



中外融资体系 与融资方式比较

赵永亮 季大伟 主编

上海三联书店

中外融资体系

与融资方式比较

赵永亮 季大伟 主编



上海三联书店

图书在版编目(CIP)数据

中外融资体系与融资方式比较/赵永亮,季大伟主编. —上海:上海三联书店,2016.3

ISBN 978-7-5426-5433-5

I. ①中… II. ①赵…②季… III. ①融资体系—对比研究—世界②融资方式—对比研究—世界 IV. ①F830

中国版本图书馆 CIP 数据核字(2015)第 311411 号

中外融资体系与融资方式比较

主 编 / 赵永亮 季大伟

责任编辑 / 姚望星

装帧设计 / 徐 徐

监 制 / 李 敏

责任校对 / 张大伟

出版发行 / 上海三联书店

(201199)中国上海市都市路 4855 号 2 座 10 楼

网 址 / www.sjpc1932.com

邮购电话 / 021-22895559

印 刷 / 上海惠敦印务科技有限公司

版 次 / 2016 年 3 月第 1 版

印 次 / 2016 年 3 月第 1 次印刷

开 本 / 890×1240 1/32

字 数 / 240 千字

印 张 / 8.75

书 号 / ISBN 978-7-5426-5433-5/F·732

定 价 / 36.00 元

敬启读者,如发现本书有印装质量问题,请与印刷厂联系 021-56475597

目 录

第一章 中外融资体系比较	1
第一节 融资方式与融资体系	1
一、融资方式	1
二、融资体系	2
第二节 中国的融资体系	8
一、证券市场发展状况	8
二、银行部门发展状况	14
三、银行表外业务及影子银行业务活动状况	14
第三节 中外融资体系比较	18
一、中国实体经济融资长期以间接融资为主	18
二、中国“银行主导型”的融资体系与德日具有不同的特点	21
三、中外直接融资比重近些年来整体呈上升趋势	22
参考文献	26
第二章 中外证券市场融资方式比较	30
第一节 证券市场融资方式概述	30
一、证券市场的概念与基本分类	30
二、证券市场的功能	32
三、国外证券市场融资方式的形成与发展	34

2 中外融资体系与融资方式比较

第二节 国外证券市场融资方式概述	37
一、证券市场的参与者	37
二、国外证券市场融资方式的交易对象	39
三、国外证券发行与上市制度	45
第三节 我国证券市场融资方式概述	48
一、我国证券市场融资方式的产生与发展	48
二、我国证券市场融资方式的交易对象	52
三、我国证券的发行方式	56
第四节 中外证券市场融资方式比较	58
一、中外证券交易市场发展历史比较	58
二、中外证券市场结构比较	59
三、中外证券市场监管制度比较	65
参考文献	69
第三章 中外商业银行融资方式比较	71
第一节 商业银行融资方式概述	71
一、商业银行的概念与起源	71
二、商业银行的特征与功能	74
三、商业银行经营模式	76
第二节 国外商业银行融资方式概述	79
一、国外商业银行表内业务	79
二、国外商业银行表外业务	86
三、国外商业银行中小企业融资典型案例	93
第三节 中国商业银行融资方式概述	95
一、中国商业银行融资方式的历史阶段	95
二、中国商业银行贷款业务	97
第四节 中外商业银行融资方式比较	102
一、中外商业银行表内业务比较	102

二、中外商业银行表外业务比较 105

三、我国商业银行在新形势下的挑战和机遇 107

参考文献 109

第四章 中外公共产品部门融资方式比较 111

第一节 公共产品理论概述 111

一、公共产品理论的历史回顾 111

二、公共产品的定义及特征 114

三、公共产品的分类 116

四、公共产品的供给主体 119

第二节 公共产品部门的融资方式 121

一、传统的地方政府融资方式 121

二、创新的地方政府融资方式 121

三、地方政府融资方式的区别 131

第三节 中外公共产品融资的典型案列 134

一、BOT 项目融资案列 134

二、BT 项目融资案列 134

三、PPP 模式案列 136

四、地方债融资案列 139

第四节 地方债融资的中外比较 140

一、日本模式 140

二、美国模式 141

三、中国模式 142

第五节 PPP 融资的中外比较 145

一、PPP 模式在各国发展概况 145

二、PPP 模式的国际先进经验 146

三、PPP 模式在我国的发展现状 152

四、国际成功 PPP 模式对我国的借鉴 154

参考文献	157
第五章 大型企业融资方式比较	159
第一节 大型企业融资方式	159
一、内源融资	159
二、银行贷款	160
三、股权融资	161
四、债券融资	162
五、定向增发再融资	163
六、项目融资	164
七、委托贷款	165
第二节 中外大型企业的融资方式——以大型建筑企业为例	166
一、国外大型建筑企业的融资方式	166
二、国内大型建筑企业的融资方式	171
第三节 我国国有大型企业的海外融资	177
一、国有大型企业海外融资原因	177
二、大型国有企业海外融资意义	178
三、大型国有企业的海外证券融资	179
第四节 完善我国大型企业融资方式的建议	182
一、加强银企战略合作,巩固银行信贷融资	182
二、形成多元化融资模式	184
三、拓宽融资渠道,积极尝试新型融资模式	187
四、加强企业内部管理,提升整体实力	189
五、适时调整融资策略	190
六、构建有效的分析评价制度,实现对融资策略有效评估	190
参考文献	191

第六章 中小企业融资方式比较	192
第一节 中小企业融资问题	192
一、中小企业的概念界定	193
二、发展中小企业的意义	196
三、中小企业融资需求的特点	199
四、中小企业融资难原因分析	201
第二节 国外中小企业融资方式	203
一、西方主要国家中小企业的融资方式	203
二、国外中小企业融资特点分析	211
三、国外政府对中小企业融资支持的实践	212
第三节 中国中小企业融资方式	215
一、中国中小企业融资现状	215
二、制约中国中小企业融资的成因分析	217
三、国外中小企业融资对中国的启示	220
参考文献	223
第七章 新型融资方式比较	225
第一节 P2P 网络借贷模式	225
一、P2P 网络借贷模式概述	225
二、P2P 模式的操作流程	226
三、国内外 P2P 模式的发展情况	227
四、P2P 模式与传统融资方式的比较	233
第二节 众筹模式	235
一、众筹筹资模式概述	235
二、众筹模式的操作流程	236
三、众筹模式	237
四、国内外众筹模式发展情况	238
四、众筹模式与传统融资模式的比较	240

6 中外融资体系与融资方式比较

第三节 资产证券化融资模式	241
一、资产证券化融资模式概述	241
二、资产证券化融资模式的操作流程	241
三、国内外资产证券化融资模式发展情况	245
四、资产证券化融资与传统融资方式的比较	248
第四节 供应链融资模式	249
一、供应链融资概述	249
二、供应链融资的操作流程	250
三、国内外供应链融资发展情况	253
四、供应链融资与传统融资模式的比较	256
第五节 私募股权融资方式	258
一、私募股权融资概述	258
二、私募股权融资的操作流程	258
三、国内外私募股权融资发展情况	259
四、私募股权融资与传统融资方式的比较	262
第六节 知识产权质押融资	263
一、知识产权质押融资概述	263
二、知识产权质押的操作流程	264
三、国内外知识产权质押融资的发展状况	265
四、知识产权质押融资与传统融资方式的比较	268
参考文献	269

第一章 中外融资体系比较

第一节 融资方式与融资体系

一、融资方式

融资方式通常可以分为直接融资方式和间接融资方式。“直接融资”是指资金供给者与需求者相互之间直接协商进行的资金融通活动,或者在金融市场上由资金供给者购买资金需求者发行的有价证券进行资金融通的活动。“间接融资”是指资金供给者通过存款等形式将闲置的资金提供给银行,再由银行贷款给资金需求者的资金融通活动。

对于资金需求者而言,直接融资与间接融资具有不同的特点。银行贷款是间接融资的主要方式,其优点在于程序比较简单,融资成本相对节约,灵活性强,只要企业效益良好,融资较容易;缺点是一般要提供抵押或者担保,筹资数额有限,还款付息压力大,财务风险较高。直接融资方式主要包括公司债券融资、股票融资等方式。债券在本质上也是债权债务关系,其与贷款的主要区别在于债券属于直接融资,无须通过银行,由投资者直接购买,并且债券可以公开交易。而贷款除非证券化,否则是不进行公开交易的。相对于股权融资,债券融资的成本较低,可以发挥财务杠杆的作用,同时可以保持公司的

控制权。但发行债券与银行贷款有着类似的缺点,即财务风险较高、限制条款多,且融资规模有限。股权融资所筹集的资金属于公司资本,不需要偿还,也不必负担固定的利息费用,从而大大降低公司的财务风险。股权融资由于预期收益较高,易于转让,因而容易吸收社会资本。但股权融资也存在着不可避免的缺点,如股票发行条件高、发行周期长,发行费用高、容易分散公司控制权等等。

对于资金供给者而言,直接融资与间接融资的风险不相同。直接融资方式由于资金供求双方信息不对称,尤其是一些小额投资者,没有能力监督资金如何被使用,如果资本市场缺乏相应的保证机制,投资人将面临较大风险,一旦发行股票或债券的企业经营不善,或者发生较大的系统性风险,投资人将面临直接损失。而在间接融资方式中,银行会对资金的使用进行专业的监督,当企业发生违约行为无法偿还贷款时,一般来说,银行会直接承担损失,储户不会遭受损失。除此之外,许多国家还建立了存款保险制度,银行破产的风险主要由存款保险机构承担,存款人所面临的风险被大大降低。总的来说,间接融资的风险要远远小于直接融资的风险,这一点在金融市场发生动荡时表现得尤为明显。

二、融资体系

研究融资方式不能脱离融资体系这一宏观背景。融资体系是一个国家或一个经济体金融体系的重要组成部分,是金融体系为家庭、企业和政府部门提供融资功能的构成系统,包括提供融资的机构体系、市场体系。融资体系制约着企业、家庭和政府部门的融资规模、融资结构与融资方式。

对融资体系的系统性研究可以追溯到戈德·史密斯的金融发展理论,此后银行主导型融资体系(以间接融资为主的融资体系)和市场主导型融资体系(以直接融资为主的融资体系)成为最具影响力的融资体系划分。

(一) 银行主导型融资体系

德日在传统上是银行主导型融资体系的典型代表。德日实行主办银行制度(或往来银行制度)为导向的公司治理结构,主办银行既是企业的主要持股人,又是主要贷款人或贷款银行的组织者,企业经营受到银行的监督。

德国实行混业经营制度,银行可受理金融行业几乎所有的业务,包括吸收存款和发放贷款、进行各类金融工具的交易、承销证券和股票经纪业务、投资管理和保险业务等业务。德国银行通过参股、控股企业,形成以银行为核心的实力雄厚的金融集团。德国混业经营的模式使银行与企业建立了紧密的合作关系,企业发生的各类金融业务都离不开银行的支持,特别是往来银行的支持。企业申请贷款,担保银行往往不为全部贷款提供担保,往来银行常常承担部分担保责任。德国社会主义市场经济模式也加强了银行的主导地位。德国联邦政府对企业提供多种扶持政策,大量的扶持资助资金需要通过往来银行来执行,往来银行负责调查企业的资质和信用,这使得企业与银行的关系结合得更为紧密。

同为银行主导型金融体系,日本的情况又存在一些差异。德国的银行发源于私人部门,而日本的银行则更多地表现为政府推动、干预的产物。日本明治维新后的三次大的银行恐慌导致政府直接进入银行领域,干预银行的运行。尽管早期的日本金融市场为产业融资发挥了比银行更大的作用,但此后二战推动了日本银行业的高速发展。战争导致了政府对企业发行股票的限制,在弱化资本市场融资作用的同时,日本政府通过日本银行强制性地指定一些银行对军需用品公司提供金融支持,这样的政治金融经过演变后,就成为我们现在所观察到的日本主办银行制度。战后,日本巨额投资增长远远超过企业自有资金的增长速度,证券市场的不发达不利于企业通过股票和债券进行外部融资,企业融资只有依靠银行融资来弥补。在战后经济高速发展时期,日本政府长期人为地推行低利率政策,大多数

利率由政府直接或间接控制,长期低利率政策及银行融资为主导的融资体制促使企业更加依赖银行融资。

(二) 市场主导型的融资体系

英美是典型的市场主导型的融资体系。英美是“自由主义的市场经济”国家,资本市场十分发达,企业行为完全是市场行为。英美资本市场融资结构是在市场机制下形成的,具有较高的透明度和约束力,投资者不直接参与公司治理,而是借助于资本市场机制间接控制产业资本。英美企业发行债券手续较为简便,融资成本低,而又能保持原有的控制权。

美国企业融资结构的特点是由美国的金融体制所决定的。美国有发达的证券市场,公司能够很方便地通过股票市场为扩张业务大量融通资金。尽管美国商业银行众多,但 1933 年通过的格拉斯-斯蒂格尔法案(Glass-Steagall Act)规定,投资银行和商业银行必须分立,商业银行被禁止从事股票业务,不得在企业中持股,并只能经营短期贷款,不能经营 7 年以上的长期贷款。格拉斯-斯蒂格尔法案对银行业分业经营的限制持续了长达 66 年,该法案客观上限制了企业与银行建立紧密联系,迫使企业通过发达的证券市场融资。

英国的融资体系也是市场主导型融资体系。伦敦是最早的国际金融中心。自“金融大爆炸”改革以来,英国金融资产总量迅速膨胀,增速高于 GDP 增速。英国股票市场上市公司很多,是 IPO 筹资的主要渠道。英国的债券市场对外开放程度很高,本国债券市场后来逐步被监管较宽松的伦敦欧洲债券市场所取代。此外英国还有很活跃的金融期权和期货市场。与美国不同,英国金融市场金融工具发展得更为平衡,股票资产和其他权益在总资产中所占的比例与贷款基本持平,反映了银行在英国融资体系仍然起着重要作用,融资结构相对美国更趋于平衡。

(三) 两种融资体系的比较

融资体系对经济增长发挥着重要作用,在融资过程中,银行、证

券公司、证券评级机构如果能够对企业的信息进行有效的甄别,挑选出具有发展前景的企业,通过间接融资方式或者直接融资方式予以支持,将会推动资源的优化配置。如果企业的公司治理结构在融资活动中也能得到完善,公司的经营活动将会得到合理监督,将更有利于经济的长期发展。

从金融发展理论看,银行主导和市场主导这两种体系并无绝对优劣之分,关键看当时经济发展的水平。在经济发展之初,一方面,储蓄资源极度短缺,解决储蓄缺口是经济发展的第一要义;另一方面,能够促进经济发展的投资项目在技术上相当成熟,其收益前景也比较确定。此时,银行主导的金融体系能够充分发挥其动员储蓄、促进经济增长的功能。特别是在适当的政府干预下,这样的体系更是能将少量资源集中于某些关键项目中,从而优于那种强调竞争和风险分散的市场主导体系。但是,当经济发展到一定程度,储蓄缺口不再是经济发展的主要矛盾之时,金融体系的首要任务就发生了转移,即:如何在确保风险分散和金融体系安全的前提下,使储蓄资源能够被充分、有效地运用到那些前景不甚明确的投资项目中。在这种情况下,风险高度集中、识别新投资项目能力有限的银行主导型体系就应该让位于市场主导型体系。

无论哪种类型的金融体系归根结底都是为经济发展服务的。尽管市场主导型的美英模式和银行主导型的德日模式存在诸多差异,各有利弊,难以作出孰优孰劣的判断,但两者的功能差异具体表现在四个方面:公司治理、企业融资、风险分担、信息处理和资源配置。

公司治理差异。公司治理可分为内部治理和外部治理,主要的内部治理制度是董事会,主要的外部治理制度是公司控制权市场。从内部公司治理来看,董事会是股东控制管理者确保公司实现其利益的首要方法。在市场主导型金融体系的典型国家,如美国和英国,股东选举董事并依赖他们制定经营政策并监督管理层,董事会中内部董事和外部董事保持均衡以确保董事会在了解公司运作的同时独

立于管理层。而在银行主导型金融体系下的典型国家,如日本和德国,其董事会的规模庞大,外部董事的数量非常有限,董事会的独立性问题更加突出,但其集中所有权与一家银行的密切关系具有积极的效果。从外部公司治理来看,公司控制权市场可以有三种运行方式:代理人竞争、善意兼并和敌意接管。在美国和英国,股票市场为公司控制权的转移提供了市场,由于管制约束,敌意接管频繁发生;而在德国和日本,盛行交叉持股使得获得必要数量的股票很困难。通常在市场主导型金融体系下股权集中相对较低,而在银行主导型金融体系下公司股权集中相对较高。如在市场主导型金融体系的英国多数所有权主要由家族和个人大额持股,公司公开发行以后持有原始股的家族经常保留很大数量的股份。而在银行主导型金融体系的德国多数所有权与最大5个股东的持股一样都特别高。日本和德国金融机构股权的重要性以及这些国家公司控制权的缺乏使这些国家的代理问题可以通过让金融机构作为大公司的外部监督来解决。如在日本,提供公司资金的主要的一家大银行,监督公司的活动并使得借贷资金得到合理的投资。如果公司遇到问题,在必要的情况下,这家大银行可以约束公司管理层并提供所需资金渡过难关或对公司清算。

企业融资差异。在市场主导型金融体系的美国和英国,金融市场比较成熟多样化。从家庭持有金融资产的角度看,美国和英国家庭直接或通过养老基金、保险公司或共同基金间接持有股票份额较大,承担的风险较大;而在银行主导型金融体系的日本和德国,持有现金及银行存款的比例较大,承担的风险较小,从企业筹资的角度看,以市场主导型金融体系和以银行主导型金融体系差异不大,除日本以外,对所有国家企业而言,留存收益是最主要的融资渠道,银行贷款的比例也较大,但从贷款与股票、债券的相对比例来看,金融市场对美国和英国的影响较大,银行对日本和德国影响较大。

风险分担差异。在市场主导型金融体系的典型国家里,证券占

家庭金融资产很大比例,相当程度上受市场波动的影响,股价下跌后被迫变现的家庭,将深受消费下降之苦,股价上升就会给家庭带来较大收益。在银行主导型金融体系的典型国家里,家庭资产构成中证券仅占一小部分,加大比例的金融资产是银行的债券,这些债券不按市场标准进行估价,因此股价的波动对家庭的影响并不大。可见,在市场主导型金融体系国家中的个人比银行主导型金融体系国家中的个人承担的风险大。由于金融市场提供风险分担机会,所以,在资本市场相对发达的国家里,市场主导型的金融体系是值得提倡的。

信息处理和资源配置差异。在市场主导型金融体系国家里,金融市场发达,有大量上市公司,并要求广泛披露信息,这意味着有关公司经济的大量信息被公布出来。除了这些公开可用信息之外,许多分析师为共同基金、养老基金和其他中介机构工作,收集个人信息。许多此类信息反映在股票价格上,是证券市场高效率的配置资源。在银行主导型的国家里,上市公司相对较少,会计信息披露较少,追踪股票的分析师人数少,只有私人信息被吸收到价格中,因此资源配置效率较低。但银行业也具有信息优势,银行对企业往来密切,掌握了一定的客户信息,银行与企业建立起长期稳定的合作关系,从而减少相互之间的信息不对称,减少监督成本,有利于企业的长期发展,而金融市场可能造成短期倾向,不利于管理者进行长期决策。(本部分参考了罗利勇 2008)

银行主导型的融资体系和市场主导型的融资体系各有特点,通过合理的制度设计,都能充分发挥融资体系的作用。德日实行主银行制为导向的公司治理结构,商业银行垄断程度偏高,主办银行既是企业的主要持股人,又是主要贷款者或贷款银行的组织者。英美公司主要通过发行债券和股票的方式从市场上融资。从股权结构上,美国大公司股权分散,公司经理人员的约束主要来自市场的力量和作用,追求股东财富增值。从目前来看,这两种不同的融资方式均能够建立合理的公司治理结构和降低产融信息不对称的风险,实现资

本的较佳配置和迅速扩张,促进了国民经济发展(罗利勇等,2008)。

值得注意的是,日本和德国是传统意义上的“银行主导型”国家,在20世纪90年代,其直接融资的比例在40%~50%,近年来资本市场也取得了长足的发展,金融结构不断趋近于“市场主导型”国家。2012年,两国直接融资比重分别达到69.2%和74.4%。

第二节 中国的融资体系

中国已经形成以商业银行为主体,各类银行、证券机构和其他非银行金融机构、金融市场分工协作的现代化融资体系。我们着重从证券市场发展状况、银行部门发展状况、影子银行及银行表外业务三个方面分析中国融资体系的发展状况。

一、证券市场发展状况

中国证券市场起步较晚,1990年12月,上海证券交易所和深圳证券交易所分别设立,2004年5月,中国证监会批准深圳证券交易所设立中小板。随着中国直接融资地位的上升,证券市场在中国现代金融体系中的地位与日俱增。作为资本市场的重要组成部分,证券市场主要通过证券信用的方式为实体经济的发展融通资金。运行良好的证券市场是推动金融业发展,维护国民经济稳定,促进国家经济增长的有力保障。中国的证券市场主要包括股票、债券、开放式基金、封闭式基金、股指期货、商品期货等。

中国股票市场从成立之初经过20多年的发展,上市公司数量从最初的“老八股”发展到现在2800多家,总市值约为60万亿元,相当于GDP的100%(以本书出版前2015年7月31日收盘价计算)。从数量规模来看,中国股票市场发展迅速,但从监管能力、波动幅度、证券交易规范程度等角度来看,中国股票市场与发达的股票市场尚有一定差距。