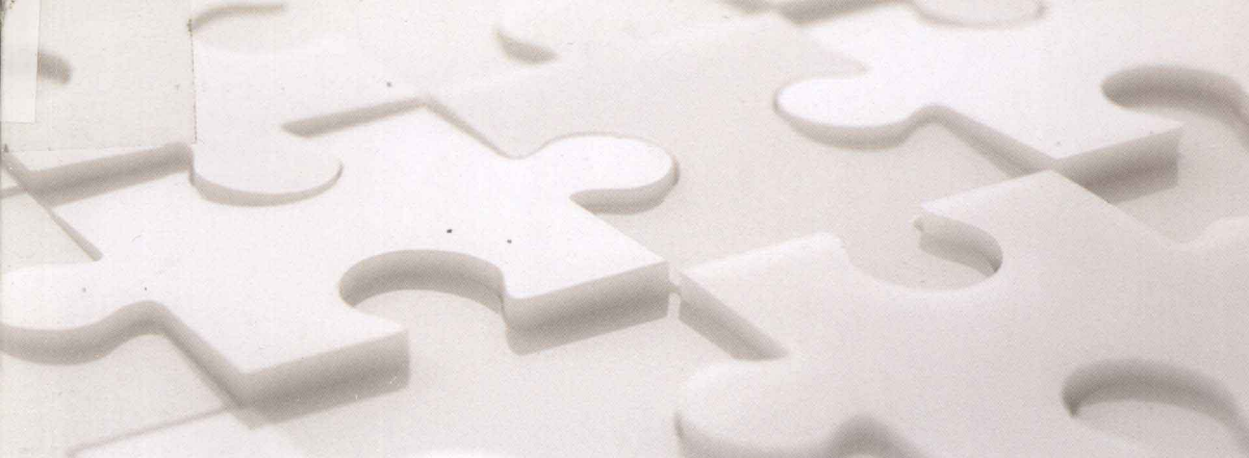




中国投融资结构 特征及风险研究

Zhongguo Tourongzi Jiegou
Tezheng ji Fengxian Yanjiu

丘斌等◎著

中国正在经历一场投融资结构的深刻变革，
这对中国经济产生深远影响，同时也带来了
不可忽视的潜在风险……

 中国金融出版社

中国投融资结构 特征及风险研究

丘斌 等著



中国金融出版社

责任编辑：亓霞

责任校对：张志文

责任印制：陈晓川

图书在版编目 (CIP) 数据

中国投融资结构特征及风险研究 (Zhongguo Tourongzi Jiegou Tezheng ji Fengxian Yanjiu) / 丘斌等著. —北京: 中国金融出版社, 2011. 11

ISBN 978 - 7 - 5049 - 6098 - 6

I. ①中… II. ①丘… III. ①投资结构—研究—中国
②融资结构—研究—中国 IV. ①F832. 48

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2011) 第 184455 号

出版 **中国金融出版社**
发行

社址 北京市丰台区益泽路 2 号

市场开发部 (010)63266347, 63805472, 63439533 (传真)

网上书店 <http://www.chinafph.com>

(010)63286832, 63365686 (传真)

读者服务部 (010)66070833, 62568380

邮编 100071

经销 新华书店

印刷 保利达印务有限公司

尺寸 169 毫米 × 239 毫米

印张 18.5

字数 318 千

版次 2011 年 11 月第 1 版

印次 2011 年 11 月第 1 次印刷

定价 38.00 元

ISBN 978 - 7 - 5049 - 6098 - 6/F. 5658

如出现印装错误本社负责调换 联系电话 (010) 63263947

目 录

1 绪 论	1
1.1 研究背景和目的	1
1.2 研究方法和思路	3
1.3 本书的创新之处	5
2 投融资结构的含义和模式	6
2.1 投融资结构的含义	6
2.2 两种融资结构的比较	10
2.3 融资结构理论的近期发展	17
2.4 投资结构与融资结构的关系	19
3 经济增长阶段和经济市场化程度对投融资结构的影响	20
3.1 不同经济增长阶段下的投融资结构特征	20
3.2 经济市场化程度对投融资结构的影响	29
3.3 中国融资结构模式的选择	36
4 中国投融资结构的演进特征	38
4.1 中国投资结构的演进特征	38
4.2 中国融资结构的演进特征	45
4.3 国际金融危机对我国融资结构的影响	54
5 我国投融资结构存在的问题	57
5.1 投资结构存在的问题	57
5.2 融资结构存在的问题	62
6 中国区域经济金融发展水平的差异分析	71
6.1 中国区域经济发展水平的差异分析	71
6.2 中国区域金融发展水平的差异分析	80

7 中国投融资结构的区域比较分析	87
7.1 中国投资结构的区域比较	87
7.2 中国融资结构的区域比较	116
8 地方政府投融资平台的形成及其债务膨胀	124
8.1 地方政府投融资平台的形成背景和发展阶段	124
8.2 地方政府投融资平台的运作	130
8.3 地方政府投融资平台的债务膨胀	136
9 我国地方政府投融资平台公司贷款扩张的原因分析	143
9.1 城市化推动的巨大基础设施和公共服务需求	143
9.2 政府管理体制不合理	145
9.3 财政管理体制不合理	149
9.4 商业银行方面的原因	153
10 地方政府投融资平台债务风险与传导	168
10.1 地方政府投融资平台债务风险特征	168
10.2 地方政府投融资平台风险来源	169
10.3 地方政府投融资平台债务风险传导	170
10.4 地方政府投融资平台债务风险评价	172
11 中国地方政府投融资平台贷款的挤出效应分析	182
11.1 挤出效应的理论模型	182
11.2 挤出效应的产生渠道	187
11.3 挤出效应的实证分析	189
12 中国房地产业投融资的风险分析	203
12.1 房地产业发展及其投融资特征分析	203
12.2 中国房地产泡沫分析	214
12.3 中国房地产业存在的问题分析	224
12.4 中国房地产贷款的风险分析	227
13 国内外典型融资模式及其形成原因	238
13.1 国内外典型融资的模式及其形成原因	238
13.2 发达国家投融资结构的主要特征	244
13.3 国内有特色的几种融资模式	246

14 优化我国投融资结构的对策建议	250
14.1 改革投资体制，完善投资结构	250
14.2 完善金融机构、发展金融市场、优化融资结构	258
14.3 创新融资模式，改善中小企业融资条件	262
14.4 大力发展项目融资，改善政府投融资平台公司融资结构	275
主要参考文献	279
后 记	290

1 绪 论

1.1 研究背景和目的

1.1.1 研究背景

投资是我国区域经济发展最重要的动力，投资力度影响经济发展速度，投资结构影响经济结构。投资结构反映的是一定时期内社会投资在不同的经济空间或地理空间内组合分配、运用的格局，这个格局的最佳组合会使社会投资的效率达到最大化。投资结构包括多种结构和比例关系，如地区结构、行业结构、产业结构等，投资结构的优劣决定投入—产出效率的高低。投资结构与经济结构的关系表现在两个方面：一是经济结构决定投资结构，现有经济结构是制定未来投资策略的基本依据；二是投资结构影响未来的经济结构，投资结构的优化将促进经济结构向更高级的方向演进。

投资结构的研究重点主要在投资资金的来源、投资的最终使用方向、投资的空间分布、投资的规模效益、投资的所有制构成等方面。其中，对投资的产业结构和地区结构的研究意义最为重要，其实质是研究社会资源在各地区、各产业及各个项目之间的配置、分布状态，以及这种分布对经济增长、产业结构变动、区域经济协调发展的影响。

融资结构是金融结构中的一种，也是金融结构中的重要结构。金融体系的核心功能是将资金从盈余部门转移到短缺部门，实现由储蓄向投资的转化。这一过程中存在两种融资模式：直接融资和间接融资，直接融资和间接融资的相互关系和量的比率便构成了一国的融资结构。融资结构反映了金融体系发挥核心功能的要素构成、相互关系和量的比率，因而是金融结构的重要内容。

中国融资结构变迁轨迹大体可以分为四个阶段。第一阶段是1949~1985年。这一阶段中国经济形成了以公有制为主体的经济结构，企业资金主要是靠内部融资，少量的外部资金来源主要靠财政注资。第二阶段是1985~1990年。这一

阶段中国实行金融体制改革,金融系统发生了巨大变化,工商银行、农业银行、中国银行、建设银行四家国有商业银行相继恢复或成立,人民银行专门行使中央银行的职责,银行体系逐步健全,银行资产不断膨胀,成为企业资金的主要来源。但是这个阶段政府、银行、企业关系密切,银行依然行使政府职能,银行融资活动很大程度上体现了政府行为,体现了财政性银行融资特点,由于融资市场单一,融资方式单一,银行成为企业外部资金的绝对来源。第三阶段是1990~2000年。这一阶段中国证券市场得到建立和发展。除了银行继续承担重要的融资渠道外,股权融资比重逐年增加,证券市场成为企业重要的外部融资渠道。第四阶段是2000年至今,我国融资结构呈现两大突出变化:一是房地产业成为国民经济的支柱产业之一,在融资总额中占的比重逐步提高;二是地方政府逐步成为经济体系中重要的融资主体之一,成为间接融资市场最主要的角色之一。特别是2008年以后,在国际金融危机带来全球经济全面衰退的大背景下,为了保增长、保就业、保稳定,2009年国家启动4万亿元投资振兴经济计划,制订了对汽车、钢铁、纺织、船舶、装备制造、电子信息、轻工、石化、有色金属和物流“十大产业振兴规划”,还出台了促进房地产业健康发展、鼓励汽车消费、推动家电下乡等政策。

为了应对国际金融危机的影响,2009年我国实施了极其宽松的货币政策,年末,我国广义货币供应量(M_2)同比增长27.7%,狭义货币供应量(M_1)同比增长32.3%,年末各项贷款余额同比增长33%,贷款增长率创造了近十年来的新高。金融危机后,我国经济面临严峻的内外部环境,在境外需求和国内需求下滑的情况下,我国工业生产、能源消耗以及出口贸易下滑,小企业生产经营困难,其贷款条件进一步恶化。在此情况下,银行业应对国际金融危机影响的对策就是直接进入政府投资项目。政府投资项目是风险较低而且收益比较有保证的优质贷款项目,是各大商业银行竞相争夺的焦点。其中,铁路、公路、机场等大型基础设施项目,是政府投资的重点。这类基建工程中央已明确配套资金会到位,信贷投放安全系数较高,而且利差也颇为可观。这个庞大的利益蛋糕成为各家银行争夺的焦点,由此引发地方政府平台公司贷款的急剧膨胀。

1.1.2 研究目的

国际金融危机以来,我国投融资结构发生了重大变化,政府在经济发展中的地位和作用更加突出,为我国经济渡过难关起到了决定性作用。从投融资结构方面而言,主要表现在以下三个方面:一是在金融危机挫伤民间投资信心的

情况下,地方政府启动了庞大的投资计划,这既恢复了民间投资者的信心,又直接拉动了经济增长,政府投资成为拉动投资和经济增长的主力;二是地方政府成立了大量的投融资平台公司,以投融资平台公司为载体,向银行大量举债,来推动城市基础设施、高速公路和民生工程建设,致使大量银行贷款投向了政府项目,这是融资结构变化的最大特点之一;三是受国际金融危机的影响,大量小型企业的融资条件恶化,银行对小型企业的贷款继续收缩,导致小型企业融资更加困难。为了缓解小型企业的融资难问题,我国开始大力推进商业银行的小企业贷款工作,并大力发展小额贷款公司、担保公司、村镇银行和各种基金等,对缓解小企业融资难起到了积极作用,有力地促进了我国小型企业的发展。

2010年以来,我国部分地方政府政府平台公司的风险逐步暴露,银行对其贷款规模开始收缩,债券发行也受到越来越多的限制,平台公司的继续融资将十分困难,政府投资对经济增长的拉动作用将下降。在这种情况下,如何增加投融资总量,改善投融资结构,促进我国经济持续快速发展,就是本书的研究目的。

1.2 研究方法和思路

1.2.1 研究方法

1. 文献分析法

文献分析法是指通过查阅文献、收集数据和文字资料,对其加以分析,研究社会现象的方法。它是对前人研究成果的再利用和再加工。本书在对已有文献中关于投融资结构问题的理论与实践研究成果进行梳理的基础上,对投融资结构的含义、模式与发展进行了理论分析,还分析了经济增长阶段、经济市场化程度对投融资结构的影响。

2. 实证分析法

这种方法是通过占有大量的统计资料,对其分类、整理、分析进行经验总结,找出投融资结构变动的一般规律,分析金融危机对投融资结构的影响。这是本书最主要的方法之一,此方法运用是否合理将关系研究结论是否符合现实的情况,而且直接影响政策建议的提出是否合理。

3. 比较分析法

通过对时间和空间的划分来比较不同时段、不同地区投融资结构及相关领

域的变化和演进趋势,找到影响投融资结构形成和决定投融资结构变化的关键因素。同时,比较分析国外的投融资结构特征和我国东部经济发达省市的投融资特点,为我国投融资结构的调整提供参考。

4. 系统分析法

从投融资系统的内部来看,投融资领域各层次、各投融资主体的行为、各级管理部门的投融资调控以及各相关经济实体的相互投融资活动形成了一个有机体,另外,投融资的纵向运动过程又贯穿于投融资的形成与筹集、投融资的分配与决策、投融资的实施与回收各个阶段,对这些不同系统类型和层次的子系统的内在联系,必须用系统的方法进行分析。

5. 静态分析法和动态分析法

静态分析是从某一时点考察投融资结构变动的横截面的状态,具体表现为各产业间的比例关系、投融资的期限结构、投融资的区域结构等;动态分析则更强调考察投融资结构的形成和演进的趋势。本书将静态分析法和动态分析法结合使用。

1.2.2 研究思路与结构

投融资结构是一个问题的两个方面,即投资结构和融资结构,二者既有区别,又有联系。融资结构的优化能促进资源配置效率的提高,促进投资结构的提升和经济增长;反过来,投资结构的优化能够带动金融体系的发展与金融结构的优化,使金融体系更好地服务于经济增长。为使研究思路更清晰、表达更清楚,本书分别对投资结构和融资结构进行研究,这样分析问题更深入,提出的对策建议更具针对性。

本书的主体框架如下:

经济发展与投融资结构变化的理论分析,主要讨论投融资结构的含义、两种融资结构的比较、融资结构理论的近期发展、不同经济增长阶段下的投融资结构特征和经济市场化程度对投融资结构的影响。

中国投融资结构的演进特征及存在的主要问题分析,主要讨论中国投融资结构的演进特征、金融危机下我国宏观调控政策的调整、中国地方政府平台的兴起及其债务扩张、中国房地产业的发展及其融资模式的变化等。

中国投融资结构的区域比较分析,主要讨论中国区域经济金融发展水平的差异,并对我国东部、西部、中部和东北部地区的投融资结构进行比较分析。

地方政府债务膨胀及风险分析,主要讨论中国投融资结构存在的问题、中

国地方政府平台债务扩张的原因及其风险评估、中国地方政府平台贷款的挤出效应和中国房地产泡沫及投融资风险等。

房地产业务的膨胀及风险分析,分析了我国房地产业投资和融资的发展态势,详细分析了房地产业贷款面临的风险。

国外投融资模式的借鉴及优化对策,主要讨论国内外典型的融资模式及其形成原因和优化中国投融资结构的政策建议。

1.3 本书的创新之处

创新一:研究了经济增长阶段和经济市场化程度对我国投融资结构的影响,并对我国所处的经济增长阶段和经济体系的市场化程度进行了测度。

创新二:详细分析了直接融资、间接融资的特征、适应条件及其形成原因,明确提出了我国应该继续坚持以间接融资为主的融资模式。

创新三:分区域对中国投资结构和融资结构进行了比较分析,找到了我国不同经济发展阶段和经济发展水平下的投融资结构特征,为我国各区域之间实施差异化的投融资政策提供了依据。

创新四:运用实证分析方法对我国房地产泡沫的严重程度进行了测度,并深刻分析了我国房地产泡沫的形成原因及其给宏观经济带来的巨大风险。

创新五:详细讨论了我国地方政府平台公司的运作模式,对我国地方政府债务膨胀的原因进行了全面分析,并运用定量方法研究了我国地方政府债务的风险及其对中小企业贷款的挤出效应。

创新六:提出了我国融资结构创新的路径——发展中小企业集群融资、夹层融资、仓储融资、知识产权质押贷款和应收账款质押贷款等,这对改善我国中小企业融资条件、促进民营经济发展具有重要意义。

2 投融资结构的含义和模式

2.1 投融资结构的含义

2.1.1 投资结构的含义

当代西方经济学家们对投资概念的分析是围绕着“金融”与“经济”两重含义来展开的。金融意义上的投资指的是股票和债券投资，即证券投资。通常人们在日常生活中所说的投资主要是指这一类投资，西方各种投资学著作中所分析的投资也主要是金融投资。经济意义上的投资则是指实际资本的形成，包括增加存货的生产，或新工厂、房屋和工具的生产等。美国耶鲁大学经济学教授雷诺兹在其所著的《宏观经济学》一书中认为，把购买股票和债券作为投资只是通俗的用法，在经济学中，投资是资本物品的建设。某种程度上，证券投资是资本形成的重要资金来源渠道之一，二者本身存在紧密联系，但就社会经济运行的本质意义而言，经济意义上的投资是比金融意义上的投资更为重要的概念。本书研究的投资结构主要指经济意义上的投资。

投资结构的一般定义指的是一定时期的投资总量中，各要素的构成及其数量比例关系。在市场经济条件下，投资结构可以分为狭义和广义两种。狭义的投资结构指实际投资与金融投资、直接投资与间接投资、固定资产投资和流动资产投资的构成和数量比例关系；广义的投资结构是指投资在国民经济中各经济成分之间、各地区之间、各产业之间的分配比例关系的总称，是一个系统概念，包括投资的生产力结构、投资的国民经济结构、投资主体结构、投资资本结构、投资产业结构、投资空间结构、投资时序结构等诸多内容。结合我国的经济特点，国内学者对投资结构的一些应用性研究通常主要围绕资金来源结构、所有制结构、产业结构、行业结构和空间结构等方面开展。本书对投资结构的分析也主要围绕这几个方面进行。

2.1.2 融资结构的含义及分类

1. 融资结构的含义

综观文献资料，对融资结构含义的理解主要体现在微观和宏观两个层次上。

微观层面的融资结构即企业融资结构，指的是企业通过不同渠道筹措的资金之间的有机构成及其比重关系。企业融资结构又有广义和狭义之分。狭义的企业融资结构只是指长期资本的构成，即通常所说的资本结构，主要是指长期资本中的债务资本与权益资本的构成比例关系。广义的企业融资结构是指企业全部资金的构成及比例关系，即企业资产负债表右边项目的构成及比例。^①

宏观层面的融资结构是与金融结构密切相关的一个概念，融资结构作为金融结构的核心内容之一主要是指一个国家或地区直接融资与间接融资的数量和比例关系。在以往的研究中，对金融结构类型的划分大多是在对直接融资（银行）和间接融资（证券市场）关系的研究上的。直接融资和间接融资的相对比例决定了一国的金融结构，因此，融资结构是决定金融结构的基础和关键；反过来，金融结构又是融资结构的集中体现和反映。鉴于融资结构与金融结构之间的紧密联系，本书对融资结构介绍主要参考的是金融结构理论。

2. 融资结构的分类

自戈德史密斯（Goldsmith）20 世纪 60 年代在其开创性著作——《金融结构和金融发展》中对金融结构进行全面研究以来，关于金融结构的分类就层出不穷。其中，影响较大的除了戈德史密斯的分类外，就是当下比较流行的两分法。

戈德史密斯按照金融资产和金融工具的数量、种类和分布区分了三类金融结构。第一类是 18 世纪和 19 世纪中叶欧洲和北美的金融结构，其特点是金融相关比率^②比较低，债权凭证远远超过股权凭证，商业银行在金融机构中占据统治地位。这种结构被认为是金融系统发展初级阶段的特征。第二类是 20 世纪上半叶普遍存在于非工业化国家（西班牙、拉丁美洲、东南亚等）的金融结构，其特点与第一类基本相似，不同之处仅在于政府和政府金融机构发挥了更大的作用。第三类是 20 世纪初期以来工业化国家的结构，特点是金融相关比率较高，债权凭证虽依然居于优势地位，但是股权凭证相对于债权凭证的比例在上升，

^① 包小忠：《日本企业融资结构与治理结构效率》，56 页，北京，中国社会科学出版社，2006。

^② 按照戈德史密斯的定义，金融相关比率是全部金融资产价值与全部实物资产（国民财富）价值之比。

而且金融机构日益多样化,同储蓄机构和私人养老保险组织相比,商业银行的地位在下降。

两分法则可以追溯到格申克龙 (Gerschenkron)^① 对 19 世纪中叶到第一次世界大战时欧洲工业化中所出现的三类不同融资方式的考察。在英国,短期的银行贷款成为外部融资的主要方式;在德国,银行与企业建立了一种长期关系,银行不仅给企业提供资金,还提供管理方面的支持;在俄罗斯,由于商业制度不健全,没有办法发展出一个银行部门来支持工业化,从而需要政府在中间起到直接融资的作用。格申克龙对融资方式的比较为金融结构的划分提供了参考。沿着他的思路,卡林顿 (Carrington) 和爱德华 (Edwards)^② 区分了两种结构,一种是以银行为主的结构,一种是以资本市场为主的结构。柴曼 (Zyman)^③ 在此基础上提出三种结构的划分方式:第一种是以信贷为基础的结构,这种结构是在储蓄转化为投资时,采用通过银行及其他金融机构吸收存款向外放贷的形式;第二种是以资本市场为基础的结构,投资资金主要通过市场上发行证券获得;第三种是通过行政性的手段而非市场来配置资源,加上产业政策的指导。雷布津斯基 (Rybczynski)^④ 则提出所谓银行主导 (Bank-oriented) 和市场主导 (Market-oriented) 两种不同的金融结构,并认为无论是银行主导还是市场主导都是相对的、可变的,一个国家随着发展阶段提高,会从银行主导向市场主导演变。进一步的划分,则有关系紧密型 (Relationship-based) 和保持距离型 (Arm's Length)。通过银行融资属于关系紧密型,通过证券市场融资属于保持距离型。上述分类尽管提法各异,但基本上都可归纳为“两分法”,即市场主导型金融结构和银行主导型金融结构。

3. 两种融资结构的界定

戈德史密斯以金融相关比率为核心所建立的金融结构指标体系没有对金融结构与金融发展作出区分,并认为金融结构的变化就是金融发展。不过,此后的学者基本都对金融结构与金融发展作出了区分,提出了新的金融发展水平和金融结构衡量指标。对于金融结构,德麦冈克—昆特和莱文 (Demirguc-Kunt and

① Gerschenkron, Alexander, *Economic Backwardness in Historical Perspective*, Cambridge: The Belknap Press of Harvard University, 1962, p. 62.

② Carrington, John C. and George T. Edwards, *Financial Industrial Development*, New York: Praeger, 1979, pp. 177-179.

③ Zyman, John Governments, *Markets and Growth*, Ithaca: Cornell University Press, 1983, pp. 233-255.

④ Rybczynski, T., "Industrial Finance System in Europe, U. S. and Japan", *Journal of Economic Behavior and Organization*, 1984, pp. 275-286.

Levine)^① 所做的界定和测量可谓自戈德史密斯之后最重要的文献。

德麦冈克—昆特和莱文认为一国的银行部门和证券市场在规模、行为和效率上的相对优势决定了一国的金融结构。他们将大量经济发展水平差异显著的国家的数据放进一个统一的模型中加以比较分析,从中选择出衡量一国银行部门和证券市场相对规模、行为和效率的指标,在此基础上构造了金融结构综合指标,并据此将样本国家划分为银行主导型和市场主导型两种金融结构。为了区分不同经济发展水平下的金融结构,他们将上述两种结构又进一步细分为发达的银行(或市场)主导型金融结构和欠发达的银行(或市场)主导型金融结构,同时考察了他们与人均收入水平之间的关系。

德麦冈克—昆特和莱文以存款货币银行国内总资产与国内股票市值之比作为规模指标。这一指标越低,说明证券部门相对于银行部门规模越大,该国越倾向于市场主导的金融结构。活动指标使用的是存款货币银行对私人部门的信贷与国内证券交易所成交总额之比。指标值越高,该国或地区越倾向于银行主导型的金融结构。由于大量国家有极不活跃的股票市场,因此,这一指标的最大问题是会把银行部门不活跃而股票市场不发达但活跃的国家全部归入市场主导型的行列。对于效率,德麦冈克—昆特和莱文认为,在收入水平较高的国家,相对于银行来说,证券市场应表现出更高的效率。因此他们用两项衡量效率的指标来界定金融结构:一项是证券成交额占 GDP 比率 $\times$ 银行营业成本占总资产比率,另一项是证券成交额占 GDP 比率 $\times$ 银行净利差。若一国的这两项指标值较高,且证券成交额占 GDP 比率高于样本均值时,即可认定该国属于市场主导型的金融结构;若一国的这两项指标值较小,且存款货币银行对私人部门的信贷占 GDP 的比率大于样本均值,则可认定该国的金融结构属于银行主导型。

运用上述反映规模、活动和效率的指标,德麦冈克—昆特和莱文构造了一个金融结构综合指数。具体就是将规模、活动和效率指标中的证券成交总额占 GDP 比率 $\times$ 银行营业成本占总资产比率三项指标扣除均值的平均值作为界定金融结构的综合指数。

近年来,西方学者在对金融结构进行比较时,大多直接采用或者采取近似于德麦冈克—昆特和莱文对金融结构的分类和界定。本书中我们对融资结构的界定理论上也可直接采用德麦冈克—昆特和莱文对金融结构的界定方法。

^① Demirguc-Kunt and Ross Levine, "Bank-Based and Market-Based Financial Systems: Cross-Country Comparisons", the World Bank Development Research Group, Policy Research Working Paper No. 2143, 1999.

2.2 两种融资结构的比较

对市场主导型和银行主导型融资结构的研究和比较主要围绕美国、英国、日本、法国、德国五国进行。^① 美国和英国被认为是市场主导型融资结构的典型，而日本、法国和德国被认为是银行主导型融资结构的典型。

2.2.1 银行主导型融资模式

1. 主要特点

间接融资具有以下特征：一是间接性。资金供需双方间接地发生联系，它们分别与以商业银行为主的金融中介机构建立债权债务关系。二是短期性。在发达的金融市场体系中，商业银行贷款一般以短期为主，因此间接融资相对而言具有短期性。三是非流通性。银行对企业、个人的债权流动性很小，虽然这一市场正在形成，但相对证券市场中的债券和股票而言可以说不具流动性。四是相对集中性。在间接资金融通体系中，银行既是借者的集中，又是贷者的集中，处于借贷活动的中心地位。五是融资者的信誉差异较小。间接融资的债权债务关系以金融中介机构为中心形成，对融资个体有统一的判断尺度，因而融资个体在信誉和风险程度上的差异较小。六是投资风险较小。在间接融资中，从银行获得贷款的企业或其他资金需求者必须应对银行的严格监督，从贷款的申请、使用到还款，都受到专业性很强的银行的监督，在很大程度上保证了贷款资金的安全。

表 2.1 提供了银行主导型金融体系与市场主导型金融体系两类不同金融体系下市场与银行的相对重要性。在银行主导型金融体系下，银行资产占 GDP 的比例远远高于股票市场市值占 GDP 的比例。银行不仅为企业提供绝大部分的债务融资，同时也持有较高比例的公司股票。银行与企业关系密切，并在公司治理中发挥较大作用，但对企业的外部限制相对弱于市场主导型融资模式，这使得企业有更大的自主权。在德国，商业银行是全能银行，最大的三家银行为个人和企业提供全套服务，包括吸收存款、发放贷款和抵押贷款、提供人寿保险、承销证券以及直接进行证券投资。法国和日本的银行体系虽然与德国不同，但其地位却与德国一样重要。就居民家庭资产结构而言，在德国、法国和日本，居民持有较高比例的现金和现金等价物，而股票在居民家庭资产中的份额相对

^① 艾伦、盖尔著，王晋斌等译：《比较金融系统》，211 页，北京，中国人民大学出版社，2002。

较小；公司债务结构和所有权结构比较集中，商业银行和非金融公司持股比例高，经理层持股比例较少，股权和债权流动性差，控制型融资的比例高。

表 2.1 1993 年各国银行和市场情况的比较 单位：10 亿美元，%

国别	GDP	银行资产	银行资产/GDP	股票市值	股票市值/GDP
美国	6 301	3 319	53	5 136	82
英国	824	2 131	259	1 152	140
日本	4 242	6 374	150	2 999	71
法国	1 261	1 904	151	457	36
德国	1 924	2 919	152	464	24

资料来源：艾伦、盖尔著，王晋斌等译：《比较金融系统》，39 页，北京，中国人民大学出版社，2002。

2. 适应条件

美国、英国、日本、法国、德国五个发达的市场经济国家截然不同但同样运作良好的金融结构表明，对两种融资结构的适应条件进行准确的归纳并不容易，一国的金融结构是经济发展水平、历史传统和文化、不同目标的取舍等多种因素共同作用的结果。

不过，从金融系统发展史和世界各国不同金融系统的运作情况来看，银行主导型和市场主导型金融体系在某些情况下表现出了自身的优势。就金融功能的实施效率而言，银行主导型融资模式在经济发展的早期阶段和制度环境较弱的时候比市场主导型融资模式更加有效。在经济发展初期，银行体系更能动员经济中的有限资金。^① 银行能比市场更好地为经济主体规避风险，满足初期经济主体规避风险意愿较强的需要，从而更好地实现动员储蓄的功能。同时，在不发达经济中银行能比市场更有效地对产业扩张进行融资。^② 而且银行能比市场更好地促使企业披露信息和偿还贷款，特别是在那些合同约束力弱的国家，没有了银行的强制偿还，外部投资者可能不愿意直接投资到制度不完善的企业。此外，市场比银行更依赖外部的法律体系，从而在经济发展水平较低的国家或者法律制度不完善的国家，银行主导型的金融结构才是合意的。^③

① 韩玲慧：《论金融结构的变迁与金融体系效率的提高》，载《经济科学》，2001（2）。

② Gerschenkron, Alexander, *Economic Backwardness in Historical Perspective*, Cambridge: The Belknap Press of Harvard University, 1962, pp. 178-179.

③ Rajan, Raghuram G., and Zingales Luigi, *Financial System, Industrial Structure and Growth*, University of Chicago, 1999, pp. 79-80.