

第一章 导 论

债券是现代经济中的主要信用形式之一，也是各国经济发展中不可缺少的工具。近十年来，金融在经济中的地位日益受到国内外研究者的关注。在戈德史密斯（Goldsmith, 1965）、肖（Shaw, 1973）以及麦金农（McKinnon, 1973）的研究基础上，理论界进一步讨论了金融制度和金融市场在公司治理中的作用及其对经济发展的意义。艾伦和盖尔（Allen & Gale, 2000）则通过建立一个用于比较以银行为基础的融资体系和以市场为基础的融资体系的框架，对这些研究进行了扩展^①。但这些研究存在两个缺陷：其一，侧重于股票融资。表现在，这些文献的研究对象虽然是“资本市场”，但当我们细观全文即可发现，其主要研究焦点为股票市场，债券市场几乎完全被忽略了^②。在国内，此类情况也较为常见^③。为何忽视债券市场并未在文献中加以论证，但我们可以通过事实来证明。如表 1.1 所示，在大多数的发展中国家，与银行系统和股票市场相比较，企业债券融资的规模很小。事实上，在现实中，相对于债券市场而言，我们更容易获得股票市场和银行体系的一些统计数据，即使在债券市场相对发达的美国也是如此。此外，甚至有学者通过对债权合约与股权合约

① Hoontrakul (1996) provides a case study for Thailand.

② Exceptions Include Boot and Thakor (1997) and Hakansson (1999).

③ 例如，由樊纲主编的《金融改革与企业发展》2000年，经济科学出版社。全书未见有债券融资的内容。

表 1.1 公司融资

国家 (地区)	银行提供的国内信贷		股票市场资本总额		国内公司债券	
	数量 (% GDP)	变化 (% GCF ^①)	总额 (% GDP)	筹募的股本 (% GCF)	余额 (% GDP)	净发行 (% GCF)
香港	162.4	70.8	244.8	N/A	0.6	0.0
印度尼西亚	55.4	31.9	34.8	8.0	N/A	N/A
韩国	65.7	29.5	33.5	4.0	17.4	10.9
马来西亚	93.1	43.9	269.2	14.0	23.3	18.9
菲律宾	49.0	68.5	84.8	8.0	0.0	0.0
新加坡	97.3	36.1	161.6	N/A	2.7	0.0
台湾	142.2	35.8	84.7	N/A	N/A	N/A
泰国	100.0	31.3	65.8	6.0	3.9*	1.9
平均	95.64	43.48	122.4	8.0	8.0	5.3
澳大利亚	74.5	28.3	94.2	15	12.0	9.2
日本	115.2	4.5	73.9	N/A	11.7	4.0
英国	122.9	72.5	137.9	17	5.0	2.7
美国	65.6	23.2	100.5	17	25.3	9.6
平均	94.55	32.13	101.63	8.5	13.5	6.38

说明：1996 年年末数据，其中，银行业包括央行、储蓄银行及其他可获得数据的银行机构。其他银行机构包括储蓄和抵押贷款机构，等等。公司债券为所指各国（地区）的货币所发行的债券（包括短期商业票据）。

* 包括金融机构债券。

资料来源：IMF International Financial Statistics, IMF World Economic Outlook Database, World Bank (IFC), FIBV, Bank for International Settlements, Hong Kong Securities and Futures Commission, Bank of Indonesia, Central Bank of China, Thai Bond Dealing Center, Reserve Bank of Australia, Beck (1999), Rajan and Zingales (1999)。

① GCF 为总的固定资本形式。

的比较,得出银行贷款能够代替所有债券融资的结论。其二,即使研究债券融资问题,也主要是研究市场经济体制下的债券融资理论,而缺少对计划经济体制向市场经济体制转轨中的债券融资理论的研究。

然而,与学术界对这一问题研究的重视程度相左,随着亚洲金融危机的爆发,各国的政策制定者却日益关注发展中国家缺乏一个具有广度、深度和富于弹性的债券市场的问题所带来的负面影响。世界银行(Dalla et al, 1995, p.8)公布了对亚洲新兴债券市场的研究,认为亚洲经济“应加快发展国内……债券市场。”在这一问题上,马来西亚与香港特区的发展为我们提供了一些有益的经验,其中,香港地区政府在并未遇到很大的预算赤字(Yam, 1997)的情况下,成功地促进了政府固定收益债券市场的发展。1998年,亚太经济合作组织(APEC, 1999)组成了一个研究组来研究债券市场的发展模式,以促进亚洲债券市场的发展。近年来,理论界和实务界对债券融资问题的关注主要源于对经济体系中缺乏债券市场而导致一些亚洲国家易于受到金融危机的攻击的认识。亚洲金融危机的受害者之一,泰国银行行长(Sonakul, 2000)在谈及这一问题时指出:“假如时光倒流,我的最大愿望是建立一个功能完善的债券市场”。此言反映了泰国政府对债券市场重要性的认识。

在本书开篇的这一章里,我们拟从债券融资发展的历史逻辑出发来分析债券融资在经济和金融发展中的一般功能。并以此阐明债券功能研究的意义。本章还介绍了本研究所依据的理论和所使用的方法,以及它的基本框架和主要观点。

第一节 债券融资的功能演进

债券融资是金融业中的重要组成部分,金融业对经济运行的

影响是极其微妙而复杂的。与其他公司相比较，金融机构的资产负债表中的实物资产比较少。因此，金融机构对实体经济的直接影响相对较小。但是，金融市场和机构对经济运行的间接影响则是相当重要的。金融业的业务是动员储蓄和分配贷款，它不仅提供贷款服务，更重要的是，它提供套期保值、共同基金、风险共享和风险定价等产品。这些产品有助于企业和居民应付经济的不稳定性。发达且有效的金融业可降低生产以及交易商品和服务的成本和风险，从而对提高一国经济福利水平有着不可低估的贡献。借助于资金流动的分析，我们可窥知金融流动的结构，这是一个国际通用的分析工具。其主要特点是通过经济运行追踪资金流动。这一分析工具的运用有近五十年之久的历史（Copeland, 1955; Goldsmith, 1965, 1985），它一直被用于分析经济体系中金融和实体经济之间的相互作用。其基本框架是分析每一个经济活动主体在某一段时间内（通常是一年）的资金来源及其利用。以下我们将借用这一分析工具，对债券在经济和金融体系中的作用进行分析。

我们从债券融资发展的历史起源开始，首先，我们考虑在不存在金融业的情况下，经济的运行绩效，从而为比较提供一个基准点。其次，在信息不对称的条件下，对引入直接债务融资需求进行分析。再次，对将投资者的直接债务转换为具有储蓄者偏好特征的金融中介的非直接债务问题进行分析。最后，对引入政府债务和外债后的融资体系进行分析。在分析过程中，我们逐步引入企业债券、政府债券和外债，并研究其金融和经济功能。

一、不存在债券融资及金融中介机构情况下的储蓄和投资

为便于理解金融业在提高经济运行效益方面的作用，我们从不存在金融业的简单经济体系开始分析。在不存在金融工具的情况下，每一居民户将有必要自我融资以及进行自主储蓄和投资决策，而不用考虑运用该资源的机会成本。在下面的例子中，居民

户是分析的基本经济单位，资金账户的来源与应用（见表 1.2）反映了在一年中每一居民户资产负债表的变化。由于这里不存在金融工具，因此，所有资产均为实物资产，不存在任何负债（其他将要引入的金融工具以阴影显示）。实物资产的变化（此处为商品的积累）反映了储蓄或净财产的变化，储蓄的应用导致实物资产相应地减少。

表 1.2 居民户资金的来源与应用

使用 (U)	来源 (S)
不动产	净财产 / (储蓄)
股本	金融负债
直接融资资产	国外金融负债
间接融资资产	
政府债券	
国外金融资产	
总资产	总负债和净财产

影响经济运行绩效的基本决策一般包括：①消费和储蓄多少；如何分配储蓄资金；如何分配现存的财富。它们均依赖于每一个家庭的投资机会、家庭现在和未来的预期收入、健康状况、家庭构成、商品和服务的成本以及对未来的信心。尽管居民之间的易货交易允许产品特殊化，但由于需要居民自我融资，所以专业化的程度受到了严格限制。通过汇总每一个经济体的资金及其运用账户，可构造整个经济的资金流矩阵。为说明问题起见，我们在表 1.3 中提供了一个由两个居民家庭组成的原始经济运行情况。在表中我们列出了经济系统的其它组成部分，但在目前这一分析模型中，尚不考虑这些因素。因为此处我们并未引入

任何金融工具，还无法将它们相互联系起来。矩阵中的这些部分（将在以后引入介绍）暂以阴影显示。

表 1.3 不存在金融业的经济体的资金矩阵流动

部门	居民 1		居民 2		非金融公司		金融机构		其他		总计	
不动产收益流	U	S	U	S	U	S	U	S	U	S	U	S
储蓄		80		40								120
不动产	80		40								120	
金融流动												
股本												
固定收益债券												
间接金融工具												
国外居民发行的金融工具												
总计	80	80	40	40							120	120

在这一模型中，每个居民的各项数据均是任意给定的，居民 1 储蓄了当前收益的 80%，与此同时，居民 2 仅储蓄 40%。如果居民间的生产机遇的分配非常巧合，以至于其实物资产的回报率正好相同。那么，这一经济体系在没有金融部门的背景下仍可顺利地运行。然而，这种结果不太可能，因为投资机会和所期望的储蓄在居民之间明显不同。此外，我们也无法确定，具有高储蓄的居民同时也具有同比例的更多且更有利可图的投资机会。如果居民 2 所希望的投资超过了其当前的储蓄，那么，即使与居民 1 相比，其投资机会提供了足够高的回报，也只有在其能积累到足够的资金后才可实施其投资行为。进一步假定，居民 1 的投资机会的收益率比居民 2 要低，由于居民 1 无法获得居民 2 的较优

的投资机会，故其或许会采纳次优的投资项目或减少其储蓄。此时，社会资金的配置是无效率的，且投资的生产能力相对较低，资本形成的质量和未来产出的数量都受到了损害。与居民 1 可以以债券等直接融资的交易方式将其资源转移至居民 2 相比，这一社会的福利水平更低。

债券是给予持有者从其他经济组织获得未来支付的资格的合约。与实物资产不同，它并不给所有者提供实物收入，相反，其价值是由其预期回报的资金流所决定的。债券既是价值的储存形式，同时也是对未来收益重新分配的一种方法，与储蓄者从其自身在实物资产的投资机会中所预期的收益流相比，它对储蓄者的吸引力更大。依据在简化案例中的假设，我们设想，可在居民 1 和居民 2 之间安排交易。为交换居民 1 的实物资产，居民 2 可向居民 1 发行债券，许诺比居民 1 自身投资更有吸引力的回报。这种资产在居民 1 与居民 2 之间的分配能增加这一社会中总体资本的回报。事实上，由于投资于债券比居民 1 自身的实物资产投资机会的收益率更高，故居民 1 的储蓄会增加，进而在增加资本形成的质量的同时，还增加了社会总的资本量。

二、存在债券融资但无二级市场的资金流动

为考察债券融资对经济运行的影响，我们将引入以上所介绍的债券融资，并通过在经济体系中引入第二个部门，做进一步简化的分析。假定企业通过发行债券来投资于实业，而居民则专于储蓄且投资于这些债券。作为公司资金的来源和居民资金的运用，债券融资在资金账户的流动中反映出来。居民持有实物资产，但大多数实物资产出现在企业的资产负债表中。在这里，我们假定，债券无法在一个完备的二级市场中交易，即不存在一个成熟的债券市场。实际上，这里的债券发行仅是一种民间的安排，而非一种有组织的行为，它将由居民一直持有至到期或企业清算为止，故这一假定尚属合理。表 1.4 中的资金矩阵流阐述了

中国债券融资功能研究

这样的体系，并且反映了当经济开始专业化生产时所发生的些许性质上的变化。这里的分析与表 1.3 不同之处在于：其一，企业持有大多数的实物资产；其二，居民持有企业发行的债券以替代大多数以前所持有的实物资产；其三，居民储蓄增加了 10 个单位（任意给定的数），以反映提高了的收益水平，可以把此看做是由于重新分配实物资产使得产出能力提高所带来的。一般说来，经济体中单位资本收益越高，金融资产相对实物资产所占的比例也就越大。

表 1.4 具有民间安排的直接债权的经济体的资金矩阵流

部门	居民 1		居民 2		非金融机构		金融机构		其他		总计	
不动产收益流	U	S	U	S	U	S	U	S	U	S	U	S
储蓄		87		43		10						140
不动产	7		2		131						140	
金融流动												
股本	60		31			91					91	91
固定收益债券	20		10			30					30	30
间接金融工具												
国外居民发行的金融工具												
总计	87	87	43	43	131	131					261	261

上述模型中的资金分配方式可行的原因何在？是什么吸引居民将实物资产与企业的直接债权进行交换？从表面看来，答案似乎在于购买企业发行债券的收益比居民自身以实物资产投资预期的收益更高一些。换句话说，是由于居民预期收益会更高。因此，他们将原本用于实物资产投资的资金用来购买债券。当然，

问题远没有这么简单，原因在于这里忽视了吸引储蓄者将实物资产转换成直接债权的几个必须克服的重要障碍。因为，一旦不再直接投资于实物资产，储蓄者对于承担其实物投资、决定其金融投资回报率的代理人的表现，便会多一分担忧，即储蓄者将面临代理人问题。他们必须处理隐藏信息和隐藏行为的可能性（Arrow, 1979），他们必须关注“逆向选择”，即代理人或许会有可能投资于前景暗淡的运作不良的企业，而不是前景良好的具有竞争力的企业。并且他们还必须关注“道德风险”问题，即企业经营者一旦收到投资者的资金后就不遵守合约。为预防逆向选择和道德风险，居民必须有一定的支出，用于决定如何分配储蓄这个问题。具体行动包括：收集和分析企业的信息；谈判合约以便限制企业随意使用债券融资资金的机会；监控企业的经营表现；在必要时强制执行合约。行文至此，我们可以发现，在缺乏会计标准、良好的信息披露制度和对债券持有者强有力的法律保护以及有效的司法执行制度的情况下，信息和交易费用将变得相当高，企业债券融资实施将变得非常困难。关于这一问题的研究，我们将在后面的有关章节中做进一步分析。

显然，为支持债券融资，必须以会计和信息准则、法律体系以及结算体系等金融基础设施良好的发展为前提条件。否则，很有可能会产生分配储蓄的非市场的机制，即居民与企业的资金流是通过家族而非借助于市场共同连接在一起。在这里，家族联系可在两个方面替代完备的金融基础设施。

其一，在缺乏会计和信息披露准则时，与没有相关性的群体相比较，信息在家庭之间的流动要容易得多，且家庭内部的名望也可替代信息。这样，逆向选择问题随着在家族内部进行的直接融资而得以减轻。

其二，在缺乏强有力的对债权人和少数股东的法律保护的情况下，家族拥有诸如断绝父子关系、逐出家庭等威胁的强制机

制，均有助于减轻道德风险。故在缺乏有效的金融市场的背景下，家族起着准金融体系的功能，它把若干有关联的居民的储蓄集中起来，投入到家族控制的企业中。在这里，家庭的治理结构替代了资本市场准则。若家族企业成功，则可利用其留存收益来建立新的家族企业。在某种程度上，发展中国家的家族控制企业可被视为对缺乏有效的资本市场的一种反映。例如，在我国温州等地区，这类家族企业众多，凸显出我国金融市场发育不足的现实。

但相对于在一个健全的资本市场上的运作模式，上述资金分配模式存在若干潜在的缺陷。其一，在经济活动中，企业不清楚资金的实际机会成本，因而，有可能导致投资过度或投资不足。其二，企业将失去在一个完备的资本市场中所能获得的信息的场所。其三，企业在缺乏市场准则的情况下，其投资项目的效率也将大为降低。这种依赖于家族内部的资金融通的经济体系，会影响那些预期有较高回报的投资项目的投资企业的计划。

家族内部融资发展到一定程度，可能会在其内部形成专门协调融资的企业，这一金融企业也可为非家庭成员提供融资服务，并最终演变为银行。

三、拥有金融中介的债券融资

银行以及其他金融中介购买直接债权，并发行自己的债券。从本质上说，他们把直接债权转为间接债权。中介机构存在的基本经济原理在于，由于直接融资在诸如最终借款者愿意提供的资金与最终贷款者想获得的资金及其期限等方面存在一定的差异，故需通过银行的媒介作用以便解决这些问题。如果间接融资对最终储蓄者更有吸引力，或与向最终储蓄者出售直接债权相比，最终借款者可以以更低的价格向金融中介出售直接债权，降低其融资成本，此时的金融中介便提高了融资的效率。

将同时具有直接和间接融资的经济体的资金融通矩阵（见表

1.5) 与仅具有直接债权的经济体的资金融通矩阵 (见表 1.4) 相比较, 揭示出了这么一个规律, 即相对复杂的融资模式, 常常伴随有经济发展的金融深化特征 (Goldsmith, 1965)。金融中介具有相对较高的效率的原因有以下几个方面:

表 1.5 拥有金融机构和私人安排的经济体的资金流动矩阵

部门	居民		非金融企业		金融机构		政府		其他		总计	
不动产收益流	U	S	U	S	U	S	U	S	U	S	U	S
储蓄		145		12		5					0	162
不动产	12		148		2						162	0
金融流动												
股本	10			34	28	4					38	38
固定收益债券	25	7		105	87						112	112
间接融资工具	105		3			108					108	108
国外居民发行的金融工具												
总计	152	152	151	151	117	117					418	418

其一, 金融中介可以较低的费用收集和评价与授予信贷有关的信息, 另外, 与居民相比, 其拥有更多的投资专家。并且, 关于是否授予贷款的一些秘密的或私人的信息, 借款者会倾向于与金融中介交涉, 而不是向评级机构或大规模的个人贷款者在市场上随意披露。

其二, 由于存在规模经济, 金融中介的谈判、监控和执行金融合约的交易费用也比居民的要低。并且, 金融中介在监控借款者信用方面同样也处于更有利的地位。

其三, 金融中介可以把具有借款者偏好的直接债权转换为具

有储蓄者偏好的间接债权。借款者通常需要较大数目和具有较长的期限，而储蓄者则倾向于较小数目和较短期限的投资，通过联合许多储蓄者的资金，金融中介可同时满足借款者和储蓄者的偏好。

其四，金融中介在降低和管理风险方面有相对优势。通过购买大量未来预期不同的借款人的直接债权，金融中介可降低直接债权的組合的价值波动，分散化降低了金融中介的风险程度。

结果，银行储蓄的引入可望动员用于投资的额外的储蓄，因为某些居民将以银行储蓄替代贵金属等传统的储藏资产的方法。可用于投资的储蓄的增加以及连接最终储蓄者和投资者的交易费用的降低导致了投资数量的增加。由于银行的专业化，便能对贷款的评估和监控进行改进，并进而提高了投资的回报。这些变化反映在表 1.5 的居民的储蓄和实物资产的增加上。总的居民储蓄从 130 提高到 145，其留存收益从 10 个单位提高到 17 个单位。尽管在这一节引入的银行贷款和上一节的民间融资安排为债务形式，但应注意到，它们与市场销售的债权相比有极其不同的特性。一笔贷款为借款者与惟一的贷款者之间的信贷合约，合约是专门为迎合借款者的融资需求与贷款者对借款者信誉担保的需求而定的。由于合约仅涉及一个贷款者，所以，若借款者的环境发生了变化，其可以以较低的成本重新谈判。

通常情况下，贷款者在涉及借款者的业务方面具有专业的技术，从而使贷款者以相对较低的费用监督借款者的表现。贷款合约在借款者与贷款者之间建立了联系，在这一联系中，借款者使用和偿还贷款，贷款者监控借款者的行动，借款者也可购买贷款者的其它服务。贷款很可能是非现金的资产，因为相对于相同期限的证券，若其在短期间内出售，仅可以实现相对于整个市场价值资产的很小的一部分。其问题在于，对潜在的购买者来说，评价债务人的信誉是困难的。

此外，发现交易对手并执行交易的交易费用是非常高的，因为贷款的特殊性阻碍了交易市场的发展。对于债券合约来说，投资者不需要了解任何借款者业务的特别知识，所有的投资者与借款者签订的合约均相同，易于转换。债券合约比贷款协定更为简单，包含较少的协定和附加条款。因为，在债券发行后再与借款者谈判合约条款是不切实际的，在大量的投资者之间进行协调的成本非常高。与一个具有相同期限的贷款相比，债券的二级市场流动性要高得多。一级市场债券的发行面对的是众多的投资者，他们中的所有人均持有同样的债券，且他们均没有必要拥有借款人的不被其他人所知的信息。标准化方便了债券二级市场的发展，并且降低了出售债券的成本，二级市场的买入者不必担心卖出者比他在二级市场所知道的信息要多，买入者可以不考虑卖出者的身份。比较而言，贷款合约具有惟一性，最初的贷款者具有借款者的信息或借款者业务的专门知识，而这些对潜在的购买者来说是不知道的，贷款合约同样会考虑某种程度的对借款人的监控，这些特点均严格限制了传统贷款的市场化。除非购买者获得最初的贷款人的全部担保，购买者必须做出和原始的贷款人同样的投资，并监控贷款协议，但在多数情形下，购买者并不具备原始贷款人的专业技术。

四、引入政府债务与外债的融资体系

为了完成资金矩阵流，我们需要再加入两个部门。首先，政府部门以两种不同的方法影响资金流，它向银行发行直接债权以作为银行货币供应的储备；它同样也可发行政府债券以弥补财政收入的不足。

表 1.6 显示结合了政府部门后的资金矩阵流，政府赤字为 33 个单位从而相应减少了经济中的净储蓄。表 1.6 描述了居民对政府债务所做的回应：居民储蓄从 145 单位提高到 150 单位，政府发行了 45 单位的国债用于政府开支和对私人借款者的补贴。

在我们的例子中，尽管有来自于政府对私人部门的补助，不动产部门的资产下降了。总的不动产部门资产从表 1.5 的 162 下降到表 1.6 的 134。预示政府部门投资对私人部门的挤出。

表 1.6 加入政府部门的封闭型经济体的资金流

部门	居民		非金融企业		金融机构		政府		其他		总计	
实物资产收益流	U	S	U	S	U	S	U	S	U	S	U	S
储蓄		150		12		5	33				33	167
不动产	7		118		2		7				134	0
金融流动												
股本	10			34	28	4					38	38
固定收益债券	30	10		77	97		5	45			132	132
间接融资工具	113		5			118					118	118
国外居民发行的融资工具												
总计	160	160	101	101	127	127	45	45			423	423

其次，为完成资金流，我们增加了国际部门，由于国家经济相互的依赖性越来越强，各种类型的跨越国界的融资活动很普遍。开放一国金融资产的交易，类似于在简单经济中引入金融工具。储蓄会更有效地在各国之间分配，从而各国收益均有提高。基于金融服务业比较优势基础上的国际专业化，与产品的国际专业化相似，也有益于提高效率。国外机构的竞争同样有利于促进降低成本和开发产品的创新。此外，更多的金融工具有助于风险的分散化，并因而降低了一国的金融风险。表 1.7 显示了完全的

资金矩阵流。在该模型中，国家财政赤字为 28 单位，居民储蓄从表 1.5 的 145 至表 1.7 的 155 反映了国际资本市场的开放所带来的收益。

表 1.7 开放经济的资金矩阵流

部门	居民		非金融公司		金融机构		政府		其他		总计	
实物收益流	U	S	U	S	U	S	U	S	U	S	U	S
储蓄		155					33			28	33	183
不动产	7		134		2		7				150	0
金融流动												
股本	13			41	28	5			5		46	46
固定收益债券	27	10		98	81		5	45	40		153	153
间接金融工具	116		5			136			15		136	136
国外居民发行的金融工具	2				30					32	32	32
总计	165	165	139	139	141	141	45	45	60	60	550	550

第二节 选题意义

以上我们对引入债券融资对金融和经济的发展的作用进行了逐步分析。结果显示，债券融资具有提高经济和金融运行的效率和质量、促进金融深化的功能。然而，上述对债券融资功能的分析仅仅是一种理论的抽象。国内外理论界尚缺乏对转轨时期的中国债券融资功能的系统研究。

从中国债券融资发展的理论和实践来看，改革以前的债券融资形式仅有国债融资一种，运行模式与前苏联计划经济体制下的

国债运行模式相仿，其历史较为短暂。改革以后的债券融资有了较大的发展。但从理论研究来看，其不足在于：一是对国债融资问题的研究主要是针对国债发行和运作中的现实矛盾做短期性的对策分析；二是对企业债券融资问题的研究不够深入。总体来看，对债券问题的研究，主要是对市场经济中的债券融资理论进行归纳介绍，并做中国背景下的解释，尚未针对中国经济体制转轨的特点对债券融资做深入系统的研究。为此，我们选择中国经济体制转轨中的债券融资问题作为研究主题。显然，这里具有重要的理论创新意义。

不过，对于债券问题的研究，本书也不是面面俱到，而是结合中国经济发展和体制转轨时期的特点，侧重于从融资制度演变角度研究债券融资的功能，因而与前人的研究角度有所不同。例如，对于国债，人们往往认为是一个财政融资问题，是政府筹集资金、弥补财政赤字与进行财政宏观调控的重要工具。然而，随着中国经济的转轨，金融的地位日趋重要，国债正日益成为一个影响深广的金融问题。

其一，国债成了与货币运动不可分割的信用活动。

其二，国债运行具有直接的货币供给效应，并直接作用于金融市场利率的形成、通货膨胀。国债二级市场收益率是金融市场的基准利率。

其三，国债市场是中央银行进行公开市场业务操作的基本金融工具，是中央银行推行货币政策不可缺少的金融手段。

其四，国债属于金融资产的一种。它是投资者进行金融资产组合的重要金融品种，具有流动性好、风险性小、收益较高的金融资产性能。

其五，国债提供了金融市场的流动性，其有助于缓解金融和经济危机，降低融资费用，并具有促进经济增长等功能。

其六，国债期货和期权是投资者规避金融市场风险（套期保

值)与进行金融市场投机的重要金融衍生工具,是十分重要的金融创新品种。因此,我们探讨转轨期的中国债券融资功能及其提升路径,就具有特殊的理论意义与实践意义。

第三节 研究方法

中国债券融资的发展同经济体制的转换是一致的。它的逻辑起点是传统计划经济体制下的国家融资模式,目标是建立现代市场经济体制下的债券运行机制,以充分发挥债券融资的功能。鉴于本文研究的目的,我们必须确定转轨时期中国债券融资功能研究的理论依据和研究方法。

一、理论依据

正如中国体制转轨过程一样,中国融资制度转变中的债券融资的发展过程也是一种史无前例的活动,从而人们尚没有也不可能对其做出完全的理论概括。但这并不意味着我们对中国体制转轨中债券融资的研究和分析一切都是从零开始的。这不仅因为国外研究者已为我们提供了市场经济体制下的债券融资理论体系,而且国内研究者也对改革以来中国债券融资运行的某些金融和经济现象做过一些分析,更重要的是大量的相关性经济理论为我们建立一种转轨时期中国债券融资功能分析框架提供了必要的理论依据。概括地说,我们在研究和分析中所依据的相关理论是:

(一)制度经济学理论

制度经济学所研究的是特定制度的变迁问题,即研究计划经济向市场经济的过渡问题。我们所研究的中国传统计划经济体制向现代市场经济体制转换中的债券功能问题,必然涉及制度经济学的理论。其中许多重要的理论观点,如缩小国家融资的规模、改革的时序与方式、计划经济向市场经济过渡的中间形态、融资制度改革的成本和收益、全局改革与局部改革的关系、融资制度