

我国融资结构优化问题的探讨

赵振全 蒋瑛琨

(吉林大学数量经济研究中心 商学院 长春, 130012)

近几年来,随着我国资本市场的建立和直接融资方式的发展,直接融资和间接融资已经成为一国融资的两种基本方式之一。未来我国融资方式发展的趋势如何,以及如何促进融资结构的优化,已成为当前理论界和政策制定者普遍关心的问题。本文将结合数量分析方法,结合国际融资趋势和国内融资状况,对这一问题进行一些深入的探讨。

一、几个需解释和澄清的概念

直接融资是指资金盈余方和资金短缺方不经过任何中间环节,相互间直接进行协议,或在金融市场上前者购买后者发行的有价证券,将货币资金提供给需要补充资金的单位,从而完成资金融通过程。间接融资是指资金盈余方通过存款的形式,或购买银行、信托、保险等金融机构发行的有价证券,将其闲置的资金先行提供给这些金融中介机构,然后再由这些金融机构以贷款、贴现等形式,或通过购买资金短缺方发行的有价证券,把资金提供给这些使用单位,从而实现资金的融通,包括由中介机构筹集资金和运用资金两个环节构成。

关于度量直接融资和间接融资的指标,有几个问题需要澄清:

1、不同学者在研究直接融资和间接融资问题时,通常用不统一的指标来表示直接融资和间接融资,导致有时得出不尽相同的结论。有人用证券余额与贷款余额之比来说明直接融资与间接融资的比例,而股票是一种可视作“永续”的资产,而其他证券以及贷款只有一定的存续期,因此这种标准忽视了存量与增量之间的区别,用来评价直接融资和间接融资的相对比重并不准确。

2、国内一些文献经常使用不同国家“证券余额占GDP比重”,来说明不同国家直接融资发展状况以及与间接融资之间比重的差距,这种度量也并不准确。例如,1984年美国股票市值为GDP的120%,但股票融资却由于回购大于出售表现为一个负值;相反,1997年我国沪深上市公司股本总市值仅占国内生产总值的23.44%,但股票融资在全社会融资结构总的比重却达到4.2%。由此可见,“证券余额占GDP比重”指标只能说明不同经济之间或年代之间证券化程度的差异,而不能用来说明直接融资相对于间接融资的重要性。

3、关于在统计计算中,直接融资和间接融资应该包括哪些项目,不同学者之间也存在差异。直接融资主要包括股票(含基金)融资和发行债券(包括国债、企业债券、金融债券)融资,还包括部分商业票据融资、租赁融资。间接融资包括银行和非银行金融机构的贷款。所有这些项目都应当包括国内融资和国外融资。而现在由于统计数据获得的困难性,不同学者在计算直接融资(或间接融资)在全部融资中的比重时,结果往往存在差异。另外,融资还分为企业外部融资和全社会外部融资。两者的区别主要在于是否包含国债融资。由于企业是市场上最主要的融资主体,而政府融资通常是履行维护市场的职能,从而部分学者在计算直接融资比重时,通常考察扣除了国债融资的直接融资比重,即考察企业直接融资。例如,关于1997年我国直接融资比重,不同文献提供了10%和26%两个不同数字。并不是两个数字存在如此大区别的原因,就在于前者考察的是企业直接融资比重,而后者考察的是全社会直接融资比重(我们通常称为直接融资比重)。

我们这里使用股票和债券等证券的发行额占融资者外源融资的比重来计量直接融资(或间接融资)的比重。这里的各项指标,我们考虑的当期流量,即证券市场年度融资额、年度新增贷款。并且本文下面所述的直接融资比重是指全社会直接融资比重,而不是企业直接融资比重。

二、我国融资方式选择的分析

1、国外经验

典型发达国家如美国和日本,他们经济发展水平相近,但基本融资方式差异明显。日本间接融资占支配地位,而美国更重视资本市场的融资功能,也即更重视直接融资。在美国,1970年和1990

年的直接融资比重分别为 65.4%和 59.3%。日本融资状况见表 1。

表 1 日本的直接融资和间接融资 (%)

年份 单位	1965-1969	1970-1974	1975-1979	1980-1984
金融中介机构	92.7	91.7	89.5	89.3
其中：银行	63.1	60.7	52.7	45.4
信托、保险	12.1	12.3	11.3	16.6
政府金融	17.6	18.7	25.5	27.3
证券市场	5.0	5.4	8.1	7.5
外 资	2.3	2.9	2.5	3.2

实践证明，间接融资为主的融资体制，有利有弊，在集中资金支持经济高速发展时是有效的。但过分依赖间接融资，往往会对经济的稳健运行造成不利影响。例如，日本在战后高速发展时期，依靠银行贷款支持经济发展，取得了经济上的巨大成就。但在经济进入稳定发展期时，日本仍然过分依赖银行，政府通过大银行保护大企业，透明度低，制约力差，不良贷款加剧了经济泡沫，经济增长出现了下滑甚至负增长的态势。现在日本政府正在推行金融改革，核心就是走欧美道路，强化金融市场特别是资本市场的作用。日本的专家认为，在一定历史阶段没有顺应形势，改变过分依赖间接融资的制度，才造成了经济的巨大损失。

从国际经验看，经济一体化、全球化和证券化成为全球化的发展趋势，主要依靠间接融资为主的融资机制已经不能适应时代发展的需要。目前各国都在大力发展直接融资市场，尤其是直接融资发展落后的发达国家或者发展中国家。发达国家如德国和日本，发展中国家如韩国和新加坡，随着金融的 market 化和国际化以及金融管制的放松等，各国政府都在大力发展直接融资，这些国家的企业比以往更多地参与证券市场的融资活动。从中国的实际情况看，过去一直主要依赖银行贷款的间接融资体制已经呈现出相当多的弊病，大力发展直接融资市场、扩大直接融资所占的比重已成为支持我国经济进一步发展的必然选择。

2、我国融资状况分析

直接融资和间接融资的比重反映了一个国家的金融发展程度及这个国家对基本融资方式的选择，而融资方式和金融制度选择的最终目标是提高融资效率和质量，促进金融及经济的长期稳定发展。

表 2 1991-2000 年我国国民经济主要指标及融资结构数据 单位：亿元

年份	GDP	GDP 增长率 (%)	投资 增长率 (%)	储蓄率 (%)	净出口 增长率 (%)	间接融资		直接融资	
						各项 贷款	比重 (%)	证券 融资	比重 (%)
1991	21617.8	9.20	16.65	42.18	21.01	3657.10	85.84	603.12	14.16
1992	26635.4	14.20	28.19	43.35	-55.37	4985.10	78.98	1326.49	21.02
1993	34515.1	13.50	55.65	43.53	-346.52	6620.20	88.11	893.65	11.89
1994	45005.8	12.60	28.42	47.81	193.33	7867.00	78.26	2185.13	21.74
1995	57733.0	10.50	23.97	51.38	57.47	9727.90	73.48	3510.37	26.52
1996	67884.6	9.60	12.52	56.74	46.15	10614.80	73.89	3750.06	26.46
1997	74772.4	8.80	5.92	61.89	95.79	13761.30	73.54	4951.59	26.46
1998	79553.0	7.80	3.82	67.13	6.80	11610.00	63.12	6784.94	36.88
1999	82054.0	7.10	3.22	72.66	-26.31	7210.20	49.90	7237.69	50.10
2000	87904.0	7.6	5.77	73.18	-3.7	5636.80	41.46	7957.62	58.54

资料来源：李建宁，田光宁，“中国融资结构的变化与趋势分析”，“财经科学”，2001 年第六期；<http://www.stats.gov.cn/sjjw/ndsjs/>

为考察融资结构对我国经济增长的影响，我们建立 GDP 增长率对直接融资所占比重指标的回归方程。为了保证计量模型的准确性，我们在回归模型中还包括了影响 GDP 增长率的一些主要经济变

量，即全社会投资增长率、储蓄率（（城乡居民储蓄存款余额当期值-上期值）与 GDP 之比）、净出口增长率。得到回归方程如下：

$$\text{GDPRATE} = 0.3471 \cdot \text{SAVRATE} + 0.2206 \cdot \text{INVE} + 0.0084 \cdot \text{EXPO} + 0.0612 \cdot \text{DIRECT}$$

(14.55) (33.09) (10.64) (9.88)

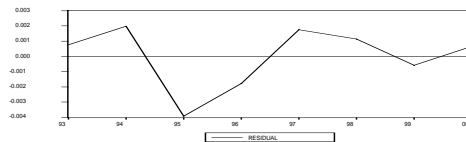
$R^2 : 0.99$ D.W. : 2.07

这里，GDPRATE 表示国内生产总值增长率，INVE 表示全社会投资增长率，SAVRATE 表示储蓄率，EXPO 表示净出口增长率，DIRECT 表示直接融资占总融资的比重。

从回归结果来看，储蓄率、全社会投资增长率、净出口增长率和直接融资所占比重指标与经济增长具有显著的正相关关系，这与经济学原理以及十年来我国经济发展的实际状况是相符的。这期间我国全社会投资增长率呈现逐步下降的态势，而净出口增长率在 1994 年以前波动起伏很大，在 1997 年以后由于受到亚洲金融危机的持续影响、国际经济的萧条和世界政局不稳定的波及，净出口增长率也逐年下滑，全社会投资增长率和净出口增长率的不利形势对经济增长产生了负面影响。而居民储蓄存款余额和储蓄率的高速增长，则为经济发展注入了活力。另外由于十年来我国证券市场的迅速发展，也对经济增长生了显著正面作用，说明了直接融资比重的提高对经济增长是有利的。需要说明的是，由于所用数据长度太短（只有十年数据），导致建立的模型比较粗糙，但回归结果仍能大致体现直接融资比重的提高对发展经济的重要性。

为保证计量模型的合理性，我们对回归残差进行单位根检验，这就是基于回归残差的协整检验。残差序列的单位根检验结果及残差图如下：

ADF	5%临界值	10%临界值
-3.0414	-3.5507	-2.9312



残差序列在 10%的显著型水平下通过了 ADF 检验，表明残差序列基本可以看作是平稳序列，由此直接融资所占比重与 gdp 增长率序列之间存在协整关系，计量模型是合理的。

为了考察直接融资比重是否是 GDP 增长率的 Granger 原因，我们然后进行对两者的 Granger 因果检验。Granger 因果检验结果如下：

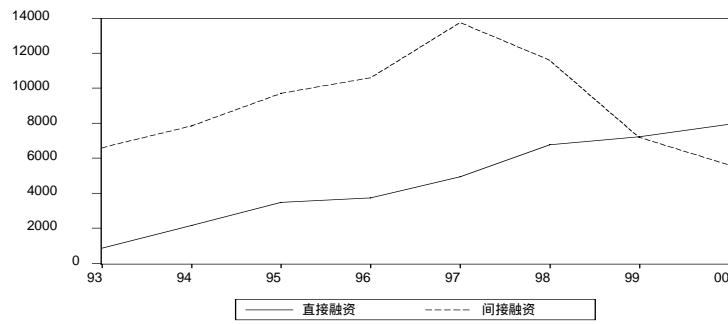
原假设	观察值个数	F-统计量	概率
直接融资比重对GDP增长率没有Granger显著影响	8	28.5786	0.01114
GDP增长率对直接融资比重没有Granger显著影响		0.79387	0.52879

由 Granger 检验结果来看，直接融资的比重对经济增长确实有显著的引致作用。当然，由于数据长度太短，分析还带有局限性，但得到的结果基本可以说明两者之间的关系。

观察直接融资所占比重指标十年的数据情况，这一指标在1998年以前一直处于稳步的增长状况，但在1999年和2000年大幅上升，达到了50.10%和58.54%。这种状况与直接融资和间接融资两种融资方式发展的状况有关。在1997年以前我国直接融资和间接融资均呈稳步上涨的趋势。1997年以后，直接融资仍然保持了逐年稳步增长的态势，但间接融资却逐年下滑，导致直接融资比重指标在1999年和2000年的数值异常增大。间接融资的下降，可能是由于贷款的软约束，国企不能及时偿还贷款，造成了银行的大量不良资产。银行业由于适应中国加入WTO和市场竞争的需要、扭转亏损局面等原因开始惜贷，造成了银行贷款也即间接融资的大幅下降。另外，为解决银行不良资产急剧增加而产生的债权转股权的新的资产管理办法也使得银行贷款有所降低，这也造成了近两年间接融资的大幅度下降。事实上，按照经济正常的发展态势，1999年和2000年我国直接融资比重指标并不会达到现在的数值。

直接融资在总融资中的比重应当保持在一个合适的比例，它应当与经济发展水平相适应。随着经济的稳步增长，我国直接融资和间接融资一定要继续发展，直接融资所占比例会随着经济的发展

而逐步增加，也就是说，直接融资将会在经济生活中发挥越来越重要的作用。



参考文献：

- 1、王昕，“中国直接融资方式的发展”，中国计划出版社，2000年5月
- 2、李建宁，田光宁，“中国融资结构的变化与趋势分析”，“财经科学”，2001年第六期
- 3、刘鸿儒，李志玲，“中国融资体制的变革及股票市场的地位”，“金融研究”，1999年第8期

(数量经济技术经济研究，2002年10期增刊)