

Analysis on the Evolution of
Chinese Financial Structure

中国融资结构的 演变分析

谷秀娟 沈其云 著



经济管理出版社
ECONOMY & MANAGEMENT PUBLISHING HOUSE

Analysis on the Evolution of
Chinese Financial Structure

中国融资结构的 演变分析

谷秀娟 沈其云 著



经济管理出版社
ECONOMY & MANAGEMENT PUBLISHING HOUSE

图书在版编目(CIP)数据

中国融资结构的演变分析/谷秀娟,沈其云著.
—北京:经济管理出版社,2006

ISBN 7—80207—687—0

I. 中... II. 谷... III. 融资—研究—中国
IV. F832.48

中国版本图书馆 CIP 数据核字(2006)第 112441 号

出版发行:经济管理出版社

北京市海淀区北蜂窝 8 号中雅大厦 11 层

电话:(010)51915602 邮编:100038

印刷:北京银祥印刷厂

经销:新华书店

责任编辑:常亚波 骆 珊

技术编辑:蒋 方

责任校对:全志云

880mm×1230mm/32

8.5 印张

209 千字

2006 年 9 月第 1 版

2006 年 9 月第 1 次印刷

印数:1—3000 册

定价:22.00 元

书号:ISBN 7—80207—687—0/F·562

· 版权所有 翻印必究 ·

凡购本社图书,如有印装错误,由本社读者服务部

负责调换。联系地址:北京阜外月坛北小街 2 号

电话:(010)68022974

邮编:100836

作者简介

谷秀娟，女，教授，博士，1968年出生。1989年在中国人民大学计划统计学院获经济学学士学位，1990年在中美经济培训中心学习，1992年在中国人民大学财政金融学院获经济学硕士学位，1999-2000年作为访问学者参加教育部和北京市政府合作“跨世纪人才项目”赴英国威尔士大学卡迪夫商学院交流一年，2000年在中国人民大学财政金融学院获经济学博士学位。先后在北京市人民政府世界银行住房项目办公室、北京市住房资金管理中心、北京市证券监督管理委员会、中国证券监督管理委员会北京监管局工作，历任副处长、处长。曾任北京市青年联合会委员，北京市金融学会理事。曾在全国性学术期刊发表论文数十篇，参加《首都经济》（任课题报告组副组长）、《国家公务员金融读本》、《证券市场的介入、规范及创新》、《证券市场和投资银行英语教程》（任副主编）、《上市公司、证券公司、期货公司行为指引》的撰写工作。2000年起任中国财政金融政策研究中心（FRC）金融与证券研究所研究员。2004年被评为河南省教育厅创新人才培养对象。2004年作为河南省发改委特聘专家参与河南省区域金融中心规划，研究区域产权交易中心设立问题、发展企业债券市场问题等。

沈其云，男，博士，1965年出生，江苏高邮人。2005年7月在中国人民大学财政金融学院获经济学博士学位。曾就职于广东省农业银行商业信贷处从事商业信贷管理业务、海南省工商银行信托投资公司从事投资银行业务、海南证大资产管理公司（富岛基金）从事基金管理业务、南方证券公司深圳管理总部从事经纪和投资管理业务。现供职于吉林泛亚信托投资有限责任公司北京代表处从事信托业务。曾在全国性学术刊物发表论文并参与多个省部级科研项目。

书籍设计 吴 玮

classic design

classic-design@163.com

目 录

导言	(1)
第一章 融资结构研究的理论回顾	(10)
第一节 金融结构研究发展的结构视角	(10)
第二节 金融结构研究发展的功能视角	(17)
第三节 默顿和博迪的功能视角	(20)
第四节 本文的研究对象——融资结构的内涵和 外延	(23)
第二章 不同融资结构的功能分析	(27)
第一节 不同融资结构的风险管理	(27)
第二节 不同融资结构的信息处理	(33)
第三节 不同融资结构的监控、治理机制	(41)
第三章 中国现有融资结构的特征分析	(49)
第一节 金融体系的多元化已初步成型	(49)
第二节 融资工具的多元化和纵向分层化 不很顺利	(50)
第三节 中国证券市场的分层结构没有展开， 市场分割严重	(60)
第四章 中国居民储蓄行为和企业融资行为研究	(62)
第一节 中国融资结构变迁中居民储蓄行为研究	(62)
第二节 中国融资结构变迁中企业融资行为研究	(80)
第五章 银行存款和股票投资的风险—收益对称性分析	(93)
第一节 银行存款的风险—收益对称性研究	(93)

第二节	中国股票市场的风险—收益对称性研究	(106)
第六章	中国股票市场的制度性风险、成因及表现形式	(114)
第一节	中国股票市场系统性风险、非系统性风险和制度性风险	(114)
第二节	中国股票市场的制度性风险的形成机制	(116)
第三节	中国股票市场的制度性风险的表现形式	(121)
第四节	制度性风险的结果:可投资与投机程度都在显著下降	(131)
第七章	中国融资结构演变的金融生态环境	(133)
第一节	文化、习俗与中国融资结构的演变	(134)
第二节	风险意识与中国融资结构的演变	(136)
第三节	信用环境与中国融资结构的演变	(138)
第四节	产业结构与中国融资结构的演变	(144)
第五节	法律制度环境、投资者保护与中国融资结构的演变	(146)
第八章	中国融资结构演变的非适应性效率和路径依赖	(154)
第一节	制度变迁的一般原理	(154)
第二节	制度变迁的适应性效率观点	(155)
第三节	融资结构演变的适应性效率的表现形式	(157)
第四节	中国融资结构的非适应性效率分析	(161)
第九章	中国效率型融资结构演变的路径选择:直接融资和间接融资的竞争与融合	(170)
第一节	融资结构演变的指导思想、动力和效率标准	(170)
第二节	不同融资结构与经济增长之间的关系	(177)
第三节	中国学者的实证研究	(182)
第四节	直接融资与间接融资的“最优”制度安排边界	(184)

第五节	不同融资结构都有存在的理由·····	(191)
第十章	中国效率型融资结构演变的路径选择:不同 融资工具的竞争与发展·····	(194)
第一节	构建竞争性的银行体系——兼议国有银行 不良资产的成因·····	(194)
第二节	中国股票市场的对策选择·····	(210)
第三节	中国企业债券市场的构建·····	(216)
第四节	中国可转换债券市场的发展·····	(232)
参考文献	·····	(250)
后记	·····	(263)

导 言

一、本书的研究背景

在计划经济体制下，由于政府对国民收入统收统支，企业部门的投资由政府预算统一拨款（亦即资源配置外在于企业），政府预算安排奉行的是平衡或略有节余的原则；而居民部门也由于积累率很高，解决温饱尚有不足，不能提供更多储蓄。在改革初期的 1978 年，居民储蓄只占 GDP 的 5.8%。这对于一个经济基础十分薄弱，外部经济环境又不太宽松的发展中人口大国而言，统收统支的制度安排具有客观必要性和必然性。但这也决定了在这种制度下，由于没有太多的金融资源需要通过金融机构甚至市场来配置，储蓄向投资的转化需要金融运行的空间也不大。

改革开放以来，随着市场化的经济体制改革的不断深入和完善，国民收入的分配开始向个人倾斜，分配流程中出现了盈余部门和赤字部门。

一般而言，居民部门作为一个部门，其金融资产与负债相抵后，一般为净资产，是净储蓄部门、盈余部门，是国民经济中主要的资金提供部门。当然，就居民部门中每个个人而言，也可能出现净金融负债的情况。2004 年末，居民储蓄占 GDP 比重接近 90%，2005 年末，居民储蓄存款余额突破 14 万亿元，是最大的资金供给部门。

企业部门中有持有净金融资产的企业，但就企业部门整体而言，其金融资产与负债相抵后一般表现为净负债，它是一个净投资部门，是最大的资金需求部门，是国民经济中运用金融资金的

主要部门。

政府部门包括中央政府、各级地方政府等，其金融资产和负债相抵后盈亏状况则取决于财政收支情况。1978年，中国政府储蓄达到614亿元，此后尽管财政收入逐年增长，政府储蓄却呈现下降趋势。1979至1996年，有11年实际政府储蓄下降。1990年，实际政府储蓄为169.82亿元，此后实际政府储蓄始终为负数。1978年政府储蓄率为17.8%，1991年为-0.3%，1994年进一步下降为-2.3%。20世纪70至80年代，政府储蓄曾经对经济建设发挥过重要作用；80年代中期之后这种作用逐渐减弱；90年代政府已成为国民储蓄的净使用者。一方面，政府部门预算安排不同年份或有赤字或有节余，相对规模也不大；另一方面，其弥补赤字的资金最终来源于税收，我们这里将其当做资金平衡部门来看待。

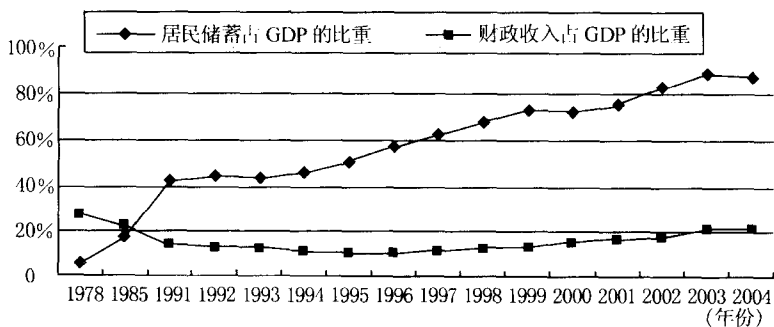


图1 居民储蓄、财政收入占GDP的比重的变化情况

注：国内生产总值是以当年价格计算的。

资料来源：《中国金融年鉴》（2003年），第460、628、639页；2003年、2004年的数据来源于国家统计局网站。

这样，储蓄与投资分离的格局已经基本形成，出现了不同的

储蓄与投资主体，并且储蓄向投资的转化过程也由财政主导型向金融主导型转化。一方面，储蓄与投资分离为两个相互独立的过程；另一方面，储蓄和投资又能在新的意义上重新组合起来，亦即“储蓄和投资通常是由不同的人进行的，而由金融媒介联系起来”（金德尔伯格、赫里克，1986）。^①

基于这一特定的历史背景，从理论研究和实践的需要出发，本书选择了“中国融资结构的演变”作为研究主题。

二、本书的理论意义和现实意义

伴随着中国始于1978年的以“放权让利”为主体的经济体制改革，计划经济体制下的收入、储蓄、投资合一的政府主导型的融资结构有所改变，但也只有间接融资而无直接融资，也根本谈不上债券市场和股票市场，甚至可以说是谈“市场”、论“资本”色变。1981年中央政府开始发行国债，出现了国债一级市场，但规模不大，处于政府的完全控制之中。国债二级市场的流通和交易也只是在黑市中进行。20世纪80年代中后期，在市场体系逐步形成和横向经济联系迅速发展的形势下，银行存款迅速滑坡，同时，银行违章拆借、“乱集资”和“资金体外循环”等问题十分严重，人们认识到只靠银行作为中介的间接融资已经不适应经济发展的需要。学术界也展开了要不要直接融资，要不要建立证券市场的讨论。1987年刘鸿儒等在《经济研究》发表《开拓中的中国资金市场》一文，指出社会主义资金市场是社会主义市场体系的重要组成部分，“发展有计划的商品经济，需要建立一个完整的社会主义市场体系……必须相应地开拓和建立社会主义的资金市场……在完善银行这一主要融资渠道的同时开辟其他融资渠道……逐步形成一个通过金融机构作为中介的间接融

^① 金德尔伯格、赫里克：《经济发展》，上海译文出版社，1986年，第105页。

资活动和企业、个人之间的直接融资活动相结合的融资体制”。^①直接融资和间接融资之间的关系问题开始进入人们的视野。

20 世纪 90 年代初,中国上海、深圳两家交易所相继成立,直接融资尤其是股票融资有了一定的突破。不过在开始阶段,对股票市场还怀着恐惧感且认识也略显不足,不仅股票发行量小、面窄、很不规范,而且许多发行人称作股票的融资工具甚至规定保底收益和偿还期限。股票市场试验田姓“资”姓“社”的问题,也成为国内理论界讨论的主要问题。学术界就要不要建立股票市场、如何建立股票市场、股票市场的地位和作用等问题展开了讨论。由于股份制产生于资本主义社会,当年的主流理论认为股份制是资本主义所特有的,甚至将股份制直接与资本主义画等号。为此,尽管探讨和争论多年,股份制姓“资”还是姓“社”问题始终困扰着中国改革实践和理论研究的深入。直到 1992 年,邓小平指出:“要害不是姓‘资’、姓‘社’的问题,证券、股市,这些东西究竟好不好,有没有危险,是不是资本主义独有的东西,社会主义能不能用?允许看,但要坚决地试。”至此,股份制姓“资”、姓“社”问题的理论争论画上了一个句号,股票、企业债券等融资工具有了长足的发展。到 1998 年党的“十五大”,股票市场“试验田”的帽子也得以摘掉。尽管如此,我国仍然一再强调“间接融资为主,直接融资为辅”,姗姗来迟的观念转变,则是进入 21 世纪之后才明朗化。^②

可以作为佐证的是,中国政府决策层和证券管理层,以及反映他们观点的主流媒体对股票市场的态度以 1999 年为“分水岭”:之前是怕上涨,之后是怕下跌。1996 年 12 月 15 日《人民日报》的特约评论员文章《正确认识当前股票市场》,从国际比

① 刘鸿儒、张志平:《开拓中的中国资金市场》,《经济研究》,1987 年第 1 期。

② 黄达主编:《金融学》,中国人民大学出版社,2003 年,第 81 页。

较的市盈率和换手率角度分析，明确指出中国股票市场存在严重的泡沫，严厉批评了当时股市的炒作热潮，并推出涨、跌停板制度。这反映了当时的管理层认为股票市场是虚拟经济的组成部分，过度投机已经严重影响了实体经济的发展。面临经济增长、国企脱困和东南亚金融危机的压力，1999年6月15日《人民日报》再次发表特约评论员文章《坚定信心，规范发展》，提出完全相反的、认为股票指数的上涨是恢复性上涨的看法，这说明决策思想的完全转变。

此间，在所谓发展与规范孰先孰后、孰轻孰重的理论争论及实践操作中，管理层既竭力稳定市场，又不愿意轻易放弃自己既定的政策目标——为国有企业和国民经济发展筹集资金，反映了他们对股市价值定位和取向问题，并没有一套完整的指导思想。直到2001年全国九届人大四次会议通过《国民经济和社会发展第十个五年计划纲要》，提出“疏通储蓄转化为投资的渠道，积极稳妥地发展多种融资方式”，“规范和发展证券市场，逐步提高直接融资比重”，“加快发展企业债券市场”，股票市场的融资功能开始受到重视。

此后，中央和地方政府有关部门都开始以极大的热情发展直接融资，为更多的股票发行营造有利的氛围：2004年2月，《国务院关于推进资本市场改革开放和稳定发展的若干意见》（简称“国九条”）称“大力发展资本市场是一项重要的战略任务……有利于提高直接融资比例，完善金融市场结构，提高金融市场效率，维护金融安全”；中国人民银行将改善融资结构、提高直接融资比例当做未来一段时期的工作重点；国资委拟加快央企改制上市的进程，并创造条件让国有企业整体上市；上交所力争大企业上市和红筹企业“回归”；深交所渴望在中小企业板推出后用一年多时间将上市企业发展到300家以弥补多年没有新股上市的损失；证监会则忙着尽力完善新股发行制度，为新股的顺利发行扫清障

碍，等等。

至此，直接融资的地位已上升到一个无以复加的高度：提高直接融资的比例是金融改革的突破口；发展股票市场是有效化解金融体系隐含风险的一个政策选择；即使是有关间接融资及银行系统的改革，管理层也寄希望于股票市场。

时至今日，中国股票市场融资功能的发挥面临很大困难，如何提高直接融资的比例、能否依靠股票市场防范和化解金融体系的风险已成为一个现实问题。短短几年时间内，人们对股票市场的认识为什么会有这么大的转变，而且各级管理部门又都取得如此一致的共识呢？理论上，直接融资包括股票融资和债券融资，但由于中国的企业债券市场规模相对萎缩且债券发行控制严于股票发行，因而无论是实际操作还是理论宣传都把直接融资与股票融资相提并论。就连有关决策部门都误认为股票市场仿佛就是“灵丹妙药”，有了股票市场可以避免风险集中于国有银行；有了股票市场，大中型国有企业就可以建立现代企业制度；有了股票市场，就可以解决上市公司的自生能力；有了股票市场，就可以确保国有资产的保值增值；有了股票市场，四大国有银行就可以打造成世界一流的商业银行，等等。然而，决策层强调的这些“功能”，既使得股票市场变得“神圣”化，又将社会公众的注意力吸引到维护名义上的公平与程序上的合理上，隐藏了股票市场对这些潜在的上市公司和已上市公司的巨大资金供给作用，忽视了股票市场发展的内在要求，即上市公司应创造财富、回报投资者以及股票市场在促使社会资源向经营效率高、具有竞争优势的经济主体集中这些基本功能。

综上所述，中国融资结构的演变同经济体制的转型是一致的。它的逻辑起点是传统计划经济体制下的国家主导型融资模式，随着世界经济的一体化和中国市场经济的发展，目标是建立市场经济体制下的金融资金运行机制，以充分发挥资金由储蓄者

向投资者转化的功能。但是，中国现行的融资结构是一种由中央计划经济向市场经济转型过程中由政府设计而非市场发展自发形成的特殊的融资结构，其特殊性表现在：一方面，金融机构已多样化，金融中介结构、直接融资与间接融资结构、金融工具结构、债券与股票结构等正朝着市场化的融资结构方向变迁；另一方面，中央政府仍强有力地控制着整个金融体系，金融体系的架构及其配置金融资源的功能和方式仍需按政府的意志行事，而并不是主要依靠市场的力量。这种融资结构与西方发达国家的差距和差异，表面上表现为融资模式结构、金融机构结构、金融工具结构等融资结构层次上的差距，实质上在于完成金融资源配置的主导力量不同，在于要求金融体系所提供的金融功能上的差异。

随着经济和金融发展水平的提高，证券市场融资的相对规模、业务量和效率对比银行融资来说会有一个不断上升的过程。但这并不等于说证券市场会取代银行中介，或者说不断提高证券市场融资应成为一国的政策目标。因为近期计量经济研究的结论是，证券市场融资比例和经济发展不存在因果关系。^①

这种背景下，对中国居民的储蓄行为和企业的融资行为，储蓄向投资的转化形式、手段、途径和渠道、资源配置效率进行研究就有着丰富的理论意义和现实意义。通过研究，本书试图在理论上总结、反思和廓清一些认识误区，并回答：中国股票市场融资的快速发展是否符合中国现阶段的实际情况，功能发挥如何？股票市场发展的真正动力在哪里？银行融资是不是中国金融风险的主要原因？融资结构演变动力何在？符合中国国情的融资结构该如何形成？

^① 世界银行报告小组：《金融与增长——动荡条件下的政策选择》，经济科学出版社，2001年，第51页。

三、本书的研究对象和方法

本书的研究对象是企业外源融资中储蓄向投资转化过程中所涉及的融资方式和融资工具结构，它包括两种情况：一是指以证券市场融资为代表的直接融资和以银行中介融资为代表的间接融资的相对规模及其构成比例；二是指与此相关的金融工具的相对规模及其构成比例。

在写作过程中，笔者力求在马克思主义历史观的指导下，研究中国融资结构演变的路径，并强调中国融资结构变迁的历史性和时间性，中国经济、金融改革的渐进性、阶段性，尤其强调了政府的目标选择与改革过程的对应关系。

理论与实践相结合是马克思主义认识论的基本原则，在对理论问题和实践问题分别讨论的基础上使之紧密联系在一起，并使理论分析符合中国的客观实际，是本书最基本的研究方法。

本书从实际出发，尽量使用具有说服力的数字和统计分析刻画中国融资结构的现状和存在的问题，以论证中国经济转型时期融资结构演变的内在趋势，试图给出一个动态的融资结构变迁过程及融资效率提高的途径和方法；在论述如何构建符合中国国情的效率型融资结构对策时则更多地使用规范分析法。无论是定量分析，还是定性分析，对比分析都是常用的工具之一。以史为鉴，可以知兴替。他山之石，可以攻玉。这都说明了动态纵向对比和静态横向比较的作用。在分析研究中，横向比较主要是从转型时期中国的融资结构与市场经济发达的美国、日本、德国等国融资结构理论与现实的差距与差异中，抽象出融资结构演变的共性及不同国家的特殊性；纵向分析则是比较、研究中国经济不同发展阶段所具有的不同融资结构及相应功能，以达到历史发展与逻辑推理的统一。

与其他经济分析方法相比，制度分析方法最大的特点是将制度作为经济增长的主要“解释性”变量，研究一定制度安排下的

经济增长及效率变化。目前，中国处在由计划经济向市场经济过渡的伟大时代，它兼具转型国家、社会主义国家、发展中国家的特征，用制度分析方法研究转型时期中国融资结构的演变，亦即制度非均衡向制度均衡的演变具有极为充分的实践背景，有助于我们从文化、法律、经济制度甚至生态等更广阔的分析视角去把握直接融资与间接融资、股权融资与债权融资的相对规模、比例的形成及其作为一项制度安排的内在和深层次的制约因素，进而获得更符合中国国情的对策和建议。