

总 报 告

我国直接融资尚处于初级发展阶段，未来存在较大发展空间。但目前我国直接融资存在很多问题，市场运作、政策法规、政府监管等都亟待完善。为保证我国直接融资健康发展，需消除融资中存在的所有制歧视；调整上市公司的品质结构，逐步放弃国有股、法人股不能上市流通的做法；实行新股可全部上市流通，还企业债券本来面目，大力发展企业债券融资；积极稳妥地发展国债融资，加强国债融资规模的合理界限研究。

我国直接融资方式发展趋势 及政策建议

随着我国经济体制由计划经济向市场经济转换，投融资体制发生了巨大变革。尤其是近几年，围绕我国资本市场的建立和直接融资方式的发展，政府有关部门和企业界进行了大胆和卓有成效的改革，直接融资与间接融资已经成为企业取得外部资金的两种基本方式。未来我国直接融资方式发展的趋势怎样？如何促进和保证我国直接融资方式的健康发展？这是当前人们普遍关心的问题。

本课题将以企业外部融资为重点，分析我国直接融资方式及其具体融资形式（股票、企业债券、国债）的发展现状及存在的问题，对我国直接融资方式的未来发展趋势进行预测，并就保证我国直接融资方式的健康发展提出政策建议。

一、我国直接融资方式发展概况

90年代以来，我国直接融资（国家直接融资和企业直接融资）方式发展迅速，融资规模^①从1990年的392.28亿元发展到1997年的4754亿元，年均递增速度为43%。直接融资在全社会融资结构中的比重从1990年

^① 这里的直接融资规模根据《中国证券统计年鉴》（1998）第8~10页有关数据整理。

的 7.1% 提高到 1997 年的近 25%。直接融资比间接融资规模的年均增长速度 (14%) 高出 29 个百分点。

就直接融资内部结构的现状看, 1997 年国债 (包含国库券、财政债券、国家建设债券、国家重点建设债券、特种债券、保值公债、定向债券) 占我国直接融资总额的绝大部分 (72%), 企业发行的股票 (占 20%) 和企业债券 (占 8%) 在直接融资中所占比例很小。

在企业外部融资结构中, 股票融资 90 年代以来发展很快, 上市企业由 1992 年的 53 家增加到 1997 年的 745 家, 融资额从 1990 年的 4.28 亿元发展到 1997 年的 655.06 亿元, 年均增长速度接近 100%。企业债券在 1992 年获得较大规模的发展, 在直接融资内部曾占到 50% 的份额。1993 年后比重迅速下降, 徘徊不前。1997 年按企业外部融资口径统计的直接融资的比重约为 10% 左右。^② 此外, 未上市企业筹集的资金很难估计。

从中长期资金融通结构 (包括股票、债券与金融机构的中长期贷款) 考察, 在我国 1997 年企业和政府中长期融资总额中, 直接融资的比重为 67.8%, 间接融资为 32.2%。这表明直接融资在我国长期资源的配置中已占有不容忽视的地位。1997 年, 我国通过股票筹资 1300 亿元, 发行国债 2412 亿元, 发行企业债券 200 亿元, 三者合计约为 3900 亿元, 占当年国内生产总值的 5.2%。1998 年直接融资规模继续扩大, 当年境内外股票筹资约

① 《中国统计年鉴》(1990~1998 年)

数据来源: 1998 年《中国证券期货统计年鉴》第 86、第 2 页。

500 亿元（其中 A 股筹资 440 亿元，B 股、H 股筹集外资 7.7 亿美元）发行国债 3891 亿元（不含向商业银行发行的 2700 亿元特别国债），二者合计占当年 GDP 的 5.5%。比上年提高了 0.2 个百分点。

与国际上其他国家（无论是发达国家还是主要发展中国家）相比，我国直接融资的比重相对较低。特别是从企业外部融资的角度进行比较，国际上其他国家的间接融资的比重通常是在 70% 以下，而我国企业对银行贷款的依赖至今还在 90% 左右。应当指出，我国是世界上最大的发展中国家，尚处于社会主义初级发展阶段，从总体上看，在今后相当长的时期内，间接融资在我国企业外部融资中仍将处于主导地位。但也要看到，直接融资在我国还存在很大的发展空间，随着我国经济的不断发展和改革的不断深入，未来直接融资在我国企业外部融资中的比重必将不断扩大。

二、股票、债券等直接融资形式的发展状况

1. 股票融资。90 年代以来，随着资本市场的发育，到 1997 年底，在我国沪、深两个交易所上市的公司已达 745 家，股本总数达 1899.82 亿股，总市值达 17529.23 亿元，占国内生产总值的 23.44%，其中，流通股（A）达 440 亿股，流通市值为 5204.42 亿元，占 GDP 的比重为 7%^①。

我国股票市场是伴随国有企业的股份制改革逐步发展起来的。到 1997 年底，512 家国家重点支持的大中型企

见第 4 页注^②。

业中已上市的有 186 家，占总数的 36%；120 家试点企业集团中的核心企业已经上市 59 家，占 49%；100 家现代企业制度试点企业中已经上市 49 家（1998 年又有很大的发展，我们还未及统计）。新股发行中约有 80% 的额度用在了基础产业、高新技术产业和支柱产业。

2. 企业债券融资。在早期统计的企业外部直接融资中，企业债券曾占主导地位，1990~1996 年累计发行了 2027.35 亿元，而同期股权融资累计只有 550.03 亿元^①。但是，自 1993 年以来，企业债的发行额却回落到二三百亿，直到目前始终徘徊不前。

3. 国债融资。我国国债融资增长迅速。国债发行额从 1990 年的 197 亿增长到 1997 年的 2411 亿元，年均增长速度达 43%，截至 1996 年底，国债发行余额约为 5500 亿元^②。1996 年我国国债一级市场进入市场化轨道：滚动发行，试行分别以价格、收益率、缴款期限为标的的招标方法，引进贴现概念，尝试 10 年期、7 年期复息国债发行。在二级市场，到 1996 年底在深、沪证券交易所挂牌交易的国债现货品种 18 只（深、沪各 9 只），国债回购品种 17 只（深 9 只，沪 8 只）。两个市场的国债现货、回购全年累计成交金额达 18037.88 亿元。

我国国债余额占 GDP 的比重较低，从余额角度考察，1997 年国债规模占 GDP 的比重（这是一个国际通用的考察一个国家政府债务负担的重要指标）仅为 8%。无论与发达国家还是与发展中国家相比都是很低的。

①、 数据来源：1998 年《中国证券期货统计年鉴》第 8~9 页。

三、我国直接融资方式发展中存在的问题及其原因

(一) 直接融资规模偏小，覆盖范围不全

1. 直接融资规模偏小。我国直接融资比重约占 25% 左右，扣除国债部分，直接融资在企业外部融资来源中只占 10% 左右。而在美国，企业发行股票债券等直接融资占企业外部融资的比重高达 50% 以上，日本也在 30% 左右。

我国现实经济发展和体制改革对直接融资的需求量十分巨大。今后几年，全国 512 家国有重点企业中将可能有 319 家通过资本市场进行直接融资，120 家试点企业集团中有 63 家集团的核心企业需要上市融资，100 家进行现代企业制度试点的企业还将有半数以上要发行股票筹资。此外，按照“十五大”提出的对国有经济进行战略性改组的要求，国有资本将从一些非国民经济行业退出，而国有资本退出与非国有资本的进入，则需要通过企业资产重组，通过上市企业股权（包括国有股）的流动和非上市企业股权流动来实现。我国现有国有资产约 11 万亿元，其中负债 6 万亿元，所有者权益 5 万多亿元，已经进入资本市场的约有 2500 亿元左右，不到 0.5%。如果目前的 5 万亿元所有者权益中有 20% 左右进入资本市场，对重组资金的需求最低也将达 1 万亿元以上。倘若再考虑到我国未来的基础设施建设、高新技术产业增量投资以及非国有单位的投资需求，全社会对直接融资的需求数量将更为惊人。

2. 直接融资的覆盖范围不全。首先，在全社会直接

融资总量中，非国有企业所占的比重很低，国有企业在全社会直接融资总量中所占比重很高（占 90% 以上）。其次，在经济发展中占有重要地位的广大中小企业缺乏直接融资渠道，尤其是一些高科技中小企业的融资渠道十分狭窄。再次，直接融资工具不足，除国债外主要是股票和少量的封闭式证券投资基金；效益好、能上市流通的企业债券数量较少；管理规范、运营良好的投资基金也不多。

3. 证券市场的投资者以散户为主，机构投资者所占比重太低。美国 1996 年私人养老基金、政府公务员养老基金及保险基金三者合计约占股票市场份额的 28.5%，其他类别的投资基金占 14.8%。目前，在我国从事股市投资活动的机构主要是国家批准发行的证券投资基金，而养老基金、保险基金和国有企业等潜在的机构投资者均不允许进入股市，这使得散户投资者成为二级市场运作主体。据 1998 年 8 月末数据，在我国股市全部投资者中，散户投资者所占比重高达 99.6%，机构投资者所占比重不足 0.4%。

4. 债券流通市场有待进一步发育。目前全国公开发行并上市交易的企业债券只有 10 只左右，绝大部分企业债券不能上市流通。从国债市场看，凭证式国债发行量过大，并且不具备所有权质押功能，流动性存在严重缺陷。国债品种和期限结构不完善，短期国债和长期国债品种少、数量小。1998 年末发行的短期国债品种，10 年期以上国债只约占全部发债总额的 57.15%。这与国外发达国家（例如日本长期国债约占 70%~80%）存在较大差距。市场可流通国债数量严重短缺，1998 年全年发行的 6473.6 亿元国债中，不可上市流通的占 41.5%，即使是

3790 亿元可流通国债品种（2700 亿元特种国债、1000 亿元 10 年期付息国债和 90 亿元 1998 年记账式国债）由于其全部为商业银行持有（4 家国有商业银行持有量占 99% 以上），且流通市场为全国银行间同业市场（该市场交易主体单一，有行无市），因此流动性很差。国债二级市场发展不足，深、沪两个交易所都能进行国债交易和银行间债务交易，而且这两个市场之间没有沟通渠道，严重限制了国债交易市场的进一步发展和规范。

（二）通过股权融资的上市公司的经济效益（净资产收益率）规律性滑坡；股票价值普遍高估，隐伏巨大金融风险

1. 通过股份制改革（即改制）后上市的国有控股公司经济效益（净资产收益率）呈规律性滑坡，总体盈利水平、盈利能力逐年递减，速度之快触目惊心。通过对沪、深两个交易所的上市公司的财务状况的统计分析表明，上市公司的效益（净资产收益率）滑坡是呈规律性的。它标志着企业总体盈利水平、盈利能力呈逐年递减，而且递减速度之快令人触目惊心。1994 年以前上市的公司 1994 年年终净资产收益率为 14.46%，而在 1997 年底仅有 4.85%，盈利能力每年衰减 30% 以上。1995 年上市的公司当年表现出的净资产收益率为 19.22%，到 1997 年下降到 12.49%。下降最为显著的是 1996 年上市的公司，1996 年当年净资产收益率为 21.99%，一年之后下降为 11.99%，盈利能力一年中竟丧失近 50%。

个别上市公司经营状况时好时坏是正常的，但上市公司总体上存在效益滑坡的现象不容忽视。不仅如此，“改制”上市公司还存在低效使用“无偿”资本后再度把企业

负债率推高的普遍现象。通过对 1994 年前在上海证交所上市的前 50 家公司的相关指标进行统计，从 1994 年年终报告到 1996 年中期报告，一年半的时间里，企业负债率从 44% 上升到 51%。人民银行上海分行的调查表明，上市公司在上市当年一般都能偿还部分银行贷款，但随着时间的推移，银行借款又重新回升。被调查的 9 家企业 1995~1997 年直接融资 3.8 亿元，而银行借款占资产的比重却由 39.8% 上升到 49.5%，其中 7 家企业的银行借款占资产的比重都高于上市融资前的比例。

通过股份制改革（即改制）后上市的国有控股公司低效运营的根源是我国股市的功能性缺陷，它主要来自大量的国有股及法人股不上市流通的制度制约，因此绝大多数国有及法人控股的公司受不到股市真正的威胁，其体制内部因“政企不分”导致的诸多外部和内部不“经济”的弊端，不仅依然存在而且膨胀起来，使企业一边享受种种优惠政策，一边我行我素地低效“自主”经营，以致我国目前的股票市场仅仅是为上市企业提供了一条融资渠道，丧失了应有的重要功能。

2. 阻碍我国直接融资方式资金配置效率提高的障碍在于制度性因素，而非证券市场发育程度。例如直接融资市场（包括股市和债市）准入方面的上市额度计划分配，上市公司的公股流通限制等等，都阻碍着资本按照市场要求流动。相对于这样的制度缺陷，信息有效性方面的缺陷（固然很明显）对资源配置效率的影响显得微不足道。

所以使用截至 1996 年中期报告的数据，受制于我们未能取得此后上市公司财务状况的系统数据。

3. 股票价值普遍高估，存在“股市泡沫”，隐伏巨大金融风险。我国上市企业股票价值普遍高估、存在“股市泡沫”的判断依据是，股票市场上的市盈率过高。沪、深两市 1997 年的市盈率平均分别为 41.8 倍和 46.6 倍，年底为 39.86 倍和 41.24 倍^①。也就是说，投资股市的收益率仅为 2.4% 和 2.1%，远低于当期的银行储蓄利率。

在我国，由于股票价值普遍高估所形成的“股市泡沫”有其独特的形成机制，它主要形成于相对稳定价位下的资产迅速贬值或者说价格的下降大大滞后于资产的贬值并非来自投资者的盲目买进，进而推高价位。资产贬值的上市公司所占比例很高构成一种系统性风险对我国股市形成了实质性威胁。可见，金融风险不仅存在于我国的商业银行体系之中，也正加速积蓄在我国的资本市场上。

（三）企业债券演变成“准国债”，导致其发展相对停滞，市场异常冷清

1. 国有企业发债主体缺乏信誉是目前制约企业债券市场发展的直接原因。

2. 企业债演变成“准国债”是企业债券市场难于发展的根本原因。

企业债变成“准国债”不利于企业债券这一直接融资形式的健康发展，一是使发债企业行为扭曲，导致推卸债务责任；二是使企业债券被视为“金边”债券，弱化了投资者的风险意识；三是造成资本市场利率结构扭曲（发债企业不能自主确定利率），导致企业债券的信用风险大于国债。

^① 1998 年《中国证券期货统计年鉴》第 87 页。

（四）国债利率未成为资本市场的基准利率

当前国债融资存在的主要问题是国债利率至今尚未成为我国资本市场的基准利率，限制了国债在国家宏观经济调控中发挥作用的空间。长期以来，政府未把国债发行、资本市场建设和利率市场化联系起来，只关注如何通过国债发行筹集资金。在国债利率的具体操作上是高于银行同期期限存款利率的水平吸引居民储蓄，所以我国资本市场的基准利率事实上是以国有商业银行的不同期限的定期利率来体现的。这表明我国资本市场存在严重缺陷。

（五）直接融资和资本市场运作欠规范

1. 各市场参与主体在直接融资的运作中行为不规范，违规运作现象比较普遍。一是各地区、各部门选择上市企业的标准和机制不健全，随意性较大；主管部门对企业上市的审批程序不完善，法规控制线条过粗，为股市的健康运行留下重大隐患。二是很多上市企业存在通过证券市场“圈钱”的意识，重筹资、轻转制，经济效益难以提高；部分上市企业利润分配行为不规范，信用意识淡薄，投资者的收益权难以保障。三是一些证券中介机构行为不规范，甚至为上市企业提供虚假的财务报表和审计报告，少数股评机构盲目传播错误的市场信息，欺骗和误导投资者。

2. 证券业自律意识有待进一步提高。我国证券业至今未能组成全国性的行业自律组织和行业管理协会。这是造成目前证券业相关企业自律意识普遍较弱、行业秩序比较混乱、违规操作现象大量存在的重要原因之一。

（六）政策法规建设相对滞后 监管方式有待完善

1. 政府制定直接融资和资本市场发展及监管政策的

观念相对滞后。目前，政府在监管目标上重筹资数量和融资规模控制，轻保护广大投资者的利益；在监管内容上重对证券公司的直接检查和监督管理，轻相关市场信息披露的真实性；在监管方式上重上市企业的行政性审批控制，轻对上市公司的市场监管。政府在制定直接融资和资本市场发展政策和监管方面的畸轻畸重，不符合市场经济的要求，是我国资本市场走向成熟的严重桎梏。

2. 政府对企业发行股票和债券融资仍然采取行政性审批办法。每年全国企业股票和债券的发行规模仍然由政府直接控制，单个企业通过股票和债券筹资的额度也由政府直接审批。企业上市要由中央政府主管部门和地方政府部门推荐。企业股票、债券融资采取行政主导的审批模式，受行业本位意识和地方利益影响，难免出现偏差，影响上市公司质量和企业发行债券的质量，影响股市和债市的健康平稳发展。

3. 政府对直接融资和资本市场的管理权限仍然比较分散。1998年机构改革后，按照分业管理原则，人民银行向证监会移交了证券公司批设和注销的监管权，证监会实行了对各地证券管理部门的垂直统一领导，政府对证券市场管理权限分散的状况虽然有所缓和，但管理权分散的状况依然存在。例如按照新的职能划分，企业股票上市由证监会组织审批和管理，而企业发行债券融资则仍然由国家计委和人民银行组织审批和管理，两种融资方式的审批管理权仍然分散在几个政府管理部门。证券市场管理权过于分散，程序过于复杂，一方面大大增加了企业进行直接融资运作的难度，另一方面不利于政府对证券市场进行集中和统一的市场监管。

4. 政府对直接融资和资本市场管理的政策法规，尤其是相应的执法监督制度需要进一步强化。80年代中后期以来，我国在规范直接融资和资本市场方面制定了一系列的法律法规，但这些法律法规在实施过程中经常出现偏差，其中的重要原因之一是对相关政策法规的执行状况缺乏有效的监督管理，对相关机构和个人的违法违规行为的执法处理力度偏轻，削弱了政策法规的效力。

四、我国直接融资方式发展预测(1999~2005年)

全社会直接融资在未来整个融资结构中的预测分为两部分：其一是企业外部融资中直接融资的预测；其二是政府债务融资，即国债发行规模和债务余额的预测。

本项研究以政府债务规模作为预测主线，结合当前关于我国国债规模、债务问题的讨论，预测不同财政政策所带来的未来债务规模的变动；同时，以某些“警戒线”作为我国债务规模的上限，预测未来政府债务政策运作空间。预测的重点放在直接融资的发展空间上，而不是未来直接融资方式在全社会融资总额中的具体比重和数值上。

假定从2000年起到“十五”期末的6年间，政府执行三种不同的财政政策，即年度财政平衡政策（赤字比率为0%）、扩张性的财政政策（赤字比率取3%）、温和的财政政策（赤字比率取1%），预测上述三种假定财政政策将会带来的未来的债务规模变化、直接融资规模变化以及2005年时全社会的融资结构。实际上我们着重预测的是未来政府债务的发行空间，给出的是未来直接融资比重

的底限、上限以及未来直接融资比重的变动空间。

对于债务规模和直接融资规模下限，我们预测：在 2005 年的全社会融资结构中，直接融资的比重将从 1997 年的 25% 上升到 27%；在企业外部融资结构中，直接融资的比重约从 1997 年的 10% 上升到“十五”期末的 24%。

我们对债务规模与直接融资规模上线的预测是：在 2005 年的全社会融资结构中，直接融资的比重将从 1997 年的 25% 上升到 42%；在企业外部融资结构中，直接融资的比重约从 1997 年 10% 上升到“十五”期末的 28.5%。

我们预测，比较适宜的债务规模和直接融资规模是：在 2005 年的全社会融资结构中，直接融资的比重将从 1997 年的 25% 上升到 2005 年的 32%；在企业外部融资结构中，直接融资的比重约从 1997 年的 10% 上升到“十五”期末的 25.4%。

五、保证我国直接融资健康发展的政策建议

近年来，经济学界主张我国企业融资方式从以间接融资为主改为以直接融资为主的意见颇多，认为转变融资方式即可改善我国金融制度的效率和化解银行风险。实际上，直接融资和间接融资都是市场经济中不可或缺的基本融资方式，这两种融资方式均存在固有的“市场属性”，只有在市场经济制度的构架下才能真正发挥其功能。我国金融制度的改革，首先不在于融资方式的选择，而在于改革现行的政府对企业直接融资的直接行政审批和控制。随着我国社会主义市场经济体制的确立，在未来经济发展

中，企业融资以直接融资方式为主还是以间接融资方式为主是市场选择的结果，而绝非人为选择的结果。现行的政府对企业直接融资的管理办法与传统体制下的行政控制相比，并无实质性的改变，依然是政府而不是市场在进行金融资源的配置。因此，改革现行的政府对企业直接融资和资本市场的管理制度是保证我国直接融资健康发展的要害和关键。

政府有关管理部门应从促进国有企业改革、建立健全社会主义市场经济体系的高度，重视直接融资和资本市场的功能，扬弃单纯依靠直接融资和资本市场筹资的错误观念。今后对直接融资和资本市场的管理，在监管目标上，要实现从重视融资功能向保护广大投资者尤其是中小投资者的利益转换；在监管内容上，要由目前对相关机构的直接管理向重视信息披露的真实性转换；在监管方式上，要由目前重视行政性审批和直接控制向重视市场化运作方式转换，从而确保直接融资和资本市场健康持续发展。

（一）改革现行的股市管理制度，积极促进股权融资的发展

现行股市管理制度在诸多方面限制了企业直接融资的要求，不适应日益发展的资本市场的需要，应尽早改革。一是逐步放弃对企业上市融资由主管部门和地方政府逐个推荐和直接审批的做法，实行由政府管理部门制定企业上市融资的资格和标准并向社会公开发布，企业上市由证监会一家独立审核批准，并最终实现向由交易所直接审核的方式过渡。同时，逐步取消政府对股票上市额度和规模的控制，由证监会和交易所根据股市行情和企业经济效益状况，自主确定企业上市规模和上市日期，努力减少企业上

市融资中的政府干预，推进企业上市融资的市场化进程。二是放弃传统计划体制下形成的对非国有企业的种种融资限制，积极支持和鼓励资产质量优良的各种经济成份的企业上市，尽快改善我国股票市场上股票品质结构。下决心推出部分在国际国内具有影响力的国有企业（例如宝钢）上市，切实推进我国资本市场的发展。三是逐步放开国有股、法人股不允许上市流通的规定，实行新股全部可以上市流通的办法，一方面迫使国有企业真正改制，另一方面使作为资产所有者的国家可以在资本市场上进退自如地重组国有资产。四是已有上市公司的国有股和法人股，可视股市行情在若干年内逐步释放到市场上。这些法人股或迟或早总是要释放到市场上的，晚释放不如早释放，早释放早主动，晚释放必被动。五是对资产质量差的上市公司一定要摘牌，停止其股票交易。

（二）改革现行企业债券发行管理办法，大力发展企业债券融资

改革现行的以政府主导和行政控制为特征的企业债券发行管理办法，不再仅仅将企业债券作为国家或地方投资建设项目的融资工具，政府投资应通过国债融资解决。首先，要让那些根据自身未来预期自主作出融资决策、依据未来现金流量和投资回收期自主确定发债期限的企业，直接面对投资者发行自己的债务凭证，使发债企业成为真正负责任的债务人。其次，要对所有企业实行“国民待遇”，敞开债市大门。根据调整和完善所有制结构的要求，以“三个有利于”为原则，在融资方面向所有企业敞开在证券市场上进行资金融通的大门，一视同仁地给予“国民待遇”，在资信条件面前人人平等。再次，要依据高风险高