有利于筹集长期资金。发行长期债券和股票筹集的资金具有稳定的, 可以长期使用的特点。在较发达的证券市场上, 一些短期性资金也可进入市场参与交易, 促使这类长期融资方式的作用得到更好的发挥。

证券融资也有其局限性, 主要表现在: 对资金供应者来说, 采用证券融资方式的风险比银行融资大。因为在激烈的市场环境下, 融资者都有经营亏损和破产的可能性, 而且一般来说, 企业的信用程度比金融中介的信用程度低得多。

2. 银行融资的优缺点

由于银行拥有许多专业人才, 他们了解证券市场行情, 能获取更多的信息, 能利用专业知识和广泛的信息从事交易。因此, 他们作为融资中介能更有效地促进资金的优化配置。

银行融资的优点在于: (1) 筹资上可以积少成多。银行等金融机构以其网点多、吸储金额起点低的优势, 能够广泛筹集社会各方面的闲散资金形成巨额资金, 从而能够享受大规模交易的利益, 降低成本。(2) 安全性高。在银行的证券投资中, 某一项投资风险可由多样化的资产和负债结构分散承担, 即风险可通过多样化投资和融资降至最低。

当然, 银行融资也有其局限性, 主要是: (1) 由于资金供给者与需求者之间加入了金融机构作为中介, 使资金供求双方的直接联系被隔断, 在一定程度上减少了投资者对企业生产的关注和融资者使用资金获取收益的压力及约束, 即对资金接受方的硬约束减少。(2) 由于有“信贷配额”, 金融机构的利率因此受到了扭曲, 贷款利率低于均衡利率, 资金可能并未流向最需要的地