

融资结构的变迁研究

劳 平 著

中山大学出版社

·广州·

版权所有 翻印必究

图书在版编目 (CIP) 数据

融资结构的变迁研究 葛平著 广州: 中山大学出版社,

2004

(岭南经济学术文库) 葛元, 王珺主编)

陈星苑 陈星苑 陈星苑 陈星苑

I 融... II 葛... III 融资—研究 IV 经济—理论

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2004) 第 12345 号

责任编辑: 李 文

封面设计: 大 象

责任校对: 李 引

责任技编: 黄少伟

出版发行: 中山大学出版社

编辑部电话 (020) 85343333 85343333

发行部电话 (020) 85343333 85343333

地 址: 广州市新港西路 135 号

邮 编: 510275

传 真: (020) 85343333

印 刷 者: 中山大学印刷厂印刷

经 销 者: 广东新华发行集团

规 格: 16 开 印张 12 千字

版 次: 2004 年 1 月第 1 版

印 次: 2004 年 1 月第 1 次印刷

定 价: 15.00 元

本书如有印装质量问题影响阅读, 请寄回出版社调换

内 容 提 要

融资结构指直接融资和间接融资的相互关系和量的比率。笔者选择融资结构的变迁作为研究主题，以便为我国金融体系融资结构战略的构建提供理论上的依据。

本书首先从银行体系和证券市场的功能差异出发，以金融功能的扩展和提升为突破口，建立了一国融资结构变迁的理论分析框架。一方面，结构决定功能；另一方面，功能的需求引导结构的变化。由于银行体系和证券市场客观存在的功能差异，随着金融功能的不断演进，一国的融资格局随之呈现出从间接融资主导转向直接融资主导的态势。

在实证研究方面，笔者发现并解释了一国融资结构的变迁和非金融企业外部融资结构的变化在实证层面的不一致：典型国家的总体融资格局均呈现出从间接融资主导转向直接融资主导的态势，而企业融资层面的数据并没有明显的迹象显示出这一特征，表明金融体系的基本功能已不限于资金融通的需要。

最后，笔者联系融资结构变迁的政策性含义，结合我国现实，构建了我国融资结构的长期和短期战略。

作者简介：劳平，1981年获中山大学经济学硕士学位，同年起在中山大学岭南学院任教，1994年获经济学博士学位。主要研究领域为金融结构与金融发展、金融市场，曾发表论文数篇及专著一部。

“岭南经济学术文库”编委会

编委会主任：舒 元 王 珺

编委（按姓氏笔画排序）：

王则柯	王美今	王 珺
申曙光	许罗丹	陈 平
陈功玉	陈浪南	陆 军
李胜兰	张建琦	林 江
杨卫华	黄静波	舒 元

目 录

第一章 导论	(员)
第一节 问题的提出、研究范围的界定和主要结论	(员)
一、问题的提出	(员)
二、研究范围的界定	(源)
三、主要结论	(员)
第二节 结构安排、研究方法和研究成果	(员)
一、结构安排	(员)
二、研究方法	(员)
三、主要工作	(员)
四、主要创新和不足	(员)
第二章 金融结构理论的文献综述	(圆)
第一节 早期的理论研究	(圆)
第二节 戈德史密斯与《金融结构和金融发展》	(圆)
第三节 金融结构与经济增长理论的发展	(猿)
一、金融结构的界定和衡量	(猿)
二、金融结构的比较	(源)
三、金融结构的变迁	(缘)
第四节 不同阶段金融结构理论的评述	(缘)
一、金融结构“两分法”的由来	(远)
二、“两分法”的不足	(远)
三、对金融结构问题的重新审视	(远)
第三章 融资结构变迁的理论分析	(远)

第一节 融资结构变迁的理论分析框架	(页码)
第二节 金融功能的演进	(页码)
一、金融功能的归类	(页码)
二、银行体系和证券市场的功能差异	(页码)
三、金融功能的演进及特征	(页码)
第三节 融资结构的变迁	(页码)
一、融资结构变迁的外在动因	(页码)
二、融资结构变迁的内在动因	(页码)
第四章 融资结构变迁的实证研究	(页码)
第一节 指标的选取	(页码)
第二节 融资结构变迁的数据支持	(页码)
一、宏观层面的融资结构变迁	(页码)
二、微观层面的融资结构变迁	(页码)
三、实证结果及其解释	(页码)
第三节 不同国家融资结构变迁的比较	(页码)
一、不同国家融资结构变迁的共性和特殊性	(页码)
二、政府在融资结构变迁过程中的作用	(页码)
第五章 融资结构变迁的政策含义	(页码)
第一节 中国改革开放以来融资格局的变动	(页码)
一、中国金融体制改革的简单回顾	(页码)
二、中国改革开放以来融资格局的变动	(页码)
第二节 中国融资结构战略的构建	(页码)
一、制定融资结构战略的几个出发点	(页码)
二、构建中国的融资结构战略	(页码)
附录	(页码)
参考文献	(页码)
后记	(页码)

第一章 导 论

本章是全书的总括性说明，包括选题原因、研究范围的界定、主要结论、结构安排、研究方法、笔者所做的主要工作以及主要创新和不足。

第一节 问题的提出、研究范围的界定和主要结论

一、问题的提出

本书的研究主题是一国融资结构的变迁规律。促使笔者以此为题的原因主要有以下几方面：

（员）中国经过 圆园 多年来的金融体制改革，金融结构和发展水平都得到了较大的改善，但随着改革的继续深入，在不少问题上存在争议。其中的一个关键问题便是融资结构的战略选择：目前金融

体系的结构调整应由间接融资还是直接融资为主^①？如何处理两者之间的关系？少数学者持比较极端的观点，认为银行最终会消失，金融体系完全可以通过货币市场和资本市场发挥其全部功能，这意味着以银行为中心的间接融资将最终被直接融资所取代。如美国著名学者兹维·博迪（在增刊中）在接受所著《金融学》中文译本^②出版者的采访时就提出：“必须抛弃银行”^③。依据是银行在 20 世纪 80 年代以后已不再是合适的组织结构，使美国幸免于日本及以银行为金融结构基础的其他亚洲国家发生危机的惟一原因，是因为美国有一个充满竞争的金融市场。银行及银行系统正逐步消失，在竞争作用下，它被一些满足家庭需要的专业机构如货币市场共同基金和其他种类的共同基金所取代。国内一些学者也持类似的观点。如吴晓求（2004）提出了“资本市场中心论”，在当前我国资本市场理论研究中有一定的影响力。他明确提出资本市场是现代金融体系的核心和基础，认为资本市场催生着现代金融体系的形成和发展，资本市场的发达与否是一国金融体系由传统构架走向现代构架的标志。而且资本市场的发展对经济和金融运行的影响是革命性的，资本市场发展的结果会使资源载体和资源配置方式都发生变化，极大地提高资源配置的效率。而更多的学者认为，银行和市场是互补而非替代的关系，也即间接融资和直接融资都不可或缺，都是金融体系必不可少的组成部分。要解决在这一问题上的争议，首先必须充分认识融资结构的变迁规律，才能摆脱“不识庐山真面目，只缘身在此山中”的局限，并有助于适宜的融资结构战略的制

① 金融有广义与狭义之分。狭义金融指的是融通资金的行为或活动，等同于融资。广义金融根据《中国金融百科全书》修订版的定义，理解为凡是涉及货币供给、银行与非银行信用，以证券交易为操作特征的投资、商业保险，以及以类似形式进行运作的行为或行为的集合。本文中出现的“直接金融”、“间接金融”使用狭义金融的概念，等同于“直接融资”、“间接融资”；其余如“金融体系”、“金融部门”等术语均使用广义金融的概念。

② （美）兹维·博迪，罗伯特·特沃莫顿：《金融学》，中国人民大学出版社，2004 年。

③ 博迪：《金融体系的功能观点》，选自廖理，汪韧和陈璐：《探讨智慧之旅：哈佛、麻省理工著名经济学家访谈录》，北京大学出版社，2004 年第 1 版，第 25-26 页。

定。

(圆) 日本在“二战”后优先发展间接金融，实现经济腾飞后，转而大力推进金融自由化，侧重直接金融的发展。然而，日本在直接金融快速发展的过程中于 20 世纪 90 年代末 21 世纪初遭遇了泡沫经济的破灭，陷入了十余年的经济低迷期，最近才出现复苏的苗头，其中的经济教训值得总结和借鉴。

(猿) 1997 年亚洲金融危机发生之前，人们普遍认为东亚模式取得了极大的成功。在金融领域，间接融资为主导的金融结构曾经帮助东亚各国实现了经济的高增长。遗憾的是，东亚国家在实行金融自由化和金融市场的对外开放，也即转向更加市场化的直接融资为主导的金融体系的过程中，由于对这一高风险的制度变迁的程序、时机和速度把握不当，以及传统金融体制的残存影响和国际经济环境的变化，东亚的金融转型过程发生了脱序最终导致了危机的爆发。

以上种种现实问题表明，在经济全球化、经济金融化、金融全球化的今天，一国融资结构的变迁对一国经济乃至世界经济都有着举足轻重的作用。因而有必要对融资结构的变迁规律进行探讨，以便为我国金融体系融资结构战略的构建提供理论上的依据。

另外，从理论研究的角度而言，在整个 20 世纪，经济学家关于金融结构与经济发展关系的研究，始终围绕着银行主导型和市场主导型金融结构在推动金融和经济发展上的孰优孰劣而展开，重点在国别间的横向比较，对一国金融结构的历史演变缺乏应有的关注，金融结构变迁的理论研究仍有待系统的深入研究。

基于理论和实践两方面的考虑，笔者选择融资结构的变迁作为研究主题，试图对一国融资结构的变迁规律进行探索，力求为丰富金融结构和金融发展的理论研究及中国的金融体制改革贡献微薄之力。

二、研究范围的界定

本书探讨的是融资结构的变迁规律，因而首先要对融资结构作出界定，说明融资结构和金融结构之间的关系以及融资结构的构成。

融资结构和金融结构

戈德史密斯（1969）最早对金融结构的定义和衡量进行了系统的研究。他认为各种金融工具和金融机构的形式、性质及其相对规模共同构成一国金融结构的特征，从数量上描述，金融结构不是一个单一的指标，而是一套指标体系。笔者认为，戈德史密斯对金融结构的定义过于狭窄，仅限于金融机构和金融工具的相互关系和数量的比例。笔者倾向于采用白钦先教授对金融结构的定义：“金融结构是金融相关要素的组成、相互关系与量的比率。”

融资结构是金融结构中的一种，也是金融结构中的核心结构。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方式：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组成、相互关系与量的比率，因而是金融结构的核心内容。

本书研究的是融资结构的变迁规律，而非全部金融结构的变化。值得注意的是，戈德史密斯主要是从量性发展的角度考察金融结构的变化，将金融结构数量上的变化等同于金融发展，忽略了量性发展和质性发展的区别。这是笔者在研究中需要加以避免的。

另外，本书的考察对象是一国总体融资结构的变迁。谈到融资结构，学术界通常关注的是公司的融资结构，以及与公司融资方式的差别相联系的不同国家在银企关系、公司的股权结构、公司治理

和市场约束等诸多方面表现出的差异，即从微观的角度考察公司的资本结构及其相关问题。资本结构指公司短期和长期负债与股东权益的构成。然而，笔者将不拘泥于对公司微观的、静态的考察，更注重从总体的宏观的层面上去把握一国融资结构的变迁。当然，本书并没有把公司的融资结构排除在外，而是考察范围比之更广，例如政府债券不属于公司融资的范畴，却包含在本书的研究范围之内。

不仅如此，笔者将注重一国融资结构的动态变化，从尽可能长的历史区间去把握典型国家融资结构演变的轨迹并从中寻求其共性和特殊性。虽然不同国家或者一国不同发展阶段的融资结构均呈现出明显的差异，但总体融资格局的变动还是有迹可循的。

二、间接融资与直接融资的划分

根据定义，融资结构是一国间接融资和直接融资的相互关系及量的比率。那么，如何区分间接融资和直接融资？关于两者的划分，界定的标准并不统一。格利和肖在其专著《金融理论中的货币》运用初级证券（*Primary Securities*）和间接证券（*Indirect Securities*）来定义直接金融和间接金融^①：

“……从最广泛意义上说，初级证券包括非金融性支出单位的所有负债和被他人持有的股票，这些支出单位的主要职能是生产和购买当期产出，不去发行一种证券以购买另一种证券。初级证券与间接证券相对，后者专指金融机构所发行的证券。……货币系统的中介作用使消费者储蓄流向企业投资的间接金融得以实现。直接金融把初级证券倒入消费者的资产篮子，而间接金融则用货币代替这些资产篮子中的初级证券。”

西方学者大致遵循这种划分方法。如乔治·考夫曼在其编著的教材《现代金融体系——货币、市场和金融机构》中按照上述界定给出了以此来区分直接金融市场（*Direct Financial Markets*）和间接金

^①（美）约翰·格利，爱德华·肖著：《金融理论中的货币》（中译本），上海三联书店，上海人民出版社，1981年第1版，第5-6页。

融市场（陈平译：《现代金融体系——货币、市场和金融机构》）或中介金融市场（陈平译：《现代金融体系——货币、市场和金融机构》）的图示^①。如图 1 所示，盈余部门（陈平译：《现代金融体系——货币、市场和金融机构》）指资金盈余部门，赤字部门（陈平译：《现代金融体系——货币、市场和金融机构》）指资金赤字部门，图中的次级证券（陈平译：《现代金融体系——货币、市场和金融机构》）也即格利和肖所指的间接证券。

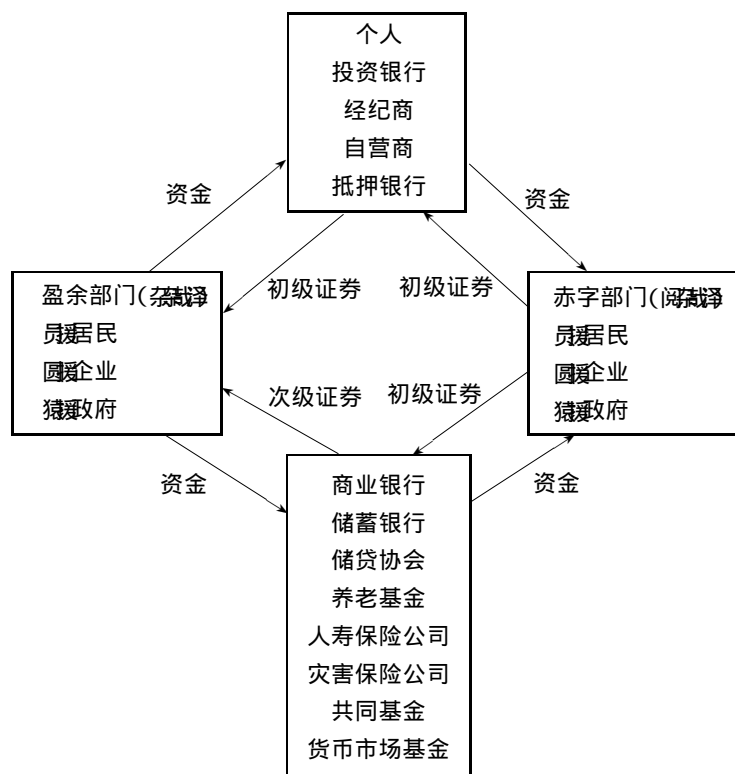


图 1 资金从盈余部门到赤字部门的传导机制

^① (美) 乔治·考夫曼著, 陈平等译:《现代金融体系——货币、市场和金融机构》(第六版), 经济科学出版社, 2000 年第 1 版, 第 1 页。

国内学者并不完全赞同这种划分方法。如黄达在其著作《金融——词义、学科、形势、方法及其他》中对此加以注解^①：

“现在，对间接融资和直接融资的区分，界定的标准好像并不统一。本书采用的区分标准是：通过金融中介机构（不论是银行还是其他金融中介机构）以还本付息为条件的借贷行为属间接融资；以‘买卖’股票、债券、衍生工具以及类似性质的金融工具的方式融出融入资金（不论经过几层金融中介机构的运作），均视为直接融资。是否妥当，可另作讨论。”

格利和肖、考夫曼与黄达在对间接融资和直接融资的界定上存在一些差别。前者认为界定标准是有无间接证券的存在；后者以是否通过金融中介机构进行借贷为标准。例如，按照前者的标准，居民购买企业股票属于直接融资，银行购买企业股票应纳入间接融资的范畴；而按照后者的观点，居民或银行购买企业股票都应视为直接融资。

从理论上讲，笔者倾向于前一种划分方法，因为银行是负债型企业，自有资本仅占资产总额很小的一部分，银行购买企业股票的资金来源主要是居民存款，因而视之为间接融资是恰当的。但是在数据的统计上，采用后一种观点更易于操作，例如将企业对公众和对银行或其他金融机构发行的股票逐一分开统计就很困难。而且对企业而言，它所发行的债券或股票由谁来购买并不重要，而从银行获得贷款与通过资本市场筹集资金就存在很大的差别。不仅如此，就算是采用前一种观点的学者，在企业融资问题上仍然视发行股票或债券等有价值证券为直接融资，视银行贷款为间接融资。基于理论和实践层面的多方考虑，本书实际上采用了后一种观点，资金短缺者从银行等金融机构获得贷款被视为间接融资，通过发行票据、债券或股票等有价值证券筹集资金被视为直接融资。

^① 黄达著：《金融——词义、学科、形势、方法及其他》，中国金融出版社，1998年，第1页。

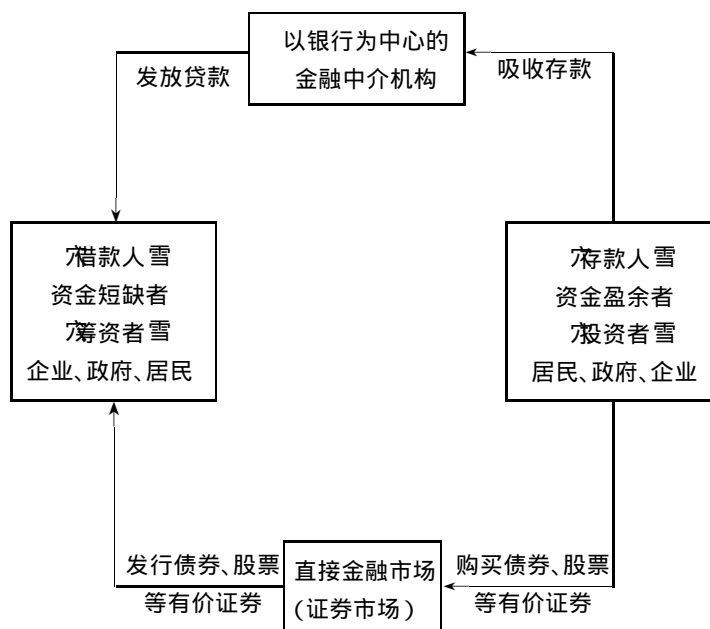


图 员原圆 金融体系的融资结构

概括地说，间接融资指由金融中介机构^① 充当信用媒介来实现资金在盈余部门和短缺部门之间的流动的融资方式或活动；直接融资指资金短缺部门在金融市场上直接发行票据、债券或股票等有价证券的融资方式或活动。根据笔者采用的区分融资方式的标准，金融体系的融资结构可以用图 员原圆表示。需要指出的是，按所交易证券的期限在一年以上与否，直接金融市场又可进一步划分为短

^① 金融中介机构（金融中介）与金融中介（金融中介）应区分开来：前者指间接融资中的金融机构，后者指间接融资过程。国内也有人将金融中介（金融中介）译作“金融中介体”。金融中介机构与金融机构（金融中介）也应区分开来。如证券公司是直接融资过程中的金融机构，但不在金融中介机构之列。另外，应当指出的是，由于界定标准的差异，本文中的金融中介机构仅指在资金短缺者和资金盈余者之间充当信用中介的金融机构。（米什金，《货币金融学》；谈儒勇，《金融发展理论与中国金融发展》）

期证券市场和长期证券市场（包括股票市场和一年以上的债券市场），本书统称证券市场。

獭援间接融资与直接融资的特征

间接融资与直接融资虽然都是一种融资活动，但各具有明显的不同。间接融资具有以下特征：①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。②短期性。在发达的市场体系中，银行贷款一般以中短期为主，因此间接融资相对而言具有短期性。③非流通性。银行对企业的债权流动性很小，虽然这一市场正在形成，但相对证券市场上的债券和股票而言可以说不具流动性。④相对集中性。在社会资金融通体系中，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。⑤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。⑥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面对银行的严格监督，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放资金的安全。而且商业银行受到中央银行的监管，不少国家建立了存款保险机制，资金供给者面临的风险较小，但也意味着获得的收益较低。

和间接融资相比，直接融资具有如下相反特征：①直接性。资金供需双方直接建立股权股利或债权债务关系。②长期性。通过直接融资方式获得的资金，其使用期限大多在一年以上，相对间接融资而言具有长期性。③流通性。由于直接金融的工具主要是票据、债券和股票等有价值证券，可以在二级市场上出售转让，因而具有较高的流动性。④分散性。对直接融资来说，无论借者、贷者都分散地进行融资活动，其中既没有借者的集中也没有贷者的集中。⑤融资者在资信方面存在一定的差异性。直接融资的交易在资金供求者之间个别进行，众多资金短缺者信用程度各异，筹集资金的成本或提供的收益率各不相同。⑥投资风险相对较大。资金需求者和众多

的资金供给者之间往往存在严重的信息不对称问题，个别资金供给者尤其是小额资金供给者，很难监督资金需求者的资金运用，面临的投资风险较大，但高风险也为投资者提供了获得高收益的机会。

在间接融资和直接融资的区别中，比较引人瞩目的是金融机构在其中所起的不同作用。在间接融资活动中，以商业银行为主的金融中介机构发挥了信用中介的职能。金融中介机构以债权人、债务人的身份介入融资活动中，以负债的形式从资金盈余者取得资金，以资产的形式提供给资金短缺者，存贷的利息差异成为其主要的利润来源。而在直接金融活动中，理论上不需要金融机构的介入，而由资金供求双方直接通过金融市场进行融资活动，但现实中这一过程离不开专业化的金融机构如投资银行或证券公司的参与，而且资金供给方日趋机构化，即共同基金、养老基金、保险公司等金融机构作为为数众多的个别资金盈余方的代表在金融市场上表现得越来越活跃。然而区别于间接融资，金融机构在直接融资中并不以债权人或债务人的身份介入融资活动，而是或者为交易双方提供专门服务，通过收取手续费的方式获取收益，或者以实现资产增值的方式获得回报。参与前者的金融机构主要是以商业银行为主的存款性金融机构，在美国，为商业银行、互助储蓄银行、储贷协会、信用合作社；参与后者的金融机构则主要是非存款性金融机构，同样以美国为例，包括投资银行、共同基金、养老基金、保险公司等金融机构。

以商业银行为主的间接融资和以证券市场为主的直接融资各具有不同的特征，提供的功能也不尽相同。融资结构在不同经济发展阶段随经济个体对金融体系的功能扩展和提升需求而变动，因而一国融资结构的变迁并非无迹可循，而是呈现出一定的规律性。

三、主要结论

本书通过理论上的深入分析和进一步的实证研究，得出一国融资结构的变迁呈现出从间接融资主导逐渐转向直接融资主导的趋势的结论。本书的结论符合白钦先教授对间接融资和直接融资的不平行和不对称发展问题的观察。白钦先教授提出了“金融倾斜及其逆转”的概念来对之进行概括。“金融倾斜”指融资结构以间接融资为主，“逆转”指融资结构从间接融资为主转向直接融资为主。白钦先教授 1989 年就在其著作《比较银行学》中对这一问题予以论述^①：

“就世界各国金融业和金融业务方式的历史发展而言，一般是先有间接金融，后有直接金融；先有短期金融业务，后有长期金融业务。而且，在间接金融与短期金融之间，直接金融与长期金融之间，有一种大体上的对应关系。这两组对应因素不仅在产生发展的时间上明显地一个在前，另一个在后，远不是平衡的；而且在业务总量或市场占有率方面，也远不是均衡的，即间接金融所占比重大大超过直接金融，即使是直接金融发达的国家也是如此。我们将间接金融与直接金融间这种不平行发展和不均衡发展称之为金融倾斜。”

在《比较银行学》再版时，白钦先教授进一步明确总结了“金融倾斜的逆转”的态势^②：

“自 1980 年代后期以来，由于全球各国，特别是发达国家经济与社会发展的一系列历史性巨大变化的结果，产生非银行金融的迅猛发展，融资非中介化证券化的发展，这一切最终导致原有金融倾斜

^① 白钦先主编：《比较银行学》，河南人民出版社，1989 年第 1 版，绪论第 5 页。

^② 白钦先主编：《比较银行学》，河南人民出版社，1992 年第 1 版。