

吉林大学中国国有经济研究中心文库

中国融资 制度创新研究

张宗新 著

 中国金融出版社

吉林大学中国国有经济研究中心文库

中国融资制度创新研究

张宗新 著

 中国金融出版社

责任编辑:王海晔 任黎鸿

责任校对:李俊英

责任印制:丁淮宾

图书在版编目(CIP)数据

中国融资制度创新研究/张宗新著. —北京:中国金融出版社,
2003.2

ISBN 7 - 5049 - 2953 - 0

I . 中…

II . 张…

III . 融资—金融体制—研究—中国

IV . F832.21

中国版本图书馆 CIP 数据核字(2003)第 109565 号

出版 **中国金融出版社**

发行

社址 北京市广安门外小红庙南里 3 号

发行部:66024766 读者服务部:66070833 82672183

<http://www.chinafph.com>

邮编 100055

经销 新华书店

印刷 忠信诚印刷厂

尺寸 140 毫米 × 203 毫米

印张 8.75

字数 224 千

版次 2003 年 2 月第 1 版

印次 2003 年 2 月第 1 次印刷

印数 1 - 2000

定价 20.00 元

如出现印装错误本社负责调换

序

资本形成是一个国家经济发展中的核心问题,融资制度是在一定经济体制下一国社会资本形成与有效配置的一种制度安排。一国的融资制度是否具有效率,能否将巨大国民储蓄有效转化为社会投资,是关系到国民经济能否持续发展的关键。张宗新的新著《中国融资制度创新研究》,正是以融资制度为研究对象,强调如何通过融资制度的重新安排与创新,依靠资本动员与提高资本效率双轮驱动,将社会资本内在潜能转化为现实资本优势,推动中国经济持续发展。

改革以来,中国融资制度经历了一个由计划经济体制下的财政供给型制度,向社会主义市场经济体制下现代市场型制度的变迁过程,它反映了传统融资制度向现代市场经济融资制度的转换。这一制度变迁过程有我国经济体制改革与金融体制改革的内在逻辑性,也有信用制度发展与融资制度演进的一般规律性。在经济转轨时期,融资制度能否充分动员国民储蓄为转轨经济提供持续的资本供给,日益成为中国经济增长速度高低的重要一环。我国在经济发展中始终保持着高储蓄率,然而,经济体制转换与融资制度发展之间产生一定的矛盾与摩擦,中国金融市场仍然存在“金融二元主义”,以至于高储蓄率不能完全转化为高投资率,融资格局与经济增长格局严重不对称,资本供给与有效的投资机会相分离,融资制度处于一种低效率状态,从而造成中国现实经济增长低于

潜在经济增长。因此,如何通过融资制度创新,提高中国融资制度的绩效,推动中国经济持续发展是当前经济改革的关键性问题。

推进融资制度改革与创新,发展市场型融资制度,不但是经济体制改革的关键,更是中国金融深化的基调。近年来,我国金融改革一直滞后于整个经济体制改革,并成为中国经济持续成长的障碍。尽管大力发展资本市场,提高直接融资在全社会融资总额中的比重,早已成为学术界与金融实务界的基本共识,但是有序的金融市场一直难以建立起来,金融市场处于严重非均衡发展状态。资本市场发展严重滞后,直接融资比重一直偏低,特别是2002年直接融资比例萎缩到总融资比重的5%左右,较2001年8%的比例大幅下降,这与我国的融资政策方向相背离。数据显示,中国个人可支配金融资产约为11万亿元,其中71.79%为存款,5.8%为国债,7.7%为股票。2002年年底,我国居民储蓄余额可达8.47万亿元,居民的巨大储蓄存款资产为我国发展直接融资提供了巨大潜在资本。在这一基本背景下,如何寻求一种合理的融资制度安排,加快居民储蓄向社会投资转化,将中国巨大的资本潜能转化为现实性社会资本,成为一个非常现实性与紧迫性的问题。发展市场型融资制度,实质上就是解决潜在资本向现实资本的有效转化,进行资本配置的帕累托优化过程,这正是研究中国融资制度创新的命题所在。

张宗新博士的这部著作,对中国融资制度创新进行了深入系统的理论性研究。根据我对作者本人的了解,张宗新博士在学位论文选题过程中,已经对研究对象具有相当的研究基础。作者继续在《经济研究》、《管理世界》、《世界经济》、《改革》等权威性经济学刊物发表了有关融资制度理论方面的系列研究论文,在这一研究领域取得了丰硕的研究成果,在学术界产生了一定影响。从《中国融资制度创新研究》这部著作中,也可以看出作者在融资制度领域具有相当深厚的理论功底,对融资制度研究领域的历史、现状及

国内外经典文献相当熟悉,论文充分参阅了国内外学术界的研究成果,对中国融资制度绩效进行深刻剖析,指出转型经济中融资制度存在的结构性、体制性和功能性三重内在缺陷,明确指出融资制度创新是中国经济持续发展的必然。在此基础上,作者以理论视角分析了融资制度创新对经济发展和公司资本结构优化的效应,构建了融资制度创新的目标模式及其路径选择。

综观整部著作,本书呈现以下几个鲜明特点:

第一,本书选题具有前沿性和挑战性。动员和配置资本过程中,提高资本配置效率是经济发展中的一个重大理论课题。《中国融资制度创新研究》以中国转轨经济过程中资本充分动员与有效配置的融资制度为研究对象,这一选题理论性强,具有重要学术价值。近年来,尽管国内外学术界关于融资问题的研究论著很多,但是主要集中于融资操作手段与技术层面,尚缺乏从宏观经济理论层面对融资制度进行系统性研究。本书作者试图从经济发展角度建立一个中国融资制度创新的整体框架,是融资制度方面的一个开拓性和创新性的研究成果。

第二,本书内容具有很强的现实性意义。融资制度创新问题,不但是一个理论性强的论文选题,也是经济实践中有待于解决的重要现实性课题。中国未来经济发展中融资制度的选择及其相应金融制度的构建问题,一直是我国金融发展理论的热点,也是我国金融体制改革的难点。迄今为止,我国理论界仍没有形成一套相对比较成熟的融资制度理论。中国经济发展采取何种融资制度模式,是效仿英美国家培育发达的资本市场,还是借鉴日德国家银行体系为主、股票市场为辅的融资模式,理论界并没有达成共识。然而在本部著作中,作者不畏中国金融改革的难点,勇于进行理论探索,借鉴新制度经济学理论,构建了融资制度创新的目标模式与过渡模式,提出了适合中国国情的现代市场型融资制度的基本框架及其路径选择。

第三,本书结构严谨,逻辑性强。从整体结构体系安排看,本书是以如何实现充分资本动员,促进中国经济发展为主线展开论述。在写作过程中,作者以马克思主义融资理论为指导,借鉴西方经济学的融资理论与方法,沿着理论基础——历史分析——制度现状——制度创新的思路,提出一个融资制度创新的系统理论框架。本书从基本理论入手对融资制度范畴及其意义进行了科学透彻的界定,对中国融资制度变迁、现状和对经济持续发展的制约进行了分析,指出了中国在经济高速增长的同时所出现的融资制度低效率状态及产生这种状态的体制根源。在此基础上,本书重点分析了中国融资制度创新对经济增长和经济结构调整的推动作用,较为深入地探讨了中国融资制度创新模式的选择问题。

第四,本书观点具有创新性。本书探讨了中国融资制度由传统计划经济体制下的财政供给型制度向社会主义市场经济体制下的现代市场型融资制度转变的过程,是融资制度领域的一项开拓性和创新性科研成果。本书的主要创新观点:(1)论证了融资制度内生于经济增长,是制约或促进经济增长的要素之一,对经济增长起到助推作用。提出了资本动员功能和资本优化配置功能,是融资制度创新推动经济增长的双轮驱动效能。(2)探讨了融资制度与经济结构升级的关系,提出融资制度创新作为经济结构优化升级的重要引导器,通过资金导向机制、优化配置机制、产业成长机制、风险分担与补偿机制,发挥资本对其他生产要素的导向功能,以金融资源再配置方式引导经济资源在不同产业部门有序流动和动态调整,将社会经济资源引导到边际生产率最高的部门,从而成为经济结构优化升级的内在动力,实现经济资源重新组合和经济结构优化均衡。(3)提出了现代市场型融资制度是中国融资制度创新的目标模式。在这种新型融资制度的构建中,必须发挥市场机制在资本配置中的基础性功能,建立市场化融资体系,形成银行信贷融资与证券融资协调发展、财政融资适时适度的综合性融资

制度模式。

值得一提的是,本书原本是张宗新的博士学位论文,曾邀请多位国内著名经济学家进行评审,专家对这篇论文给予了高度评价,专家一致认为这是一篇高水准的优秀博士学位论文。这次出版,作者根据专家们的意见又进行了修改,较原先的学术水平又有所提高。我曾参与张宗新的博士学位论文评阅和学位论文答辩,有幸率先读了全书,如今这篇博士学位论文将由中国金融出版社正式出版,我十分高兴。应张宗新博士的邀请,欣然写了这篇序。

戴国震

2002年12月20日于北京拾弥斋

目 录

序	戴园晨	(1)
导论		(1)
1 融资制度范畴的确立		(1)
1.1 融资及相关范畴的界定		(1)
1.1.1 融资、筹资与投资		(1)
1.1.2 融资机制与融资方式		(5)
1.1.3 融资体制与融资制度		(10)
1.2 融资制度范畴确立对经济发展的意义		(11)
2 融资制度创新的理论基础		(14)
2.1 马克思主义经济学的融资理论:一般理论基础		(14)
2.1.1 马克思关于信用制度的基本原理		(14)
2.1.2 信用制度在社会资本形成中的作用		(17)
2.1.3 资本形成对经济发展的“第一推动”		(22)
2.2 西方经济学的融资理论:方法与借鉴		(25)
2.2.1 储蓄论:古典经济学的企业内部积累理论		(25)
2.2.2 投资论:凯恩斯主义的储蓄—投资理论		(27)
2.2.3 资本形成论:发展经济学的理论视角		(29)
2.2.4 金融发展论:第二次世界大战后西方融资理论的新发展		(30)
2.3 国内学术界对融资体制改革的研究:直接理论依据		

.....	(32)
2.3.1 20 世纪 70 年代末 80 年代初:对社会主义经济 条件下信用的重新认识	(32)
2.3.2 80 年代末 90 年代初:“间接融资为主、直接 融资为辅”原则的确立	(34)
2.3.3 90 年代中期以来:发展资本市场是经济发展 的必然	(36)
3 中国融资制度变迁的历史分析	(39)
3.1 传统计划经济体制下的财政供给型融资制度	(39)
3.1.1 重工业化战略与传统融资制度的形成	(39)
3.1.2 财政供给型融资制度的特征	(42)
3.1.3 财政供给型融资制度的作用和弊端	(45)
3.2 有计划商品经济体制下的银行主导型融资制度	(48)
3.2.1 银行主导型融资制度形成的背景	(48)
3.2.2 银行主导型融资制度的特征	(52)
3.2.3 银行主导型融资制度的缺陷	(57)
3.3 社会主义市场经济体制下的现代市场型融资制度	(63)
3.3.1 证券市场融资方式是市场经济发展的内在要求	(63)
3.3.2 证券市场融资方式呈现迅速发展的态势	(66)
3.3.3 现代市场型融资制度的初步建立	(68)
4 中国融资制度现状对经济持续发展的制约	(71)
4.1 金融资源配置和融资制度绩效	(72)
4.1.1 融资格局与经济增长格局:一种非相称性分析	(72)
4.1.2 金融资源配置效率:融资制度绩效分析	(75)
4.2 经济体制转轨过程中的融资规模收缩	(81)

4.2.1 银行信贷融资:1996—2000 年融资规模的缩减	(81)
4.2.2 证券市场融资:比重过小不能弥补融资缺口 ...	(86)
4.2.3 政府扩张性财政融资:存在的必要性	(87)
4.3 融资制度内在缺陷对经济持续发展的阻滞	(90)
4.3.1 融资制度内在缺陷Ⅰ:结构性缺陷	(90)
4.3.2 融资制度内在缺陷Ⅱ:体制性缺陷	(99)
4.3.3 融资制度内在缺陷Ⅲ:功能性缺陷	(103)
4.4 融资制度内在缺陷的生成:基于寻租理论的一种解析	(108)
5 融资制度创新对经济发展的效应分析	(114)
5.1 融资制度创新效应Ⅰ:经济增长效应	(114)
5.1.1 融资制度:经济增长中的一种金融制度安排	(114)
5.1.2 融资制度在经济增长中的作用:东亚例证	(118)
5.1.3 融资制度创新对中国经济增长的推动效应 ...	(124)
5.2 融资制度创新效应Ⅱ:经济结构优化效应	(132)
5.2.1 经济结构调整:从融资制度的视角分析	(132)
5.2.2 融资制度创新作用于经济结构的内在机制 ...	(136)
5.2.3 融资制度创新对经济结构调整的效应分析 ...	(139)
6 融资制度创新对国有企业治理结构的优化效应	(148)
6.1 融资结构与公司治理:一个契约理论的研究	(149)
6.1.1 企业契约理论与公司融资结构	(149)
6.1.2 融资结构选择与治理结构形成的内在机理 ...	(154)
6.2 企业治理内在缺失:一种融资结构症结的体制性解释	(160)
6.2.1 国有企业资本结构的严重畸形	(160)
6.2.2 国有企业现代公司治理内在缺失的体制症结	(160)

.....	(164)
6.3 提高企业治理绩效的视角:融资结构优化	(169)
6.3.1 企业融资结构与公司治理结构的效率	(169)
6.3.2 融资结构优化对企业治理结构绩效的改进效应	(173)
7 中国融资制度创新的模式选择	(182)
7.1 融资制度模式:一个国际比较的分析框架	(182)
7.1.1 两种融资制度的形成机制分析	(183)
7.1.2 两种融资制度的经济绩效分析	(189)
7.1.3 融资制度的发展趋势:融合化	(196)
7.2 政府推进和市场增进的制度创新模型	(197)
7.2.1 融资制度创新的主导力量:市场还是政府	(198)
7.2.2 政府推动与市场增进的互动模型	(200)
7.3 中国融资制度创新的“三化”原则	(204)
7.3.1 市场化原则	(204)
7.3.2 效率化原则	(206)
7.3.3 经济协调化原则	(207)
7.4 中国融资制度创新的模式选择	(209)
7.4.1 现代市场型融资制度:融资制度创新的目标模式	(209)
7.4.2 经济转轨时期融资制度创新的过渡模式	(214)
8 中国融资制度创新的路径选择	(218)
8.1 深化金融体制改革,促进中国金融发展	(218)
8.2 深化产权改革,建立融资制度创新的微观基础	(224)
8.3 推进金融组织创新,构造有序竞争型金融体系	(228)
8.4 实施金融控制,化解融资制度创新风险	(236)
参考文献	(246)
后记	(255)

1 融资制度范畴的确立

融资与融资制度是经济理论中的两个重要经济范畴,也是本书的基本范畴。本书的研究对象是融资制度,在研究过程中首要问题是对融资、筹资、投资以及融资方式、融资机制、融资体制和融资制度等有关概念作以科学界定,并对这些概念的内涵进行辨析,比较基本范畴之间的内在联系以及区分它们之间的不同,是研究的必要前提。在此基础上,确立了社会主义市场经济条件下融资制度范畴。这一基本范畴的确立,对于有效动员社会资本、提高资本配置效率,促进中国经济持续性发展具有重要意义。

1.1 融资及相关范畴的界定

1.1.1 融资、筹资与投资

(一)融资

目前,国内外学术界对融资内涵的划分,大致可以分为三类:一是将融资定义为企业融资,“是指企业从自身生产经营现状及资金运用情况出发”,“通过一定的渠道,采取一定的方式,利用内部积累或向企业的投资者和债权人筹集资金,组织资金的供应,保证

企业生产经营需要的一种经济行为。”^① 这一融资概念的界定,实质是等同于公司金融(corporation finance)的范畴,重点研究企业资金的筹集和运用,这无疑将融资范畴片面化;二是将融资定义为经济主体筹集资金的过程,“融资是指为支付超过现金的购货款而采取的货币交易手段或为取得资产而集资所采取的货币手段。”^② 这一定义把融资问题仅仅局限于发生在企业或个人之间的微观经济行为,这种观点认为融资是经济主体从外部筹集资金,这不但将内源融资排除在融资范畴之外,而且将政府部门的财政融资排斥在融资范畴之外,这显然是将融资范畴窄化;三是“融资是通过信用交换形式吸收资金、集中资金和分配使用资金的经济活动,是资金市场的主要内容。”^③ 这一定义重点强调资金的集中与使用过程,而将融资效率的内涵舍弃。

可见,以上三种概念对融资范畴的界定都存在一定偏差,或将融资范畴窄化,或融资内涵上的不完全。本书所应用的融资范畴,是对以上融资概念界定加以发展,将融资定义为经济主体部门通过一定的方式与机制,有效地动员资金并分配资金,完成国民储蓄向社会投资转化的过程。为阐释本书的融资范畴,在此集中说明两点:

一是在划分口径上,本书所研究的融资范畴,基本等同于第三种界定划分,即以信用制度为基础的资金融通行为。现代商品经济的信用属性,使经济活动的起点表现为资本的预付,经济运行表现为预付资本的运动与增值。这种预付资本,可以通过内部积累方式来完成,也可以在信用制度的基础上利用借贷资本与社会资

① 方晓霞:《中国企业融资:制度变迁与行为分析》,8页,北京,北京大学出版社,1999。

② 《新帕尔格雷夫经济学大辞典》第二卷,360页,北京,经济科学出版社,1996。

③ 马洪主编:《什么是社会主义市场经济》,84页,北京,中国发展出版社,1993。

本完成资本预付过程,即由资金亏绌部门向资金盈余部门进行资金融通。可见,商品经济条件下融资来源既包括外部资金,也包括内部资金;融资过程既包括不同资金持有者之间的资金融通,也包括某一经济主体通过内部积累方式进行资金融通;融资行为既包括微观经济主体内部积累基础上的内源融资行为,也包括国家信用基础上的财政融资行为。由此可见,本书对融资问题的研究口径是在一个广义范畴中进行的。

二是在融资内涵上,完整意义上的融资范畴应该包括资金动员能力和利用效率两重涵义。上述三种对融资的定义,都没有涉及融资效率问题。其实,融资效率是融资过程的重要内涵。在商品经济条件下,融资不再以单个经济主体的财产状况和资金积累为前提,它是通过调剂不同部门之间的资金余缺,为企业正常生产运转和国家经济发展提供资本支持。在这一过程中,改变资本在不同产业部门间的使用状况,并引导其他生产要素在不同部门之间有序流动。可见,融资过程的实质是经济资源的优化配置过程。正是基于对融资范畴的这种理解,本书将融资内在功能界定为两部分,即资金的有效动员能力与金融资源的高效利用效率。资金的有效动员能力是指以最低的成本为资金需求者提供金融资源的能力;金融资源的高效利用效率是指将稀缺的资本分配给最优化生产性使用的投资者,这相当于托宾提出的功能效率。^①

(二)筹资

与融资相近的一个概念是筹资。所谓筹资,简单地说就是资金的筹集,“是将国民收入中不用于现期消费的部分投置于经济建设领域以满足国民经济发展的资金需求的过程。”^②

① [美]詹姆斯·托宾:《通向繁荣的政策——凯恩斯主义论文集》,中文版,358~359页,北京,经济科学出版社,1997。

② 金碚:《经济发展与宏观筹资》,34页,北京,中国人民大学出版社,1991。

从筹资的资金来源看,既包括投资主体内部筹集资金,也包括投资主体从外部筹集资金。可见,筹资在宽窄口径上基本等同于融资,表现为内源融资和外源融资的集合。但是,筹资与融资的内涵并非完全等同。相对筹资而言,融资是一个更为严格的概念,融资不仅包括资金的有效筹集,而且更重要的一点是融资内涵还包括资金的使用效率,即金融资源的配置效率。而筹资的概念,只注重融资的第一层含义,即资金的动员与筹集;并不包括第二层含义,即资金的利用效率。

由于本书研究的主题是融资制度,这不仅涉及资金的筹集问题,更重要的是包括资金的配置效率问题。因此,本书一般不使用筹资这一概念。

(三)投资

投资是与储蓄相对应的一个概念。储蓄是投资资金的来源和前提,投资则是储蓄资金的运用。只有国民储蓄有效转化为社会投资,才能形成资本积累,增加社会财富产出。作为一种经济活动,这里的储蓄是指国民收入中未用于当前消费的部分,而不是狭义的居民储蓄存款。同样,这里的投资不是指金融证券投资,而是指国民储蓄转化为生产资本,是当期国民收入中未被消费而用于投资品支出。“这里讲的‘投资’主要是指固定资产投资。通常指经济主体(国家、企业、个人)垫支货币或物资以获取营利性或服务性固定资产的经济活动过程”^①,“投资意味着耐用品的生产……只有当物质资本生产发生时,经济学家才称为投资”。^②

与投资内涵十分相近的一个概念是资本形成。在西方经济学中,投资等同于资本形成,“投资就是资本形成——购置或创造用

① 田江海、张昌彩:《投资体制改革的突破》,2页,南京,江苏人民出版社,1998。

② [美]萨缪尔森、诺德豪斯:《经济学》第14版,中文版,778页,北京,首都经济贸易大学出版社,1996。

于生产的资源。”^①“投资(或资本形成)是由一国建筑、设备和存货存量的增加部分构成的。”^②这一观点无疑是强调资本形成是储蓄向投资转化的结果。在国内学术界,有学者认为资本形成是储蓄向投资转化的过程与结果,即“资本形成是指一个经济社会中,在储蓄供给与投资需求相互作用下,储蓄转化为投资,投资形成一定的资本形式、产生一定生产能力的过程和结果。”^③有学者认为,资本形成是“现实资本的形成问题,核心问题是国民储蓄向投资转化的过程和机制。”^④有学者认为,资本形成就是“国民收入向资本的转化”,“在社会主义市场经济条件下,必然只有两种形式:一种是以股票、债券、投资基金等为载体实现储蓄向投资转化的资本形成方式;另一种是以银行信贷为载体,通过银行存款和银行风险信贷的形式实现储蓄向投资转化的资本形成方式”。^⑤在此,我则认为资本形成并不简单等同于投资,而应该更重要地强调储蓄向投资的转化,即由国民储蓄转化为生产资本的过程,这一过程本身就是融资内涵的实质内容。

1.1.2 融资机制与融资方式

经济主体在投资之前,必须通过一定过程从资金盈余部门筹措投资资金。企业筹措投资资金的渠道,主要是企业内部自我积累、银行信贷和发行证券;而政府则通过税收、发行国债等方式筹

① 《新帕尔格雷夫经济学大辞典》第二卷,1053页,北京,经济科学出版社,1996。

② [美]萨缪尔森、诺德豪斯:《经济学》第12版,中文版,182页,北京,中国发展出版社,1992。

③ 魏坝:载沈天鹰著《资本形成的货币金融维度》,序言第4页,天津,南开大学出版社,2000。

④ 杨思群:《资本积累与资本形成》,6页,北京,社会科学文献出版社,1998。

⑤ 许崇正:《中国资本形成和资本市场发展论》,42~44页,北京,经济科学出版社,1999。