

# 市场主导型 融资模式研究

张 湧 / 著

Shichang

Zhudaoxing

Rongzi

Moshi

Yanjiu

学 林 出 版 社

# 市场主导型 融资模式研究

张 湧 / 著

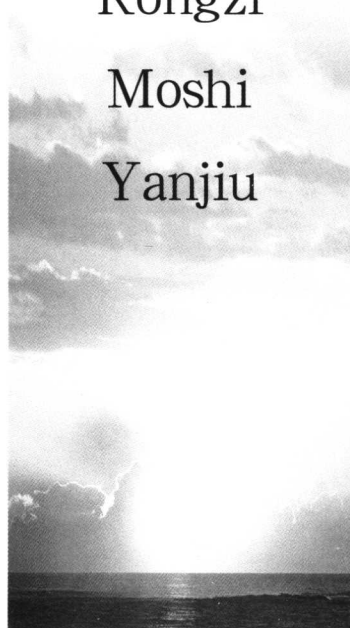
Shichang

Zhudaoxing

Rongzi

Moshi

Yanjiu



学林出版社

## 图书在版编目(CIP)数据

市场主导型融资模式研究 / 张湧著. —上海: 学林出版社, 2005. 5

ISBN 7-80668-924-9

I. 市... II. 张... III. 融资—研究  
IV. F830.45

中国版本图书馆 CIP 数据核字(2005)第 022904 号



### 市场主导型融资模式研究

作 者——张 湧

责任编辑——吴耀根

封面设计——鲁继德

出 版——上海世纪出版集团

学林出版社(上海钦州南路 81 号 3 楼)

电话: 64515005 传真: 64515005

发 行——新华书店上海发行所

学林图书发行部(钦州南路 81 号 1 楼)

电话: 64515012 传真: 64844088

照 排——南京展望文化发展有限公司

刷——上海普教印刷厂

开 本——889×1194 1/32

印 张——12

字 数——29.6 万

版 次——2005 年 5 月第 1 版

2005 年 5 月第 1 次印刷

印 数——3 000 册

书 号——ISBN 7-80668-924-9/F·71

定 价——25.00 元

## 作者简介

张湧 1975 年出生于浙江宁波，1993

年 9 月起在复旦大学国际金融系求学十年，2001 年 8 月至 2002 年 7 月在美国耶鲁大学国际与地区研究中心担任福克斯国际学者 (Fox International Fellow)，2003 年 1 月获得经济学博士学位，而后在浙江省台州市人民政府工作。现任台州市发展计划委员会副主任，同时在复旦大学兼职从事理论经济学博士后研究。曾在《金融研究》、《世界经济研究》等刊物发表论文 30 余篇。2000 年和 2001 年分别获得首届蒋学模经济学奖 (研究生) 和第二届陈彪如国际金融学术基金一等奖，2003 年入选台州市首届 211 人才工程第一层次培养对象，2004 年获得中国博士后科学基金资助。



# 市场主导型 融资模式研究

Shichang Zhudaoxing  
Rongzi Moshi Yanjiu



## 内 容 摘 要

本书始终坚持以公司治理为出发点和归宿,研究不同的融资模式在促进经济发展和优化资源配置方面的有效性和局限性。本书鲜明地指出以美国为代表的市场主导型融资模式在促进经济发展的同时存在着许多不容忽视的问题和缺陷,以公司控制权市场、经理层股票期权激励机制、机构投资者的培育和发展为代表的外部约束机制和以独立董事制度为代表的内部约束机制没有发挥应有的制约作用,甚至还在某种程度上恶化了美国的公司治理状况和资源配置效率。因此,我国在选择和发展自己的金融体系和融资模式时绝不能照搬美国的模式,不能只看到美国模式的成功方面而忽视了其潜在缺陷,不能只看到美国模式的表面结构而忽视内在的制度构建,尤其是其十分完善的投资者法律保护机制。本书认为,在制度环境不成熟特别是法律体系对投资者保护不完善的条件下,我国不宜选择以股票市场为基础的融资模式。这对我国在现阶段构建合理的金融体系具有一定的政策意义。

本书以现代企业理论及其衍生出来的公司治理理论作为理论分析工具,以现代股份公司及其赖以生存的股票市场作为分析对象,以两权分离条件下股东与经理层之间的委托代理关系为主线,以日本和德国在发展银行主导型融资模式方面的经验和教训作为参照系,深入剖析了以美国为代表的市场主导型融资模式的发展历程、主要特点和存在问题,特别是深入揭示了市场主导型融资模式下上市公司股东与经理层利益冲突的根源、表现形式、解决方案及其有效性,在构建理论模型的基础上突出了投资者法律保护的核心地位。这对于深化比较金融体系的研究具有一定的理论意义。

# 目 录

|                                   |           |
|-----------------------------------|-----------|
| 总论 .....                          | 1         |
| <b>第一章 融资模式研究的理论基础和分析对象 .....</b> | <b>23</b> |
| 第一节 现代企业理论及其在融资模式研究中的意义 .....     | 23        |
| 第二节 两权分离下的股份公司及其治理体系 .....        | 31        |
| 第三节 从公司治理角度研究融资模式的重要意义 .....      | 45        |
| <b>第二章 融资模式的基本分类和市场主导型融资模式的</b>   |           |
| <b>基本特点 .....</b>                 | <b>55</b> |
| 第一节 经济条件的变化和融资模式的演变 .....         | 55        |
| 第二节 当今世界上几种主要的融资模式: 分类和特点 .....   | 66        |
| 第三节 不同融资模式对美国、日本和德国经济发展诸          |           |
| 方面的影响 .....                       | 77        |
| <b>第三章 市场主导型融资模式下股东与经理层的冲突与</b>   |           |
| <b>解决方案 .....</b>                 | <b>95</b> |
| 第一节 市场主导型融资模式下股东与经理层的利益冲突         |           |
| .....                             | 95        |
| 第二节 市场主导型融资模式下股票期权激励机制的利弊         |           |
| .....                             | 114       |
| 第三节 市场主导型融资模式下独立董事制度的有效性 .....    | 129       |
| <b>第四章 股票市场有效性理论与经理层面临的外部市场约束</b> |           |
| .....                             | 136       |
| 第一节 股票市场有效性理论及其面临的挑战 .....        | 136       |



|                                     |     |
|-------------------------------------|-----|
| 第二节 美国 80 年代的并购浪潮与公司控制权市场的缺陷 .....  | 154 |
| 第三节 市场主导型融资模式下的短期金融问题 .....         | 171 |
| 第五章 市场主导型融资模式下机构投资者在公司治理中的作用 .....  | 186 |
| 第一节 美国机构投资者的发展对上市公司股权结构的影响 .....    | 186 |
| 第二节 美国养老基金的发展及其参与公司治理的方式 .....      | 202 |
| 第三节 美国机构投资者参与公司治理的有效性分析 .....       | 220 |
| 第六章 投资者利益的法律保护在市场主导型融资模式中的地位 .....  | 238 |
| 第一节 投资者保护与美国股票市场的发展 .....           | 238 |
| 第二节 关于投资者保护与股票市场发展的理论模型 .....       | 251 |
| 第三节 公司股权结构与投资者法律保护的相互关系 .....       | 273 |
| 第七章 债务融资和银行融资在市场主导型融资模式中的特殊作用 ..... | 283 |
| 第一节 作为治理机制的债务融资在公司融资中的特殊作用 .....    | 283 |
| 第二节 商业银行作为治理机制的内在特点和潜在作用 .....      | 291 |
| 第三节 德国的全能银行在公司治理中的作用：案例分析 .....     | 318 |
| 全文总结——兼谈对我国融资模式选择的思考 .....          | 334 |
| 图表索引 .....                          | 349 |
| 参考文献 .....                          | 352 |
| 后记 .....                            | 373 |



# 总 论

## 一、文献概览

人类社会已经步入 21 世纪,经济发展和金融发展也进入了一个崭新的阶段。世界各国,特别是中国受到经济全球化的广泛影响。居于经济体系核心地位的现代金融在各国经济发展中的作用也日益突出。经济全球化意味着资源配置的传统模式被打破,新的以全球市场为活动范围的资源配置模式正在建立和完善。经济资源中最重要的是金融资源,而金融机构和金融市场是金融资源配置的主要载体,如何充分发挥两者在动员和配置金融资源中的有效作用成为现代金融学研究一个至关重要的课题。

金融机构和金融市场在一国金融体系中的相对地位往往是一国历史条件、立法环境甚至是政治选择的结果,两者的不同地位就形成了不同的融资模式。融资模式确立了一个国家或地区资金流动的基本框架,是包括金融工具、金融机构、金融市场、投资者和被投资者、交易方式和立法管制等在内的综合体,但又不是这些部分的简单相加,而是相互适应与协调。世界各国存在着多种融资模式,这一现象引起了大量有趣的问题:比如说融资模式的选择主要表现为历史的偶然还是政府政策与监管的产物?融资模式的经济功能是什么?各国所选择的不同融资模式与经济发展之间存在什么关系?有没有最优融资模式?各国融资模式是否存在趋同现象?所有这些都是比较金融体系(Comparative Financial System)的研究

内容。<sup>①</sup>

一般来说,市场经济下股份公司的融资渠道包括内源融资和外源融资<sup>②</sup>、直接融资和间接融资、股权融资和债权融资。尽管内源融资始终是公司融资的主要来源,<sup>③</sup>但因为其与金融体系的关系最为微弱,所以并没有成为融资模式研究的主要内容。影响一国融资模式的主要因素是外源融资,而金融市场和金融机构的比较优势分别体现在直接融资和间接融资上。直接融资通常包括股票融资、债券融资和商业票据融资等,后两者又与间接融资中的银行融资一起属于债权融资。

按照融资过程中形成的产权关系不同,公司的融资方式又可分为股权融资和债权融资。股权融资是公司向投资者筹集资金并赋予投资者以所有者地位的一种融资方式。债权融资是公司向投资者筹集资金但不赋予投资者以所有者的地位,而只是承诺按照融资契约的约定按期归还资金并支付利息。两者的最大不同是融资者(即资金提供者)和筹资者之间的关系,如融资者在向筹资者融通资金的同时享有投票权并按比例分享后者的税后利润,则这是一种股权融资;反之,融资者仅享有按约定比例收取固定收益但不享有投票权,也不能参与分配后者的税后利润,这种融资方式是

---

① 美国宾夕法尼亚大学的 Franklin Allen 和纽约大学的 Douglas Gale(2001)在未正式发表的论文《比较金融体系:一个概览》(*Comparative Financial Systems: A Survey*)对此作了详尽的论述。

② 格利和肖根据储蓄与投资的联系方式将融资模式分为内源融资和外源融资。内源融资是企业创办过程中原始资本积累和运行过程中剩余价值的资本化,包括初始投资形成的股本、折旧基金和留存收益(包括各种形式的公积金、公益金和未分配利润等)。外源融资是企业通过一定的方式向企业之外的其他经济主体筹集资金,包括发行股票和债券、向银行借款,甚至企业之间的商业信用、融资租赁等也属于外源融资的范围。参见 Gurley and Shaw (1967)。

③ 在西方发达国家的经济发展和公司成长过程中,内源融资往往占有很大的比重,如 1983—1987 年,英国、日本和德国的公司留存收益占资金来源的比例分别为 66%、53%、72%。参见 Borio (1990)。

### 一种债权融资。<sup>①</sup>

现实中,尽管世界各国具有不同的融资模式,也很难用一个相对统一的模式进行概括,但从直观上看,世界上目前至少存在着两种截然不同的融资模式,一种是以美国、英国为代表的市场主导型融资模式(Market-based Financial System),一种是以德国、日本为代表的银行主导型融资模式(Bank-based Financial System),前者以股票市场作为金融资源配置的基础,后者以商业银行作为融资模式的核心。<sup>②</sup> 格申克龙(Gerschenkron, 1962)是最早对融资模式做出这样分类的经济学家,他在20世纪60年代研究英国和欧洲大陆在经济发展模式上的差别时发现英国存在着以股票市场为基础的融资模式,而欧洲大陆的商业银行在金融体系中的作用更为重要。

以美国和英国为代表的市场主导型模式具有以下几个显著特点:(1) 公司股权结构分散,机构投资者持股比例高;(2) 股东利益被公司法视为首要保护对象;(3) 证券法和其他法规十分强调对中小投资者的保护;(4) 上市公司信息披露要求非常严格。这些国家的公司股权广泛地被个人投资者和机构投资者持有,现在已经出现了财富机构化(Institutionalization of Wealth)的倾向,即整个社会财富越来越多地被诸如共同基金、养老基金和保险公司等机构投资者所管理运作。相比之下,在日本和德国,银行比股票

---

① 股权融资与债权融资一般存在着这样的关系:第一,股权融资决定了一个公司向外部举债的基础,如果缺乏足够的股权资本的支撑,公司就很难从资本市场获得债权融资;第二,由于债权融资的资金成本具有相对确定性,当资产收益率大于债务利率时,债权融资就会产生一种有助于提高净资产收益率或股本收益率的财务杠杆效应,也就是说公司股东有可能从债权融资规模的扩大中获得杠杆收益;第三,由于债权融资不涉及所有权结构的变化,公司股东有时会偏好采用债权融资方式,否则会因为增加发行股票而引起老股东持有的公司股权的稀释。

② 当然,对这两种融资方式也有不同的表述方式,如青木昌彦和帕特里克(1994)以股票市场和商业银行在公司融资、监控和治理中的相对地位为标准,认为世界上主要存在着以股票市场为基础的盎格鲁-美洲融资模式(The Anglo-American Pattern)和以商业银行为基础的日德模式。

市场在金融体系中发挥着重要得多的作用。德国是一个资本市场不太发达的国家,其资本市场的发达程度相对于经济的发达程度而言比较滞后,但它确实存在一个非常强大、功能健全的银行体系,而正是这一银行体系保证了德国在过去几十年里取得较快的经济增长。德国的三大银行(商业银行、德意志银行和德累斯顿银行)拥有公众上市公司的大量股票,他们在公司董事会中拥有相当大的影响力。日本的商业银行在持有公司股份和参与决策方面可能不如德国,但他们一般在债务人出现财务危机时出面干预从而获得公司的控制权。

许多经济学家认为不同的融资模式对经济发展的作用不同,因此融资模式的选择将直接关系到一国经济的发展水平。戈德史密斯(Goldsmith, 1969)在其经典著作《金融结构与发展》中将金融结构定义为一个经济体中金融工具、金融市场和金融机构的混合体,并且将研究重点集中于经济发展过程中金融结构的演变过程,一国金融体系的整体发展是否会影响经济增长率,以及金融结构对经济发展水平的影响。他在运用许多国家和地区的数据后发现金融发展与经济增长之间存在明显的正相关关系。然而,无论是戈德史密斯还是后来的大多数经济学家在研究金融结构或融资模式与经济发展的关系时选取的样本极为有限,戈德史密斯选取的主要是英国和德国,此后则主要比较美英和德日。样本的有限性和集中性反映了世界上大多数国家所发展的融资模式并不能简单地归为市场主导型或银行主导型模式,而真正符合上述两种融资模式基本特征的国家少之又少;同时,样本的有限性和集中性也降低了研究结果的通用性,尤其是英国、美国、德国和日本的长期经济增长率表现越来越趋同,这为研究融资模式与经济发展之间的关系更增添了新的难度。在这一条件下,许多经济学家转而深入研究两种融资模式在优化资源配置和推动经济发展方面的内在特点,从而间接地为发展中国家选择融资模式提供了借鉴,也就是将

研究重心从“哪一种融资模式可以更快地推动经济发展”转移到“不同融资模式分别如何推动经济发展”。<sup>①</sup>

鼓吹银行主导型融资模式的经济学家认为商业银行在动员金融资源、发现投资项目、监督被投资者和风险管理方面具有积极作用(Levine, 1997)。同时,他们认为市场主导型融资模式相对于银行主导型融资模式的缺陷十分明显。比如,尽管高度发达的股票市场可以快速地披露和消化有用信息,但这也会降低个人投资者获取信息的积极性,从而影响股票市场的有效性,因此,发达的股票市场会削弱投资者辨识创新性投资项目的积极性,阻碍股票市场发挥资源有效配置的功能(Boot et al., 1993)。此外,流动性过大的股票市场容易造成投资短视化的氛围,这是由于投资者可以在股票市场上便利地、低成本地出售股票,他们就缺乏足够的动力实施对上市公司的监督(Bhide, 1993)。因此,发达的股票市场就会通过削弱公司治理水平而降低一国的综合竞争力。拉贾和泽盖尔斯(Rajan and Zingales, 1999)提出,在大多数制度环境下,银行比市场具有更明显的优势,比如说在法律体系和会计制度等十分不健全的国家,势力强大的商业银行仍有能力迫使债务人披露信息并偿还债务,而股票投资者却无能为力。

与此同时,支持市场主导型融资模式的经济学家强调股票市场在促进经济发展方面的积极作用。比如,股票市场既可以促进投资者资产组合和公司经营范围的多元化,也为优化风险管理提供了一整套工具和手段。同时,他们认为银行主导型融资模式的缺陷十分明显。首先,商业银行必须花费较高成本获取企业信息,

---

<sup>①</sup> 20世纪90年代末,拉波塔等人就融资模式提出了更为激进的观点,他们认为无论是银行主导型融资模式还是市场主导型融资模式,问题的关键不在于金融机构和金融市场在金融体系中的相对地位,而在于法律体系的设计能否有效保护投资者的利益。也就是说,法律体系是保证融资模式有效性的决定性因素,而融资模式是以股票市场为基础还是以商业银行为基础并没有太多的政策含义。参见 La Porta, Lopez-de-Silanes, Shleifer and Vishny, 1998。

也必须从企业获取更高的“准租”以弥补这一成本。这会降低企业实施高回报投资项目的积极性,因为银行将获取项目回报的较大部分(Rajan,1992)。其次,为保证贷款的安全性,银行一般都希望企业规避风险而实施低风险、低回报的项目,这就会影响企业和经济部门的创新能力和增长水平(Morck and Nakamura,1999)。第三,势力强大的银行还有可能与被投资公司的经理层<sup>①</sup>合谋共同侵蚀其他投资者的利益,或者与被投资公司一起抵制其他竞争者,这会妨碍公平、竞争和经济增长(Hellwig,1998)。

既然市场主导型和银行主导型融资模式各有利弊,那么发展中国家和经济转型国家到底应该如何选择融资模式呢?伯格洛夫(Berglöf,1995)认为这些国家在选择融资模式时应该始终将内源融资作为最重要的资金来源方式,这是由于其法制不够健全,外源融资的风险较大,资金提供者所要求的资金成本自然也较高,企业应该更加重视从内部积累资金。他还指出股票市场和债券市场在经济转型的初期阶段不大会发挥主导作用,这是由于经济转型国家“内部人控制”较为严重,不占控股地位的中小股东利益很容易被内部人侵蚀。他还提出,经济转型国家应该允许金融中介机构同时持有公司股权并向他们提供信贷支持,以保证资金提供者在提供融资的同时享有较大的控制权,债权控制和股权控制可以发挥补充作用。对部分经济转型国家而言,债权控制可以在公司债务重组中发挥重要作用。由于这些国家法律普遍不健全,法律法规和利益相关者对公司经理层等内部人的监督无法达到理想水平,甚至根本没有监督,这就特别需要商业银行等金融中介机构发挥相应的监督作用。

我国有些学者认为融资模式在未来的变动轨迹和趋势将有两

---

① 本书用“经理层”(Management)一词描述公司的主要执行官,一般包括首席执行官(CEO)、总裁(President)、首席财务官(CFO)等高级管理人员。

种可能：(1) 无论金融体系如何变动，银行体系仍然作为整个金融体系的基础并发挥至关重要的作用。当然，在不同的国家里，银行作为金融体系的基础，其具体的市场功能和业务类型会有所差别。(2) 现代融资模式之所以能够从传统金融体系中蜕变出来，是因为它存在的基础发生了重大的变化，即这一模式将不再以银行为基础，资本市场将取代商业银行而成为其运行基础(吴晓求，2001)。这是两种截然不同的判断，但都有各自的实践基础和成功案例作为支持。德国模式支持了第一种观点，即无论金融体系如何发展变化，银行仍将是它的核心和基础。

戴莫古克·康特等(Demirguc·Kunt and Maksimovic, 1995)在运用实证方法研究了股票市场发展对公司融资的影响后认为：(1) 一国银行业发展水平与该企业总体资产负债水平存在明显的正相关关系；(2) 一国股票市场的发展水平与该企业总体资产负债水平存在一定的负相关关系，但是这种关系很不明显。如果进一步将样本分成已经拥有发达股票市场和正在发展股票市场这样两类国家，他们得出的结果是：(1) 在股票市场已经十分发达的国家，市场的进一步发展会导致股权融资对债权融资的替代；(2) 对股票市场不发达但正在发展的国家来说，股票市场的发展反而导致大公司的资产负债率提高，而小公司的资产负债率没有受到正面或负面的影响，基本保持不变。这就是说，处于初级阶段的股票市场经过一定的发展反而会提高公司的债务-权益比例，从而给商业银行创造更多的业务机会。因此，对于金融市场不甚发达的发展中国家而言，股票市场和银行业发挥着不同的但却是互补的作用，并不存在着明显的替代效应，因此发展中国家的股票市场和银行业可以同时得到发展。

戴相龙(2002)认为我国股票市场的进一步发展可以使更多的居民储蓄直接转化为公司资本金，从而可以通过降低公司的资产负债率增强其借款能力，这就可以为商业银行创造出更多的贷款



和投资机会,十分有利于我国商业银行的改革和发展。几乎同时,周小川(2002)提出由于资本市场可以发挥资源配置、价格发现、风险管理和公司治理等四个方面的功能,我国必须大力发展以股票市场为主的资本市场。他在另一次讲话中也强调股票市场的融资过程同时也是推进我国企业改革的一个重要环节,包括股份制改造、强化管理、改善公司治理结构、建立激励机制、公司重组,剥离非核心业务等(周小川,2001)。由此可见,尽管出发点有所不同,我国央行和证监会两大金融监管部门都高度重视股票市场的建设,但这并不代表我国已经选择了发展以股票市场为基础的融资模式。事实上,我国国有商业银行的股份制改造和内部管理的完善一直在不断深入,银行业在金融体系中的地位仍然十分稳固。

值得注意的是,股票市场的发展和金融市场的开放虽然会给商业银行带来一定的发展机遇,但是也会不可避免地破坏银行和企业之间长期建立起来的承诺和信任关系。<sup>①</sup>梅耶(Mayer,1994)认为,股票市场一旦对公司开放,公司的股权结构就会因股票融资的扩大而逐渐分散,许多持股比例较小而且是不知名甚至是匿名的投资者将充斥整个公司,这种分散了的股权结构特别容易损害银行与公司之间的长期承诺关系。这样,银行在公司的困难阶段就不会提供支持性的贷款,这就更加促使公司寻求股票融资。相比之下,在股票市场不发达的地区,公司的融资渠道主要是银行,其股权结构也就不会分散,而集中的股权结构有利于维持公司对银行的长期承诺,银行也愿意在困难阶段向公司提供贷款。因此,信贷市场的高度竞争和金融市场的开放会损害银行与公司之间的承诺和信任关系。日本在20世纪80年代逐渐放松了对金融市场的管制,这使得包括股票市场在内的证券市场获得了较大的发展,

---

<sup>①</sup> 比如彼特森和拉贾就认为竞争性的信贷市场不利于银行与企业建立密切的关系。参见 Petersen and Rajan,1995。

这对日本传统的银企关系带来了深远的影响。星岳雄等人(Hoshi et al., 1990a)指出日本一些业绩较好(如托宾 Q 值较高)、增长较快的公司逐渐减少了与传统的主银行之间的信贷关系,而是通过发行债券获得大量融资,也就是说,质量较好的公司首先离开了银行而寻求市场融资。如果这一现象继续蔓延,日本主银行也就不会在公司困难时期给予以往的鼎力支持了。

## 二、本书的研究对象和政策意义

目前,我国正处在市场经济体系建设的关键时期,其中融资模式的选择是这一制度构建过程中的重要一环。积极借鉴西方发达国家在融资模式选择上的有益经验,深入研究不同融资模式特别是以美国为代表的市场主导型融资模式在发展过程中出现的种种问题和解决方案,结合国情思考具有中国特色的融资模式的设计,是本书的主要目的。

我国现有的融资模式呈现出动态的发展趋势。从静态观点看,国有商业银行占绝对主导地位,各种特征比较接近银行主导型模式;从动态观点看,我国的股票市场发展迅速,融资模式似乎正在朝市场主导型发展。对于这种动态变化过程中的融资模式来说,比较两大最具代表性的融资模式无疑具有重要的理论和实践意义。应该承认,中国股票市场建立十多年来,取得了令世界瞩目的成就,走完了资本主义国家上百年的发展历程;中国的银行体系改革也迈出了重要的步伐,原有的国营专业银行成功改组为国有商业银行,新兴的股份制商业银行和城市商业银行不断涌现,若干家股份制商业银行已经成功通过股票市场向社会公众公开发行了股票从而成为上市银行。然而,尽管我国现在已经基本拥有了较为完整的金融市场,但金融市场的真正内涵却远远没有得到充分地挖掘,其运作质量较为低下。我国年轻的金融市场在外延不但拓展的同时似乎在重蹈西方发达市场体系的覆辙,金融市场虽然