

融资结构相关性研究

RONGZI JIEGOU XIANGGUANXING YANJIU

董秀英 著

天津出版传媒集团

 天津科学技术出版社

融资结构相关性研究

董秀英 著

天津出版传媒集团



天津科学技术出版社

图书在版编目 (CIP) 数据

融资结构相关性研究 / 董秀英著. — 天津: 天津科学技术出版社, 2016. 8

ISBN 978-7-5576-1582-6

I. ①融… II. ①董… III. ①融资结构—相关性—研究 IV. ①F830.45

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2016) 第 203060 号

责任编辑: 王 璐

责任印制: 兰 毅

天津出版传媒集团

 天津科学技术出版社

出版人: 蔡 颢

天津市西康路 35 号 邮编 300051

电话 (022) 23332399 (编辑室)

网址: www.tjkjcs.com.cn

新华书店经销

廊坊市海涛印刷有限公司印刷

开本 889×1194 1/32 印张 11.625 字数 270 000

2016 年 8 月第 1 版第 1 次印刷

定价: 36.00 元

前 言

融资结构与金融结构存在着复杂的互动关系。一方面，不同的融资渠道和融资方式，形成不同的公司融资类型（融资模式），决定了公司的融资结构（包括债权与股权比例、股权结构分散化还是集中化、股东分布情况等），微观上的融资结构最终决定了宏观上的金融机构；另一方面，宏观上的金融结构（直接融资与间接融资的比例）也影响公司的融资决策，进而影响公司的融资结构。同时融资结构、金融结构与金融危机也存在着复杂的关系，企业偏离最优的融资结构是发生金融危机的基础性内部因素。

本书从企业融资结构来研究金融结构。同时资本市场与银行中介在很多功能上存在难以消除的差别，它们对企业融资结构的影响是一个值得深入探讨的问题。在实证分析与理论分析相结合的基础上，本书首先研究了企业的发展历程，认为企业发展推动了金融结构的变迁，从业主制、合伙制到公司制，企业的发展过程是一个适应生产力社会化要求所进行的社会化变革过程。企业发展及其产权结构的演化要求金融结构相应地变迁，金融结构的变迁是生产力和企业产权关系社会化发展的体现，并为企业发展和社会化的实现创造了条件，提供了适当的运动形式。根据这个基本认识，我们认为

支配金融结构变迁的是企业及其产权社会化发展的规律,也就是说,金融结构的发展变迁是企业推动的过程,它基础于实体经济的发展,当然这并不排除金融结构变迁中还存在其它内在的力量和逻辑。金融结构自身发展的规律就是从银行主导型金融结构发展到市场主导型金融结构。

其次,金融结构具有相对独立性,它又会影响企业发展。金融结构变迁除了受企业影响之外,还受其它方面的影响,相对于企业而言具有一定的独立性。事实上,随着社会财富的积累,滞留于金融市场的虚拟资本为实现价值增值和风险防范,越来越倾向于直接或通过机构投资者间接地持有债券或股票;而企业至今仍以间接融资为主要的资金融通方式,并没有呈现出从间接融资为主转向直接融资为主的趋势。由于金融结构的相对独立性,不可避免地影响企业发展,对企业的公司治理、风险管理、信息处理、融资结构等方面产生深刻的影响,既可能促进企业发展,也可能阻碍企业发展。由于只有在公司制企业时期,银行和资本市场才形成了一种互补、共生的成熟局面,并且金融结构的相对独立性也比较强,所以在本书中,我们主要进行金融结构对公司制企业影响的分析。

再次,金融结构的自身发展规律就是从银行主导型金融结构发展到市场主导型金融结构,那么就理论层次而言,在现行公司制企

业占主导地位的情况下，世界各国应该都是市场主导型金融结构。然而事实并非如此，不同国家的金融结构不完全相同，这就说明，除了企业发展方面的因素之外，还有其它方面的诸如文化、历史、习俗、社会制度以及技术进步和金融创新等因素影响金融结构。同时正如斯滕赫（1996）所指出的那样，金融系统的发展很大程度上是路径依赖的（path-dependent），这表明，一旦确立某种金融结构，就会产生正反馈效应，使初始的选择结果得以不断加强，并且还会损害别的路径选择。所有这些因素都导致形成了目前银行主导型和市场主导型两种金融结构并存的局面，所以有必要对这两种金融结构进行比较研究。我们认为两种金融结构与两种市场模式是同一类问题，后者包含前者，可以用相同的原理来说明。实际上，银行主导型金融结构与市场主导型金融结构各有优点，很难说明哪一种金融结构更优越。

最后，由于企业偏离优化融资结构是发生金融危机的基础性内部因素，所以本书分析不同负债方式对宏观经济的影响，讨论资产价格下跌先导型、银企关系混乱型、本币贬值先导型三种危机的风险生成传导机制，运用不对称信息理论对金融危机爆发进行了解释。

目 录

第1章 导论	(1)
第2章 企业发展与金融结构	(32)
第1节 企业与企业发展	(32)
第2节 金融结构	(48)
第3章 金融结构的发展阶段	(69)
第1节 企业发展与金融结构的关系	(70)
第2节 业主制下的金融结构研究	(88)
第3节 合伙制下的金融结构研究	(100)
第4节 公司制下的金融结构研究	(111)
第4章 不同金融结构比较研究及发展趋势	(130)
第1节 金融结构的影响因素分析	(131)
第2节 银行主导型金融结构与莱茵模式	(141)
第3节 市场主导型金融结构与新美国模式	(162)
第4节 银行主导型金融结构与市场主导型 金融结构的比较	(173)
第5节 金融结构的发展趋势	(195)
第5章 金融结构对企业发展的影响	(211)
第1节 金融结构对企业融资数量与融资成本的影响 ..	(212)
第2节 金融结构对企业信息处理与风险管理的影响 ..	(221)
第3节 金融结构对公司治理的影响	(239)
第4节 金融结构对企业投机的影响	(271)
第6章 融资结构与金融危机	(283)
第1节 金融风险的微观诱因	(283)
第2节 金融风险的积累和传递	(291)

目 录

第 3 节 金融危机的爆发	(301)
第 4 节 防止财务（金融）危机对策思考	(310)
第 7 章 我国企业发展与金融结构现状	(316)
第 1 节 我国企业发展中所面临的融资难题	(316)
第 2 节 我国金融结构现状	(327)
第 3 节 变革金融结构、促进企业发展	(343)
参考文献	(355)

第1章 导论

在导论中，笔者首先阐述了本书写作的背景以及本书研究的理论和现实意义；然后概述了国内外学术界对论题研究的现状，并对其主要理论观点作出了简要的评价，在现有思想资料的整理中，我们试图从中探索和发现新的理论生长点；随后介绍了本书使用的主要研究方法、本书研究的基本思路以及整个本书的逻辑结构安排；最后说明了本书在研究上对理论的推进或理论创新之点，并提出了本书尚存的不足之处，明确了今后进一步研究的努力方向。

1. 选题背景

人类已进入一个新世纪，也正跨入一个新的经济时代。21 世纪的经济既是一种知识为本的经济，又是一种金融化的经济，金融已经浸入现代市场经济的每一个细胞中，成为现代市场经济的神经中枢。金融结构与实体经济的关系早已为人们所重视，并且已有很多学者对此做了比较深入和系统的研究，得出许多富有启发性的结论，提出了许多具有针对性的政策建议。遗憾的是，经济学家对企业与金融结构的相关研究却显得相对滞后，那么企业发展与金融结构之间到底有什么关系呢？我们看到，不同国家、同一国家经济发展的不同历史阶段，金融结构具有很大差异，这表明金融结构自身处于动态调整与不断发展之中，那么金融结构的发展演化到底划分为几个发展阶段，划分的标准是什么？金融结构演化的根本动力是什么？是什么使其形成，又是什么推动其发展？本书旨在围绕“金融与经济发展”这一主题，从企业发展的角度来探讨金融结构。

企业在发展过程中会产生金融需求，这样便会涉及很多因素，如金融结构、产权制度、财产关系等等。金德尔伯格和赫里克曾做过形象的说明：“正如在人类身上一样，强调增长着眼于身高和体重（或者说国民生产总值）；强调发展则侧重于机能上——素质协调的

改变，例如学习能力（或者说经济上的适应能力）^①”。这就是说，企业发展过程中产生的金融需求要求金融结构做出相应调整以与其协调。到底什么是企业发展视角中的金融结构？金融结构是由什么来决定的？是否存在什么演进规律？是否存在最优的金融结构？

西方发达国家的金融活动是现代金融发展水平的集中体现，但其对金融结构的系统研究也只是始于上世纪 60 年代末、70 年代初，主要以戈德史密斯的金融结构理论（1969）、爱德华·肖的金融深化论（1973）、罗纳德·麦金农的金融抑制论（1973）为代表。美国经济学家戈德史密斯在金融结构理论中将金融结构定义为：一国的金融工具与金融机构的相对规模。他认为金融发展的实质是金融结构的变化，研究金融发展就是研究金融结构的变化过程和趋势。爱德华·肖和罗纳德·麦金农两人把金融结构作为经济发展的要素来研究，他们建立了一个分析发展中国家金融深化和经济增长关系的框架，得出了经济发展必然伴随金融结构改善的结论，这标志着现代金融发展理论的形成^②。上述学者都把银行和资本市场作为外生的、既定存在的要素来加以研究。随着 20 世纪 80 年代内生增长理论的兴起，一些金融发展理论家把内生增长和银行或市场并入金融发展模型中，并在模型中引入了不确定性、不对称信息和监督成本等因素，论述了银行中介和资本市场的内生形成，认为银行中介和资本市场在不同的经济发展阶段作用是不同的。在经济很不发达时，人均收入和人均财富很低，人们只有能力组建金融机构，以缓解信息成本和交易成本带来的不利影响。只有当经济发展到一定阶段之后，人均收入和人均财富达到一定水平，人们才有能力和动机去参与资本市场，资本市场才得以形成，且认为银行中介与资本市场之间不是绝对对立的，它们既相互竞争，又相互补充。

上述研究都有一定的局限性，缺少企业层面的探讨。实际上，

^① 金德尔伯格和赫里克：《经济发展》，上海译书出版社 1986 年版，第 5～6 页。

^② 现代金融发展理论被划分为第一代和第二代，前者视金融中介机构和金融市场为给定，后者视之为内生，麦金农和肖的理论属第一代。

我们不应就金融结构论金融结构，而应从社会经济运行的基本细胞——企业来进行研究。同时资本市场与银行中介在很多功能上存在难以消除的差别，它们对企业发展的作用机制与绩效是一个值得深入探讨的问题。

2. 选题意义

金融结构与企业的关系早已为人们所重视，但时至今日，有关这种关系的研究依然比较零散，缺乏系统性和严谨性。于是就出现这样一种奇怪的现象：在现实世界中，金融结构与企业的关系被展示得淋漓尽致，而理论却跟不上形势的发展，显得较为薄弱。尤其在当下的我国，这种理论与现实相脱节的奇特现象更是见惯不怪。我国金融结构虽然经过了二十多年的变迁，但仍然不能有效促进企业发展，缺乏畅通的储蓄——投资转化渠道。问题的关键在于我国金融结构的变迁是在外部行政力量的推动下进行的，用行政力量推动市场力量，不可避免地形成一种两股力量交错的复杂经济环境，这样就会存在很多问题。

传统体制下我国国有企业负债率高，资本金太少，效益低下。企业依靠债务融资，负债经营，一旦经营不善，导致高负债，到企业资不抵债时，企业已无产可破，银行形成大量的不良资产。国有企业出现这种问题、长期借钱不还的根源在于金融结构不合理，银行并且主要是国有银行占统治地位，导致企业的融资结构以债务融资为主，最终承担债务融资风险的不是企业而是银行。同时私营企业也由于金融结构问题而面临发展的桎梏。要解决企业高效发展问题，必须调整金融结构，发展中小银行和民营银行，通过资本市场解决企业融资问题，促使企业上市，改变其融资结构，加大股权融资比例，降低其负债率，这对于促进技术创新、加快企业发展，具有重大现实意义。

我国金融结构的现状就是庞大但效率低下的银行体系占统治地位，资本市场虽迅速增长，但与银行部门相比，相对规模较小，间接融资仍然是我国融资方式的主体，市场份额高达 90%以上。我国

股票市场不成熟，股票市场市盈率太高。国内 A 股市场比较合理的市盈率是 20~30，而现在 A 股市场的平均市盈率却是 40~50，远高于除日本之外的其他国家股票市盈率，这其中存在很多泡沫。不仅如此，在我国银行体系中，四大国有商业银行居绝对统治地位。四大国有商业银行的存款、贷款的市场集中度均在 70%以上。然而这种垄断不是在市场竞争、优胜劣汰中形成的，不是市场运行的结果，而是计划经济时代完全的行政垄断格局在市场经济时代的延续，所以市场绩效不高，利润总额只占 40%左右。

金融结构的不合理使得原有垄断性的金融体系缺乏竞争和效率，只有在金融结构合理的情况下，才能打破垄断的金融体系，优化资源配置，促进企业发展，同时也有利于分散金融风险，有利于一国金融体系的安全运行，因为一旦出现问题，只是金融体系的一部分。我国长期形成的金融资产过度集中于银行的状况，造成了当前国民经济运行中的矛盾加深，扩大非银行金融资产的比例是现实选择，也是不得不为之的选择，并成为实现我国国民经济现代化、巩固改革成果、促进企业发展的突破口，特别是在当前银行慎贷、惜贷的情况下，需要开拓新的储蓄——投资渠道，为企业提供服务。

目前西方已初步形成了一套比较系统的金融结构理论体系，但由于经济制度和体制不同，经济基础和环境不同，从而西方国家的金融结构理论对发展中国家并不具有普遍的指导和借鉴意义，而且其理论本身也存在许多缺陷，如金融结构的理论界定不够明确，概念不够清楚，对金融结构的企业层面研究不够等等。现实呼唤理论的发展与跟进，所以本书将主要从企业发展的角度来研究金融结构，即研究以下两方面内容：

1. 企业发展在金融结构变迁过程中发挥着哪些作用？

2. 一定的金融结构对企业发展产生何种影响？

显然，这意味着主要从企业层面来研究金融结构理论，由于我们的研究在许多方面具有开拓性，所以对很多问题的认识不够深入与全面。庆幸的是，处在转轨期的我国，金融改革与企业改革正如

如火如荼地进行，它们相互牵制、相互配合，使我们的研究具有较坚实的现实基础。创建具有中国特色的金融结构理论，解决企业发展问题，这不仅是理论问题，而且也是非常重要的政策问题，对这些问题的解答有助于确立我国的金融发展战略，对我国经济增长具有重大的理论意义和现实意义。

3. 国外研究现状

金融在经济增长中的作用一直是一个重要的话题，以熊彼特（Schumpeter，1912）为代表的许多经济学家认为，较发达的金融体系能够促进经济增长，发育良好的金融体系有助于降低信息成本和交易成本，进而影响储蓄水平、投资决策、技术创新和长期经济增长。然而，以卢卡斯（Lucas，1988）为代表的一些经济学家则认为经济学家们过分强调了金融因素在经济增长中的作用，他们认为，经济发展会创造对金融服务的需求，这种需求导致金融部门的发展，是经济增长带动金融发展而不是金融发展促进经济增长^①。虽然理论界在金融发展与经济增长之间的关系上，何者为因、何者是果目前还远没有达成一致，但金融发展和经济增长之间存在密切关系却早已达成共识。近年来的理论和实证研究均在承认金融在经济增长中的重要作用前提下更加深入地研究金融结构。

在西方金融理论中，金融结构问题的研究主要有三个方面：一是对金融机构资产负债结构的研究；二是着眼于金融部门的产业组织结构和金融市场的微观结构；三是探讨金融结构与金融发展的关系。前两个方面研究都是对金融体系的局部研究，它们对金融的整体运行状态有影响，但并不能全面反映金融结构，我们主要从第三个方面来分析金融结构的研究现状。

1) 早期研究

（1）把金融结构作为经济发展的要素来研究

^① Lucas, R. J., On the Mechanics of Economic Development, Journal of Monetary Economics, 1988, 22, P3~42.

1955 年和 1956 年,格利和肖合作发表了《经济发展中的金融方面》和《金融中介机构与储蓄——投资过程》,阐述了金融和经济的关系、各种金融中介体,特别是非货币金融中介体(non monetary intermediaries),即除了货币体系以外的其他各种金融中介体在储蓄——投资过程中的重要作用,此可视为把金融结构作为经济发展的要素来进行研究的开山之作。1960 年出版的《金融理论中的货币》一书,是格利与肖对以前关于金融与经济关系的观点的汇总和发展。他们试图建立一个以研究多种金融资产、多样化的金融机构和完整的金融政策为基本内容的广义货币金融理论。通过建立基本模型,他们分析了金融在经济中的作用,认为除货币体系(包括商业银行和中央银行)外,各种非货币金融中介体也在从储蓄向投资的转化过程中发挥作用,金融的作用就在于把储蓄者的储蓄转化为投资者的投资,从而提高全社会的生产性投资水平^①。尽管格利和肖没有明确提出金融结构概念,但在他们的货币金融理论中,已包含了金融工具、金融机构、融资方式和金融政策等金融结构问题。

(2) 把金融活动和金融现象作为一种结构即金融结构来研究

首先做这种研究的是美国经济学家雷蒙德·戈德史密斯。他在《金融结构与金融发展》中采用定性分析和定量分析相结合,国际横向比较和历史纵向比较相结合的方法,对 35 个国家进行了大量的统计分析。他认为金融结构就是一国金融工具和金融机构的形式、性质及其相对规模,它既包括金融与实质经济的配比关系,又包括各类金融工具和金融机构在金融资产中的比例关系;既涉及存量分析又涉及流量分析,并且创造性地提出金融发展就是金融结构的变化。通过衡量一国金融结构和金融发展水平的基本指标体系,包括金融相关比率、金融中介比率、金融机构发行需求的收入弹性、变异系数等,戈德史密斯认为金融结构并不是一成不变的,虽然其随

^① 格利和肖:《金融理论中的货币》,上海人民出版社 1994 年版。

时间而变化的方式在各国不尽相同^①。

（3）金融深化

戈德史密斯之后，金融结构与经济发展的因果及对应关系成为研究重点。在这方面的研究中，最有代表性的是美国经济学家肖和麦金农，1973年，肖出版了《经济发展中的金融深化》^②，麦金农也出版了《经济发展中的货币与资本》^③，标志着现代金融发展理论的形成。他们在书中建立了一个分析发展中国家金融深化和经济增长关系的框架，分别从“金融抑制”和“金融深化”角度，全面论证了货币金融与经济发展的辩证关系，得出了经济发展必然伴随金融结构改善的结论。由于两人都深受自由主义传统的影响，因而对金融发展问题的思考主要从发展中国家金融市场存在的人为扭曲出发，认为发展中国家政府应该放弃过分的干预和管制，进行金融深化，以推进经济增长。麦金农和肖对金融发展的定义常常可以与金融自由化相替换，即他们认为金融发展实质上就是金融自由化。麦金农和肖的金融深化理论虽然没有特别强调金融结构问题，但他们认为发展中国家的金融处在压抑状态，而金融压抑总是与金融结构的扭曲相伴随的。因此，麦金农和肖的金融深化其实也是金融结构的动态调整和优化的过程，也就是说，金融深化的概念隐含着金融结构的进步，金融深化与金融结构进步所表现出来的金融发展是一致的。

（4）早期观点评述

格利和肖把金融结构作为经济发展的要素来研究，认为金融在经济发展过程中的投融资转化上起了重要作用，但是他们忽略了企业发展对金融结构的影响，没有发现金融结构发展演化的根本动力。

毫无疑问，戈德史密斯开创了将金融活动作为一种结构——金

^① 雷蒙德·W·戈德史密斯：《金融结构与金融发展》，上海人民出版社 1994 年版。

^② 爱德华·肖：《经济发展中的金融深化》，上海人民出版社 1988 年版。

^③ 罗纳德·麦金农：《经济发展中的货币与资本》，上海人民出版社 1988 年版。

融结构来研究的先河，将金融理论研究推向了一个新的阶段，并且通过比较分析得出了金融结构发展演化的总趋势，但他的研究也存在一些不足：如对金融结构的定义过于狭窄，仅限于金融机构与金融工具的相互关系及量的比例；仅从量性发展的角度考察金融结构的变迁，而忽略了金融结构的质性发展，忽略了企业发展对金融结构的影响；认为金融发展就是金融结构的变化，实际上，金融结构的变化是有方向性的，并非任何变化都是发展；未能更多地结合制度因素来研究金融结构的变迁及其与经济增长的关系，在一定程度上削弱了其政策含义。

麦金农和肖的理论是经济自由主义在金融理论中的体现，即金融部门和其他经济部门一样，市场机制的自发力量可以使之处于理想的帕累托最优状态，而金融结构变迁的发展观被搁置一边。

2) 近期研究

近期对于金融结构的研究，经济学家主要关注以下三个方面：金融结构与经济增长的关系、金融结构比较研究和金融结构与企业及产业成长的相关性。

(1) 金融结构与经济增长

近期研究认为，包括银行和资本市场在内的金融系统的发展有利于一个国家整体经济的发展。目前金融结构与经济增长之间关系的研究日趋深入和细化，并且倾向于实证分析。

本西维格和史密斯（Bencivenga and Smith, 1991）^①、莱书（Levien, 1991）^②分别考察了银行和股票市场提供流动性的机制，以及这些机制对经济增长的影响。格林伍德和史密斯（Greenwood and Smith, 1997）则在一个交叠世代模型中对两种机制的增长和福

^① Bencivenga, Valerie R., and Smith, Bruce D., Financial Intermediation and Endogenous Growth, Review of Economic Studies, 1991, Vol.58 (2, April), P195~209.

^② Levine, R., Stock Markets Growth and Tax Policy, Journal of Financial, 1991, Vol.46 (4), P1445~65.

利效应进行了比较^①。莱书 (Levine, 1997) 指出现有理论和实证研究均表明金融系统发展与经济增长之间存在着正向的、首要的联系, 金融系统的功能包括动员储蓄、配置资源、实施公司控制、辅助风险管理和便利交易等, 这些功能正是通过银行和资本市场最终发挥作用、促进经济增长的, 也就是说金融结构对于金融系统的功能实施途径和实施效果而言至关重要^②。金和莱书 (King and Levine, 1993)^③以及莱书和泽沃斯 (Levine and Zervos, 1998)^④发现, 无论是发达国家还是发展中国家, 有关金融体系发展水平的数据与有关当前和未来经济增长的数据密切相关。他们对金融发展和经济增长进行了回归分析, 发现无论是否控制国家的数量和政策特征, 高水平的金融发展与更快的经济增长、物质资本积累、经济效率提高总是高度正相关的。进一步的分析说明金融发展对于未来 10 到 30 年的经济增长有着很好的预测作用, 同未来的资本积累和经济效率提高均有密切的关系, 并且指出市场主导和银行主导在资金配置效率上的差异并不大。对于不对称信息环境下金融结构同经济增长的关系, Arnold and Walz (2000) 进行了探讨, 但是, 他们只考虑了银行在监督上的学习效应, 资本市场在他们的模型中并无任何明显的功能^⑤。所有这些研究都是探讨金融结构对经济增长的影响。

(2) 金融结构比较研究

许多学者将一国金融结构分为银行主导型金融结构和市场主导

^① Greenwood, Jeremy, and Smith, Bruce D., Financial Markets in Development and the Development of Financial Markets, Journal of Economic Dynamics and Control, 1991, Vol.21, P145~181.

^② Levine, Ross, Financial Development and Economic Growth: Views and Agenda, Journal of Economic Literature, 1997, Vol.35, P688~726.

^③ King, R.G., and Levine, R., Finance Entrepreneurship and Growth: Theory and Evidence, Journal of Monetary Economics, 1993, Vol.32, P513~42.

^④ Levine, Ross and Zervos, Sara, Stock Markets Banks and Economic Growth, American Economic Review, 1998, Vol.88, P537~558.

^⑤ Arnold and Walz, Financial Regimes Capital Structure and Growth, European Journal of Political Economy, 2000, 16, P491~508.