

两类融资制度的比较及对中国的启示

张志柏

(上海财经大学 金融学院, 上海 200083)

摘要:现在国际上流行的融资制度可以分为两类:一是以日本为代表的政府主导型融资制度;一是以美国和德国为代表的市场主导型融资制度。在成功的市场主导型融资制度中美国模式与德国模式又有所不同。本文试图通过对两类融资制度的分析比较,得出一些有益于中国金融改革的结论。

关键词:融资制度;直接融资;间接融资

中图分类号:F830.2 **文献标识码:**A **文章编号:**1001-9952(2000)03-0015-05

改革开放以来,我国逐步形成了政府主导型、间接融资占优的基本融资制度。这一制度在一定历史时期促进了经济的快速增长和国家经济实力的提高。但同时,由于不适当的融资制度等因素,经济领域也逐渐暴露出严重的问题。处于转轨经济中的中国应广泛借鉴成熟市场经济的经验,构建具有中国特色的各项经济制度,包括市场主导型融资制度。

一、政府主导型融资制度

(一)政府主导型融资制度

在间接融资中,政府主导的融资制度称为政府主导型融资制度。实行政府主导型融资制度的代表国家是日本,故该融资制度又称为“日本模式”。韩国、中国等的融资制度也属这类型。

(二)政府主导型融资制度的特征

1. 政府行为过度。2. 间接融资占优。3. 银企关于耦合过紧。

在战后重建时期,政府主导型融资制度发挥了积极的作用;但在其运作过程中,容忍了效率的损失。

(三)近年来,政府主导型融资制度开始弱化

1997年6月13日,日本大藏省宣布“金融体制改革规范化方案”。金融危机爆发后,韩国被迫接受了国际货币基金组织的一整套金融结构改革方案。中国人民银行将对国有商业银行的贷款限额控制改为全面实行资产负债比例管理和风险管理;人民银行按大区设置分支机构。

二、市场主导型融资制度

(一)市场主导型融资制度

收稿日期:1999-12-08

作者简介:张志柏(1974—),男,山东巨野人,上海财经大学金融学院在职博士生,原单位系广东肇庆市西江大学财经系。

融资主要以市场配置为主的融资制度称为市场主导型融资制度。主要分为两大类：一是以间接融资为主的市场主导型融资制度，以德国为代表，又称“德国模式”；一是以直接融资为主的市场主导型融资制度，以美国为代表，又称“美国模式”。

（二）市场主导型融资制度的特征

1. 政府规范市场。在德、美等实行市场主导型融资制度的国家里，政府制订了完备的法律制度。融资活动在法律、制度和规则的约束下，按市场机制进行，政府并不主动干预。

2. 融资偏重某一渠道。在战后重建时期，德国银行通过为企业提供流动资金和中长期贷款、认购企业债券和风险资本等活动建立起在金融体系、投融资体系中的核心地位。法律限制企业在银行之外的国内、国际资本市场上融资，这就是使企业高度依赖银行融资。

在美国，政府当局颁布了一系列促进为风险资本、长期资金流转提供的资本市场发展的规章制度和税收政策。这就提高了银行运作和资金供给的相对成本，因而企业更多地利用低成本的资本市场融资。

3. 融资关系清晰。德国的间接融资主要表现为产融结合。德国的这种以间接融资为主的市场主导型融资制度使得银行在公司治理中处于主导地位，它有权选择合适的经理董事，从而在企业的重大投资决策和机构调整中发挥重大作用。而且这种紧密的产融结合关系比纯粹的信贷关系更能广泛获取企业运营信息，减少信息的非对称，确保资金的透明度和使用效率。

美国直接融资为主的市场主导型融资制度也有其比较优势。资本市场具有信息的公开性和可得性，资产的流动性，而且金融资本的定价与配置是通过公开资本市场的竞争机制形成的，因而融资结合具有较高的透明度。

战后，德、美两国金融态势稳定，经济持续增长。“德国模式”与“美国模式”是成功的市场主导型融资制度的两种不同模式。

（三）市场主导型融资制度的演进方向

1. 巨型全能制银行。1998年美国的并购总额达创纪录的1.6万亿美元，涉及银行业、证券业等。合并后的花旗集团可以经营商业银行、投资银行和保险业务，成为美国巨型的全能银行。1999年美国又颁布了新的法令，实质上否定了1933年《格拉斯——斯蒂格拉法》关于银行分业经营的限制。

2. 资本市场的作用得到加强。近年来，欧洲各发达国家广泛推进强制性的政策增强资本市场的作用，包括放宽对银行证券拥有量的限制，提供特别税以鼓励存户将其存款直接以风险资本和长期债务的形式融通给企业等，改进产融结合机制的效率。1997年3月，德国法兰克福股票交易所为中小创业成长型企业开辟了一个独立交易板块的新创业市场：新市场。

三、融资制度的比较

（一）“日本模式”与“德国模式”

“日本模式”与“德国模式”有明显的相似之处：间接融资为主，银行在金融体系中居主导地位，产融结合，资本市场发展受到抑制。

很多文献中在涉及融资制度时所经常提到的“日德模式”应是基于以上这些相同点而言的，而本文所指的“日本模式”与“德国模式”则更具体。毕竟两国的融资制度有着明显的差异。

1. 两国的银行经营制度不同。日本的主银行实行分业式经营制度。这是政府对金融业务领域进行严格限制的结果。实行分离制被认为有利于降低银行经营风险，有利于实现宏观调

控。德国的主银行实行全能式经营制度。在德国,银行业务范围没有限制,可以直接经营信贷、信托、证券投资基金等业务。

2. 两种模式的市场化程度不同,政府行为不同。日本模式是建立在低市场化基础上的。在日本,政府严格限制利率和规定金融机构受到多重保护。更重要的是,金融资本的定价与配置也由政府决定,并且金融资本的定价远远低于市场决定的均衡水平。因而市场机制作用的广度与深度极为有限。

“德国模式”是建立在高度市场化基础上的。在德国,政府对银行的行为主要表现为监管。德国市场主导型融资制度最大的特点是制订了一套严格缜密的金融法律体系,把全部金融活动都纳入了法律范畴,加上一个良好的执法环境,使市场机制得以充分发挥作用。

3. 两种模式的效果不同。在1950—1973年,日本的人均实际GDP平均每年增长8%,德国为5%,这一阶段日本的经济增长明显快于德国。1950年日本的国家GDP总值是156 546(1990年百万盖一凯美元,以下单位同),德国为213 976;而到1966年,日本为631 353,德国为609 142,日本赶上并超过了德国。此后,德国与日本的差距越来越大。到1992年,日本的国家GDP总值已达2 419 150,而德国为1 254 840,几乎为德国的两倍。在1973—1992年,日本的人均实际GDP平均每年增长3%,德国为2.1%,这一阶段日本的经济增长虽然仍快于德国,但幅度已明显缩小。因为融资制度与经济增长正相关,这说明在经济重建的初期,政府主导型融资制度更有效率;但随着经济体系的不断完善、经济结构的不断调整,政府主导型融资制度的效率便不如以前了。

进入20世纪90年代情况又有了新变化。日本已连续8年不景气,除1995、1996年度有所复苏外,整个时期日本经济一直是零增长或负增长,1998年经济增长率更达到-2.3%,被称为“最黑暗时期”。一批金融机构相继破产,金融业完全陷入了危机的泥沼之中。

德国经济20世纪90年代以来经历了“统一景气”、1992—1993年经济衰退和其后的低速增长三个阶段,呈“V”字型,目前正在爬坡,后势较为乐观。联邦经济部最近发表的《德国经济1998至2002年总体趋势预测》预期:以不变价格计算,未来4年德国GDP年均增长率将达2.5%。由于健全完善的银行内部控制制度和谨慎的金融机构市场退出制度等,德国银行极少破产。在这一稳定增长经济态势形成中,市场主导型融资制度发挥了积极作用。

(二)不同的融资制度适应于不同的产业发展需要

间接融资为主的融资制度国家(如日本、德国)最重要的成就主要是在现有的产业而不是全新的产业。银行在技术大众化和传统的产业中有效地配置金融资本。

直接融资为主的市场主导型融资制度国家(如美国)一般是那些拥有大量技术创新,发展全新产业的国家和产业大量集中的国家,因为技术新,新兴产业的发展要大量的风险资本和长期资本,这是追求稳健经营,保持清偿能力的银行体系所无法满足的,只能借助于资本市场。

(三)不同融资制度下企业运作的稳定性有异

在日、德以间接融资为主的融资制度中,融资采用了产融结合的方式,企业的最终决策者是明确而稳定的。

在美国直接融资为主、外部结合的机制中,没有完全有效的公司治理机制将非执行董事的利益与投资者的利益直接协调一致,而频繁的接管兼并方式往往损害企业的长期发展战略,加剧了企业运作的不稳定性。

四、对中国的启示

每种融资制度模式都是在各国特定的历史、经济背景下发展起来的,在实践中发挥了积极的作用,但也带来或蕴含了一些体制方面的弊端。中国在经济转轨时期,要结合中国国情,从当时的经济实情出发,积极而谨慎地试点。建议从以下几方面去做。

(一)深化体制改革,使国有商业银行与国有企业成为独立的产权主体与市场主体

1. 政府角色的转变。在市场经济条件下,政府和银行应建立市场型的政银关系即政府应该作为社会经济管理者或调控者对银行实行管理,而不是对银行经营的过度介入。政府对国有资产的管理也应该选择有效的方式,如委托、寻找代理人或建立专司国有金融资本营运的机构等,构建“中间层”,从而减少对国有银行的干预。

2. 完善现代企业制度。只有使企业真正成为自主经营、自负盈亏、自我发展、自我约束的市场主体,才有望提高国有资本运营效率,实现国有资产的保值增值。

3. 对国有商业银行实行股份制改造。按照市场经济的要求和商业银行经营的需要,直接借鉴商品货币经济发展较为成熟的股份制对国有商业银行进行改造是现实可行的选择。

银行、企业成为独立的产权主体与市场主体是实行市场主导型融资制度的前提。

(二)建立间接融资为主的市场主导型融资制度

一般说来,与直接融资相比,间接融资有利于集中社会资金于国民经济中的重点部门。我国正处于经济快速增长时期,国民经济的薄弱环节还很多,重点产业需要实现倾斜投入,必须在相当长的时期里,把有限的资金集中起来使用。间接融资是集中资金,保证我国经济发展不可或缺的方式。但是必须注重提高间接融资效率,减轻由于体制性因素造成的金融风险。

建立有中国特色的市场主导型融资制度,应主要借鉴德国模式。

(三)银行全能制经营

1995年5月10日《中华人民共和国商业银行法》的颁布,在法律上使分离制商业银行经营制度模式最终得以正式确立。但基于我国经济金融制度转轨的现实,并考虑到未来金融制度与金融结构的发展,分离制商业银行经营制度面临着制度有效需求不足的问题。

1. 国有银行发展对分离模式需求不足。国有银行商业化改革是我国金融体制改革的重要内容之一,其目标是把国有银行转变为真正的商业银行。真正的商业银行的本质内涵是追求利润最大化的理性经济人,在趋利避害原则下,实现盈利最大化是其从事经营的基本动机。而盈利最大化是建立在其经营领域和业务空间不断拓展的前提下,把银行业务发展的空间仅定位于传统的存款、贷款业务和中间业务,不仅有悖于商业银行的本质目标与经营原则,而且会抑制商业银行功能的发挥,更有可能使商业银行在资本市场高度化发展下走向衰亡。

2. 有效金融监管(调控)对分离模式需求不足。目前实行的分离制模式显然有碍于金融监管(调控)基础的培育和金融政策的高效传导。一方面,分离模式对国有银行介入证券业的限制,使宏观金融政策的实施失去一个重要的导器;另一方面,它限制了中央银行对公开市场业务这一调控工具的应用,同时有可能使受宏观金融政策在运用中发生冲突,增大宏观调控的成本。迄今为止,中国金融调控与金融监管的能力一直是难以令人满意的。

3. 资本市场的发展对分离模式的需求不足。资本市场的发展必须以其规范和稳定为基础,而资本市场稳定的一个重要前提是机构投资者的存在。国际经验表明,那些拥有长期稳定资金的金融机构(商业银行、非银行机构),各种社会保障基金以及非金融企业是资本市场发展

的“稳定器”。因为这些真正的机构投资者投资行为理性程度高,可以稳定中小投资者的信心。所以商业银行对资本市场的介入可以起到熨平资本市场波动的作用。

4. 中国金融国际化的实现对分离制经营模式需求不足。中国金融实现国际化,既是世界经济金融一体化发展的客观要求,也是中国改革开放的题中之义。目前国际上的商业银行基本抛弃或正在抛弃分离制经营模式,实行全能制经营制度。我国的商业银行要想进入国际金融市场舞台,与其他国家的商业银行竞争,分离制模式带来的负面效应可想而知。如果允许外国银行在我国实行全能制经营,则又存在外资银行与中国银行的不平等竞争问题。

基于以上分离制商业银行经营模式供给与需求的分析,可认为,该制度在现实中国难以实现均衡。一个基本的结论是,逐步取消分离模式的商业银行经营制度,实行全能制商业银行经营制度。

(四)大力发展资本市场

证券市场直接融资在拓展融资渠道,规避金融体制性风险,提高金融运行效率,便利资本流动和重组等方面具有其他融资方式不可替代的功效,所以政府应该加快培育资本市场及相关金融市场,适度加大直接融资的比例。到1998年底,我国沪深两市股票市值占GDP的比重只有15.35%,而20世纪90年代初亚洲新兴国家这一比重为90%左右,西方发达国家平均则达到70%以上。我国证券市场处于初始阶段,发展潜力巨大。

参考文献:

- [1]刘立峰.日韩金融危机及其融资制度缺陷[J].财经问题研究,1998,(9).
- [2]邓文平,苟文均.产融结合模式的国际比较[N].金融时报,1999-04-02,1999-04-07.
- [3]葛兆强.国有商业银行实行分业经营制度的理论反思[J].城市金融论坛,1999,(4).
- [4]冉隆英.论国有商业银行产权制度改革[J].四川金融,1999,(4).
- [5]杨德向,李建忠,等.关于国有资本营运和投融资体制配套改革的对策建议[J].经济研究参考,1999,(23).
- [6]麦迪森.世界经济二百年回顾(中译本)[M].改革出版社,1996.

The Comparison of Two Kinds of Financing Systems and Implications for China

ZHANG Zhi-bai

(School of Finance, Shanghai University of Finance and Economics, Shanghai, China, 200083)

Abstract: Current financing systems in the world can be divided into two kinds: One is government-oriented adopted by Japan, and the other market-oriented adopted by U. S. and Germany. In successful market-oriented financing systems there are differences between American mode and German mode. In this paper, some helpful conclusions for China's reform of finance are to be obtained through the analysis and comparison of two kinds of financing systems.

Key words: financing system; direct financing; indirect financing