

第一编

投融资导论

发端于 18 世纪、兴起于 19 世纪、盛极于 20 世纪的投融资是当今世界资本流动和经济交往的重要形式。近年来,随着经济的快速发展和经济全球化时代的到来,对投融资问题的研究不仅保持了一贯以来资本研究领域的重要地位,而且研究范围和视角也不断拓展。本编开宗明义,主要阐述投融资的基本概念、基本研究范畴,以及关于投融资的基本理论问题。

第一章

投融资概述

投融资活动是经济发展的重要推动力,因为投融资借由货币资本和产业资本的运营,实现资本、劳动、技术、管理等一揽子生产要素的流动与配置,不仅增强了各经济主体之间的金融联系、生产联系与贸易联系,而且带来了真正意义上的深层次的全面经济发展。若要理解投融资缘何会引起如此深刻的经济变革,我们就必须从投融资的基本概念、投融资的产生与发展,以及投融资的研究范畴入手。

第一节 投融资的基本概念

一、投资的基本概念

投资是各类经济主体,包括企业、金融机构、各级政府和个人投资者,为了获取预期的不确定效益而将现期拥有的货币资本或产业资本通过特定方式转为实物资产、无形资产或金融资产的经济行为。该定义表明,投资的内涵包括投资主体、投资动机或目的、投资客体以及投资方式四个因素,反映了投资活动中各因素及其所体现的内在经济关系的高度统一。

(一)投资主体的多元化

投资主体是指具有独立投资决策权并对投资结构负有责任的经济法人或自然人。依据主体的职能,投资主体可分为:(1)投资所有主体,是负责提供投资资源或偿还负债,并享受资产收益的主体。(2)投资决策主体,是负责具体确定方案的主体。(3)投资实施主体,负责按已确定的方案组织实施投资,将资源转化为资本。(4)投资存量经营主体,是已形成资产的营运者。投资所有主体、决策主体和存量经营主体可能是同一自然人或法人,也有可能是相对分离的不同的自然人或法人。

依据主体类型可分为:(1)企业,是直接投资的主体。(2)金融机构,包括银行及非银行金融机构,是参与证券投资和金融服务业直接投资的主体。(3)官方与半官方机构,包括各级政府及各类区域性经济组织。(4)个人投资者,是以参与证券投资为主的群体。投资主体的多元化避免了投资过程受单个投资者支配的情况,同时分散了投资风险。

（二）投资客体的多样化

投资客体是投资主体加以经营操作以实现投资目标的对象。投资客体包括：（1）实物资产，是以土地、厂房、机器设备、黄金、古董等实物形式存在的资本。（2）金融资产，包括定期存单、股票、债券、衍生工具等。（3）无形资产，包括生产诀窍、管理技术、商标、专利、信息、销售网络等。一般来说，投资主体既可能采用一种客体投资形式，又可能采用几种客体投资形式，从而使投资呈现多样化和复杂性。值得注意的是，各类投资客体的安全性、获利性及流动性不尽相同，有的资产安全性高、流动性强但收益低，而有的资产收益率高，但安全性差，流动性也弱。投资者要根据自身对风险的承担能力及对获利性和流动性的要求来选择投资对象，进行资产的合理组合。

（三）投资的目的是为了获取一定的效益

投资的目的是为了获取预期效益。按不同的标准，投资效益可以分为：（1）宏观经济效益和微观经济效益。宏观经济效益是从整个国民经济角度来考察的，微观经济效益则是从单个项目角度来考察的。（2）直接效益和最终效益。直接效益是投资的初始成果，如获取企业经营的控制权、占领市场等。最终效益则是投资的最终成果，如获取经营控制权和占领市场的最终目的可能是增加利润。（3）财务效益和社会效益。财务效益可以用价值尺度计量，如利润、股息和股利；社会效益不一定能用价值尺度计量，但一般可用其他一些间接的定性尺度计量，如增加就业、改善环境和社会福利等。

（四）投资效益的不确定性

投资是资本的垫付活动，从垫付资本到获利需要一个较长的时期。在此过程中，由于政治、经济、自然、心理等众多因素的变化，投资的预期收益是不确定的，投资者面临亏损甚至破产的可能性，可见，投资是具有风险性的。如果说获取预期收益的动机使投资者具有内在的动力，那么投资风险的存在又使投资者具有内在的约束。可见，只有在风险和收益相匹配的条件下，投资行为才能得到有效调节。一般来说，投资风险和投资回报是呈同方向变化的。

（五）投资具有创造财富的功能

投资必须花费现期的一定收入，从而投资主体投资数额的大小、投资目标的选择必然受其收入水平和融资能力的制约，但投资同时又具有创造收入的功能。对各类投资主体来说，投资在未来时期能带来收入，尤其在信用高度发达的现代社会，投资者可以借本生利，利用信用杠杆效应，以少量的垫付资金实现较多的效益。对于整个社会而言，投资可以创造需求，启动和利用闲置资源，从而促进社会财富的增加；同时还可以创造供给，直接增加未来的社会财富。

二、融资的基本概念

融资，即资金融通，就是通过各种方式融通资金的活动。广义融资是指资金在资金持有者之间双向互动、以余补缺的一种经济行为，它不仅包括资金的融入，也包括资金的融出。也就是说，它不仅包括资金的筹集，还包括资金的运用。狭义融资主要是指资金的融入，即通常所说的资金筹集，具体是指经济体从自身的资金运用状况出发，经过科学的预测和决策，通过一定的渠道，采取一定的方式，从资金富余方融入资金，从而保证经济体正常运作的一种经济行为。综上所述，我们认为，融资是指融资主体根据资金余缺融通的客观需要，运用一定的融资形式、手段和工具，实现资金的筹集、转化、运用、增值和回偿等融资活动的总称。融资活动所产生的经济关系，在本质上是一种货币信用关系。所以，一般意义上的无偿性征集或筹集资金的活动及其资金的收支，不属于融资范畴。在融资过程中有五个重要环节，即资金的筹集、转

化、运用、增值和回偿,它们依次相连、缺一不可,构成融资活动的系统性主体环节。

融资主要包括直接融资和间接融资。直接融资是指融资主体通过发行债券、股票等信用工具,吸收社会剩余资金,并转化为资本,直接投入特定项目的融资方式。直接融资的优点是:(1)可以把资金向效益更高的方向引导。一般来说,效益高的企业信誉较好,它发行的债券或股票收益率较高,对投资者的吸引力较大。(2)促使企业提高资本使用效率。面向社会直接融资有一定的成本^①,而且必须直接向投资者负责,这就促使企业转换经营机制,讲求资金使用效益。(3)可以把社会上的一部分消费资金变为长期性生产建设资金。(4)拓宽投资者投资的渠道,分散投资风险。

相对于直接融资,间接融资是以银行为中介所进行的信贷活动,即融资主体向银行贷款的融资方式。银行贷款资金的主要来源是银行面向社会吸纳的存款。我国银行吸收的存款按性质可分为单位存款和个人存款。单位存款主要包括:(1)国有企业、集体企业和个体经营者在生产、经营的周转过程中暂时闲置资金的存款;(2)中央金库和各级财政部门先收后支款项的存款;(3)事业经费未用部分存款等。个人存款包括国内城乡居民的个人存款和华侨的个人存款,由各专业银行的储蓄所或分支机构、农业银行营业所和农村信用社及其他非银行金融机构(如邮政储蓄存款等)代理。

此外,随着金融业的发展,金融创新层出不穷,融资的手段日益多样化。融资租赁、票据融资、无形资产融资、资产证券化、BOT 等都为融资增加了新的内容。

第二节 投融资的产生和发展

一、投资的产生和发展

投资是商品经济发展到一定阶段的产物,并随着生产力的提高和生产关系的演变呈现出特定的发展过程。从其存在形式的角度分析,通常把投资的产生与发展历程划分为两个阶段。

(一) 产业投资阶段

所谓产业投资,是指为了获取预期收益,用货币购买生产要素,从而将货币转化为生产资本的投资方式。在自给自足的自然经济阶段,生产要素的投入表现为实物的投入,生产的目的是直接满足本经济单位或生产者个人的需要。但是在商品经济阶段,由于单个生产者只能生产一种或几种产品,如果需要其他产品,就需要以货币为媒介通过商品交换来实现。在该阶段,任何经济主体所进行的生产活动都要预先垫付一定数量的货币,用以购买劳动资料、劳动对象和支付劳动者的工资报酬。各类产业以手工操作为主,生产规模小,创办一个手工作坊、工场和开设一家餐馆、商店,所需投资数额不多,投资者多是运用自有资本的积累单独或合伙进行产业投资。他们享受投资可能带来的全部收益,但也要承担全部风险,而且负有无限连带责任。如果他们所开办的作坊、工厂、餐馆、商铺资不抵债,就要以其他来源的收入或变卖其他财产来清偿债务。

(二) 证券投资长足发展的阶段

随着经济的发展,生产规模逐渐扩大,贸易的范围逐渐拓宽,无论是从事远涉重洋的海外贸易,还是修筑铁路或者创办工厂,所需资金都不再是独资和少数几个人合伙所能满足的,于

^① 即直接融资成本,例如,债券要及时归还本金和利息,而股票要分红利等。

是客观上提出了集中资金的要求。同时,随着单位投资规模的扩大,投资风险逐渐增大,单个投资者无力承担投资的全部风险,客观上又要将整个项目的投资风险分散到多个不同的投资主体身上,而且将每个投资者所承担的风险限制在一定的范围之内。为解决集中资金和分散投资风险的问题,以股票和债券为主要内容的长期资本市场应运而生。在资本市场出现后,拥有货币资本的投资者可以通过购买股票或债券来获取股份收益或债券利息。这样一来就产生了证券投资,形成产业投资和证券投资共存的局面。证券投资的发展过程可以分为以下四个阶段:

1. 15~17 世纪末的初始形成阶段

15 世纪,随着商品经济的发展,在地中海城市出现了邀请公众入股的城市商业组织,股东有商人、王公、教授、廷臣乃至一般城市居民。这种商业组织的股份不得转让,但投资者可以收回。虽然它还远远不是现代意义上的股份经济,但已经把筹集资金应用于经济发展。由于美洲的发现,海外贸易迅速发展,16 世纪的国际贸易逐步由地中海转到大西洋,英格兰成为重要的贸易中心。在当时重商主义的政策下,英国和荷兰出现了一批具有垄断特权的以国外贸易和殖民为目的的贸易公司,如 1553 年成立的莫斯科尔公司和 1600 年成立的东印度公司,就是原始的股份有限公司的组织形式(见表 1-1)。当时投资者是为了筹集航海所需的巨额资金、分担航海风险,在航海结束后投资者收回本金并按股本比例分得利润。这种公司虽不是现代意义上的股份经济,但它不仅可以发挥筹资的作用,而且还可以起到分散投资风险的作用。

表 1-1 16~17 世纪末的股份有限公司

年份	国别	历史事件	备 注
1553	英国	莫斯科尔公司成立	采取公开招买股票的方式,股东拥有公司成员资格,每次航行回来就返还股东的投资和分取利润,后来将资本留在公司内长期使用
1581	英国	凡特利公司成立	
1600	荷兰	东印度公司成立	
1608	荷兰	阿姆斯特丹证券交易所成立	世界第一家证券交易所
1661	英国	股票可以自由转让	股票购买人享有公司股东的权利
1680	英国	英国法律确定公司法人的观点	

资料来源:何党生,《股票的起源和发展》,2007 年 8 月 26 日,价值中国网。

债券最早是以国家信用为基础的。据文献记载,希腊和罗马在公元前 4 世纪就开始出现国家向商人、高利贷者和寺院借债的情况。进入封建社会之后,公债得到进一步的发展,许多封建主、帝王和共和国每当遇到财政困难,特别是发生战争时便发行公债。12 世纪末期,在当时经济最发达的意大利城市佛罗伦萨,政府曾向金融業者募集公债。其后热那亚、威尼斯等城市相继仿效。但当时各国的国债发行规模并不大,大规模地发行国债是在 17 世纪以后。1697 年,英国的国债发行额为 2 100 万英镑,到了 1749 年,英国国债发行额已高达 8 100 万英镑。公司债券在 17 世纪中叶才出现,不过在垄断资本主义形成以前,公司债券的发行量并不太大。

2. 17 世纪末到 20 世纪早期,证券投资领域不断拓展的阶段

现代意义上的股份投资是在 17 世纪的后半期获得显著发展的。从 17 世纪下半期开始到 18 世纪初,股份投资主要集中于金融业和工业领域。铁路部门需要长期巨额投资,正如马克思所说:“假如必须等待积累去使某些单个资本增长到能够修建铁路的程度,那么恐怕直到今

天世界上还没有铁路。但是,通过股份公司转瞬间就把这件事完成了。”^①发起于 18 世纪末的工业革命,到 19 世纪上半期已基本完成了机器生产代替手工生产的过程。机器的采用使企业规模急剧扩大,单位投资需要量急剧增多。正是在这种情况下,1855 年英国认可了公司的有限责任制,1862 年颁布了股份公司法,使股份公司和股份投资得到了飞速发展。19 世纪末到 20 世纪初,股份公司进一步发展,并成为占统治地位的企业组织形式(见表 1-2)。

表 1-2 17 世纪以后股份经济的发展

行 业	时 间	主要事件
金融业	1694 年	第一家股份制银行——英格兰银行成立
	1790 年	美国第一家股份制银行——合众美国银行成立
工业领域	18 世纪 70 年代到 19 世纪中期	英国利用股票集资这种形式共修建了长达 2 200 英里的运河系统和 5 000 英里的铁路
	18 世纪初	美国利用股票集资建成了约 3 000 英里的运河及 2 800 英里的铁路
	1799 年	杜邦用每股 2 000 美元的股票筹措了 15 股资本,创立了杜邦火药公司
	1902 年	美国钢铁公司用股票筹措了多达 14 亿美元的股金资本,成立了第一家 10 亿美元以上的股份有限公司

资料来源:同表 1-1。

19 世纪 30 年代后,美国各州大量发行州际债券。19 世纪 40~50 年代由政府担保的铁路债券迅速增长,有力地推动了美国的铁路建设。19 世纪末到 20 世纪,欧美资本主义各国相继进入垄断阶段。为确保原料来源和占领产品市场,建立并巩固殖民统治,股份公司开始发行大量的公司债,并不断创新债券种类以加速资本的积聚和集中,这样就形成了今天多品种、多样化的债券体系。随着证券的发展,证券交易所也如雨后春笋般发展起来(见表 1-3)。

表 1-3 18~19 世纪世界主要证券交易所的发展概况

国别	年份	证券交易所	主要证券品种
英国	1773	在伦敦新乔纳咖啡馆成立了英国第一家证券交易所,即伦敦证交所的前身	主要交易政府债券、公司债券与矿山、运河股票
	1850	非正式的地方性证券市场相继成立	
美国	1790	费城证券交易所,是美国第一家证券交易所	初期主要经营政府债券,继而交易各种公司股票
	1792	纽约证券交易会,即纽约证券交易所的前身	
	1884	道和琼斯发明了道琼斯股票价格平均指数,用以反映股市行情	

资料来源:同表 1-1。

3. 20 世纪早期到 20 世纪 70 年代,证券投资大幅减少的阶段

从 1929 年至 1933 年,西方发达国家爆发了空前的经济大危机。这次大危机的发生与证券市场的过度膨胀有着直接关系,反过来又严重影响了证券投资的进一步发展,使证券市场几乎崩溃。1929~1930 年,美国道琼斯股票指数下跌达 90%。西方国家根据危机时期的经验,陆续颁布相关法律来保护投资者利益(见表 1-4)。危机结束后不久,第二次世界大战爆发。

^① 马克思:《资本论》第 1 卷,人民出版社 1975 年版,第 688 页。

大战期间,除由于政府开支过大、公债发行和交易业务有一定增加外,证券市场总体上始终未能恢复到危机前的规模和水平。

表 1-4 证券投资相关法律的发展概况

年份	法 律	法律内容
1933	《证券法》	规定了股票发行制度
1934	《证券交易法》	解决了股票交易问题,成立了股票市场主管机关——证券委员会
1970	《证券投资者保护法》	保护投资者利益、减少投资风险

资料来源:同表 1-1。

4. 20 世纪 70 年代至今,证券投资恢复并高速发展的阶段

进入 20 世纪 70 年代后,由于科技革命推动了发达国家产业结构的大幅度调整,加上西方国家政府对经济采取一系列干预措施,加强和完善了对证券发行和投资的管理,证券市场复苏并发展起来,证券投资工具逐渐增多,发行方式和交易方式更加便利和多样化,管理手段也日趋现代化(见表 1-5 和表 1-6)。证券市场开始向国际化方向发展,以证券为媒介的国际资本流动超越一国的界线,实现国际的自由化。截至 2009 年末,国际债务工具的净发行额近 23 000 亿美元(见图 1-1)。

表 1-5 金融衍生工具的发展状况

年 份	金融衍生工具类型
1972~1979	货币期货、股票期货、抵押债券期货、国库券期货、长期政府债券期货、场外货币期权
1980	货币互换
1981	股指期货、中期政府债券期货、银行存单期货、欧洲美元期货、利率互换、长期政府债券期货期权
1983	利率上限和下限期权、中期政府债券期货期权、货币期货期权、股票指数期货期权
1985	欧洲美元期权、互换期权、美元及市政债券指数期货
1987	平均期权、商品互换、长期债券期货和期权、复合期权
1989	三月期欧洲马克期货、上限期权、欧洲货币单位利率期货、利率互换期货
1990~2005	股票指数互换、证券组合互换、特种互换

资料来源:根据田超《金融衍生品:发展现状及制度安排》整理而得,中国金融出版社 2006 年版。

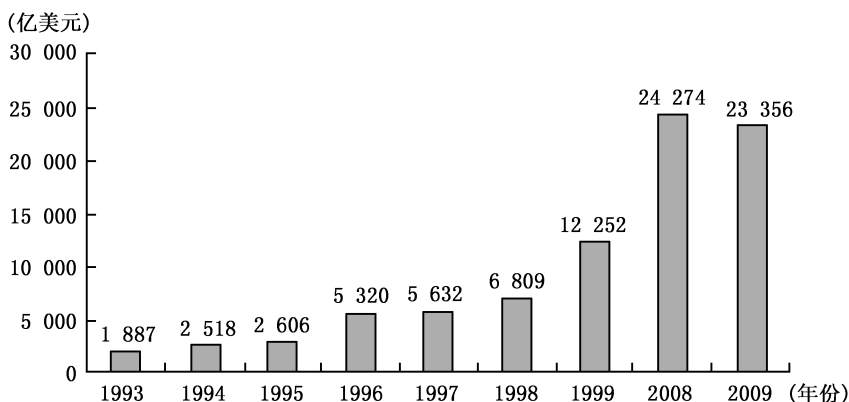
表 1-6 20 世纪末金融衍生工具交易量增长情况(以未清偿名义本金额统计) 单位:10 亿美元

年份 交易量	1988	1989	1990	1991	1992	1993
场内交易量	1 306	1 768	2 292	3 523	4 641	7 839
a. 利率期货	895	1 201	1 454	2 157	2 902	4 960
b. 利率期权	279	388	600	1 073	1 385	2 362
c. 货币期货	12	16	16	18	25	30
d. 货币期权	48	50	56	61	80	81
e. 股指期货	28	42	70	77	81	119
f. 股指期权	44	72	96	137	168	286

续表

年份 交易量	1988	1989	1990	1991	1992	1993
场外交易量	—	3 450	4 449	5 346	—	—
a. 货币互换	320	449	578	807	860	—
b. 利率互换	1 010	1 503	2 312	3 065	3 851	—
c. 其他互换	—	561	577	635	—	—

资料来源: The Banker[J]. 1994 年第 7 期, 第 29 页。



资料来源: BIS, Quarterly Review, March 2010.

图 1-1 国际债券净发行额的增长

二、融资的产生和发展

融资是随着投资的不断扩大而产生并不断发展的。如上所述,随着投资规模的扩大,依靠自身的力量越来越不可能实现整个投资,于是就产生了融资需求,即融资主体根据资金余缺的客观需要,运用一定的形式、手段和工具,实现资金的筹措、转化、运用、增值和回偿等活动。融资的产生和发展有其必然性。

(一) 融资的产生是社会分工和科技发展的必然结果

首先,在一定时期内,经济主体的资金收支情况必然有三:一是收入大于支出,即资金盈余;二是收入等于支出,即资金收支平衡;三是收入小于支出,即资金短缺。余者难有其用,缺者难有其补,只有通过融资调剂余缺,才能使盈余资金得到充分利用,短缺资金得到有效补偿,使资金这项社会性资源得到优化配置和合理利用。其次,现代社会中,独立的经济主体普遍存在(某种意义上,国家或政府也是一个经济主体)。获得经济利益是任何经济主体进行经济活动的根本目的,因此经济主体具有让渡暂时闲置资金的使用权或者获取资金使用权的内在动力,双方各得其利,从而引发融资活动。再次,信用工具的出现和发展,以及市场机制和市场环境的不断完善,为融资活动的高效运作提供了客观条件和保障。这使融资活动在资金供需双方之间,甚至在不同国家和地区之间成为必然。最后,随着生产力和科学技术的不断发展和进步,专业化分工协作越来越密切,资本、人才等生产要素的流动主要通过融资活动来实现。融资是社会生产分工和科学技术发展的必然结果,同时又为社会生产分工和科学技术的发展提

供必要的资金条件。

(二) 融资的发展呈现多样化和国际化趋势

融资自产生以来取得了长足发展,尤其在近代,发展可谓一日千里,呈现多样化和国际化趋势,这主要表现在以下三个方面。

1. 融资的手段日趋多样化

融资产生的初期仅有内源融资和股权融资,后来产生了债券融资。如今,除了上述融资方式之外,还有银行融资、应收账款融资、存货融资、无形资产融资等等。新型金融工具的出现,如企业票据、金融租赁、银行投资入股、可转换债券、特许权经营、资产证券化、存托凭证、备兑认股证、远期、期货、期权、互换等,也大大丰富了融资的手段。

2. 融资的地域空前扩大

如今,融资已经突破部门、区域和国家的限制,走上资金来源多元化与国际化的道路,开办合资公司、发行国际证券、允许外国投资者购买本国国债等融资方式的出现都是这一发展趋势的证明。

3. 融资的主体呈现多样化

融资主体不仅有个个人,企业、政府、项目机构(包括各种金融和非金融机构)也成为融资的主体,大大促进了投融资的发展。

总之,投融资是随着社会生产力和生产关系的发展而产生并不断发展的。商品经济的产生和生产规模的扩大产生了投资的需求,而随着投资量的增加,单靠个体的资金已很难满足资金需求,于是就产生了融资。融资使原本靠长期积累才能完成的大型项目在较短时间内即可完成,有力地促进了投资的发展。而投资的发展,又产生新的更大的融资需求,这样一来,又有力地促进了融资的发展,甚至弥补财政赤字也要依靠融资。可见,投资和融资的产生和发展是相辅相成的。随着经济全球化、市场化的进一步深化,它们还有更广阔的发展空间。

第三节 投融资学的基本内容和研究方法

一、投融资学的基本内容

投融资学是一门研究投资和融资的复合性交叉学科。投融资学的研究内容既包括宏观方面又包括微观方面,既包括理论总结又包括实务操作。根据本书的结构,其具体内容主要有以下几个方面。

1. 投融资的基本理论问题

这些理论问题包括政府融资理论、企业融资理论、直接投资理论、间接投资理论、跨国投资理论。详细阐述了不同投融资理论的发展及内容,分析了投融资的动因。

2. 投融资的主体分析

这些主体包括企业投融资,商业银行以及非银行金融机构(主要有证券公司、信托公司、保险公司、基金公司等)投融资,政府投融资,个人投融资。阐述了这些主体投融资的发展状况及行为特点,分析了其投融资的基本途径。

3. 投融资的客体研究

这些研究包括对直接投入固定资产、黄金等实物资产的讨论;对生产技术、管理经验、商标等无形资产的剖析;对股票、债券、基金、衍生工具等金融资产的研究。

4. 跨国投融资的研究

这些研究涉及全球融资、中国境外融资和全球融资、中国境外投资。详细讨论了全球投融资的内容、现状和未来发展趋势,分析了中国境外投融资的现状、优势及劣势,并相应提出了中国境外投融资的政策建议。

5. 投融资管理的研究

投融资管理的内容包括投融资环境的分析及评估方法;融资决策分析,投资决策分析;融资风险管理,投资风险管理;国际投融资管理体制的比较研究。分析了中国投融资管理体制的现状与发展趋势等。

二、投融资学与相关学科的关系

(一) 投融资学与金融学的关系

金融学是研究货币运动及其客观规律的科学,它与投融资学既有密切联系,又有明显区别。

1. 两者的联系

首先,两者的研究领域中都包括货币资本的转移。其次,由于金融活动与投融资活动相互影响,因而在学科研究中必然要相互涉及。一方面,金融领域的利率、汇率变动将影响证券的价格和收益、融资的成本,影响直接投资的利润,从而影响投融资行为;另一方面,投融资效果的好坏,也制约着货币的流动,从而引起利率乃至国际汇率的变动。

2. 两者的区别

两者的研究领域各有相互独立的部分,金融学仅仅研究货币领域,而投融资学不仅涉及货币领域,还涉及生产领域,如设备、原料、技术、管理、专利等,以及融资的途径和成本;在对货币的研究范围方面,投融资涉及的主要是中长期资本的运动,而金融学还研究各种短期资金的流动。即使在相互交叉的共同领域,两者的侧重点也有所不同。金融学中的行为主体是金融机构、非金融机构乃至国家或国际组织,着重研究资本运动对利率、国际收支平衡、汇率波动和贸易的影响。而投融资学中最主要的行为主体是政府和企业,更着重于研究资本运动所能取得的经济效益。

(二) 投融资学与贸易学的关系

贸易学是研究商品和非要素劳务的运动及其客观规律的科学,它与投融资学同样既有密切联系又有明显区别。

1. 两者的联系

首先,两者的研究领域都涉及商品的流动。其次,贸易与投融资之间存在着相互影响。一方面,贸易活动往往是投融资行为的基础和先导。产品需求的差别和产地的不同产生了生产与贸易活动,贸易导致生产的专业化和规模化,从而产生投资和融资活动。另一方面,投融资也会对贸易产生反作用。因为投融资行为的发生会引起购买力的转移,从而带动贸易的发展。

2. 两者的区别

贸易学对商品流动的研究侧重于交换关系方面,从原则上讲,贸易活动在价值相等的基础上实现使用价值交换,商品最终进入消费领域;而投融资学则侧重于商品生产属性方面的研究,从根本上看,投融资活动是把资本筹集起来,然后通过购买商品,作为生产要素投入生产领域并实现价值增值。

三、投融资学的研究方法

(一) 实证分析与规范分析相结合

实证分析旨在研究投融资现状如何,如果执行某项融资、投资规划或融资、投资政策将会达到怎样的效果等问题,其研究结果可受到将来发生的事实的验证。实证分析的意义在于我们可以准确地把握客观事实,了解投融资的运行过程和结果。而规范分析旨在研究通过投融资应该实现怎样的效果,这种效果对整体国民经济的影响是否有利等问题,它含有一个价值评判过程。规范分析的意义在于制定合理的标准,如通过投融资达到怎样的产业调整目标等。

(二) 定性研究和定量研究相结合

对于投融资活动的现象和结果,不仅需要要在总体上给予定性的判断和预测,还需要进行定量的计算和分析。对此,西方学术界长期以来形成了一套现代化管理方法,广泛深入地运用经济数学,如对融资成本进行计算、对投资项目进行可行性研究、对投资效果进行投入产出分析、对金融资产设立定价及风险控制模型等,使投融资活动建立在科学精确的基础上。

(三) 总量分析和个量分析相结合

对于具体投融资项目,在分析它给投资者带来成本收益的同时,还要考虑它将给国家的宏观经济总量造成的影响,从而达到最佳的财务政策协调状态。

(四) 静态分析与动态分析相结合

对投融资的研究,不仅要了解其现状,如融资与投资的规模存量、融资结构及投资的行业结构等,更要从历史的角度分析其发展趋势,如流量、方向变化等,从而及时调整策略,使项目取得成功。

(五) 理论研究与实践操作相结合

只有通过具体的融资和投资活动,才能探求其内在的客观联系,从而归纳成理论,再指导实践过程,并不断修正、发展,形成适合中国国情的投融资学。

阅读书目

1. 张中华:《投资学》(第三版),高等教育出版社 2014 年版。
2. 杨晔、杨大楷:《投资学》,上海财经大学出版社 2012 年版。
3. 杨晔:《融资学》,上海财经大学出版社 2013 年版。
4. 杨晔、杨大楷:《中级投资学》(第二版),复旦大学出版社 2014 年版。
5. 方芳、陈康幼:《投资经济学》(第二版),上海财经大学出版社 2010 年版。

思考题

(一) 填空题

1. 投资主体可分为:_____、_____、_____和_____。
2. 投资客体包括_____、_____和_____。
3. 投资的根本目的是_____。
4. 融资活动所产生的经济关系,在本质上是一种_____。
5. 融资过程的五个重要环节:资金的筹集、_____、运用、_____和_____,它们依次相连、缺一

不可。

(二)名词解释

1. 投资
2. 直接融资
3. 间接融资
4. 产业投资
5. 投资主体

(三)是非题

1. 最终效益是投资的最终成果,如获取经营控制权和占领市场。 ()
2. 财务效益可用价值尺度计量,如利润、债息和股利,而社会效益不能用价值尺度计量。 ()
3. 投资风险和投资回报是呈同方向变化的。 ()
4. 在信用高度发达的现代社会,投资者可以借本生利,利用信用杠杆效应,以少量的垫付资金实现较多的效益。 ()
5. 一般意义上的无偿性征集或筹集资金的活动及其资金的收支,也属于融资的范畴。 ()

(四)简答题

1. 简述投资的内涵。
2. 简述融资的内涵。
3. 简述融资与投资的关系。
4. 简述投融资学的研究方法。
5. 简述直接融资的优点。

(五)论述题

1. 试述投融资产生的原因。
2. 试述投资和融资的近期发展趋势。

第二章

投融资理论

投融资理论是研究投融资学的基石,其随着投融资的产生和发展而不断得到丰富和完善。顾名思义,投资和融资由于覆盖的范围和内涵不同,因而相应的理论研究重点也不相同。融资理论的发展主要沿着两条主线展开^①:一是在政府融资理论方面,主导理论涵盖了从政府征收铸币税(发行货币以取得收益)的货币融资理论到各经济主流学派各持观点的公债融资理论,再到“公债和一次性总税负是等价”的大卫·李嘉图的等价定理;二是在企业融资方面,这也是现阶段融资理论研究的重中之重,主导理论主要涵盖了遵循企业资本结构展开的旧资本结构理论和新资本结构理论。投资理论主要沿着两个分支推进:一是直接投资理论,从西方各学术流派各领风骚的投资理论到由具体实践而产生的投资理论,标志着直接投资理论的不断成熟;二是间接投资理论,根据投资客体的不同分别研究了股票投资理论、债券投资理论、有效市场理论和期权定价理论等。

20 世纪 90 年代以来,随着经济全球化进程的加快,对投融资理论的研究不仅保持了一贯在经济研究领域的重要地位,而且研究范围和视角不断拓展,研究方法也不断创新,尤其是一些针对新形势、新现象和新问题的相关研究已成为投融资研究领域的前沿。如投资理论方面的行为投资理论、融资方面的项目融资和资产证券化等,这方面的知识在后面章节会有较详细的阐释。

第一节 融资基本理论

一、政府融资理论

政府融资理论是伴随政府融资实践的产生和发展而得以完善的。政府融资是政府投融资

^① 融资理论的研究角度根据不同的划分标准有着不同的研究视角,本章的划分方法是根据融资主体独特的经济特征来研究融资理论。一般而言,融资主体主要包括政府、企业和个人。其中,个人(家庭)的经济行为主要涉及储蓄、消费和投资,因此经济学研究通常把个人作为储蓄的主要来源,是政府和企业融资资金的主要提供者。所以融资理论主要研究的是政府和企业的融资理论。

的一个方面,政府投融资是 20 世纪 40 年代后期才产生的一个概念,是一个同财政、金融有着密切联系的经济范畴,并以其独特的作用受到世界各国政府的重视。目前,理论界对政府投融资的概念界定尚未达成共识,不同学派的理论界定参见表 2—1。

表 2—1 理论界对政府投融资的不同界定

国别	政府投融资的定义
日本	政府投融资以政府信用为基础筹集资金,以实施政府政策为目的,采取投资(出资、入股等)或融资方式将资金投入企业、单位和个人的政府金融活动,是政府财政活动的重要组成部分
中国	政府投融资就是以国家(地方)财政为主体,按照信用的原则,以出资或融资的方式,有偿地筹集运用部门财政资金,并加以经营管理所形成的特定分配关系 政府投融资是政府利用财政和信用的手段筹集财力,融通社会资金,为政府实施社会发展战略提供资金保障,并以信贷方式为经济建设融通资金的一种形式 政府投融资是以信用方式,在资金市场上筹集民间资金,使之转化为政府资金,为政府双重目标服务

资料来源:杨大楷,《投融资学》(第二版),上海财经大学出版社 2008 年版。

一般来讲,政府融资是指政府以信用为手段直接或间接地有偿筹集资金的资金融通活动。政府的资金来源主要有三个方面:(1)税收,这是政府资金的主要来源;(2)向中央银行借贷(透支),这实际上是通过发行货币的方法来筹集政府资金,通常称为货币融资;(3)向公众发行债券,即通常所说的债务融资。

需要说明的是,政府的货币融资从本质上讲并非我们所定义的政府融资,它是依靠政府所掌握的发行货币的权力,增发货币以获取收益,且无需偿还的一种筹集资金的方式。另外,税收也不是政府融资,而是政府资金的主要来源。为了使读者能够比较全面、系统地了解政府的融资方式和理论,本节内容不仅涵盖了公债理论,还将讨论本质上并不是政府融资行为的货币融资理论和税收。

(一) 政府的货币融资理论

最早的政府货币融资理论研究是由布瑞西尼—特若尼(Bresciani-Turroni, 1937)和卡甘(Cagan, 1956)提出的。他们认为,政府可以从印发货币中获取的收益进行融资,即政府印发货币存在“铸币税”^①。战争、出口价格下降、逃税及政治僵局等事件的发生使政府时常拥有高额预算赤字,而投资者通常对政府偿还债务的承诺缺乏信心,从而不去购买政府债券。因此,政府唯一的融资选择是发行货币以获取铸币税。但是他们指出,政府增发货币以获取收益的同时会引起通货膨胀乃至恶性通货膨胀,严重的将会导致整个国民经济的瘫痪,因此,政府在增发货币时要慎重考虑各方面因素。

布瑞西尼—特若尼和卡甘认为,当经济快速增长时,货币供给的增长完全被经济所吸收,不会造成通胀。此时铸币税就是增发货币所取得的收入,并且其数量随着货币供给的增加而增加。当经济处于稳定状态时,真实铸币税等于货币存量的增长率(即通货膨胀率)与真实货币余额的乘积,而真实利率与产出不受货币供给增长率的影响,货币供给的增长率完全反映在物价水平上,这样就引起了通货膨胀,导致货币贬值、购买力下降,政府铸币税收入的实际购买力也随之下降。此时的实际铸币税通常被称为通货膨胀税,我们可以把通货膨胀税看作是对

^① 铸币税,又称“货币税”,并不是一种真正的税种,而是理论上对货币发行收入的界定,即发行货币的组织或国家,在发行货币并吸纳等值黄金等财富后货币贬值,使持币方财富减少、发行方财富增加的经济现象。参见 Robert L. Hetzel, “German Monetary History in the First Half of the Twentieth Century”, 1999。

货币持有者强制征收的一种税,其税率是货币贬值率,即通货膨胀率,税基是货币持有者实际持有的货币数量。在税基不变的情况下,通货膨胀率越高,政府的铸币税收入就越高,即政府通过增发货币获得的收入就越高。但是随着货币贬值加快,人们持有货币的机会成本就越高,人们将越来越不愿意持有货币,这样因通货膨胀率提高而增加的铸币税收入就逐渐被因实际余额的减少从而税基的减少所抵消,铸币税在达到一个最大值后迅速下降。这样一个变化路径就是所谓的“通货膨胀—税收拉弗曲线”,如图 2-1 所示。

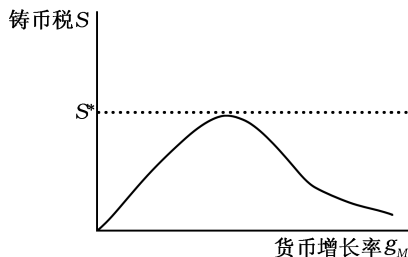


图 2-1 通货膨胀—税收拉弗曲线

现在,我们讨论当一个政府通过铸币税来进行一定数量(如 G)的融资。设 G 小于铸币税的最大可行量 S^* 。那么如图 2-2 所示,存在两个可为政府购买融资的货币增长率 g_1 和 g_2 。其中 g_1 产生较低的通货膨胀率与较高的真实货币余额, g_2 产生较高的通货膨胀率与较低的真实货币余额。这种分析提供了关于高通货膨胀的一种解释,它起源于政府的铸币税融资,即政府的货币融资。

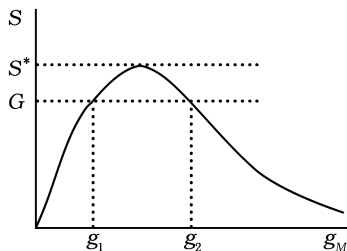


图 2-2 铸币税的需求如何决定通货膨胀

(二) 政府的公债融资理论^①

1. 早期的公债观

早期的公债观主要是指在亚当·斯密以前的经济学家关于公债的观点。这一阶段的公债观还没有形成一个比较系统的理论体系,绝大多数的经济学家都只是在论及其他经济理论时略微触及一点公债的内容。

在欧洲中世纪,随着公债的出现,公债思想开始见诸文字。托马斯·阿奎那在其著作中虽然没有系统地介绍公债理论,但却相当详尽地研究了财政问题。他反对国家发行公债,认为发行公债会使国家变弱,降低国家威望。^② 随后,法国财政学者吉思·博丹也提出国家应该避免

^① 赵志耘:《公债经济效益论》,中国财政经济出版社 1997 年版。

^② 《托马斯·阿奎那读本》,北京大学出版社 2011 年版。

举借公债,他认为公债是国家财政崩溃、阻碍国民经济发展的主要原因,同时主张国家在平时应设置“准备金”以备不时之需。^①

18 世纪的英国经济学家大卫·休谟也是反对国家借债的。他的观点主要有:(1)国家发行的公债是一种有价证券,会带来纸币流通的弊病,必然会引起粮食和劳动力价格的上升;(2)支付公债利息要征收捐税,会增加劳动者的负担;(3)公债大部分掌握在以食利为生的有钱阶层手里,鼓励了无所作为的寄生生活;(4)公债若为外国所持有,会使国家变成外国的附庸。因此,休谟提出了“国家如果不能消灭公债,公债必然消灭国家”的观点。他还主张,对于已发行的公债,国家应尽早全部偿还,否则会民穷财尽、国家衰落。休谟反对公债的观点在相当长的一段时间内成为公债理论中的主流观点。^②

在一片反对声中,一些经济学家提出了公债无害论的观点。其代表人物詹姆斯·斯图亚特在 1767 年出版的著作《政治经济学原理研究》中第一次比较系统地提出了公债的理论。他从公债与私债的关系开始分析,论述了发行公债不会对国民经济造成危害的观点;同时,他还认为,由于政府可以不断地向公债利息的领受者征税,因而政府的借款能力几乎是无限的。尽管斯图亚特对公债作了比较系统的论述,并形成了一套较为完整的观点体系,但是他的思想在当时并没有得到应有的重视。

2. 古典学派的公债观

作为古典学派的代表,英国著名的经济学家亚当·斯密也是“公债有害观”的拥护者^③,他对公债的批评比以前的经济学家有过之而无不及。他不认为公债是一种特殊资本从而有利于生产,相反,他认为举债对于国民经济的发展是不利的,原因有:(1)国家之所以举债,是因为当权者奢侈而不知节俭;(2)公债是非生产性的,当国家的费用经由举债来支付的时候,就是把该国用以维持生产性劳动的资本抽调出来转用于非生产性的国家财政支出,这样势必影响该国经济的发展。斯密还对资本主义国家财政收入的两种主要形式,即税收和公债在国民经济中所发挥的作用进行了比较,得出的结论是:税收可能会阻碍新资本的形成,但是不一定会破坏现存资本;而公债的发行则会减少现存资本,妨碍再生产的正常进行。亚当·斯密的上述观点,在当时的背景下总体上是正确的,他指出了公债的非生产性,但没有认识到借贷资本在公债发行中所起的作用,因而认为公债只会减少生产性产业资本的思想是有局限性的。

法国经济学家萨伊根据法国发行公债的经验,提出了与亚当·斯密相同的观点,即坚决反对政府举债和赤字财政。萨伊认为,政府发行公债会侵蚀资本。^④由于政府的支出将造成价值的毁灭和财富的损失,因此限制政府支出可以加大工商业资本积累;政府举债不但会导致资本被消耗从而阻碍生产,而且举债以后每年都要支付利息,这给国家造成很大负担。萨伊对梅伦关于“公债只是右手欠左手的债,不会损害身体”的说法给予了尖锐的批评。他指出,“公共财富不会因为要支付公债利息而减少”的观点是对的,因为公债利息只不过是纳税人手中转移到公债债权人手中的价值,该价值是由纳税人还是由公债债权人去积累抑或消费,对社会来说是无关紧要的,因为社会价值总量没有发生变化;但公债的本金则随着借债之后的消费而化为乌有,永远不能再用来创造收入了。因此,社会被剥夺的不是该笔利息,而是那笔被消灭了的资本的收入。这笔资本如果由借款给政府的人自己用来投在生产事业上,就会为他带来一

① 吉思·博丹于 1368 年提出该观点,他是最早倡导货币数量说的经济学家。

② 大卫·休谟:《休谟文集》,商务印书馆 1993 年版。

③ 亚当·斯密:《国富论》,华夏出版社 2005 年版。

④ 萨伊:《政治经济学概论》,商务印书馆 1963 年版。

笔收入,但这笔收入是直接从生产事业中产生的,而不是来自同胞的钱袋。

英国古典学派的另一个主要代表人物大卫·李嘉图也对公债持否定态度,他在“公债侵蚀资本”这个问题上同萨伊的观点是一致的。他指出公债的重要负担不在于利息的转移,而在于原有资本被当作公债本金抽走后所产生的损害。^① 李嘉图把英国公债比喻成一个“空前的无比的灾难”,他认为如果一个负债累累的国家不采取有效措施以减轻公债负担,这个国家必然陷入困境,因此他主张已经发行公债的国家应大力削减财政支出,同时征收两年至三年的财产税,以保证政府的财政收入大于财政支出,用财政节余迅速偿还全部债务。

从亚当·斯密到大卫·李嘉图,他们在公债问题上所表现出来的对公债的反对态度,是同其所处的自由资本主义经济环境及其自由主义经济理论相一致的。因此,他们认识到了公债对生产资本的损害和不利于自由资本主义发展的一面,却没有认识到公债所起的国民收入再分配的作用。尽管古典学派的公债学说由于时代和阶级的局限性而存在一些错误,但总的来看,古典学派的公债理论和它的整个经济理论体系一样,是为新兴资产阶级利益服务的,为资本主义经济的迅速发展作出了贡献。

3. 凯恩斯学派的公债观

随着资本主义进入垄断阶段,尤其是1929~1933年世界经济危机的爆发,客观上要求资本主义国家放弃传统的财政政策,采取积极措施对经济运行予以干预。正是在这种背景下凯恩斯主义应运而生,为资本主义国家全面干预社会经济生活提出了一系列的政策主张和理论依据。其中,利用财政政策直接干预经济生活以实现社会总供给与总需求的均衡,熨平资本主义经济的周期波动,则是凯恩斯学派理论的重要组成部分。

凯恩斯学派主张扩大政府的财政支出,反对传统的消极平衡财政收支的观点,认为扩大支出能够缓解危机,解决失业问题;主张实行赤字财政政策,反对传统的平衡预算的观点;认为通过赤字预算扩大财政支出,能够促使经济繁荣,从而逐步实现预算平衡。而对于在扩大支出中形成的赤字,凯恩斯学派则主张通过发行公债来加以弥补,这就使公债成为重要的政策手段,成为凯恩斯学派赤字财政政策的重要组成部分。总的来说,凯恩斯学派的公债理论可以概括为以下几点:

(1) 公债无害而有益。他们认为发行公债不是一种负担,而是有益于社会的经济措施,如汉森就认为公债有益于社会福利的提高,因为通过发行公债来扩大政府支出,可以创造追加的国民收入,增加就业人数,造福全社会。萨缪尔森则指出,只有在公债没有形成相应的政府资本,或者公债导致私人资本的减少,又或公债由外国借入但没有形成足够还本付息的生产能力的情况下,公债才代表一种负担,否则,公债就不像某些人说的那样是压在国家肩上的石块。

(2) 公债非债。这是针对国内公债而言的。凯恩斯学派认为国外公债的借入与偿还表示资源在不同国家间的流动,而内债则只表示资源在国内的流动。内债是政府欠自己人民的钱,是“左右口袋”之间的事情。这些债务只存在于国内,收利息的权利和付利息的义务正好抵消,因而就整个国家来说是不存在债务负担的。

(3) 公债无须偿还。凯恩斯学派认为应区分公债和私人债务,而不能将其混同。私人债务是一定要偿还的,而公债则不必,事实上也很少有国家是还清自己债务的。国家可以通过债务管理,不断地发行新债去替换旧债。旧债偿还的同时又创造出更多的新公债,这已经成为当代资本主义制度中公认的一部分。

^① 大卫·李嘉图:《赋税原理》,华夏出版社2005年版。

(4)公债可以随经济的发展而不断增长。凯恩斯学派认为,尽管资本主义国家公债的绝对值有了惊人的增长,但同时表示一国经济发展水平的国内生产总值(GDP)也在不断上升。随着国内生产总值的增长,公债及其利息占GDP的比重会变得越来越小。^①例如萨缪尔森就说过,在1945年和1946年,美国和英国的国债占本国当年国内生产总值的比重分别达到130%和270%,国家尚未破产,而今天两国国债绝对值虽有增长,但其所占GDP的比重已大为下降,因此公债不足为虑。^②

(5)公债不会造成下一代人的负担。有些学者认为,公债固然解决了当前的财政困难,但公债的偿还及利息的支付却给人民甚至下一代带来了负担。如美国前总统艾森豪威尔就把公债称为“我们的孩子们继承的抵押”,是“子孙的沉重负担”。但现代凯恩斯学派不同意上述观点。他们认为,就内债来说,从物质内容上看是把资源从一种用途转到另一种用途,本期资源用途的改变是不会影响下一代的。老一代人不仅留下了债务,也留下了债券;下一代不仅继承了债务负担,也继承了债务的利益。尤其是政府发行的公债由中央银行购买时,这种方式不会降低资本总量,政府也不会增加税收以支付利息,因为中央银行是属于政府的一个机构,利息收入最终会流回政府手中的;即使债券兑换成为现金,它也为中央银行所有,不会产生收入在各代人之间重新分配的问题。总之,内债是不会给下代人带来负担的。

(6)国家的资产和负债可以互相抵消。凯恩斯学派认为,人们在计算公债数额时只看到国家的负债而没有看到由于负债带来的资产是错误的。国家债务与一般工商企业不同,它不计入政府的资产,也不区分资本预算和本期预算。实际上,虽然政府欠下了巨额债务,但政府又用债务收入和其他收入添置了大量资产。这些资产包括金融资产和实物资产。对政府的资产和负债综合计算,会得出不同的结论。

4. 现代学派的公债观

20世纪80年代以后,凯恩斯学派的赤字财政政策开始遭到抨击,主要观点包括:其一,虽然公债形成的政府投资能够消除短期萧条,但政府投资是缺乏效率的,这会影响经济持续增长的潜力;其二,公债会导致公共投资的增加,进而容易形成垄断,不利于经济通过自由竞争达到有效增长。但在把公债作为重要的宏观调控手段这一问题上,经济学家们却达成了共识。

一些学者在批判凯恩斯学派公债理论的过程中建立了现代公债理论,其主要代表人物包括詹姆斯·M. 布坎南、弗朗科·莫迪利亚尼和爱德华·米德等。布坎南在他的《公债的公共原则》一书中提出了“公债负担论”。布坎南的公债负担论在公债有益还是有害这一问题上虽然没有做出明确肯定的回答,但是他反对“公债有益论”,认为对公债的经济效应做具体的分析;他也反对公债有益论的“非负担”理论,认为公债的负担并不是由当代人承受的,而是转移给了后代。

莫迪利亚尼认为,发行公债会减少民间资本的形成从而减少未来的国民收入。在充分就业的前提下,公债融资会等额地减少民间资本,在将来的某时点上会导致资本边际生产力的下降,造成国民收入的损失。可是,征税与举债是不同的,征税只是使消费减少。换言之,征税比公债降低储蓄的程度小,从而对民间资本形成的抑制程度较小,造成国民收入的损失也较小,因而公债和税收的负担是不同的。

米德则从公债对劳动和储蓄的刺激性方面论述公债对经济的影响,即卡尔多效应。而庇

^① 凯恩斯:《就业、利息和货币通论》,商务印书馆2002年版。

^② 萨缪尔森:《经济学》,华夏出版社1999年版。

古效应是指公债发行在经济不景气时具有扩大消费支出,而在经济景气时具有抑制消费支出的作用。米德认为,公债的发行会由于庇古效应而使消费降低,引起储蓄增加,同时,公债的发行会造成流动性减弱,抑制企业家的投资意愿;另一方面,因卡尔多效应而引起的民间部门扩充资产的愿望,刺激了企业家进一步扩充企业,结果将生产更多的商品和劳务。卡尔多效应此时是作为扩张效应起作用的,使投资需求增加。因此,政府在利用货币政策稳定价格水平的情况下偿还公债,经济的负担就会减轻。

英国新剑桥学派的琼·罗宾逊也反对凯恩斯主张的赤字财政政策^①,她认为庞大的公债对经济是不利的。一切税收都会产生反常现象和不满情绪,有百害而无一利,假如为支付公债利息而大量征税,就很难实现征税的其他目标。

总之,现代学派的公债理论认为,公债有利也有弊,公债发行所获得的资金应该用于生产性支出;公债对当代人不是负担,其实际负担转移给了后代;公债与私债,以及内债与外债对经济都是有影响的。

(三)李嘉图—巴罗等价定理及其争论^②

1. 李嘉图—巴罗等价定理

英国古典政治经济学的代表人物大卫·李嘉图在《政治经济学及赋税原理》一书中表述了这样的论点:政府无论是选用一次性总赋税,还是发行公债来筹措资金,在逻辑上是相同的,因为用债务融资不过意味着赋税的延期征收,公债的还本付息最终还是要落到纳税人头上。李嘉图认为:“如果为了一年的战争费用支出而以发行公债的方式征集2 000万镑,这就是从国家的生产成本中取出了2 000万镑,每年为偿付这种公债利息而课征的100万镑,只不过是付这100万镑的人手中转移到收这100万镑的人手中,也就是由纳税人手中转移到公债债权人手中。实际的开支是那2 000万镑,而不是为那2 000万镑必须支付的利息。付不付利息都不会使国家变富或变穷。政府可以通过赋税的方式一次征收2 000万镑;在这种情况下,就不必每年征课100万镑。但这样做并不会改变这一问题的性质。”^③

李嘉图的上述观点,在20世纪70年代被美国经济学家罗伯特·巴罗重新发现,并被命名为“李嘉图等价定理”。李嘉图等价定理暗含着一个重要前提:人的寿命是无限的,只有这样,债券持有人才会在未来面临纳税的问题,而且他不可能逃避税收。然而,每个人不可能长生不老,他们也不一定会按自己是长生不老的假定来进行经济选择。如果有一部分消费者在现期以公债替代税收时减轻了税负,又在公债到期之前去世,从而无须承担未来的税负,那么,在这种情况下,消费者会不会增加自己的消费支出呢?很显然,这种情况是李嘉图等价定理本身所不能解释的。不过,巴罗在其论文《政府债券是净财富吗》中提出了一个独到的观点,从而表明李嘉图等价定理仍然是成立的。巴罗的基本思路是:消费者都具有将财产的一部分遗留给后代的动机,这种动机会采取一种特殊的形式,即“利他主义”。而一个具有利他主义的消费者不但会从自身的消费中获得效用,而且会从其子孙后代的消费中获得效用。因此,一个对其后代具有利他主义动机的消费者不但关心自己的消费,还会关心其子孙后代的消费。进一步说,如果具有利他主义的消费者的子孙也会关心自己后代的消费,于是利他的消费者便会间接地关心其全体子孙后代的消费。既然消费者代与代之间是利他的,则消费者在面临政府以公债替

① 玛乔里·谢泼德·特纳:《琼·罗宾逊与两个剑桥之争》,江西人民出版社1991年版。

② 何国华:《李嘉图等价定理及其由此引起的经济学争论》,《经济评论》1999年第4期。

③ 李嘉图:《李嘉图著作通信集》,第1卷,商务印书馆1981年版,第208页。

代征税从而造成减税效果时,是不会做出增加消费支出的决策的。理由十分简单,对于利他的消费者来说,由他本人还是由他的子孙后代来支付用来偿付公债本息所需的税款,是没有区别的。由于巴罗对李嘉图等价定理的有益补充和完善,经济学中一般将这个定理称为“李嘉图—巴罗等价定理”。

李嘉图—巴罗等价定理之所以受到现代经济学家的重视,是因为如果这一定理成立,那么,政府是以征税方式还是以举债方式来弥补财政赤字,对消费和投资的影响是无差别的,而消费和投资的变化直接关系到国民收入水平的高低,特别是消费需求在国民收入决定模型中扮演着十分重要的角色,进一步说,由于消费需求取决于同时期人们所取得的可支配收入以及所拥有的总财富的水平,这就是说,人们是否将其所持有的公债视为总财富的一个组成部分,在很大程度上决定人们消费需求的大小,进而决定整个社会的国民收入的大小。具体来说,如果人们不能清楚地认识到现期的公债与将来的税负之间的关系,或者虽然认识到这种关系,但由于某些原因,对此并不在意,那么,政府债券就会被作为总财富的一部分,因而同征税前相比,举债会导致人们消费支出的增加,进而使国民收入增加。相反,如果人们能够清楚地认识到现期的公债与未来的税负之间的关系,即认识到自己手中的公债只能通过政府向包括自己在内的所有纳税人征税来偿还本息,那么,公债就不会被视为总财富的一部分,这样举债就不会导致消费的变化,国民收入自然也不会增加。

李嘉图—巴罗等价定理的政策寓意是十分明显的:凯恩斯主义扩张性财政政策能否取得效果的关键在于公众是否把政府债券当作财富的一部分,若李嘉图等价定理成立,则财政政策就无能为力了,因为当政府用增税来弥补赤字时,就会排挤私人消费和投资;当政府用发行公债的方法来弥补财政赤字时,同样会排挤私人消费和投资。由于整个社会的投资和储蓄在这种情况下并没有发生任何变化,所以财政政策特别是凯恩斯主义的赤字财政政策必然是无效的。

2. 关于李嘉图—巴罗等价定理的争论

李嘉图等价定理究竟成立与否,在西方经济理论界引起了很大的争议。特别是巴罗对李嘉图等价定理的引申,争论更为激烈,尤其是遭到以詹姆斯·托宾为代表的凯恩斯主义经济学家的强烈反对。他们认为,李嘉图等价定理根本不能成立,这是因为:

(1)李嘉图等价定理假定债务最终必定被偿付,然而,如果国民收入的增长率超过实际的利息率,债务占国民收入的比例将会下降,从而政府有可能不增加赋税而通过发行额外的债券来支付现有债务的利息。如果人们认为这是事实,他们可以放心地把任何由债券融资而引起的赋税减少看作净收益并因而增加他们的消费。

(2)李嘉图等价定理要求消费者都具有利他动机,并且要求具有利他动机的消费者遗留给子孙后代的财产为正值。然而,在现实生活中,消费者遗留给子孙后代的财产并非总是正值。例如,当消费者的子孙较消费者本人更富有,从而消费者认为给子孙留下负债的遗产不会影响到子孙所能获得的效用时,便有可能出现负值的遗产,而这样做并不改变消费者的利他属性。在这种情况下,当消费者面临政府实行以举债来替代征税的政策时,由于偿还公债本息所要增加的税收要在消费者死后才能开征,他所需缴纳的税收现值就会下降,其现期的消费支出就会增加。

(3)李嘉图等价定理暗示私人资本市场是完善的,即每个人在某一固定不变的利率水平上可以借入或借出他所希望的任意数量,并且政府和私人所面对的利率水平是相同的。然而,在实际生活中,由于灵活性方面的约束,即使在一代人的有生之年,家庭通常也不能随意地把日

后的消费替换到当期。退一步讲,即使这种替换是可能的,它往往也只是在利率高于从储蓄中所能获得的利率时才能做到。

(4)李嘉图等价定理是基于政府所征的税收都是一次性人头税^①的假定而得出的,因此,举债对征税只会造成税收总额的变化,而税收总额的变化又恰好被公债数量上的变化所完全抵消。然而,在现实生活中,政府所征的税收并非一次性总付的人头税,大多数的税收都是针对特定的经济行为而征收的。这就意味着以举债代替征税而实现的税收上的变化肯定会引起人们经济行为的相应变化。

(5)李嘉图等价定理暗含着政府以举债代替征税的行为不具有再分配效应,并且各个消费者的边际消费倾向是无差别的。然而,在现实生活中,减税效应往往不会均匀地落在每个消费者身上,各个消费者的边际消费倾向也是不相同的。考察这样一种情况:政府因债务融资而减税并将由此产生的转移支付不均匀地援助穷人,而用来偿还公债本息的税收都落在富人身上,从而使穷人真正地变好,富人真正地变糟。由于穷人的边际消费倾向通常高于富人,因此,随着收入的变化,消费支出将会增加。显然,收入再分配效应将使李嘉图等价定理失效。除非社会上存在着关于个人税负保险市场,该市场可以担保个人收入和财富不会因收入再分配而发生变化。但是,到目前为止,并不存在这样的税负保险市场。

(6)李嘉图等价定理不能解释这样一种现象:如果赋税和债务融资事实上是等价的,那么,为什么政府的赤字会引起如此大的政治压力?对此当然可以用人们的非理性行为来解释,但李嘉图等价定理的成立本身隐含着个人拥有信息和完全的预见能力,因此,这样的解释事实上否定了李嘉图等价定理的成立。

上述对于李嘉图等价定理的异议,巴罗本人在1989年发表的《预算赤字研究的李嘉图方法》一文中作了总结,并回答了其中的一些异议。例如,关于私人资本市场的不完善性,巴罗认为,尽管存在不完善的资本市场,但是一般来说,只有政府在资本市场上的行为不同于私人行为或者优于私人行为时,李嘉图等价定理才会因资本市场的不完善性而失效。所以,从总体上看,巴罗仍然认为李嘉图等价定理是成立的,虽然他并不完全否定在某些情况下等价性会遭到破坏。正当经济学家们对李嘉图等价定理的有效性在理论上争论不休时,另有一些人试图从实证的角度来检验。从检验的结果来看,仍然有否定定理成立的,也有支持其成立的。例如,经济合作与发展组织的吉尤斯普·尼科利蒂考察了1961~1985年8个国家的预算赤字和私人储蓄。在他所考察的8个国家中,日本、联邦德国、法国和英国的情况否定了李嘉图等价定理;美国和加拿大的预算赤字与私人储蓄之间存在微弱关系;意大利和比利时的预算赤字与私人储蓄之间则存在强相关关系。另外,博斯金和科特里科夫也于1985年进行了类似的检验,他们发现老年人的收入比例确实对总消费在统计意义上具有重要的正面影响,这与李嘉图等价定理是不一致的。

3. 李嘉图—巴罗等价定理及其争论的意义

如前所述,李嘉图—巴罗等价定理是否成立,目前在西方经济理论界还存在很大的争议。但不管李嘉图—巴罗等价定理是否成立,这一定理的提出及由此引起的争论仍然具有重要意义。

(1)李嘉图等价定理揭示了公债的本质,即公债等同于一种税收,但又不同于税收。之所以说公债等同于一种税收,是因为公债归根到底仍要通过向公众征税才能清偿。从这个意义

^① 所谓“人头税”是指政府获得财政收入的一种方式,即按人口为课税对象所征收的税。

上讲,一旦一国处于偿债高峰,就基本上处于征税高峰。但这又使我们面临一个困境:要偿债便要开征新税,开征新税需要经济繁荣,而开征新税来偿债本身却会使经济因紧缩而趋于萧条。同时,说公债等同于一种税收还有另一层含义,即税收本来会使个人去借债,而公债无非是以政府的名义借债来代替私人借债。只要政府行为完全可以被个人行为所抵消,则究竟是由政府出面借债还是由私人部门借债在结果上就是无差别的。即使在李嘉图等价定理不能成立的条件下,公债仍然可以被看成是一种税收,即公债使公众以今后的税收负担替代了眼前的税收负担。在这个意义上,公债使私人将自己的债务负担推迟了,将自己的纳税义务推迟了,而将自己未来的收入提前使用了,因而公债可以被看作是政府以公众的名义在借债。之所以说公债不同于税收,是由于公债毕竟引起了税负在时间上的变化。政府发行公债替代税收之后,使公众在眼前的税负减轻了,而使未来的税负加重了。如果不存在关于税负贴现的完整市场与相应的保险机制,则公债条件下人们的经济行为确实有可能不同于征税条件下的经济行为。

(2)财政政策在现代社会已成为各国政府进行宏观调控的重要手段,而发行公债则是弥补财政赤字的主要方式。如果一国陷入持续的赤字状态,该国政府是否可以持续地发行新公债来偿还旧债?换言之,债务负担是否可以这样一轮一轮地转移下去而越滚越大?这取决于一国的经济增长状况。如果一国经济没有增长,则任何关于以一种持续的债务融资办法来平衡持续的赤字的企图都是无效的。因为随着时间的推移,公债的负担具有累积效应,公债利息也会增加并将一直处于增长状态之中,当一国经济没有增长时,则在长期就会没有能力来支付日益沉重的公债利息,更不用说偿还债券的本金了。相反,如果一国经济处于增长状态,并且利率低于经济增长率,尽管此时资本可能会处于过度积累的无效率状态,但此时政府却可以通过发行新债来偿还旧债而使初始的公债负担无限期地滚动下去,因为经济增长本身提供了足够的支付旧债利息的资金,公债的规模不会由于利息的增长而越滚越大。

(3)李嘉图等价定理告诫各国政府在运用政策杠杆特别是财政政策手段去调控经济时必须小心谨慎,尤其应当注意维护政策在人们心目中的信誉,切不可滥用。这是因为,如果政府滥用发债权力,而且公众债务已经达到令人担忧的程度,那么继续奉行扩大公债的政策,很可能引起人们对未来的理性预期,从而做出增加储蓄的决策,这时财政政策的扩张作用就会被抵消。相反,如果目前的公债规模相对来说是有节制的,纳税人对预算赤字可能不那么敏感,则政府便可继续利用预算赤字去启动需求。

二、企业融资理论

企业融资理论是以作为微观融资主体的企业为参照物的,重点探究企业融资行为的发生机理。其中主流理论是以优化企业融资结构为研究对象的企业资本结构理论。

融资决策关乎企业的生死存亡,现代企业的融资方式一般采取内部积累、借债和发行股票。简单地讲,股票市值(股票的市场价格与发行股数的乘积)与债务的比例被称为企业的资本结构。由于债务资本和股票资本的融资成本、收益/风险特性、税收等方面存在差异,这就要求企业在进行初始融资决策及追加融资决策时,必须合理安排其比例,优化资本结构,使之对投资者具有最大的吸引力,从而使企业的市场价值以及企业与投资者等各方的利益达到最大化。因此,企业融资理论主要是以企业的融资结构为研究对象的资本结构理论。

资本结构理论的演化历经了旧资本结构理论和新资本结构理论两个阶段。第一阶段的旧资本结构理论依据重要性又可分为传统资本结构理论与现代资本结构理论。现代资本结构理

论从 20 世纪 50 年代中后期的形成期跨越到 70 年代后期,它以莫迪利亚尼和米勒定理(简称 MM 定理)为中心,沿两个主要分支发展:一支以法拉、塞尔文、贝南和斯塔普里顿等为代表,主要探讨税收差异对资本结构的影响,这个学派最后在米勒时达到顶峰;另一支是以巴克斯特、斯蒂格利茨、阿特曼和华纳等为代表,重点研究财务危机成本和破产成本与资本结构的关系。这两大学派最后被综合为罗比切克、梅耶斯、斯克特、考斯和李真伯格等人所倡导的权衡理论。到了 70 年代后期,学者们又突破了 MM 理论的研究框架,把更接近现实的信息不对称作为研究的重要条件,发展了新资本结构理论。^①

(一)旧资本结构理论

1. 传统资本结构理论

传统资本结构理论主要分为:

(1)净收益(Net Income,简称 NI)理论。净收益理论是传统资本结构理论中的一个极端。该理论假设权益资本的资本化率或其要求的收益率 K_e 和负债成本率 K_d 都固定不变,且 $K_e > K_d$,则总资产成本率可表示为:

$$K_a = \frac{D}{V}K_d + \frac{E}{V}K_e = K_e + \frac{D}{V}(K_d - K_e) \quad (2-1)$$

式中: D 表示债务价值; E 表示权益资本价值; V 表示企业价值。

从式(2-1)可以看出,随着负债 D 的增加,总资金成本率 K_a 将下降。也就是说,增加负债比率,可降低总成本率,从而提高企业的市场价值。从极端的角度来说,当 $D=V$ 时,即当企业负债率是 100%时,企业的市场价值将达到最大,此时资本结构最优。

(2)净营业收入(Net Operation Income,简称 NOI)理论。相对于净收入理论,净营业收入理论是传统资本结构理论中的另一个极端。该理论假设总资金成本率 K_a 和负债成本率 K_d 固定不变。总资金成本率仍由式(2-1)来表达。由式(2-1)变形可得 K_e 的表达式为:

$$K_e = \left(K_a - \frac{D}{V}K_d\right) \frac{V}{E} = K_a + \frac{D}{E}(K_a - K_d) \quad (2-2)$$

由于 K_a 与 K_d 固定,且一般来说 $K_a > K_d$,那么由式(2-2)可知:随着债务 D 的增加, K_e 也将不断增加。这就是说,财务杠杆扩大所带来的成本较低的好处被增加的权益成本所抵消,这使得投资者仍以原来固定的加权总成本率来衡量企业的净营业收入,故企业价值没有变化,即不存在最优资本结构决策的问题。

(3)传统折中理论。传统折中理论是介于上述两种极端理论之间的一种理论。该理论认为,权益资本化率 K_e 、债务成本率 K_d 和总成本率 K_a 并非固定不变,它们均可能随着资本结构的变化而变动。假设初始时 $K_e > K_d$,且 K_e 和 K_d 基本不变,随着负债比例 D/V 的增加, K_a 逐渐减小直至最低点,相应的,企业的市场价值逐渐上升并在 K_a 减至最低点时达到最大; K_a 达到最低点之后, K_e 和 K_d 开始上升,导致 K_a 也开始增加,相应的,企业价值从最大值处亦开始减小。也就是说企业负债融资的杠杆作用是有一定限度的。显然,该理论承认,确实存在一个可以使企业市场价值达到最大化的最优资本结构。该理论比上述两个极端理论更接近实际,是从经验中总结出来的理论成果,但它缺乏缜密的数学逻辑推导,不足以令人信服。

2. 现代资本结构理论

现代资本结构理论的起源可以追溯到 MM 理论。莫迪利亚尼和米勒(Modigliani and

^① [美]Stephen A. Ross, Randolph W. Westerfield 等著:《公司理财》,机械工业出版社 2003 年版。

Miller, 1958)在一篇题为《资本成本、公司财务和投资理论》的论文中提出了 MM 理论的基本思想。他们认为,当不考虑公司所得税,且公司经营风险相同而只有资本结构不同时,公司的市场价值与公司资本结构无关。MM 理论是对净营业收入理论的进一步发展,它成功地利用了数学模型,使对资本结构的研究成为一种严格且科学的理论,为资本结构理论的发展作出了重大贡献。

(1)MM 理论。MM 理论主要包括定理 I 和定理 II 两部分。^① MM 理论的基本假设是:第一,企业的经营风险用息税前盈余(EBIT)的标准差来表示,并据此将企业分组,即若企业的经营风险程度相同,则它们的风险等级相等,属同一风险组。第二,投资者对企业的未来收益及风险的预期是相同的。第三,企业的盈利处于“零增长状态”,即息税前盈余固定不变,财务杠杆收益全部支付给股东。第四,投资者个人的贷款利率与企业的负债利率是相同的,且均无负债风险。第五,无企业所得税或个人所得税。第六,资本市场是完善的,这主要表现在:发行证券无需交易成本;企业的生产经营信息对内和对外是一致的,即信息披露是公正的;企业的利益相关者可以无成本地解决彼此之间的利益冲突问题。

定理 I:企业的市场价值与其资本结构无关,而是取决于按照与其风险程度相适应的预期收益率进行资本化的预期收益水平。即:

$$V_l = V_u = \frac{EBIT}{K_a} = \frac{EBIT}{K_{eu}} \quad (2-3)$$

式中: V_l 表示有负债企业的价值; V_u 表示无负债企业的价值; K_a 表示有负债企业的加权资金成本; K_{eu} 表示处于既定风险等级的无负债企业的股本成本(股东要求的报酬率)。

这意味着, $K_a = K_{eu}$,且 K_a 和 K_{eu} 的高低视企业的风险等级而定。

定理 II:有负债企业的权益资金成本等于同一风险等级的无负债企业的权益资金成本加上风险补偿。风险补偿取决于无负债企业的权益资金成本 K_{eu} 与负债成本 K_d 之差与负债权益比 $\frac{D}{E}$ 的乘积。即:

$$K_{el} = K_{eu} + (K_{eu} - K_d) \frac{D}{E} \quad (2-4)$$

式中: K_{el} 表示有负债企业的权益资金成本; K_{eu} 表示无负债企业的权益资金成本; D/E 表示负债权益比率,即风险补偿的比例因子。

式(2-4)表明:随着 D/E 上升,负债企业的权益成本 K_{el} 也相应增加,由于成本较低的负债给企业带来的利益被权益成本的上升所抵消,最后使负债企业的平均资金成本等于无负债企业的平均资金成本,因此企业的市场价值不会随负债率上升而提高。定理 II 从另一个角度证明了企业价值与资本结构无关的论点。

在上述两个定理中,定理 I 最为集中地体现了 MM 理论的精髓,是整个 MM 理论的中心。而定理 II 则是定理 I 在资金成本理论领域的派生物。

MM 理论最重要的价值就在于它引出了现代金融学研究的基本方法——无套利均衡分析法。所谓无套利均衡分析可以简单地解释为:在市场上处于同一风险等级的甲企业和乙企业,甲的市场价值低于乙的市场价值,除了资本结构不一样以外,其他条件都相同,那么,此时

^① 莫迪利亚尼和米勒在《资本成本、公司财务和投资理论》一文中提出了定理 I、定理 II 与定理 III,后来在《股利政策、增长和股票估价》一文中提出一项推论,连同修正的 MM 理论一起构成 MM 理论系列,但在企业融资领域经常被提及的内容是定理 I、定理 II 及之后的修正理论,也是本节论述的侧重点。

存在无风险套利机会,即通过购买市场价值较低的甲企业,并将其资本结构调整到与乙相同,然后出售甲企业,就可以获得无风险利润。

(2)修正的 MM 理论(米勒模型)。MM 理论从逻辑上讲是合理的,但在实践中,企业市场价值显然与资本结构有关。为此,莫迪利亚尼的后继者们放宽了 MM 理论的假设条件,在分析中引入了企业所得税和个人所得税。在这些研究成果中,最成功的当属米勒模型。在米勒模型中,除了放松无税收假设外,MM 理论的所有假设仍然有效。

在考虑税收的情况下,无负债企业的市场价值可用下面的式子表示:

$$V_u = \frac{EBIT(1-T_e)(1-T_{pe})}{K_{eu}} \quad (2-5)$$

式中: T_e 表示企业所得税税率; T_{pe} 表示对普通股股票征收的个人所得税税率。

股票收入包括股利收入和资本利得收入,这两种收入所适用的税率一般不同,故 T_{pe} 是指这两种税率的加权平均税率。

下面介绍有负债企业的市场价值的计算。先考虑有负债企业每年产生的现金流量:

$$\begin{aligned} CF_l &= (EBIT - I)(1-T_e)(1-T_{pe}) + I(1-T_{pd}) \\ &= EBIT(1-T_e)(1-T_{pe}) - I(1-T_e)(1-T_{pe}) + I(1-T_{pd}) \end{aligned} \quad (2-6)$$

式中: I 表示企业每年支付的利息; T_{pd} 表示对有利利息收入的个人所征收的所得税税率。

对式(2-6)中的每一项分别除以适当的折现率,就可以得出负债企业的价值:

$$\begin{aligned} V_l &= \frac{EBIT(1-T_e)(1-T_{pe})}{K_{eu}} - \frac{I(1-T_e)(1-T_{pe})}{K_d} + \frac{I(1-T_{pd})}{K_d} \\ &= V_u + \left[1 - \frac{(1-T_e)(1-T_{pe})}{1-T_{pd}} \right] \left[\frac{I(1-T_{pd})}{K_d} \right] \\ &= V_u + \left[1 - \frac{(1-T_e)(1-T_{pe})}{1-T_{pd}} \right] \times D \end{aligned} \quad (2-7)$$

从式(2-7)可以看出:

首先,如果 $T_e = T_{pe} = T_{pd} = 0$,则 $V_l = V_u$,这就又回到了最初的 MM 理论。

其次,如果 $T_{pe} = T_{pd} = 0$,即忽略个人所得税,则:

$$V_l = V_u + T_e \times D \quad (2-8)$$

式(2-8)就是有公司税的 MM 理论模型:在引入公司所得税的影响因素后,拥有负债的企业价值会比无负债时高 $T_e \times D$,并且负债越多,企业的价值越高。当企业负债达到 100% 时,企业价值达到最大。

再次,如果 $T_{pe} = T_{pd}$,则它们对负债企业市场价值的影响相互抵消。

最后,如果 $(1-T_e)(1-T_{pe}) = 1-T_{pd}$,则意味着负债节税的利益恰好被个人所得税抵消,市场处于均衡状态,此时,资本结构对负债企业价值或资金成本无影响。

米勒模型的结果表明,为了实现企业市场价值最大化,企业的负债越多越好,极端情况下负债应为 100%。但在实际中,几乎没有一家企业采纳这种意见,这说明该模型也是有缺陷的,其不合理之处就在于假设条件不能准确地反映实际市场的运行特征。

(3)权衡理论。权衡理论通过放宽 MM 定理完全信息以外的各种假定,考虑在税收、财务困境成本、代理成本分别或共同存在的条件下,资本结构如何影响企业的市场价值。在此前提下,负债对企业市场价值的影响是双向的。

首先,负债的好处是会提高企业的市场价值。这是因为:第一,负债具有节税效应。由于

债务利息和股利的支出顺序不同,世界各国税法基本上都准予利息支出作为成本在税前列支,而股息则必须在税后支付。因而提高负债比例能为企业带来节税效应,提高企业价值。第二,负债有利于缩减权益代理成本。负债会促使企业管理者提高工作效率、减少在职消费,更为关键的是,它有利于减少企业的自由现金流量,从而减少企业进行低效或非营利项目的投资。

其次,负债会降低企业的市场价值。这是因为负债会带来财务危机成本,即当企业无力偿还负债本息而陷入财务危机甚至面临破产时所产生的损失,包括财务危机直接成本(如破产清算费等)、间接成本(如人才流失、信誉受损等)和权益代理成本,这些都会提高融资成本,降低企业的市场价值。根据权衡理论,随着债务的增加,负债带来的收益会提高企业的市场价值,但其边际收益递减,且企业发生财务危机的概率增大,与之相关的财务危机成本也会以递增的比率上升,将越来越多地抵消因负债而带来的税收屏蔽价值^①;负债带来的成本会降低企业的市场价值,且其边际成本递增。当负债比率达到一定界限时,负债所带来的税收屏蔽价值会完全被财务危机成本抵消;当边际负债税收屏蔽价值等于边际财务危机成本时,企业价值达到最大化,资本结构实现最优;此后,若企业继续追加负债,那么企业价值将因财务危机成本大于负债屏蔽价值而下降,而且负债越多,企业价值下降越快。因此,企业的最优资本结构就是对负债的成本和收益进行权衡比较的结果,即当债务资本的边际成本和边际收益相等时的资本结构。财务危机成本对资本结构有重大影响已为大多数经济学家和财务专家所接受,但如何准确地估计和衡量这种成本,却是学术界长期以来非常棘手的问题。

在考虑了税收和财务危机成本后,企业市场价值的表达式为:

$$V_l = V_u + T_e \times D - C_1 \quad (2-9)$$

式中, C_1 表示财务危机成本。

实际上,权衡理论也可以直观地通过图形得到体现。在图 2-3 中,负债量达到 A 点前,财务危机成本极低,可以忽略不计,负债的税收屏蔽价值起决定性作用。超过 A 点之后,财务危机成本逐渐增加,抵消了部分税收屏蔽价值。超过 B 点之后,企业的市场价值开始下降。当负债的边际收益等于边际成本时,即 B 点,企业的市场价值达到最大化。因此,B 点是企业实际市场价值最大化的最佳负债点。

(二)新资本结构理论

20 世纪 70 年代末之前,学术界对于资本结构问题的研究一直遵循着以 MM 理论为中心的旧理论框架。但是到了 70 年代后期,这一理论框架发生了重大变化,以信息不对称理论为中心的新资本结构理论逐渐演变为一个重要的理论体系。

1. 新优序融资理论

利兰和派尔(Leland and Pyle,1977)最早把信息不对称理论引入资本结构的研究,用以解释企业融资活动中的信息不对称现象。他们认为,在实践中,企业管理者比外部投资者掌握更多的有关企业投资项目和发展前景的内部信息。梅耶斯(曾任美国财务学会主席)则以不对称信息理论为基础,并考虑到交易成本的存在,指出企业管理者在根据自己拥有的信息来进行财务决策时,预测到资本结构的变化会向外界传递有关公司经营状况的信息,他认为权益融资会传递企业经营的负面信息,而且外部融资要多支付各种成本。由于内源融资来源于企业内部

^① 负债所带来的税收屏蔽价值是指企业向债权人支付的利息可以冲减应纳所得税,因此负债可以降低企业所得税费用,增加企业资产产生的税后现金流,使股东每股收益增加,进而引起企业资产价值和股票价格的上升。税收屏蔽价值与负债总额成正比。

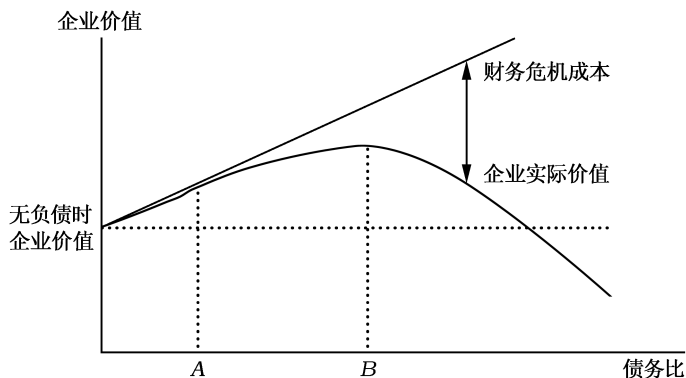


图 2-3 企业价值与负债比例的关系

自然形成的现金流,不需要与投资者签订契约,也无需支付各种费用,所受限制少,因而是首选的融资方式;其次是低风险债券,因为可以忽略信息不对称所产生的成本;再次是高风险债券;最后在不得已的情况下企业才发行股票。也就是说,从融资方式的优劣排序来看,企业融资一般会遵循内源融资—债务融资—权益融资这样一种先后顺序。

2. 代理成本理论

代理成本是由委托方和代理方之间的利益冲突所引起的额外费用。詹姆森和麦克林认为,股权融资和债务融资都存在代理成本,最优资本结构取决于“所有者愿意承担的总代理成本,包括新股发行和债务发行的代理成本”。

(1)权益代理成本,是指由股东和管理者之间的利益冲突而产生的成本。股东与管理者之间存在利益冲突的原因主要有:一是管理者作为代理人,其目标是追求自身效用的最大化,而股东的目标是股东财富最大化;二是委托人与代理人之间存在着严重的信息不对称,因为委托人不可能完全观察代理人的行为和人格禀赋;三是他们在经营决策上存在着各种分歧。

(2)债务代理成本,是指由债权人与股东之间的利益冲突而产生的成本。企业借款后,存在着利用各种方式从贷款人身上获利的可能性,表现为:一是企业为增加利润而增大财务杠杆,即进一步提高负债比例,这将减少先前旧债的价值,造成债权被侵蚀;二是企业借款后,用高风险的项目替代已与债权人约定好的低风险的项目;三是当债务比例很高时,为保护股东的利益,企业会通过次优决策,选择净现值较小甚至为负的项目或拒绝有利的投资项目;四是事后改变股利政策。为防止企业把财富转移到股东手里,债权人一般在贷款合同中设置若干保护性条款^①,但这样将降低企业的经营效率,增加额外的监督费用,从而增加债务代理成本,降低负债对企业市场价值的有利作用。

从所有者—管理者(拥有一定所有权的管理者)的角度看,只要市场是有效的,权益和负债的定价就能够无偏差地反映代理关系所产生的监督和重置成本,那么,企业最优资本结构就应该是:在给定内部资金水平下,使总代理成本(包括以上分析的所有代理成本)最小的负债比例。

从逻辑结构上看,代理成本与财务危机成本有异曲同工之处,都是在权衡负债成本与负债

^① 银行能否有效保护自己的利益,与其在贷款合同中的谈判力高低有很大关系,国外银行经常在借款合同中附有限制性条款,从会计信息到非会计信息,在经营管理许多方面对借款人实施约束和监督。

的税收屏蔽收益时分析负债成本因素(从根本上讲,对代理成本的分析是不对称信息理论下的产物),于是,权衡理论者把这一研究成果纳入其理论体系之下,从而式(2-9)变为:

$$V_l = V_u + T_e \times D - C_1 - C_2 \quad (2-10)$$

式中, C_2 表示总代理成本。

3. 激励理论

激励理论研究的是资本结构与管理者行为之间的关系。例如,当管理者持有的股份比例降低时,其工作努力程度就会降低,而在职消费就会增加,原因是:其一,努力的成本全部落在自己头上,而努力的收益却有更大比例归于他人;其二,在职消费的全部好处由自己享有而消费的成本却有更大比例由他人负担。此时,他偷懒和谋求私利的欲望就会增加。因此,在企业绝对投资额不变的情况下,增加投资额中债务融资的比例将增大管理者的股权比例,而且由于债务要求企业用现金偿付,这样就会减少管理者用于享受个人私利的“自有资金”,减少其偷懒行为,从而缓和管理者与股东之间的矛盾冲突。

同时,激励理论将债权融资视为一种激励机制,这种机制能够促使管理者更加努力工作,减少个人享受,并且做出更好的投资决策,从而降低由于所有权与控制权分离而产生的代理成本。如果举债融资,企业将有可能面临破产风险,一旦破产,管理者将失去之前所享有的一切任职好处,破产风险对管理者的这种约束取决于企业资本结构中的负债比例。因此,如果管理者不举债,企业的破产风险就会降低,管理者就处于相对不受约束的地位,其最大化股东财富的积极性就会降低,相应的,市场对企业的评估就会偏低,从而增加企业的资金成本;相反,如果管理者决定举债,股东将认为,管理者为保证自己的任职好处会力求股东财富最大化。在这种情况下,市场将提高对企业价值的评估。

4. 信息传递理论

信息传递理论是建立在内部人和外部人关于企业的真实价值或投资机会的不对称信息基础上的。由于不同的资本结构会传递关于企业真实价值的不同信号,企业管理者将选择合理的资本结构,以增强正面效应的信号、避免负面效应的信号。那么管理者如何通过适当的方法向市场传递有关企业价值的信号,以此来影响投资者的决策呢?

一般来说,企业管理者比外部投资者更为直接地了解到企业内部情况,掌握着企业有关未来现金流量、投资机会和盈利的内幕信息。但管理者必须通过适当的行为才能向市场传递有关信号,向投资者表明企业的真实价值。投资者理性地接受和分析这一信号,在对企业发行的证券进行定价时,会通过企业的财务政策、股利政策和投资政策所传递出来的信号进行预测,然后按照资本市场是完全竞争的思维来估计和支付合理的价格。如果市场是有效的,投资者就能在资本市场上依据企业传递的信号来进行竞争并支付合理的价格,这样通过信号观察就可以消除信息不对称现象;与之相适应,企业管理者根据由此产生的市场价格的变化来选择新的财务政策以达到其效用最大化。^①

(三)对企业资本结构理论的简要评价

MM理论是西方资本结构理论的经典,它揭示了融资方式构成的意义及资本结构中负债的价值,但这一理论的高度抽象性和苛刻的假设条件使其应用价值大为降低。后续学者们对MM理论的拓展则更具有实用价值,特别是权衡理论、激励理论和信息不对称理论等,使之更接近实际情况,这对企业融资方式的选择是有一定参考价值的。例如,企业最优资本结构应当

^① [美]Stephen A. Ross, Randolph W. Westerfield等著:《公司理财》,机械工业出版社2003年版。

是在负债的税收屏蔽收益与负债的财务危机成本、破产成本及代理成本之间选择最优点;由于债务和股票对管理者提供了不同的激励,应当鼓励企业适度举债,以迫使管理者努力工作,避免破产;债权融资是一个积极的市场信号,股权融资则反之,所以在市场经济条件下,企业应遵从“内部融资—发行债券或借款—发行股票”的融资顺序。这些重要理论不仅对西方国家企业融资决策有重要参考价值,而且对我国发展资本市场、建立现代企业制度、完善企业治理结构等都有着重要的借鉴意义。

第二节 投资基本理论

一、直接投资理论

直接投资理论伴随着凯恩斯宏观经济理论的产生而产生,自从凯恩斯革命以后,直接投资理论开始作为一个相对精密和完整的体系出现在宏观经济学中。20世纪30年代末至60年代末,是直接投资理论快速发展的时期,其中以凯恩斯学派、后凯恩斯学派、新凯恩斯学派和新古典学派最具代表性。^①

(一)凯恩斯主义投资理论

凯恩斯主义投资理论产生于20世纪30年代,是以凯恩斯《就业、利息和货币通论》(以下简称《通论》)中的投资思想为基础,经过凯恩斯的追随者们的进一步发展而形成的。凯恩斯在《通论》中提出了资本边际效率(Marginal Efficiency of Capital,简称MEC)的概念。资本边际效率是一种贴现率,这个贴现率恰好使一项资本品在使用期内的预期收益的折现值之和等于该资本品的供给价格,用公式表示为:

$$R_0 = \frac{R_1}{(1+r)} + \frac{R_2}{(1+r)^2} + \dots + \frac{R_n}{(1+r)^n} + \frac{J}{(1+r)^n} \quad (2-11)$$

式中: R_0 表示资本品的供给价格; R_t 表示资本品使用年限内第 t 年的预期收益, $t=1,2,\dots,n$; r 表示资本边际效率; J 表示资本品在 n 年年末的报废价值。

凯恩斯认为,资本边际效率同利率相比孰大孰小是企业进行投资决策的基本标准:当 $MEC > r$ 时,企业才会进行投资。利率越高,企业可投资的项目就越少,由此形成的最优资本存量也越少。在实践中,每个投资项目的资本边际效率是不同的,当利率水平不变时,企业会选择那些资本边际效率大于利率水平的项目,因此,单个企业的资本边际效率曲线如图2-4(a)所示的阶梯形,但是经济社会所有企业的资本边际效率曲线加总在一起所得到的社会资本边际效率曲线则是一条向下倾斜的平滑曲线,如图2-4(b)所示,这说明最优资本存量水平和利率存在负相关关系。

需要注意的是,资本边际效率曲线并未考虑投资需求变化时资本品价格变化的因素,因为当企业扩张资本存量时,资本品的价格就会上涨,这会使企业的资本预期收益率下降,资本存量也就达不到计划的最优水平。因此,他们又提出了投资边际效率(Marginal Efficiency of Investment,简称MEI)的概念:在考虑到资本品生产成本变动的情况下增加一个单位的资本品所获得的收益率。 MEI 曲线也是一条关于利率向下倾斜的曲线(如图2-5所示)。但是由于考虑到投资需求量增大时,资本品价格会迅速上升,从而加剧了资本边际收益的下降。因此

^① 李慕春:《西方投资理论述评》,《东北财经大学学报》2001年第9期。

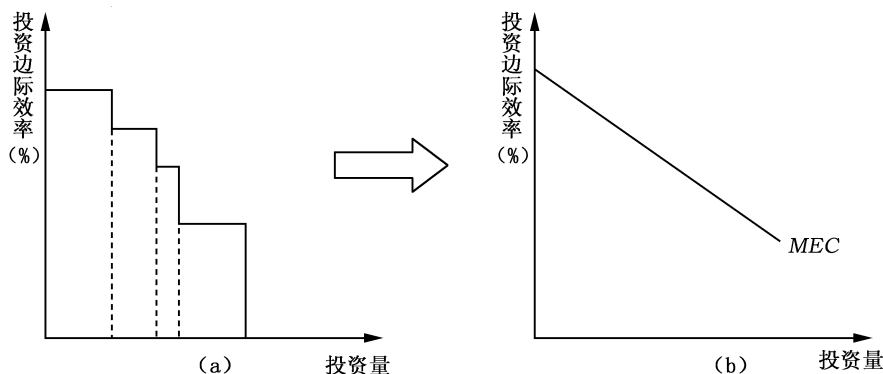
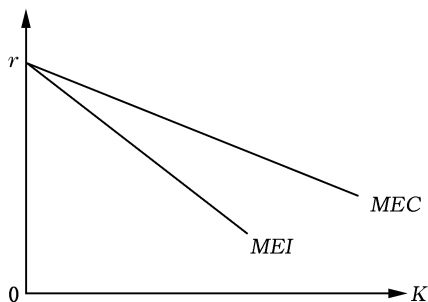


图 2-4 资本边际效率曲线

MEI 曲线比 MEC 曲线更陡峭。

图 2-5 资本边际效率曲线(MEC)和投资边际效率曲线(MEI)

凯恩斯主义者认为, MEI 曲线比 MEC 曲线更能准确地代表企业的投资需求情况。企业的投资决策取决于新投资的预期收益率与融入资金实际利率^①的比较, 只有当前者大于后者时投资才是可行的。在投资预期收益率既定时, 企业的投资决策就取决于实际利率。实际利率上升时, 投资需求量就会减少; 反之, 则会增加。即投资是实际利率的减函数。投资需求量与实际利率的关系为:

$$I = I(r), \quad \frac{\partial I(r)}{\partial r} < 0 \quad (2-12)$$

MEC 曲线和 MEI 曲线分别是凯恩斯主义投资理论中的最优资本函数曲线和最优投资函数曲线, 该理论为投资行为的研究作出了开拓性的贡献, 但其利率决定投资水平的观点并未被实践证实。由于现实中投资关于利率的弹性较低, 使得越来越多的经济学家意识到, 投资的变化似乎更多地来源于利率以外的因素。

(二) 后凯恩斯主义投资理论

后凯恩斯主义投资理论形成于 20 世纪 30 年代初, 该理论摒弃了“利率决定投资水平”的传统观点, 认为产出或利润才是决定投资水平的关键因素。其代表理论主要有两种: 加速理论和利润理论。

^① 实际利率是指物价不变, 从而货币购买力不变条件下的利息率, 它与名义利率(i)与通货膨胀率(π)的关系为: $r = i - \pi$ 。

1. 加速理论

1939年,英国经济学家 R. F. 哈罗德提出了著名的简单加速理论模型——哈罗德模型,其基本形式为:

$$K_t^* = vY_t \quad (2-13)$$

式中: K_t^* 表示最优资本存量; Y_t 表示当期预期产出水平; v 表示资本产出系数,即加速数。

哈罗德假定:(1) v 是一个常量,最优资本存量唯一取决于本期的预期产出水平;(2)资本存量随时都可以调整到最优,即 $K_t = K_t^*$ 。则其投资函数为:

$$I_t = K_t - K_{t-1} = K_t^* - K_{t-1}^* = v(Y_t - Y_{t-1}) \quad (2-14)$$

式中: I_t 表示当期投资量; K_t 表示当期资本存量; K_{t-1} 表示上一期资本存量; Y_{t-1} 表示上一期产出水平。

哈罗德模型至今仍有着深远的影响,但是它在构造函数时忽略了投资时滞问题。1954年,库约克对这一缺陷进行改进,提出了伸缩型加速投资理论。库约克认为,企业的最优资本函数仍由式(2-13)表示,但是企业不一定会立刻将资本存量调整到最优水平,只有当需求增加并保持一段时间之后,企业才会下决心进行投资。这样,当期的资本存量不仅取决于当期的产出水平,还取决于以往各期的产出水平。库约克假设以往各期的产出水平对当期资本存量的影响呈现几何级数递减,并用资本调整系数 λ ($0 < \lambda < 1$) 来度量资本存量调整的速度。库约克认为,企业在当期的投资量取决于本期的产出水平、上期的资本存量以及资本产出比(即加速数)和资本调整系数 λ ,则投资函数为:

$$I_t = K_t - K_{t-1} = (1-\lambda)vY_t - (1-\lambda)K_{t-1} = (1-\lambda)(K_t^* - K_{t-1}) \quad (2-15)$$

2. 利润理论

利润理论认为,企业的直接投资行为是由过去的利润水平决定的,如果以往的利润水平持续较高,企业会进行直接投资以扩大投资规模。因此,企业的最优资本水平应该是以往累计利润(Π_{t-1})的函数:

$$K_t^* = f(\Pi_{t-1}) \quad (2-16)$$

加速理论和利润理论存在异曲同工之处,即以往累计利润(Π_{t-1})可以看作是以往各期收入的函数,即 $\Pi_{t-1} = h(Y_{t-1}, Y_{t-2}, \dots, Y_{t-n})$ 。但是,加速理论关注的是本期预期产出的大小,而利润理论则偏重以往各期已经实现了的利润水平的高低。

后凯恩斯主义投资理论具有十分重要的意义。它提出了产出(或利润)是决定投资水平的关键因素,并利用规范的数学分析对投资时滞进行了比较深入的研究,得到公式化的宏观投资函数,较凯恩斯学派的投资边际效率曲线是很大的飞跃。但是该理论过于注重产出或利润对投资的决定作用,而忽略了其他经济因素对投资的影响。

(三)新凯恩斯主义投资理论

新凯恩斯主义投资理论形成于 20 世纪 60 年代初期,其代表人物是美国经济学家艾斯纳。艾斯纳认为,企业在进行资本调整(如重组生产线、培训工人、改造厂房等)时必须支付一笔费用,称为调整成本。假设调整成本具有边际递增的特性,即随着投资率增加,调整成本将以更快的速度上升。这导致企业不能将资本存量立刻调整到最优水平,因为如果调整的速度较快,企业的边际调整成本就会大于因调整资本而取得的边际收入,从而使企业蒙受损失;如果调整得过慢,虽然边际调整成本较低,但是有可能错失获取更大收入的机会。因此,必然存在一个使企业利润最大化的最优调整速度,在该速度下,企业的边际调整收入正好等于企业的边际调整成本,这样,企业的资本调整需要经历一定时滞才能达到最优水平。

新凯恩斯主义投资理论得到的投资函数为:

$$I_t = \lambda (K_t^* - K_{t-1}) \quad (2-17)$$

式中: λ 表示资本调整参数,且 $0 < \lambda < 1$, λ 对资本调整的速度具有重要作用,其值是由各种经济因素综合作用而决定的。

新凯恩斯主义投资理论同后凯恩斯主义投资理论中的伸缩加速投资理论较为接近,其差别在于对时滞的解释各有千秋。新凯恩斯主义投资理论通过引入调整成本的概念,运用边际分析方法,根据企业边际调整成本和边际调整收入的比较来确定各期投资水平,从而为宏观投资函数提供了必要的微观基础。

(四)新古典学派的边际投资理论

20 世纪 60 年代初,美国著名经济学家乔根森(Dale W. Jorgenson)在新古典的最优资本积累理论的基础上建立了新古典投资理论。该理论突破了几十年来凯恩斯主义者对投资理论的研究框架,具有很多新古典特征:边际分析方法、市场完全竞争、生产要素相互替代可能等,其中生产要素的相互替代可以说是乔根森投资理论的一大特色。乔根森克服了以往投资理论单纯从宏观上分析问题的缺陷,认为对投资行为的研究应从微观经济主体——企业出发,通过生产函数的现值最大化来确定投资水平。

1. 边际分析方法

新古典学派将数学上的边际分析方法用来分析和评估投资的效益:一是通过数学运算,将投入产出分析建立在可靠的定量分析基础上;二是运用数学方法,使投资选择与投资者的行为方式建立了某种稳定的联系;三是对一国的总量投资运用均衡分析,指导稀缺资源的运用,并评价投资的社会效益。边际主义经济学家不仅提出了描述投资行为的方法,而且创造了分析投资行为的“工具箱”,从而为投资决策提供了可靠标准。一方面,边际分析证明了完全竞争的市场机制可以自动实现经济的均衡增长,而且市场主体通过竞争达到自身收益最大化。而市场主体追求自身收益最大化的分散活动会促使社会福利最大化。另一方面,效用递减法则和边际效用相等法则被边际学派的经济学家广泛地用来分析人类的消费行为和投资行为,为新古典投资理论的实证分析奠定了基石,同时也为提高投资效率提供了重要的方法。两大法则引申出两个联系紧密的原则:

(1)投资总量配置最佳原则。既然消费者连续增加某种消费品的消费,他从该项消费中获得的效用是递减的,那么消费引致的投资供给也是边际递减的,边际效用分析法使成本—收益分析法趋于精细化。

(2)要素替代法则。新古典经济学家认为,投资要素的可替代性为研究两种投入品的有效搭配提供了思路。边际学派的边际效用分析可操作性强,对于研究投资者的心理、预测投资需求、分配稀缺资源进而做出投资选择是必须采用的方法。对生产力进行边际分析是投资方法论的一个重要进步。作为边际生产力分析基础的生产要素边际生产力递减法则,反映了生产过程中生产要素之间的技术比例关系,在一定程度上是符合实际的。追求最大化收益的投资主体可以根据这一递减法则,进行成本—收益分析,安排要素的投入比例从而达到有限资源的最优配置。

2. 投资效率的评判标准

新古典学派将边际分析方法和资源稀缺性引入投资理论,准确地评估投资效益。他们认为,只要厂商的资本边际生产力大于利息率,继续追加投资就可以增加利润总量;反之,则会带来损失。因此,资本边际生产力等于利息率是厂商利润最大化的条件。通过分析资本边际生

产率和劳动边际生产率,得出如下结论:生产要素最佳配置条件是边际收益和边际成本相等。新古典学派用单位投资所带来的国民收入增量作为反映投资效益的指标。投资最终表现为国民收入的增加,这是因为投资具有双重效应:其一,供给效应,即投资所形成的新增生产能力,必然会带来产品的增加,最终带来国民收入的增长;其二,需求效应,即投资需求增加,对生产资料 and 消费资料的需求会随之增加,就必然使现有生产能力得到充分利用,带动国民收入的增长。新古典学派运用边际分析方法,用国民收入的增量来衡量投资效益和资本运用的效率,为投资设定了效率边界。投资对经济增长和财富增加起着巨大的推动作用。那么投资有效的关键在于资源的有效配置,即通过资源在运用过程中的最优配置使国民收入总量最大化。而边际成本等于边际收益是社会资源最优配置和国民收入最大化的条件。然而,它提供的仅仅是一个静态的均衡模型,只考虑本期投资对当代人的福利改善状况,而忽略了对子孙后代的福利可能造成的影响。另外,资源配置过程会使一部分人的生存状况恶化,但该方法没有提供一种能向受害人做出潜在补偿支付的有效机制。

马歇尔(Alfred Marshall, 1890)在论述资金的投放与分配问题时,提出了与生产成本有关的“投资的外限”或投资的“有利边际”的概念。他指出,生产者会把资本投向各类生产要素直至达到投资“有利边际”为止。这里的“有利边际”指的是“直到在他看来没有充分理由认为在该方面进一步投资所带来的利益会补偿他的支出为止”^①。他进而指出,有利边际,甚至就同一工业部门或分部门来说,也不能被看作是哪任何可能投资的固定线上仅有一点,而是被看作和各种可能线相切的一切不规则形的界线。马歇尔的这些思想为后来的投资理论所普遍采用,并发展成为“成本—收益分析”等理论。

庇古(Pigou)同样认为,社会资源的最优配置是增加国民收入总量、提高社会福利的关键。为了探讨资源最优配置的问题,庇古提出了“社会边际净产值”和“私人边际净产值”等基本概念作为分析工具,讨论社会边际净产值与资源最优配置的关系,提出国家干预投资活动的必要性。他认为,假定使用于不同部门或地区的资源所得到的边际收益等于其社会边际净产值,那么,在不存在移动成本、移动单位无限可分并且资源所有者具有完全信息的条件下,资源所有者在利己心的驱使下将寻找收益最大化的资源使用方式。只要在任何部门中追加一单位资源的投资比投资于其他部门带来的收益更大,个人就会把资源投入这一部门。这一投资活动持续一段时间后,该部门对资源的需求开始达到饱和状态,这时后续投资的收益将逐渐下降。在各个部门资源的边际收益相等时,资源的移动将终止。这时,各个部门的社会边际净产值相等,所达到的资源配置就是实现国民收入最大化的最优配置。然而,事实上,移动成本不存在、投资者具有完全信息和转移单位无限可分的假定并不成立,因此,社会边际净产值均等的最优状态不可能实现。在利己主义的投资主体自由发挥作用的条件下,较高的移动成本、信息不完全、移动单位不完全可分性等障碍的减轻,将有利于不同部门或不同地区的社会边际净产值趋于均等,从而增加国民收入总量。然而,私人投资的目的是私人投资收益最大化,而不是社会净产值最大化。显而易见,在社会边际净产值与私人边际净产值不一致的情况下,投资者必然追求自己的利益。因此,即使具备移动成本为零、投资者具有完全信息和转移单位无限可分的条件,即使经济活动使各类资源在不同部门或地区的边际收益相等,也不会促使社会边际净产值相等。那么,在两种边际净产值存在差异时,投资者的利己倾向将不能使国民收入实现最大化。庇古由此主张国家应出面干预各种私人投资活动。政府的适当干预可以使边际私人净产

^① 马歇尔:《经济学原理》,华夏出版社 2005 年版。

值与边际社会净产值相等,从而实现国民收入总量和社会福利最大化的目标。

在古典投资规范的基础上,边际主义是方法论上的革命,它使投资活动从规范分析转向实证分析,使投资理论研究重心从动态的累积转向静态的资源配置、从供给和费用转向需求和效用;边际分析方法的运用为投资从规范和定性走向实证和定量提供了基本的分析逻辑,效用和边际概念为投资分析设置了统一的出发点,数理分析为投资科学提供了精致的工具,机会成本和边际成本收益分析奠定了投资分析的整体框架;威克赛尔的利息理论、庞巴维克的时差利息论与克拉克的边际生产力理论发展了古典投资的诱致和选择理论,帕累托最优提供了投资效率的评判标准。

新古典学派对投资理论的主要贡献表现在:第一次把人类欲望与自然资源的矛盾明确置于经济理论研究的中心位置,并通过对此矛盾的考察与分析阐明了稀缺规律、选择原理、可替代性等等,从而形成了一套关于静态条件下稀缺资源实现最优配置的系统理论体系。不仅如此,他们在探讨与投资有关的问题时所得出的结论具有普遍的指导意义。例如,他们强调投资对提高生产力的巨大作用,认为使用资本进行生产是人类文明与进步的重要标志;认识到总量投资的扩张有赖于节俭;把利息作为调节资本最优配置的杠杆,并将其纳入一般均衡分析的体系之中。这样的理论体系对任何社会的投资活动都具有重要意义。

二、间接投资理论

间接投资是以债券、股票等证券为投资标的而进行的投资行为,因此间接投资理论也称为证券投资理论。证券投资者的目标简单说就是如何以最小的风险获取最大的收益,为达到这一目标,就涉及一个证券投资组合的问题。很多证券投资者都奉行“不把所有鸡蛋都放进一个篮子”的格言,并按此进行投资组合,以降低投资风险,但在这一基础上发展起来的早期证券投资理论却具有机械性和过分定型化的特点,不能很好地指导投资者进行操作。

20世纪50年代初,纽约市立大学巴鲁克学院的经济学教授马柯维茨将概率论和线性代数的方法应用于证券投资组合的研究,探讨了运动方向各异的不同证券之间的内在相关性,于1959年出版了《证券组合选择》一书,详细论述了证券组合的基本原理,提出了著名的资产选择理论,为现代西方证券投资理论奠定了基础。

(一)早期的间接投资理论

1. 巴契里耶的投机理论

法国索邦大学的巴契里耶(Louis Bachelier, 1900)在其博士论文《投机理论》中对股票市场的运作及股票价格的变化规律做了最早的探索。巴契里耶运用多种数学方法论证了股票价格的变化是无法用数学分析进行预测的。他指出:“市场价格同时反映过去、现在和未来的各种事件,但是这些事件通常和价格变化并不存在明显的关系,人为因素也会产生干扰,当前的价格波动不仅是先前价格波动的函数,也是当前状态的函数。决定这种波动的因素,其数目几近无限大,因此不可能用数学公式进行预测。”与此同时,巴契里耶试图创造一个公式用以描述市场价格的波动。他认为,虽然一段时间的市场波动很难预测,但是市场某一瞬间价格变动的预测还是可能的。在某个特定时点的每个成交价格都反映了卖方和买方的不同观点,买方认为价格会涨,卖方认为价格会跌。因此买卖双方都没有关于价格的信息优势,他们的输赢概率各为50%。在任何时候价格上涨的概率与下跌的概率相等,只有基于某些理由导致市场不认同原先的价格时,价格才会发生变动。但是没有人知道市场何时会变,会朝什么方向变化。因此市场永远存在50%的上涨概率和50%的下跌概率。巴契里耶进而推断,短时间内价格变化

的幅度很小,但随着时间的延长,价格变化的幅度会扩大,而且价格波动的幅度与时间区间长短的平方根成反比。美国学者彼得·伯恩斯坦根据美国过去 60 年股价波动的历史数据证明了上述论点。在这段时间,股价月波幅有 $2/3$ 的概率为 5.9%,年最大波幅为 72%,是月波幅的 12 倍,年均波幅为 20%,是月波幅的 3.5 倍,而 12 的平方根是 3.46。

巴契里耶的理论贡献主要表现在以下两方面:(1)将概率论率先引入股票收益的预测。他从预测的公式中发展了随机过程的概念,并在后来的各种投资理论中得到了广泛的运用。他提出的关于股价的波动和时间的平方根成比例关系的论断非常类似于布朗运动的理论,而布朗运动的理论在证券投资理论中被称作随机漫步理论,巴契里耶的这一推论被认为是其最重要的理论贡献。(2)他的观点——“股价是不能预测的,市场已经反映了过去、现在和未来的各种事件”,实际上与 20 世纪 60 年代学者们提出的有效市场理论有许多暗合之处。

需要指出的是,巴契里耶的研究在当时并没有产生很大的影响,表面上看是由于他的论证中存在一些数学错误而没有得到很高的评价;实际上更重要的原因是他的研究太超前,理论界和实务界对此还没有做好接受准备。他的这篇论文曾一度遗失,直至 20 世纪 50 年代才被萨缪尔森在麻省理工学院的图书馆里发现。萨缪尔森对论文做了高度的评价,其早期对投机价格行为的分析显然受了该论文的影响。

2. 股票投资的道氏理论

道氏理论的核心内容是假定股价的升降趋势会在市场出现转变信号以前一直持续下去,当市场出现转变信号时,股价的趋势就会逆转。投资者可以根据市场的信号来判断市场转向的时点,从而做出正确的投资决策。而市场信号的典型代表是道·琼斯指数。道(Charles Dow, 1901)在《华尔街日报》的社论中非常形象地描述了道氏理论的内容:“在沙滩上观看涨潮的变化,要想知道这一波潮汐最高会涨到哪里,就在沙滩上树立一根长杆,记录每一波海浪打来的最高点在哪里,潮来潮往,直到某一点,新一波的海浪无法再超越,甚至开始减退,显示潮汐已经转向。此法也适合于观察并判断股票市场的潮流走向。”投资者可以观察道·琼斯工业平均指数(Dow Jones Industrial Average, 简称 DJIA)和道·琼斯运输平均指数(Dow Jones Transportation Average, 简称 DJTA)对股市的价格做出判断,两个数值都达到最高点或最低点时,就意味着股价开始逆转。

汉密尔顿为道氏理论的发展作出了很大的贡献,他一再重申道氏理论的中心信念,即股价本身已充分反映了与公司经营情况相关的所有因素,同时他也认为市场本身会预示股价的未来走势。1929 年 10 月 21 日,他准确地预言了 20 年代的牛市结束。仅四天之后,美国的股市就开始了长达数年的大跌,至 1932 年,美国股市的市值下跌了 90%。道氏理论在投资实践方面为技术分析提供了一定的理论支持。所谓技术分析,就是关注股票过去的价格和交易量的变化情况,并希望从这些情况中找出股价未来变化的线索。

3. 格雷厄姆的投资理论

格雷厄姆(Benjamin Graham)是美国最杰出的投资理财专家,也是著名的投资理论家。在长期的投资实践中他总结了一套证券估价理论。格雷厄姆的投资理论是典型的基本分析理论,其投资理念是寻找多只实际价值被市场低估的股票,然后买进持有。在寻找被市场低估的股票时,格雷厄姆主要考察公司的财务状况和增长前景,将在纽约证券交易所上市的股票中所有市盈率为 7 倍或低于 7 倍的股票找出来,然后参考公司的财务、管理、技术、市场等因素,选择准备买入的股票。格雷厄姆认为,不管债券收益率降到什么程度,都不能购买市盈率超过 10 倍的股票;关于公司的财务状况,如果一家公司的所有者权益占公司资产的比率在 50%以

上,同时市盈率在7倍左右,那么该公司的股票就值得买入。格雷厄姆也强调投资的分散性,认为应该购买30只以上的股票。在持有的期限上,他认为比较好的做法是首先确定一个获利目标,譬如获利50%。那么,只要股价一涨到有50%的收益率时就卖出该只股票。同时他认为持有股票的期限最好确定为2~3年,如果到期股价的上升幅度仍没有达到预定的目标,则应卖出该股票。总之,他强调通过基本面的分析来选择股票。

4. 威廉姆斯的投资理论

著名的投资理论家威廉姆斯同样主张基本面的分析,根据股票发行公司的业绩即公司未来的预期收益决定购买什么股票,他认为投资者在选择股票时应先对公司未来的股利支付做长期的预测,并对预测的正确性作出检验,据此判断出股票的内在价值,然后与股票的市场价格进行比较,再作出投资决策。威廉姆斯具体介绍了评估的模型和方法,及对不同类型的公司的股票未来收益的折现方法。他的投资理论成为投资者进行基本面分析的基本理论依据,也为投资者提供了基本的分析方法。

(二) 资产组合和定价理论

1. 马柯维茨的资产组合理论

马柯维茨认为投资要兼顾收益和风险,而投资者分散投资就是分散投资风险的有效方法。1987年马柯维茨在其著作《投资组合选择与资本市场的均值一方差分析》中全面阐述了他的资产组合理论,开创了理性的投资者在不确定条件下进行资产组合投资的理论和方法,第一次通过定量分析证明了分散投资的优点。他用数学中的均值来测量投资的预期收益,用方差测量资产的风险,通过建立资产组合的数学模型,使人们可以按照自己的偏好来精确选择在确定风险下收益最大化的资产组合。下面做简单的介绍。

一般而言,证券投资者最关心的问题就是证券预期收益与预期风险的关系。证券收益包括两部分:一是证券买卖的差价,二是债息或股利。如果投资者要预测某种证券的未来收益,只需加总不同状态下该种证券的收益估值与该状态发生的概率的乘积。因此,预期收益实际是表示投资者持有的某种证券在一段时间内所获得的平均收益,即收益的期望值,用公式可表示为:

$$EX = \sum_{i=1}^n X_i \cdot P_i \quad (2-18)$$

式中:EX表示预期收益; X_i 表示第*i*种状态下的收益; P_i 表示第*i*种状态发生的概率。

对预期收益加以解释和定量化较为容易,而要精确衡量持有证券的风险,即证券收益的不确定性则甚为困难。马柯维茨运用统计学的方法,将不确定的收益率看作随机变量,用它们的集中趋势(即期望)来表示证券的预期收益,而用它们的离散趋势(即标准差)来度量证券风险的大小,用公式可表示为:

$$\sigma = \sqrt{\sum_{i=1}^n (X_i - EX)^2 P_i} \quad (2-19)$$

式中: σ 表示标准差。

单个证券的投资预期收益和投资风险可直接从概率分布中得出,而证券投资组合的预期收益和风险则必须把各种证券之间的相关关系考虑在内。

证券预期收益之间的相关性用相关系数 p_{ij} 来表示:

$$p_{ij} = \text{COV}_{ij} / \sigma_i \sigma_j \quad (2-20)$$

式中: p_{ij} 表示证券*i*与证券*j*的相关系数; COV_{ij} 表示证券*i*与证券*j*预期收益的协方差; σ_i, σ_j 表示证券*i*与证券*j*各自的标准差。

投资者一旦确定了各种证券的预期收益和标准差以及各种证券之间的相关性,就可以进一步计算出每一证券组合的预期收益和标准差。每一个证券组合的预期收益可以通过对其包含的每一种证券的预期收益的加权平均求得,其计算公式如下:

$$\bar{r}_p = \sum_{i=1}^n x_i \bar{r}_i \quad (2-21)$$

式中: \bar{r}_p 表示证券组合的预期收益; \bar{r}_i 表示证券*i*的预期收益; x_i 表示证券*i*在该证券组合的总值中所占比重(权数),且 $\sum x_i = 1$; n 表示证券组合中的证券种类数。

证券组合的标准差需通过公式(2-22)求得:

$$\sigma_p^2 = \sum_{i=1}^n \sum_{j=1}^n \text{COV}_{ij} x_i x_j \quad (2-22)$$

式中: σ_p^2 表示证券组合的方差; COV_{ij} 表示证券*i*和证券*j*收益之间的协方差; x_i, x_j 表示证券*i*和证券*j*各自的权数。

由此可见,证券组合的预期收益和风险主要取决于各种证券的相对比例、每种证券收益的方差以及证券与证券之间的相关程度。在各种证券的相关程度、收益及方差均确定的条件下,投资者可以通过调整各种证券的购买比例来降低风险。

通过上述对资产组合的分析,我们可以在一个可能的收益和风险范围内,对若干种已确认可以投资的证券,通过调整各种证券的购买比例来建立不同的证券组合,这些组合就构成了一个可行集,可行集的形状如图2-6所示。

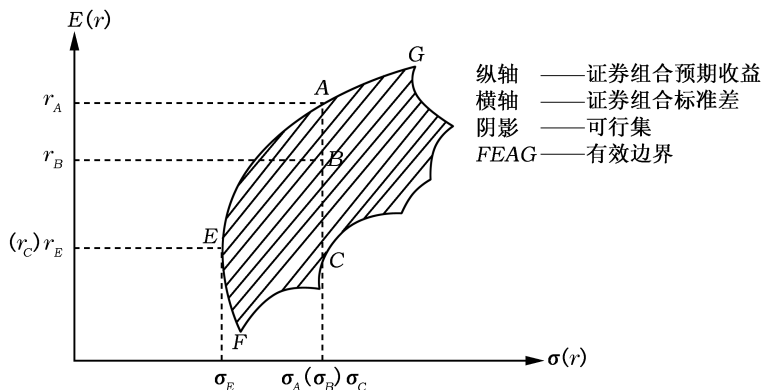


图 2-6 可行集与有效边界

在可行集提供的证券组合所有可能的方案中,投资者可以通过有效集定理找到有效集,即投资者能够从下面的证券组合中选择他偏好的最佳证券组合:(1)在各种风险条件下,提供最大预期收益率;(2)在各种预期收益水平下,承担最小风险。同时满足这两个条件的一组证券组合,称为有效集或有效组合。在马柯维茨的模型图中这套有效组合的位置处于一条左方的曲线 FEAG 上,又称有效边界。投资者投资于有效边界就是满足上述两个条件所期望的最佳投资组合。因为此边界上的点比其他所有点在同样风险水平下收益都高,如 A、B 两点有同样的标准差,即 $\sigma_A = \sigma_B$,但 A 点收益 r_A 大于 B 点收益 r_B 。同理,有效边界上的点比其他所有点在同样收益水平下风险都低,如 E、C 的点预期收益相等,即 $r_E = r_C$,但 $\sigma_E < \sigma_C$,即 E 点风险要小于 C 点。因此投资者一般倾向于选择有效边界 FEAG 上的证券组合。

2. 托宾的收益风险理论

马柯维茨的资产组合理论的缺陷在于他假设利率水平基本上是稳定不变的,这与实际不符,他还假定投资者在构筑资产组合时是在风险资产的范围内进行选择,没有考虑无风险资产和现金,实际上投资者会在持有风险资产的同时持有国库券等低风险资产和现金。托宾指出:各种风险资产在风险资产组合中的比例与风险资产组合占全部投资的比例无关。这就是说,投资者的投资决策有两个:一是对风险资产的投资份额,二是风险资产投资份额在各种风险资产之间的分配。而后一个决策的依据应该是马柯维茨的模型,即不同风险偏好类型的投资者的风险资产组合都应是一样的,为处于有效边界上的资产组合。托宾的理论不仅使凯恩斯理论有了更坚实的基础,也使证券投资的决策分析方法更深入、更有效率。

3. 资本资产定价理论(CAPM 模型)

资本资产定价模型是由斯坦福大学教授威廉·夏普建立的。这一模型是在马柯维茨理论的基础上,重点描述证券组合的预期收益和预期风险的关系,对证券均衡价格的确定作出了系统性的解释。这一理论的模型不仅适用于金融投资,而且适用于实业投资,是现代金融投资理论的核心。

资本资产定价模型把“有效市场”作为分析的前提,提出了这样一些假设条件:(1)金融市场是成熟的、完善的、充分竞争的,投资者进入市场没有任何障碍,所有的交易成本和赋税为零;(2)金融市场上有数量众多的购买者、销售者、各种类型的金融机构以及具有各种期限和不同风险的金融工具;(3)投资者可以进行广泛选择,市场上只有单一的无风险利率;(4)单个投资者唯一的行动依据是对证券未来运动的预期,其买卖行为不足以影响证券市场总的价格水平。在这些假设条件下,资本资产定价理论试图解释在存在市场风险条件下,投资者行为怎样推动组合证券价格的形成。该理论的精髓在于概括了不确定条件下资产预期收益与风险的内在联系,通过两条重要的市场线,即资本市场线和证券市场线表现出来。

所谓资本市场线是指在证券组合只包括风险证券和无风险证券的前提下一条过 $(0, r_f)$ 点与马柯维茨理论的有效边界相切的直线(见图 2-7),切点为有风险证券的有效组合, r_f 为无风险利率,投资者投资于该证券组合,在单位风险下可取得最大的超额收益。

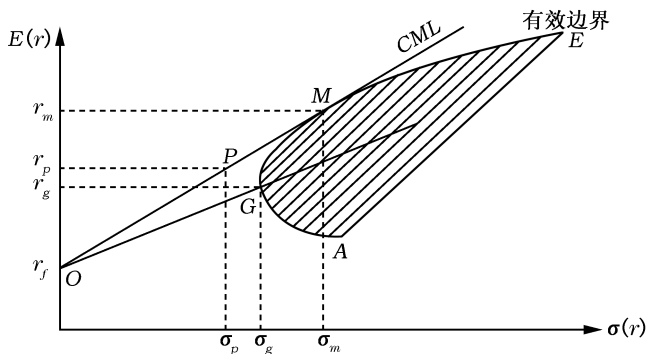


图 2-7 资本市场线

在有效边界曲线 AGE 上取一点 G, 连接 OG, 则 $r_g - r_f$ 表示投资者投资于风险证券所取得的超额收益, OG 的斜率 $(r_g - r_f) / \sigma_g$ 就表示单位风险所取得的超额收益。对理性投资者而言,总是希望以最小风险获取最大收益,即总是希望 OG 的斜率越大越好。显然,过 O 点做 AGE 的切线 OM 即为斜率最大的直线,切点为 M, 直线 OM 就被称为资本市场线,这里 M 点代表市场组合,即有风险证券的有效组合,在投资者具有理性的前提下,若将资金全部投于有

风险证券,他一定会选择 M 点所代表的证券组合,若投资者将资金全部投于无风险证券,自然选择 O 点。那么, O 与 M 之间的点就表示投资者选择由无风险证券与有风险证券共同组成的证券组合,而从 M 点再向右延伸,则表示投资者可以无限制地借钱来投在有风险的证券上,其利率与风险贷款一样。

总而言之,由投资者混合市场组合与无风险证券的投资形成的资本市场线可用数学公式表示如下:

$$r_p = r_f + \left(\frac{r_m - r_f}{\sigma_m} \right) \sigma_p \quad (2-23)$$

也就是说,在资本市场线上任何一个证券组合的预期收益 r_p ,等于无风险证券的预期收益 r_f 加上风险收益,前一部分可以说是“时间的价格”,后一部分可以称为“风险的价格”。

证券市场线提供了决定个别证券预期收益和风险之间关系的架构,同时也指出如何适当度量各种证券的风险。夏普将证券的风险按其性质分为两部分:系统风险和非系统风险。系统风险,即市场风险,是指那些影响所有公司的因素引起的风险,如战争、经济衰退、通货膨胀等,这类风险波及所有的投资对象,不能通过多角化投资来分散风险;而非系统风险,即公司特有风险,是指发生于个别公司的特有事件造成的风险,这类风险可以通过多角化投资来分散。按照 CAPM 模型,度量证券风险的标准是该证券与市场组合的协方差 COV_{im} 。协方差较大,则相对预期收益较高,将吸引投资者购买;反之,相对预期收益较低,投资者将迅速卖出,经过市场供需调节,价格变动,使证券在市场上处于均衡状态,证券市场线就是在均衡状态下所有证券的协方差风险与预期收益的关系:

$$r_i = r_f + (r_m - r_f) \cdot \text{COV}_{im} / \sigma_m^2 \quad (2-24)$$

式中: r_i 表示证券 i 的预期收益; r_f 表示无风险证券收益; r_m 表示市场预期收益。

这个公式同样适合于证券组合,即:

$$r_p - r_f = \beta_{pm} (r_m - r_f) + a_p + e_p \quad (2-25)$$

式中, e_p 一般为零,而 a_p 可以为正,可以为负,也可以为零。由于 a_p 与市场风险无关,是随公司特有风险而发生变动,因此,可以通过证券分散化使之减为零,但分散化对于与市场组合有关的风险 β 则不发生作用。

按照 CAPM 模型,适当度量证券风险的标准是该证券与市场组合的协方差 COV_{im} 。协方差较大的证券,将相对具有较高的预期收益,协方差较小的证券情况正好相反。前者引起投资者乐于购买,后者则令人迅速出卖。经过市场供需调节,价格变动,使证券在市场上处于均衡状态,即每种证券在当前市价下,所需要的数量等于所供给的数量。因此,所谓证券市场线就是在均衡状态下所有证券的协方差风险与预期收益的关系,见公式(2-26)

$$r_i = r_f + \frac{r_m - r_f}{\sigma_m} \cdot \frac{\text{COV}_{im}}{\sigma_m} \quad (2-26)$$

即: $r_i = r_f + \beta_i (r_m - r_f)$

式中: $\beta_i = \text{COV}_{im} / \sigma_m^2$

这可由图 2-8 来说明。图中 r_f 是无风险证券收益,所以位于 β 等于零的点。从这点开始通过 M 点的直线,是一条等比的线,其斜率大小由 $r_m - r_f$ 决定。由 β 系数公式我们明显可看出市场组合 M 点的 β_m 总是等于 1.0,其他各种证券(或组合)各有各的 β 值。若 β 值大于 1,表示其风险较大;若 β 值小于 1,表示其风险较小。所谓风险大小的意义,是指市场组合的预期收益提高或降低 1%,则某种证券(或组合)的预期收益提高的程度超过 1%,或降低的程

度不到 1%。

证券市场线将每一种预期收益同相应的系统风险连在一起。位于 SML 之上的每一种资产,由于在同等市场风险下,具有较高的预期收益,投资者踊跃购买,形成求过于供,价格上扬,从而又使供给增加,形成供需相等,价格又回落到原来的水平;同理,位于 SML 之下的每一种资产,由于在同等市场风险下,具有较低的预期收益,致使投资者大量抛售,形成供过于求,价格降低,从而又使需求上升,形成供需相等,价格又上升到原来水平。当所有证券都经过类似的调整,处于供求平衡时,市场就处于均衡状态,此时,各种证券的预期收益都落在 SML 上(见图 2-8)。

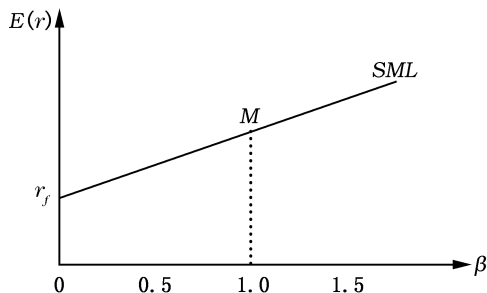


图 2-8 证券市场线

CAPM 模型在证券理论界已经得到普遍认可。投资专家用它来做资本预算或其他决策,立法机构用它来规范基金的费率,评级机构用它来测定投资管理者的业绩。但该模型主要对证券收益与市场组合收益变动的敏感性进行分析,而没有考虑其他因素对证券收益的影响,因而有一定的局限性。

4. 资产套价理论(APT 理论)

证券组合理论和资产定价理论集中解决了一定收益水平下使风险最小化的问题,斯蒂芬·罗斯在 1976 年又进一步提出了资产套价理论(APT 理论)。他认为,证券收益要受各种宏观经济因素的影响,因此,证券分析的目的在于识别经济中的这些因素,以及证券收益对这些因素变动的不同敏感性。该理论的基本假定是:不同收益证券的相关性可归因于证券对一种或多种因素的变动而产生的效应。由于各种因素产生的风险平均化,对各种证券的特有风险而言,该因素对每个企业并不相同,一般低于个别证券平均的标准差,再加上证券的个别收益率互不相关,市场证券组合具有良好的分散风险的功能。罗斯套期定价模型的假设条件为:(1)市场上存在无穷多证券;(2)影响证券收益率的市场因素数量是有限的,证券组合高度多样化;(3)市场抛空交易不受限制;(4)投资者为风险厌恶型,预期收益率不一定均匀。

在完善的市场上,如果证券 I 的预期收益率低于投资组合 p 的预期收益率,一个精明的套利者就会卖空证券 I ,从中取得收益,再来买投资组合 p ,以获得差额收益。投资具有较高的收益率组合吸引着较多投资者,从而使证券组合的均衡价格发生变动。APT 理论的核心是,如果因素系数和预期收益率之间的关系近乎线性,那么就可以通过无穷的套利机会来增加财富。

(三)有效市场理论

1. 股价的随机漫步理论

该理论认为任何可用于预测股价的信息已完全反映在股价中,因此股价具有不可预测性,

投资者通常只能得到与股票风险相称的收益率。换言之,股价只对新的信息做出上涨或下跌的反应。根据定义,新信息是不可预测的,否则,新信息就会成为已知信息的一部分,这样,随着不可预测的新信息而变动的股价必然是不可预测的。这就是股价遵循的随机漫步理论。

2. 有效市场假说

美国学者法玛(Fama, 1965)提出了有效市场假说(Efficient Market Hypothesis, 简称EMH)。有效市场假定市场按有效性程度分为三种:(1)弱型有效性,即现在的市场价格反映了证券的所有历史信息,如以往股价的变动与交易量等,因此分析市场价格的趋势是徒劳的;(2)半强型有效性,即市场价格不仅反映了所有历史信息,而且还反映了当前公布的与公司前景有关的全部信息,如公司生产经营管理统计数据、技术状况、产品状况、财务数据等;(3)强有效假定,即股价不仅反映了所有历史信息和当前公布于众的信息,而且还反映了所有的内幕信息和私人信息。

有效市场是竞争的结果。在有效市场中,投资者愿意将时间和金钱用于股价的前景分析与研究中,这有助于投资行为的理性化,有助于资源流向效率更高的地方,从而最优化社会资源的配置。如果市场的有效程度低,由于法规不健全或监管不力,投资者特别是机构投资者将进行寻租,联手操纵市场和股价,甚至弄虚作假,欺骗其他投资者,以获取非法收益。这反过来又会助长非理性的投资行为,扭曲社会资源的优化配置。

3. 有效市场下的投资策略

根据有效市场理论,投资者应该考虑消极投资策略,这是与积极投资策略相反的投资策略。所谓积极投资策略是指投资者在进行投资时,花费大量的时间和费用来研究分析公司的经营和股价的前景,挑选最有增长潜力的股票作为投资对象的策略;而消极投资策略通常是指持有代表市场的资产组合的投资策略,这些投资者不是要智取市场,而是希望获得相当于市场平均收益的收益。消极投资策略的典型形式是指数基金。

(四)债券投资理论

1. 债券期限结构理论

债券期限结构理论主要分为:

(1)预期假定理论。预期假定理论是最简单的期限结构理论。所谓期限结构理论是说明不同期限债券的利率水平关系的理论。这一理论认为远期利率等于市场整体对未来短期利率的预期。如果我们定义第二年预期短期利率为 $E(r_2)$,第二年远期利率为 f_2 ,就有 $f_2 = E(r_2)$,这说明市场非常有效率,利率传导机制非常完善,如果短期利率变化,长期利率很快就具有相应变化。宏观货币政策中的公开市场操作就是建立在这一机制基础之上的。央行在公开市场买卖短期国库券,导致短期国库券的价格变化,由于利率传导机制,不仅其他短期货币市场工具的利率水平会相应迅速地变化,而且会导致各种长期债券的利率水平相应变化。

(2)流动偏好理论。该理论认为,投资者对期限有不同的偏好,有些偏好短期债券,有些偏好长期债券。前者在持有长期债券时要求远期利率包含一个流动溢价,即远期利率大于未来短期利率的期望,即要求 $f_2 > E(r_2)$;后者则在持有短期债券时要求未来短期利率的期望包含一个流动溢价,即要求未来短期利率的期望大于远期利率,即 $E(r_2) > f_2$ 。该理论还认为,我们通常看到的情景是市场中的长期利率之所以高些,短期利率低些,是因为市场是由短期投资者控制着。由于短期投资者占主导地位,所以一般远期利率大于未来的短期利率。

(3)预期假定和流动偏好的举例。根据预期假定理论,假设短期利率不变, $r_1 = 4\%$, $E(r_2) = 4\%$, $E(r_3) = 4\%$ 。因此2年的到期收益率为:

$$(1+y_2)^2 = (1+r_1)[1+E(r_2)] = 1.04 \times 1.04$$

$$y_2 = 4\%$$

由于各期的短期收益率都不变,所以各期债券的到期收益率都等于4%。但是根据流动偏好理论, $f_2 > E(r_2)$ 。我们假设 $f_2 = 5\%$,这意味着有1%的流动溢价。因此,2年期债券的到期收益率为:

$$(1+y_2)^2 = (1+r_1)(1+f_2) = 1.04 \times 1.05 = 1.092$$

$$y_2 = 4.5\%$$

如果 $f_3 = 5\%$,则3年期的到期收益率为:

$$(1+y_3)^3 = (1+r_1)(1+f_2)(1+f_3) = 1.04 \times 1.05 \times 1.05 = 1.1466$$

$$y_3 = 4.67\%$$

(4)市场分割理论。上述预期假定理论和流动偏好理论都暗含着这样一个假设,即期限不同的债券可以相互替代,投资者可以根据不同利率的差异情况选择最有利的债券。市场的大体情况是如此。但我们也看见,在市场中有些投资者无法进行期限的选择或不愿进行期限的交换,因此投资者可分为短期债券投资者和长期债券投资者。市场分割理论就是建立在这个基础之上的。该理论认为,长、短期债券投资者是分开的,因此相应的市场是分割的,两类债券各有自己独立的均衡价格。短期债券的供求关系决定了短期债券的均衡利率水平;长期债券的供求关系决定了长期债券的均衡利率水平。因此,利率的期限结构是由不同期限债券市场的均衡利率决定的。

(5)优先置产理论。市场分割理论受到了较多的批评,认为这不是市场的主流,也与市场的实际不符,否则就等同于宣告了央行公开市场操作的失败。在这一背景下优先置产理论产生了。根据这个理论,借贷双方都要比较长短期利率,也考虑预期的远期利率,通过比较才会做出最有利的期限选择。因此,所有期限的债券都在借贷双方的考虑之内,这意味着期限不同的债券的利率是相互联系、相互影响的。因此,市场并不是分割的,投资者会选择那些溢价最多的债券。

2. 债券的投资管理

债券的投资管理可以分为消极型管理和积极型管理。债券投资的消极方式有两种:一种是债券指数基金,一种是利率的免疫管理。这是两种不同的管理方式,前者的收益风险状况相当,但不能保证没有风险;而后者则试图建立几乎是零风险的资产组合。债券的积极管理既包括通过选择优质债券进行投资,也包括运用各种套期保值工具进行债券的利率风险管理。

(五)期权定价理论

期权是一种最基本的金融衍生产品,它是一种选择权,由这种选择权的发出者以一定的价格出售给购买者。期权的内在价值为立即实施期权合约时的收益值,而期权的时间溢价是期权超过它的内在价值的部分。影响期权价格的主要因素有标的资产的市场现价、期权合约的实施价格、期权合约的有效期限、标的资产预期价格的易变性等。期权定价理论主要包括多种期权定价模型,其主要内容有二项式期权定价模型、布莱克—舒尔斯期权定价模型等。

1. 二项式期权定价模型

它假定在期权到期时股价只有两种可能的期权价格确定模型。由于它的图形分析很像分叉的树枝,也称作“二叉树”分析法。在这样的分析中,只要给定股票价格、实施价格、利率与股票价格的波幅,就可以计算出看涨期权的理论价值。多时期的分析可以用二项式分布方法计算,因此这种多时期的期权定价方法被称作二项式模型。

2. 布莱克—舒尔斯期权定价模型

布莱克—舒尔斯期权定价模型包含了以下假设:(1)在期权有效期内,相关资产(股票)不支付股息;(2)没有交易费用;(3)在期权有效期内,短期无风险利率是固定的;(4)有价证券投资者可以按照无风险利率借入资本;(5)允许抛空,且没有罚金;(6)期权只有在到期日才被执行;(7)所有有价证券交易是在连续期间内发生的,股价在连续期内是随机的。

布莱克—舒尔斯期权定价模型建立在无风险对冲概念基础上,通过购买股票并立即出售股票的期权,投资者可以达到一种无风险状况,即从股票上取得的利好可以抵消期权损失,称为无风险对冲。由于投资者经常利用这种对冲机会,因而会使期权价格达到布莱克—舒尔斯期权定价模型所说的均衡水平。

布莱克—舒尔斯期权定价公式为:

$$C = S \cdot N(d_1) - Ke^{-r_f T} N(d_2) \quad (2-27)$$

式中: $d_1 = \frac{\ln(S/X) + r_f T}{\sigma \sqrt{T}} + \frac{1}{2} \sigma \sqrt{T}$; $d_2 = d_1 - \sigma \sqrt{T}$; S 为有价证券的现行市场价格; X

为期权执行价格; T 为期权期限,若期权期限为3个月,则 T 取值0.25,以此类推; r_f 为无风险利率; σ 为有价证券预期报酬标准差; $N(d_1)$ 和 $N(d_2)$ 为标准正态分布变量的累积概率,即

$N(d_1) = \int_{-\infty}^{d_1} f(Z) \cdot dZ$, $f(Z)$ 为均值和标准差均为零的正态分布函数。

该模型具有很强的实用性,只要输入股价 S 、执行价格 X 、利率 r_f 、期限 T 和股票收益率的标准差 σ ,就可以得出理论的期权价格。

(六) 资产组合保险原理

在对股票进行投资时,投资者希望价格下跌时不会遭受损失,而在股票价格上升时,又能获得由此带来的财富增加,具体地说,投资者要求其投资的价值不会少于某一数量。这种单向限制的要求,正好通过期权的特征来实现。根据期权的特征,可以采取如下策略:

(1) 持有股票,并购买约定价格等于此股票的初始价值,且以此股票为原生资产的出权。所购买的出权数量根据所持有的股票数量确定,所控制的股票数量与所持有的股票数量一致。

(2) 确定欲购买股票的品种和数量,但持有现金并购买约定价格等于此股票初始价格,且以此股票为原生资产的进权,所购买的进权数量根据欲购买的股票数量确定,所控制的股票数量与欲购买的股票数量相等。持有现金的数量等于此股票的初始总价值在保险期内按无风险利率折现的现值。

令 W_0 与 W_T 分别表示原生股票期初、期末的价值。若投资者要对低于期初价值的风险进行保险,则期末价值为:

$$Y(W_T, W_0) = \max[W_T, W_0] \quad (2-28)$$

考虑策略1,出权的期末价值应为:

$$P(W_T, W_0) = \max[W_0 - W_T, 0]$$

则投资在期末的总价值为:

$$W_T + P(W_T, W_0) = W_T + \max[W_0 - W_T, 0] = \max[W_T, W_0] = Y[W_T, W_0] \quad (2-29)$$

在策略2中,持有现金在期末的价值为 W_0 ,而进权价值为:

$$C[W_T, W_0] = \max[W_T - W_0, 0]$$

故期末的投资总价值为:

$$W_0 + C[W_T, W_0] = \max[W_T, W_0] = Y[W_T, W_0] \quad (2-30)$$

即以上两种策略均已实现了保险。

当然,投资者所要求保险的价值也可以不是股票的初始价值,而是投资者愿意接受的任何价值。这时,只要将股票的初始价值改为投资者所预定的保险价值,上述两种策略仍然成立。

以上结论也适用于资产组合。投资者若希望所持有的资产组合的价值不低于预定的数额,可以购买约定价格等于此资产组合的初始价值,且以此资产组合为原生资产的出权。或者不持有股票组合,而持有现金,并购买约定价格等于此资产组合的初始价格,且以此资产组合为原生资产的进权。持有现金的数量等于此资产组合的初始价值在保险期内按无风险利率折现的现值。

投资者如果采用以上策略进行保险,则对其所持有的资产组合做了完全保险,更为一般的情况是投资者可以对所持有的资产组合做部分保险,即保险只涵盖其所持有的资产组合的一部分。特别是投资者出于对保险成本的考虑,更偏好于对不同的约定价格均做部分保险。

阅读书目

1. 保罗·克鲁格曼,罗宾·韦尔斯:《宏观经济学》,中国人民大学出版社 2009 年版。
2. 戴维·罗默:《高级宏观经济学》,商务印书馆 2001 年版。
3. 曼昆:《经济学原理》,北京大学出版社 1998 年版。
4. 高鸿业:《宏观经济学》,中国人民大学出版社 2000 年版。
5. 杨晔、杨大楷:《投资学》,上海财经大学出版社 2012 年版。
6. 杨晔:《融资学》,上海财经大学出版社 2013 年版。

思考题

(一)填空题

1. 政府的资金来源主要有三个方面:_____、_____、_____。
2. 莫迪利亚尼认为,发行公债会_____从而减少未来的国民收入。
3. 庇古效应,是指公债发行在经济不景气时_____,而在经济景气时_____的效果。
4. 李嘉图认为:政府无论是选用_____还是_____来筹措资金,在逻辑上是相同的,因为_____只意味着_____。巴罗认为:消费者代与代之间是_____的,则消费者在面临政府_____而造成减税效果时,是不会做出增加消费支出的决策的。这被称为李嘉图等价定理。
5. 新优序融资理论认为:从融资方式的优劣排序来看,企业融资一般会遵循_____,_____,_____这样一种先后顺序。

(二)名词解释

1. 李嘉图等价定理
2. 财务危机成本
3. 代理成本
4. 有效边界
5. 布莱克—舒尔斯期权定价模型

(三)是非题

1. 税收是政府资金的主要来源,因此属于政府的融资行为范畴。()
2. 英国著名经济学家亚当·斯密是“公债有害观”的拥护者。()
3. 凯恩斯学派主张扩大政府的财政支出,反对传统的消极平衡财政收支的观点,认为扩大支出能够缓解

危机,解决失业问题。 ()

4. 在李嘉图—巴罗等价定理成立的条件下,当政府用增税来弥补财政赤字时,会排挤私人消费和投资;当政府用发行公债的方法来弥补财政赤字时,不会排挤私人消费和投资。 ()

5. 根据权衡理论,随着债务的增加,负债带来的收益会提高企业的市场价值,但其边际收益递减,且企业发生财务危机的概率增大,与之相关的财务危机成本也以递增的比率上升。 ()

(四)简答题

1. 简述政府投融资与一般性的财政信用活动及商业性金融的区别。
2. 简述 MM 理论。
3. 试述新古典学派投资理论中投资效率的评判标准。
4. 简述权衡理论。
5. 简述有效市场的分类及内涵。

(五)论述题

1. 试述凯恩斯学派的公债观。
2. 试述企业融资理论的演变。

第二编

投融资主体

投融资主体是投融资活动的参与者,这种参与既可以是投融资运行全过程的参与,也可以是运行过程中某个环节的参与。根据参与方式和参与程度的不同,投融资主体可分为企业、机构、政府以及个人等。企业通过灵活多样的投融资方式不仅在投融资运行过程中扮演着重要角色,而且其影响力正日益渗透到经济发展的各个层面;机构投资者不仅广泛地介入金融资产的投融资运行,而且作为一种投融资中介也为其他各类主体提供优质的金融服务;政府在投融资运行中也不再仅仅以政策制定者和行为约束者的身份出现,而是越来越多地亲涉投融资运行;作为最小社会经济单位的个人也逐渐认识到投融资对积累财富的重要意义,其投融资行为也对国民经济发展产生了深远影响。

总之,随着经济的不断发展,各类主体参与投融资运行的方式不断趋于多样化,程度不断趋于深刻化。本编在把握这种总体趋势的前提下,分别剖析上述四类主体在投融资运行过程中的角色特征和影响力。

第三章

企业投融资

在经济迅猛发展的今天,企业无疑已经成为经济发展最重要的推动力。企业作为最重要的投融资主体,是经济活动,尤其是直接投融资活动的主要承担者。在当今经济全球化蓬勃发展的形势下,企业的生产经营已经向国际领域延伸,跨国企业成为经济发展中最具影响力的一类群体。总之,无论在发达国家还是在发展中国家,企业对经济发展所发挥的作用都是不容低估的。因而,“企业是经济增长的引擎”这句赞美毫不为过。本章将分别对企业融资和企业投资的内涵、影响因素等进行具体阐释。

第一节 企业融资

一、企业融资的基本概念

(一)企业融资的内涵

企业融资是指企业根据生产经营活动预测资金的需求数量,通过自身、金融机构和金融市场,采取适当的融资方式,获取所需资金的一种行为。为了更好地把握企业融资的内涵与外延,我们应该注意以下四点:

首先,现代企业是自主经营、自负盈亏的经济实体,这是企业融资的根本前提。现代市场经济条件下,不仅维持正常的生产经营活动需要大量资金,而且企业的进一步发展所需进行的生产规模的扩大、技术改造以及产品研发等一系列投资活动也需要巨额资金,这仅仅依靠自我积累是远远不够的。因此,企业必须从其他渠道融资。

其次,随着市场经济的发展,企业为了增强自身竞争力及抵御风险的能力,以获取生产技术、市场份额以及原料资源为目的的收购、兼并、战略投资等投资活动日益广泛,从而为企业在更广阔的范围内获得资金创造了极好的条件。

再次,企业融资存在资金成本。所谓资金成本,是指企业为取得并使用资金所必须支付的费用。企业的股东和债权人将资金投放于企业是为了获得满意的报酬,因此企业必须从其经营收益中拿出一定数量的资金支付给投资者。

最后,企业利用负债进行生产经营会带来财务风险。财务风险主要包括三个方面:第一,负债资金会使税后利润大幅度变动;第二,负债资金会使普通股盈余大幅度变动;第三,负债资金会增加企业破产的机会。

不同类型的资金具有不同的成本和风险。例如,负债资金要求企业定期付息,到期还本,债权人的风险较小,因而只要求较低的报酬;企业对负债资金只负担较低的成本,但因为要定期还本付息,企业的财务风险较大。相反,自有资金不用还本,收益不定,投资人的风险较大,因而要求较高的报酬,企业资金成本相对较高,但因为不用还本,也不支付固定的利息,企业的财务风险较小。

(二)企业的融资渠道及融资方式

融资渠道是指企业资金的来源,融资方式则是指企业取得资金的具体形式。目前企业融资的资金来源灵活且范围广泛。国内企业资金来源的主要渠道有银行、非银行金融机构、其他企业、公共团体、家庭或个人、外商和海外融资资金等;而融资方式主要有吸收投资、发行股票、发行债券、银行借款、保留盈余、融资租赁、发行短期融资券、海外发行股票和海外发行存托凭证等。

企业融资资金可按不同的标准进行分类,在理论和实践中较有意义的划分有以下两种:

1. 短期资金与长期资金

短期资金是指供一年以内使用的,通常以商业信用、银行流动资金借款等方式筹集而来的资金,主要投资于现金、应收账款、存货等,其一般在短期内可以收回。长期资金是指供一年以上使用的,通常采用吸收投资、发行股票、发行债券、长期借款、融资租赁、留存利润等方式筹集而来的资金,主要投资于新产品的开发和推广、生产规模的扩大、厂房和设备的更新等,其投资回收期较长,一般需要几年甚至十几年才能收回。

2. 自有资金与借入资金

企业融资获得的资金主要有两大类:一是所有者权益,二是负债。所有者权益是指投资人对企业净资产所享有的权利,包括投资者投入企业的资本金及持续经营中形成的经营积累,如资本公积金、盈余公积金和未分配利润等。负债是企业所承担的能以货币计量、需以资产或劳务偿付的责任和义务。企业通过发行股票、吸收直接投资、留存利润等方式获得的资金属于所有者权益。所有者权益不用偿还本金,属于自有资金或主权资金。企业通过发行债券、借款、融资租赁等方式获得的资金属于负债,到期要归还本金,并定期支付利息。企业资金总额中自有资金和负债资金所占的比例,属于资本结构问题。不同的资本结构对企业的风险和报酬有不同的影响,这就需要企业财务人员进行合理安排,以增加收益、减少风险。

二、企业融资的原则

企业融资是一项重要而复杂的工作,为了提高融资效率和资金使用效率,必须遵循以下基本原则:

1. 分析研发、生产、经营状况,合理确定资金需求量

企业的资金需求量往往是不不断波动的,企业财务人员要认真分析研发、生产、经营状况,采用一定的方法,预测资金的需求量。这样既能避免因企业资金不足而影响正常的生产经营活动,又能防止资金筹集过多而造成资金闲置,增加不必要的成本支出。

2. 研究资金的时间价值

等量的资金在不同的时间点上具有不同的价值。企业的财务人员在筹集资金时必须熟知

资金时间价值的原理和方法,以便根据资金需求的具体情况,合理安排筹集资金的时间,适时获取所需资金。这样既能避免过早筹集资金而造成资金闲置,又能防止因筹集资金滞后而错过资金投放的最佳时机。

3. 了解融资渠道和资本市场

融资渠道和资本市场为企业提供资金来源和筹资场所,反映资金的分布状况和供求关系,决定着融资的难易程度,对企业的收益和成本有着不同的影响,因此企业应认真研究资金渠道和资本市场,合理选择资金来源和融资方式。

4. 研究各种融资方式,确定最佳的资本结构

在确定融资数量、融资时间及资金来源的基础上,企业在融资时还必须认真研究各种融资方式。企业融资必然要承担一定的融资成本,不同融资方式的成本有高有低。为此,必须对各种可能的融资方式进行分析、对比,选择经济、可行的融资方式。与融资方式相联系的问题是资本结构问题,企业应确定合理的资本结构,以便降低成本、减少风险。

三、企业资金需求量的预测

(一)定性预测法

定性预测法主要是利用直观的材料,依靠个人经验的主观判断和分析能力,预测资金的需求量。这种方法一般是在企业缺乏完备、准确的历史资料的情况下采用的。其预测过程是:首先由熟悉财务情况和生产经营情况的专家,根据过去所积累的经验,进行分析判断,提出预测的初步意见,然后再以召开座谈会或其他形式集思广益,对上述初步的预测意见进行修补。这样,经过一次或几次以后,得出预测的最终结果。

(二)比率预测法

定性预测法是十分有用的,但它不能揭示资金需求量与有关因素之间的数量关系,例如,在预测资金需求量和企业生产规模的联系时,一般来说,生产规模扩大,销售数量增加,会引起资金需求增加;反之,则会使资金需求量减少。可用于预测的比率有很多,如存货周转率、应收账款周转率、资金毛利率等,但最常用的是资金与销售之间的比率,也就是销售百分率预测法。

例 3—1:已知某公司 2016 年 12 月 31 日的资产负债表如表 3—1 所示。

表 3—1 某公司资产负债表(2016 年 12 月 31 日) 单位:元

资 产	金 额	负债及所有者权益	金 额
固定资产净额	30 000	实收资本	20 000
存货	30 000	保留盈余	10 000
应收账款	15 000	公司债券	10 000
现金	5 000	短期借款	25 000
		应付账款	10 000
		应付费用	5 000
资产合计	80 000	负债及所有者权益合计	80 000

注:此表是按照预测资金需要量的要求设计的,因而在资产负债、所有者权益的排列顺序上与一般的资产负债表不完全一致。

该公司 2014 年的销售收入为 100 000 元,现在还有剩余生产能力,即增加收入不需要增

加固定资产方面的投资。假定税后利润率为 10%，如果 2016 年的销售收入提高到 120 000 元，那么要筹集多少资金？

应用销售百分率法进行预测的程序为：

第一步，将资产负债表中预计随销售变动而变动的项目分离出来。在某公司的资产负债表中，资产方除固定资产外都将随销售的增加而增加，因为较多的销售量需要占用较多的存货，发生较多的应收账款，需要较多的现金。在负债与所有者权益一方，应付账款与应付费用也会随销售的增加而增加，但实收资本、公司债券、短期借款等不会自动增加。预计随销售增加而增加的项目列示在表 3-2 中。

表 3-2 某公司销售百分率表

资 产	销售百分率(%)	负债及所有者权益	销售百分率(%)
固定资产	不变动	实收资本	不变动
存 货	30	保留盈余	不变动
应收账款	15	公司债券	不变动
现 金	5	短期借款	不变动
		应付账款	10
		应付费用	5
资产合计	50	负债及所有者权益合计	15

注：不变动是指该项目不随销售的变化而变化。表中的百分率都是用资产负债表中有关项目的数字除以销售收入求得的。

第二步，确定需要增加的资金量。从销售百分率表中可以看出，销售收入每增加 100 元必须增加 50 元的资金，但同时增加 15 元的资金来源。从 50% 的资金需求中减去 15% 自动产生的资金来源，还剩下 35% 的资金需求。因此，每增加 100 元的销售收入，公司必须取得 35 元的资金来源。本例中，销售收入从 100 000 元增加到 120 000 元，增加了 20 000 元，按照 35% 的比率预测，需增加资金 7 000 元。

第三步，确定对外界的资金需求量。公司的盈余如果不全部分配出去，保留盈余也会有适当增加。2016 年该公司销售利润为 12 000 元 ($120\,000 \times 10\%$)，如果公司的利润按 60% 的比率分配给投资者，则有 40% 的盈余即 4 800 元被保留下来，从 7 000 元中减去 4 800 元的保留盈余，则必须从外部融入 2 200 元的资金。

(三) 资金习性预测法

资金习性是指资金的变动同产销量变动之间的依存关系。按照资金习性可将资金区分为三类：其一，不变资金，指在一定的产销量范围内不受产销量变动的影响而保持固定不变的那部分资金，如维持营业所占用的最低现金量、原材料的保险贮备、必要的成品贮备、厂房与机器设备等固定资产所占用的资金等；其二，变动资金，指随着产销量的变动而成同比例变动的那部分资金，一般包括直接构成产品实体的原材料与外购件等占用的资金、最低储备以外的现金与应收账款等；其三，半变动资金，指虽然受产销量变化的影响，但不成同比例变动的资金，如一些辅助材料占用的资金。半变动资金可以采用一定的方法划分为不变资金和变动资金两部分。进行资金习性的分析，把资金划分为变动资金和不变资金后，再从数量上掌握资金同产销量之间的规律性，从而正确地预测资金的需求量。

此外,企业在进行研发、技术改造、扩大规模以及兼并收购其他企业等投资活动时,必须在科学的可行性研究的基础上,提出总资金预算,然后确定企业自身能够筹资的数额,从而最终确定从外部所需融资的金额。

四、企业融资的基本途径

一般来说,企业融资可以通过内源和外源的方式进行。内源性融资是指使用留存收益以及企业内部集资的方式筹措资金;而外源性融资则是指通过发行股票、企业债券以及借贷等方式从外部筹措资金。具体的融资方式及各自的优缺点详述如下。

(一)内源融资

内源融资也称内部融资或收益留用融资,是企业不断将自身的留存收益和折旧转化为投资的过程。它是企业筹集内部资金的融资方式,也是企业挖掘内部资金潜力、提高内部资金使用效率的过程。

1. 内源融资的特点

其特点:一是自主性。内源融资是从企业的自有资金中融资,企业在使用时具有较大的自主性。二是有限性。内源融资的可能性受企业自身积累能力的影响,融资规模受到较大限制。三是低成本性。内源融资的财务成本低,不需要直接向外界支付相关的融资成本。四是低风险性。内源融资不存在支付危机,故风险较其他任何融资方式都低。正因为内源融资的这些特点,内源融资在企业诸种融资方式中不仅不是配角,而是企业融资的最佳选择。

2. 内源融资的途径

(1)资本金(除股本)、留存收益以及折旧基金转化为重置投资。例如,留存收益可以用做公司的生产发展基金、新产品试制基金、后备基金、职工福利基金、职工奖励基金。前三项在一定条件下将再转化为生产经营资金,随着公司经济效益的提高,公司自留资金的数额将日益增加。

(2)企业将实现利润的一部分甚至全部都留下来,称为留存收益,是由提取公积金和未分配利润形成的资金,具体方式是企业当期的利润不分配、将盈利的一部分用于发放现金股利、向股东发放股票股利。至于向股东交付转增股,则是将企业的资本公积转化为生产经营的主要资本,不属于利润分配的范畴。留存收益的实质是所有者向企业追加投资,因而对企业而言是一种融资活动,即内源融资。

(3)资产折旧是指以货币形式表现的固定资产在生产过程中发生的有形和无形的耗损,它通过销售收入分期收回。计提折旧是资金的一种转化形式。它并不增加企业的资金规模,从某种意义上说会增加企业现金来源。折旧是一种非付现成本,一项固定资产在购置时的一次性付现,投入资本会在该项固定资产使用期内通过采用适当的折旧政策在销售收入中分期收回,即收入中的一部分是固定资产投资的回。从筹资角度来看,因折旧而带来的现金流入是企业内部长期资金向流动资金的转化过程,是固定资产的变现过程。这种流入并未使企业资产价值总量增加,也未使企业资本量增加,但却使当期的现金流量增加。

3. 内源融资的实践

国外一些发达国家,虽然包括股权融资和债权融资在内的外源融资方式为企业的发展提供了迅速发展扩张所需要的资金,但是内源融资仍然是企业筹集发展资金的主要渠道和基础方式。从表3-3可以看出工业七国平均内源融资比率为55.71%,其融资偏好基本与融资优序理论相一致。从表3-4也可以看出,我国内源融资比例一直低于20%,远远小于工业国家平均55.71%的水平。对于未分配利润小于0的上市公司几乎完全依赖外源融资支持企业发展。

表 3—3

工业七国的实际融资结构

单位: %

项 目	美国	加拿大	法国	德国	意大利	英国	日本	平均
内源融资	75	54	46	6	44	75	34	55.71
外源融资	252	46	54	38	56	25	66	44.29
其中:来自金融市场	13	19	13	3	13	8	7	10.86
来自金融机构	12	21	46	23	39	24	59	32.00
其他	0	6	5	12	4	-7	0	1.43

资料来源:R. Hubbard, Money, the Financial System and the Economy.

表 3—4

上市公司的内源融资与外源融资结构

单位: %

年 份 项 目	未分配利润大于 0 的上市公司			未分配利润小于 0 的上市公司		
	内源融资 (%)	外源融资(%)		内源融资 (%)	外源融资(%)	
		股权融资	债权融资		股权融资	债权融资
1995	12.40	51.38	36.13	9.50	48.78	41.73
1996	14.75	49.40	35.85	3.23	39.38	57.40
1997	15.43	52.23	32.35	-3.28	47.05	56.23
1998	13.73	46.18	40.10	-10.55	50.63	59.93
1999	14.23	51.15	34.63	-15.83	55.33	60.50
2000	19.19	53.23	27.59	—	—	—

资料来源:国信证券课题组,《上市公司融资结构与融资成本研究》,《上海证券报》2002 年 5 月 14 日。

(二)吸收直接投资

吸收直接投资是指企业按照“共同投资、共同经营、共担风险、共享利润”的原则来吸收政府、法人、个人、外商等投入资金的一种融资方式。吸收直接投资与发行股票、留用利润等都属于筹集自有资金的重要方式。发行股票要以股票作媒介,而吸收直接投资则不是,直接投资的投资者都是企业的所有人,拥有企业的经营管理权,同时共担损益。

1. 企业吸收直接投资的种类

企业吸收直接投资的种类主要包括:(1)国家投资,是指有权代表国家投资的政府部门或机构将国有资产投入企业。吸收国家投资是国有企业筹集自有资金的主要方式,一般来说,这种方式具有以下特点:一是产权归属于国家;二是资金数额较大;三是只有国有企业才能采用。(2)法人投资,是指法人单位以其依法可支配的资产投入企业,形成法人资本金。吸收法人投资一般具有如下特点:一是发生在法人单位之间;二是以参与企业利润分配为目的;三是出资方式灵活多样。(3)个人投资,是指社会个人或本企业内部职工以个人合法财产投入企业(如企业内部职工持股)。吸收个人投资一般具有以下特点:一是参加投资的人员较多;二是个人投资数额相对较少;三是以参与企业利润分配为主要目的。其中,企业内部职工投资本企业,还有助于企业利益与职工利益的紧密结合,从而更好地调动职工积极性。(4)外商投资,是指外国投资者以及我国香港、澳门和台湾地区的投资者将资金投入企业。吸收外商投资一般具有以下特点:一是可以筹集外汇资金;二是出资方式比较灵活;三是外商投资后企业形成中外合资或中外合作经营企业;四是有利于提高技术水平,扩大产品的国际市场份额。

2. 吸收直接投资的优缺点

吸收直接投资具有明显的优点,具体包括:首先,所筹集的资金属于自有资金,能增强企业的信誉和借款能力,对扩大企业经营规模、增强企业实力具有重要作用;其次,吸收直接投资能直接获得投资者的先进设备和先进技术,尽快形成生产能力,有利于快速开拓市场;再次,吸收直接投资可以根据企业的经营状况向投资者支付报酬,如果经营状况较好,可以较多支付,反之则可以不支付或少支付,支付方式比较灵活,所以财务风险较小。但吸收直接投资也有缺点,主要体现在两个方面:一是要给予投资者丰厚的回报,所以资金成本较高;二是容易分散企业的控制权。

(三)股票融资

股票是股份公司为筹集自有资金而发行的有价证券,代表对股份公司的所有权,是投资入股并取得股息、红利的凭证。股票的发行和上市都必须满足一定的条件。^① 依据股东所享有的权利和所承担义务的大小,股票分为普通股和优先股。普通股是股份公司依法发行的具有管理权并且股利不固定的股票,具有股票的最一般的特征;而优先股是股份公司发行的具有分享红利的优先权、对企业拥有所有权但无表决权的一种凭证。

1. 普通股融资

普通股是指在公司的经营管理、盈利及财产的分配上享有普通权利的股份,代表满足所有债权偿付要求及优先股股东的收益权与求偿权要求后对企业盈利和剩余财产的索取权,它构成公司资本的基础,是股票的一种基本形式,也是发行量最大、最为重要的股票。目前在上海和深圳证券交易所中交易的股票都是普通股。

普通股股票持有者按其所持有的股份比例享有以下基本权利:其一,公司决策参与权。普通股股东有权参与股东大会,并有建议权、表决权和选举权,也可以委托他人代表其行使股东权利。其二,利润分配权。普通股股东有权从公司利润分配中得到股息,股息是不固定的,由公司盈利状况及分配政策决定。普通股股东必须在优先股股东取得固定股息之后才有权享受股息分配。其三,优先认股权。如果公司需要扩张而增发普通股股票时,现有普通股股东有权按其持股比例,以低于市价的某一特定价格优先购买一定数量的新发行股票,从而保持其对企业的原有比例。其四,剩余资产分配权。当公司破产或清算时,若公司的资产在偿还欠债后还有剩余,其剩余部分按优先股股东、普通股股东的先后顺序进行分配。

发行普通股融资的优点可以概括为:(1)没有固定的利息负担。当公司有盈余且认为适合分配股利时,就可以分红给股东;公司盈余较少,或虽有盈余但资金短缺或有更好的投资机会时,就可少支付或不支付股利。(2)无需还本。利用普通股融得的资金是企业的永久性资金,除非公司清算才需偿还,这对保证企业最低资金需求量有重要意义。(3)风险较小,能增加公司的信誉。普通股股本与留用利润构成公司一切债务的基础,总股本较大就可以为债权人提供较大的保障。因而,普通股融资可以提高公司的信用价值,同时也为债务融资提供了强有力的支持。(4)限制较少。利用优先股或债券融资,通常有许多限制,会影响公司生产经营的灵活性,而普通股融资则没有这些限制。

普通股融资的缺点可以概括为:一是发行普通股容易分散控制权;二是资金成本较高。一般来说,普通股融资的成本大于债务融资,因为普通股的发行费用比较高,而且股利是从税后盈余中支付,股利无抵税效应。

^① 参见《中华人民共和国证券法》和《中华人民共和国公司法》中对股票发行和股票上市的规定。

2. 优先股融资

优先股兼具普通股票和债券的特征,是一种特殊的股票。按不同的分类标准,优先股可以分为以下几类:

(1)累积优先股和非累积优先股。累积优先股是指任何营业年度内未支付的股利可累积起来,由以后营业年度的盈利一起支付;而非累积优先股则是仅按当年利润分取股利而不予累积补充的优先股股票,即如果本年度的盈利不足以支付全部优先股股利,股份公司对所积欠的部分不予累积计算,优先股股东也不能要求公司在以后年度中补发。显然累积优先股比非累积优先股有更大的吸引力。

(2)可转换优先股和不可转换优先股。可转换优先股是股东可在一定时期内按一定比例把优先股转换成普通股股票,转换比例是事先确定的,其值决定于优先股与普通股的现行价格。例如,每股可转换优先股的价格是 80 元,每股普通股的价格是 20 元,这时 1 股优先股可转换为 4 股普通股,优先股的价格不超过 80 元时,才能有利于优先股股东。不可转换优先股不能转换成普通股股票,只发放固定股利。

(3)参加优先股和不参加优先股。参加优先股是指股票持有者不仅能取得固定股利,还有权与普通股持有者一同参加利润分配的股票。根据参与利润分配的方式不同,参加优先股又分为全部参加分配优先股和部分参加分配优先股。前者表现为优先股股东有权与普通股股东共同等额分享本期剩余利润;后者表现为优先股股东有权按规定额度与普通股股东共同参与利润分配,超过规定额度的部分归普通股股东所有。不参加优先股则不能参加剩余利润的分配,只能分得固定股利。

(4)可赎回优先股与不可赎回优先股。可赎回优先股可按一定价格由股份公司收回,回收价格一般高于股票面值,收回时间由股份公司决定。不可赎回优先股不能收回,一经发行便成为永久性财务负担。由此可见,累积优先股、可转换优先股、参加优先股均对股东有利,可赎回优先股对股份公司有利。

优先股融资的优点是:第一,没有固定的到期日,不用偿还本金,无需作再筹资计划,但大多数优先股附有收回条款,使得这种资金的使用更有弹性,财务状况较弱时发行,而财务状况转强时收回,有利于结合资金需求,同时也能控制公司的资本结构;第二,股利的支付既固定,又有一定的弹性,当财务状况不佳时可暂停支付优先股股利,优先股股东也不能像债权人一样可能迫使公司破产;第三,不会分散股东控制权;第四,优先股扩大了权益基础,可增强公司信誉和举债能力。

同时,优先股融资的缺点也是明显的,可以概括为:第一,优先股股利要从税后盈余中支付,无抵税效应,融资成本较高;第二,通常有许多限制条款,如普通股支付上的限制、公司借债的限制等;第三,优先股需要支付固定股利,但又不能在税前扣除,盈余下降时会成为公司一项较重的财务负担。

3. 我国企业股票融资概况

据《2015 中国货币政策执行报告》披露,2015 年全国非金融企业境内股票融资已达 45 251 亿元,比 2014 年增长 20.2%。截至 2016 年 8 月,沪深两市上市公司已达 2 930 家;总股本合计 47 314 亿股;股票总市值为 491 635 亿元;投资者总数已达 11 195.29 万户。但是我国股票市场的不完善和不成熟以及监督管理经验的缺乏也是不容忽视的。这就需要建立科学完善的证券市场机制和公司治理结构,不断提高上市公司自身的价值,建立企业合理的融资结构来不断完善。

表 3—5

我国股票市场历年融资数量

时间	境内外筹资合计* (亿元)	境内筹资合计 (亿元)	首次发行金额			再筹资金额				
			A 股 (亿元)	B 股 (亿美元)	H 股 (亿美元)	A 股(亿元)			B 股 (亿美元)	H 股 (亿美元)
						公开增发	定向增发 (现金)	配股		
2003	1 383.74	846.28	472.42	0.00	61.19	116.12		76.53	0.00	3.72
2004	1 525.78	877.79	378.28	0.00	52.37	159.73		104.77	30.22	25.89
2005	2 022.82	339.03	57.63	0.00	176.11	278.78		2.62	0.00	30.37
2006	5 493.68	2 379.09	1 341.68	0.00	374.63	989.22		4.32	0.00	18.87
2007	8 858.71	7 898.05	4 809.85	0.00	96.01	2 754.04		227.68	0.00	30.96
2008	3 913.43	3 596.16	1 036.52	0.00	38.09	1 063.29	361.13	151.57	0.00	7.54
2009	5 682.72	4 609.54	1 879.00	0.00	147.11	255.86	1 614.83	105.97	0.00	10.03
2010	12 640.82	10 275.20	4 882.63	0.00	177.50	377.15	2 172.68	1 438.25	0.00	176.28
2011	7 506.22	6 780.47	2 825.07	0.00	67.82	132.05	1 664.50	421.96	0.00	47.80
2012	6 852.86	5 850.31	1 034.32	0.00	82.50	104.74	1 867.48	121.00	0.00	77.14

*:这里的境内外筹资总额合计和境内筹资总额合计在统计时还包括债券市场筹资金额。

资料来源:中国证券监督管理委员会(<http://www.csrc.gov.cn>)。

(四)债券融资

企业债券是企业为筹集负债性资金而向投资人出具的、承诺按一定利率定期支付利息,并到期偿还本金的债权债务凭证。发行债券是企业筹集资金的一种重要方式。

1. 企业债券的种类

企业债券主要有以下四种分类方法:

(1)根据债券有无抵押担保,可以分为信用债券和担保债券。信用债券以企业信用为基础,没有具体的财产做抵押,所以只有信誉良好的公司才能发行。企业发行信用债券往往有许多限制,其中最重要的是反抵押条款,即禁止企业将财产抵押给其他债权人。担保债券是指以抵押财产为担保而发行的债券,具体有以下几种:其一,抵押债券,是以土地、房屋等不动产做抵押而发行的债券,当公司不能按期还本付息或破产清算时,可将这些抵押品变卖偿还;其二,设备信托公司债券,当公司(通常为运输企业、建筑企业)需要增添运输设备或其他设备但缺乏资金时,可以这些设备为担保发行债券,其债权人多为银行等金融机构;其三,证券抵押信托公司债券,是将其他公司发行的证券作为抵押品而发行的债券,例如,信誉好从而有条件发行利率较低的债券的企业,将子公司的股票作为抵押品来发行债券,把融得的资金再给子公司使用;其四,承保债券,是由第三方担保偿还本息的债券,这种债券可以提高债券的信用等级,增强投资者的信心,扩大债券销路,并可减轻发行公司的利息负担。

(2)根据债券的票面上是否记名,可以将债券分为记名债券和无记名债券。记名债券是指在券面上注明债权人姓名,同时在发行公司的债权人名册上进行登记的债券。转让记名债券时,除要交付债券外,还要在债券上背书和在公司债权人名册上更换债权人姓名,投资者须凭印鉴领取本息,这种债券的优点是比较安全,缺点是手续繁杂。无记名债券是指债券票面未注明债权人姓名,也不用在债权人名册上登记的债券,这种债券在转让的同时随即生效,无需背书,比较简便。

(3)根据企业债券的发行方式通常分为公募发行和私募发行。公募发行的投资者较多,不限定债券的发行对象,其优点是:第一,能筹集较多的资金;第二,可以提高发行者在证券市场中的知名度,扩大社会影响;第三,与私募发行相比,债券的利息率较低;第四,一般都可公开上市交易,流动性较好,很受投资者欢迎。公募发行的缺点是:第一,发行费用较高;第二,发行所需的时间较长。私募发行面向特定的投资者,一般是个人投资者(如企业职工)或是机构投资者(如大型金融机构)。其优点是:第一,节约发行费用;第二,发行的限制条件较少。私募发行的缺点主要有:第一,需要向投资者提供高于公募债券的利率;第二,债券一般不能公开上市交易,流动性较低;第三,债券集中于少数债权人,发行者的经营管理容易受到干预。

(4)根据资信评估机构的评级,企业债券还可分为不同的等级。债券资信等级标准一般采用九级评定法(即 AAA、AA、A、BBB、BB、B、CCC、CC、C 九级):其一,高质量等级(AAA、AA 级)。AAA 等级的债券对本金和利息有完全保障,安全程度最高;AA 级债券也是高等级债券,一般情况下与 AAA 级相同。其二,投资等级(A、BBB 级)。A 等级的债券属于中上等债券,具有相当的投资强度,但在经济情况不利时无法完全避免不利影响,然而利息和本金仍然比较安全;BBB 级债券为中等债券,这种债券在正常情况下比较安全,但在经济情况不景气时应特别注意。其三,次标准级(BB、B 级)。BB 级债券为中下等级债券,在正常情况下可取得本金和利息,但在不利的情况下会产生不能偿付的风险;B 级债券具有一定的投机性,本金和利息不能偿付的风险较大。其四,投机等级(CCC、CC、C 级)。CCC 等级的债券属于下等债券,是一种投机性债券,本金和利息不能偿付的风险很大;CC 级债券是绝对的投机债券,且利息极少;C 级债券是最低等级的债券,一般指正在违约的债券。

2. 企业发行债券融资的优缺点

企业发行债券融资的优点包括:第一,债券的发行费用低,且债券利息可以抵税,因而资金成本较低;第二,债券持有人无权干涉公司的管理事务,因而容易保证公司的管理控制权;第三,债券持有人的收入只是债券本息,数目固定且有限,更多收益就可用于股利分配以增加股东财富,或企业留存以扩大规模,因而财务杠杆作用明显。发行企业债券融资的缺点包括:第一,容易引发财务风险;第二,债券契约中的一些限制性条款可能会影响公司的正常发展及后续融资能力;第三,当公司的负债比率超过一定限度后,债券的融资成本会迅速上升,有时甚至会阻碍发行,使筹资数量有限。

3. 我国企业债券融资的概况

从发展趋势来看,股票市场存在的问题无法在短期内解决,导致企业通过股市来融资难度较大。同时,为了减少金融风险 and 建立更为安全的企业融资结构,国家一般会引导企业减少通过银行获得资金的比例,而更倾向于鼓励企业发行债券进行融资。因此,发行企业债券越来越成为企业融资的重要选择。根据《2015 中国货币政策执行报告》披露,2015 年,国家发展改革委核准企业债券发行 7 166.4 亿元,主要用于基础设施领域和民生领域。其中,用于保障性住房建设 2 002.5 亿元(其中棚户区改造 929.6 亿元),占 27.9%;交通基础设施建设 2 270.94 亿元,占 31.7%;城市停车场、城市地下综合管廊、供水管网等市政基础设施建设 779.99 亿元,占 10.9%;园区基础设施建设 455.02 亿元,占 6.2%;环保、旅游、养老等产业项目 977.15 亿元,占 13.6%;支持小微企业发展 280.7 亿元,占 3.9%。包括企业债券在内的公司信用类债券融资在社会融资规模中的占比不断提高。2015 年,新增社会融资规模 15.41 万亿元,其中企业发行债券净融资 2.94 万亿元,占新增社会融资规模的比重为 19.1%,比 2014 年高 3.8 个百分点,较“十一五”时期末大幅上升了 11.2 个百分点,在社会融资规模中,已成为仅次于人

民币贷款的第二大品种。

据国家发展改革委财金司介绍,近年来,公司信用类债券市场发展很快,陆续出现了短期融资券、中期票据、非公开定向债务融资工具(PPN)等不同品种,但这些品种主要用于补充公司营运资金或偿还银行贷款,不直接与项目建设挂钩。市场上也有声音,希望能放开企业债券和项目挂钩的“限制”。发改委财金司认为,与固定资产投资项目挂钩是企业债券的特色和核心定位,有利于发挥企业债券在经济社会发展中的积极作用,尤其在当前稳增长、调结构的背景下,通过企业债券融资,引导社会资金投资国家重点支持领域,是解决重点领域、重大项目融资需求的重要手段。表 3—6 为全国企业债券 2010~2014 年度发行情况。

表 3—6 企业债券发行基本情况

项 目	2010 年	2011 年	2012 年	2013 年	2014 年	2014 年增长率(%)
发行期数(期)	172	192	479	373	575	54.16
发行规模(亿元)	2 821.20	2 461.30	6 484.50	4 748.30	6 898.50	45.28
发行家数(家)	154	181	456	356	522	46.63

资料来源:中国债券信息网、Wind 资讯、联合资信整理。

根据“十三五”规划,国家发展改革委将按照党中央国务院的部署和要求,围绕“一带一路”“双创”“去产能、去库存、去杠杆、降成本、补短板”等重点工作,充分发挥企业债券融资功能,在企业债券市场上进一步推进改革、推进创新、推进双向开放,在稳增长、促改革、调结构、惠民生、防风险中发挥更大作用。一是继续扩大企业债券发行规模,提高直接融资比重。在有效控制企业债券市场风险的前提下,充分发挥企业债券对实体经济的支持作用。二是进一步优化债券发行管理。不断总结第三方技术评估经验和做法,进一步简化程序,完善规则,强化信息披露,强化中介机构责任,加强事中事后监管,优化企业债券发行管理。三是扩大创新品种债券支持范围和发行规模。在现有专项债券品种基础上,进一步创新品种,扩大专项债券支持重点领域、重点项目的范围,并会同有关部门研究推出高风险、高收益债券品种。四是完善债券市场信用体系建设。贯彻以信用管理为核心的监管理念,依托大数据平台,规范企业债券相关主体行为,并与金融业监督管理部门建立信用信息共享机制,加强信用约束,开展守信联合激励和失信联合惩戒,有效防控企业债券信用风险。

(五)长期贷款融资

长期贷款是指银行等金融机构或其他单位向企业提供的期限在一年以上的各种贷款,它与短期银行贷款在贷款信用条件方面基本相同。

1. 长期贷款的种类

长期贷款的种类主要包括:

(1)按提供贷款的机构可分为政策性贷款、商业银行贷款以及其他金融机构贷款。政策性贷款是执行国家政策性贷款业务的银行(即政策性银行)提供的贷款。商业银行长期贷款一般具有以下特征:期限长于一年;企业与银行之间要签订借款合同,含有对借款企业的具体限制条件;有规定的借款利率,可固定,也可随基准利率的变动而变动;主要实行分期等额偿还的方式,也有到期一次偿还方式。其他金融机构贷款一般较商业银行贷款期限更长,要求的利率更高,对借款企业的信用要求和担保的选择也更严格。

(2)按贷款有无担保可分为担保贷款和信用贷款。担保贷款包括保证贷款、质押贷款和抵押贷款:其一,保证贷款,是指按《中华人民共和国担保法》规定的保证方式,第三方承诺人在借

款人不能偿还贷款时按约定承担一般连带责任而发放的贷款;其二,质押贷款,是指按《中华人民共和国担保法》规定的质押方式,以借款人或第三方的动产或权利作为质押物而发放的贷款;其三,抵押贷款是指按《中华人民共和国担保法》规定的抵押方式,以借款人或第三方的财产作为抵押物而发放的贷款,作为担保的抵押物可以是不动产、机器设备等实物资产,也可以是股票、债券等有价值证券,但借款企业不能或不愿偿还贷款时,银行可取消企业对抵押品的赎回权,并有权处理抵押品。信用贷款是仅以借款企业的信用或某保证人的信用而发放的贷款,一般资信优良的企业才能获得这种贷款。信用贷款由于风险较高,银行通常要收取较高的利息,并往往附加一定的限制条件。

(3)按贷款的用途可分为基本建设贷款以及其他各种专项贷款,企业可以根据需要申请不同的贷款种类,满足资金运用需求。

2. 长期贷款的优缺点

与股票、债券等长期融资方式相比,长期贷款的优点可以概括为:所需时间较短,程序较为简单,可以快速获取现金;成本较低,利息具有抵税效应;企业与银行可直接商定贷款的时间、数额、利率、期限及其变更等,具有很大的灵活性。其缺点是:存在不能偿付的风险,甚至会引起企业破产;贷款合同的限制条款(如定期报送有关报表、不准改变贷款用途等)可能会限制企业的经营活动;融资数额有限,特别对于在起步和创业阶段的企业,由于贷款风险较大,是很难获得银行贷款的。

表 3—7 为近年来我国全部金融机构本外币中长期存贷款情况。

表 3—7 2011~2014 年我国全部金融机构本外币存贷款情况 单位:万亿元

项 目	2011 年	2012 年	2013 年	2014 年	年均复合增长率
各项存款余额	826 701	943 102	1 070 588	1 173 735	12.39%
其中:非金融企业存款	313 981	345 124	380 070	400 420	8.44%
住户存款	351 957	410 201	465 437	506 890	12.93%
各项贷款余额	581 893	672 875	766 327	867 868	14.25%
其中:流动资金贷款	217 480	268 152	311 772	336 371	15.65%
中长期贷款	333 746	363 894	410 346	471 818	12.23%

资料来源:国家统计局网站。

(六)发行认股权证

认股权证是指由特定发行人发行的,约定持有人在规定的期间内或特定到期日,有权按约定价格向发行人购买或出售标的的证券,或以现金结算等方式收取结算差价的有价证券。认股权证的本质是一种权利证书,它赋予持有人一种权利,即在指定时间内(即行权期),用指定的价格(即行权价),购买或者卖出特定数量的相关资产(或者获得差价)。持有人可自主选择是否行使权力。认股权证与现行股票价格的关系为:(1)认股权证的价值随着股票价值的上升而上升;(2)除了认股权证被肯定执行外,股票价值的绝对数变化大于相应的认股权证的绝对数变化;(3)随着认股权证从无利可图向有利可图转变,股票和认股权证绝对值间的差额更小了;(4)认股权证绝对百分比的变化大于相应股票价格的绝对百分比变化;(5)当认股权证从无利可图转为有利可图时,股票与认股权证之间绝对百分比变化的差额再次变小。

发行认股权证的优点可以概括为:第一,发行附有认股权证的债券时,债券利率可以降低,

从而降低债券发行成本;第二,只要认股权证的约定价格低于股票价格,认股权证就会被行使,有利于吸引投资者投资;第三,认股权证行使后,公司发行在外的股票数会增加,公司资本金增加,所有者权益在资产中的比重会上升,从而有助于调整资本结构。而发行认股权证的缺点是:第一,认股权证行使后,公司的股东数会增加,分散了控制权;第二,如果普通股股价相比认股权证的约定价格过高,融资成本就会较高,从而带来融资损失。

(七)发行可转换债券

可转换公司债券是一种可以在特定时间、按特定条件(如转换比率和转换价格)转换为普通股股票的特殊企业债券。转换比率是指每张公司债券可以转换成普通股的股数,转换价格等于债券面值除以转换比率。转换比率和转换价格通常是固定不变的。例如,公司债券信托合同规定,每张票面价值为 1 000 元公司债券,可由持有人转换为债券发行公司的普通股股票 80 股,则转换比率为 80,转换价格为 12.50 元($1\,000/80$)。

可转换债券兼具股票和债券的特征:(1)债权性。与其他债券一样,可转换债券也有规定的利率和期限。投资者可以选择持有债券到期,收取本金和利息,但利率低于普通债券。(2)股权性。可转换债券在转换成股票之前是纯粹的债券,但在转换成股票之后,原债券持有人就由债权人变成了公司的股东,可参与企业的经营决策和红利分配。(3)换股溢价。即可转换债券的换股溢价一般在 5%~20% 的幅度之间,具体则视债券期限、利息和发行地而定,换股溢价越低,投资者尽快将债券转换成股票的可能性就越大。(4)发行人期前回赎权,即发行人多保留在债券最终期满之前赎回债券的权利,由于发行人支付低于纯债券的利息,因此它通常只会在股价大幅高于转换价格的情况下行使回赎权,以迫使投资者将债券转换为股本。(5)投资者的期前回售权,此权利使投资者有机会在债券到期之前,在某一指定日期将债券回售给发行人,这通常以一定溢价售出,投资者一般在发行人股票表现欠佳时行使回售权。表 3—8 为近年来我国发行的可转债情况。

表 3—8

我国可转债发行情况

单位:亿元

年份	2006	2007	2008	2009	2010
发行额	43.87	109.48	77.2	46.61	717.3
年份	2011	2012	2013	2014	2015
发行额	412.3	157.05	551.31	311.23	38.0

资料来源:中国人民银行,2016 年。

截至 2016 年 11 月,国内当年就发行了 195.42 亿元的可转换债券,有力地拓宽了企业的融资渠道,促进了资本市场的发展。当然,企业融资的手段还有很多,可根据生产经营的实际情况而做出不同的选择,比如融资租赁、项目融资、典当融资、存货融资等。表 3—9 是 2005 年我国不同类型企业资金来源比例。

表 3—9

2005 年我国不同类型企业资金来源比例

单位: %

所有制种类	合计	国内贷款	债券	利用外资	外商直接投资	股权融资
国有经济	70.53	73.82	88.34	28.1	10.62	36.15
城镇经济	4.93	4.07	0.84	1.20	1.82	0.80
联营经济	0.36	0.37	0.00	0.03	0.03	0.04
股份制经济	9.72	12.18	6.08	7.38	2.40	5.51
民营经济	15.01	16.62	6.91	8.62	4.25	1.35

注:由于各企业类型之间可能存在交叉部分,或者此处的分类未涵盖所有企业,因此表中每一列数据可能大于或小于 100%。

资料来源:国研网 www.drcnet.com.cn。

五、企业融资工具的创新

近年来,随着金融创新的飞速发展,企业融资的手段也增添了许多新的内容,为企业拓展合法融资渠道创造了良好的条件,下面就对一些主要的企业创新融资工具,即存托凭证融资、应收账款融资、商业票据融资作简要分析。

(一) 存托凭证融资

存托凭证(Depository Receipts,简称 DRs)又称存券收据或存股证,是指在一国证券市场流通的代表外国公司有价证券的可转让凭证。存托凭证所代表的基础证券存在于 DRs 的发行和流通国的境外,通常是公开交易的普通股股票,目前已扩展到优先股和证券。DRs 可以像一般证券一样在证券交易所或场外市场自由交易,且可同时在多个国家的市场上流通,从而可以在多个国家筹集资金。DRs 是企业尚未在国外上市的情况下获取国外融资的一个良好的变通手段。目前,发行比较广泛的是美国存托凭证(American Depository Receipts, ADRs)、欧洲存托凭证(European Depository Receipts, EDRs)、香港存托凭证(Hong Kong Depository Receipts, HKDRs)、新加坡存托凭证(Singapore Depository Receipts, SDRs)和全球存托凭证(Global Depository Receipts, GDRs)等,其中出现最早、运作最规范、流通量最大且最具代表性的存托凭证是美国存托凭证。

存托凭证可以避开当地法律对外国公司在注册手续、财务报表和信息披露等方面的严格要求,使企业股票可以比较方便地在国外证券市场获取融资。1993 年上半年,中国引进了国际上比较流行的证券金融工具——存托凭证,同年 8 月上海石化将其 H 股的 50%转化为 ADRs 和 GDRs,分别在美国和欧洲配售,筹资 2.22 亿美元。同年 10 月,马鞍山钢铁也通过发行 ADRs 和 GDRs 共筹资 4.5 亿美元。

要保证企业发行的 ADRs 被投资者接受并认可,就必须注重公司的信息披露、包装和推介,这是建立和维持良好的投资关系的核心所在。关于 ADRs,应该在遵循美国证券法关于信息披露要求的基础上,注意以下三个方面:(1)信息披露的充分性和适当性。(2)公司的形象定位。这包括两方面:一是要求公司管理层的经营策略与能力使投资者充满信心;二是要求公司在本地区、本行业中具有领导地位,主业清晰,并能保持稳定增长,前景良好。公司应通过上述两个方面的努力,塑造“优质股”的形象。(3)满足投资需求并建立投资网络。

(二) 应收账款融资

随着商业信用的日渐发达,当企业应收账款数额较大,造成现金短缺或急用资金时,可

以将应收账款抵押或出售来融通资金,即进行应收账款融资,具体有以下两种方式:

1. 应收账款抵押贷款

该方式是以应收账款作为贷款担保品,贷款人不仅拥有应收账款的受偿权,而且还拥有对借款人的追索权——贷款人未如期收到应收账款而造成的损失由借款人承担,借款人也要承担应收账款的违约风险。借款人在决定用应收账款抵押的方式来取得贷款时,必须与办理贷款的金融机构签订具有法律约束力的合同,列明借贷双方所需共同遵守的程序与法律义务。此后,借款人会定期地将其自客户处所获得的购货发票送到上述金融机构,由金融机构审查发票的品质,并对借款人的客户进行信用评估。在此过程中,贷款人会将那些不符合其信用标准的发票退还给借款人,而借款人当然也无法再以这些发票作为贷款担保品。

2. 应收账款转售

该方式是指借款人将其所拥有的应收账款卖给贷款人,并且当借款人的客户未能支付应收账款时,贷款人不能对借款人行使追索权,而要自行负担损失。在应收账款转售的情况下,借款人一般需要将“应收账款的所有权已被转移给贷款人”一事通知客户,并且请他们直接付款给金融机构(即贷款人)。应收账款转售的处理程序与应收账款抵押程序略有不同。应收账款转售时,借贷双方也要签订列明双方处理程序与义务的正式合同。当借款人自客户处收到订单时,借款人应立即填妥一张信用审核单,送给购买应收账款的机构(即贷款人),请它对客户的信用情况予以评价。如贷款人认为客户的信用没有问题,则借款人就送货给客户,并且将“货款请付给×××”等字样印在发票上,以通知客户直接付款给贷款人。如果贷款人认为客户的信用有问题时,则借款人一般会拒绝客户的订单;但如果借款人仍然接受客户的订单时,贷款人就会拒绝购买客户的应收账款。

一般而言,应收账款转售的活动是持续进行的。每当销货人接到订单,总是先给信用机构做信用审核;接着公司根据信用审核的结果发货,而金融机构将发票金额作各种扣除后,拨给销货公司现金;在应收账款到期后,客户直接付款给金融机构,再将超过预扣款的剩余部分退还公司。因此,在应收账款转售合同正式生效后,来自金融机构的资金就可源源不断地注入出售应收账款的公司。

3. 应收账款融资的优缺点

应收账款融资的优点可以概括为:(1)可以避免应收账款成本。应收账款的销售和收款存在时间差,使得销货企业不得不垫支一定的资金和费用,即应收账款的成本。而企业抵押或转售应收账款就避免了相关成本的发生。(2)改善资产负债率。企业既可获得资金又不会增加负债负担,因而拓展了发展空间。(3)融资弹性较高。公司可将大量的购货发票直接自动地转化为现金,从而满足资金需求。(4)公司以应收账款作为担保可获取以前无法取得的贷款,或能以较低的利率获取贷款。(5)可以获取金融机构成本较低而效率较高的信用审核服务。(6)促使公司决策管理科学化。因为企业要想利用应收账款融通资金,保证资金成本率低,就必须从财务管理、会计核算、生产流程、销售管理和人事管理等各个方面完善企业管理,保持盈利水平,塑造企业形象,以良好的经营信誉和资信等级为其顺利融通资金创造条件。

应收账款融资虽然便利,但是亦有其缺点,即融资成本非常高昂。一般而言,金融机构收取的信用审核与风险承担费用占应收账款的1%~3%,而且其资金成本要高出基本利率2~3个百分点。如果金融机构认为出售应收账款公司的客户具有偏高的信用风险,金融机构将收取更高的信用审核费与风险承担费用以保护自身利益。

(三)商业票据融资

票据一般是指商业上由出票人签发,无条件约定自己或要求他人支付一定金额,可流通转让的有价证券,是在商品交换和信用活动中产生和发展起来的一种信用工具。票据主要有汇票、本票、支票、提单、存单、股票、债券等。除了具有结算、支付、汇兑、信用、流通、自动清偿等功能,票据(主要是商业汇票)还具有短期资金(一般在6个月以内)融通的功能,即票据可以充当融资工具,促使资金在资金盈余单位与资金短缺单位之间流动,实现资金融通的目的。具体来说,票据融资的优点主要包括:

1. 促使商业信用票据化

票据可将商业信用票据化,通过票据法令法规的约束,加强债权的安全保证,有利于提升商业信用,促进商品交易,达到企业之间互相融通资金的目的。同时,票据还可以进一步引进银行信用,将银行信用与商业信用有机地结合起来(如由金融机构介入,担任票据的保证人或付款人),从而强化票据信用,增加企业信用融资的机会。如企业使用汇票赊购赊销,买方无须即时支付全额现款,可签发一定时期后支付的银行承兑商业汇票,获得资金融通便利;卖方赊销后,若遇资金短缺,可持票向银行申请贴现,及时补充流动资金,也可以背书转让,在金融市场上出售,获得资金融通。

2. 票据融资简便灵活,可不受企业规模限制

目前银行所谓的信用评级标准主要是按国有大中型企业的标准设定的,如在工商银行的信用等级评定标准中,企业规模一项占15分(满分100分),资产规模小于1000万元的中小企业在这一项基本拿不到分数,而采用银行承兑商业汇票贴现融资则基本不受企业规模的限制。如甲公司(中小企业)出价值100万元的货物给乙公司,乙公司签发一张面值为100万元、期限为6个月的银行承兑商业汇票给甲公司用以支付货款。甲公司拿到汇票后,若急需资金,可马上到银行办理贴现。设银行的贴现利率为5%,扣除2.5万元($100 \times 5\% \div 2$)贴息后,银行可向甲公司提供97.5万元的资金融通,甲公司可以提前利用这笔资金进行生产,创造高于2.5万元的资金使用收益。

3. 票据融资可以降低企业的融资成本

目前国内银行贷款的情况是信用贷款较少,抵押贷款居多,而办理抵押贷款一般要经过资产评估、登记等,手续繁琐,费用较高且效率低下,而且如果企业规模未达到银行要求,那么贷款利率还要上浮一定幅度,导致企业的融资成本上升。而采用银行承兑商业汇票贴现融资则一般不需要抵押,且贴现利息低于贷款利息(其利息甚至比银行同期贷款利息低20%),企业若具备签发银行承兑商业汇票的资格,融资起来则更实惠。

4. 票据融资可以激励企业强化信用意识,规范企业行为

在市场经济中,具备优良信用等级、经营业绩突出、管理规范的企业可较容易地从商业银行获取承兑汇票,而且其签发的商业票据也能得到其他企业和商业银行的广泛认同,流通性较强,使这些企业在票据融资渠道上能轻松地获取资金支持,取得巨大的资金使用效益。而那些信用缺失、管理不善的企业,往往会受到票据市场的惩戒和驱逐,失去在票据市场的融资机会。在西方国家,一些信誉卓著的企业正是通过在票据市场上保持一定的票据发行量,来彰显其良好的市场信誉和发展前景的。这一现象无形中会对其他企业产生良好的示范效应,有利于广大中小企业自觉强化信用意识,规范企业行为。

5. 票据融资可促进银企关系,实现银企双赢

采用商业汇票融资,一方面可以方便企业的资金融通;另一方面,商业银行通过办理票据

业务收取手续费,还可以将贴现票据在同业银行之间转贴现或向中央银行申请再贴现,这样既可分散风险,又可从中获取较大的利差收益。由于票据放款比信用放款风险小、收益稳定,票据业务将成为商业银行新的利润增长点。

未来经济金融新常态的发展对票据市场的影响将更加深入,也将为票据市场的新一轮发展带来如下主要的市场机遇:

第一,经济中高速增长仍为银行承兑汇票业务发展提供了巨大的市场空间。21世纪以来,我国经济高速增长推动了票据业务的快速增长,2012年,全国企业累计签发商业票据17.9万亿元,比1999年的5 076亿元增长了34倍,年平均增长率达到27%。中共十八大后,经济增速逐步步入换挡期,经济增速由高速增长转变为中高速增长,企业一般性票据融资需求减少,但也并不表明票据融资需求绝对量的减少,而只是增速放缓。2013年GDP同比增长7.7%,商业票据累计签发量20.3万亿元,同比增长13.3%,2014年GDP同比增长7.4%,企业累计签发商业汇票22.11万亿元,同比增长8.9%。2015年更是创出了历史新高,达到22.4万亿元,从而为银行贴现业务的发展提供可观的票源。

第二,投资领域的信贷增长放缓,对票据融资规模的挤压效应减弱,有助于票据融资平稳增长。21世纪以来,票据融资规模受货币信贷调控影响而大幅波动,其主要原因在于银行注重大企业和大项目贷款投放,票据贴现成为信贷调节工具,尤其是在货币信贷回归常态后,以房地产投资为代表的固定资产投资类贷款的高增长对票据贴现产生明显的挤压效应。2014年,固定资产投资高位回落,在降低经济增速的同时,却为票据融资规模增长提供了机会,自第二季度以来,银行主动加大贴现资金运作支持信贷投放,票据融资规模回升增长,第三季度,经济增速再次回落对银行信贷投放产生负面影响,银行对于票据贴现弥补信贷投放缺口的需求有所上升,第三季度,银行票据贴现却更为主动,2014年前11个月,新增票据融资规模1.1万亿元,占新增贷款比例达到11.49%,使得贴现在贷款中的占比上升至3.78%,比上年末提升了1.05个百分点。新常态下,经济增长方式由投资驱动转变为消费驱动和创新驱动低的银行投资类信贷投放进一步放缓,票据融资规模增长将更具可持续性。

第三,经济结构加快优化调整将进一步增强票据市场发展的内在动力,推动票据业务可持续增长。据中国人民银行货币政策执行报告披露的信息,从行业结构看,企业签发的银行承兑汇票余额集中在制造业、批发和零售业;从企业结构看,由中小型企业签发的银行承兑汇票约占三分之二。新常态下经济加快调结构和转方式,中小企业和民营经济发展前景更加稳定,符合国家产业政策的先进装备制造业、高科技信息产业、现代化农业和现代服务业以及中小企业票据融资需求将成为票据市场新一轮发展的新增动力,将为金融机构票据业务带来新的商机。

第四,货币政策回归稳健常态下的市场流动性相对宽裕和低利率的金融市场条件,有助于推动票据市场资金交易业务活跃发展。整体上看,未来一段时期内,中性偏松的货币政策有利于金融市场流动性相对宽裕,金融市场利率仍有下降空间,票据贴现业务单一收益率的降低将推动金融机构加大票据资金化运作力度并发展成为市场常态,从而推动票据转贴现、回购交易继续保持活跃,为票据交易业务创新提供市场基础。

第五,全面深化改革将进一步激发金融市场创新活力,信息科技和互联网跨界发展增强了金融机构票据业务创新发展动力。新常态下,我国加快构建多层次资本市场体系,利率市场化的稳步推进和互联网金融的跨界发展将进一步加大金融脱媒化的发展,促进商业银行加快构建票据业务创新平台,创新发展票据托管、票据理财、票据咨询顾问以及票据代理交易等多类型跨市场票据金融服务业务;同时,互联网票据新业态也将促使银行加快改进电子票据交易平

台和创新线上票据业务模式,促进票据融资和投资业务融合发展。

第六,利率市场化和金融创新深化为商业票据业务差异化经营提供了更强推动力,商业票据业务盈利模式更加多元。利率市场化的推进乃至最终实现,短期内将使得票据贴现收益率下降和转贴现交易利差收窄,银行传统票据业务经营模式愈来愈难以为继,长期看,由于不同类型银行在资金渠道、资金成本和客户资源上的不同,使得银行在票据业务经营上必然产生不同的风险偏好,随着银行差异化市场定位和经营转型的深入发展,将进一步提高银行差异化票据金融服务创新意识,有利于不同经营主体错位竞争,从而提高商业票据市场整体运行效率。

第二节 企业投资

一、企业投资的内涵

企业投资是企业为获取预期收益或为使未来收益最大化而以不同的方式直接进行或间接进行的资源或货币垫付行为。企业作为投资主体应具备四个条件:(1)有相对独立的决策权。企业首先应是投资决策的主体,可以自主地决定投资与否、投资方向、投资形式、投资技术以及投资规模等一系列战略问题,即它必须在投资决策中占据主导地位。这种投资决策权是经过法律认可的,是在不违背法律和国家宏观投资政策的前提下受到保护的。(2)拥有筹集资金和使用资金的自主权。企业投资项目所需资金,无论是内部融资(内部积累)还是外源融资,均应是企业自身设法融资获得,而资金的使用也是完全自主决定的。(3)对投资所形成的资产拥有所有权和经营权。(4)自我承担风险。企业必须是投资责任主体,要对投资的结果负责,承担风险,享受收益。

需要注意的是,在某些情况下,在企业中进行的投资活动并不属于企业投资,因为该项投资并不以该企业为投资主体,也就是说,企业投资与在企业中进行的投资并不是相同的概念。例如,一家电力企业的扩建工程被国家列入重点建设项目名单,该扩建工程的决策并非由企业决策层自主进行,而是由政府主管部门直接组织进行,并通过财政预算分拨全部资金,这实际上是政府投资而非企业投资。

二、企业投资的分类

一般来说,企业投资可以分为直接投资(如绿地投资和兼并收购等)和间接投资(如购买股票、债券等金融资产)。通常企业的资本投资也可按不同的标准作如下分类:

(一)依据投资内容分类

据此可将企业投资分为固定资产投资和流动资产投资,这是最基本的投资分类。固定资产投资是形成企业生产经营能力或生产的物质基础的投资,而流动资产投资是为了保证生产经营能力正常发挥作用而在原材料和仓储、人力等方面进行的投资。这两种投资是相辅相成、缺一不可的。

(二)依据对企业生产经营的影响程度分类

据此可将企业投资分为战术性投资和战略性投资。只涉及企业生产、经营的局部,不会影响企业整个前途的投资称为战术性投资,如为保证产品质量、降低产品成本而进行的投资;涉及企业生产经营全局,可能改变企业生产经营的方向和结构,从而能够决定企业未来面貌与命运的投资,称为战略性投资。

(三)依据投资方案之间的关系分类

据此可将企业投资分为独立性投资和相关性投资。如果一项投资可以不依赖于其他投资而独立实施,就称这项投资为独立性投资,如购买一台设备,建设一条生产线等。如果一项投资需要依赖其他投资才能实施,则称该项投资为相关性投资,如建设电厂必须架设输电线路;在交通不方便的地区建设煤矿,必须相应地进行铁路或公路的配套投资等。

(四)依据投资与企业原有的生产经营能力的关系分类

据此可将企业投资分为发展性投资和重置性投资。发展性投资属于扩大再生产范畴,是指可以增加新的生产经营能力、扩大企业生产经营规模、提高发展水平的一类投资,如建一个工厂或增加一条生产线等;重置性投资则属于简单再生产范畴,是为了维持原有的生产经营能力而进行的投资,如更新原有设备,对原有设备进行大修理等。

三、企业投资的作用

(一)企业投资是企业产生、存在和发展壮大的直接动力

企业的诞生、资产质量的提升、生产规模的扩大、经营能力的增强等皆取决于企业的投资规模以及投资结构。企业投资规模的大小直接决定和影响着投资的生产能力的大小。在其他条件(如投资效益、生产环境、经营管理水平等)不变的前提下,企业投资将影响企业的存在状况和发展速度。也就是说,企业投资为企业产生、存在和发展提供了物质条件,没有企业投资或后续追加投资,便没有企业的产生、存在和发展。

(二)企业投资是企业调整产品生产方向和生产结构的物质保证力量

由于企业投资具有生产效应,企业投资方向的选择将决定企业投资所形成的生产效应的性质和特点,最终决定产品的生产方向和生产结构。一般来说,企业要转变生产方向,就必须有与新产品生产要求相适应的综合生产能力系统,而这个生产能力系统的形成需要投资来保证。此外,企业选定主业以外的项目作为投资方向,最终将形成企业生产经营结构的改变,走向多元化发展道路。

(三)企业投资是增强企业竞争能力的重要手段

市场经济遵循公开、公平、公正原则,对企业实行优胜劣汰,企业要生存和发展就必须面对竞争、参与竞争,在竞争中取胜。企业竞争能力越来越体现在企业产品质量、产品品种、人才、技术和信息等方面。而这些要素水平的提高,都要依赖于企业投资的实现。

(四)企业投资对宏观经济发展有着巨大的影响

企业投资规模的大小,在一定条件下会影响社会总需求和总供给的平衡,这是因为:(1)企业投资方向的选择会造成如下问题:一是宏观经济产业结构失衡,出现“瓶颈”产业。二是宏观经济产业地区结构不合理,发达地区愈加发达,而落后地区更为落后。三是资源的结构性浪费。某些资源严重不足,价格上涨;某些资源严重积压或不被利用,浪费严重。这三种结构性问题会影响宏观经济总量的平衡,决定宏观经济的增长速度和发展质量。(2)在一定条件下,企业投资规模还会影响社会现行生产和消费。当企业投资规模扩张甚至超过投资的资金承受能力时,为了保证投资的实现,便会出现补偿基金、消费基金向投资的超常转化,即通常所说的投资挤出现行生产、投资挤出消费等不良后果。因此,企业投资是一种对宏观经济有双重作用的经济行为,只有适度的企业投资,才能对宏观经济发挥有利影响。

四、影响企业投资的因素

一个企业是否投资、如何投资以及投资效益的高低,取决于一系列内外部和主客观因素。

其中,以下几种因素的作用尤为突出。

(一)企业的投资决策权限与国家的干预程度

企业所拥有的投资决策权限的大小,直接决定着企业投资的范围、程度与形式。在其他条件不变的情况下,如果企业拥有的投资决策权限较大,则企业投资活动的频度就高,可选择的投资领域与形式就更为广泛、多样,内容就更丰富,其在全社会投资中的地位与作用就更突出。

国家的干预程度对企业投资也有着十分重要的影响。在社会主义市场经济条件下,经济的运行、经济主体的行为必须接受国家的宏观调控,企业投资也不例外。国家运用产业倾斜发展政策特别是各种经济杠杆,造成不同投资活动的利益差异,以鼓励或抑制企业的投资行为,保证资源配置总体优化,实现总量均衡。显然,对企业投资的宏观干预越是强烈和频繁,企业投资在需求、结构、效益等方面所受到的影响也就越大。例如,投资方向调节税的开征,就会使非短线项目投资因税负较重而受到一定程度的抑制;贷款利率的提高,将会显著增加融资成本,也会对企业投资需求产生抑制作用。

(二)领导者的企业家精神

企业家精神是市场经济条件下企业领导人为推动企业不断发展所需具备的各种意识、品质的总称,突出体现为企业领导人创造革新、开拓进取的主动性。在企业投资决策权限较为充分的情况下,企业家精神的有无与强弱是决定企业投资方式与效益的关键因素之一。企业家精神强烈的、具有不断开拓进取意识的领导者在任何时候都在考虑着公司新的发展目标,审时度势,不断捕捉着新的投资机会。他们更重视创新,而非模仿别人盲目进行热点投资。在投资过程中,他们会更关注投资行为的优化,以获取尽可能高的投资收益。当然,不顾客观需要与可能,无视总体利益和国家政策、法令规定,盲目进行投资扩张的行为,都是不能视作企业家精神的。

(三)投资预期收益水平

投资预期收益即获利水平的高低是财务上最重要的决定企业投资的因素。企业投资最终是为了取得收益,投资预期收益有不同的计算方法,实践中较为常用的是计算投资的边际收益率,即根据拟议投资方案测算出方案实施后的各年预期收益的总和与成本支出正好相等的折现率,此即投资的边际收益率,然后与投资者期望得到的最低收益率进行比较。若边际效率高于最低期望收益率,则该项投资即可考虑;反之,则不能考虑。在实践中,投资者一般不会仅满足于达到最低期望收益率而要追求同类投资者的平均收益水平,因此会将计算出的投资边际收益率与部门或行业的基准收益率或资金市场利率相比较。一般来说,在其他条件基本相同的情况下,投资者最偏好预期收益水平最高的方案。

(四)投资风险

由于资金投入与投资结果的实现之间存在着时间差,因此不确定性是投资的重要特征之一。不确定性伴随着风险,而且收益越高,风险往往越大。如果收益不足以补偿风险代理的损失,企业就不会进行投资。所谓风险,包括未来的市场走势、价格变化、成本变动、实际利率的变化、政府宏观经济政策变化等。一般来说,经济趋于繁荣时,企业对未来会看好,从而认为投资风险较小,企业投资也会活跃;反之,投资则会下降。^①

(五)技术进步状态

企业投资还要受生产技术变革的影响。新产品的大规模生产、新生产方法的推广运用以及新技术产业部门的建立会启动固定资产投资。行业技术进步速度的加快会使该行业内部的

^① 该部分内容在第十四章投融资风险管理中有详细的介绍,在此不再赘述。

投资机会大大增加,进而提高行业内部厂商的投资水平。同时由于现代产业链上下游的紧密关联,某一产业领域中技术进步的加快也会带动相关产业投资水平的提高。^①例如,新炼钢方法的出现首先会促使钢铁业投资的增加,同时会增加对上游产业(如煤炭、电力等)的需求,刺激其相应扩张,另一方面又为其下游产业(如机械、交通等)创造了新的供给,从而带动其投资相应增长。由此可见,只要社会生产的技术变革速度加快,一般都会使企业投资需求扩大。

(六)融资条件

企业投资需要大量运用资金,尤其是规模较大的投资活动,大多数公司仅凭自身的财力是无法完成的。这样,有没有足够的融资场所,融资工具的多少,融资成本的高低,企业进入资金市场的渠道是否通畅灵便,以及企业本身的资信水平等,都会对企业投资产生影响。

(七)产品销路和原料来源的充分性

由于市场需求不断变化,市场竞争日益激烈,任何产品的销路总是有一定限度的。由于受资源稀缺性和其他条件的限制,在一定时期内企业所需的各种原材料、能源的来源也是相当有限的。因此,企业的投资规模一定要与企业未来的产品销路和原材料的来源相适应,切不可盲目进行不切实际的投资。

总之,制约企业投资行为的因素是多种多样的,企业的投资决策者只有在充分考虑上述各项因素的基础上,反复权衡各种背景、条件、利弊,才有可能使投资优化从而获得成功。

五、企业投资决策程序

企业投资决策从产生到实施的这个过程必须遵循客观规律的要求,按照特定的步骤进行,这些步骤被称为企业资本投资决策程序。该程序具体包括以下内容:

(一)提出投资建议

企业的资本投资决策必须从分析企业发展中存在的问题、要求及由此引发的投资需要入手,这些投资需要包括:向其他领域扩展企业的生产经营活动;提高现有的生产经营能力以获取规模经济效益;更新现有的厂房与机器设备等固定资产;引入新的生产工艺等。这些投资需要是企业进行投资决策的前提。围绕着不同的投资需要和目标,可能存在着多个实现机会,而不同的投资机会所产生的投资结果(如生产成本与效益水平、技术要素、分享程度等)是不可能完全一致的,这就要求对若干可能的投资机会加以鉴别、筛选,直至最后选定一个。通过研究投资机会,选出拟议项目后,还要进一步编制出项目建议书,以确定拟议投资项目的基本框架。其主要内容包括:项目提出的依据与必要性;关于产品内容、项目规模和建设地点的初步设想;对资源条件及其他主要建设和生产协作条件的初步分析;等等。此外,在我国现行的投资管理体制下,投资项目建议书还要报送国家或地方政府有关主管部门核准、备案。

(二)拟定投资项目的备选方案

根据项目建议书拟定若干全面、详细的备选方案是为了寻找最合理的投资途径与方式,以使投资项目的指标既能够满足企业发展的基本需要,又可保证投资效益的最大化。这就需要进行广泛的调查研究以掌握足够的市场信息与政策信息,并且要特别注意以下三点:(1)备选方案应不少于两个,但也不宜过多,否则会增加不必要的人力、财力与时间消耗,具体数目应视该项投资的规模与重要性等酌情确定;(2)备选方案应围绕项目的主要内容与范围进

^① 产业链是指一种或几种资源通过若干产业层次不断向下游产业转移直至到达消费者的路径,产业链的上游企业为供给方,而下游企业为需求方。

行全面的设计,要突出重要问题、潜在的投资风险与相应的防范措施以及主要目标参数(如投资额、产品内容及规模、厂址、建设时间、技术水平、经济寿命期、生产成本及盈利预期、投资预计回收期及资金筹措方法等);(3)各个备选方案的基本内容以及指标口径等方面应保持一致,以便决策人员进行对照论证。

(三)评选和确定投资项目方案

备选投资方案拟定出来后,进一步的工作是对这些方案进行深入的分析比较,并在此基础上确定一个最具可行性的方案,作为指导、控制投资过程的纲领和基本依据。投资方案的比选主要围绕不同方案经济的合理性、技术的先进可靠性和实施条件的保证性等方面进行。由于不同的投资项目方案往往各有利弊,故方案比选必须注重综合性,需要决策者全面加以权衡,抓住重点,进行综合论证。在对各个投资项目备选方案进行了比选论证后,决策人员就可以提出倾向性意见,将最具可行性的方案提供给最终决策者进行决断。如果有两个以上的可行方案,经过比选仍难以作出明确的取舍结论,那么决策人员要将其各自的优劣加以归纳说明,提供给最终决策者做决断参考。倘在比选论证过程中,发现各备选方案均无法令人满意,也不能随意应付,勉强劣中拔“优”地拍板定案,而应重新组织方案的拟定和论证,必要时甚至可放弃投资意图。投资方案的比选、论证(包括拟定)工作,在实践中一般是通过专门的可行性研究来完成的,而投资方案的最后确定,一般应由企业领导层集体决议。

(四)不断调整、完善决策内容

企业投资决策是一个严密、动态的过程,方案的确定并不意味着决策过程的结束,因为在实施决策方案的过程中,往往还需要随着实际情况的变化进行不断修改与充实,在实践中检验方案的科学性。企业投资的复杂性决定了决策偏差存在的普遍性,这就需要在决策执行中不断地、及时地组织信息反馈,以发现各种问题,纠正原来决策存在的错误,对原定目标和手段加以调整,使决策内容臻于完善。如果忽略了这项工作,决策的科学性和严肃性就难以充分保证,企业投资的经济效益水平就会下降,甚至蒙受巨大的经济损失。

(五)事后分析与评价

这是企业投资决策过程的最后一个环节。在决策实施完成、投资活动结束后,决策者就应及时地对决策情况进行总结,从成功中总结经验,从问题中汲取教训,揭示其规律性,从而为今后的资本投资决策提供借鉴。首先,决策的正确性反映在实施过程是否顺利。实施过程顺利,决策就可能是正确的;反之,则存在较大的问题。另外,决策的正确性一般还要考虑宏观经济效益和投资长期效益。有时,一项决策的执行过程相当顺利,但可能有损宏观或社会利益,或为投资的长远效益埋下隐患,就不能视之为正确的。此外,一项企业资本投资决策无论成功还是失败,都是相对而言的。成功的决策不会没有任何问题,而不成功的决策也不意味着毫无可取之处。这就需要坚持两点论,对企业资本投资决策的任何结果都要从积极和消极两个方面进行总结。企业资本投资决策水平的逐步提高,正是通过对大量决策工作的总结分析,积累起各种经验教训以后才得以实现的。

总之,完整的企业投资决策活动主要包括以上几个步骤,每个步骤都有其特定的工作内容与要求,都是不可缺少的。这些步骤往往相互联系、相互衔接,并交叉渗透。从认识和解决问题的角度看,它是一个由粗到细、由浅入深、由模糊到清晰,不断去粗取精、去伪存真的严密过程。

阅读书目

1. 王化成、张洪新:《现代企业筹资实务》,中国审计出版社 2003 年版。

2. 王益民:《投资融资与资本市场化运作全书》,九州图书出版社 2001 年版。
3. 潘飞、朱百鸣:《企业筹资决策》,立信会计出版社 2002 年版。
4. 杨晔、杨大楷:《中级投资学》(第二版),复旦大学出版社 2014 年版。
5. [美]Stephen A. Ross, Randolph W. Westerfield 等:《公司理财》,机械工业出版社 2003 年版。

思考题

(一) 填空题

1. 企业融资获得的资金主要有两大类：一是_____；二是_____。
2. 按照资金习性可将资金区分为三类：_____、_____与_____。
3. 普通股股票持有者按其所持有股份比例享有以下基本权利：_____、_____、_____与_____。
4. 企业债券根据债券有无抵押担保可以分为_____与_____；根据票面上是否记名可分为_____与_____；根据发行方式可分为_____与_____。
5. 债券资信等级标准一般采用九级评定法：其一，_____（_____、_____）；其二，投资等级（A、BBB级）；其三，_____（_____、_____）；其四，_____（_____、_____、_____）。

(二) 名词解释

1. 企业融资
2. 商业票据
3. 认股权证
4. 可转换债券
5. 存托凭证

(三)是非题

1. 对企业来说,债务所带来的财务风险较大,而自有资本所带来的财务风险较小。()
2. 企业通过发行债券、留用利润、融资租赁等方式获得的资金属于负债,到期要归还本金,并定期支付利息。()
3. 企业的财务人员进行短期资金筹集时可以忽略资金的时间价值。()
4. 吸收直接投资可以使企业的财务风险降低。()
5. 普通股股票持有者按其所持有股份比例享有优先认股权。()

(四)简答题

1. 简述企业的主要融资方式。
2. 简述企业股票融资的优缺点。
3. 简述企业融资应该考虑的法律因素。
4. 简述影响企业投资的因素。
5. 简述企业投资决策的程序。

(五)论述题

1. 试述企业资金需求量的预测方法。
2. 试述影响企业投资的因素。

(六) 计算题

1. B 企业在 2010 年 1 月 1 日发行 5 年期债券, 面值 1 000 元, 票面利率为 10%, 每年 12 月 31 日付息, 到期一次还本。假定 2010 年 1 月 1 日金融市场无风险利率是 9%, 那么该债券的发行价应定为多少?
2. 某公司 2010 年 1 月 1 日发行债券, 面值 100 元, 10 年期, 票面利率 10%, 每年付息一次, 到期还本。如果 2011 年 1 月 1 日市场利率下降为 8%, 则此时债券的价格应为多少?

第四章

金融机构投融资

随着金融业的发展,金融机构如雨后春笋般不断产生,金融业的经营领域也不断拓展,在经济全球化的今天,金融业甚至加入跨国经营的体系,而这一切所产生的重要推动力就是如火如荼的金融机构投融资活动,并使之成为重要的投融资主体之一。当代金融机构中占主导地位的是商业银行,此外还包括各类非银行金融机构,如证券公司、保险公司、信托公司以及基金管理公司等。从广义上说,金融机构也属于企业的一类,只是其经营对象——货币与金融产品具有特殊性,正是鉴于其业务性质的特殊性及其在投融资体系中的特殊作用,我们将其单独列出,并分别阐释其投融资的发展状况。

第一节 商业银行投融资

一、商业银行的定义

商业银行是指以经营存贷款为主要业务、以盈利为主要经营目标、作为金融中介提供交易服务的金融机构。与其他金融机构相比,其明显的特点是能够吸收活期存款,创造货币。活期存款构成货币供给或交换媒介的重要部分,也是信用扩张的重要源泉。对这一定义的内涵可以从以下几个方面加以理解。

(一) 商业银行是企业法人

根据《中华人民共和国商业银行法》第二条规定:商业银行是指依照本法和《中华人民共和国公司法》设立的吸收公众存款、发放贷款、办理结算等业务的企业法人。这条规定明确了我国商业银行与一般工商企业一样,是以盈利、创造社会财富、扩大社会积累为目的的企业,它也是具有从事业务经营所需要的自有资本,依法经营,照章纳税,自负盈亏,实行独立核算的法人。目前商业银行的组织形式主要是股份有限制和有限责任制。

(二) 商业银行经营对象的特殊性

商业银行的特殊性具体表现在经营对象的差异上。工商企业经营的是具有一定使用价值的商品,从事商品生产和流通;而商业银行是以金融资产和金融负债为经营对象,经营的是特

殊商品——货币和货币资本。商业银行所从事的业务主要有吸收资金、运用资金和作为代理人办理委托事项并从中收取手续费,这三类业务分别被称为负债业务、资产业务和中间业务。目前,我国商业银行最主要的业务是负债业务。负债业务、资产业务和中间业务分别是吸收公众存款、发放贷款和办理结算。这样就明确了商业银行的主要业务范围,从而将商业银行与其他金融企业、非金融机构区分开来。

(三) 商业银行与专业银行相比的特殊性

与专业银行相比,商业银行的业务更综合,功能更全面,经营一切金融“零售”业务(门市服务)和“批发”业务(大额信贷业务),为客户提供所有的金融服务。而专业银行只集中经营指定范围内的业务和提供专门服务。随着西方各国金融管制的放松,专业银行的业务经营范围也在不断扩大,但与商业银行相比,仍差距甚远。

二、商业银行的投资

(一) 商业银行的投资原则

商业银行的投资,是指商业银行将资金投资于各种有价证券以获取收益的活动。商业银行的投资原则主要由以下三个方面构成:

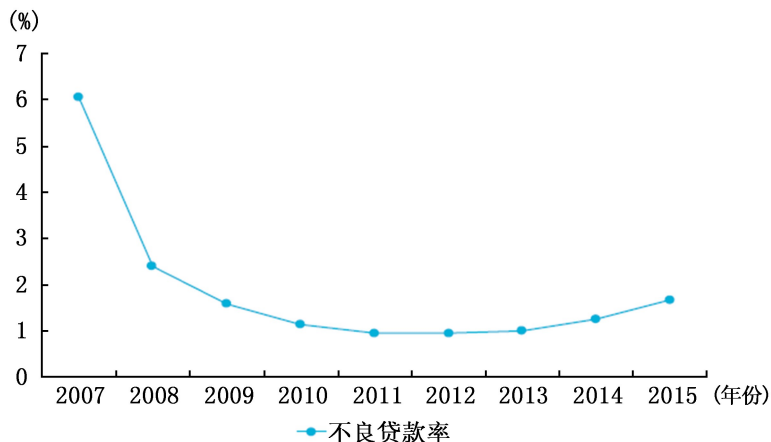
1. 安全性

安全性是指商业银行要收回投资本息并有承担风险的能力。商业银行投资风险主要有信用风险、市场风险和货币风险。信用风险是指银行的借款人或交易对象不能按事先达成的协议履行义务的潜在可能性。市场风险存在于银行的交易和非交易业务中,是指因市场价格(主要是股票价格和商品价格)的不利变动而使银行表内和表外业务发生损失的风险。货币风险是指由于市场利率和汇率^①的变化而带来损失的风险。有时尽管一笔投资的信用风险和市场风险都不大,但它仍有可能面临证券市价由于利率提高而降低的风险,这也是造成证券市场价格波动的重要原因之一。由于商业银行的特殊性,包括较高的资本杠杆比率、资产负债比例硬约束以及在一国经济发展中的重要性等,加强对商业银行投资的安全性管理就成为各商业银行管理的重要内容。商业银行可以通过分散化投资、加强资信调查分析以及预测利率走向等方法,来有效规避和降低投资风险。目前,我国商业银行资产质量比较安全,截至2015年底,银行业金融机构不良贷款余额1.96万亿元,比年初增加5290亿元;不良贷款率1.94%,比年初上升0.34个百分点。其中,商业银行不良贷款余额1.27万亿元,比年初增加4319亿元;不良贷款率1.67%,比年初上升0.43个百分点(见图4-1)。同时,全国3821家吸收存款的银行业金融机构(政策性银行3家、大型商业银行5家、股份制商业银行12家、城市商业银行133家、民营银行5家、农村商业银行859家、农村合作银行71家、农村信用社1373家、邮政储蓄银行1家、村镇银行1311家,以及农村资金互助社48家)全部办理了投保手续,也交齐了保险费。

2. 盈利性

盈利性是指商业银行获得利润的能力。盈利性是商业银行的基本方针,直接关系到银行的生存和发展,是银行进行投资活动的动力。商业银行通过吸收存款、发行债券等负债业务将

^① 利率和汇率也可看作是市场价格。外汇汇率是用一个国家的货币折算成另一个国家的货币的比率、比价或价格,或者说是以本国货币表示的外国货币的“价格”。利息作为借入货币的代价或贷出货币的报酬,实际是借贷资金的“价格”。由于利率和汇率的特殊性,现将其单独列为货币风险。



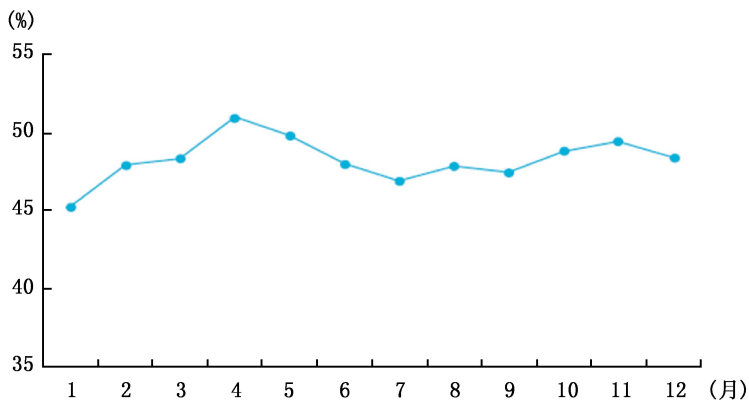
资料来源:中国银行业监督管理委员会 2015 年年报。

图 4-1 我国商业银行不良贷款率

企事业单位和个人的闲置资金筹集起来,然后再通过发放贷款、证券投资等资产业务将资金进行合理的运用,弥补一部分企事业单位和个人资金的暂时性不足。通过这种资金运用,解决社会资金周转过程中资金闲置和资金不足并存的矛盾,使社会资金得到充分运用,并对社会经济的发展起到有效的促进作用。商业银行盈利水平的提高,可以有效地加快银行自身的积累,增强自身竞争力,提高银行信誉。同时,商业银行盈利水平的提高也可以增强其抵御风险的能力,既可以避免信誉损害,又可以避免资产损失。评价和衡量银行获利能力的指标主要有资产收益率、资产周转率、财务杠杆比率以及股东权益率等。在商业银行进行投资活动时,应建立一个合理、有效的投资评价体系,确保投资活动的盈利性,提高投资效益。

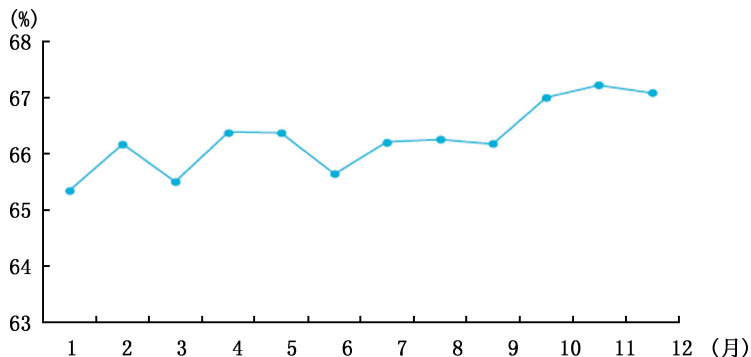
3. 流动性

商业银行投资的流动性原则包括两个方面:一是商业银行投资对象的流动性;二是商业银行自身的流动性。前者主要体现在证券转手时的出售速度,以及证券销售时的价格变化。如果某种证券转手比较容易,就能使持有人较为容易地在需要现金时迅速将证券出售,同时不会带来损失或损失很小,这说明证券的流动性较强,可以降低商业银行的投资风险。后者是指商业银行可以在任何时候按合理的价格筹措到足够的资金以满足自身的资金需要,从而维护银行与顾客之间正常的契约关系和合作关系,这种流动性不仅包括满足存款人的现金提取,而且包括满足借款人的借款需求。商业银行流动性一般可以分为负债流动性和资产流动性两个方面。负债流动性是通过创造主动负债来进行的,如向中央银行借款、发行大额可转让存单、同业拆借等;资产流动性是指资产在不发生损失的情况下迅速变现的能力。商业银行资产的流动性各不相同,因而必须分层次搭配资产,形成多层次的流动性储备,以满足资产流动性的需求。商业银行的库存现金、在中央银行的超额准备金、存放同业的款项以及在途应收现金,属于资产中最具流动性的资产,被称为第一准备;兼顾流动性和收益性的证券资产,特别是短期证券资产以及随时可以收回的通知贷款等,则构成商业银行流动性的第二准备;第三准备则主要是为了满足中长期的资金流量变动而引起的流动性需求,主要是 1~2 年期的政府债券。截至 2015 年底,商业银行流动性比例 48.01%,比年初上升 1.57 个百分点;人民币存贷款比例 67.24%,比年初上升 2.15 个百分点;人民币超额备付率 2.1%,比年初下降 0.55 个百分点。见图 4-2 和图 4-3。



资料来源:中国银行业监督管理委员会 2015 年年报。

图 4—2 2015 年我国商业银行流动性比例



资料来源:中国银行业监督管理委员会 2015 年年报。

图 4—3 2015 年我国商业银行人民币存贷比情况

上述三项原则从根本上说是一致的,但三者之间也同时存在着矛盾,因此,商业银行在进行投资时应注意对这三项原则的平衡。

(二) 商业银行投资理论

商业银行投资理论主要是指资产管理理论。该理论认为,银行资金来源的规模和结构完全取决于存款客户的意愿与能力,是银行自身无法控制的外生变量,银行不能能动地扩大资金来源。而资产业务的规模和结构则是其自身能够控制的变量,银行应着重于对资产规模、结构和层次的管理,致力于协调资产的盈利性、安全性和流动性。其中,资产转换理论是资产管理理论的重要组成部分。资产转换理论是美国经济学家莫尔顿在 1918 年发表的《商业银行及资本形成》一文中提出的。该理论认为,银行能否保持其资产的流动性,关键在于它持有的资产能不能随时在市场上转换为现金,只要银行手中持有的第二准备(各种债券)能在市场上转换为现金,银行资产就有较大的流动性。资产转换理论扩大了银行资产运用的范围,丰富了银行资产结构,是商业银行投资理论的一大进步。

(三) 商业银行的投资策略

商业银行的投资策略是其在从事投资活动时所遵循的指导思想,目的在于分散风险和获

得稳定收益。具体来说,商业银行的投资策略主要有以下几个方面:

1. 证券种类的多样化

商业银行的投资对象主要有股票、政府债券、国际金融机构和企业的债券等。债券的种类有很多,如不动产抵押债券和动产抵押债券,有固定收入债券和浮动利率债券,还有与指数相连的债券等。各类债券在收益和流动性方面有不同特点,商业银行可以根据当时的市场情况来决定相应的投资组合。据《2015 年债券市场统计分析报告》披露,2015 年从银行间现券交易的组合券种来看,国债和地方政府债券现券结算量比重为 11.35%;央行票据现券结算量比重为 0.72%;政策性银行债券现券结算量比重为 45.59%;信用类债券现券交易结算量比重达到 39.43%。

2. 发行主体的多样化

证券的发行主体包括中央政府、地方政府以及各类企业。如果从收益的角度考虑,购买公司债券或企业债券更有利;但从流动性来考虑,购买政府公债更合适。商业银行应根据自己的资产负债结构的情况来决定购买哪些债券。据《2015 年债券市场统计分析报告》披露,2015 年在银行间债券市场方面,在中央结算公司发行的债券中,2015 年国债发行 1.8 万亿元,同比增长 25.43%;地方政府债发行 3.84 万亿元,几乎是 2014 年发行量的 10 倍;政策性银行债发行 2.58 万亿元,同比增长 12.23%;商业银行债发行 0.2 万亿元,同比增长 140.89%。在上海清算所发行的债券中,中期票据发行 1.24 万亿元,同比增长 27.11%;短期融资券(含超短期融资券)发行 3.24 万亿元,同比增长 49.35%;非公开定向债务融资工具发行 0.88 万亿元,同比减少 14.04%。

3. 证券期限的多样化

商业银行在安排投资期限结构的组合时,通常采用一定的适合于自身情况的策略。如美国的商业银行大多采用阶梯式期限法,把投资按有价证券的不同期限分成若干相等金额的部分,到期时间有一年到十年不等,组成一个阶梯结构,使每年都有 10% 的投资收益。图 4—4 揭示了我国银行间债券市场发行期限结构的变化,可以看出,债券短期化趋势明显。因为市场明显偏好短期品种。据《2015 年度中国债券市场统计分析报告》(上海清算所,2016)披露,全国银行间市场 1 年期以下债券发行量达到 10.10 万亿元,占比 48.02%,相比之下,1~3 年、3~5 年、5~7 年和 7~10 年期品种占比均在 10%~14% 之间,而 10 年期以上品种共计发行 5 907.76 亿元,占比 2.81%。

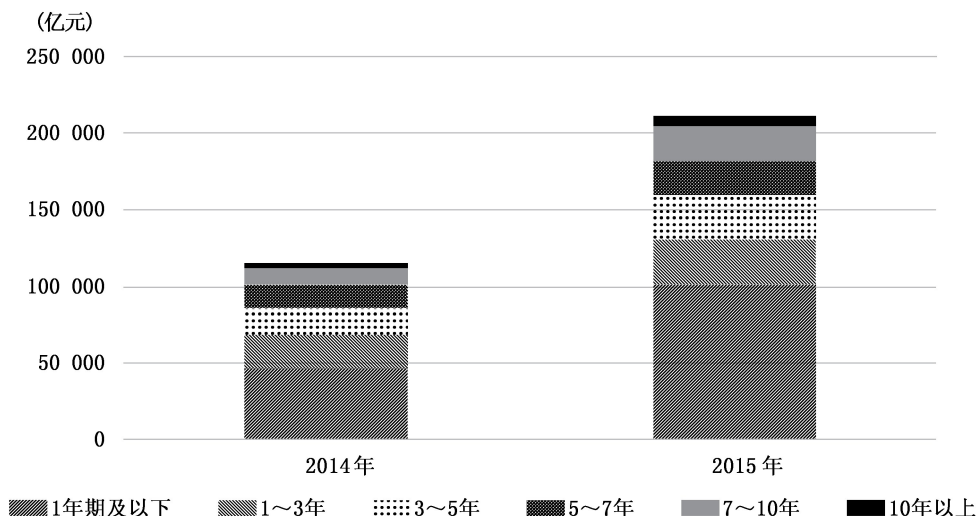
4. 地域的多样化

即商业银行将资金投资于不同的地域,从而防止因某一地区的经济条件恶化而带来较大的损失。

三、商业银行融资

(一) 商业银行融资渠道拓展的动因

数百年来,商业银行是以吸收公众存款、发放贷款为主要业务的金融中介,利息差额是其主要的收入来源。随着金融市场的发展,越来越多的非银行金融机构(如基金公司、证券公司等)大举进入金融中介市场,使银行的市场份额大幅缩水。另外,随着证券市场的发展与金融投资工具的丰富,资金供给方可绕过银行直接通过证券市场融通给需求方,因此,如何扩大市场份额,满足顾客的信贷需求,填补存款增长和贷款需求之间的资金缺口,成为商业银行发展的核心问题。商业银行解决资金短缺最常见的办法是使用货币市场资金,如央行再贷款、再贴



资料来源：上海清算所、中国债券信息网、中国清算网，2016年。

图 4-4 我国银行间债券市场发行期限结构变化

现、同业拆借、国债回购等。然而，货币市场借款的期限通常很短，利率波动很大，银行并不能将此用于可贷资金发放出去。于是，商业银行开始在资本市场寻找筹资渠道。通过贷款承诺、票据承兑和提供担保等手段，在未动用可贷资金的前提下，满足客户的融资需求。

商业银行拓展融资渠道也是其优化资本充足率的需要。商业银行的资本金由核心资本和附属资本两部分组成。1988年的《巴塞尔协议》提出商业银行资本充足率的最低标准为8%，其中核心资本不低于4%，附属资本不超过核心资本的100%。2004年6月，巴塞尔银行监管委员会在总结资本监管成功经验的基础上公布了《新资本协议》，提出资本监管三大支柱，即最低资本要求、监督检查和市场纪律，该协议已逐渐为各国和地区银行业监管当局和银行业金融机构所认可和接受，拓宽银行的融资渠道，提高资本充足率水平，也就成为各国商业银行必须达到的基本目标。近年来，我国银行业金融机构不断强化资本管理，积极调整资产结构，适度控制风险资产增长速度。同时，通过改革重组、引进境内外机构投资者、上市、发行次级债券等方式使资本充足水平得到明显提高。截至2015年底，商业银行核心一级资本充足率为10.91%，较年初上升0.35个百分点；一级资本充足率为11.31%，较年初上升0.55个百分点；资本充足率为13.45%，较年初上升0.27个百分点。

（二）商业银行的融资方式

商业银行的融资方式主要包括：

1. 产权性融资

产权性融资就是商业银行通过在资本市场公开上市或者吸引新股东和资金注入等方式来让渡一部分产权而进行资金融通的行为。与其他融资方式相比，产权性融资不仅可以促进储蓄向投资的转化，从而实现资本与资源的流动与转移，而且具有改善公司的治理结构、推动政府通过公开市场业务调控金融市场的功能。产权性融资是筹资者与投资者之间直接建立契约关系的融资方式，在这种方式下，股东作为约束主体，享有剩余收入的索取权与公司正常经营时的控制权。股东可以通过行使投票权的方式，形成对公司经营的事前监督与事后监督的内生约束机制，从而改善公司的法人治理结构，提高其经营绩效。

2. 债权性融资

债权性融资即商业银行通过发行金融债券的方式进行融资。金融债券是由银行和非银行金融机构发行的债券^①,其特征主要有:第一,流动性,债券在到期之前一般不能提前兑换,只能在市场上转让,从而保证了所筹集资金的稳定性;第二,可以灵活规定期限,从而保证金融机构可筹措到稳定且期限灵活的资金,有利于优化资产结构,扩大长期投资业务;第三,资信较高,这是因为银行业的特殊地位使得政府对其监督比较严格,从而违约风险相对较小,安全性较高;第四,利率通常低于一般企业债券,但高于风险更小的国债和银行储蓄存款利率;第五,所筹集的资金专款专用。

3. 结构性融资

结构性融资主要指资产证券化,一般指将缺乏流动性但未来能够产生稳定现金流的资产,通过结构性重组,转变为可以在金融市场上销售和流通的证券。比如,若某金融机构持有诸多有着稳定预期回报但流动性较差的信贷资产,该机构就可将这些贷款汇总为一个贷款组合(即“资产池”),再将其出售给专业操作资产证券化的特殊目的机构^②(Special Purpose Vehicle,简称 SPV),由其将此贷款组合折算为若干证券发行标准单位,然后在资本市场向投资者发行证券,筹集资金,并将日后收到的现金流支付给投资者,从而实现发起人筹集资金、投资者取得回报的目的。需要注意的是:首先,适于资产证券化的资产须有稳定的可预测的现金流,且资产质量较高;其次,资产证券化的应用复杂,需要完善的市场条件为支撑,而我国还有一定差距;再次,资产证券化的中介机构和从业人员的素质要高。

4. 其他融资方式

除了上述几种融资方式外,商业银行还可以接受政府的注资、税收减免等方式进行变相的融资。其中,通过货币市场工具进行的融资方式主要有:其一,回购协定。即银行根据回购协定先将其拥有的某些安全程度较高且容易变现的资产暂时出售给对方,然后在未来的某一天按事先商定的价格再将这些资产予以购回。其二,商业票据。商业票据是一种期限在3天到9个月之间的短期票据,发行者可以直接或间接地将票据按低于其面值的价格售予有意购买的投资者。其三,资本票据。资本票据是一种没有任何抵押品做担保的银行负债,属于补充资本或二级资本的范畴,因此资本票据必须至少7年才有资格成为银行资本的组成部分,而且作为发行者的银行必须在未来的某一日期按事先商定的价格将资本票据持有人拥有的票据转换成银行的普通股。图4-5显示了我国商业银行回购等融资方式的发展概况。2015年,银行间债券市场回购交易规模大幅增长,质押式回购和买断式回购共计成交457.76万亿元,同比增长104.0%,增幅较2014年高62.3个百分点。其中:质押式回购成交432.41万亿元,同比增长103.6%;买断式回购成交25.35万亿元,同比增长111.2%。从净融资结构来看,大型商业银行、政策性银行和股份制银行在质押式回购交易方面为主要资金净融出方,全年分别净融出资金99.68万亿元、101.29万亿元和12.90万亿元,城市商业银行、农村商业银行和合作银行、农村信用社、证券公司、外资银行、保险公司、财务公司、基金、社保基金、企业年金、保险产品、商业银行资管等在质押式回购交易中均表现为资金净融入。在买断式回购中,资金融入方主要为证券公司,全年净融入资金21.47万亿元。

^① 在英、美等欧美国家,金融机构发行的债券归类于公司债券。在我国及日本等国家,金融机构发行的债券称为金融债券。

^② 特殊目的机构可以由发起机构委托处理,也可以由出售资产的金融机构发起设立,例如,2005年国家开发银行发行的资产证券化就设立了一个有限责任公司担任SPV。

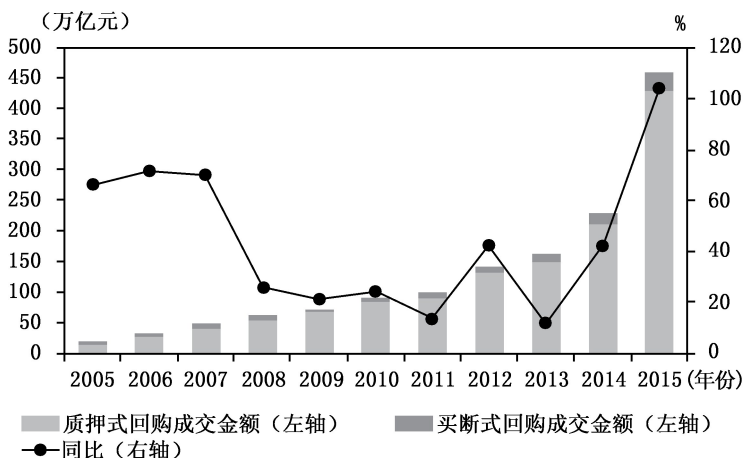


图 4-5 银行间债券市场回购交易情况

（三）我国商业银行融资现状

银行的融资方式包括债权融资和股权融资，这两方面共同构成了银行资金的来源。据《中国银行业监督管理委员会 2015 年报》披露，截至 2015 年底，银行业金融机构资产总额 199.3 万亿元，比年初增加 27 万亿元，同比增长 15.7%；负债总额 184.1 万亿元，比年初增加 24.1 万亿元，同比增长 15.1%。从机构类型看，资产规模较大的依次为：大型商业银行、股份制商业银行、农村中小金融机构和城市商业银行，占银行业金融机构资产的份额分别为 39.2%、18.6%、12.9%和 11.4%，见图 4-6。

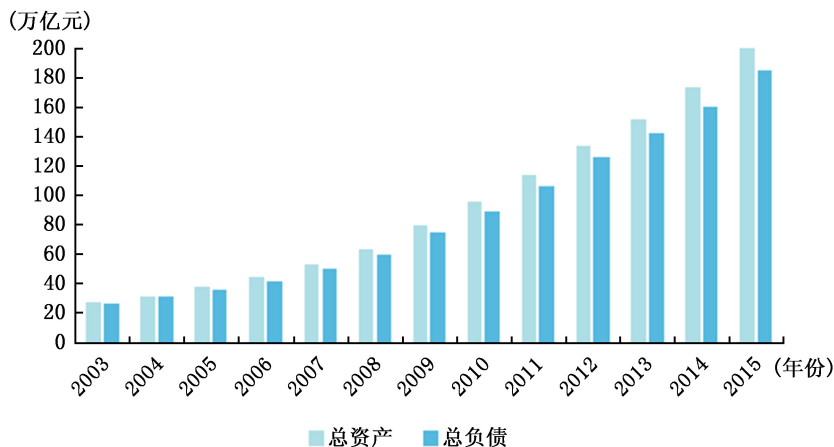


图 4-6 我国银行业金融机构资产负债总量(2003~2015 年)

进一步深入考察我国上市商业银行权益资本和长期债务资本的构成及近些年的变动情况。以上市商业银行为例，他们可以采取的扩充长期资本的途径包括：向中央银行借款，发行可转换债券、混合资本债券和长期次级债务，发行普通股及内部留存等。

权益资本是商业银行的自有资金，由商业银行的所有者拥有。权益资本的获得渠道有两个，其中一个是通过内部融资，这就是银行积累的通过自身经营所获得的利润资金，主要表现

为盈余公积和未分配利润两项;另一个是通过外部权益资本融资,也就是由外部投资者投入银行的权益性资金,外部权益资本主要通过实收资本(或股本)和资本公积两项体现,这决定了商业银行所有权结构(股权结构)的表现形式。表4-1为2012~2010年16家上市商业银行权益资本构成及变动情况。

表4-1

16家上市商业银行权益资本构成及变动情况

单位:百万元

上市银行	股本			留存收益			一般风险准备		
	2012年	2011年	2010年	2012年	2011年	2010年	2012年	2011年	2010年
中行	279 147	279 147	279 147	308 261	262 764	188 582	131 909	81 243	71 195
建行	250 011	250 011	250 011	477 752	356 842	246 631	80 483	67 342	61 347
农行	324 794	324 794	324 794	252 484	160 595	62 726	75 349	64 854	58 335
工行	349 620	349 084	349 019	470 604	387 754	254 939	189 071	104 301	93 071
交行	74 263	61 886	56 260	160 814	113 640	74 993	34 309	29 299	23 962
中信	46 787	46 787	39 033	69 060	59 313	36 194	35 326	20 825	15 698
招行	21 577	21 577	21 577	103 643	87 833	59 943	39 195	18 794	16 812
兴业	12 702	10 786	5 992	2 969	62 340	43 442	28 923	13 787	9 937
华夏	6 850	6 850	4 991	8 800	14 658	7 818	12 949	9 793	8 410
浦发	18 653	18 653	14 349	76 234	51 994	40 509	23 050	18 700	9 500
光大	40 435	40 435	40 435	25 422	21 395	9 397	28 063	13 877	11 633
民生	28 366	26 715	26 715	49 945	47 892	25 784	39 480	16 740	13 822
南京	2 969	2 969	2 969	7 710	6 149	4 060	3 599	1 994	1 510
北京	8 800	6 228	6 228	23 643	21 405	15 687	13 349	6 845	4 962
平安	5 123	5 123	3 485	25 906	18 694	10 392	13 632	7 955	5 978
宁波	2 883	2 883	2 883	9 830	6 597	4 194	1 449	1 245	971

资料来源:刘任,《我国上市商业银行融资效率研究》[D].山东农业大学会计系2014。

因为银行的主要业务之一为吸收存款,所以通过吸取定期存款可以为提供大量可利用资金。从表4-2可以看出,银行还可以通过发行一般金融债券扩充资本,但相比而言,各银行更偏好于发行次级债券筹集资金。

表4-2

16家上市商业银行长期债务资本构成及变动情况

单位:百万元

上市银行	吸收定期存款			一般金融债券			次级债券		
	2012年	2011年	2010年	2012年	2011年	2010年	2012年	2011年	2010年
中行	4 589 249	4 193 601	3 849 796	14 501	9 250	5 074	146 433	123 451	90 607
建行	5 419 398	4 570 709	3 937 160	1 934	—	—	159 834	119 861	79 901
农行	4 515 160	3 840 093	3 483 109	1 000	—	—	149 885	99 922	49 962
工行	6 669 190	5 700 299	5 097 116	23 244	13 934	—	187 589	167 619	78 286
交行	2 024 814	1 672 312	1 175 184	3 000	2 000	2 000	67 000	76 000	50 000

续表

上市银行	吸收定期存款			一般金融债券			次级债券		
	2012 年	2011 年	2010 年	2012 年	2011 年	2010 年	2012 年	2011 年	2010 年
中信	1 301 070	1 089 237	891 076	908	322	—	43 901	24 832	28 775
招行	1 209 897	1 008 468	818 343	19 974	—	—	44 124	31 187	31 232
兴业	820 468	571 238	495 167	42 025	—	47 975	22 944	22 941	12 960
华夏	439 739	387 270	370 469	—	—	13 620	4 400	4 400	6 400
浦发	1 051 219	884 058	766 100	30 000	—	—	38 600	32 600	16 800
光大	604 115	523 479	443 873	30 000	—	—	22 700	16 000	16 000
民生	1 192 883	946 565	764 234	49 917	6 000	6 095	15 767	15 753	5 911
南京	105 232	72 756	56 753	5 000	—	—	5 284	5 281	800
北京	328 557	283 558	240 245	9 994	9 986	9 977	9 978	9 977	6 494
平安	275 647	253 100	224 821	—	—	—	11 205	10 966	10 942
宁波	110 212	98 623	86 343	—	—	—	672	672	672

资料来源:同表 4—1。

同时,一些外资金融机构也开始加大对中国商业银行,尤其是资产质量较好的中小商业银行的投资力度,拓展其在中国的市场占有率。可以说,我国商业银行多层次的融资体系正在逐渐形成。在今后的发展中,我们还应该进一步地拓展商业银行融资的范围和途径,鼓励银行发行次级金融债券和进行金融工具创新,加强与其他非银行金融机构的合作,提高我国商业银行的国际竞争力。

第二节 证券公司投融资

一、证券公司概述

证券公司是指由证券主管机关依法批准设立的在证券市场上经营证券业务的金融机构。其业务主要有以下几个方面:代理证券发行;代理证券买卖或自营证券买卖;兼并与收购业务;研究及咨询服务;资产管理以及其他服务,如代理证券还本付息和支付红利,经批准还可以经营有价证券的代保管及鉴证、接受委托办理证券的登记和过户等。证券公司的产生和发展主要分为以下两个阶段。

(一)15 世纪至 20 世纪证券公司发展的雏形——商人银行

证券公司萌芽于欧洲,可以追溯到 15 世纪欧洲的商人银行。早在商业银行发展以前,一些欧洲商人就开始为他们自身和其他商人的短期债务进行融资,这一般是通过承兑贸易商人的汇票对其进行资金融通。由于这些金融业务是由商人提供的,因而这类银行被称为商人银行。欧洲的工业革命扩大了商人银行的业务范围,包括帮助公司筹集股本金、进行资产管理、协助公司融资以及投资顾问等。进入 20 世纪,商人银行业务中的证券承销、证券自营、债券交易等业务的比重有所增大,但商人银行积极参与证券市场业务还是近几十年的事情。在欧洲的商人银行业务中,英国是最发达的,它在世界上的地位仅次于美国;另外,德国、瑞士等国的

商人银行也比较发达。

(二)20 世纪至今证券公司的大发展

尽管证券公司起源于欧洲,但是却在美国获得了空前的发展和壮大。1929 年以前,美国政府规定发行新证券的公司必须有中介人,而银行不能直接从事证券发行与承销,这种业务只能通过银行控股的证券业附属机构来进行。这一时期,证券公司主要从事证券(主要是公司债券)业务,证券公司大多由商业银行所控制。由于混业经营,商业银行频频涉足于证券市场,参与证券投机,导致证券市场出现了大量违法行为,如虚售、垄断、大进大出、联手操纵等。在《格林斯—斯蒂格尔法》颁布以后,美国的证券公司走上了平稳发展的道路。到 1975 年,美国政府取消了固定佣金制,各证券公司出于竞争的需要,纷纷向客户提供佣金低廉的经纪人服务,并且创新金融产品。这些金融产品中具有代表性的是利率期货与期权交易。这些交易工具为证券公司抵御市场不确定性冲击提供了有力的保障。随着世界经济和科技的迅猛发展,20 世纪 80 年代以后,国际证券业发生了许多变化,主要是国际大型证券公司机构规模越来越大、证券公司重组大量出现、高科技发展带来的创新业务大量涌现等等。

二、证券公司投资

证券公司的投资活动主要集中在自营业务、资产管理和风险投资三个方面。我国一直不允许证券公司开展风险投资业务,直至 2006 年 2 月,国家出台相关政策允许证券公司在符合条件的情况下可以参与风险投资业务,但到目前为止,证券公司的风险投资业务并未发展起来。因此,本节将主要考察证券公司的自营业务和资产管理业务。

(一) 自营业务

1. 自营业务的定义

证券公司的自营业务,是指证券公司用自己的名义和资金进行证券的买入和卖出,以获取证券买卖差价为目的的证券业务。一般而言,自营业务规模的大小与证券公司自身的资产规模密切相关。证券公司开展自营业务,可以充分发挥证券公司在信息、知识和人才方面的优势,为公司带来更多的收入和利润,同时也是证券公司研发和咨询实力的重要体现。投资者可以通过考察证券公司的收入构成和自营业务的收益比率,选择资金实力强、自营状况好的证券公司作为自己的经纪商或咨询机构。

2. 美国对证券公司自营业务的管理

尽管自营业务已经成为各国证券公司的一项重要收入来源,但是它所带来的券商挪用客户保证金的违规现象,也成为监管部门不容忽视的重点领域之一。20 世纪 60 年代中期,美国证券交易量的快速增长超出了经纪公司的结算能力,造成经纪公司相互拖欠巨额的客户资金,并爆发了 1969~1970 年的“经纪公司危机”,许多证券公司纷纷倒闭或破产。1970 年,美国国会通过了《1970 年证券投资者保护法》,授权 SEC 制定证券公司业务分离的相关规定。1973 年,美国颁布了关于业务分离最重要的法律文件——规则 15c3-3,它与规则 8c-1、15c2-1、15c3-2 构成了一个完备的法律体系。这个法律体系主要规定了以下几个方面的内容:

(1)客户的全额支付证券和超额保证金证券在财务上要区别于其他证券。在美国,投资者可以开立现金账户和保证金账户,购买的证券分别称为全额支付证券和保证金证券。股票交易的保证金比例为 50%,即投资者在保证金账户中购买股票时,至少支付 50%的价款,其余 50%可以由券商向银行融资。

(2)证券公司对客户证券的保管方式包括实物占有和托管。实物占有适用于现金账户,证

券可以以客户的名字(也可以证券公司或托管机构的名字)进行登记,证券公司将其与其他的资产分开,单独进行保管。保证金账户里的证券则必须以证券公司或托管机构的名字进行登记,存放在银行或证券存储机构内,采取证券公司控制下的托管方式进行保管。由此可见,托管方式下,证券公司对证券进行簿记上的分离,托管机构实施实物上的分离保管,而在实物占有方式下,这两项任务均由券商完成。

(3)证券公司要在银行开设“特别储备账户”,存放客户对证券公司的债权净额。证券公司在每周最后一个营业日结束之前计算出该账户余额,并在此后的第二个营业日,银行开始营业的1个小时之内存入该款项。但是,如果证券公司的总负债没有超过其净资本的8倍且其管理的客户资金余额不超过100万美元,可以每月计算一次。特别储备账户必须与证券公司的其他账户分离,证券公司不得动用其款项。如果证券公司没有能够在特别储备账户中存入规定的款项,银行应立即通知SEC和相关管理机构,由其对该证券公司的财务责任进行检查。

此外,该规则体系还要求证券公司设计一个详细的内部控制程序,以确保对客户账户的管理符合SEC的规定。对于一些条件下的证券公司则可以享受15c3-3的豁免条款,如完全出于保险业务的需要,为本公司的保证金账户购买、出售或持有证券,在交易结束后立即进行结算,不占有或拖欠客户的资金和证券的证券公司,就可以免除其执行该项规则的义务。由此可见,美国SEC对证券公司自营业务的监管主要集中在将其与其他业务,特别是经纪业务相分离上,从簿记和证券保管两个方面入手,保证在证券公司和托管机构经营上遇到困难时,投资者的权益能够得到切实的保护。

3. 我国证券公司自营业务的管理

我国证券市场上,尽管《证券法》、《禁止证券欺诈行为暂行办法》、《证券市场禁入暂行规定》等国家有关法律、法规,对证券公司自营业务的开展进行了许多限制性的规定,但证券公司挪用客户保证金的现象仍然屡屡发生。因此,在对证券公司进行外部监管的同时,还应加强证券公司内控制度的建设,降低证券公司自营风险,保护投资者的合法权益。具体来说,可以考虑以下几个方面:(1)确定合理的投资规模。证监会有关规定中明确指出,证券公司证券自营业务账户上持有的权益类证券按成本价计算的总金额,不得超过其净资产或证券营运资金的80%。此外,自营规模的合理确定,还应考虑公司的经济实力与财务状况,降低公司的经营风险。(2)制定合理的投资方案。在进行投资之前,证券公司应进行合理、全面的调查和研究,结合市场状况,采用组合投资的方式分散风险。在追求投资收益的同时,还要加强对风险的管理,避免因盲目追求高收益而带来无法挽回的损失。(3)加强对业务流程的控制。为防范风险,证券公司自营账户应由自营部门以外的部门进行统一管理,限定自营业务的操作人员和操作权限。对于取款、转款、股票转托管等资产流出公司的业务,要严格监管,建立逐级审批制度,保障资金的安全。

(二)资产管理业务

资产管理业务是指由资产受托管理人对委托人的资产进行管理的一种资产运作方式。资产受托管理人按预定的方式收取管理费用,而资产委托人在获取投资收益的同时承担资产投资风险。

1. 国外资产管理业务的发展历程

资产管理在发达国家已经成为一种普遍的金融中介服务,绝大多数的金融投资活动都是通过资产管理的方式实现的。欧美资产管理业务的主体包括商业银行、证券公司、信托投资公司、保险公司、投资顾问公司等。美国的资产管理业务已经有了近百年的历史,随着经

济增长和金融深化的发展进程,资产管理业务的服务对象日益扩大,功能日益完善,在金融业务领域中占有的地位也日益提高。2000年,全球的资产管理业务总量已经达到30万亿美元,其中欧美等发达市场的托管资金占据了约50%的市场份额。

早在20世纪70年代,国外许多证券公司就开始对资产管理业务予以高度重视。美林、高盛等证券公司都设有专门的个人和机构资产管理部门,办理单独开户的委托资产管理业务,该业务所管理的资产市值和利润贡献率一直呈现上升的趋势,逐渐取代经纪和承销业务,成为现代证券公司的核心业务。1995~1997年,美国的摩根士丹利、美林、雷曼兄弟和高盛四大券商的委托资产管理业务收入实现年均24.37%的增长,这一比率仅次于投资银行业务收入,对总收入的贡献率平均高达19.33%;1997~2003年,一项对该四家证券公司各项业务的统计显示,四家公司各项业务中资产管理业务的年均增长率为5.09%,对总收入的贡献率保持了26.7%的较高水平,见表4-3与表4-4。由此可见,在发达国家,委托资产管理业务已经代替基础业务,与并购业务一起共同成为券商业务增长的两大主导因素。

表 4-3 1997~2003 年美国主要券商业务平均增长率 单位: %

收入类型 \ 券商	摩根士丹利	美 林	雷曼兄弟	高 盛	平均增长率
资产管理	5.51	1.86	*	7.91	5.09
投资银行	-15.70	-11.55	3.52	-30.05	-13.45
本金交易	-21.48	-15.63	1.22	-35.03	-17.73
净利息收益	17.91	20.50	22.65	85.69	36.69
佣金	7.30	-8.77	26.15	*	8.23

注: * 表示该项收入未进行单独列示。

资料来源:《美国金融年鉴(2004)》。

表 4-4 1997~2003 年美国主要券商业务收入贡献率 单位: %

收入类型 \ 券商	摩根士丹利	美 林	雷曼兄弟	高 盛	平均增长率
资产管理	20.54	24.17	*	35.39	26.70
投资银行	19.33	15.76	30.01	18.39	23.78
本金交易	27.00	19.07	41.73	29.05	29.21
净利息收益	16.66	14.19	12.72	17.17	15.19
佣金	16.48	26.81	15.54	*	19.61

注: ①各项业务收入对总收入增长的贡献率为一定时间内各项业务收入的增加值与总收入增长值的百分比。② * 代表该项收入未进行单独列示。

资料来源:《美国金融年鉴(2004)》。

2. 资产管理业务的类型

资产管理业务类型有两种不同的划分方法:(1)按资金募集方式可以分为公募式资产管理

和私募式资产管理两种。前者采取向社会公开招募的方式募集资金,而后者则是采取非面向社会公众的市场营销手段向特定投资者募集资金。(2)按资金运作方式划分,可以分为基金型资产管理和非基金型资产管理。前者在资金运作上将募集资金汇集到“资金池”中,统一账户进行管理;而后者是指投资者通过与证券公司签订契约,委托其按自己的意愿将资产在证券市场中进行组合投资,以求实现收益最大化的投资方式。基金型资产管理与非基金型资产管理之间的差别见表4-5。

表4-5 基金型资产管理与非基金型资产管理的差别比较

比较项目	基金型资产管理	非基金型资产管理
服务方式	一对多方式,所有资金开立于一个统一的账户中,专家理财,统一管理	一对一方式,每一客户都有自己独立的账户,分别管理,专家理财
客户对象	不确定的散户投资者,资产数量一般不大,对资金具体投向和投资收益无特殊要求	规模资产拥有者,主要是机构及富有的个人投资者,资产数量一般较大,对资金投向和资金的规模收益有特别要求
委托方式	通过购买基金份额或基金受益单位的方式完成委托行为,基金公司章程、契约的内容乃至形式都必须符合法律法规的要求	通过单独与管理人签订协议的方式完成委托行为,协议内容不针对社会公众,当事人在法定的范围内享有较大的契约自由
参与管理程度	公司型基金中投资者依据有关公司法的规范行使股东的管理权;契约型基金中投资者依据基金契约确定的受益人权利行使管理权,但基金的投资策略最终取决于多数基金持有人的投资偏好,投资者个人并无决定权,参与管理程度较低	在协议签订中,投资者通过参与决策将自己对资产管理的意图灌输到协议中;在管理过程中,投资者还可以通过与管理经理经常性的接触随时对资产的运作发表意见,参与程度较高
投资组合的调整	基金的具体投资组合由基金经理决定,投资者无法根据市场的突然变化及时地改变资产组合	投资者可视市场情况的变化,依据自己的风险承受能力和收益预期及时进行调整
信息披露和投资限制	在资产管理过程中必须履行经常性的信息披露义务,且其可以投资的金融品种和投资组合结构受到法律的限制	管理人只需向投资者个人定期报告资产的风险、收益状况,不必向公众披露。在投资者授权和法律禁止性规定之外的范围内,有充分的投资组合自由

资料来源:大鹏证券研究所。

3. 我国证券公司的资产管理业务

(1)券商资产管理业务的分类。资产管理业务是指券商作为资产管理人,依照有关法律法规等的规定与客户签订资产管理合同,根据资产管理合同约定的方式、条件、要求及限制,对客户资产进行经营运作,为客户提供证券及其他金融产品的投资管理服务的行为。证券公司资产管理业务主要有如下三类:

第一,定向资产管理业务,简称定向资管业务。它是券商为单一客户办理业务且与客户签订定向资管合同,根据合同约定的方式、条件、要求及限制,为客户提供资产管理服务的一种业务。其特点是:券商与客户是一对一;在客户的专用账户中经营运作;资金具体投资方向在合同中约定。

第二,为多个客户办理集合资产管理业务,简称集合资管业务,它是券商通过设立集合资产管理计划与客户签订集合资产管理合同,将客户资产交由取得基金托管业务资格的资产托管机构托管,通过专门账户为客户提供资产管理服务的一种业务。其特点是:券商与客户是一

对多;集合资金投向指定的金融产品。

第三,为客户特定目的办理专项资产管理业务券商与客户签订专项资产管理合同,针对客户的特殊要求和资产的具体情况,制定特定的投资目标,通过专门账户为客户提供资产管理服务的一种业务。专项资产管理业务(以下简称专项资管业务)的特点是:特定性,即要设定特定的投资目标;综合性,即券商与客户可以是一对一,也可以是一对多;通过专门账户经营运作。

(2)券商资产管理业务比较。券商资管业务包括集合资管业务、定向资管业务和专项资管业务。目前市场上券商资管产品繁多,运作形式多样,为了解产品属性和提高资金利用效率,对券商资管业务的主要方面进行对比分析,如表 4-6 所示。

表 4-6 券商资产管理业务要点比较

业务名称 要素名称	定向资管业务	集合资管业务	专项资管业务
审批形式	备案制	备案制	审批制
投资门槛	单个客户资产净值不得低于人民币 100 万元	募集资金规模 50 亿元人民币以下;单个客户资产净值不低于 100 万元、机构资产净值不低于 1 000 万元	大额投资,合同约定
投资范围	客户与券商在合同中约定,无具体限制,只要在证监会法律规定的范围内即可	依法发行债券、基金等证监会批准的投资品种	无具体限定
产品类型	银行间市场类、票据类、特定收益权类等	股票型、债券型、混合型、FOF 型等	资产证券化或创新型
份额转让	不能转让	可以	不能转让
合格投资者规定	单一合格投资者	不得少于 2 人且不超过 200 人	可以是单一或多个投资者
自有资金参与限制	禁止管理人自有资金参与	管理人自有资金可参与,且不得超过该计划总份额的 20%	自有资金不得超过同一计划金额的 5%,且小于 2 亿元;总金额不得超过资管产品净资本的 15%
业务特点	一对一服务,量身定制投资方案,投资较灵活,沟通便利	集中券商整体优势资源,投资范围更广,具有私募性、专业性及集合性的特征	针对客户要求和客户资产具体情况设定特定投资目标

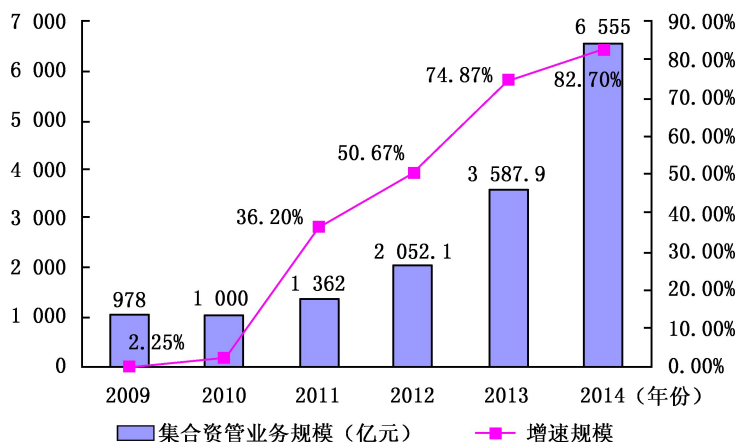
资料来源:郝婷,《券商资产管理业务发展问题与对策》[D]. 河北大学金融专硕 2015。

(3) 券商资产管理业务发展状况。

第一,资产管理规模持续增长,全年增速平稳。自 2005 年以来,我国券商资管业务进入到快速发展时期,监管政策的放松也带来发展机会。自 2012 年监管层密集出台创新政策以来,对券商资管业务进行政策松绑,放松管制,其规模也越来越大,截至 2014 年底,券商资管业务总规模为 7.95 万亿元,相比 2013 年的规模增长了 52.6%。全年券商资管总规模持续增长,但各类型的资管产品规模增长情况不同,总体上全年增速较平稳,没有出现大的波动。

——集合资管业务规模。据中国证券业协会统计,2012 年券商集合资产管理产品数量约 435 只,而 2013 年新发行的数量为 1 308 只,是 2012 年的 3 倍,增速为 200.69%;而 2014 年新发行数量为 2 139 只,增速为 59.48%,增速下降。但根据 Wind 统计数据显示,截至 2014 年底券商集合资管产品规模不断扩张,增速不断上升,从 2009 年的 978 亿元上升到 2014 年的

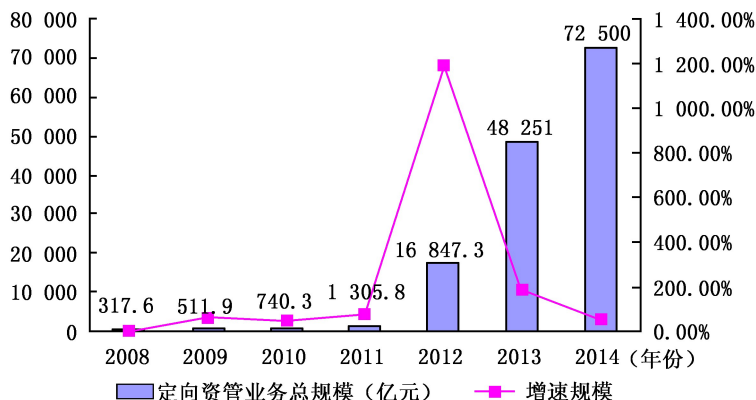
5 078 亿元,见图 4-7。



资料来源:同表 4-6。

图 4-7 2009~2014 年券商集合资管业务规模变化

——定向资管业务规模。2011~2013 年开展定向资管业务的证券公司从 48 家升至 89 家,相比 2012 年增加了 6 家,占全部证券机构总数的 78%。2011~2014 年定向资管业务总规模从 1 305.8 亿元增长到 2014 年的 72.25 万亿,比 2013 年增加 2.42 万亿元且增速为 49.9%,但其增速自 2012 年后开始下滑。见图 4-8。

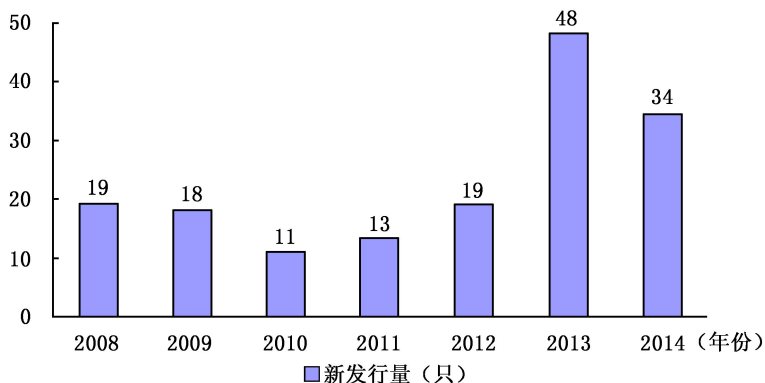


资料来源:同表 4-6。

图 4-8 2008~2014 年券商定向资管业务规模变化

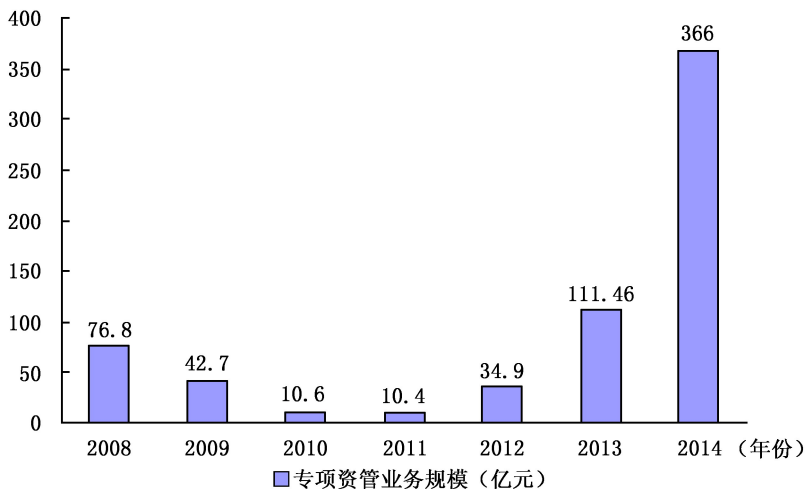
——专项资管业务规模。2014 年券商专项资管产品快速增长,虽然新发行产品数量较 2013 年有较大幅度下降,但是规模数量大幅度增加,与 2013 年相比增加 255 亿元,增长率 229%。但由于基数较小,专项资管产品的数量和规模相比于集合、定向资管业务规模仍然有非常大的差距(详见图 4-9 和图 4-10)。

第二,产品类型更加丰富,投资领域进一步扩大。券商资管行业快速发展,创新产品层出不穷,我国券商陆续推出了各类创新型资产管理产品,产品类型进一步丰富,在投资标的、投资策略与产品设计和运作模式方面进行产品创新,主要有量化对冲产品、结构分级产品、收益补



资料来源:同表 4-6。

图 4-9 2008~2014 年券商专向资管产品发行情况



资料来源:同表 4-6。

图 4-10 2008~2014 年券商专向资管业务规模情况

偿型产品、保证金系列产品等(见表 4-7)。根据证券投资基金业协会统计,2014 年我国券商新设资管产品的规模为 2.18 万亿元,新设集合资管产品规模为 1 591 亿元,其中创新型结构化产品占 40%,主要有混合类产品、固定收益类产品、权益类产品等;新设立的定向资管产品的规模为 1.99 万亿元,主动管理型产品约占 5%,被动管理型产品约占 95%;新设专项资管产品 27 只,规模为 338 亿元,其中有 20 只是资产证券化产品。可以看出券商资管业务新设产品均有创新型产品,但产品规模数量仍需增加,尤其是定向资管业务。

券商资管业务除产品类型更加丰富外,产品的投资范围也进一步扩大,主要体现在集合资管业务,因为定向资管业务的投资范围由客户与券商在合同中约定,无明确具体限制,只要在证监会法律规定的范围内即可;专项资管业务根据客户的特殊要求和基础资产的具体情况,设定特定投资目标,也没有明确的投资限制;集合资管计划投资限制相对来说较大,但 2014 年 9 月证监会发布“征求意见稿”,扩大券商资管业务的投资范围,将非上市公司股权、债券等其他财产权利划入集合资管业务投资范围内,增加投资渠道。券商资管产品的投资范围扩大,不仅

有利于业务范围扩大,也有利于券商资管产品的创新。

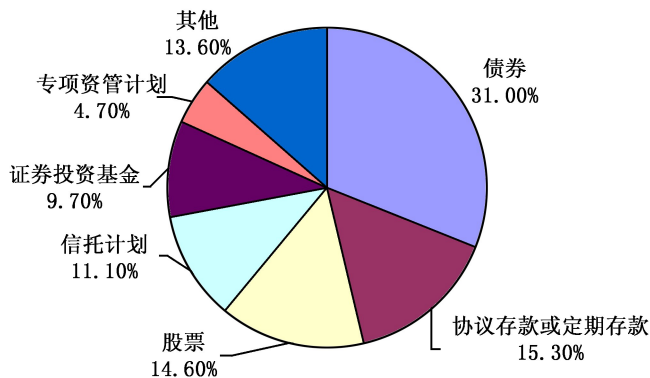
表 4-7

券商创新型资产管理产品

产品名称	创新类型	主要内容
股票质押式回购	创新投资标的	券商设立集合资管或定向资管产品,来对接券商营业部客户的股票质押融资需求。有利于盘活券商营业部客户存量证券资产,有效连接证券市场投融资需求
量化对冲产品	创新投资策略与产品设计	利用数学、统计学、信息技术的量化投资方法来管理投资组合
分级债		在传统债券型产品的基础上,按照风险收益特征不同,将产品分成两类或多类份额的产品形式。属于集合资产管理业务,主要投资对象为固定收益类产品
结构化定增产品		将集合计划按权利义务、风险收益特征不同,分成两类份额或多类份额的产品形式。投资于标的股票定增、现金管理工具等
客户保证金		在每日交易结束后,将客户账户中的闲置资金集中存放于银行定期存款,使其获得较高收益。风险较低、流动性和便利性高,有助于营业部减少客户流失
资产证券化	专项融资类	券商发行设立专项资管计划,资金购买原始权益人能产生稳定现金流的基础资产,将资产收益分配给受益凭证持有人的业务。基础资产一般为收益权或债券

资料来源:同表 4-6。

第三,主动管理型定向资产管理业务规模占比上升。集合资管业务主要投向债券、协议或定期存款、股票、信托计划、专项资管计划(见图 4-11)。债券投资和协议或定期存款所占比例最大,固定收益类资产是券商配置资产优先选择,以上资产投资比例与 2013 年相比有所增加,而对股票、基金的投资同 2013 年数量基本一样。从以上分析可得出,集合资管业务在投向上与上年没有太大变化,主动管理能力增强主要体现在定向资管业务上。定向资管业务因资金投资方向不同分为被动管理型和主动管理型两种。被动管理型主要是通道业务,绝大部分是和银行、信托计划合作,形式主要有委托贷款、票据、资产收益权等;而主动管理型定向资管业务以债券、同业存款、股票、信托计划等为主要投资标的。2014 年定向资管业务的主动管理业务规模上升,但投资结构与上年相比无太大变化,仍以债券、信托和股票市场为主。从表 4-7 中可以看出主动管理型产品规模上升,较 2013 年增长了 65.4%,且各投资类别都有所增长。



资料来源:同表 4-6。

图 4-11 2014 年券商集合资管业务主要投资类型占比

表 4-8 2013~2014 年券商主动管理型定向资管业务投资情况

投资类别	2013 年		2014 年		增长率(%)
	投资金额(亿元)	占比(%)	投资金额(亿元)	占比(%)	
债券	2 243	48.4	2 668	34.8	19.9
信托计划	711	15.3	1 232	16.1	73.3
股票	616	13.3	1 129	14.7	83.3
同业存款	216	4.7	1 115	14.5	416
其他	849	18.3	1 524	19.9	79.5
合计	4 635	100	7 668	100	65.4

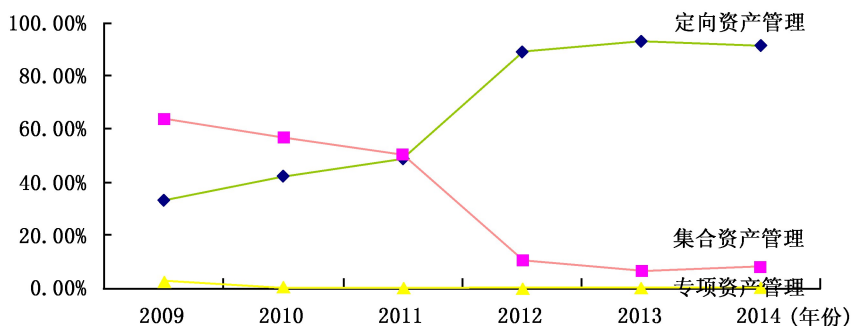
资料来源:同表 4-6。

第四,券商资管业务的结构。从结构来看,资产管理规模的增长主要来自定向资管业务的增长。2014 年定向资管业务规模约 7.25 万亿元,占比 91.29%;集合资管业务规模为 6 555 亿元,占比 8.24%;专项资管业务规模最小,约 366 亿元,占比 0.46%(详见表 4-9)。2014 年券商定向资管业务规模最大,其中被动管理型资管产品占比高达 85%。如图 4-12 所示,2011 年以前券商集合资管业务规模占比最大,而 2011 年后,定向资管业务占比高速增长,而集合资管业务规模占比和增速逐年下降,专项资管业务占比一直较小。

表 4-9 2008~2014 年各项资产管理业务规模数量 单位:亿元

年份	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014
定向资产管理	317.6	551.9	740.3	1 305.8	16 847	48 251	72 542
集合资产管理	—	978	1 000	1 362	2 052.1	3 587.9	6 555
专项资产管理	76.8	42.7	10.6	10.4	34.9	111.5	366

资料来源:同表 4-6。



资料来源:同表 4-6。

图 4-12 2009~2014 年券商各资管业务占比变化

第五,相关政策环境更加宽松。从表 4-10 中得到新修订的《资管办法》以及相关政策细则的实施,使券商资管业务的政策制度环境发生重大改变,也是券商行业资管业务放松监管的标志,有利于券商资管业务与银行、信托、保险等其他资管行业竞争。例如:集合资管业务在审批形式上采用备案制,节约了发行时间;增加集合资管业务产品的投资渠道,也为该产品创新

提供有利条件;允许集合资管产品进行分级,增加了产品种类;集合资管产品实现了有条件的份额转让,大大增加了流动性。同时监管层也加大风险管理,如规范通道业务的发展,禁止了券商通过集合资管业务开展通道业务,并且提高与银行合作的门槛。在风险控制方面,监管层要求对集合资管产品进行细化分级,确定权益类等风险较大的产品初始杠杆倍数;规范资管合同,约定风险控制条款,并要求加强流动性风险管理。以上所有的政策新规,集中体现了监管层“放松管制,加强监管”的意图,一方面减少对券商开展资管业务过程的限制,提供业务创新空间;另一方面加强风险的控制。总之,政策环境的宽松,更加有利于券商资管业务的发展。

表 4—10 2012~2014 年监管政策变化情况

项目 监管主体	新颁布或修改的监管规定	政策内容	实施时间
中国证监会	《证券公司客户资产管理业务管理办法》	集合资管业务实行备案制。对集合资管业务份额可以进行分级	2012 年 10 月
	《证券公司集合资产管理业务实施细则》	扩大投资品种;删除双 10%限制等;降低成立产品规模的标准	2012 年 10 月
	关于修改《证券公司客户资产管理业务管理办法》的决定	扩大了托管机构的范围;取消了限定性和非限定性集合资产管理业务的规定;取消集合资产管理业务投资双 10%的限制,投资关联方 7%的限制	2013 年 6 月
	制定《资产管理机构开展公募证券投资基金管理业务暂行规定》	明确了可开展公募基金业务的资产管理机构的范围,其中包括券商	2013 年 6 月
	《证券公司资产证券化业务管理规定》	允许证券公司发行以企业应收款等为基础资产的资产支持证券	2013 年 3 月
	《关于进一步规范证券公司资产管理业务有关事项的补充通知》	明确规定不得通过集合资产管理业务开展通道业务;应充分关注流动性风险	2014 年 2 月
沪、深证 券交易所	《质押式报价回购交易及登记结算业务办法》	管理人自有资金可参与,且不得超过该计划总份额的 20%	2013 年 5 月
上海证券交易	《关于为资产管理计划份额提供转让服务的通知》	支持资产管理业务份额在上海证券交易所转让	2013 年 8 月
深圳证券交易	《资产管理计划份额转让业务指引》	支持资产管理业务份额在深圳证券交易所转让	2013 年 8 月

资料来源:同表 4—6。

(4) 券商资产管理业务的投资状况。通道业务最早出现在银行与信托公司合作之间,通常是帮助银行完成表内或表外资产任务、调整存贷款结构来优化报表。由于监管层出台相关政策放松资管业务管制,也对券商资管业务放松限制,激发了券商发展资管业务的兴趣。券商积极开展资管业务,开展新业务、新产品以此来增加营业收入。资管业务规模迅速扩张的同时也成为银行监管套利的新通道,券商通过发行资管产品与银行合作,只赚取通道费用,所承担的风险较小。券商与银行进行通道业务大部分是以定向资管业务为主,又由于资金投资方向不同,分为被动管理型和主动管理型两种。被动管理型主要是通道业务。券商定向资管通道业务绝大部分是和银行、信托计划合作,通常形式主要有委托贷款、票据、资产收益权等;而主动管理型定向资管业务以债券、同业存款、股票、信托计划等为主要投资标的。2014 年券商定向

资管业务主动管理规模为 7 668 亿元,且业务投向结构相较 2013 年没有明显改变;从表 4—11 中得到 2014 年券商定向资管通道业务投资总额 67 085 亿元,占定向资管总规模的 90.9%,且比 2013 年增长 76.8%。定向资管通道业务规模占比较高,但收入只有 41.63 亿元,占资管业务总收入的 33.48%,可见其盈利水平一般。定向资管业务在券商资管业务中规模占绝对优势,被动管理型的通道业务又在定向资管业务中占绝大多数,所以可知券商资管以通道业务为主,券商主动管理能力还需加强。

表 4—11

2013~2014 年券商定向资管通道业务投资情况

单位:亿元

投资类别	2013 年		2014 年		增长率(%)
	投资金额	占比(%)	投资金额	占比(%)	
信托贷款	10 874	24.9	13 840	20.6	27.3
银行委托贷款	9 347	21.4	16 395	24.4	75.4
票据	5 726	13.1	8 514	12.7	48.7
资产收益权	5 766	13.2	7 444	11.1	29.1
证券投资	3 110	7.1	6 953	10.4	123.6
其他	8 896	20.3	13 939	20.8	56.7
合计	43 719	100	67 085	100	76.8

资料来源:同表 4—6。

三、证券公司融资

(一)我国券商的主要融资方式

2004 年 2 月发布的《国务院关于推进资本市场改革开放和稳定发展的若干意见》中的第三条明确提出:“拓宽证券公司融资渠道。继续支持符合条件的证券公司公开发行股票或发行债券筹集长期资金。完善证券公司质押贷款及进入银行间同业市场管理办法,制定证券公司收购兼并和证券承销业务贷款的审核标准,在健全风险控制机制的前提下,为证券公司使用贷款融通资金创造有利条件。”此后,我国券商的主要融资方式呈现如下格局:

1. 国债回购

国债回购是当前券商进行短期资金融通的主要方式。成熟的证券市场,证券公司采用回购融资的比重占其总负债的比重较高。我国现在的国债回购市场包括交易所回购市场回购、银行间国债回购市场回购以及公开市场回购三种。在这三个市场中,证券公司主要利用交易所回购市场和银行间国债回购市场进行操作。

2. 同业拆借

根据 1999 年 10 月 13 日中国人民银行公布的《证券公司进入银行间同业市场管理规定》,准许符合条件的证券公司进入全国银行间同业拆借市场进行信用拆借,拆借期限最短为 1 天,最长为 7 天,拆借到期后不能展期,拆借资金余额上限为证券公司实收资本的 80%。证券公司通过同业拆借市场融资的主要优点有:拆借利率稳定低廉、手续简单无需抵押,融资方式灵活方便,不但解决了证券公司短期资金头寸的调剂,同时也可通过连续操作和借新还旧将期限延长,来满足证券公司的短期资金需求。缺点是拆借期限较短,不能展期,同时拆借金额有限。

3. 股票质押贷款

2000年2月13日,中国人民银行和证监会联合发布《证券公司股票质押贷款管理办法》,允许符合条件的证券公司以自营的股票和投资基金作抵押向商业银行借款。满足《证券公司股票质押贷款办法》规定条件的综合类证券公司,可以用手中持有的业绩优良的股票做质押,进行为期6个月以内的贷款。2004年中国人民银行、中国银监会和中国证监会联合发布了修订后的《证券公司股票质押贷款管理办法》,对证券公司股票质押贷款的贷款人和借款人资格、质物、贷款资金用途、贷款期限和利率、贷款程序和贷款风险控制制度等做出了明确规定。和原有的法规相比,新的《管理办法》主要有以下的不同:质物除了A股和证券投资基金外,增加了上市公司可转债;明确了股票质押贷款是弥补证券公司流动资金的不足;以前对于非国有独资商业银行,只有总行才能作为贷款人,修订后的办法规定,总行在报中国银监会备案后可以授权分行办理股票质押贷款业务;对于证券公司的资格,考虑到近几年证券公司经营状况,取消了未发生经营性亏损的要求,增加了对信息披露以及客户交易结算资金独立存管的要求;股票质押贷款最长期限从原来的半年提高到一年;原办法中,质押贷款利率在金融机构同期同档次商业贷款利率基础上最高上浮30%,而根据新《管理办法》和央行前期公布对贷款利率上限规定的取消,质押贷款利率上限也相应取消。根据规定,贷款本金与质押股票之间的比例最高不能超过60%。修订后的《管理办法》对于规范运作的证券公司股票质押贷款更加便利,拓宽了证券公司的融资渠道,对于合规证券公司的日常经营起到支持作用,有利于规范运作的证券公司的发展。

4. 发行短期融资券

2004年10月18日,中国人民银行发布了《证券公司短期融资券管理办法》,允许符合条件的证券公司在银行间债券市场向合格机构投资者发行短期融资券。《证券公司短期融资券管理办法》于2004年11月1日起实施。在银行间债券市场发行的短期融资券规模实行余额管理,待偿还短期融资券余额不超过净资本的60%;期限最长不得超过91天;利率由供求双方自行确定,不受管制。证券公司发行短期融资券融资,为证券公司提供了一个市场化程度高、操作程序简便的融资渠道,是央行支持资本市场发展的实质性举措,有利于促进货币市场与资本市场的良性互动和共同发展。对证券公司而言,发行短期融资券,能够成为证券公司又一稳定而高效的资金来源渠道。对市场投资者而言,则是多了一个可选择的短期投资品种。

5. 兼并重组

兼并重组是券商实现资本积聚的一个有效途径。根据现实中已经发生的券商兼并案例,其模式大致可以分为以下几类:一是券商严重违规或亏损后,在政府的主持下被其他券商兼并,如申银万国和国泰君安等。二是因政策需要而兼并,自1995年起,政府开始对银行、信托和证券业实行严格的分业管理,为了适应政策的需要诞生了一批券商,如联合证券和东方证券等。三是在当地政府的主持下,部分省级券商合并了省辖区内的券商,如山东证券和吉林证券等。四是通过股权收购,券商被非券商(产业资本)控股,如青海证券等。

6. 发行公司债券

在证监会以前颁布的《证券公司债券管理暂行办法》中对证券公司发行中长期债券要求比较严格。但2004年10月28日,中国证监会发布修订后的《证券公司债券管理暂行办法》,大幅度降低了证券公司发行债券筹集资金的门槛。此次修改取消了发债最高期限的规定,将债券上市的最低面值由2亿元改为5000万元。发债最短期限为1年,利率不高于银行相同期限居民储蓄定期存款利率的40%,发行手续费一般为2.5%,累计发行的债券总额不得超过公司净资产额的40%。其中,又具体分为定向发行债券和公开发行债券两种。

7. 增资扩股

管理层早在 1997 年就提出了对证券公司要同时实行增量调整(增资扩股)与存量调整(兼并重组)并举的积极型战略。2001 年 11 月 23 日颁布的《关于证券公司增资扩股有关问题的通知》规定:证券公司增资扩股属于企业行为,凡依法设立的证券公司均可自主决定是否增资扩股,中国证监会不再对证券公司增资扩股设置先决条件;证券公司增资扩股募集资金应优先用于归还被挪用的客户交易结算资金和处理不良资产。增资扩股主要有两种方式:私募增资扩股和上市。

1995 年 5 月 24 日,经中国证监会同意,湘财证券成为第一家增资扩股证券公司,之后,湖北证券、中信证券、长城证券等证券公司也相继增资扩股。经过近 10 年的发展,我国证券公司资本状况无论是单个证券公司资产规模还是整体规模都有了较大改善。

(二)国外券商的主要融资方式

1. 银行间同业拆借

大多数国外券商都可以在银行间同业拆借市场上进行资金拆借,这种融资方式主要用于救急,一般是隔夜的和短期的。在国外成熟证券市场上,证券公司通过同业拆借和证券回购,融资的比重一般要占其总负债的 30%~50%。

2. 重购协议

重购协议主要是债务人同债权人签订的“借贷合同”。具体做法是:由债权人购买券商的有价证券,并规定在一定时间内加上事先定好的利息,以等于或高于卖出价的价格买回证券,买卖的差价是券商应付的贷款利息。

3. 商业票据

商业票据是一种具有特定期限、只发售给机构投资者的、可在市场上流通的短期本票,它属于不记名簿记式证券,发行面值通常为 10 万美元。商业票据的期限可以为几个月或更短些,但是平均期限仅为 20~45 天。

4. 银行已批准的无抵押信贷额

抵押信贷额是指券商同银行或其他金融机构达成协议:如果某一时期券商需要资金,则有权在信贷额中支取,而不必再向债权人重新申请。这种信贷额度一般只作为券商资金周转困难时保持流动性的应急资金来源。

5. 股权融资

目前美国的十大券商都是在纽约股票交易所公开上市的股份公司。大部分券商不仅在国内而且在海外等多个交易所同时上市。券商在证券市场上发行一般不具投票权的优先股和有投票权的普通股。

6. 发行中长期债券

发行中长期债券是海外券商筹集资金的主要方式。券商发行的债券包括按揭债券、信用债券、结构化债券和可转换债券。一般来说,国外券商没有太多的固定资产,但却拥有良好的信誉,因此国外券商发行的债券通常是信用债券,即无抵押债券。

7. 设立证券金融公司

券商主要通过专门的金融机构——证券金融公司,进行融资,券商的客户也必须将保证金存在证券金融公司,其典型代表国家(地区)是日本、韩国、中国台湾地区。证券金融公司比较好地解决了证券公司和证券市场的资金融通问题,对于保证证券市场的流通性、活跃证券市场以及打击地下信用交易行为起到了不可替代的作用。通过与国外券商融资方式相比较可以看

出,迄今为止我国券商尚未建立起稳定的中长期资金融入途径,融入资金以短期为主。短期拆借最长拆借期限只有 7 天,自营证券抵押贷款融资最长期限也只有 6 个月。而券商增资扩股也只是一次性的融通资金,因此券商目前缺乏中长期稳定的对外融资途径。相比之下,国外券商在金融市场上是作为一个普通企业来参与各种融资业务的,如发行金融债券和票据、对外抵押借款、参与证券的回购与回售、上市等等。全面而稳定的融资期限结构使国外券商融资业务可以满足业务发展的需求。证券公司可支配资产的多少是决定其市场竞争力的重要参数之一,因此如何给我国券商提供更多的融资途径,是关系到我国证券业发展的一个重大问题。表 4—12 是 2014 年我国券商主营业务与美国两大券商业务结构的情况。

表 4—12 2014 年我国券商主营业务与美国两大券商业务结构 单位: %

项 目	经纪业务	自营业务	资产管理业务	投资银行业务	其 他
我国券商	41	15	4	11	29
美林证券	24	17	26	16	17
摩根证券	15	19	20	24	22

资料来源:王明,《证券公司业务创新和发展研究》[D]. 安徽财经大学金融系 2015。

(三)我国券商主要融资方式的改革

1. 拓宽融资渠道

从国际经验来看,公开上市是券商融资的主要途径,券商通过公开上市融资在国际资本市场上非常普遍。然而,由于我国企业体制、政策限制等原因,目前 106 家中资券商中仅有 14 家是上市公司。因此,一方面,证券监管部门应当清除相关政策障碍,积极培育券商的自主融资能力,拓宽券商的各种融资渠道。另一方面,券商自身也应当借鉴外资券商成熟的经验,积极地争取以 IPO 或借壳等方式公开发行上市,同时还应通过发行金融债券、可转换证券以及其他相关的金融衍生产品的方式进行间接融资。

2. 促进并购整合

随着未来中国市场竞争的加剧,“大鱼吃小鱼,小鱼吃虾米”的情景将愈演愈烈,我国证券行业即将步入大浪淘沙、重新洗牌的整合阶段,并购整合是在短时间内增强自身实力的最有效途径。因此,证券监管部门应当加快推动券商间的收购兼并,实现快速扩张,形成几家具有区域性垄断地位的券商巨头,加速培育其国际竞争力。这既可以改变中国证券业的竞争结构、降低行业的系统风险,又可为应对激烈的国际竞争奠定基础。

3. 推动集团经营

放眼国际资本市场,金融机构从“分业”经营向“混业”经营的过渡已然成为一种趋势。因此,证券监管部门应当在一定程度上允许金融机构实行“相对独立”的“混业”经营方式,组建金融控股集团,实行多元化经营,充分利用各行业之间的互补性,有效地分散和降低经营风险,提高运营效率,进而提升其国际竞争力。同时,在分业经营的原则下,中资券商也应当积极地与基金业、期货业、信托业及风险投资业进行合作,扩展基金、期货、资产管理以及风险投资等创新型业务。积极拓展业务的广度和深度,增加收入稳定性,形成稳定的利润增长点。

4. 引入外国资本

中资券商应当在政策允许的范围内,借鉴商业银行改革经验,积极地引入合格的境外战略投资者。中金证券、中银国际证券已首开先河,湘财证券、长江证券与高华证券也紧随其后,标志着中资券商进一步对外开放。中资券商应当在政策允许的范围内,借鉴商业银行改革经验,

积极地引入合格的境外战略投资者。这不仅有利于扩大中资券商的规模,而且还能够引进外资券商先进的管理经验、理念以及成熟的风险管理技术。

5. 加大研发投入

美国 20 世纪 70 年代券商的业务创新主要集中在中小券商当中,而研发出新产品、新业务很快被客户所接受,券商不仅获得了巨额利润,同时取得了客户的信任。此后,大券商纷纷效仿,取得了不错的成果。研发的过程是漫长的,不可能一蹴而就,这就要求券商在整个过程中不断地投入资金、人力、技术及软硬件设施。在投入的初期,一般会出现只见投入、不见回报的情况,但这只是临时的,从长久的角度分析,对于券商是百利而无一害的。

第三节 保险公司投融资

随着社会经济的快速发展、科技的进步及人们风险意识的提高,保险作为一种经济保障手段,在保障经济、促进改革、稳定社会等方面发挥了重要功能,被誉为社会的“安全网”和“精巧的稳定器”。随着保险业在国民经济中的地位日益凸显,保险已逐渐渗透到社会经济生活的各个领域,保险的功能也得到了空前的发挥。现代保险主要具有保障、资金融通、社会管理三大功能。其中,保障功能是与保险相伴而生的,是保险的本质与核心内容,也是保险业区别于银行业、证券业的显著特征;资金融通和社会管理功能则是保险随着经济的发展,在保障功能基础上产生的衍生功能,三者之间是一种本质与衍生的关系。简言之,保障功能是基础和前提,处于主导地位,融资功能和社会管理功能产生并服务于保障功能,处于从属地位,并以不断完善保障功能的作用和内容、扩大其影响范围为主要职责。

一、保险公司投资

美国著名投资银行家保罗曾说:“投资是保险业的核心业务,没有投资等于是没有保险业。保险行业的主要存在目的是风险的转移,保费是风险转移的价格,但由于市场竞争,使得这个价格往往不够支付转移的成本。所以,没有保险投资,整个保险行业的经营是不能维持下去的。”由此可见,保险公司的投资对于保险业的经营活动来说是至关重要的。

(一) 保险公司投资的发展历程

1. 17 世纪至 19 世纪保险公司投资的兴起

早在 17 世纪 80 年代,随着海上保险和火灾保险在英伦三岛的兴盛与发展,英国逐渐取代意大利,成为世界保险的中心。1683 年,最早开设英国火灾保险公司的巴蓬医生,就把保险投资看作是保障公司生存的最佳策略。他用保险资金来购买土地,当发生保险事故时,就拿地租做担保,抵偿火险被保险人提出的索赔。进入 18 世纪,保险商开始关注债券投资,携手相互火险暨寿险社、协和保险社以及伦敦、皇家两家获得特许的保险公司,相继从事大规模的证券投资。19 世纪中叶,英国人寿保险事业迅速崛起,由于人寿保险聚集的资金具有量大、稳定的特点,使人寿保险公司的精算师更注重对投保人的给付与收益。他们通过计算资金收益率,减少对政府公债的投资比例,重点从事具有更高资金收益率的抵押贷款。这类贷款形式多样,既包括对土地或建筑物的传统抵押贷款,又包括私人及公共机构的建房贷款,以及对铁路和制造业的贷款。美国保险业的初期发展并不顺利,经常因经营不善而陷入困境。因此,保险商更加重视企业的经营管理,包括积极开展保险投资活动。1849 年,纽约州率先立法,规定保险资金可用于购买联邦、纽约州和州内各市的公债,以及进行不动产抵押贷款。1852 年,新泽西州也对

保险资金运用加以立法规定,此后各州纷纷仿效,使美国的保险公司能在法律的保障下,有效地运用保险资金。

2. 20 世纪初至 80 年代中期保险公司迅速发展的阶段

进入 20 世纪,保险公司的投资得到了较快的发展,特别是在第二次世界大战结束至 80 年代中后期的 40 多年中,发展更为迅速。在美国、日本和西欧工业发达国家,保险公司可以动用的资金数量甚至超过了一些大型商业银行。1975~1985 年间,美国、加拿大、英国、德国等主要西方国家的保险公司用于投资的资金从 5 900 亿美元增加到 18 810 亿美元,增长了 2.2 倍;投资利润从 385 亿美元增至 1 572 亿美元,增长 3.1 倍,投资收益的递增率超过了业务收益的递增率。与此同时,保险投资的方式也日趋多样与成熟,投资领域主要有债券、股票、不动产和贷款四类。值得一提的是,有些保险公司也投资于购买艺术品、古玩和各种有价值的收藏品,如日本安田或在海上保险公司曾于 1987 年在伦敦克里斯蒂拍卖行以 2 250 万英镑的拍卖价买下了凡·高的名画。这些收藏品虽然不能像债券、股票等有价值证券那样有较为固定的收益率,但同样具有较高的投资价值。

3. 20 世纪 90 年代至今保险公司投资业务向国际化与集团化方向发展

20 世纪 90 年代末,国际保险公司开始大规模地转型为金融服务集团,在保险投资领域内积极拓展业务,并进行了大规模的并购行为。导致这种现象产生的原因有很多,具体来说,主要包括以下几点:

(1)保险业“脱媒”的挑战和金融混业经营的发展。金融市场的发展和基金业的兴起,使保险业面临“脱媒”的危机,促使保险公司进入以收费为主的新业务领域。随着管制的放松、信息技术进步以及内控制度的完善,各类金融机构通过自主设立或以并购的方式进入对方的经营领域,促使传统行业的界限逐渐消失,保险公司也开始提供其他金融服务作为竞争战略的重要组成部分。

(2)养老基金的市場化管理。由于全球范围内现收现付式的社会养老保险体制开始破产,政府主办的公共养老金计划出现了供给不足的现象。因此,各国政府开始运用补贴和优惠税收等措施来鼓励发展企业和个人的养老金计划,并推动各种形式的养老基金,对其实行市场化管埋。这些措施为养老金储蓄提供了保值增值的投资机会,从而推动了养老基金、共同基金和相关保险产品快速发展,全球资产管理业务出现了两位数的增长。养老基金的快速增长和其对资产保值增值的需求,为保险公司的投资业务提供了资金来源和需求拉动力。

(3)追求新的利润空间。从全球保险公司的业务模式和收益结构来看,投资业务已经成为保险公司新的利润增长点。传统保险公司的获利途径主要是建立在精确的费率评估和预测基础上的承保利润。在费率自由化和竞争加剧后,承保能力的过剩已经不能保证保险公司的稳健经营,现代保险业开始追求保险资金的投资收益和稳定的外部资产管理收入。如 2001 年美国恒康金融集团管理资产规模 1 270 亿美元,传统保费收入为 38.51 亿美元,一般账户净投资收益为 39.45 亿美元。此外,保险公司拥有专门的投资和精算人才,这些优势也有利于保险公司更好地了解客户的需求,并开发出适合市场需要的投资产品来满足这些需求。

表 4-13

美国寿险公司资产分布状况

单位: %

投资方式 年份	政府债券	公司债券	股票	保单贷款	不动产	抵押贷款	其他
1993	20.28	39.68	13.7	4.23	2.95	12.45	6.11
1994	20.37	40.7	14.51	4.4	2.77	11.09	6.16
1995	19.09	40.55	17.35	4.48	2.45	9.88	6.21
1996	17.64	41.32	19.5	4.37	2.17	9.1	5.9
1997	15.17	41.1	23.2	4.05	1.79	8.14	6.55
1998	13.42	40.32	26.82	3.7	1.46	7.65	6.63
1999	11.78	38.75	32.23	3.22	1.24	7.48	5.29
2000	11.45	39	31.35	3.21	1.13	7.44	6.43
2001	11.55	41.43	27.81	3.19	0.99	7.45	7.59
2002	14.23	43.63	23.42	3.11	0.97	7.41	7.23
2003	13.8	42.3	26.3	2.8	0.8	6.9	7.1
2004	13.2	42.0	27.7	2.6	0.7	6.6	7.2
2005	13.2	41.3	28.7	2.4	0.7	6.6	7.1
2006	12	39	31.7	2.3	0.7	6.5	7.7
2007	11	38.4	32.8	2.3	0.7	6.6	8.2

资料来源:李润敏,《我国保险投资风险管理研究》[D]. 山西财经大学金融系 2012。

表 4-14

英国寿险公司资产分布状况

单位: %

投资方式 年份	普通股	政府债券	外国政府 债券	其他公司 证券	单位信托	贷款和 担保	固定资产	现金、其他 短期资产
1993	48.92	16.68	2.04	8.21	8.62	1.81	7.83	3.89
1994	50.33	15.97	1.69	7.65	7.29	1.68	8.87	4.11
1995	51.3	16.06	1.76	7.61	7.64	1.46	7.15	4.84
1996	50.64	16.31	1.35	7.4	7.74	1.19	6.51	5.68
1997	50.99	15.63	1.23	8.41	7.27	1.2	6.14	6.2
1998	47.51	16.06	2.2	9.7	8.17	1.38	5.78	5.8
1999	50.65	13.26	1.94	9.86	8.88	1.15	5.32	5.92
2000	47.75	12.23	1.89	12.57	9.3	1.01	5.23	6.59
2001	44.29	12.73	2.27	15.5	7.65	1.07	5.93	6.8
2002	35.38	14.94	2.25	20.25	7.43	1.25	6.05	6.61

资料来源:同表 4-13。

表 4-15

日本寿险公司资产分布状况

单位: %

年份 \ 投资方式	有价证券	存款	贷款	不动产	其他
1995	47.8	5	35.9	5.2	6
1996	56.7	3.5	34.6	5.2	6
2001	62.3	6	13.3	4.7	13.7
2002	64.3	5.3	13.3	4.9	12.2
2003	69.7	4.7	12.2	4.3	9.1
2004	72.7	3.5	9.8	3.9	10.1

资料来源:同表 4-13。

(二) 保险公司的投资模式

1. 投资管理公司运作模式

这种模式是指保险公司通过全资或控股投资管理公司来进行投资运作。许多国际性的保险公司不仅拥有一家全资的资产管理公司,而且收购或控股其他的基金管理公司。这些保险公司的资产管理公司或基金公司,具有完全独立的董事会、管理团队和组织结构,有着独特的投资理念和业务特色,除重点管理母公司的资产外,还经营管理第三方资产。这种方式一方面可以更好地吸引资金和人才,提高资金运用效益;另一方面可以通过专业化资产管理运作,成为公司新的业务增长点,推动公司的整体发展。因此,这种模式已经成为国际保险业投资的主要模式。

2. 投资部运作模式

在这种模式下,保险公司在总部设立专门的投资部,负责管理公司投资账户的资产,同时对国外子公司或分公司的投资业务进行监管。这些公司按部门和险种进行投资,有利于公司对其资产直接管理和运作。但这种方式由于不能适应管理专业化和服务多样化的要求,逐渐被大多数保险公司所放弃。

3. 第三方投资运作模式

再保险公司、财险公司和小型寿险公司除自行管理部分资产外,还将主要资产委托给其他专业化投资机构进行管理。提供委托管理的专业化投资机构主要是一些独立的基金公司和部分综合性的资产管理公司。该模式有利于减少资产管理中的各项成本支出(包括信息技术、人力资源和管理费用等),还可以充分利用专业机构的专业化优势和成熟的经验。

(三) 我国保险公司投资发展现状

“十二五”期间,我国保费收入从 2010 年的 1.3 万亿元,增长到 2015 年的 2.4 万亿元,年均增长 13.4%。保险业总资产从 2010 年的 5 万亿元,增长到 2015 年的 12 万亿元,成功实现翻番。全行业净资产达 1.6 万亿元,保险行业偿付能力总体充足。行业利润从 2010 年的 837 亿元,增长到 2015 年的 2 824 亿元,增加 2.4 倍。保险深度达到 3.6%,保险密度达到 1 768 元/人。我国保险市场规模先后赶超德国、法国、英国,全球排名由第六位升至第三位。保险资金运用渠道实现了从单一的固定收益产品投资到权益类产品投资,从股票投资到股权投资,从基础金融产品投资到实业投资,从国内资本市场投资到国际资本市场投资,从基础金融产品投资到衍生金融产品投资等方面取得重大突破。目前保险资金可运用的投资工具已经获得了极大丰富。

1. 保险投资发展的四大阶段

我国保险投资的演进大致有四个阶段:

第一阶段,1980~1984年,为单一保险投资渠道阶段,保险资金基本上进入银行,成为银行存款。第二阶段,1984~1988年,为初步发展阶段。1984年,国务院批准中国人民保险公司,在对保费收入进行必要的扣除(准备金、赔款、各项费用开支及应缴纳的税收)后,余下的归自己使用。此后,中国人民保险公司各省级公司相继批准成立了投资处与投资公司,保险资金主要用于企业投资与技术改造贷款。第三阶段,1988~1995年,为无序投资阶段。由于经济增长过热,导致保险公司盲目无限制投资,从而形成了大量不良资产。1989年保险公司资金运用中,流动资金贷款占76%,固定资产投资占21%,购买债券及拆借资金仅占3%左右,此后,中国人民银行开始整顿金融秩序,给经济降温,保险投资公司被列为整顿对象,直到1991年恢复资金运用。第四阶段,从1995年开始至今,为逐步规范与发展阶段。标志是监管当局1995年颁布的第一部《保险法》,以及相关的法律文件,逐步对保险投资渠道进行规范与调整。截至2014年末,全国共有财产保险公司67家(其中中资45家、外资22家),人身保险公司73家(其中中资公司45家,外资公司28家)。保险专业中介机构2546家(其中保险专业代理机构1764家,保险经纪机构445家,保险公估357家)。保险兼业代理机构网点210108个(其中金融类179061个,非金融类31047个)。同时,有12家境内外保险机构在境外设立了32家营业机构(其中包括10家资产管理公司),以及在境外设立了7家代表处。

2. 保险投资情况

我国投资渠道主要有:银行存款,包括活期、定期和协议存款,这是我国保险公司资产管理的重要组成部分;各种债券,主要是国债、金融债、企业债,企业债与金融债近年来有上升趋势;此外,还有证券投资基金、不动产、股权投资等。

随着市场发展,我国保险资金运用渠道逐步拓宽,保险投资结构也进行了调整,银行存款的占比逐渐下降,但仍占相当的比例;债券的比例历年来都是最高的,其中国债与金融债的投资比例较高,企业债的比例较低;基金的投资比例逐年上升;股票、境外投资、基础设施建设的投资比例较小。具体情况见表4-16。

表 4-16

我国保险业投资情况

单位:%

投资方式 年份	银行存款	债券	证券投资基金	股票	境外投资	基础设施建设	其他
1999	52	36.9	—	—	—	—	11.1
2000	51	37.3	0.8	—	—	—	10.9
2001	52.4	28.3	5.5	—	—	—	13.8
2002	52	28.8	5.4	—	—	—	13.8
2003	52	25.6	5.2	—	—	—	17.2
2004	41.9	36.4	6.18	—	—	—	15.52
2005	34.4	52.3	7.8	1.12	—	—	4.38
2006	33.67	53.4	5.12	5.22	1.08	0.56	0.95
2007	24.39	43.98	9.47	17.65	2.3	0.9	1.31
2008	38	46.4	6.2	7.1	2.3		
2009	31.1	50.1	9.8	6.8	2.2		

续表

投资方式 年份	银行存款	债券	证券投资基金	股票	境外投资	基础设施建设	其他
2010	30.2	49.5	5.7	14	2.6		
2011	22.06	47.07	5.2	5.9	5.3	7.8	4.67
2012	34.21	44.59	5.5	6.4	3.14	0.8	5.75
2013	29.66	43.64	5.2	4.45	5.29	1.55	10.86
2014	27.1	38.15	5.2	5.9	5.3	7.8	10.5
2015	21.78	34.39	7.2	7.98	7.1	10.25	11.3

资料来源:中国保险监督管理委员会,《2016 中国保险市场年报》,中国金融出版社 2016 年版。

表 4—17 是我国保险资金的投资收益情况。

表 4—17

我国保险资金的投资收益情况

单位: %

年份	2004	2005	2006	2007	2008	2009
收益率	2.84	3.60	5.80	12.17	1.91	6.41
年份	2010	2011	2012	2013	2014	2015
收益率	4.85	3.57	3.39	5.04	6.30	7.56

资料来源:同表 4—16。

3. 我国保险公司投资的发展趋势

“十三五”期间,我国保险公司投资的发展趋势是:提效升级,发挥保险资金支持经济建设作用。保险公司将发挥保险资金期限长、规模大、供给稳的独特优势,扩大保险投资领域,创新资金运用方式,优化保险资金配置,提高保险资金服务实体经济效率。

(1)拓宽保险资金服务领域。积极支持保险资金服务实体经济发展和经济转型升级。鼓励保险资金以多种方式支持重大基础设施、棚户区改造、城镇化建设等国家重大项目和民生工程。支持保险资金以债权、股权、股债结合、创投基金、私募基金等方式,向高新技术产业、战略性新兴产业、现代制造业、现代农业等提供长期稳定资金,助力我国新技术、新业态和新产业发展。引导保险资金参与国有企业改革,服务政府投融资体制改革,通过公私合营模式(PPP)、资产支持计划等方式满足实体经济融资需求。支持符合资质的保险机构开展境外投资业务,拓展保险资金境外投资范围,规范保险资金境外投资行为,推动全球化资产配置达到新水平。

(2)创新保险资金运用方式。不断深化保险资金运用市场化改革,发挥市场主体的自主决策机制,把更多投资选择权和风险责任赋予市场主体。进一步发挥保险公司机构投资者作用,为股票市场、债券市场长期稳定发展提供有力支持。鼓励设立不动产、基础设施、养老等专业保险资产管理机构,允许专业保险资产管理机构设立夹层基金、并购基金、不动产基金等。探索保险资金开展抵押贷款,支持保险资金参与资产证券化业务。积极推进保险资产管理产品发展和创新,深化注册制改革。提高保险资产管理产品化水平。建立保险资产交易机制,推动保险资产集中登记交易平台建设。积极培育保险资产交易市场。

(3)加强保险资金运用风险管控。进一步健全和完善保险资金运用政策法规和监管制度,积极构建现代化多层次的保险资金运用监管体系。加强保险资金运用现场和非现场监管,完善风险监测和预警机制。建立保险机构资产负债匹配监管的长效机制,完善承保业务和投资

业务匹配管理,促进保险资产负债管理由软约束向硬约束转变,实现安全性、流动性和收益性的统一。强化保险资金运用事中事后监管,加强信息披露、关联交易、内部控制和资产托管等方面的监管力度。不断完善保险资金运用监管信息系统建设,提升监管信息化水平。推进保险资金运用属地监管,加强保险资产管理业协会自律。

二、保险公司融资

保险资金运用的来源是指保险公司进行投资的资金来源。保险资金运用的来源主要有:所有者权益、保险公司的负债及其他资金。具体分为以下四大类:其一,注册资本金与资本公积金,这是企业所有者权益的一部分,是保险公司在成立,或者要扩大公司注册资本金时所筹集的实际资本,在缴存的法定保证金或各种准备金不足以对外支付时,才会用于赔偿或给付,一般情况下处于不变的稳定状态,在各项保险资金运用来源中,是最为稳定的。其二,总准备金,也是所有者权益的一部分,包括盈余公积金和保证金,盈余公积金主要是保险公司在经营过程中从税后利润中提取的。保证金是保险公司在成立后按照其注册资本总额的 20% 进行提取,保险公司应将保证金存放在指定的银行,这部分资金除了保险公司在清算时可以用来清偿债务,其他时候则不得动用,其余的总准备金保险公司可以进行投资,并且是比较稳定的资金来源。其三,各类准备金,与以上两项不同,准备金属于保险公司对客户的负债,来源于保费收入,不是自有资金,包括未决赔款准备金、未到期责任准备金、长期健康险责任准备金、寿险责任准备金和存入分保准备金。准备金直接来自于保险公司的保费收入,一般而言,寿险公司的责任准备金会占到负债方总额的大部分,是保险资金运用的最主要来源。其四,其他资金,如储金、借入资金及其他融入资金等,也是保险投资的资金来源。以上四大类中,各类准备金占绝大部分,是保险投资的主要资金来源。表 4-18 是近年来我国保费的变化情况。

表 4-18 2004~2014 年我国保费变化情况

年份	保 费		寿险公司		非寿险公司	
	绝对值 (亿元)	增长率 (%)	绝对值 (亿元)	增长率 (%)	绝对值 (亿元)	增长率 (%)
2004	4 323.0	12.3	3 198.2	7.20	1 124.8	30.0
2005	4 928.4	14.0	3 644.9	14.00	1 283.1	14.1
2006	5 640.2	14.4	4 059.1	11.3	1 581.1	23.2
2007	7 033.4	25.0	4 946.5	21.9	2 086.6	32.0
2008	9 789.1	39.2	7 342.6	48.5	2 446.2	17.3
2009	11 137.3	13.8	8 144.2	11.0	2 992.9	22.4
2010	14 528.0	30.4	10 500.9	28.9	4 026.9	34.6
2011	14 341.0	10.5	9 560.0	6.9	4 780.9	18.7
2012	15 485.5	8.0	9 955.4	4.1	5 530.1	15.7
2013	17 217.9	11.2	10 736.5	7.9	6 481.2	17.2
2014	20 233.6	17.5	12 687.3	18.2	7 546.1	16.4

资料来源:同表 4-16。

(一) 股权融资

股权融资是保险公司的主要融资方式,是指保险公司在开办或增资时发行股票进行融资。股票资本可以无限期转让。股东通过股东大会参与保险公司的重大决策,以自己所持有的股

份数额行使对公司重大事项的决策权,并通过分红的方式实现自己的投资收益。股权融资资金的募集可以通过公开上市的方式进行,也可以通过私募的方式进行,股权融资方式可以直接增加公司的资本金,提高公司的资本充足率水平。

(二) 利润留存

利润留存来源于保险公司的保险业务、资本投资业务和其他业务利润的留存,属于保险公司内源性融资。利润留存的资金主要以盈余公积金的形式或临时以利润结转的形式充实自有资本,保险公司对这种自有资本可以无限期地使用。来自利润留存的自我融资有着重要的意义,特别是在业务有实际增长的情况下,这种融资方式可以实现公司的相对资本保值。在股份公司中,自我融资与资本增值融资之间存在着竞争。对于相互保险公司来说,自我融资是获得自有资本的最重要的形式。

(三) 保险技术的外来融资

保险技术的外来融资主要包括保费预缴和储蓄业务的储蓄存款,保费收入是保险公司承担未来保险偿付义务的基础。一些险种,特别是在带有保费返还保证的人寿保险、医疗保险及意外保险等,通常会有一个固定的预定利率,有时还会另外附加一个分红利率,这些利息将在未来保险偿付时支付给投保方。另外,外来资本项目还存在利润分红,这种利润分红是由该项转让的资本进行投资而产生的,是在超过预定利息的基础上进行的利润分配。

(四) 债务资本融资

严格来说,债务资本融资对保险公司的意义一般不大。这种方式主要是保险公司通过信贷合同或发行相应的债券融入资金。这种债务大多数是有固定期限的。债务资本不承担亏损弥补,债权人也不享有参与决策的权利。保险公司主要的债务融资方式有:发行债务转让凭证,如记名的或在交易所可交易的无记名债券、选择权债券、可转换债券、收益债券等;具有外来资本特性的享用权债券,特别是带有固定利息、期限和免除责任的债券;以自有资产为抵押的贷款;短期和中期的银行贷款;买方信贷等。

(五) 再保险融资

再保险不仅是保险公司风险管理的一种方式,而且是其融资的主要来源之一,如带有回收条款的再保险协议类似于债权协议,因为保险公司在将来的某个时点可能会结束与再保险公司的关系,并自行恢复所有未来现金流。

有效的保险融资能及时募集巨灾赔款,降低融资成本,保障保险企业永续经营。在发达国家,相当多的保险公司通过资本市场迅速有效地完成资本的原始积累,而目前我国保险公司的融资渠道相对匮乏,尚处于资本原始积累阶段。因此,必须大力拓展保险公司的融资方式,尤其是股权和债权融资方式,借助保险证券化,使保险人、再保险人、投资人共享利益、共担风险。保险公司融资方式的多样化也将改善资本市场的结构,推动资本市场的繁荣发展。

第四节 信托公司投融资

一、信托公司的内涵

(一) 信托的基本概念

信托是指委托人基于对受托人的信任,将其财产权委托给受托人,由受托人按委托人的意

愿以自己的名义,为受益人的利益或特定目的,进行管理或者处分的行为。^① 信托的要素主要有以下四个:(1)信托行为,是指信托当事人在相互信任的基础上,以设立信托为目的,用签订合同的书面形式而发生的一种法律上的行为。(2)信托关系,即因信托行为而形成的以信托财产为中心、当事人之间相互特定的法律关系,表现为当事人就信托财产而形成的权利义务关系。(3)信托财产,即信托行为的标的物,也称财产权,既包括委托人转移给受托人的财产,也包括受托人在管理、处分这部分财产时所取得的新财产。(4)信托关系人,是指由于信托行为而发生信托关系的当事人,可分为三类:委托人、受托人和受益人。其中,委托人是指设立信托时的财产所有者,即利用信托方式达到特定目的的人;受益人则是指在信托关系中享受信托财产收益的人;受托人在信托关系中居于核心地位,它是接受委托人的委托,在授权范围内根据有关规定对信托财产进行管理和处置的人,即“受人之托、代人理财”的人。

(二)信托公司的概念与内涵

1. 信托公司的概念

信托公司是以营利为目的,并以受托人的身份专门或主要从事信托业务的经济组织,主要侧重于中长期资金融通业务尤其是投资业务。它是一种团体受托的组织形式,是从个人受托的信托关系基础上发展而来的,是个人受托向团体受托发展演变的结果。

需要指出的是,当前我国信托公司的通行称谓是信托投资公司,但从严格意义上说,后者只是前者的一种。原因主要是:到目前为止,我国信托业的发展还处在较初级的阶段,业务范围较窄,具体的某一信托业务的开展深度又不够,从而使得同属于信托公司的信托咨询公司和信托银行等机构几乎不存在,因此在我国,信托投资公司可以涵盖信托公司的主要内容。根据我国《信托投资公司管理办法》的规定,信托投资公司“是指依照《中华人民共和国公司法》和本办法设立的主要经营信托业务的金融机构”。可见,在我国,信托投资公司和信托公司之间是可以画上等号的。另外需要指出的是,从美国、德国和英国等发达国家开展信托业务的机构来看,专业的信托公司较少,而更多的是由银行或其他金融机构兼营信托业务。但本节将不涉及这些兼营信托业务机构的投融资。

2. 信托公司的特征

(1)就其在市场经济中的作用和地位而言,信托公司是一种市场中介组织。信托公司通过开办信托投资、信托贷款、融资租赁、信托咨询等业务,将拥有财产并希望保值增值却无法经营的个人或法人机构同缺乏资本但有经营能力的个人或法人机构联系起来,使两者互通有无,使资金得到融通和有效利用。同时,信托公司通过其业务活动,充当“担保人”、“咨询人”、“见证人”,为经营者提供真实可靠的信息和其他中介服务,使经营者之间建立起相互信任的关系。

(2)就其所开展的业务而言,信托公司是一种非银行金融机构。信托公司是按照相关的法律法规进行资金的融通和投放,属于国际上公认的金融机构,但它具有不同于银行的特征,因而是一种非银行金融机构。这主要表现在:信托公司的业务是受托办理的,属于间接信用,而银行是直接信用;信托公司的业务方式十分灵活,而银行的信贷业务方式比较固定;信托公司既可融资又可融物,而银行只能融资;信托公司在融通资金的同时,还管理和供给资金,是银行信用与商业信托的结合,而银行是单纯的银行信用;在信托期间,信托财产的所有权和使用权一般是不能分离的,而银行融资是借贷关系,资金的两权是分离的。

(3)信托公司是专业的信托机构。与个人信托相比,信托公司具有明显的优势:其一,资本

^① 我国2001年颁布的《中华人民共和国信托法》中有明确的界定。

雄厚,诚信可靠,因为信托公司是集多方资金且不断以盈利充实其经济实力,同时信托公司作为企业法人是国家有关部门批准成立的经济组织,受到信托法和其他一系列法律法规的制约以及政府监管部门的监督和稽核,使得委托人和受益人的利益更有保障。其二,机构稳定,社会关系广泛,委托者办理业务方便。其三,运行专业化。信托公司聚集了各方面的专业技术人才,在各地广设分支机构,这使得信托机构拥有广博的知识和灵通的信息,同时,由于信托公司的存在不受自然寿命的限制,使其增强了处理更加复杂、涉及面更广的业务的能力。

二、信托公司的投资

信托公司的投资包括信托公司运用自有资金和所掌控或筹集的信托资金进行的所有投资活动。信托公司素有“金融百货公司”之称,主要原因在于其投资范围非常广泛,涉及国民经济的方方面面。首先,信托公司既可以投资实物资产,又可以在资本市场、货币市场或外汇市场从事股票、债券等金融资产的投资业务;其次,信托公司既可以投资一个项目,通过项目融资实施其信托投资计划,又能直接投资参股一个企业(一般会事先约定在一定时期以一定的方式退出)。

(一)信托公司的投资方式

信托公司的投资方式主要包括以下几种:

1. 发放信托贷款

信托贷款是指信托公司应用信托存款、自筹资金及其他资金对自行审定的贷款对象或项目发放贷款。目前信托公司办理的信托贷款分为固定资产贷款和流动资产贷款。根据有关规定,固定资产贷款必须纳入国家的固定资产计划,流动资金贷款只限于向投资企业发放,对其他企业发放的临时性周转资金贷款,期限较短,一般最长不得超过三个月。

从本质上看,信托贷款与银行贷款没有区别,但比较起来,信托贷款的不同之处包括:资金来源渠道更为狭窄,只能是国家规定吸收的信托存款、自有资金及其他资金,从而贷放的量也受到限制,因而其大多作为银行贷款的一种必要补充;信托贷款可以满足企业特殊的资金需求,能够较好地对银行信贷进行必要的补充;信托贷款更具灵活性,体现在信托贷款的利率范围和具体操作过程等方面。

2. 发放委托贷款

它是指信托公司接受委托人的委托,在委托存款的额度内,按其指定对象、用途、期限发放贷款,并到期收回贷款本息的信托业务。信托公司在受理该业务时,要对委托人指定的贷款对象进行审查,在进行可行性分析后,办理贷款的发放手续,监督和检查贷款的使用情况,贷款到期后,及时督促借款单位归还。

委托贷款与信托贷款的区别有:第一,资金来源不同。信托贷款的资金来源一般是信托公司吸收的信托存款及通过其他信用方式动员的资金;而委托贷款的资金来源是委托人存放于信托公司的委托贷款基金。第二,性质不同。委托贷款是由委托人指定贷款的对象、用途、利率等;而信托贷款是信托公司以吸收的信托存款及自有资金为来源,在保证受益人得到应有收益的前提下,信托公司可自主选择资金用途。第三,风险责任不同。发放委托贷款时委托人要与信托公司签订委托贷款合同,明确委托资金的对象、用途、期限、利率等,如借款人因经营损失、破产等原因到期不能还款,信托公司一般不承担责任,风险由委托人承担;信托贷款则从选择项目、贷款发放到收回等均由信托公司自主办理,风险和责任也由信托公司自担。第四,获取收益的方式不同。信托贷款的收益是按照银行利率的标准收取利息而获取的,而委托贷款

的收益则来自业务手续费。第五,管理方法不同。委托贷款的资金运用大多表现为一次性,对信用规模的扩张程度影响较小;而信托贷款的资金运用具有银行的一般特征,对信托规模的扩张和综合信贷计划影响程度较大。

3. 进行信托投资

这是信托公司的传统业务,是指信托公司以投资人身份,以其自有资金和信托资金等直接投资于企业、项目或参与合资联营企业的投资,以谋求预期收益。与信托贷款相比,信托投资是一种直接投资,两者在具体形式、风险收益和税收待遇上都存在较大的区别。信托投资按照不同的标准可分为不同的种类,如可分为长期合资经营和定期合资经营,还可分为固定分成投资、比例分成投资和保息分成投资等。

信托公司进行信托投资时,需要遵循一些基本原则,包括选择的信托投资项目必须符合国家的产业政策和投资方向;选择信托投资项目时必须事先进行认真、细致的可行性研究;投资各方必须在平等互利的基础上选择信托投资项目等。这些基本原则对信托投资的成功都是至关重要的。

4. 开展委托投资

即信托公司接受委托单位的委托,对委托单位的资金,按其指定的对象、范围、用途进行投资,并监督投资企业的资金使用、业务经营及利润分配等事务。一般情况下,各国的委托投资都是一种特定委托投资,即由委托人明确要求信托公司按其指定的投资方式向特定的企业或项目投资。

委托投资和信托投资的区别在于:第一,从资金的性质看,委托投资的资金归委托单位所有,资金的投向、金额都由委托单位决定,信托公司仅负责监督资金的使用等实务性工作;而信托投资的资金则是信托公司的自有资金及自筹资金,资金的投向、金额均由信托公司决定。第二,从投资收益的分配来看,委托投资的收益全部归委托人所有,信托公司仅按投资额或利润中的一定比例收取手续费;而信托投资的收益则归信托公司所有,委托人一般只按信托资金数额取得定期存款利息或获得信托投资收益的一定比例的增补收益。第三,从投资的责任来看,委托投资中信托公司作为委托人的代理人,企业的经营状况、利润多少与信托公司没有直接的关系,投资风险由委托人承担;而信托投资中信托公司则对投资承担一切损益和风险。

5. 投资基金业务

各国法律都允许信托公司作为投资基金或者基金管理公司的发起人从事投资基金业务。因此,通过发起成立的基金公司,再以基金公司的身份发行基金单位并将资金投向有关法律允许的标的,也是信托公司的重要投资方式之一。该方式与基金公司完全相同,在下一节“基金管理公司投融资”中有详细的介绍,此处不赘述。

6. 融资租赁

该业务是指出租人根据承租人对出售人、租赁物的选择,向出售人购买租赁物件,提供给承租人使用,同时向承租人收取租金的交易活动。信托投资公司在融资租赁业务中担任出租人,以保留对租赁物的所有权和收取租金为条件,使承租人在租赁合同期内享有对租赁物占有、使用和受益的权利。具体来说,就是首先由承租人自行向出售人选定需要的设备,确定品种、规格、交货条件等;接着承租人向信托投资公司(出租人)洽谈租赁条件,并与之签订租赁合同;最后由信托投资公司按承租人已谈好的条件向设备出售人付款购物,同时将所购设备出租给承租人使用,按期收回租金,相当于向承租人提供长期信贷。

（二）信托公司投资的管理

信托公司属于高度负债经营的企业,在投资对象日趋多元化的形势下,为了提高其资信和经济效益,促进企业的快速发展,就必须强化对投资的管理。

首先,要事先合理地安排投资结构,在有效控制风险的前提下,达到投资效益的最大化。信托机构的投资按期限长短分为长期投资和短期投资。长期投资的资金回收期长,收益高;而短期投资的资金回收期短,收益相对也低。信托公司的资金来源也同样有长期负债与短期负债。长期负债的偿还期限长,成本高;而短期付债的偿还期限短,成本也较低。那么,要在偿还期内偿还负债,并且投资收益能抵补筹资成本,信托公司就必须在充分利用各种信息渠道、先进的投资技术和具有创新精神的人才,挖掘和开拓更好的投资机会和投资渠道的同时,确保资金的投放与资金的来源在结构、时间和数量上相互匹配,即做到“量入为出”,从而将流动性风险降低到尽可能小的程度,以此来确保整个公司资金的合理运转,获得最大的总体经济效益。

其次,要适时监控投资项目效益,保证资金的顺利回收。由于投资项目的收益会受到各种内外因素变动的影 响,因此信托公司将资金投放后,大多数情况下都要密切关注投资项目的效益情况,否则就很难保证投资的安全性和收益性。如对短期和长期证券投资,应经常研究证券市场证券交易的变动和走势,特别是短期证券投资,对买入卖出的时机进行深入分析研究,以便有效地获得证券的差价收益。对于希望取得资本收益的长期证券投资,应对公司的财务状况、盈利状况和股票回报率等进行细致的分析研究,并积极参与企业的经营决策和利润分配。对于融资租赁业务,在项目签约后,设备的所有权还是归属信托公司,因此公司的管理人员应当检查设备的安装、投产使用、保养维修等,并经常了解承租人的经营业务情况,督促承租人如期偿付租金。对不及时和逾期未收回的租金,还应及时追收,以确保租金的按期收回。

最后,坚持稳健经营的原则,通过财务管理规避投资风险。信托公司在进行各种投资时,必须充分考虑如何有效避免各类风险的发生,以确保可持续经营。这就要求信托公司除了做到如前所述的合理安排投资结构以及投资过程中进行多样化的安排和有效的监控之外,在财务处理上要提取各类贷款的呆账准备金和投资风险准备金。因为信托公司的投资以及贷款业务范围广泛,种类繁多,但对于借款单位的制约和监督往往不能到位,这就要求信托公司自身要计提“两金”,以此来保证信托资金的完整,将各种风险的发生所带来的损失降到最低限度,以维护对于信托公司至关重要的信誉,确保信托公司长期稳定经营。

三、信托公司的融资

信托公司融资是指信托公司为了维持正常运转和各项业务的开展所进行的筹集资金的各项活动。信托公司作为一种重要的金融机构,其融资渠道十分广泛,包括同业拆借、吸收信托存款和委托存款、向境外金融机构借款、发行股票债券以及直接吸收投资者投入资金等。下面分别从信托公司资本金的筹集和业务开展资金的筹集两个角度加以阐述。

（一）资本金的筹集

我国信托投资公司必须有最低限额的实收资本金。2001年1月19日颁布的《信托投资公司管理办法》规定,信托公司的注册资本不得低于人民币3亿元;经营外汇业务的信托投资公司的注册资本中应包括不少于价值1500万美元的外汇;此外,中国人民银行还可以根据信托投资公司行业发展的需要,适时增加其注册资本的最低限额。目前信托投资公司自有资本金的来源渠道主要有:(1)国家财政拨款;(2)地方财政预算外收入;(3)企事业单位的自有资金;(4)企业的公积金及未分配盈利;(5)中国人民银行批准的其他资金补充来源。同时,我

国的信托投资公司还可以通过公开上市发行股票、发行基金及债券的方式来获得和补充资本金。这些资金是金融信托投资机构可以独立运用、灵活掌握的最稳定、最可靠、最有效的资金来源。

(二) 信托公司开展各类业务的融资

如上所述,信托公司的投资方式多种多样,与之相对应,信托公司的融资方式和融资渠道也表现为多种多样。总的来说,信托公司的这类融资大多是通过委托和受托的关系,在资金的所有权与使用权相对分离的情况下,根据合同在一定期限内按照委托者的意图进行的融资活动。下面从其融资方式的角度来阐述信托公司的这部分融资。

1. 吸收信托存款

信托存款业务是指企事业单位和个人将自身自主支配的、符合特定范围的资金委托信托公司代为管理和处置,并收取一定利息的资金信托业务。按照信托存款的资金来源不同,信托存款可分为单位信托存款、公益基金信托存款、劳保基金信托存款和个人特约信托存款。

信托存款与银行存款的主要区别表现在:信托存款的来源远没有银行存款的来源范围广;两者的利率有一定差别,信托存款的储户除了获得一个固定的收益率外,还可获得运用信托存款的一部分收益,而银行则只支付利息;信托存款的运用在一定程度上会受到存户的限制,而银行存款则不受存户的任何影响;在收益支付的对象上,信托存款会在信托存款协议书上明确指明受益人(可以是委托人本人,也可以不是),而银行存款则不是。

2. 吸收委托存款

委托存款是指委托人按规定向信托公司交存的、由信托公司按照委托人指定的对象和用途管理的资金。委托存款的运作收益全部归委托人所有,同时委托人承担运作风险,信托公司只按照一定比例向委托人收取手续费。一般情况下,委托人不得在到期前支取委托存款。

3. 发行信托单位

该方式的本质是投资者(信托单位的持有者)共同出资,分享收益或红利。从世界范围看,各国对发行信托单位的具体规定有所不同。例如在美国,信托公司发行信托单位而获得的资金只能用于购买并且持有一个相对固定的股票、债券和其他证券的组合,而且每月要支付给投资者相应的利息。此外,这些资金的投资有一个标明的到期日,当到期时,从证券投资中得到的收益被分配给单位信托证券的持有者。而在英国,信托单位的发行和我国的开放式基金是类似的,所融入的资金主要投资于国内外普通股股票和债券。

四、我国信托业的发展现状

(一) 我国信托业经历的六次整顿

我国信托业的正式恢复以 1979 年中国国际信托投资公司(中信)在北京的成立为标志。当时,国家为了搞活经济,支持国民经济建设,鼓励开展信托业务,如信托贷款、设备贷款等。1981~1982 年,信托投资公司数量迅速膨胀,与银行抢业务争利润,助长了企业投资规模的膨胀。在此背景下,1982 年,国家决定对我国信托业进行第一次的全国性整顿。其主要目的是将计划外的信托业务纳入管理体系,即全部信托业务均由人民银行或其指定的专业银行办理。

第二次整顿。1984 年,国家为了进一步搞活经济,将经济改革的重心由城市转向农村,该政策再次刺激了信托业的扩张,信托业借此机会加剧对固定资产投资,导致经济过热,国家物资供应计划失衡。于是 1985 年,央行决定再次整顿信托业,颁布《金融信托投资机构资金管理暂行办法》,限定了信托公司的资金来源渠道,明确信托公司的主营业务为类同于银行的资产

负债业务,且可从事实业投资。

第三次整顿。到1988年底,我国信托投资机构已达上千家。随后,国务院颁布《关于进一步清理整顿金融性公司的通知》,整顿的重点是撤并信托机构和业务规范。经整顿,信托公司的数量由1000多家减至339家,各类贷款规模增长过快的现象得到了控制,为信托业的稳步发展创造了条件。

第四次整顿。1992年初,在经济快速增长的同时,银行资金通过拆借等途径再次流入信托业,并流入股票市场和房地产市场,助长了经济的过热增长,国内开发区热、房地产热、集资热的兴起,导致信托机构违章拆借、违规经营的现象越来越严重,加重了金融秩序的混乱。为了解决这些问题,1993年6月,央行明确了银行业与信托业“分业经营、分业管理”的金融政策。截至1997年上半年,银行已不再有信托公司,中国开始了严格的信托业与银行业的分业经营。

第五次整顿。分业经营的政策并没有从根本上解决中国信托业的混乱状态:首先,由于信托业风控管理能力不高,又追求投资高回报,导致信托资金流向房地产的热潮中;其次,政府干预现象严重,导致很多项目在缺乏可行性研究的情况下就盲目投资,结果造成项目完工,却没有市场;再次,信托资金还有一部分投向国企,在当时,有的国企因产品不能适销对路导致经营困难,从而信托贷款到期无法还款。除此以外,在亚洲、拉美等地区出现区域性金融危机的背景下,我国信托公司由于上述原因造成的抗风险能力差,最终一些信托公司相继破产。1999年,国务院颁布《中国人民银行整顿信托投资公司方案》,整顿的重点是实现信托业与证券业、银行业的严格分离;保留少量规模较大、信誉度高、业务规范的信托投资公司,从而进一步完善金融服务体系。

通过以上对我国信托业五次接受整顿的梳理,可以看出,前四次整顿基本上是以膨胀—整顿一再膨胀为循环,最终信托公司发展出现支付危机,甚至破产倒闭。出现这种现象的原因是多方面的,但其根本原因是国家并没有明确我国信托业的市场定位及其未来发展方向。

第六次整顿。2001年《信托投资公司资金信托管理暂行办法》、《信托投资公司管理办法》以及《中华人民共和国信托法》的出台,标志着我国信托业第六次整顿的开始。这是国家第一次以制度的形式,引导信托公司回归本业,要求其真正从事受托理财的业务。

截至2014年底,我国68家信托公司管理的信托资产规模已达13.98万亿元,较2013年的10.91万亿元增长了28.14%;实现经营收入954.95亿元,相比2013年末的832.60亿元增长了14.69%;实现利润总额642.30亿元,相比2013年末的568.61亿元,增长了12.96%;成为仅次于银行的第二大金融门类。

(二) 信托资金投资的分析

以2014年为例,我国高达13.04万亿元的信托资金主要投向工商企业、基础产业、金融机构、证券投资和房地产五大领域,但资金信托投向在上述领域的占比有较大程度的变化,市场化对信托资产配置领域变化的驱动非常明显。

第一,工商企业。2014年度,工商企业仍是资金信托的第一大配置领域,规模为3.13万亿元,占比为24.03%。但是,相比2013年末28.14%的占比,占比有所下降。这主要是因为受经济下行影响,工商企业普遍经营困难,信托业对工商企业的资金运用开始偏向谨慎。

第二,基础产业。2014年度,基础产业仍是资金信托的第二大配置领域,规模为2.77万亿元,占比为21.24%。相比2013年末25.25%的占比,同比下降了4.01个百分点。信托资金对基础产业配置的减少,与基础产业过度投资、地方债务风险显现有密不可分的关系。由此,信托公司对政信合作业务也将更加审慎。

第三,金融机构。金融机构是资金信托的第三大配置领域。2014年度,资金信托对金融机构的运用规模为2.27万亿元,占比17.39%。相比2013年末12.00%的占比,同比上升了5.39个百分点。资金信托对金融机构运用的增加,主要源于信托业强化金融协同、金融业投资及其资产运用波动不大和回报稳定等市场因素。

第四,证券投资。证券投资是资金信托的第四大配置领域。2014年度,资金信托对证券市场的投资规模(按投向统计)为1.84万亿元,占比为14.18%,其中:债券投资占比8.86%,股票投资占比4.23%,基金投资占比1.09%。与投向金融机构相同,资金信托对证券投资的配置近年来一直呈现上升趋势。相比2013年末10.35%的占比,同比上升3.83个百分点。资金信托对证券投资占比的提升,主要缘于资本市场投资价值的显现以及投资多元化资产配置需求等市场因素。

第五,房地产。房地产是资金信托的第五大配置领域。2014年度,资金信托投向房地产领域的规模为1.31万亿元,占比为10.04%。与其他领域的配置不同,资金信托对房地产的配置近年来表现一直比较平稳。相比2013年末10.03%的占比,小幅上升了0.01个百分点。资金信托对房地产配置的上述特点,与房地产市场的短期波动平稳、中长期风险暴露增加的特点有关。随着2016年2季度开始暴露的房地产行业风险,预计资金信托投向房地产领域今后或将更为谨慎。

从信托资金投向看,2014年度投向非实体经济部门的规模为4.11万亿元(包括金融机构及证券投资),占信托总规模的29.40%;投向实体经济部门的规模为9.87万亿元(包括工商企业、基础产业等),占信托总规模的70.60%。信托业是实体经济的坚定支持者。

(三)信托业发展的趋势

《中共中央关于制定国民经济和社会发展第十三个五年规划的建议》在“构建发展新体制”中提出,开发符合创新需求的金融服务,推进高收益债券及股债相结合的融资方式。循着这一思路,信托在“十三五”期间发展的可行路线图是,突破原有路径依赖,跳出以债权融资业务为单一主营业务的“信托初级阶段陷阱”,对债权融资类业务进行创新升级并降低其占比,显著提高以股权投资为主要资产运用方式的资产管理业务的占比,逐步形成这两大类业务并行的格局,从而迈入信托发展的中级阶段。

首先,对债权融资类信托业务进行大力创新。一是创设“附信托私募企业债”。这是属于高收益债券的一种,是指企业以非公开方式发行和转让,约定在一定期限还本付息的债券。在债券发行前,企业与受托人即信托公司签订信托合同,将担保物权设定给受托人,使受托人为全体企业债债权人的利益保管并行使担保物权,同时为债权人的利益履行其他法定义务和约定义务。在这一创新金融品种的设计中,信托公司所扮演的角色从信托计划的发行主体,转化为“投资银行+信托受托人”。二是按照互联网信托的思维模式,借鉴众筹的做法,改变现有监管政策,针对投资者单笔投资信托产品,由下限管理改为上限管理,大幅度降低投资者对单一信托产品的投资额和集中度,分散其风险,这将有助于打破刚性兑付,也有利于信托公司降低筹资成本,促进信托资金进入更广泛的实体经济、新兴经济领域。

其次,在居民收入不断增长、财产持续积累的时代背景下,家庭资产管理的巨大需求,有望成为支撑信托发展的新驱动力,有望支持收费型资产管理等买方业务的开展。从域外经验来看,当人均GDP超过7000美元时,资产管理需求将处于快速成长时期。中国的人均GDP在2014年约为7485美元,国民财富快速增长将带来资产管理业务的快速成长。资产管理业务所对应的资产运用,主要是对股权、证券等的直接融资活动。这正好可发挥信托公司的比较优

势——股权投资功能,而目前经济中蕴含着巨大的股权投融资需求,包括项目股权投资、私募股权投资(PE)、新三板投资、并购投资等。信托资产管理业务将有利于促进我国企业的资本形成,改善企业资本实力偏弱、杠杆率居高不下、缺乏财务稳健性的不利局面。

以信托基金为主要产品形态的资产管理业务区别于传统的债权融资信托业务,具有明显的特征:资产管理业务虽仍由信托公司发起,但它属于买方业务,出发点是满足各类投资者的理财投资需求;资产管理业务虽也需要将资金投入实体经济中,但其业务展开的方式是真正的投资类业务,与银行业务相比有清晰的界限;资产管理类信托产品不再设预期收益率,其存续的期限亦颇有弹性,从而有利于将投资者的行为模式转换为风险自担的投资行为,资产管理业务的收入来源于固定费率的佣金和针对超额收益的分成,不必“刚性兑付”,属于收费型业务;资产管理类信托产品采取基金形态,资金分别投向多个不同的主体,有利于分散风险。

最后,在“十三五”期间,来自家庭部门、社会事业对信托的需求将日益扩展,成为支持信托进一步发展的强大驱动力。其中,尤其值得期待的是,公益信托和以家族信托为代表的财富管理业务,有望在信托的中级阶段中,从蹒跚学步开始继而不断成长,终成大树,为过渡到以资产管理业务和财富管理业务双轮驱动的信托高级阶段积聚条件。

第五节 基金管理公司投融资

一、基金管理公司概述

起源于英国、兴盛于美国的基金历经了 100 多年的发展历程。1868 年,英国创立了历史上第一只基金——伦敦海外殖民政府信托,标志着基金开始登上了历史舞台。第二次世界大战之后,英国的经济实力受到重挫,其经济中心的地位被日益强盛的美国所取代,美国成为新的国际金融中心。自此,基金作为一种收益共享、风险共担的金融产品开始在美国进入了一个全新的发展时代。美国的基金资产规模在 20 世纪 40 年代、50 年代、60 年代和 70 年代分别为 4 亿美元、25 亿美元、170 亿美元和 476 亿美元,呈现加速增长态势(见图 4-10)。同时,创新产品不断涌现,如 20 世纪 70 年代的货币市场基金、80 年代的政府收益和政府国家抵押公会基金以及各种各样的专项或行业基金,这些使人耳目一新的产品的出现带动了基金业在美国的迅猛发展。20 世纪的最后 10 年,美国经历了有史以来最长的经济繁荣期。在此期间,美国基金业的发展速度远远超过了其他金融行业的发展速度,吸引了越来越多的投资者。

据 CIC(国际数字资产中心)统计,2015 年全球基金总规模 37.08 万亿美元。美国基金在全球基金中占主导地位,主要表现在:一是在全球基金总额中,美国基金占半壁江山,因而它对全球基金的进一步发展有着举足轻重的影响;二是美国的基金运作相对规范,其中,公司型、开放式基金比较成熟,为其他国家或地区学习的对象,因而有着导向作用;三是美国的金融创新层出不穷,既为基金的运作提供了不断增大的市场空间,也为基金的进一步完善提供了良好的市场环境,2015 年,共有 7 674 只基金,基金资产占全球的 48.87%。

处于全球基金业第二梯队的国家比较多,有 8 个。其中,卢森堡、澳大利亚、法国和爱尔兰的基金资产净值超过 1 万亿美元,分别为 2.28 万亿美元、1.44 万亿美元、1.38 万亿美元和 1.06 万亿美元。而巴西、英国、日本、加拿大基金资产规模在 0.7 万亿~0.9 万亿美元。

第三梯队是 5 000 亿美元以下、1 000 亿美元以上的国家。中国基金业是这一梯队内规模较大的国家,和中国处在同一梯队的国家还有德国、瑞士和韩国,基金资产规模分别为

2 930.11 亿美元、2 730.61 亿美元和 2 267.16 亿美元。此外,西班牙、瑞典和南非的基金资产规模在 2 000 亿美元以下。

以国际货币基金组织(IMF)2012 年公布的 2011 年度 GDP 数据为准,中国的 GDP 为 7.298 万亿美元,约为美国的一半,比排名第三的日本多 24.34%。2011 年年底,中国基金资产规模占 GDP 比例只有 4.65%;而发达国家经济体中的美国、英国、法国、德国、日本、加拿大和澳大利亚 7 个国家的简单平均,基金占 GDP 比例为 45.94%,几乎相当于中国这一指标的 10 倍。新兴市场国家中,巴西基金占 GDP 比例为 40.03%,南非基金占 GDP 比例为 30.63%,是中国这一指标的 6~8 倍。

(一)基金管理公司的定义

基金业由基金持有人、基金管理人、基金托管人三个直接主体与基金这一个客体构成。另外,基金承销人与政府监管部门也属于基金业的间接主体。其中,基金管理人主要承担基金资产投资管理的职能,一般由具有专业投资知识与经验的专业金融机构来担任,也就是我们通常所说的基金管理公司。从事基金管理业务的公司在不同的国家和地区有不同的称谓,如美国称“投资顾问公司”或“资产管理公司”,英国称“投资管理公司”,日本称“投资信托公司”,我国则称“基金管理公司”。虽然称谓各不相同,但其本质都是一样的。本节将统一使用我国的称谓,即基金管理公司。

基金管理公司是指具有专业投资知识与经验、主要承担基金资产投资管理职能的专业金融机构。基金管理公司有广义与狭义之分。狭义的基金管理公司是指依照《证券投资基金管理公司管理办法》的规定,设立并运作的从事基金管理业务的公司。广义的基金管理公司是指从事基金管理业务,向投资者提供资产管理服务的公司,是一个比较宽泛的概念,其宽泛性主要体现在:在基金设立形式上,它既包括管理公募基金的公司,也包括管理私募基金的公司;在基金投资对象上,可以投资于有价证券,也可以投资于风险创业项目,或者两者兼而为之。因此,广义的基金管理公司不仅包括管理证券投资基金的公司,也包括管理风险创业投资基金的公司和管理对冲基金的公司。本书所讨论的基金管理公司采用狭义的概念,主要是由于目前我国还未公开出现从事对冲基金管理业务的基金管理公司,从事风险创业基金管理的基金管理公司也才刚刚起步。

(二)我国基金管理公司的发展概况

伴随着基金业的发展,我国的基金管理公司也经过了从无到有、从不规范到较规范、从不成熟到较为成熟的发展道路。如果以 1997 年 11 月国务院证券委颁布的《证券投资基金管理暂行办法》和 2000 年 10 月中国证监会颁布的《开放式证券投资基金试点办法》为分界点,国内基金管理公司的发展可以划分为三个阶段。

1. 基金管理公司的起步阶段

这一阶段是从 1991 年 10 月我国第一批证券投资基金“武汉证券投资基金”和“深圳南山证券投资基金”的成立至 1997 年《证券投资基金管理暂行办法》颁布之前,期间我国几乎没有严格意义上的基金管理公司,专业性的基金管理公司数量也极少(主要是深圳投资基金管理公司、淄博基金管理公司和蓝天基金管理公司等)。由于没有一部全国统一的基金法规,对基金发起人、管理人及托管人的资格条件和法律地位都没有统一的规定,更多的是三者之间存在高

度的关联关系。如当时就有很多老基金^①是在发起人内部设立一个不具备法人资格的基金管理公司来充当基金管理人,甚至同时充当基金托管人。由于同一主体担任多个角色,出现了基金管理人在无监督的情况下挪用基金资产、随意变更基金投资方向等不规范行为,因此在这一阶段,内部人员牟取私利的现象普遍存在,基金运作效率十分低下。

2. 基金管理公司进一步发展,但是违规现象普遍存在的阶段

这一阶段是从1997年11月国务院证券委颁布《证券投资基金管理暂行办法》至2000年中国证监会颁布《开放式证券投资基金试点办法》之前。这一阶段国家出台了一系列法律法规来规范基金业的发展和基金管理公司的规范运行,达到了一定的效果。1998年3月,一批真正意义上的基金管理公司——国泰基金管理公司和南方基金管理公司成立。随后,在政府的扶持政策下,到2001年国内共成立了14家专业的基金管理公司,管理基金50余只(均为封闭式基金),对这些基金管理公司乃至整个基金行业的监管法规也初具体系。同时,这一阶段的基金管理行业的进入壁垒很高,从而使基金管理公司的竞争压力很小,再加上政府的一些扶持政策,如证监会给予基金的新股配售特权、极高的管理费率等,使得基金管理成为暴利行业。不过,收入与基金业绩的脱离所带来的竞争和激励机制的缺失,加上行业约束机制的不完善,使得基金管理公司内部治理结构对基金管理公司的约束极为有限,整个行业违规现象普遍存在。2000年10月,《财经》杂志刊登的一篇题为《基金黑幕——关于基金行为的研究报告解析》的长篇报告,一石激起千层浪,引发了整个社会对基金行为的大讨论和证监会对基金黑幕问题的调查。而调查的结果显示,当时只有2家基金管理公司未发现相关的违规行为。

3. 基金公司的快速成长时期

这一阶段是从2000年10月中国证监会颁布《开放式证券投资基金试点办法》至今。该阶段也是开放式基金从无到有再到成为基金主流品种的过程。

首先,这一阶段中无论基金的数量、规模,还是专业基金管理公司的数量都迅速增加。从2001年9月第一只开放式基金——“华安创新证券投资基金”设立之日到2007年5月,我国已有基金管理公司(包括中资公司和合资公司)57家,基金总数366只,基金总资产净值达到63 876 796.18万元。其中,开放式基金310只,国投股票的基金规模最大,达165.82亿元;封闭式基金55只,最大基金规模达30亿元;LOF^②(Listed Open-Ended Fund)25只,最大规模达43.35亿元;ETF^③(Exchange Traded Fund)5只,最大规模为54.35亿元。

其次,2004年我国有关主管部门相继颁布了《中华人民共和国证券投资基金法》、《证券投资基金信息披露管理办法》、《证券投资基金运作管理办法》、《证券投资基金销售管理办法》、《证券投资基金管理公司管理办法》和《证券投资基金管理公司高级管理人员任职管理办法》,基本形成了较为完善的法律体系,进一步规范了基金管理公司和整个基金业的健康发展。2005年,中国人民银行、银监会、证监会在充分考虑到基金业发展状况、商业银行改革进程、监管协调和金融宏观调控等问题的基础上,对商业银行设立基金管理公司采取了先试点后推广

^① 在1997年《证券投资基金管理暂行办法》颁布之前,国内共发行了72只契约型封闭式基金,该阶段成立的基金通常被称为“老基金”。

^② LOF也就是上市型开放式基金,是一种可以在交易所挂牌交易的开放式基金。发行结束后,投资者既可以在指定网点申购与赎回基金份额,也可以在交易所买卖该基金。LOF提供的是一个交易平台,基金公司可以基于这一平台进行封闭式基金转开放、开放式基金上市交易等。

^③ ETF称为交易型开放式指数基金。它综合了封闭式基金和开放式基金的优点,投资者既可以向基金管理公司申购或赎回基金份额,同时,又可以像封闭式基金一样在证券市场上按市场价格买卖ETF份额。

的发展思路,联合公布并实施《商业银行设立基金管理公司试点管理办法》,规定了商业银行基金管理公司的申请程序、业务范围、风险控制和监督管理等。商业银行基金管理公司是商业银行作为主要股东直接出资、经监管部门批准设立、从事基金管理业务的企业法人,可以有效分流储蓄,分散金融风险,促进资本市场发展。同年,中国工商银行、中国建设银行及交通银行作为主要股东发起设立的3家基金管理公司均获准成立,发行的首只基金募集规模达150亿份(见表4-19)。

表 4-19 商业银行基金管理公司情况

基金公司名称	发起银行	外方合资机构	股东情况	注册资本	首只基金募集时份额	成立时间
工银瑞信基金管理公司	中国工商银行股份有限公司	瑞士信贷第一波士顿	中国工商银行股份有限公司(55%)、瑞士信贷第一波士顿(25%)、中国远洋运输(集团)总公司(20%)	2亿元	43亿份	2005年8月26日
交银施罗德基金管理公司	交通银行股份有限公司	德国施罗德投资管理公司	交通银行(65%)、施罗德投资管理有限公司(30%)、中国国际集装箱海运(集团)股份有限公司(5%)	2亿元	48亿份	2005年9月29日
建信基金管理公司	中国建设银行股份有限公司	美国信安金融集团	中国建设银行股份有限公司(65%)、信安金融集团(25%)、华电集团(10%)	2亿元	62亿份	2005年12月1日

资料来源:中国人民银行,《2005年金融市场运行报告》。

最后,随着基金管理公司数量和开放式基金数量的增多、相关法律法规更加合理的规定,基金管理公司不再像第二阶段那样“早涝保收”,行业进入壁垒的降低、开放式基金的赎回机制、合资基金公司的出现引发了基金管理公司投资理念的转变,即由原来的“坐庄”式转向价值挖掘式,注重对行业发展趋势以及个股基本面的研究,同时工作重心也由投资管理转向投资管理与客户服务并重,很多基金管理公司还提出向“一切以服务为中心”的理财机构转型。总之,我国基金管理公司已经进入了快速成长期,并开始向成熟期过渡。

二、基金管理公司投资

由于目前基金管理公司投资的主要渠道是证券投资,其他类型的投资(如产业投资和风险投资)处于起步阶段,所以我们将着重介绍基金管理公司的证券投资。证券投资基金主要投资于证券市场的股票、债券、商业票据乃至基金产品等各种金融工具,这部分内容在第九章金融资产中有关基金种类的部分有较详细的介绍,这里主要分析基金管理公司证券投资管理和投资策略两个方面。

(一)基金管理公司投资管理

基金管理公司投资管理的主要过程包括:

1. 确立使命与宗旨

基金投资管理的使命与宗旨可以概括为:结合内部与外部环境、主观与客观条件,取得优秀的投资业绩,向基金持有人提供满意的资产管理服务,同时为基金管理公司赢得有形与无形的利益。

2. 分析投资者的需求与偏好

这是基金投资管理过程中重要的一环,通常需要先依据不同的标准(如年龄、收入等)将投资者分类,目的是为了向不同类型的基金持有人(即投资大众)提供优质的资产管理服务。

3. 确定投资目标

一般而言,任何基金类型的设立都要根据投资者的需要、综合考虑内外部环境以及各种市场限制后确立特定的投资目标。目标一旦确立,在基金存续期内一般不会轻易改变。投资目标需要考虑安全性、收益性、流动性三项要素,包括本金的安全、资本的增值、收入的保证、通货膨胀的抵补、纳税、足够的流动性等,据此基金常被分为积极成长型、成长型、收入型、平衡型等类型。

4. 制定投资政策

投资政策是为了实现投资目标、指导投资活动而制定和实施的一套原则与方针。制定投资政策应综合考虑投资目标、投资环境、投资限制、投资者的投资理念、市场的基本规律等因素,涉及的内容主要包括投资的资产组合,各类资产的集中分散程度,基金的充分投资程度,对融资、融券、财务杠杆、衍生工具的运用的限制等。其中最根本的问题是如何权衡收益与风险。

5. 制定投资策略

为了达到投资目标,基金管理公司必须在投资政策的指导下,分析投资市场长期的发展趋势,结合基金管理公司内部的特点,制定适当的投资策略,抓住机遇,迎接挑战,扬长避短。基金投资策略的内容很广泛,包括资产组合投资策略、资产配置策略、股票投资策略、固定收入证券投资策略、创业投资策略等。

6. 分析投资市场

投资市场分析是对宏观经济形势、行业发展前景、公司经营状况、项目开发潜质等进行基本面的分析,对资产价格的历史走势进行技术面的分析,对投资大众或整个市场进行心理与行为分析,综合考虑经济、政治、社会等各方面的因素,以及过去、现在、未来等各个时段的信息,从而对各类资产的价格变化有一个较准确全面的预期与把握。有效的投资市场分析需要一个高效的信息系统,以便快速地收集、整理、储存、传递、使用各类信息,全面掌握各方面的情况。投资市场分析是投资管理过程中极为重要的一环,如果把投资管理过程比作一个工厂,投资市场分析的结果相当于原材料,投资策略相当于生产线,最终的投资抉择相当于最终产品。生产线的先进程度固然重要,但原材料的质量也不容忽视。

7. 抉择、执行、调整

在投资策略的指导下,运用投资市场分析的结果,基金管理者就可以进行投资抉择了。投资抉择需要首先拟定投资方案,然后从中选出最满意的方案。投资抉择主要是构造投资组合,包括资产分配的选择、单个资产的选择、投资组合的优化等。决策的下一步就是执行,即进行资产的交易或进行项目的实施。在执行与实施过程中,基金管理者还必须根据内外部环境及主客观条件的变化,对投资组合进行动态调整,以适应情况的变化,保持投资组合的最优。

8. 评估业绩、总结经验、改进提高

投资结果出来后,必须进行业绩评估,并进一步总结经验、吸取教训、着眼未来、改进提高。这样,投资管理过程才完成一次圆满的循环,并在进入新一轮循环时,形成螺旋上升的轨迹。其实,评估进展情况、总结经验教训、不断改进提高,自始至终贯穿于投资管理过程中的每一阶段,不只是到了每一投资管理循环的终点才开始。

基金管理公司投资管理过程见图4-13。

在现实中,投资管理过程并非按上述步骤一步一步严格地呈直线式行进,各步骤之间会有很多交叉反复,在进行投资活动时需要注意。

(二) 基金管理公司投资策略

投资策略就是基金管理公司根据现代证券投资理论,基于对证券市场中某些证券状况的

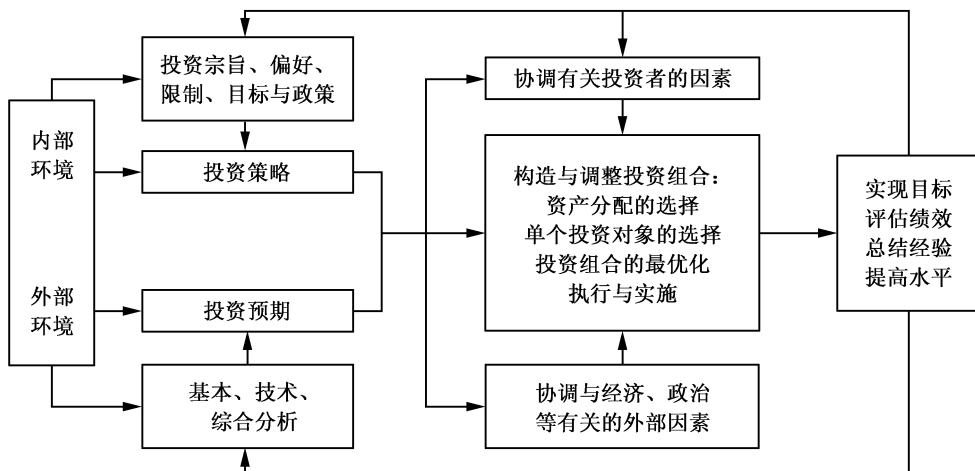


图 4-13 基金管理公司投资管理过程

分析和对证券性质的认识,选择制定投资组合方案。投资策略是决定基金业绩的关键因素,必须事先拟定,临机权变,不断创新。一般而言,基金的投资目标与投资政策是公开的,但其投资策略却很少公开,因为想取得优秀业绩的基金无一不把独具特色的投资策略视为出奇制胜的秘密武器,也无一不在千方百计地开发创新更有效的投资策略。投资策略吸收了各类最新的研究成果,反映了投资市场的最新潮流,它渗透在整个投资管理过程中,是投资管理中最为活跃的一个领域。

投资策略的分类方法主要有以下两种:

1. 根据对市场有效性的判断来分类

据此可将投资策略分为积极管理策略、消极管理策略以及混合管理策略。这是最经典的投资策略分类方法。消极管理策略是指投资者认为金融市场是非常有效的,证券价格反映了一切信息,一切分析证券价格的努力都是徒劳的,最佳的投资策略是构筑一个市场投资组合;积极管理策略是指投资者认为金融市场是无效的,只要积极寻找被市场低估的证券或能把握市场大势,选择准确的投资时机,就会获得超过市场平均利润的超额利润;混合管理策略是指投资者对市场有效性的判断介于前两者之间。此外,积极投资策略又可分为证券选择策略与市场选择策略,前者在于寻找被市场低估的证券,后者在于把握大势,通过调整无风险资产与市场组合的比例,获得超额收益。

2. 按照投资管理流程来分类

据此可将投资策略分为资产配置策略、股票投资策略和固定收入证券投资策略。资产配置策略包括系统化资产配置策略和捷径式资产配置策略。系统化的资产配置需要经过预测资本市场环境,估计投资者的效用函数,选择最优化的投资组合等环节,因而是个全面系统的过程。随着证券市场的变化,基金管理人需要对资产配置做出快速调整。由于受到客观条件制约,同时为了提高配置效率,在现实中,基金管理公司常常选择一种捷径式资产配置策略,这些策略包括买入并持有策略、组合保险策略、固定比例策略和战略性资产配置策略。买入并持有策略属于典型的消极投资策略,是指在持有投资组合的期间不再改变这种配置状况,这种策略虽然放弃了从市场变化中获利的机会,但降低了交易成本,也不会因管理人判断错误而失去盈利机会。组合保险策略是指将资产在无风险资产和风险资产之间分配,风险资产的比例随资

产总值的上升而增加,既保险而又不放弃升值潜力。固定比例策略与保险组合策略同属混合型投资策略,其中固定比例策略是指构筑某个资产组合后,不对资产收益与投资者偏好做出预测和评估,而是定期对资产再配置,以保证各类资产的市场价值在总资产价值中的比例固定,即当某种资产价格上涨时,将其卖出一部分,而购入其他资产,以确保各资产比例不变。这种策略适合风险承受力比较稳定的投资者,而当市场处于震荡波动的行情中,其收益将明显高于买入并持有策略以及保险组合策略。战略性资产配置策略属于典型的积极投资策略,是指在不改变投资者效用函数的基础上,根据对各类资产效益风险预测的变动改变投资组合。这种资产配置策略要求管理人能准确预测资本收益率变化的趋势,这种策略可能为投资者带来丰厚的投资报酬,同时风险也最大。

股票投资策略分为积极投资策略和消极投资策略。股票是证券投资基金的最重要的投资工具,股票投资分为三个层面:第一个层面为时机抉择;第二个层面为投资风格选择或细分市场选择;第三个层面为个股选择。其中每个层面的投资策略都可分为积极投资策略和消极投资策略。时机抉择就是选择进入股票市场的时机,其实质就是资产的配置,其中最积极的是系统化资产配置策略,最消极的是买入并持有策略,其余的如固定比例策略、组合保险策略介于两者之间。选择投资风格或细分市场也可分为三种投资策略:消极策略是构造一个市场投资组合,而不进行风格选择;积极策略是在不同的投资风格之间经常转换,即只要该种投资风格短期内有利可图,但这样做提高了基金的交易成本;混合型策略是选择并保持一种投资策略,如只投资于价值股、小盘股、高科技股等股票中的几种,这是我国证券投资基金通常选择的股票投资策略。个股选择也可分为积极投资策略与消极投资策略:最积极的投资策略是选择最富成长性或潜力的个股,并常常随着判断的变化而更换股票;最消极的则是不选股,而是构成某风格或细分市场的板块组合;混合型投资策略则介于上述两者之间。在现代基金投资管理中,很少有基金经理在股票投资的三个层面上采用同一种投资策略,而是在比较有优势的层面采取较为积极的投资策略,而在很难把握的层面采用较为消极的投资策略。

固定收入证券投资策略也可分为积极投资策略、半积极投资策略和消极投资策略。固定收入证券包括国债、公司债券、金融债券、市政债券和抵押债券等债券类证券,以及票据存单等货币市场工具。积极投资策略是基于这样一种假设:债券市场或货币市场不是完全有效市场,存在错误定价的证券,找出这些错误定价的证券就能够达到盈利的目的;或还存在有利的市场时机,恰当地选择时机也能盈利。与积极投资策略不同,消极投资策略是基于市场有效这一基本假设,认为市场的证券价格是正确的、合理的。

(三)我国基金管理公司投资决策过程

具体的决策过程如下:(1)研究策划部提供宏观分析、行业分析、企业分析及市场分析的研究报告,为投资决策委员会提供决策依据。(2)投资决策委员会依照研究策划部提供的调查研究分析报告为基金拟定投资原则与方向,即确定资产分散的程度和各项投资的比重。(3)基金资产管理部根据投资决策委员会制定的投资原则和方向,参考研究策划部的宏观、行业、企业及市场分析报告,制定国债和股票投资组合。(4)投资决策委员会和总经理审核基金投资组合后,由基金资产管理部下属的集中交易室执行具体交易指令。(5)风险控制委员会根据市场变化对投资计划提出风险防范措施。监察稽核部对计划的执行过程进行日常监督。

(四)我国基金管理公司投资现状

我国基金管理公司的投资渠道主要是证券投资。证券投资基金主要投资于证券市场的股票、债券、商业票据乃至基金产品等各种金融工具。截至2015年4月末,我国总共成立了96

个基金管理公司,公募基金的数目达到 2 108 只,基金所持资产规模总量超过 6.1 万亿元。其中,封闭式基金 146 只,开放式基金 1 962 只。见表 4—20。

表 4—20 我国证券投资基金规模及分类

项 目	基金数量(只)	份额(亿份)	净值(亿元)
封闭式基金	146	1 408.63	1 628.28
开放式基金	1 962	50 505.38	60 369.63
其中:股票基金	767	11 140.26	17 695.3
混合基金	504	10 409.72	13 121.92
货币基金	181	24 957.96	24 989.01
债券基金	416	3 033.37	3 586.04
QDII 基金	94	964.08	977.36
合计	2 108	51 914.01	61 997.91

资料来源:中国证券投资基金业协会,2016 年。

1. 我国证券投资基金的特点

(1)基金的持仓水平与市场走势存在较强的相关关系。当市场走势弱,股票投资风险加大,基金的持仓水平不断降低;而当市场走势强时,基金能准确地把握住投资机会,增加持仓水平。

(2)基金的持股集中度与市场走势之间的关系不明显。所谓的持股集中度是指基金前十大重仓股票市值之和占基金持股总市值的比例。基金的持股集中度在一定程度上反映了基金经理的投资风格以及对未来市场的看法。持股集中度越高说明基金经理更加相信自己的选股能力,对经过自己研究精选出来的股票相当有信心,并希望通过增加这些股票在投资中所占的比重来获取超额收益。根据数据库提供的数据,目前全部基金的持股集中度为 28.61%。

(3)基金的行业集中度较高且与市场走势相关。所谓行业集中度,是指基金重仓行业股票市值占全部行业持股总市值的比重。行业集中度越高说明基金经理对自己选择投资行业的能力越加自信,对经过自己研究精选出来的行业相当有信心,并希望通过增加这些行业中的股票的投资比重来获取超额收益。根据数据库提供的数据,目前基金投资行业较大的股票为金融业、保险业、信托业、券商业、制造业、机械设备仪表业,集中度超过了 55%。当市场走势变弱时,基金的行业集中度降低,反映出为了更好地降低投资风险,基金投资的行业较分散;而当市场走势走高时,基金的行业集中度提高,反映出基金主要将投资集中在自己比较看好的少数几个行业。

(4)基金选择投资对象时具有趋同性。这种现象产生的原因可能是由于证券市场上优质股票的稀缺性,使得基金经理通过自己的研究分析后,做出了共同的投资选择;也有可能是基金经理为了使自己的投资业绩不会因为自己的操作而表现不佳,模仿其他基金经理的投资选择所造成。

(5)多数基金属于风险偏好的基金。有研究(王学明,2010)表明:证券投资基金中属于风险偏好的基金占样本基金总数的 64%;属于风险中性的基金占比 23%;属于风险回避的基金占比 13%。据分析,风险偏好的基金数量占绝大部分,与我国证券市场的较高投资风险的现状相一致。并且因为参与这种高风险投资市场的投资人多是风险偏好者或者风险承受能力较

强的人,所以我国证券投资基金的投资风险偏好与投资者需求相符合,大部分属于风险偏好型的基金。

2. 我国证券投资基金投资行为的影响因素

王学明(2010)通过因子分析方法,对选定的 22 个指标进行分析,提取了资产收益能力、规模、偿债能力、收益波动性、市场表现、估值水平、公司基本面和现金状况这 8 个公共因子,并就其对我国证券投资基金投资行为的影响进行了分析。研究发现,我国证券投资基金投资行为受到上市公司的资产收益能力、规模、市场表现、估值水平、公司基本面、现金状况和收益波动性的显著影响,基金偏好持有收益能力较强、规模较大、市场表现较好、估值较高、公司基本面和现金状况较好的股票,而避免持有收益波动性较大的股票,但对上市公司的偿债能力并不是很关注。

三、基金管理公司融资

基金管理公司的融资可以分为两个部分:资本金的筹措以及发行基金单位以开展投资业务。

(一)基金管理公司资本金的融通

基金管理公司资本金的融通可分为两部分:一是发起设立时资本金的筹措;二是基金管理公司成立后资本金的补充。基金管理公司成立时资本金的筹措过程,实际是发起人筹资组建基金管理公司的过程。世界各国对发起人均有严格的规定,其中最主要的就是对资本金下限的规定,如美国法律规定新成立的基金管理公司资本金不得少于 10 万美元。我国 2004 年 10 月 1 日颁布实施的《证券投资基金管理公司管理办法》明确规定新成立的基金管理公司的注册资本不低于 1 亿元人民币,且股东必须以货币资金实缴,境外股东应当以可自由兑换货币出资。此外,还明确规定了主要股东(即出资额占基金管理公司注册资本的比例最高,且不低于 25% 的股东)所必须具备的条件,具体包括:从事证券经营、证券投资咨询、信托资产管理或者其他金融资产管理;注册资本不低于 3 亿元人民币;具有较好的经营业绩,资产质量良好;持续经营 3 个以上完整的会计年度,公司治理健全,内部监控制度完善;最近 3 年没有因违法违规行为受到行政处罚或刑事处罚;没有挪用客户资产等损害客户利益的行为;具有良好的社会信誉等。同时,对于中外合资基金管理公司的境外股东也做了具体要求,规定其须为依其所在国家或地区法律设立,合法存续并具有金融资产管理经验的金融机构,财务稳健,资信良好,最近 3 年没有受到监管机构或者司法机关的处罚;所在国家或者地区具有完善的证券法律和监管制度,其证券监管机构已与中国证监会或者中国证监会认可的其他机构签订证券监管合作谅解备忘录,并保持着有效的监管合作关系;实缴资本不少于 3 亿元人民币的等值可自由兑换货币等。

通过以上介绍可以发现,我国是通过对发起资本金的下限要求和主要股东的资格要求来从源头上规范基金管理公司的发展。总的来说,目前我国基金管理公司的行业壁垒已较低,对资本金的要求很容易满足。不过,对主要股东以及资本金来源渠道等方面的政策性限制影响了基金管理公司成立后的再融资。目前,我国还没有基金公司上市融资,相反,国外的基金公司通过公开上市在股票市场增资扩股,或在达到一定的标准后就通过发行债券等金融工具进行再融资。由于这些融资过程与其他企业的融资并无太大差异,在此不赘述。

(二)基金单位的发售

基金发起人通过向社会公开发行人基金单位将众多分散投资者的资金汇集起来,并将资金用于证券投资。基金单位的持有者对基金享有资产所有权、收益分配权、剩余财产处置权和其

他相关权利,并承担相应义务。基金单位的发行流程如图 4-14 所示。

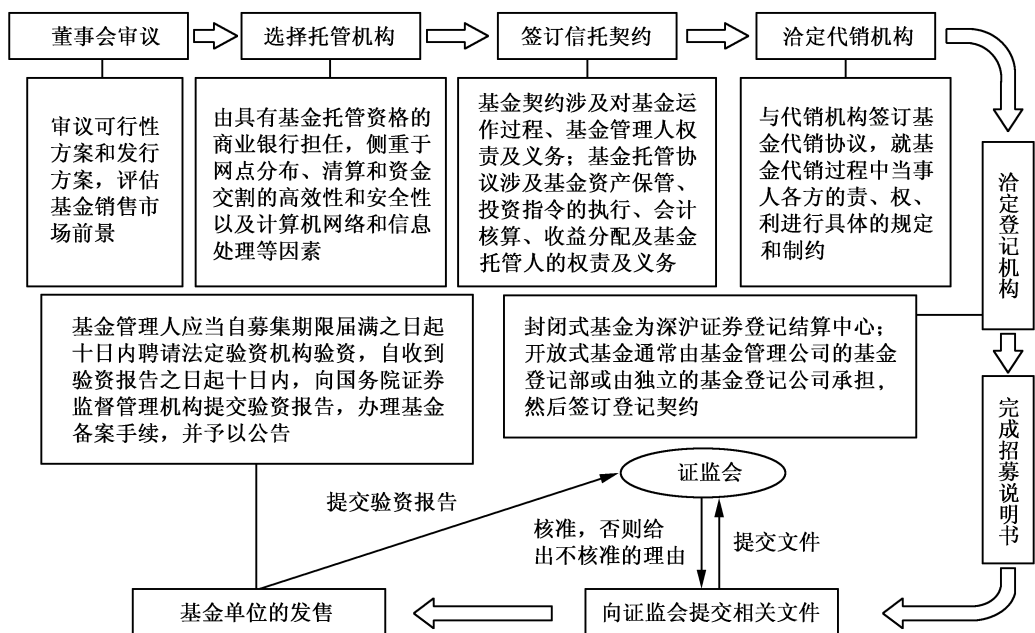


图 4-14 基金单位的发行流程

另外,我国基金单位发行需要注意的是:(1)登记机构是对交易成交数量登记认定,一般而言,封闭式基金要考虑上市交易,以深沪证券登记结算中心较为适宜。而开放式基金一般不需要上市交易,所以通常由基金管理公司的基金登记部或由独立的基金登记公司承担。(2)我国《基金法》明确列出了基金招募说明书所需包含的具体内容:基金募集申请的核准文件名称和核准日期;基金管理人、基金托管人的基本情况;基金合同和基金托管协议的内容摘要;基金份额的发售日期、价格、费用和期限;基金份额的发售方式、发售机构及登记机构名称;出具法律意见书的律师事务所和审计基金财产的会计师事务所的名称和住所;基金管理人、基金托管人报酬及其他有关费用的提取、支付方式与比例;风险警示内容;国务院证券监督管理机构规定的其他内容。(3)我国《基金法》中同样明确规定了要提交的文件,具体包括申请报告、基金合同草案、基金托管协议草案、招募说明书草案、基金管理人和基金托管人的资格证明文件、经会计师事务所审计的基金管理人和基金托管人最近三年或者成立以来的财务会计报告、律师事务所出具的法律意见书、国务院证券监督管理机构规定提交的其他文件。(4)基金募集期间募集的资金应当存入专门账户,在基金募集行为结束前,任何人不得动用。必须指出的是,开放式基金在首次募集完成后,经过一定的封闭期,就可以开始接受公开的申购和赎回。

基金按照不同的标准可分为不同的类型,如按投资对象可分为股票型基金、债券型基金、货币市场基金等;按照基金的组织形式和法律地位可分为公司型基金和契约型基金;按照基金是否可赎回分为封闭式基金和开放式基金。封闭式基金是指基金的发起人在设立基金时,事先确定发行总额,筹集到这个总额的 80% 以上时,基金即宣告成立,并进行封闭,在封闭期内不允许投资者赎回基金份额,只能通过流通市场将其所持有的基金套现。而开放式基金是指基金发行总额不固定,基金单位总数随时增减,投资者可以按基金的报价在基金管理人确定的营业场所申购或者赎回基金单位的一种基金。

1. 封闭式基金的发行方式

基金管理公司可以通过以下三种方式来完成封闭式基金的发行,即直接销售方式、包销方式和销售集团方式。其中,直接销售方式是由基金管理公司不经过任何销售组织而直接向投资者销售基金单位;包销方式则是基金管理公司将大部分基金单位按照净资产价值批发给包销人(多为专门的经纪人),再由包销人转卖给投资者;销售集团方式与前者的区别在于,由包销人牵头组成一个或数个销售集团,而每个销售集团又由一定数量的经纪人组成,这些经纪人分别代理包销人销售一部分基金单位并获取一定数额的销售佣金,这种方式可以更有效地保证基金单位的成功售出。

2. 开放式基金的发行方式

开放式基金的发行比封闭式基金的发行要复杂得多,原因在于它需要一个营销网络来满足公众投资者随时的申购和赎回。一般而言,开放式基金的营销网络主要有以下六种形式:

第一,投资顾问公司营销形式。投资顾问公司接受基金管理公司的委托直接向社会公众推销所代理的开放式基金,同时负责向基金投资者散发基金产品说明书、招募说明书以及基金管理公司的宣传资料,介绍宏观经济态势、各种基金的成长性及综合排名,以提供明确的资讯信息。投资顾问公司作为基金营销的中介机构,可以从公正、专业的角度为客户提供投资咨询服务,客观地评价市场上的各类基金,同时对投资者的投资组合给予合理的建议,因此易于为投资者和市场所接受。一般而言,投资顾问公司由基金业的专家组成,因而这种方式可以利用其专业化优势主动开拓基金业务,但也有网点较少、覆盖面较窄等局限性。

第二,基金管理公司直接营销形式。基金管理公司在发售开放式基金时,设立一个基金营销部门供投资者认购基金。这种基金销售部与一般的中介销售机构的认购条件是一样的。但要注意的,基金管理公司设立的基金销售部更侧重于开拓机构投资者的基金业务,诸如客户资产管理、特别公积金计划等。

第三,银行网络营销形式。对于基金销售来说,银行具有营业网点众多和划转款项迅速的特点,同时银行本身又能从中获得可观的佣金收入,因此,从世界范围看,银行代销基金是开放式基金销售的主要渠道。以亚洲部分国家和地区为例,泰国、马来西亚、新加坡及我国台湾地区的商业银行承担了超过80%的基金营销业务,是基金销售的绝对主要力量。不过,银行代销基金也有不足之处:银行职员主要从事传统银行业务,缺乏足够的基金资料、时间及丰富的知识向客户介绍和推销基金,对安排投资组合也没有专业的建议,因此在基金营销中较为被动。为了扬长避短,有些基金管理公司对银行柜台职员安排培训与辅导,以便销售基金时为客户提供相关指导和服务,确保银行在分销基金时取得成功。

第四,证券公司营销形式。证券公司是一种分布范围较广、专门为投资者提供证券买卖等服务的中介机构。基金管理公司可以通过其网络以柜台交易的方式销售或赎回基金。这种营销方式的优点包括:一是证券公司从业人员拥有较好的证券市场知识背景,因而在推销基金时能起到投资顾问的作用;二是证券公司的运作机制较灵活,易于适应市场需要,从而方便基金的认购及赎回交易;三是基金投资者在券商处设立单独的基金账户,完全采用原券商现场的结算、交割体系,从而能使基金的认购及赎回简单易行。

第五,保险机构营销形式。基金产品与保险产品都是金融产品的一种,都需要进行市场推销和竞争,保险公司具有较完善的保险经纪人网络系统和高素质的营销人才,保险经纪人略加基金业务方面的培训,即可开展基金销售业务。因此,借用保险经纪人销售网络来发售基金是国外基金管理公司推销基金产品的通行做法之一。

第六,网上营销形式。随着信息技术革命的不断深入和发展,在网上进行基金营销已成为现实。在海外证券市场交易份额中,网上交易份额正逐步增加。网上交易能节约成本,降低首次的认购费用,为基金投资者提供低廉的网上交易及电话买卖服务。

阅读书目

1. 中国保险监督管理委员会:《2016 中国保险市场年报》,中国金融出版社 2016 年版。
2. 刘任:《我国上市商业银行融资效率研究》[D]. 山东农业大学会计系 2014。
3. 王明:《证券公司业务创新和发展研究》[D]. 安徽财经大学金融系 2015。
4. 郝婷:《券商资产管理业务发展问题与对策》[D]. 河北大学金融专硕 2015。
5. 李润敏:《我国保险投资风险管理研究》[D]. 山西财经大学金融系 2012。
6. 王学明:《我国证券投资基金投资行为研究》[D]. 中南大学商学院 2010。

思考题

(一)填空题

1. 商业银行的业务主要包括:_____、_____与_____。
2. 商业银行的产权性融资就是通过_____或_____等方式来让渡一部分产权而进行资金融通的行为。
3. 资产管理业务类型按资金募集方式可以分为_____与_____两种;按资金运作方式可以分为_____与_____。
4. 证券金融公司从_____与_____获取资金,再以_____的方式将资金贷放给证券公司和投资者。
5. 信托的要素主要有以下四个:_____、信托关系、_____与_____。
6. 巴塞尔银行监管委员会提出资本监管三大支柱:_____、监督检查与_____。

(二)名词解释

1. 资产证券化
2. 证券回购融资
3. 融资租赁
4. 信托存款
5. 基金管理公司
6. 开放式基金
7. 封闭式基金

(三)是非题

1. 商业银行投资对象的流动性是指商业银行可以在任何时候按合理的价格筹措到足够的资金以满足自身的资金需要,从而维护银行与顾客之间正常的契约关系和合作关系。 ()
2. 商业银行的第二准备是兼顾流动性和收益性的证券资产。 ()
3. 基金型资产管理采取一对一的服务方式,每一客户有自己独立的账户,分别管理,专家理财。 ()
4. 短期信用贷款是证券公司与银行达成协议,由银行提供信贷额度,证券公司在一定时期内需要资金时,有权重新申请贷款,在信贷额度中支取。 ()
5. 随着金融市场的发展,票据融资也开始逐渐成为包括券商在内的金融公司融通长期资金的重要方式。 ()

6. 保险公司在自身业务有实际增长的情况下,来自利润留存自我融资可以实现公司的相对资本保值。
()

(四)简答题

1. 简述商业银行的投资原则和融资方式。
2. 简述我国券商资产管理业务现行的运作模式。
3. 简述保险公司投资业务兴起的动因。
4. 简述信托投资公司的投资方式。
5. 简述委托贷款与信托贷款的区别。
6. 简述信托投资与委托投资的区别。
7. 简述基金管理公司投资管理的主要过程。

(五)论述题

1. 分析保险公司投资的投资模式。
2. 试述目前我国信托投资公司资本金的筹集渠道。
3. 试述基金管理公司的投资策略。
4. 试述开放式基金的发售方式。

第五章

政府投融资

政府投融资是各国经济发展的基础和原动力,最早进行政府投融资体制探索的是美国。20 世纪 20 年代末 30 年代初的世界经济危机充分暴露了自由资本主义市场经济的局限性,美国为了摆脱危机,在有关政府活动及财政的理论和实践上改变了过去“小政府”的立场,以凯恩斯的财政理论为指导,开始了政府投融资体制的探索。美国在 20 世纪 30 年代后期实施“新政”,主要政策措施之一就是设立“复兴金融公司”,通过该公司的融资,扩大政府公共投资和扶持重要产业的能力。第二次世界大战后,由于美国实行了较全面的社会福利制度,各种社会福利基金成为政府进行政府融资的重要基础。今天,各国政府投融资已经成为国民经济发展的重要推动力量,要理解政府投融资的作用机制,我们就必须从政府投融资与一般财政信用活动和商业性金融的区别与联系入手。

政府投融资是一种特殊的财政金融活动,其特殊性体现在:将金融性与财政性融为一体,有着货币政策与财政政策的双重功能。政府投融资可以加大社会投融资力度,扩张信用,但在拉动经济增长的同时既不会像一般信用扩张那样引发通货膨胀,也不会引起财政债务依存度过高所带来的财政风险,从而是一种比较安全的特殊信用活动。

政府投融资作为政策性金融,虽然与商业性金融有一定关系,但二者有着本质的区别,主要体现在:(1)资金来源不同。政府投融资的资金主要来源于政府债务收入、社会保障资金、邮政储蓄存款等,而商业性金融的资金主要来源于企业存款、居民储蓄和吸收社会上的闲散资金。(2)资金投向不同。政府投融资遵循公平与效率兼顾的原则,主要投资于与国民经济发展密切相关的基础产业(农业、交通等)、高新技术产业、公用事业和欠发达地区的经济开发等。这些项目由于具有投资时间较长、微利甚至无利等特点,很难吸引商业性资金。而商业性金融主要投资于盈利性较好的项目。(3)资金运营的主体不同。政府投融资的运营主体为中央和地方各级政府,而商业性金融的运营主体为各级商业银行。(4)资金运营目标不同。政府投融资是政府行为,不以营利为主要经营目标,而是追求社会效益和宏观经济效益最大化;商业性金融则是商业行为,以获取利润为主要目标。

第一节 政府融资

一、政府融资的模式

政府融资是指政府为实现一定的产业政策和其他政策目标,强化宏观调控功能,运用一定的融资形式、手段和工具,实现资金的筹集、转化、运用、增值和回偿等活动的总称。根据世界各国的发展经验,政府融资模式主要有以下三种。

(一)市场主导型的政府融资模式

市场主导型的政府融资模式是指政府融资机构和市场中的其他金融机构地位相同,依照市场运行规律在资本市场上筹措资金。政府投融资体制发挥作用的关键是低成本的资金来源,因为政府投融资的目标是实施相关产业政策,投资期限长、收益率低、风险较大,这种独特的资金运作方式相应地要求资金来源应具有“低成本、高稳定性”双重特性。一般来讲,西方市场经济发达的国家均采取这种模式,尤以美国为主要代表。美国政府的资金来源渠道主要包括:(1)社会保险基金,美国通过征收社会保障税来筹集社会保险基金,税额巨大,2005年已高达18 594.4亿美元;(2)邮政储蓄资金,资金成本较低,期限相对较长,是美国政府投融资的主要资金来源渠道;(3)公债融资,美国的国家信用比较发达,公债规模庞大,成为政府投融资的重要资金来源渠道。据美国财政部公布的数据看,2005年底,美国公债总额为81 704亿美元,占GDP的比例高达64%,其中公众持有额为47 150亿美元。

(二)政府主导型的政府融资模式

政府主导型的政府融资模式是指政府金融机构在各种相关政策的扶持下,根据政府的产业目标和政策目标在资本市场上筹集资金,这些融资活动本身并不受市场规律的约束。日本是实行这种模式的典型代表。为推动经济高速发展,日本政府非常重视政府投融资活动,2001年4月,财政投融资经历了一次重大改革,改革的目标是引入市场化的投资运作机制。改革的主要内容有:(1)在机构设置方面,原大藏省的资金运用部被撤销,其人员和资产由新成立的财政贷款基金承接。(2)在融资方面,改变了过去单纯依靠贷款的方式,财政投融资的对象机构首先要在金融市场上发行自己的债券来筹资;那些资信不足、无法发行债券的财政投融资机构,可以由政府对其担保发行机构债券;另外还有一部分资金来源是靠财政贷款基金发行财政投融资国债为这些机构继续提供贷款。(3)在资金运用方面,取消了邮政储蓄资金和年金积累金被强制存入资金运用部的做法,改革后,这两部分资金可以自由在金融市场上进行投资。(4)在资金运作机制方面,首先改变了过去对财政投融资机构借款利息进行行政管制的方式,改革后的利率根据国债市场利率来确定;其次是引入了“政策成本”^①分析,从1999财政年度^②起,政府开始计算每个财政投融资机构的“政策成本”,并公布计算结果,以明确对亏损财政投融资机构的预期财政支出情况。(5)加强了财政投融资机构的信息披露和运营监管,以提高其经营效率。

(三)市场主导、政府督办的政府融资模式

该模式介于以上两种模式之间,是一种中间形态的政府融资模式,基本上是采用政府授权

① 政策成本被定义为政府划拨给财政投融资机构净资产的当前贴现值。

② 日本财政报告时间为每年度的3月份,因此每报告年度末的数据为次年的3月份数据。

公司的形式来筹集资金。韩国是实行这种模式最具代表性的国家。韩国的政府投融资体制是比较发达的,其资金来源主要有:众多为特定目的而设立的政府基金;国际金融机构及其他国家和组织的国外借款;简易生命保险年金和邮政年金积累金;政府投融资特别会计;等等。借助于政府投融资和其他一些经济政策,韩国经济实现了高速增长,并迅速成为亚洲新兴的工业化国家。

二、政府融资的方式

(一)银行信贷融资

银行信贷融资是政府间接融资的主要渠道。银行信贷按其贷款来源主要分为以下两种。

1. 外国贷款

世界银行、亚洲开发银行等国际性金融机构以及各国政府的贷款是政府融资(特别是发展中国家政府融资)的重要渠道之一。这种贷款的优点是利息较低,周期较长,比较适合政府进行基础设施建设投资,但其缺点是一般带有一定的附加条件,如规定贷款项目所需货物和设备的购买渠道等,对借款方有约束。此外,国外商业银行贷款也是政府融资的渠道之一,但存在利率高、宽限期短等问题。举借外债方式的一个突出问题是外债规模要受政府国际收支状况的制约,也受外汇管制政策的影响。

2. 国内银行贷款

政府可以获得的国内银行贷款主要包括两方面:

(1)国家政策性银行贷款。为了促进经济发展,我国在四大国有商业银行之外还成立了诸多政策性银行,如国家开发银行、农业发展银行、中国进出口信贷银行等,这些政策性银行对国家政策明确予以支持的项目提供贷款及贴息政策、买方信贷、卖方信贷和信用担保。

(2)商业银行贷款,这是我国政府融资的主要渠道。由于体制方面的原因,国有四大商业银行受各级政府的影响很大,政府取得银行贷款一般没有很大困难。

政策性银行贷款与商业银行贷款相比,有以下几个突出的特点:第一,贷款期限长、资金量大,适应基础设施项目的融资需求;第二,具有一批各行业专家,可以为项目提供高质量的评审和技术支持;第三,具有软贷款、支援贷款等特色业务品种。

一般来讲,对于外国贷款,政府应该尽量争取开发贷款,合理使用外国政府贷款,谨慎使用商业贷款。对我国来说,上述外国贷款方式不应成为政府融资的主要资金来源渠道,而只能作为补充。对于国内银行贷款,短期内可以适度使用,中长期内不宜作为主要融资渠道。任何情况下,政府的举债规模都要受到限制,因而在市场经济条件下,探索新的政府融资方式已成为一个新课题。

(二)政府公债融资

一般来讲,政府公债融资包括发行国债和市政债券。发行公债是各国政府的主要融资方式。

1. 国债融资

国债是中央政府通过信用的形式从本国居民和单位或从国外取得资金而形成的一种债务。发行国债是中央政府主要的融资工具,在西方发达国家,国债发行额与 GDP 的比率一般都在 50% 以上。在我国,截至 2015 年末,国债余额为 106 599.59 亿元,其中,内债余额为 105 467.48 亿元,外债余额为 1 132.11 亿元。2015 年,国债负担率(即国债余额与 GDP 的比

率)和赤字率(即赤字总额与 GDP 的比率)^①分别为 16%和 2.4%,远低于国际标准,表明我国国债规模风险不大。随着稳健财政政策的实施和我国国民经济的平稳较快发展,可以预见我国国债负担率和赤字率将继续处于较低水平。

2. 市政债券融资

在债权融资中,市政债券融资不失为地方政府筹资的好方法。在发达国家,尤其是美国,市政债券融资是一种非常重要的融资工具,融资额约占整个基础设施投资额的 35%。但在我国,这种融资方式还属空白。发行市政债券是解决我国地方政府融资问题的有效手段。

发行政府公债融资有如下优点:第一,有助于减轻中央政府的财政负担,进一步促进基础产业和整个国民经济的发展。第二,有助于吸收国内闲散资金,降低政府融资成本。第三,减轻引进外资造成的不利影响。第四,为公开市场业务提供了理想的工具,进一步推进了金融市场的改革。政府公债固然有其优势,但也存在着很多困难。根据目前的实际情况,对下列问题还需进行进一步的研究,如资信评估与担保问题、避免资金的跨地区流动问题、金融中介机构辅助问题等。

(三)特许经营权转让融资

特许权经营按照各种要素的不同分为多种模式,其中建设—经营—转让(Build Operate Transfer,简称 BOT)是较常用的一种,其含义是:政府就某个基础设施项目与非政府部门的项目公司签订特许权协议,特许签约方的项目公司来承担该项目的投资、融资、建设、经营和维护,在协议规定的特许期限内,该项目公司可以经营并获取合理回报,即拥有项目收费权或产品销售权(此即取得建设项目贷款的担保);政府部门则拥有对这一基础设施项目的监督权、调控权;特许期满,签约方的项目公司将该基础设施无偿移交给政府部门,政府不仅保持项目所有权,而且拥有正常运营项目的使用权、收益权。BOT 发端于 19 世纪后期的北美大陆,运用该方式承建的工程一般都是大型资本、技术密集型的基础设施项目,主要集中在市政、道路、交通、电力、通讯、环保等方面。由于政府引进了建设资金却没有债务负担,特许经营者通过建设和运营获得相对长期稳定的效益,实现了“双赢”,因此 BOT 方式发展很快,逐渐得到发展中国家乃至发达国家政府的青睐,成为国际流行的一种政府融资方式。我国运用 BOT 方式吸引外资进行基础设施建设起步于 1984 年,目前已在全国逐步推开。

1. BOT 方式的操作流程

每一个 BOT 项目均有自身的特点,其操作过程也千差万别,但一般均需经历项目准备、招标、开标、建设、运营和移交几个阶段,如图 5-1 所示。

2. BOT 方式的优势及局限性

BOT 方式的优势主要包括:(1)BOT 方式是一种无追索权或有限追索权的项目融资方式,它既不会增加政府负债,又可以引进资金。(2)BOT 项目融资方式尽管是由政府授权商业资本或私人资本进行建设、运行,但必须受到政府的支持和监督,在特许权协议中,政府除了提出一系列有关工程方面的要求外,往往还要求协议中规定“除特殊情况外,项目所需的原材料必须在国内采购”。因而,BOT 方式的应用会带动相关原材料工业以及相关产业的发展。(3)会创造大量的就业机会,提高本地就业率。(4)由于商业资本和私人资本参与项目的建设和管理,项目的经营情况直接影响到它们自身利益,同时由于政府对项目具有监督权,这就必然促

^① 国债负担率和赤字率是分析和评价国债规模风险的主要指标,欧盟“马约”提出了国债负担率不超过 60%、赤字率不超过 3%的标准。

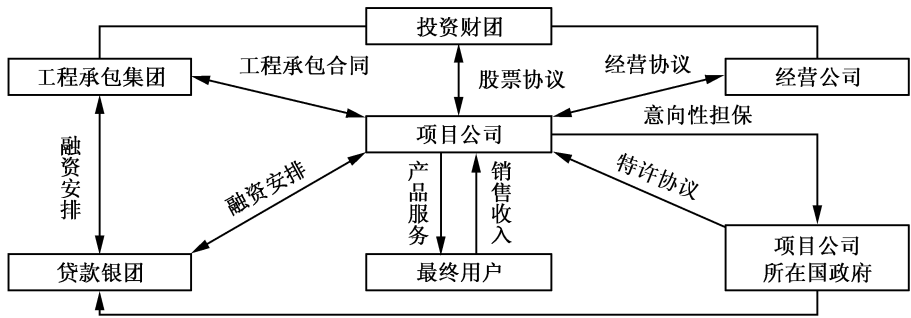


图 5-1 BOT 及其转化模式流程

使它们努力提高项目经营管理水平和工作效率,从而提高企业经营管理质量。(5)BOT 方式既不影响政府对项目的所有权,又可使投资者、使用者和其他有关方面共同承担政府的投资建设风险,减少了各种风险所造成的负面影响。(6)由于 BOT 所建的项目涉及的受权方(即商业资本或私人资本)和委托方(即政府)评判项目的出发点和依据是不一样的,有时甚至发生冲突,这就迫使双方在项目的选择上慎之又慎,从而降低决策失误的可能性,提高选项的科学性。

当然,BOT 融资方式也有其局限性,主要表现在:首先,在 BOT 方式中,特许经营商在特许期内拥有该项目的控制权(包括所有权和经营权),因此政府对外商进入采用较为谨慎的态度;其次,BOT 项目融资的运作规则极为复杂,政府与承包商通常需要就 BOT 合同的内容、条款进行旷日持久的谈判,少则几个月,多则几年,有可能贻误建设时机而造成损失。虽然 BOT 融资有众多优点,但由于运作较为复杂,因此不适合近期急需资金的项目融资,而比较适用于大型环境城市开发项目建设(如污水、垃圾处理设施等)和城镇建设等方面。

3. BOT 方式的转化形式

由 BOT 方式转化而来的其他融资方式如表 5-1 所示。

表 5-1 BOT 及其转化形式

转化形式	简化含义	具体含义
BOT	建设—经营—转让	建设是指发展商被授权为东道国政府设计、建设工程;经营是指发展商在政府授权的经营期限内管理其所建设的项目,并取得收益或得到投资补偿;转让是指发展商在授权期结束后将项目的资产无偿转让给政府或政府委托部门
BOT	建设—拥有一转让	发展商在项目建成后即将项目经营权交给政府,由政府负责项目的经营和管理
BT	建设—转让	发展商在项目建成后即将项目资产以一定价格转让给政府,由政府负责项目的经营和管理
BTO	建设—转让—经营	发展商在项目建成后而将项目资产转让给政府,但发展商仍负责项目的经营管理,并从中取得收益
BOO	建设—拥有一经营	发展商在政府授权建成项目后,即拥有了项目资产的所有权、经营权、收益权,项目资产不发生转移
BOOT	建设—拥有一经营—转让	发展商在项目建成后即拥有项目资产的所有权,并负责项目的经营管理,在委托授权期满后,将项目资产转让给政府

转化形式	简化含义	具体含义
BOOST	建设—拥有一经营—补贴—转让	发展商在项目建成后,在授权的期限内,既直接拥有项目资产又经营管理项目,但由于存在相当的风险,或经济效益不佳,须由政府提供一定的补贴,授权期满后项目的资产转让给政府
BLT	建设—租赁—转让	发展商在项目建成后即将项目以一定的租金出租给政府,由政府负责经营和管理,授权期满后,将项目资产转让给政府

资料来源:杨晔,《融资学》,上海财经大学出版社 2013 年版,第 170—171 页。

(四) 资产证券化融资

资产证券化(Asset Backed Securitization,简称 ABS)是以项目所属的资产为支撑、以项目资产可以带来的预期收益为保证,通过在资本市场发行证券来募集资金的一种项目融资方式。目前,ABS 资产证券化在国际资本市场上比较流行,在许多国家的大型项目中被采用。关于资产证券化的基本内容在第七章实物资产中有较详细的介绍,在此不赘述。这里只说明政府进行证券化融资的难点。难点主要包括:第一,证券化融资是完全按市场规则来运作的,吸引投资者的关键是拥有良好的投资回报率,然而,政府投资开发的某些项目报酬率很低甚至为零,导致证券化融资(尤其是股票融资)相当困难。同时,如果资产证券化是采用发行股票的方式筹集资金,由于发行股票会分散控制权从而削弱垄断行业(如邮电通信业)的既得利益,那么就会遭到这些回报率较高的垄断行业的强烈反对,导致资产证券化阻力加大。第二,证券市场规模决定了证券化融资的规模和效率。第三,在证券化过程中尚需解决一系列的技术性问题,例如,项目使用权期限的有限性与所筹集的股份永久性之间的矛盾。

(五) 政府其他融资方式

1. 信托方式融资

信托是指委托人将自己的财产委托给受托人,由受托人对委托财产进行管理。国内第一个信托投资计划“上海外环隧道项目”的承建方爱建信托谨慎地“预计本信托计划资金可获得 5% 的年平均收益率”,并在信托合同中表明,如果信托计划资金的实际年收益率在 5% 以下,爱建信托所收取的信托报酬为零,这在一定程度上减轻了投资者的风险。当然,这 5% 的收益率的实质是项目公司与政府约定的每年 9.8% 的补贴,这也证明了只要政府能保证项目的社会平均收益率,是可以吸纳大量社会资金的(见图 5-2)。

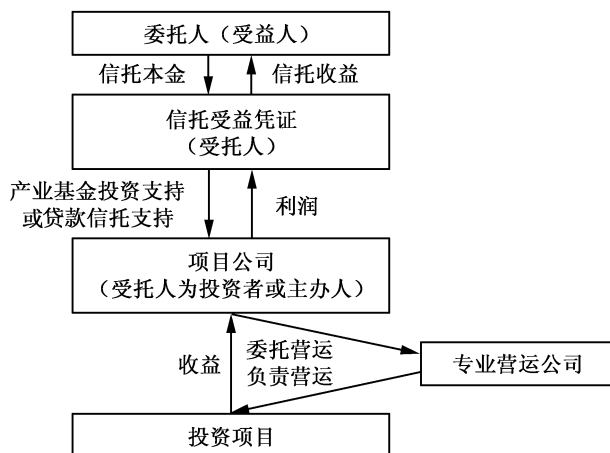


图 5-2 基于信托凭证的项目融资

2. 设立产业投资基金

产业投资基金是指通过发行基金受益凭证的方式筹集资金,交由专家组成的投资管理机构进行运作和管理,将基金资产分散投资于不同的产业或项目,以获取投资收益和资本增值的一种基金形态。基金资产主要以长期股权投资的形式直接投资于实业领域,对未上市的公司直接提供资本支持并从事资本经营与监督,以追求长期资本增值、为投资者谋取最大投资收益为目标,投资收益按投资者出资比例进行分配。产业投资基金作为一种投融资工具,能够分散和降低投资风险,明确产权关系,加强经营管理,可以集中和合理利用社会资金,支持特定地区、特定产业的发展,促进区域性的产业结构调整。

产业投资基金在发达国家已有多年的实践并发展成熟,成为发达国家政府融资的重要方式之一。我国直到 2006 年 12 月 30 日,第一只产业投资基金——渤海产业投资基金——才在天津设立。渤海产业投资基金的设立,是我国投融资体制改革创新的一个重大突破,开创了我国产业投资基金发展的新纪元。

3. 集合委托贷款

集合委托贷款是一种介于储蓄、国债和股票之间的中间产品。银行将分散于广大储户手中的储蓄存款集中起来,再以贷款的方式发放给需要的企业。这种融资方式的好处在于:一方面集合委托贷款利率高于同期银行存款利率和国债利率,对社会闲余资金有较大吸引力;另一方面,集合委托贷款利率又低于同期银行贷款及企业债券的利率,可减少企业的融资成本。集合委托贷款产品为居民储蓄投资政府项目建立了一个很好的通道,也为银行解决长期严重的存贷差额问题提供了一种方法。集合委托贷款的对象为重大基础设施项目,一般都列入政府重点工程,项目前景看好,加上贷款要纳入银行的风险防范体系,因此其风险可以控制。

三、我国政府融资概况

随着我国改革开放和社会主义现代化建设的开展,对政府投资的需求量逐步增加,特别是实施“西部大开发”和“振兴东北老工业基地”战略以来,政府预算内资金与政府投资额之间出现了巨大的资金缺口,政府融资就成为弥补资金缺口、促进经济发展的重要手段。下面我们将从规模和结构两个方面来考察近年来我国政府融资的发展情况。

(一)政府融资规模分析

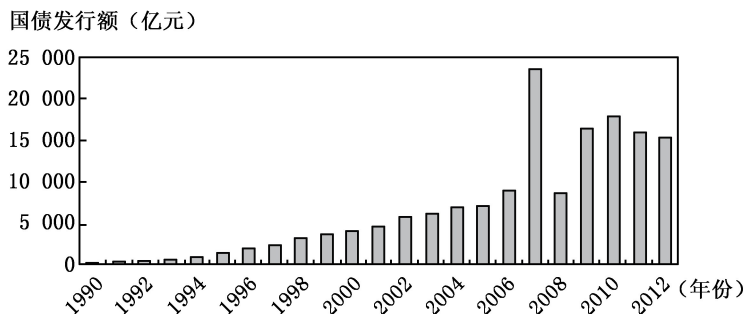
政府融资规模是指各级政府在财政年度内通过公债等融资方式融通资金的总额。由于我国政府融资的主要方式为政府公债,因此,其规模可以用国家以信用形式筹措的资金总额来衡量,包括财政部对国内商业银行和其他投资者发行的各种政府债券、财政部在国际金融市场发行的外币债券以及国家财政“统借统还”的其他政府债务等。

1. 政府融资规模绝对指标

绝对指标是指以一国货币为单位直观地反映某一财政年度内政府债务的实际数额。由于绝对指标是以本国货币来计量并且不考虑通货膨胀因素,因此它是名义融资规模。我国自从经济进入转型期以来,政府财政债务发行呈现持续上升的趋势,从 1985 年的 409.97 亿元上升至 2005 年的 6 922.87 亿元,年平均增长率高达 22.87%。随后政府实行了积极的财政政策,促使债务进入高速增长时期,债务融资规模明显上升(见图 5-3)。

2. 政府融资规模相对指标

政府融资规模相对指标是指政府债务融资余额占 GDP 的比重,一般称为国债负担率 $[(当年国债余额/GDP) \times 100\%]$,它表明整个国民经济和生产水平对国家债务的承受能



资料来源:孙玉栋、吴哲方,《我国国债适度规模的实证分析》,《经济理论与经济管理》2013 年第 10 期。

图 5-3 近年来我国国债发行规模

力。国际公认的警戒线为:发达国家 60%,发展中国家 45%。从表 5-2 中可以看出我国国债负担率并不高,在 20 年间仅上涨了 10%,最高值为 2004 年的 21.6%,离 60%相去甚远。

表 5-2 我国国债负担率变化情况 单位: %

年份	负担率	年份	负担率	年份	负担率	年份	负担率
1991	4.87	1997	6.98	2003	16.64	2009	17.67
1992	4.76	1998	9.20	2004	21.60	2010	16.84
1993	4.36	1999	11.76	2005	17.64	2011	15.28
1994	4.74	2000	13.12	2006	16.19	2012	14.94
1995	5.43	2001	14.24	2007	19.59	—	—
1996	6.13	2002	16.07	2008	16.96	—	—

资料来源:同图 5-3。

另一个相对指标是国债依存度 $[(当年国债发行额/当年财政支出额) \times 100\%]$,即一国的财政支出中有多少是依靠发债筹集的,国际公认警戒线为 25%,一般认为在 15%~20%之间为宜。从表 5-3 中可以看出,我国中央财政债务依存度在 20 年中一直维持着较高的增长水平,不仅在 1992 年超过了 50%,更是在 1998 年创下 105.93%的历史新高,虽然之后有所回落,但一直维持在 80%左右的水平。

表 5-3 近年来我国财政债务占财政支出的情况

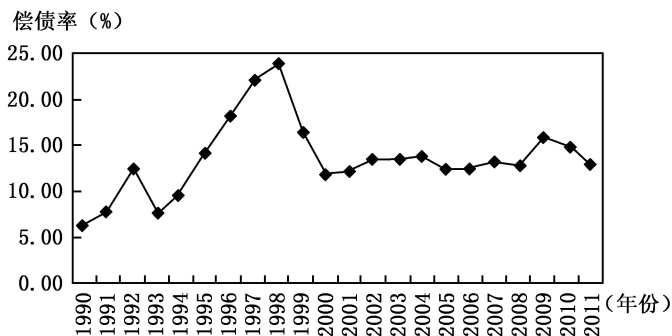
年份	国债发行额 (亿元)	财政支出 (亿元)	财政债务 依存度(%)	年份	国债发行额 (亿元)	财政支出 (亿元)	财政债务 依存度(%)
1990	375.45	1 004.47	37.38	2002	5 679	6 771.7	83.86
1991	461.4	1 090.81	42.30	2003	6 153.53	7 420.1	82.93
1992	669.68	1 170.44	57.22	2004	6 879.34	7 894.08	87.15
1993	739.22	1 312.06	56.34	2005	6 922.87	8 775.97	78.88
1994	1 175.25	1 754.33	66.99	2006	8 875.16	9 991.4	88.83
1995	1 549.76	1 995.39	77.67	2007	23 483.44	11 442.06	205.24

续表

年份	国债发行额 (亿元)	财政支出 (亿元)	财政债务 依存度(%)	年份	国债发行额 (亿元)	财政支出 (亿元)	财政债务 依存度(%)
1996	1 967.28	2 151.27	91.45	2008	8 549	13 344.17	64.07
1997	2 476.82	2 532.5	97.80	2009	16 280.66	15 255.79	106.72
1998	3 310.93	3 125.6	105.93	2010	17 849.94	15 989.73	111.63
1999	3 715.03	4 152.33	89.47	2011	17 719.1	16 514.19	107.30
2000	4 180.1	5 519.85	75.73	2012	17 371	18 765	92.57
2001	4 604	5 768.02	79.82	—	—	—	—

资料来源:同图 5-3。

第三个相对指标是国债偿债率 $[(\text{当年还本付息额}/\text{当年财政收入额})\times 100\%]$,即当年的财政收入中有多少是用来偿还债务的,国际通行的警戒线为 10%。图 5-4 为我国历来债务还本付息情况,图中数据显示,我国的国债偿债率从 20 世纪 90 年代后期就已远远高出发达国家 10% 的警戒线,1998 年更是达到 23.83% 的历史最高值,之后有所下降。近 10 年来,我国的国债偿债率一直在 10%~15% 之间徘徊。



资料来源:同图 5-3。

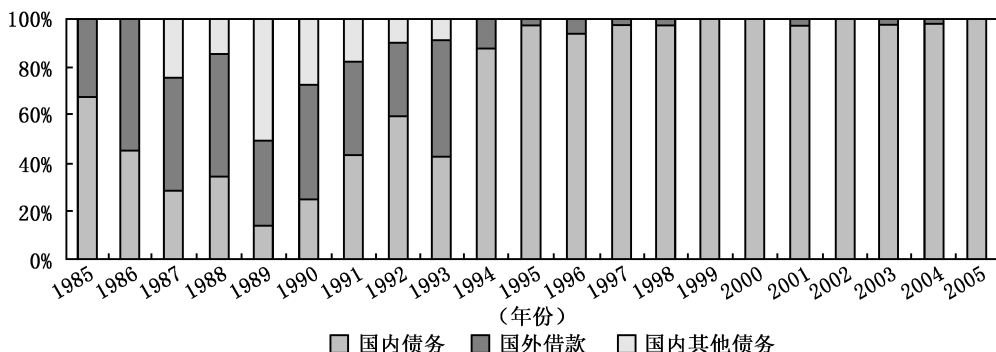
图 5-4 我国历年偿债率情况一览

(二) 政府融资结构分析

政府融资结构是指政府通过各种不同融资方式所融通资金的组合状态及数量配比,体现了政府运用不同融资工具进行融资的能力,也在一定程度上反映了一国经济和资本市场的发达程度,因为越是发达的资本市场所能提供给政府选择的融资工具就越多,政府的融资结构也就越复杂^①。如图 5-5 所示,1995~2005 年,我国政府债务呈现逐年上升的趋势,其中以政府信用为基础发行公债所筹集的资金占政府债务融资总额的比重高达 90% 以上。与政府公债融资相比,其他融资方式的融资额显得微不足道,并有不断下降的趋势,其中,国外借款占了较大的比重,虽然绝对数有较大幅度的增长,但其在政府债务总额中的比重却有所下降。随着我国国民经济的发展,政府已经允许民间资本进入公共投资领域,其中比较适当的融资方式就是 BOT 方式和资产证券化。据有关统计数据显示,2004 年我国未解决经济适用房问题通过

^① 鉴于政府融资统计数据的可获得性,这里主要分析政府债务融资的结构。

BOT方式和资产证券化方式融资的金额达到200亿元。随着资本市场的不断完善,我国政府的融资方式必将更加多样化,BOT和资产证券化也必将成为政府融资的重要手段。



资料来源:根据国家统计局年度统计数据(2006)整理。

图 5-5 近年来我国政府财政债务融资结构

第二节 政府投资

不论是资本主义国家还是社会主义国家,总会有一定数量的政府投资,西方国家的政府运用税收进行公共事业投资和环境改善投资。一些国家除了进行公共投资外,还通过政策性投资用来贯彻其产业政策。我国在计划经济时期,政府投资是全部投资的主要部分,几乎所有的项目都由政府进行决策并从财政预算收入中拨出资金。中共十一届三中全会以后,随着市场经济的逐步发展和改革开放政策的不断深入贯彻,投资领域发生了重要变化,投资主体由原来单一的政府发展为政府、企业、个人、外商等多种主体共存。政府投资一般由财政投资和政策性投资^①组成,前者是政府按照政策意图的投资,后者是政策性银行基于银行信用对所筹集的资金按照产业政策、技术政策所安排的投资。

一、政府投资概述

(一) 政府投资的内涵

政府投资的内涵有狭义和广义之分。狭义政府投资是指政府为弥补市场失灵而投资于具有一定经营性的基础设施项目、自然垄断项目、资源开发项目以及高新技术产业项目等,这些项目投资额大,投资周期长,且风险大,一般民间资本无法做或者做不好。政府对这些项目的投资不以营利为主要目的,但要追求保值增值和较好的投资效益。广义政府投资是在狭义政府投资项目以外,还包括非经营性的公共物品、公共办公设施、公益性项目等投资,如国防、医疗卫生、城市公共设施、自然环境及人文环境治理以及公、检、法、司等政权机关建设项目等。政府投资于这些项目是为社会营造一个安全、稳定、便利的公共平台,旨在提高社会效益,而不以营利为目的,从而保证社会持续、稳定、健康发展。本书所要探讨的政府投资是广义的政府投资。

1. 政府投资需要考虑市场有效性

^① 张伟:《论财政投资与政策性投资的协调》,《投资与建设》1995年第9期。

政府投资必须服务和服从于政策调控,解决市场失灵问题,优化经济结构,平衡区域经济协调发展。所有这些必须在确保市场机制正常发挥作用的前提下进行,即“凡是市场能够做且能够做好的,政府都不要插手”,以充分保证市场调节的有效性。

2. 政府投资的非营利性

营利性投资的最终目的是利润最大化,而非营利性投资则是为了获取社会效益和环境效益。市场调节难以对这类投资起主导作用,因为市场无法解决其对社会有利而对个别企业不利,或对个别企业有利而对社会不利的矛盾。一些带有较强自然垄断性质的行业,市场也难以发挥调节作用。这类投资只能由代表公共利益的政府来进行,属于政府投资行为。

3. 政府投资的示范性效应

在市场体系不够健全的情况下,市场信号难以灵敏、准确地传递给每个投资者,往往带有误导性。在这种情况下,政府投资便产生示范和倡导效应,政府投资在资金运用上能够反映政府扶植的导向和社会经济发展的长远目标,这在一定程度上降低了其所涉及领域的投资风险,增强其他投资主体的投资信心。围绕政策调控目标,政府应通过自身投资来对民间投资进行适时引导,积极介入并引导民间资本投资于一些因信息、风险、投资能力等问题使民间投资未能进入从而导致产品长期供给不足的领域与项目。当然为了引导民间投资,政府的投资领域和项目也可能是营利性的,不过这种营利性的领域不应是政府长久存在的领域,随着经济的发展,政府在合适时机应逐步退出。

4. 政府投资的产权标准和效率原则

产权标准是指产权关系清晰的领域应由企业投资,无法明确界定产权或者界定产权成本太高的领域则由政府投资。私人产品具有竞争性、可分割性和排他性等特征,按照边际成本等于边际收益的原则确定价格和供给能弥补生产的全部费用,因而这部分投资由私人承担,能够实现资源配置最优并取得令人满意的使用效率。相反,集体消费的公共产品存在着非竞争性、不可分割性和非排他性的特征,产权关系与产权主体不清,存在“搭便车”的现象。同时,公共产品的生产具有规模报酬递增的性质(或边际成本递减),若按边际成本等于边际收益原则确定价格和供应量,将无法弥补产品生产的全部成本,使得由市场机制决定的公共产品的供应往往低于效率水平,甚至接近于零,因而政府必须投资生产这种公共产品。

(二)政府投资的动因^①

1. 市场失灵论

市场失灵是指市场价格机制偏离理想化状态,致使市场对资源的配置出现低效率。^② 市场价格机制在经济运行中像一只“看不见的手”在引导资源的合理配置,但很多情况下,现实的市场价格机制存在着一定的缺陷和不足,通过市场机制自发作用不能解决或解决不好,这被称作“市场失灵”。为纠正“市场失灵”就必须借助政府的力量来弥补市场机制的缺陷,主要有四种方式:(1)通过强制性税收来进行公共物品投资,以克服公共物品的“非排他性”和“非竞争性”带来的“搭便车”问题。(2)由政府投资来弥补外部经济不足。在市场经济中企业生产决策的依据是自身利益而非社会利益,从而较少供给社会利益大于自身利益的产品,这就需要由政府投资来弥补。(3)改善信息不完全。信息在许多方面具有公共产品的特征,而且由于搜寻信息的成本通常较高,因而存在信息供给不足的现象,导致市场不能有效发挥资源配置功能,这

^① 胡恩同:《政府投资功能定位与范围界定》[D],河南大学硕士论文,2003年。

^② 胡代光、周安军:《当代国外学者论市场经济》,商务印书馆1996年版,第16页。

就需要政府投资为消费者免费提供信息。(4)改善自然垄断现象。自然垄断行业通常利用其垄断优势使产品价格长期保持在较高水平,赚取垄断利润,使生产数量远远小于完全竞争情况下的生产数量,将部分消费者排除在消费领域之外。为保护消费者利益,这类行业项目必须由政府投资来解决。

总之,“市场失灵论”认为政府投资旨在弥补市场失灵,从而实现资源配置的“帕累托最优”以及解决经济收入不公平和经济周期波动等问题。

2. 特殊企业论

狭义的政府投资形成国有企业,国有企业是指不以利润最大化为目标、肩负一定社会政策义务的特殊企业。中共十五届四中全会第一次明确提出将现代企业制度分为两类:一是一般现代企业制度;二是特殊现代国有企业制度,即所谓的“政府企业”。“政府企业”是实现政府职能的需要,主要体现在两个方面:(1)政府投资构成社会投资的一部分,具有投资的普遍意义。政府投资所形成的需求和供给是社会总需求与总供给的重要组成部分,总需求与总供给的平衡是国民经济持续、快速、健康发展的必要条件,政府投资作为社会投资的一部分,通过投资的需求效应和供给效应来促进经济增长,如果再考虑到政府投资的乘数作用,其威力更是不可低估。总之,政府作为投资主体而形成的投资,具有一般投资的共同特点:在宏观上促进经济增长,刺激需求与供给;在微观上有获利动机。(2)政府投资作为投资的特殊形式,是社会一般投资所无法取代的,更注重社会效益,保证社会经济稳定运行,优化经济结构和经济环境,使社会各经济主体展开有效的经济活动。同时,政府投资自身实力雄厚,且投资资金的来源具有无偿性,既可以投资于大型项目和长期项目,又可以投资于新兴产业和高风险产业,而这些非政府投资是无法做到的。总之,政府投资作为一种特殊的投资,肩负着一定的社会责任和经济任务,是国民经济发展不可或缺的。

3. 主辅关系论

主辅关系论是指政府投资为民间投资创造良好的外部环境和条件,是对民间投资的有效补充和辅助,这主要体现在:(1)政府投资于非经营性的公益性项目(如公、检、法、司等政权机关的建设、政府机关及社会团体办公设施、国防设施等项目),从而为民间投资创造一个安全、稳定、井然有序的共同条件。(2)政府投资于非经营性的科技、教育、文化、卫生、体育、环保等公共建设项目,为民间投资创造一个便利、顺畅、协调的优良环境。(3)政府投资于投资额大、风险高、回收期长的经营性基础设施和大型项目,补充民间投资的真空领域。总之,政府投资是对民间投资的补充和辅助,凡是民间投资愿做和能做的,政府都不会“与民争利”;凡是民间投资不愿做和不能做的,政府都应承担起投资责任,履行投资义务,维持社会经济生活秩序,保证经济协调稳定发展,为民间投资创造一个良好的外部环境和共同条件。

4. 政治利益论

政府投资决策是一种不完全的市场决策,因而不太适合用以市场行为为研究对象的经济理论进行分析。公共选择理论用经济学的方法研究非市场决策问题,能够为我们研究投资决策中的政府行为提供有益的方法和思路。公共选择理论所关注的问题,如非市场决策的原因、决策者的理性和利益取向、公众利益偏好的显示与判断等问题,都呈现在政府投资决策过程中。该理论认为,在现实生活中,政府投资决策者具有“双重人格”:一方面,作为公共利益代表的“政治人”,政府需要考虑全民利益;另一方面作为“经济人”,它具有自己的集团利益,这就必然会出现“集团利益”渗透在政府投资决策中。

以上四种假说,各自从不同角度探讨了政府投资的动因,其观点和内容各有千秋,但是又

存在相互交叉、相互补充的地方。随着各国经济实践的发展,政府投资的地位也在不同程度上发生变化。在本章中,我们认为政府投资不能与民间投资作为同一层面上的同等主体身份出现,民间投资完全是一般企业的市场行为,而政府投资应作为政府调控经济的一种工具,也就是说,政府投资的功能应该定位于政策调控工具,政府投资应该完全服从和服务于政策调控的需要。

二、政府投资的领域

政府投资是政府进行宏观调控和微观介入的政策工具。当投资总量失衡时,政府将投资作为调控方式之一进行干预,弥补投资缺口,维持经济总量平衡;同时,政府投资起到示范作用,引导民间资本进入失衡产业和区域,共同来达到优化经济结构的目标;在市场机制失衡范围,如公共产品等领域,政府微观介入,承担起投资责任和义务,为经济稳定、协调、健康运行创造共同条件。

(一)不同经济发展阶段的政府投资领域

一般而言,一国的经济发展要经历三个阶段:经济发展的早期阶段,也称为经济发展的起飞阶段;经济发展的中期阶段;经济发展的成熟阶段。在经济发展的不同阶段,政府的主要任务、投资的侧重点及广度和深度就会有所不同。

1. 经济发展早期的政府投资领域

这一时期政府的首要任务是提高国民的收入水平、改善国民的生活质量,其职能的侧重点是充分利用社会稀缺的经济资源,促进经济增长,而收入分配问题则被置于次要的地位。于是,为了提高经济增长速度,加快经济发展,政府在财政支出中往往会加大投资支出的比重,主要用于两个方面:一是对经济发展有重要影响的各种基础设施,如交通、通讯、水利等;二是能够带动整个经济增长的支柱产业群。从总体上看,这一时期的政府投资范围很广,而且主要侧重于经济领域。

2. 经济发展中期的政府投资领域

这一阶段政府的职能依然侧重于经济的发展,但也开始注重社会的安定、收入的公平分配以及国民素质的提高等。在这一时期,民间产业部门已经发展起来,那些需由政府提供的基础设施已基本建成,政府尽管还要对基础设施、支柱产业等经济领域进行投资,但这类投资的比重逐步下降,而且会逐渐退出民间投资能够解决的支柱产业群的投资领域。与此同时,由于经济发展,人们的生活水平不断提高,在满足基本生活需要的同时,开始关注其他方面的需要,如教育、卫生、安全等。因此,政府在这些方面的投资会逐渐增加。总体而言,在经济发展的中期阶段,政府投资是经济领域和社会公共领域并重。

3. 经济成熟时期的政府投资领域

当经济进入成熟时期以后,政府职能开始侧重于社会稳定、收入的公平分配等方面,其投资的主要目的从促进经济增长转变为促进社会安定和社会公平。在这一时期,基础设施及支柱产业的发展已经达到相当的高度,使得政府不再侧重于经济领域方面的投资,而是侧重于公共领域方面的投资。由于生活水准的大幅提高,人们对提高生活层次的各种需求迅速增加,同时由于这些公共领域的投资也有助于社会的安定及公平目标的实现,因而政府用于这方面的投资大为增加。于是,在这一时期,政府投资主要侧重于社会公共领域。

政府投资领域的变化除随政府职能侧重点不同而有所调整外,还与不同发展阶段的市场状况有关。通常情况下,市场调节的有效性主要体现在两个方面:一是是否有足够的竞争者;

二是风险和收益能否相匹配。随着经济的发展,民间资本的积累不断扩大,各个领域的不明朗因素逐渐减少,风险和收益的匹配性开始增强,因此,政府投资的范围必须加以调整,以适应市场经济和公共财政的要求。这种调整实际上就是政府投资逐渐退出市场已经可以有效发挥调节作用的领域,将政府资源运用于新阶段的市场失效领域,从而保证市场机制在整个经济中的基础性作用。

(二)市场经济国家政府投资领域

大多数发达市场经济国家的政府投资主要是针对纯公共品和部分准公共品进行的,但在投资的具体领域和形成方式上仍存在一些差异。

1. 美国政府投资

美国是市场经济高度发达的联邦制国家,政府基本上不实行宏观经济计划。从产品在消费上的非排他性与非竞争性出发,政府投资主要投向国防、教育、医疗卫生、基础设施和农业等,但更多地集中于国防与行政管理、公路建设及初等教育等典型的公共产品上,对公共产品特征不太明显的铁路、通信、电力、供水等基础设施投资较少。近年来,美国政府对社会基础设施及教科文卫等领域的投资日益重视。第二次世界大战以来,美国教育经费开支在 GDP 中的比重一直居于世界首位。

此外,值得一提的是,美国政府对基础设施与基础产业的投资主要是通过在经济中占统治地位的垄断资本所控制的股份公司进行的,政府一般只提供投资资助,而不采取政府直接投资形成国有企业的方式,因而在美国政府投资领域内,国有企业的比重都很小。

2. 英国政府投资

在第二次世界大战后很长一段时间内,英国历届政府都奉行凯恩斯主义,以政府投资为主体的公共支出呈大幅增长趋势,政府投资占 GDP 的比重在 20 世纪 50 年代下半期到 60 年代曾高达 40% 以上,此后虽有下降,但下降幅度不大。与美国相比,英国政府更多地对准公共产品和一些对国民经济发展具有重要影响的部门进行投资,如燃料、运输、公用事业、宇航、核电能等,形成了占有相当比重的国有企业。许多经济学家将生产效率下降、竞争力不足的“英国病”部分地归咎于此。20 世纪 80 年代保守党执政以来,英国政府采取了一些私有化政策,缩小了政府的投资领域,从此后多年英国经济发展的态势来看,改革的成果较为显著。

3. 法国政府投资

法国是西欧主要资本主义国家中唯一实行较大范围计划体制的市场经济国家,政府计划在法国国民经济发展中具有十分重要的指导作用,政府投资政策的实施就贯穿于这些经济计划之中。法国政府尤其是中央政府的投资领域十分广泛,除了国防、科学、教育、医疗卫生等方面之外,政府还以直接设立国有企业的方式对铁路、公路、航运、宇航等部门进行大量投资。此外,法国政府对农业投资较为重视,20 世纪 60 年代制定并开始实施《农业指导法》,政府提供资金整治土地及农林基础设施,同时重视农林教育与农业科技推广。

4. 德国政府投资

德国的政府投资是政府调节经济、促进社会经济发展的重要手段。第二次世界大战后,联邦财政预算支出总额中始终有 20% 用于基本建设投资,主要投向私人资本不愿投资或投资不足但对于经济发展又不可缺少的部门,如修筑高速公路干线、桥梁、港湾,发展造船、电力、煤气、供水行业,以及教育、科研、卫生和环保等社会基础设施项目。“两德”统一后,为解决东部地区在就业、基础设施和住房等方面的问题,联邦政府的投资范围进一步拓宽,投资额剧增。此外,德国政府对教育和科技投资也十分重视。

5. 日本政府投资

日本政府高度重视对基础设施、基础产业的投资,对交通、通信设施、工商业、农林业发展的有关设施(如用水、用地等)都进行了大量的直接投资。在治山治水、改善环境以及振兴教育方面的投资金额也十分巨大。

6. 韩国政府投资

韩国政府的投资主要集中于公路、铁路、邮电通信及供水、供电等基础设施部门,政府承担了大量的社会基础设施建设任务,同时积极创办国营企业进行开发,国营企业在公共部门与非公共部门都占有十分重要的地位。需要特别指出的是,韩国的“国家投资基金”是韩国政府为实现产业结构转变、扶植重工业的发展设立的专门基金,重点支援包括石油、化工、钢铁、有色金属、机械、电子和造船业在内的产业。

从以上各主要市场经济国家政府投资领域的比较中可以看出,在成熟的市场经济条件下,政府的主要经济职能是弥补“市场失灵”,政府的投资领域主要包括自然垄断行业、优化经济结构和调节经济总量的项目、外部经济项目以及公共物品。

(三)我国政府的投资领域

随着经济体制改革的深入,我国政府投资在整个财政支出中的比重迅速下降,但其投资的范围并没有相应缩减,这说明我国政府投资应如何界定与调整还需要进一步研究。根据目前的经济发展阶段,我国的政府投资领域应由两部分构成:一是社会公共领域(主要是公益性领域,但不包括其中可以由市场提供的营利性行业或项目);二是社会经济领域(主要是不能通过市场进行有效调节的基础性项目)。随着经济的发展,政府投资应逐步加大对社会公共领域的投资,相应缩减社会经济领域方面的投资比重。政府的投资领域是动态发展的过程,随着市场有效领域的迅速拓宽,制定相关政策、寻求适当的途径使政府投资退出这些领域是非常必要的。

我国目前把不同的投资项目分为公益性、基础性和竞争性三大类。公益性项目包括科学、文化、教育、卫生、体育、环保、广播电视以及公、检、法、司等政权设施与政府、社会团体、国防等设施。基础性项目包括农、林、牧、渔、水、气象基础设施,能源、交通、邮电通信、地质普查与勘探以及部分支柱产业的项目。竞争性项目包括工业(不含能源)、建筑业、商饮供销仓储业、房产公用服务咨询、金融保险和其他行业。三类投资项目的经济性差别如表 5—4 所示(表中数字表示次序)。

表 5—4 公益性、基础性、竞争性投资项目的经济差别

因素分类 项目分类	资本 系数	经济 效益	社会 效益	规模 经济	资金 周转	经济 风险	资金 成本
公益性投资项目	3	3	1	3	3	3	2
基础性投资项目	1	2	2	1	2	2	1
竞争性投资项目	2	1	3	2	1	1	3

资料来源:王元京,《三类产业的投融资方式研究》,《投资研究》1994 年第 2 期。

一般观点认为,社会效益最高而经济效益最低的公益性投资是一般企业和居民无力承担的,这类投资的建设效益为全社会所共同享有,建设项目的资产也属公共所有,其投资职责天然地归属于政府部门;与此相对应的竞争性投资是为企业和居民提供私人物品,其投资效益具

有明显的排他性,往往是民间资本竞相进入的投资领域;而介于二者之间的基础性产业的投资职能兼有营利性和公益性双重特征。但是,并不能由此便简单地将竞争性投资和公益性投资分别归属于企业和政府部门,并将基础性投资在企业和政府之间进行分配。原因是当前对投资项目的分类方法过于笼统并存在一定的误区,如竞争性、基础性和公益性投资在理论上并不是相对应的概念,这一分类既包含了竞争程度标准,也涉及产品的公共性标准,存在着一定的交叉和冲突。因而对于我国政府投资领域的研究有必要在现行投资项目分类之下进行深入的探讨。

1. 公益性投资

公益性项目中,国防、行政外交和各项政权设施领域的投资无疑是非竞争性的纯公共投资,其投资主体也只能是政府,但科学、教育、文化及广播电视、新闻出版等公益性项目则具有不同程度的竞争性,应逐步适当地推向市场。以自然科学研究为例,基础性研究与公益性研究(如气象预报)属于非竞争性的公益项目,政府应承担主要投资责任,而科技开发和应用研究在一定程度上属于竞争性公益项目,其成本开支又可通过收取价款得到补偿,因而有必要对一些环节进行改革,政府不再从事具体的建设实施和资金筹集工作,或者在有些项目建成后,部分地实行有偿使用,并合理确定收费标准以调节社会供应。此外,广播、电视网、新闻出版等均可定价向用户收费,或通过开展商业广告业务来营利,从而实现经济效益和社会效益的统一。

2. 基础性投资

从理论上讲,基础性产业的特点包括以下三个方面:一是消费的准公共性。基础性产业所创造的产品或服务几乎是整个国民经济活动的共同需要,即不具有排斥性,或者排斥成本过高,从而使基础性行业表现出公共物品的部分属性。同时,基础性产业也能取得良好的社会效益,这种消费上的准公共性决定了基础性产业的产品或服务一般不能完全按供求关系定价,而由政府对其服务标准和收费进行管理,从而对商业性资金缺乏吸引力。二是经营上的自然垄断性。所谓自然垄断,是指在资源稀缺条件下,规模经济效益与范围经济效益要求资源在生产过程中必须保持整体形态的自然的排他性,当该行业由一个或少数几个企业提供时,平均成本将大大降低,经济效益显著提高,而为了防止私人垄断的弊端,这类行业应由政府投资。三是投资资金的集中性。基础性产业属于典型的资本密集型行业,投资建设过程需要巨额资金的流入,风险程度较高,私营部门一般没有能力也不愿意进入这些领域,需要政府来投资和经营。

然而,在实践中,上述基础性行业的特征仅具有总体上的相对意义,对于各类具体的基础性行业而言,并非都能满足这些特点,甚至同一行业不同部门的公共性和自然垄断性也不一样,如交通运输业中铁路的自然垄断特征就比公路要强。此外,上述基础性产业的特性所呈现出的强弱态势是动态的,各国的国情不同或同一个国家不同的发展阶段,基础性行业对国有资本的要求也各不相同。而即使各基础产业和基础设施都属于自然垄断部门,这一性质也只说明了它们在一定范围内应由一家企业经营,但这家企业并不一定是国有企业。事实上,无论是在强调自由企业制度的美国,还是在国有经济占较大比重的法国,基础部门中非国有经济都占很大比例,这说明在自然垄断部门中,只要政府管理得当,无论是通过国有企业还是非国有企业投资,都可以实现经济效率。此外,即使在私营部门发育程度较低的经济中,政府还可以通过发展资本市场、提供投资补贴或投资担保等方式,消除私营部门资金进入基础产业和基础设施的障碍,或者是利用外资发展这些产业,而不一定要由政府来投资,更不一定全部由国有经济来经营。

在社会主义市场经济条件下,政府需要对基础产业和基础设施进行必要的投资。这也是

转型经济的客观现实决定的,但这并不意味着民营资本不能进入基础产业。本质上,冶金、煤炭、石油、电力、化工、机械和交通运输设备制造等提供基本生产资料的基础产业部门和部分基础设施都具有非国有企业投资的可能性。这些行业公共性和垄断性相对一般,经营性强,所占有的资源在生产过程中可以对其整体形态进行一定程度的分割,排他性相对较低,多个生产者比单个生产者更能有效地满足社会需求。随着价格的调整或放开,企业改革的深化,其盈利水平已大幅度提高,市场封锁和行业壁垒限制大为削弱,从资源配置效率出发,现阶段应考虑从基础部门适当地撤出政府投资,鼓励其他投资进入基础部门。

3. 竞争性投资

无论从效率还是公平的角度出发,政府退出竞争性投资领域都是毋庸置疑的,这是培育自由市场的必要前提,对缓解政府财政压力与结构性产业矛盾具有重要意义。

(四)未来我国政府投资的结构调整取向

根据国际经验,政府财政资金总体可以分为经常性支出和资本性支出。经常性支出指维持政权机构运转所必需的日常行政费用,而资本性支出则视国情的不同而不同。一般而言,地方政府的资本性支出比例高于省或州政府,省级政府高于中央政府,发展中国家的建设支出比重高于发达国家(见表 5—5)。随着我国经济体制和财政体制改革的深入,财政性资本支出在社会总资本投入中的比例呈下降趋势,但在财政总支出中仍保持一定的份额。表 5—6 显示,政府投资占全社会固定资产投资的比重基本稳定在 15%~18%之间。

表 5—5 20 世纪 90 年代部分国家政府财政支出中生产建设性支出的比例

国 家	中央政府	省、州政府	地方政府
美国	5%以下	10%以下	11%~12%
法国	5%左右	—	26%~30%
巴西	7%以下	10%以上	20%以上
菲律宾	15%~26%	—	平均 16%

资料来源:转引自上海市发展计划委员会《上海财力资金的投向结构与安排流程》课题研究报告。

表 5—6 我国政府投资与 GDP 情况 单位:亿元

年份	总投资	政府投资	民间投资	GDP	政府投资占 GDP 比例
1995	20 019.3	10 898.2	9 121.1	60 793.73	0.179 265 197
1996	22 913.5	12 006.2	10 907.3	71 176.6	0.168 681 842
1997	24 941.1	13 091.7	11 849.4	78 973.0	0.165 774 379
1998	28 406.2	15 369.4	13 036.8	84 402.3	0.182 096 933
1999	29 854.7	15 947.8	13 906.9	89 677.1	0.177 835 813
2000	32 917.7	16 504.4	16 413.3	99 214.6	0.166 350 517
2001	37 213.5	17 607	19 606.5	109 655.2	0.160 566 941
2002	43 499.9	18 877.4	24 622.5	120 332.7	0.156 876 726
2003	55 566.6	21 661	33 905.6	135 822.8	0.159 479 852

续表

年份	总投资	政府投资	民间投资	GDP	政府投资占 GDP 比例
2004	70 477.4	25 027.6	45 449.8	159 878.3	0.156 541 569
2005	88 773.6	29 666.9	59 106.7	184 937.4	0.160 415 903
2006	109 998.2	32 963.4	77 034.8	216 314.4	0.152 386 526
2007	137 323.91	38 706.3	98 617.61	265 810.3	0.145 616 253
2008	172 828.4	48 704.9	124 123.5	314 045.4	0.155 088 723
2009	224 598.8	69 692.5	154 906.3	340 902.8	0.204 435 106
2010	251 683.8	83 316.5	168 367.3	401 202.0	0.207 667 210
2011	311 485.1	82 494.8	228 990.3	473 104.05	0.174 369 253
2012	374 694.7	96 220.2	278 474.5	519 470.1	0.185 227 600

资料来源:张大儒,《我国政府投资与产业结构合理化的实证分析》,《经济体制改革》2013年第4期。

根据投资结构的国际对比分析可知,目前我国经济大致处于西方发达经济国家经济发展的中期阶段。为合理界定我国政府的投资领域,下面就前几年中美两国政府财政支出的分配比例进行比较分析(见表5-7)。

表 5-7

中美两国财政支出结构

单位: %

国别	经济建设费	社科文教费	国防费	行政管理费	其他支出
中国	26.56	26.83	7.37	18.73	20.51
美国	10.0	40.8	17.2	13.5	18.5

注:中国为2006年数据;美国为2008年数据。

资料来源:张欣怡,《中美财政支出结构对比研究》,《云南行政学院学报》2014年第5期。

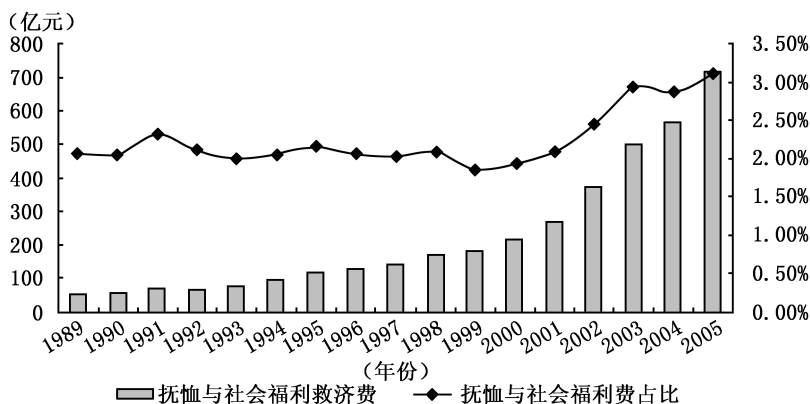
1. 大规模降低政府生产性投资尤其是竞争性生产投资的比重

我国政府财政支出中比例最大的是生产性支出,高达40.68%,其中竞争性行业的政府投资比重高达50%,这表明我国政府投资的主要方面是具体企业,而且分布面很广。然而,市场经济比较规范和成熟的美国政府的财政支出中,生产性开支的比例只占5.48%,与中国相比,美国政府的财政支出与生产企业没有很密切的关系。我国应从财政支出上削弱政府与企业之间的直接关系,减少政府对企业,特别是对竞争性行业企业的操纵和干预,使企业真正成为自主经营、自负盈亏的经济实体,这也符合我国经济体制改革的总体方向。

2. 增加政府投资中公用事业、社会保障的投资比例

随着经济发展水平的提高和劳动人口的增加,政府所承担的社会责任也日渐重大,公共设施、社会保障与社会福利方面需要加大投资力度。中美两国政府财政支出中一个重大差异是对社会保障等公益事业支出的悬殊差距。从图5-6中可以看出,近年来,我国社会福利支出逐年增加,在财政支出中所占比重也日益增大,但是这一比例仍然偏小,只有3%左右,仅为美国的1/7。在市场经济体制下,政府工作的重心应当是直接关注公民的生活质量、生活福利和生活环境。为此,大幅度提高我国政府在社会保障等公用事业方面的投资比重,是政府投资的一项重要内容。令人欣喜的是,国家统计局在回顾“十二五”经济社会发展成就时说明,2011~2014年,城乡社区事务、医疗卫生、交通运输、教育、社会保障和就业支出年均分别增长

21.1%、20.4%、17.2%、16.2%和 14.9%。



资料来源:根据国家统计局 2006 年公布的数据整理。

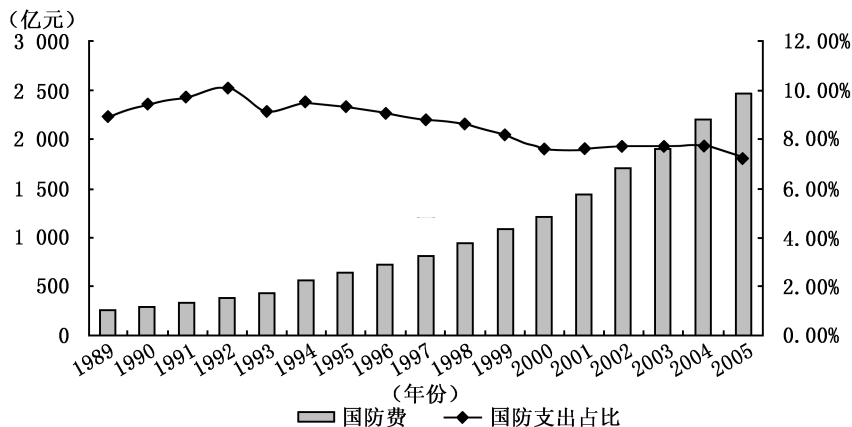
图 5-6 我国社会抚恤与福利支出概况

3. 基础性建设投资不应减少

虽然我国政府在基础设施建设中投入比例为 27.46%，而美国只有 8.48%，但我国正处于经济起飞的准备阶段，而美国已经完成了基础设施建设，处于经济发展的常规时期。为此，我们不应该简单地看数字比例，而应从实际出发，加强基础设施建设，以保证经济持续发展的需要。

4. 国防费用的比例应当有一定程度的提高

随着社会的现代化进程，军队也需要大量的投入来改善装备，但是与发达国家的横向比较可发现，我国国防支出占财政支出的比重明显偏低，而且从时间维度的纵向比较可以看出，我国国防支出绝对额虽然逐年增加，但是占总支出的比重却不断降低(见图 5-7)。这表明，我国军队对国际事务的参与程度很低，这与我国联合国常任理事国的地位不符，因此，在一定程度上提高国防费用的支出比例也是合情合理的。

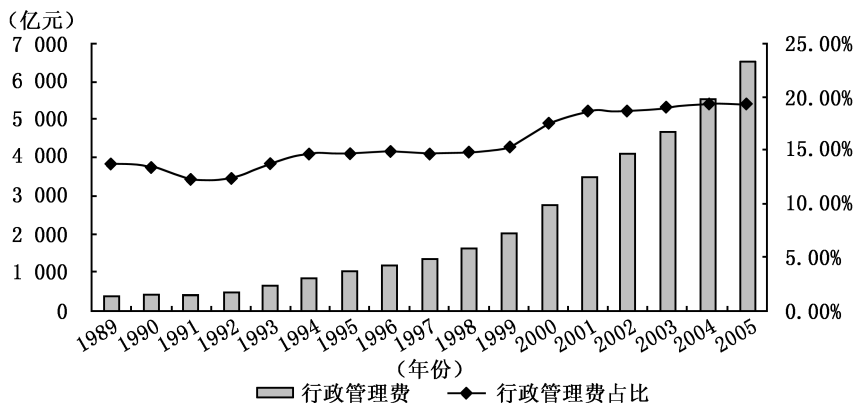


资料来源:根据国家统计局 2006 年公布的数据整理。

图 5-7 我国政府国防支出概况

5. 缩减行政管理支出比例

在行政管理支出比例上,我国比美国高出 10 多个百分点,而行政支出占财政支出的比重不降反升,到 2005 年已接近 20%(见图 5-8),这表明我国还存在着政府机构臃肿、人浮于事的情况。因此,我国政府行政支出的比例应适当压缩,形成市场经济条件下比较理想的“小政府、大社会”的格局势在必行。



资料来源:根据国家统计局 2006 年公布的数据整理。

图 5-8 我国政府行政管理支出概况

总之,我国在经济的转型时期,政府应该有计划、有步骤地减少在竞争性行业的投入,并最终逐渐退出这些行业,同时应加强加大以下几个方面的投资:第一,农业、交通、能源等基础性行业;第二,公用事业和社会保障业;第三,大规模的区域性开发及重点工程建设;第四,新兴产业、电子、通信等高科技产业。这样才能有效地利用有限的财政收入,使我国的产业结构得到合理的调整,保证经济发展有一个良好的基础与环境,通过加大高科技开发缩小同西方发达国家之间的差距,使我国经济能够稳定持久地快速发展。

三、政府的投资模式

一般而言,市场经济国家的政府投资模式主要有两种类型:一是政府直接投资模式;二是政府间接投资模式^①。政府直接投资是指政府投资建立企业对公共产品进行直接生产。政府间接投资是指政府通过预算安排及其他政策,将公共产品的生产委托给民营企业。作为投资主体之一,市场经济国家的政府投资基本上采取了直接投资和间接投资相结合的模式,并以间接投资为主。这是西方国家私有经济占绝对优势的现实所决定的,也符合市场经济发展的客观规律。

(一)政府直接投资模式

公共产品的性质决定了政府需要进行直接投资。在市场经济较发达的国家,政府以直接生产的方式提供公共产品的比例较小,但政府直接生产的具体形式却呈现多元化态势。一般来说,政府直接投资可分为三种形式。

1. 中央政府直接进行投资

^① 诺贝尔经济学奖获得者布坎南教授曾经界定了“政府生产”和“政府提供”这两个概念。他所说的“政府生产”,相当于我们通常所说的“政府直接生产”;“政府提供”相当于我们通常所指的“政府间接生产”。

在市场经济比较发达的西方国家,造币工厂和中央银行均采取中央政府直接投资的方式。邮政、电力、铁路等基础产业大多由中央政府直接投资。在西方国家的私有化浪潮中,基础产业的很多部门允许私人企业参与竞争。如美国邮政业,过去主要采取联邦政府投资的方式,但近些年来开始允许私人企业进行投资。美国城市用电量中相当大的比例也是由中央政府提供的。法国则与美国有很大差别,铁路和邮政服务业由国家直接投资并垄断经营。在新兴的工业化国家(如韩国和新加坡),中央政府对基础产业直接投资、直接生产的程度较高。其他国家采取中央政府直接投资经营的还有军工、医院、学校、供水和煤气等行业。

2. 地方政府直接进行投资

不同国家的地方政府投资公共产品的领域有所不同。在美国,中小学教育系统和公路建设一直是由地方政府直接投资经营。在英国和法国等一些西方国家,上下水道、煤电供应、公路建设等城市基础设施一般由地方政府直接投资进行生产和经营。从总体上看,欧洲(特别是北欧)国家,地方政府对一些公共产品的供给,较多地采取了直接投资生产的形式,美国则较多地采取了民营的形式。

3. 地方公共团体进行投资

日本和法国的公共产品主要由地方公共企业来投资经营。日本的国有企业广泛从事自来水、铁路、煤气等自然垄断型公共产品的生产和经营。日本的国有企业是由地方公共团体来经营的。地方公共团体经营的这些企业可以从事有利于地方居民福利的任何事业,其“法定事业”有自来水、铁路、汽车运输、地方铁路、电气、煤气等行业。在法国,地方公共团体经营的国有企业多达几千家。

(二)政府间接投资模式

在市场经济比较发达的国家,一部分公共产品是通过间接生产方式来提供的。在这种方式下,政府对私营部门的公共投资进行管理、提供投资资助或是参与投资。政府间接投资方式主要有:

1. 政府立法保护私人进入公共产品生产领域

政府直接投资提供公共产品需要巨额投资,有些间接生产方式(如财政补贴)会加重政府的财政负担。因此,许多国家政府开始采取措施,对公共生产部门的亏损企业进行整顿,颁布一系列法律,监督、限制国有企业的垄断经营,允许和促进更多的民营企业进入公共产品的生产领域,通过竞争来提高供给效率,减轻财政负担。用法律保护并鼓励民营资本进入基础产业,不仅增加了基础产业产品的供给,改善了服务质量,降低了价格,而且也减轻了政府的财政负担。

2. 授予私人特许经营权

在西方国家,政府广泛地运用授予经营权(或称特许经营权)的方式委托私人公司投资经营公共产品,如自来水、邮政电信、电力事业等。授予经营权的方式在英国运用较早,早在16世纪,英国航海业的浮标、信标和灯塔就由国王向私人组织“领港公会”颁发许可证授权建造和管理的。到19世纪中叶,议会颁布法令,规定英国所有的灯塔经营权全部授权给“领港公会”。在美国,投资开办电视台或电台必须向联邦通讯委员会申请,否则不能获得执照。

授予经营权对于建立和强化民营企业的激励机制是十分重要的。实行特许经营权在保护公共利益的同时,投资者也能获得较大的投资收益。为了让特许经营权的运作更规范,程序更简化,各国已经采取了一些具体规定,如把合同期限与基本资产的使用年限相联系等等。一般而言,收费公路的特许权期限通常是30年,电力生产项目通常是15年,水力发电项目可长

达 30 年。

3. 政府与私人签订合同

在市场经济国家,政府与私人公司签订合同经营公共产品是最普遍的一种形式。具有规模经济效应、自然垄断性的基础设施以及其他一些公共服务行业一般都采取这种方式。签订合同可采取招标、投标和承包的方式。在签订合同之前,由市政主管部门进行广泛的招标,而民间企业进行投标。在一些国家,政府对签订合同的企业往往还给予一定的优惠政策,以鼓励其提供更多、更好的基础产品和服务。

4. 政府的财政资助

国家对私人部门投资公共产品进行财政资助的方式很多,主要有减免税收、无偿赠款、低息贷款、财政贴息、价格补贴以及土地与设备所有权的无偿转让等。例如,日本政府为了鼓励铁路新干线的建设和干线高速化,除在土地征用方面给予优惠外,还对新干线的建设给予大量补贴。联合国教科文组织的统计资料表明,世界上现有 156 个国家和地区实行义务教育,提供公共教育经费,政府提供的经济资助在 GDP 中占有较大的比重。在市场经济比较发达的国家,除教育业以外,政府给予经济资助的另一个主要公共产品是住宅业。

5. 政府参股

政府参股主要有收益分享债券、收购股权、国有企业经营权转让和公共参与资金这四种方式。政府参股投资的领域主要集中于桥梁、水坝、高速公路、铁路、港口和高科技产业等。

(三)两种投资模式绩效的比较

在现实经济中,无论是直接投资生产方式还是间接投资生产方式,都有成功的案例。世界银行研究资料表明,加拿大两家民营铁路公司和国营铁路公司进行公平竞争,国营铁路公司同样取得了较好的利润。许多国家在经济发展初期,基础设施建设都取得了惊人的进展。但是,最新经验表明,政府直接投资也存在一定的弊端。世界银行对其资助的 44 个项目的调查结果显示:在基础设施部门的政府直接投资存在四种通病,即目标不明确、缺乏经营自主权和责任制、财务困窘以及劳资纠纷问题。因此,适当引入竞争机制,允许民营企业进入公共产品领域,提供投资资助或参与投资,同时采取一定措施对私营部门的公共投资进行规范和管理,即通过间接投资生产方式与直接投资生产方式的有效配合以提高公共产品的供给效率。也就是说,某些公共产品不一定要由政府直接投资生产,特别是具有一定竞争性的准公共产品,可允许民营企业进行融资和经营,这不仅有利于提高供给效率,而且有利于减轻财政负担。但是,政府不直接生产某些公共产品,并不等于政府在公共产品的供给上没有任何责任,而只是政府提供公共产品的方式由直接生产转向间接生产。

通过对政府供给公共产品的两种投资方式的绩效比较可以发现:无论在计划经济体制下,还是在市场经济体制下,提供公共产品以满足公众的需求,是政府不可推卸的职责。政府在提供公共产品时,有两种投资模式可供选择:直接投资生产与间接投资生产。在传统的计划经济体制下,我国政府在公共产品的供给方面基本上是以政府直接投资生产方式进行的。随着向社会主义市场经济体制的过渡,政府应适当地利用间接投资生产方式进行生产,减少直接生产投资,但这并不意味着政府对公共产品供给职责的削弱。恰恰相反,政府更应强化对间接投资生产方式所提供的公共产品的监督和管理。只有在遵循市场规律的前提下,通过政府直接投资生产与间接投资生产的有效组合,才能最终提高公共产品的供给效率。

四、政府投资的政策工具

政府投资政策是国家宏观经济调控的主要手段之一,相应的,政府投资的政策工具可以分为财政政策工具、货币政策工具、产业政策工具以及国有企业的投资管理。

(一)财政政策工具

财政政策工具是政府投资的主要政策性工具。财政政策包括同政府收入和支出的水平及结构有关的所有措施。政府投资是政府支出的一种形式。政府支出主要分为两大类:一类是政府采购,另一类是转移支付。

1. 政府采购

(1)政府采购的性质。国际货币基金组织将公共支出管理看作是一个环环相扣的管理程序:一定意义上,公共支出管理可看作一条长长的价值链,它起始于预算编制,通过政府采购和工程承包执行预算,终结于向公众提供服务。所以,从公共支出管理的角度看,如果说编制预算是资源分配的话,那么确保资源有效利用的环节则是政府采购。因此,政府采购是公共支出管理的一个重要环节。依据西方的契约政府观,政府为了实现向公众提供公共产品和服务的职能而向纳税人征税从而形成了公共资金。政府采购正是政府使用公共资金采购政府所需物资、工程和服务的行为。可见,从本质上讲,政府采购是公共支出管理的一个重要手段,也是一个重要的执行环节。

(2)政府采购的特点。依据西方采购专家和学者对采购所做的分类和比较,政府采购有如下特点:一是公共性,政府采购的资金来源于政府财政拨款,即由纳税人的税收所形成的公共资金。二是非营利性,政府采购是为了实现政府职能和公共利益,而非营利。三是管理性,现代国家都制定了系统的政府采购法律和条例,并建立了完善的政府采购制度。四是公开性,政府采购的有关法律和程序以及采购过程都是公开的。五是政策性,政府采购一般都承担执行国家政策的使命。六是广泛性,政府采购对象从汽车、家具、办公用品到武器等无所不包,涉及货物、工程和服务等各个领域。七是金额巨大,通常是数以亿计。

通过上述分析,我们可以看出,政府采购是一国政府部门及政府机构或其他直接或间接受政府控制的企事业单位,为实现其职能和公共利益,使用公共资金获得货物、工程和服务的行为,采购的领域包括国防、公路、公共教育、公共建筑、医疗保健等,此外还有国际事务、航天技术、能源、自然资源和环境、农业与农业资源等。

2. 转移支付

政府转移支付的主要目的是救济贫困、维护社会公平和正义。概括而言,政府转移支付主要有以下四大方面:其一,失业救济金。失业救济金是为社会上那些有劳动能力但却因为某些原因失业从而失去劳动收入的人设立的救济金。失业救济金的发放标准主要取决于失业人数的多少。其二,农产品价格的维持。政府要按照农产品维持法案把农产品价格维持在一定水平上,如果高于这一价格,政府就抛出农产品以压低价格;否则就收购农产品以提高价格。政府在稳定农产品价格的同时,也可以防止通货膨胀。其三,各种福利支出。主要包括社会保障支出,即年老、遗孤和残疾人保险。此外,还有退伍军人津贴以及利息支出等^①。

(二)货币政策工具

货币政策工具是政府投资的一种间接工具。在市场经济条件下,西方国家十分重视依靠

^① 失业救济金也属于社会福利支出的一种,但是鉴于失业救济的重要作用,在此将其单独列出。

中央银行执行货币政策。尽管各国中央银行的名称不尽一致,但就其地位来说,中央银行都是居于一国经济金融体系中心地位的金融机构。从一国经济体系的运行来看,中央银行为经济增长创造了基本的货币和信用条件,并为经济稳定运行提供了制度上的保障。从国家对宏观经济的调控来看,中央银行是一国货币金融体系的最高权力机构,也是全国货币信用制度的中心枢纽和金融监督管理的最高机构。从一国对外金融关系来看,中央银行是国家对外进行经济金融往来与合作的桥梁和纽带,同时也肩负干预外汇市场、平抑市场汇价波动的职责。

中央银行的服务对象是各商业银行、政府机构和其他金融机构。作为政府的银行,中央银行主要有以下几种作用:(1)代理国库。中央银行一方面根据国库的委托,代收各种税收和公债价款等收入,作为国库(财政部)的活期存款;另一方面代理国库拨付各项经费,代办各种付款与转账,在政府的融资和投资活动中扮演重要的角色。(2)为政府提供资金。中央银行对政府既提供短期信用,也提供中长期信用,是政府投资资金的主要来源之一。中央银行通过贴现政府发行的短期国库券,或通过往来账户对政府提供短期资金,也可以帮助政府发行公债或者直接购买公债,为政府提供长期资金。(3)在国际金融业务方面,中央银行代表国家与外国中央银行合作,进行国际结算,签订清算或支付协定。有关国际金融组织、国际金融会议和国际投融资等方面的活动均由中央银行代表政府参加。(4)执行货币政策,控制货币供应量,保持币值稳定。(5)监督和管理金融市场的规范运行。

(三)产业政策工具

20世纪50年代初,第二次世界大战后的日本政府为了恢复和发展经济而提出并制定实施了产业政策。50年代后期,一些西欧国家也不同程度地实施了产业政策。迄今为止,产业政策已经成为各国进行宏观经济调控的重要工具之一。最早阐释产业政策内涵的学者是日本东京大学的小宫隆太郎教授,他认为:“产业政策是政府为改变产业间的资源分配和各种产业中私营企业的某种经营活动而采取的政策。换言之,它是促进某种产业的生产、投资、研究开发、现代化和产业改组而抑制其他产业同类活动的政策。”后来,小宫隆太郎将产业政策的内涵加以扩充而划分为如下几类:

1. 与产业资源分配有关的内容

这一类产业政策包括:其一,关于产业的一般基础设施(包括工业用地以及产业用的公路、港口、工业用水和供电等)的政策,这些政策倾斜构成了政府基础设施投资的主要内容。其二,关于产业之间的资源分配的政策。对于政府重点扶持的产业,不仅是政府投资的重要内容,而且是各种资源的聚集点。

2. 与产业组织有关的内容

这一类产业政策包括:其一,与各领域的内部组织有关的政策。如产业改组、密集化、缩小开工率、对生产和投资进行调整等。其二,属于横向产业组织政策的中小企业政策。如我国出台了相关的专门法律法规来扶植中小企业发展,部分政府投资也向中小企业倾斜。

总之,在全球化趋势日益明朗、国际竞争日益激烈的今天,产业政策工具也逐渐成为政府投资的重要工具。在特定的发展阶段,政府可以根据本国经济发展状况以及国际竞争的需要,调整政府所扶植的重点产业,增加对该产业的政府投资,以增强本国的综合国力。当前,在世界范围内,大多数国家已经把制定相关的产业政策作为引导政府投资、促进国民经济发展的主要工具之一。

(四)国有企业的投资管理

第二次世界大战以来,西方市场经济国家的国有企业获得了较快的发展,尽管私人企业在

市场经济体制中占有支配地位,但是在诸多经济领域(资源配置、福利和分配目标方面),国有企业仍然承担着重要任务。

国有企业是政府投资的重要工具之一,政府投资国有企业主要有两种形式:一是国家独资企业,即国家拥有对企业资产的全部所有权;二是国家控股企业,即国家对企业资产拥有控股能力,具有决策权。西方市场经济国家的国有企业主要是通过国有化和国家投资建立新企业两种途径建立的。

1. 国有企业的作用

西方市场经济国家通过财政手段以国民收入再分配的方式在社会范围内筹集资本,建立国有企业,主要是因为国有企业具有以下重要作用:其一,国有企业多投资于战略部门、高风险部门和投资大、周期长、报酬低的部门,从而为国家构筑合理的产业结构和部门结构。其二,国家向落后地区投资设厂,缩小了地区间发展的不平衡。其三,国有企业在基础部门投资,兴建基础设施,兴办公益事业,为私人企业发展创造条件,或者向私人企业提供廉价的能源和交通运输,提高其竞争能力。其四,平抑周期性的经济波动,比如,在高通胀时期有效抑制通货膨胀;当私人投资不足进而影响国民经济增长时,国有企业投资将引导和刺激市场投资。其五,扩大就业,从而缓解社会就业压力,在一定程度上维持了社会稳定。

2. 政府对国有企业管理的新趋向

虽然国有企业在市场经济国家中仍然具有重要的作用,但总体上看,国有企业存在效率和效益低下的弊端,因此,一些国家被迫对国有企业进行私有化或改革国有企业的管理制度。20世纪80年代以来,西方市场经济国家对国有企业的管理有了新的发展趋势,主要包括:

(1)政府对国有企业实行分级分类管理。西方国家的国有企业在法律上属于中央政府及各级地方政府所有,各级政府之间具有明确的财产边界,上级政府无权支配或受益于下级政府所拥有的资产,就像政府无权支配和受益于私人企业资产一样。此外,各级政府还对国有企业实行分类管理,即按照一定的标准将国有企业分为不同的类别,分别实行不同的管理措施。例如,德国将国有企业划分为两类:一类是为满足社会需要而设立的服务性企业和一些具有垄断性的营业机构,如铁路、邮电、无线广播等;另一类是以营利为目标的企业,绝大多数国有企业属于这一类。对于第一类企业,政府通常不要求其盈利,只求收回成本,国家计划对这类企业有较强的约束性。对于第二类企业,产品价格完全由市场决定,且同私人企业展开竞争,企业经营活动受到价值规律的驱动,政府不进行直接干预。此外,法国、英国等国家也将国有企业进行分类管理。

(2)打破国家垄断,鼓励企业之间的竞争。国有企业资源配置效率和效益低下的一个重要原因是其在国民经济中的垄断地位。近年来,为了改变国有企业的这种状况,许多国家政府采取了积极措施,为国有企业设置竞争对手,打破独家垄断局面。如英国政府努力创造条件使私人企业进入国有企业内部,鼓励私人企业和国有企业的自由竞争,并在国有企业中逐步引入市场机制。

(3)国有企业计划合同与自治管理。国有企业实行计划合同制度是1982年7月法国《计划改革法》^①中提出来的。法国政府试图以计划合同方式取代行政管理方式,对国有企业实行间接管理。实行计划合同制度的主要目的是确保企业的发展战略方针同国家的总体目标协调

^① 《计划改革法》属于计划法,所谓计划法是调整在制定和实施计划的过程中发生的社会关系的法律规范的总称。它是经济法中的宏观调控法的重要法律部门。

一致。在计划合同的约束下,法国国有企业实行自治管理,国有企业自治管理权具体表现在:在生产、销售和库存管理等方面,企业原则上拥有完整的自主权;在工资管理方面,在总工资水平范围内,竞争性企业有权提高工人工资,有权决定企业内部的分配方式;在劳动管理方面,一般情况下,企业领导人有权与雇员签订“个人合同”,解雇各级人员;在就业人数、就业条件、工作岗位性质、人员培训晋升等方面,企业拥有完全自主权;在财务管理方面,企业受到国家的监督和限制,但在竞争性部门,国有企业本身仍然具有较大的权力。

(4)国有企业民主化管理。国有企业民主化管理是20世纪80年代以来西方许多国家国有企业管理体制改革的重要内容。法国有关法律规定,在国有企业必须实行“三方代表制”原则,即国家代表、职工代表和经济界代表组成董事会。在德国,企业最高决策机构是监事会,监事会由资产所有人即政府代表和职工代表组成。总之,国有企业民主化管理的核心是让企业内部甚至是社会各界普遍参与国有企业的管理,实行民主程序管理。

(5)政府对国有企业进行严厉的监督与稽核。许多西方国家一方面赋予国有企业充分的经营管理自治权,另一方面又通过各种渠道对其进行严格监督与稽核。一般来讲,各国政府都会设立一个专门机构对国有企业进行监督,如政府的财政部、审计委员会等。此外,政府还强调社会监督的作用,积极培植和鼓励社会各种民间组织对国有企业进行监督。

可见,国有企业的管理并非只有一个简单的模式,政府对国有企业具体的管理方式依据其所属行业及其对经济发展的影响程度而有所差别,只要能够保障公共利益和提高效率,对国有企业的管理就可以在法律允许的范围内形成多种组合方式,并且在实践中不断发展完善。

五、我国政府投资概况

政府投资作为一种重要的资源配置方式,是政府影响和调控经济的重要杠杆。实现政府投资总量和方向的合理调整,关系到我国近期社会经济的稳定与发展,对有效缓解转型期的矛盾与问题将起到十分重要的作用。下面我们从规模和结构两个方面来考察近年来我国政府投资的运行情况。

(一)政府投资规模分析

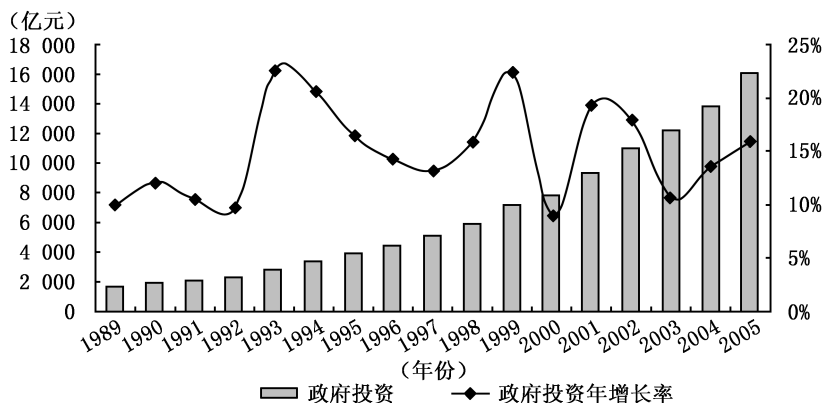
政府投资规模是指各级政府在财政年度内通过预算安排的政府投资支出总额,财政支出总量是衡量一定时期内政府用于投资方面所使用资源的数量,是满足公共需要能力高低的重要指标,同时反映了政府对社会经济发展的影响力。

1. 政府投资规模的绝对指标

绝对指标是指以一国货币为单位直观地反映某财政年度内政府支配社会资源的实际数额。由于绝对指标是以本国货币来计量的,并且不考虑通货膨胀因素,因此是名义支出规模。从图5-9中可看出,自我国经济进入转型期以来,政府投资总量呈现出持续上升的趋势,从1989年的1 720.18亿元增长到2005年的16 502.49亿元,年均增长率达到14.95%。近年来我国政府投资规模高速增长有诸多外部和内部因素:一方面政府投资随政府职能的扩展而提高,当社会经济进入持续发展轨道时,在人口增加、公共服务质量提高的因素影响下,社会共同需要的内容增加,政府宏观管理职能拓宽,公共支出规模呈不断增大的趋势;另一方面,以政府投资为主要手段的积极财政政策也会导致政府投资规模的大幅增加。

2. 政府投资规模的相对指标

相对指标是指政府投资占政府支出(或GDP)的比重,该指标反映了一定时期内在全社会创造的财富中由政府直接支配和使用数额的比重。从图5-10可以看出,近年来,政府

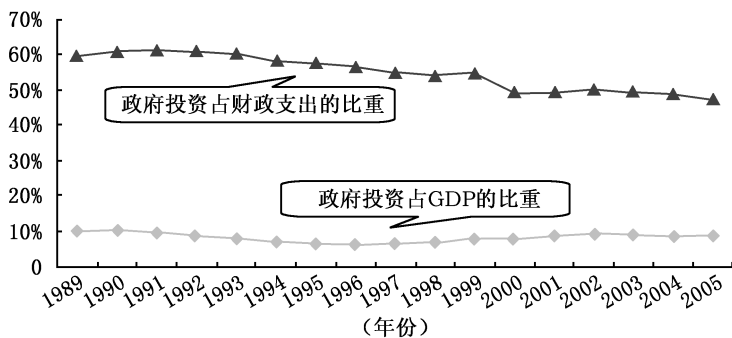


注:政府投资的统计口径包括基本建设支出、流动资金、企业挖潜改造资金、科技三项费、地质勘探、支农支出、国防支出和科教文卫支出。

资料来源:根据国家统计局 2006 年公布的数据整理。

图 5-9 我国政府投资规模与投资年增长率概况

投资占财政支出的比重稳中有降,从 1989 年的 60.52% 下降到 2005 年的 48.64%;1998 年积极的财政政策实施后,该比重在 1999 年有所跳升,随后下降,并呈现出稳定的状态。从政府投资占 GDP 的比重来看,这一比重稳中有升,并有不断上升的趋势。这种变化从发展型公共支出增长模型理论来看,经济越是发达的国家,政府投资支出在财政总支出中所占的比重越小,因为经济越发达,市场就越完善,私人投资的比重就越高,在基础建设等领域需要的政府投资就越少。这种趋势从我国社会主义市场经济建设的实践来看,随着我国经济的发展,政府投资占公共支出的比例也会逐渐减少。



资料来源:根据《中国财政年鉴》(2006)数据整理。

图 5-10 我国政府投资的相对指标变化概况

总体来讲,由于我国还处于经济发展的初级阶段,政府投资规模呈现出一种持续增长的状态。但随着政府职能的变化,政府将会更多地进行福利性的支出和转移支付,政府投资占财政总支出的比重会日益减少。需要特别指出的是,近年来我国政府投资的增长速度远远快于 GDP 的增长速度,其占 GDP 的比重也逐年增加。在经济发展早期,政府投资主要集中在提供最基本的经济基础设施上,政府投资规模会逐渐增大,在很大程度上替代了私人投资;但随着中国经济发展进入中期阶段,市场缺陷逐步改善,民间部门力量增长,可以预见的是,总投资占

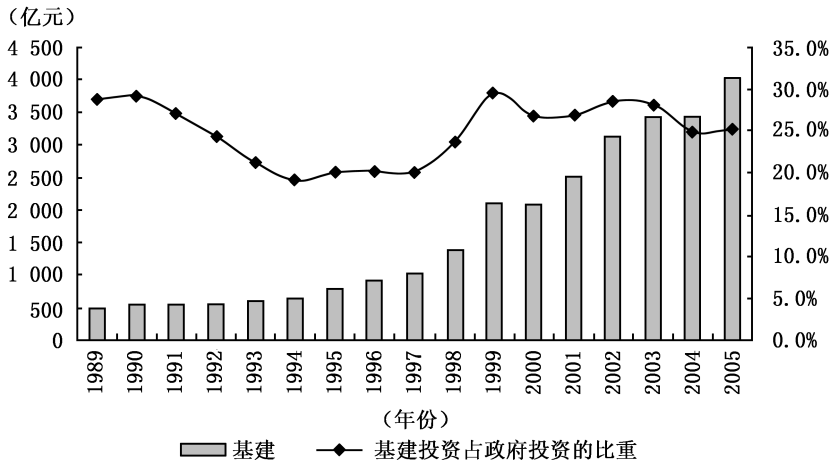
GDP的比重会继续上升,而政府投资占 GDP 的比重会下降。一旦经济达到成熟阶段,政府投资的重点将会从基础设施转向教育、保健和社会福利等方面。

(二)政府投资结构分析

政府投资结构是指政府投资的各个不同部分的组合状态及其数量配比的总称。政府投资结构就其现象来说,它是各类投资的组合,表现为一定的数量关系,同时也是政府职能状态和政府政策的体现,政府投资结构随着社会经济发展阶段的不同而发生转换。在经济从不发达阶段过渡到发达阶段的过程中,存在着经济建设投资渐减、社会保障投资渐增的必然趋势。

1. 政府投资的项目结构分析

(1)基础设施政府投资。20 世纪 80 年代初以来,中国政府一直比较重视对基础设施的建设与投入,为改革开放 20 多年来的经济发展与社会进步奠定了坚实的基础。政府基础设施建设投资由 1989 年的 481.7 亿元增加到 2005 年的 4 041.34 亿元,年均增长 15%。一直以来,基础设施投资是我国政府投资的主要组成部分之一,从图 5-11 可以看出,近 10 年来基础设施投资在政府投资中的比重平均达到 24.91%。政府基础设施投资的不断增加得益于 1998 年西部大开发和振兴东北老工业基地战略的实施。



资料来源:根据国家统计局 2006 年公布的数据整理。

图 5-11 我国政府基础建设投资概况

(2)科教文卫事业投资。改革开放以来,我国科教文卫投资总量的绝对数迅速上升,占 GDP 的比重也呈逐年上升的趋势。从表 5-8 可以看出,1993~2013 年,预算内科教文卫投资总量不断提升,这既充分反映了我国经济的发展和经济实力的增强,又反映了政府已开始逐步加大对科教文卫等社会事业的投资力度。

表 5-8 我国教育、科技、卫生三项政府投资情况

年份	教育投资		科技投资		卫生投资	
	投资额 (亿元)	占 GDP 比重 (%)	投资额 (亿元)	占 GDP 比重 (%)	投资额 (亿元)	占 GDP 比重 (%)
1993	754.9	2.13	225.6	0.64	226.94	0.64
1994	1 018.78	2.10	268.3	0.55	269.42	0.56

续表

年份	教育投资		科技投资		卫生投资	
	投资额 (亿元)	占 GDP 比重 (%)	投资额 (亿元)	占 GDP 比重 (%)	投资额 (亿元)	占 GDP 比重 (%)
1995	1 196.65	1.96	302.4	0.49	338.43	0.55
1996	1 415.71	1.98	348.6	0.49	383.09	0.54
1997	1 545.82	1.95	408.9	0.51	460.95	0.58
1998	1 726.3	2.03	438.6	0.52	587.2	0.69
1999	1 927.32	2.14	543.9	0.60	640.9	0.71
2000	2 179.52	2.18	575.6	0.58	709.5	0.71
2001	2 636.84	2.39	703.3	0.64	800.6	0.73
2002	3 105.99	2.57	816.2	0.67	908.5	0.75
2003	3 351.32	2.45	944.6	0.69	1 116.9	0.82
2004	3 365.94	2.09	1 095.3	0.68	1 293.6	0.80
2005	3 974.83	2.14	1 334.9	0.72		
2006	4 780.41	2.20	1 688.5	0.78		
2007	7 122.32	2.66	2 135.7	0.80	1 989.96	0.74
2008	9 010.21	2.84	2 611	0.82	2 757.04	0.87
2009	10 437.54	3.02	3 276.8	0.95	3 994.19	1.16
2010	12 550.02	3.07	4 196.7	1.03	4 804.18	1.17
2011	16 497.33	3.41	4 797	0.99	6 429.51	1.33
2012	21 242.1	3.98	5 600.1	1.05	7 245.11	1.36
2013	22 001.76	3.74	6 184.9	1.05		

注:国家统计局自 2007 年起“卫生”统计口径有变化。

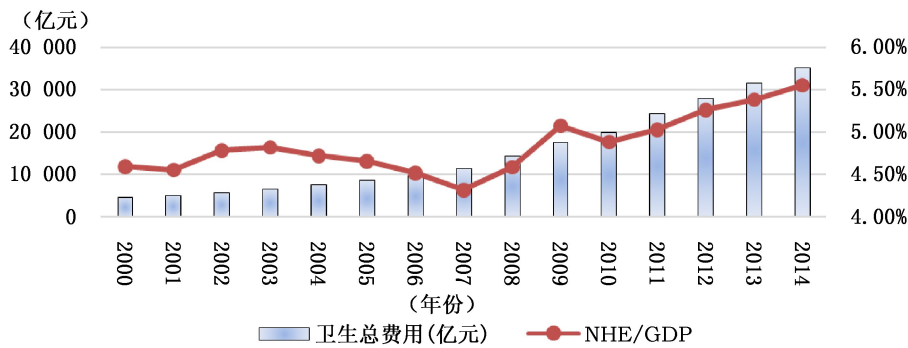
资料来源:国家统计局,《中国统计年鉴》,2014 年。

首先,教育投资方面。20 世纪 90 年代以来,我国财政性教育经费支出绝对额大幅增加,由 1993 年的 754.9 亿元增加到 2013 年的 22 001.76 亿元,增幅达 2 815%。但与此同时,教育支出占 GDP 的比重却增加缓慢,有些年份甚至出现下降的现象。2013 年,我国政府教育支出占 GDP 的 3.74%,这一比重远远低于世界发达国家平均 6%和发展中国家平均 4%的水平。按照教育经费支出占 GDP 比例的变动规律来看,教育经费支出增长率应该高于 GDP 的增长率,即教育经费要超前增长。因此,我国的政府教育投资还有很大的增长空间。

其次,科学技术投资方面。近年来,我国政府加大了对科学技术研究的投入,投资额从 1993 年的 225.61 亿元增加到 2013 年的 6 184.9 亿元。但政府科技投资占 GDP 的比重同样增长缓慢,2013 年仅为 1.05%,这与 1995 年中共中央、国务院《关于加速科技进步的决定》中提出的 2000 年底全社会科学技术研究支出占 GDP1.5%的目标仍然相去甚远。

最后,卫生投资方面。卫生费用支出从 1993 年的 226.94 亿元增加到 2012 年的 7 245.11 亿元,但绝对数增加并不意味着卫生投资的合理性。卫生总费用(Net Health Expenditure,简

称 NHE)占 GDP 的比重是度量一国健康水平的重要标准。然而 20 世纪 90 年代以来,我国 NHE/GDP 不断下降,不过随着 2002 年“非典”等社会传染疾病的暴发,我国政府逐渐加强了政府卫生费用投资的趋势(见图 5—12)。



资料来源:《中国统计年鉴》,2001~2015 年。

图 5—12 我国卫生总费用与 NHE/GDP 概况

(3)政府支农投资支出。政府的支农投资支出呈现稳定增长的态势,由 1989 年的 250.24 亿元增加到 2005 年的 2 324.93 亿元^①(见表 5—9)。政府支援农业的支出在近年来有加速增长的趋势,这是因为中共十六大以来,“三农问题”成为我国政府主要关注的问题之一,中央连续发行专项国债用于支持农业建设,促进农村和农业经济结构的战略性调整;稳定粮食生产,增加农民收入;落实粮食风险基金包干政策。而各级地方政府也将农业发展列入“十一五”规划的重点发展项目。随着经济的发展,政府的农业支出将会进一步增加。

表 5—9 我国政府农业投资概况 单位:亿元

年 份	农业投资合计	农业支出占财政支出的比重(%)	支农支出	农业基建支出	农业科技三项费用
1989	250.24	8.86	197.12	50.64	2.48
1990	291.58	9.46	221.76	66.71	3.11
1991	321.97	9.51	243.55	75.49	2.93
1992	357.04	9.54	269.04	85	3
1993	421.42	9.08	323.42	95	3
1994	509.7	8.80	399.7	107	3
1995	543.22	7.96	430.22	110	3
1996	656.52	8.27	510.07	141.51	4.94
1997	726.03	7.86	560.77	159.78	5.48
1998	1 095.86	10.15	626.02	460.7	9.14
1999	1 043.59	7.91	677.46	357	9.13

① 政府农业投资的统计口径包括:支农支出、农业基础设施建设支出、农业科技三项费用。

续表

年 份	农业投资合计	农业支出占财政支出的比重(%)	支农支出	农业基建支出	农业科技三项费用
2000	1 191.13	7.50	766.89	414.46	9.78
2001	1 409.05	7.45	917.96	480.81	10.28
2002	1 536.38	6.97	1 102.7	423.8	9.88
2003	1 674.65	6.79	1 134.86	527.36	12.43
2004	2 251.76	7.90	1 693.79	542.36	15.61
2005	2 324.93	6.85	1 792.4	512.63	19.9

资料来源:根据国家统计局 2006 年公布的数据整理。

(4)政府对国有企业更新改造投资。近几年来,国有企业挖潜改造的政府投资有逐渐增加的趋势。2000 年,我国国有企业基本实现脱困的目标。随后,企业挖潜改造更着重于提高企业的国际竞争力。国家紧紧围绕一些产业,有重点地改造一批骨干企业,提高工艺技术和装备水平,优化技术结构和产品结构,重视国有企业科研力量的培养,加大企业科研经费的投入。据国资委调查数据显示,1999~2006 年 8 年来,国家财政主要用于国有企业的增拨、企业流动资金、挖潜改造资金和三项费用等支出合计达 1 万亿元。

2. 中央和地方政府投资的结构分析

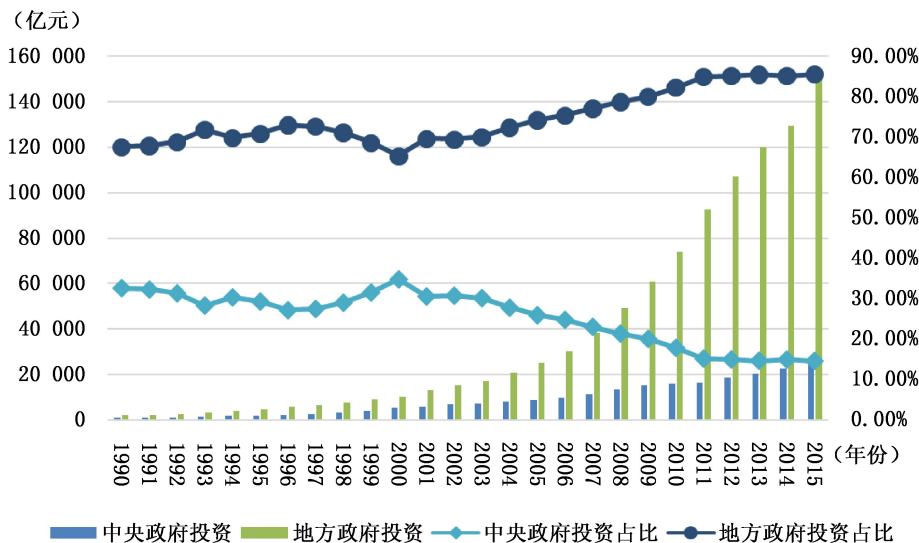
总体上看,中央政府投资包括能够使全国受益的重大公益性项目和非营利性基础设施项目,以及部分影响全局的营利性基础设施项目和调节经济结构、经济总量的项目,包括教育、科研和国防建设项目;重大能源、原材料工业基地建设项目;面向全国的运输、通信骨干设施;大江、大河治理的骨干工程;关键的新兴产业和高新技术产业等。地方政府投资主要包括其管辖范围内的公益性及非营利性基础设施项目,以及某些对地方经济发展有重大影响的高新技术产业项目和个别地方特色项目等。对于那些既关系到全局,又对地方经济和社会发展有重大意义的项目,则由中央政府和地方政府共同投资。

随着我国由计划经济体制转换为市场经济体制,以及分税制财政体制的确立,中央公共支出与地方公共支出不仅总量上有了较大变化,而且增长速度以及所占政府投资总额的比重也发生了很大的变化。如图 5—13 所示,近 16 年来,地方政府是主要的政府投资主体,其投资额占政府投资总额的比重达 70%以上,而中央政府投资占政府投资总额的比重随着我国财政政策的不同而变化,其中最为明显的是 1999 年和 2000 年,由于积极财政政策的实施,中央政府的投资比重有了较大幅度的提高。但从趋势来看,我国中央政府投资在政府总投资中的比例呈下降趋势,这是因为,随着我国经济体制改革的深入发展,地方政府财政较以前拥有更多的自主权和更大的投资决策权,今后我国政府投资应该逐渐以地方政府投资为主。

3. 政府投资的行业结构分析

1994 年国家有关部门在制定深化投资体制改革方案中,根据不同投资主体的投资范围,以及各类建设项目的经济效益、社会效益和市场需求等状况,将投资项目大体划分为竞争性投资项目、基础性投资项目和公益性投资项目三大类。按照细化思路,政府现阶段仍要对关系国民经济命脉的重要行业和关键领域进行必要投资。竞争性项目包括一般领域竞争性项目、少数关键领域竞争性项目、竞争性基础项目和竞争性公益项目四种情况。

从统计数据可以看出,各级政府投资范围已经开始按照社会主义市场经济体制的要求进

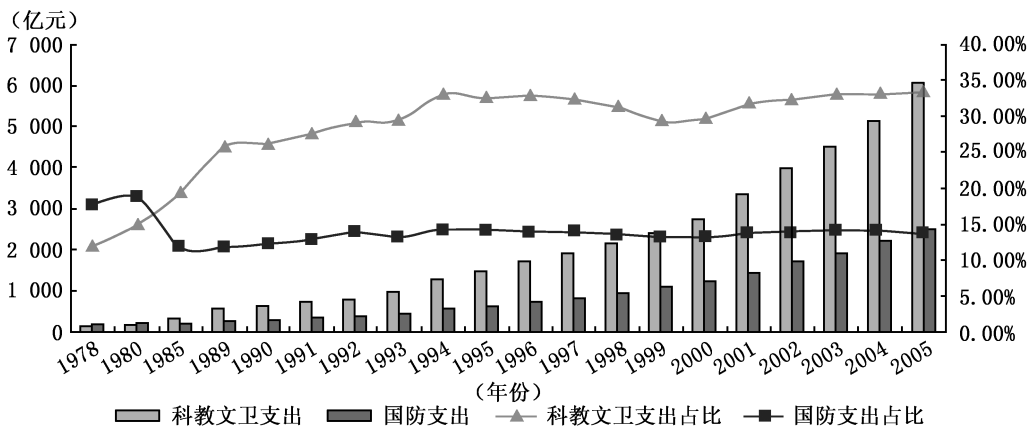


资料来源: wind 资讯。

图 5-13 我国中央政府投资和地方政府投资的构成

行调整。近 10 多年来,公益性投资有了显著上升,其占政府投资总额的比重保持在 40% 左右;基础性投资绝对值稳步增长,但其占财政支出的比例逐步下降到 30% 左右,而竞争性行业一直是我国政府投资的重点,比重保持在 35% 左右。这说明我国政府投资的重心并未完全撤出竞争性产业,其重点并未投向公益性投资领域。按市场经济体制的要求来对政府的职能进行定位,充分体现有效性原则和产权原则,政府的投资范围应该转向上述划分的非竞争性公益性项目和非竞争性的基础项目,以及少数关键领域的竞争性项目,真正发挥政府投资的宏观调控作用。

我国在公益性投资方面的支出数额及占比概况、我国政府各项基础性投资概况见图 5-14、表 5-10。



资料来源: 根据国家统计局 2006 年公布的数据整理。

图 5-14 我国在公益性投资方面的支出数额及占比概况

表 5-10

我国政府各项基础性投资概况

年份	基 建		工、交、流通 部门事业费		支农支出		地质勘探费	
	数额 (亿元)	占比 (%)	数额 (亿元)	占比 (%)	数额 (亿元)	占比 (%)	数额 (亿元)	占比 (%)
1978	451.92	45.66	19.79	1.80	76.95	7.78	20.15	2.04
1980	346.36	31.22	22.85	2.06	82.12	7.40	22.57	2.03
1985	554.56	31.33	35.16	1.99	101.04	5.71	29.58	1.67
1989	481.7	20.03	45.01	1.87	197.12	8.20	33.16	1.38
1990	547.39	20.55	46.93	1.76	221.76	8.33	36.19	1.36
1991	559.62	19.23	52.41	1.80	243.55	8.37	38.43	1.32
1992	555.9	17.64	64.58	2.05	269.04	8.54	44.07	1.40
1993	591.93	15.68	76.22	2.02	323.42	8.57	49.06	1.30
1994	639.72	13.89	100.77	2.19	399.7	8.68	64.13	1.39
1995	789.22	14.68	102.76	1.91	430.22	8.00	66.32	1.23
1996	907.44	14.59	120.41	1.94	510.07	8.20	68.56	1.10
1997	1 019.5	14.50	136.41	1.94	560.77	7.97	73.37	1.04
1998	1 387.74	16.92	121.56	1.48	626.02	7.63	83.13	1.01
1999	2 116.57	21.78	128.07	1.32	677.46	6.97	83.69	0.86
2000	2 094.89	19.00	150.07	1.36	766.89	6.96	88.12	0.80
2001	2 510.64	19.69	200.12	1.57	917.96	7.20	99.01	0.78
2002	3 142.98	20.61	232.38	1.52	1 102.7	7.23	102.89	0.67
2003	3 429.3	20.14	285.23	1.68	1 134.9	6.66	106.94	0.63
2004	3 437.5	17.51	368.21	1.88	1 693.8	8.63	115.45	0.59
2005	4 041.34	17.53	444.15	1.93	1 792.4	7.78	132.7	0.58

资料来源:根据国家统计局 2006 年公布的数据整理。

4. 近年来政府投资地区分布的结构分析^①

从 20 世纪 80 年代开始,我国逐步形成了由经济特区、经济技术开发区、开放城市和沿海开发地区构成的开放体系,实施了地区财政政策倾斜。“六五”以来,随着经济发展战略的转型,国家投资的重点开始逐步转移到东部地区,1981 年到 1995 年,东部沿海地区国有企业投资占全国的比重从 45.91% 上升到 54.27%,而西部地区这一比例则由 27.98% 下降到 24.54%。为了加快中西部地区发展,国家制定了“西部大开发”战略,国家投资逐渐向中西部地区倾斜。1996~1999 年间,东、中、西三大地带国家预算内基本建设投资的比例由 1:0.68:0.39 提高到 1:0.75:0.53。相比之下,中西部地区的投资比例已有一定程度的提高。从投资总量上看,虽然目前中西部地区占有的国家预算内投资已经超过东部地区,但其人均占有的

^① 王洛林、魏后凯:《我国西部开发的战略思想及发展前景》,《社会主义经济理论与实践》2001 年第 5 期。

国家预算内资金仍要低于东部地区。1999年,东部地区人均占有国家预算内资金为117.8元,中部地区为97.9元,西部地区为106.2元。这说明,国家的投资重点已经逐渐向中西部地区转移;但如果以人口分布作为衡量标准,目前国家投资的重点仍然集中在东部沿海地区。

从以上分析我们可以看出,我国目前的政府投资规模有逐年增大的趋势,在一定程度上替代了私人投资,这不符合社会主义市场经济建设的要求。同时,我国政府投资结构仍然存在着不合理的现象,需要进行调整。因此,在今后的经济建设中,我国政府应该积极引导私人投资,逐步退出竞争性的投资项目,增加公益性投资的力度,同时,要注意政府投资在中央政府和地方政府之间,以及不同地区之间的分配,避免造成资源浪费。而这直接关系到我国投融资体制的改革和完善。值得一提的是,2004年7月26日国务院发布了《国务院关于投资体制改革的决定》,针对当前的投资体制仍然存在的很多问题,特别是企业的投资决策权没有完全落实,市场配置资源的基础性作用尚未得到充分发挥,政府投资决策的科学化、民主化水平需要进一步提高,投资宏观调控和监管的有效性需要增强等,提出了新的与中国经济运行状况更为适应的改革措施^①。

阅读书目

1. 陈工:《政府投资学》,高等教育出版社2012年版。
2. 李晓鹏:《地方政府投融资模式研究》,机械工业出版社2014年版。
3. 杨晔、杨大楷:《融资学》,上海财经大学出版社2013年版。
4. 杨晔、杨大楷:《投资学》,上海财经大学出版社2012年版。
5. 杨晔、杨大楷:《中级投资学》(第二版),复旦大学出版社2014年版。
6. 杨晔、杨大楷、汪若君:《2015中国投资发展报告》,上海财经大学出版社2015年版。

思考题

(一)填空题

1. 产业投资基金的资产主要以_____的形式直接投资于实业领域,对未上市的公司直接提供资本支持并从事_____,以追求长期资本增值、为投资者谋取最大投资收益为目标,投资收益按_____进行分配。
2. 集合委托贷款的好处在于:一方面_____,_____;另一方面_____,_____。
3. 政府财政资金总体可以分为_____和_____。
4. 政府投资的政策工具可以分为_____,_____,_____以及_____。
5. 中央银行的业务服务对象是_____,_____和_____。
6. 市场调节的有效性主要体现在两个方面:一是_____,二是_____。

(二)名词解释

1. 政府融资
2. 资产证券化
3. 产业投资基金
4. 政府投资

^① 我们将这部分内容放在本书的辅导用书《投融资学案例与习题集》中作为一个专题进行讨论。

5. BOT

(三)是非题

1. 政府对具有一定经营性的基础设施项目、自然垄断项目的投资不以营利为主要目的,但要追求保值增值和较好的投资效益。()
2. 为了引导民间投资,政府的投资领域和项目不能是营利性的。()
3. 产权关系清晰的领域应由企业投资,无法明确界定产权或者界定产权成本太高的领域则由政府投资。()
4. 政府作为投资主体而形成的投资,具有一般投资的共同特点:在宏观上促进经济增长、刺激需求与供给;在微观上有获利动机。()
5. 政府投资决策是一种不完全的市场决策问题,因而不适合用以市场行为为研究对象的经济理论进行分析。()
6. 经济发展中期的政府投资领域政府职能开始侧重于社会的稳定、收入分配的公平等方面,其投资的主要目的从促进经济增长转变为促进社会安定和社会公平。()

(四)简答题

1. 简述政府融资的不同模式。
2. 简述政府融资的具体方式。
3. 简述政府间接投资的模式。
4. 简述政府投资的内涵。
5. 简述不同经济发展阶段政府投资的领域。

(五)论述题

1. 试述转型时期我国政府投资领域的调整。
2. 试述政府投资的产业政策工具在发展中国家的重要作用。

(六)计算题

有一笔国债,5 年期,平价发行,票面利率为 12.22%,单利计算,到期一次还本付息,到期收益率是多少?

第六章

个人投融资

投融资是当代经济生活中极为重要的一部分。政府通过税收、发行公债、吸引外资等方式融入资金,并将所融入的资金用于投资公共设施、支持教育事业等,以获得国家长远的发展。企业通过向金融机构贷款、上市、发行企业债券等各种方式融资,并将所融入的资金以直接或间接的方式投资,以获取资金的保值增值,保持发展的原动力。随着社会主义市场经济体制的建立和日趋成熟,作为最小社会经济单位的个人,逐渐认识到投融资对累积财富的重要意义,理论界也就现有经济环境下如何促进个人投融资的发展做了有益的探索,并取得初步成效。个人投融资的发展状况不仅会对人们自身的生活水平、财务状况发挥举足轻重的作用,同时也将对整个国民经济产生深远的影响。本章将分别对个人融资和个人投资进行深入的探讨。

第一节 个人融资

个人融资是指个人为了投资或消费而向金融机构或其他经济主体筹措资金的一种经济行为,是个人理财的重要一环。个人融资有别于私营企业和民营企业融资:前者的融资主体为单个自然人,而后者为法人;前者的融资目的更为多样化,包括消费性投资、教育投资、创业、证券市场投资、房地产投资、艺术品、保险、外汇以及实业投资等,而后者只能就本企业涉及的业务范围(如就本企业基本建设、固定资产、流动资金、广告费用等)进行融资。本节将全面系统地分析各种融资手段,让个人尽可能理性地选择最适合自己的融资渠道及融资方式,在融资、投资、再融资的良性循环中实现自有资本的快速增值,而不再是单纯依赖于封闭式的自我积累。

一、国内个人融资现状

(一)供求分析

随着市场经济的发展和人们理财观念的日趋成熟,个人借贷投资具有很大的发展潜力,其间蕴含着强大的融资需求,如住房抵押贷款近年来明显带有投资、消费的双重性质。个人融资渠道的选择虽有融资主体的主观因素,但更多地受制于个人投资品种的特点。比如,证券投资由于风险大,限于知识水平及能力,个人很难从社会公众和金融机构融到资金;艺术品投资要

求投资者有较高的艺术鉴赏力,而且增值时间一般较长,风险大,较难从金融机构融入资金。但随着投资市场的规范化、配套法制的完善化,我们有理由认为此类融资供求存在一定的发展空间。除消费信贷外,个人融资行为常发生在一次性投入资金较大的房地产投资和创业投资上。据我国银监会统计,截至2016年年末,商业银行个人住房贷款的平均不良贷款率仅为0.38%,远远低于银行业平均不良贷款率1.74%的水平,因此,对于银行来说,不动产贷款属于优质资产,个人以不动产为抵押获得银行贷款较为容易。

另外,随着全国就业形势日趋严峻,个人创业融资需求增加。从图6-1可以看出,我国城镇登记失业人数逐年增加,登记失业率也呈现逐年上升的趋势。与此同时,高校毕业生在逐年增加,从2001年的115万人猛增至2016年的765万人(见图6-2)。此外,还有1.5亿多的农村剩余劳动力也在等待就业。面对如此大的就业压力,创业是重要的生存之路,也是中国社会发展的必然趋势。同时政府也在积极引导个人走上创业之路,对个人自主创业在政策上提供融资支持。如国家人事部制定的最新政策中,鼓励有条件的地区政府在现有渠道中为高校毕业生提供创业小额贷款和担保。2002年11月,11个部委联合发布《关于贯彻落实中共中央国务院关于进一步做好下岗失业人员再就业工作的通知若干问题的意见》,规定下岗失业人员自谋职业、自主创业或合伙经营与组织起来就业,资金不足的,经当地贷款担保机构承诺担保,可向商业银行或其分支机构申请小额担保贷款;从事微利项目的,可享受中央财政全额贴息等。2015年,李克强在政府工作报告中提出“大众创业,万众创新”。国务院建立由发改委牵头的推进大众创业万众创新部际联席会议制度。由此可以预见,我国个人创业将不断涌现,创业主体以城镇下岗失业人员、大学毕业生、社会富裕阶层(含留学归国人员)和农村富余劳动力为主。这意味着将产生巨大的个人融资需求,而现有的融资渠道远远不能满足这一市场需求,大量的社会闲散资金流向大中型国企、上市公司及较有保障的消费信贷,甚至躺在银行里睡觉。各种融资渠道对个人创业来说都是不够畅通的。再加上融资渠道层次的单一性,使得本来就相当有限的个人融资选择的空間更显狭小,供求矛盾突出。

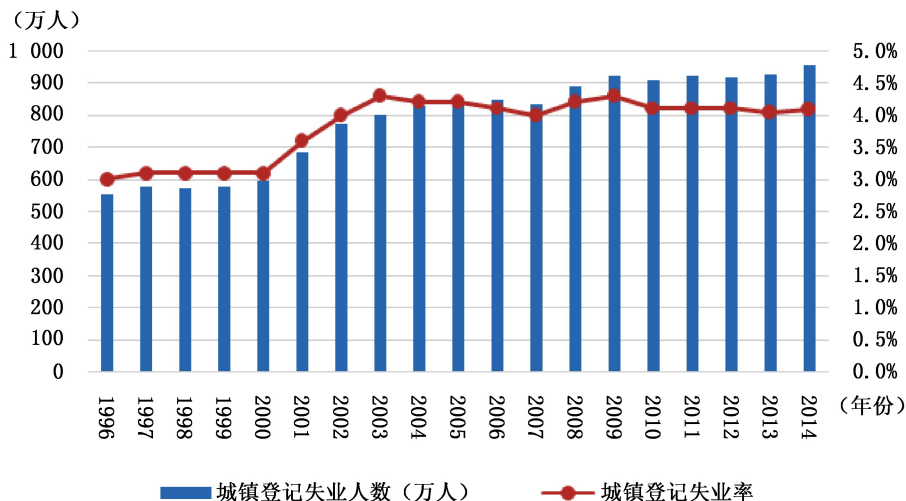
以上分析表明,在各种个人融资行为中,最值得也是亟待研究的便是基于创业目的的个人融资。个人融资环境改善的意义是重大的:微观上,它可以提高居民生活水平,实现个人财富增值;宏观上,则有助于缓解就业压力,增强我国经济实力,提高国民整体的素质。

(二)个人融资渠道

1. 资产抵押贷款

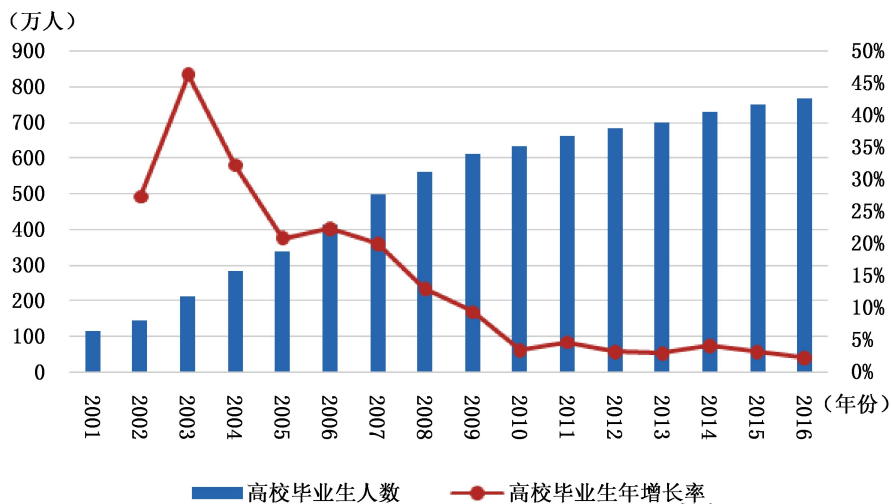
资产是指经济主体(个人或团体)拥有产权的、可带来经济利益的所有资源^①,包括实物资产、无形资产、金融资产、人力资产等。个人申请资产抵押贷款,为保证足够的安全性,金融机构一般只接受实物资产中的不动产、动产、金融资产及特殊种类的(可辨认)无形资产作为抵押,如房地产、汽车、金银珠宝、债券、基金、股票、专利权、著作权等。目前,资产抵押贷款是个人融资的主要融资渠道之一。在对私营企业主开业资金来源的一项调查中,样本为5487人,银行贷款(主要是资产抵押贷款)占760人,占样本人数的23.4%,列第四位(见图6-3)。个人资产抵押贷款在实施中常见的问题是价值难以评估,这就需要引入专业的价值评估机构对抵押资产做出合理估价,避免抵押率过低的状况。另一个突出的问题体现在地区差异上。我国经济发展水平很不均衡,东部地区拥有较成熟的市场经济环境及相对充裕的资金储备,居民

^① 这是从金融学的角度定义的,是综合了经济学和法学的观点,即经济学意义的资产是指在一定时间内为特定主体(个人、团体等)带来利益(经济和非经济)的所有资源;而按照法学的观点,资产即产权。



资料来源:根据《中国统计年鉴》相关年份数据整理。

图 6-1 我国城镇登记失业人数和失业率概况



资料来源:中国教育在线网。

图 6-2 近年来我国大学生毕业人数变化趋势

生活水平较高,普遍拥有一定数量的资产,且金融机构的服务意识先进,有利的整体经济环境带动个人融资快速发展;而中西部地区则相对滞后,个人融资也处在一个较低的水平上。

2. 民间借贷

民间借贷是指通过向亲朋好友、私人钱庄借贷的较为原始的个人融资方式,一般是个人融资的首选。从图 6-3 可以看出,民间借贷仅次于自我积累,是私人企业开业资金的第二大来源,这是因为民间借贷具有以下几方面的优点:(1)方便快捷、手续简单。市场是瞬息万变的,要适应市场的变化,融资活动必须注重效率,以免贻误商机。(2)无需银行借贷名目繁多的评估费用,因而其实际使用成本低于申请银行贷款的成本。但是,民间借贷也有缺点,主要是

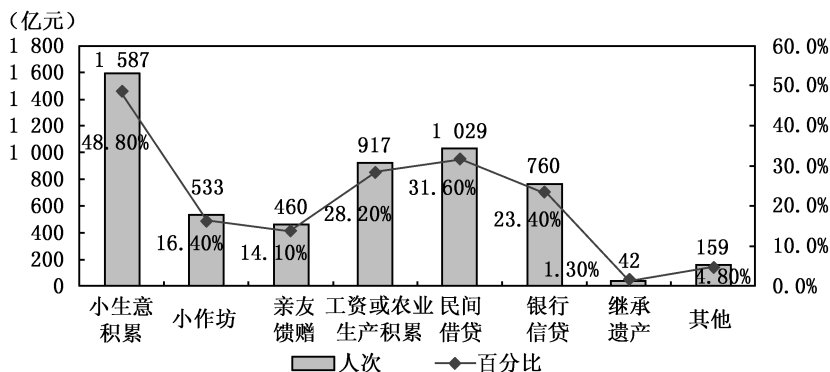


图 6-3 私营企业主开业资金来源调查

缺乏最基本的法律保障,易引起法律纠纷,且一旦超越熟人范围,风险远远超过银行贷款,因此,民间借贷一般在关系密切、互相了解、信用关系良好的个人之间进行。国内亦有成功的私人钱庄范例,如浙江温州的泰隆和银座。泰隆成立于 1993 年 6 月,成立时仅有 7 名员工,注册资本 100 万元,业务定位于专做私营小企业和个体工商户的贷款业务,到 2002 年,其资产总额已发展到近 20 亿元,不良贷款率仅为 2.33%,远低于商业银行的同期不良资产率水平。银座成立于 1988 年 10 月,现已更名为台州市商业银行(仍为私人控股),业务范围与泰隆相似,至 2002 年,不良资产率仅为 0.993%。许多创业者和民营企业家都曾经得到这些民间金融的帮助。

3. 信用贷款

它分为信用担保贷款和纯信用贷款两种。信用担保是一种信誉证明和资产责任保证相结合的、介于商业银行和个人之间的中介服务。担保人对商业银行做出承诺,对个人融资提供担保,从而提高个人的资信等级。由于担保方的介入,使得原本在商业银行和个人两者之间的贷款关系变成了商业银行、个人与担保方三者之间的关系。由于担保方分散了商业银行贷款的风险,故商业银行资产的安全性得到了更高的保障,但担保方无疑承担了风险。对个人贷款的担保主要针对大学生和下岗职工自主创业融资。一些针对中小企业的融资担保体系也适用于个人。目前我国信用担保体系快速增长,成为一个朝阳产业,具体体现在:(1)担保机构发展迅速。从 2000 年的 203 家到 2014 年底的 7 898 家。从担保机构的性质来看,满足政策性目的、体现政策导向的“非营利性”担保机构、营利性的商业担保机构和互助性担保机构呈现并存的局面。(2)逐渐改变“政府为主,民间为辅”的局面。2002 年,政府出资在中国担保机构出资总额中的比例占 70%,民间投资占 30%。但到 2012 年,全国 8 590 家融资性担保法人中,国有控股 1 907 家,占比仅为 22.2%。与资金来源对应,担保机构的组织形式也日趋多样,担保基金、有限责任公司、会员制互助基金和事业法人等形式不断涌现。(3)资金放大倍率提高,防范风险能力增强。从调查情况看,担保机构担保资金的放大倍率进一步增大,全国在保责任总额与担保资金的比例已由 2001 年的 1:1 达到 2004 年的 1:1.78,担保能力进一步增强。

针对个人的信用贷款目前主要是信用卡消费,其贷款额度有限且期限很短。1999 年 3 月开始施行的《银行卡业务管理办法》规定,“同一持卡人单笔透支发生额个人卡不得超过 2 万元”,“同一账户月透支余额个人卡不得超过 5 万元”,“准贷记卡的透支期限最长为 30 天”,透支期超过一个月,商业银行即派人催要透支款,在催要款无着落时,银行将诉请法院发支付令。

这些规定或措施与我国还未建立起健全的诚信体系有关。2003年,中央政府明确作出了要在五年内把“社会诚信体系的框架和运行机制初步建立起来”的战略决策。个人诚信体系的建立,使个人信用记录成为融资的资本,将大大促进信用贷款的发展,为个人融资开辟一条十分便捷的途径。

4. 融资租赁

租赁融资是一种较特殊的中长期融资方式。从交易的角度来看,融资租赁是指出租人对承租人所选定的物件,进行以融资为目的的购买,然后再以收取租金为条件,将该租赁资产出租给承租人使用。在此过程中,出租人将租赁资产有关的全部风险和报酬都转移给了承租人。在租赁期满后,承租人一般享有购买租赁资产的选择权或直接发生产权转移。对承租人而言,租赁开始日最低付款额的现值几乎相当于租赁开始日租赁资产原账面价值,因而融资租赁实际上是承租人以分期付款购买某项资产,通过融物而达到融资的目的。

融资租赁在西方发达国家是仅次于银行信贷的金融工具,自1952年在美国诞生以来,获得了迅猛发展。目前,全球近1/3的投资是通过这种方式完成的。可以预计,在我国融资市场体系尚不健全的情况下,融资租赁有着十分广阔的发展前景,对于资金实力不强的个人创业者来说,融资租赁的优点主要包括:(1)灵活的付款安排(如延期支付、递增或递减支付),使承租方能够根据自己的资金安排来定制付款额;(2)全部费用在租期内以租金方式逐期支付,减少一次性的固定资产投资;(3)可享受由租赁所带来的税务上的好处。

5. 票据贴现融资

票据贴现是指票据持有人将商业票据转让给银行,取得扣除贴现利息后的资金。在我国,商业票据主要是指银行承兑汇票和商业承兑汇票。这种融资方式优势之一在于银行不按照个人实际的资产规模进行贷款,而是依据市场情况(销售合同)贷款。通常持票人从收到票据至票据到期兑现日,往往少则数十天,多则数百天,资金在这段时间内处于闲置状态。利用票据贴现融资,不但比贷款申请手续简便,而且融资成本较低。票据贴现贷款已成为最主要的融资方式之一。

票据贴现贷款之所以受到银行的欢迎,与这种贷款方式的安全性是分不开的。随着我国票据市场的发展,参与票据承兑与贴现的市场主体已经从国有独资商业银行、少数大型骨干企业与企业集团,逐步扩大到众多金融机构,票据融资正日益成为一种重要的、不可替代的信用工具和融资手段。随着票据业务范围的不拓展及品种的日趋多样化,个人融资者必然能享受到越来越多的便利。

6. 风险投资

风险投资也称为“风险资本”或“创业资本”。风险资本是对创业企业尤其是高科技企业提供的资本支持,并通过资本经营服务对所投资的企业进行培育和辅导,在企业相对成熟后即退出投资以实现自身资本增值的一种特定形态的金融资本。风险投资是资本和技术相结合的产物,通常在企业孕育期介入,作为一种专门从事高风险项目投资的独特形式,在发现和培育高科技企业上起着十分重要的作用。单个人的创业由于被认为实力有限,而难以得到风险资本的支持,这就需要个人创业者灵活变通,寻求合伙人。通常这种高科技项目,需要有好的创意,如有证明自身实力的成果则更容易得到风险资本的青睐。

世界各国风险资本市场的发育程度差别很大,其中以美国的风险资本市场发展历史最长、规模最大、功能最完善。据统计,目前美国的风险投资公司有600~700家,2014年美国风险投资机构的投资总额为483.9亿美元。从投资结构上讲,美国的风险投资机构主要有三类:以

政府投资为主的小企业投资公司、以私人投资为主的风险投资合伙企业及大公司大银行所属的风险投资部。我国的风险资本市场萌芽于 20 世纪 80 年代中期,20 世纪末以来得到较快发展,但与发达国家相比,仍然处于发展的初级阶段,主要问题为规模小、市场化水平低、发展不平衡。随着《创业投资公司管理暂行办法》的颁布实施,民间资本进入风险投资领域的道路更加宽阔,如北极光、金沙江等由海归人士创立的本土创投机构,以及众多民间创投机构开始异军突起。同时随着中国经济的持续高速增长,许多国际知名风险投资公司,如红杉资本、德丰杰龙脉等,纷纷进军中国这个巨大的市场,这些因素进一步拓宽了个人创业者的融资途径。2013 年 6 月,新修订的《中华人民共和国证券投资基金法》开始正式实施,首次明确了“公开募集”与“非公开募集”的界限,将私募基金作为具有金融属性的金融产品纳入监管范围,实施适度、有限的监管,进一步促进了中国风险投资的发展。2014 年中国的风险投资总额达到 155 亿美元。中国创业风投基金发展迅速,截至 2013 年,中国创业风险投资各类机构数已达到 1 408 家,其中,创业风险投资企业(基金)1 095 家,创业风险投资管理企业 313 家,当年新募基金 215 家。

7. 典当融资

典当是指当户将其财产等作为当物质押给典当行,交付一定比例的费用,取得当金,并在约定期限内支付当金利息、偿还当金、赎回当物的行为。典当行业在我国有着悠久的历史,新中国成立初期为了治理经济秩序,典当行曾一度被关闭,改革开放以后,由于社会经济发展的需要,20 世纪 80 年代末又重新在一些地区出现,并得到政府认可。2001 年 8 月,原国家经贸委颁布实施新的《典当行管理办法》,规定典当行的主要职能是解决中小企业短期资金融通和普通百姓的小额资金需求。从行业结构看,典当行的经营范围是对商业银行业务的有效补充,典当的业务性质决定其资金运作更为灵活方便,满足银行难以照顾到的小额资金需求。具体而言,相对于银行贷款,典当有如下三个特点:(1)银行贷款手续繁琐,层层审批且周期长,难以应急;典当贷款手续简便、快捷、省时省力,大多立等可取。(2)银行贷款通常由银行指定使用范围;典当行则不限贷款的用途,资金使用自由。(3)典当行向客户发放的当金,其收费标准高于商业银行。

8. 自筹资金

自筹资金主要包括个人储蓄、亲友和投资商的投资等。其中,个人储蓄是最主要的方式。自筹融资方式的特点在于融资成本和资金使用成本较低,风险易控。需要指出的是,大多数融资方式都是要花费大量成本的,包括所付出的时间、精力和创造力。说服投资者给予资金支持需要进行大量艰苦的工作,包括煞费苦心地准备周密的借款计划、提供预备投资的各种信息以及完成各种评估手续等。自筹资金在个人投资创业起步阶段发挥着重要作用。美国创业企业约 70% 的资金通过自筹得来,我国私营、个体经济的创业资金也大多依靠自筹途径筹得。

二、个人融资的发展趋势

(一)构建多层次和专业化的个人融资体系

国内个人融资市场的首要缺陷是层次的单一性和无针对性,个人融资者的融资渠道一般限于银行贷款和自筹资金。各金融机构互相克隆业务,同时争夺或忽视某类或某个融资者的现象屡见不鲜。在四大国有商业银行开展的个人贷款业务中,我们可以看出其高度的雷同性。与之相对应的是实际融资方式的严重不平衡(见表 6-1)。未经细分的融资市场不但造成部分融资需求无法得到满足,同时忽视了一个庞大的融资市场——个人业务的开发,

效率十分低下,资源被严重浪费。美国花旗银行大约 60% 的业务是个人业务,就是这样一个总资产超过 1 万亿美元的超级银行集团,其主要的利润却是来源于个人,这对国内各金融机构都是一个深刻的启示。因此,开发个人融资业务的当务之急就是构建多层次、专业化的个人融资体系,从而最大限度地满足个人的各种融资需求。

表 6-1 国有商业银行个人贷款产品的比较

中国工商银行	中国农业银行	中国银行	中国建设银行
个人住房贷款	个人住房贷款	个人住房贷款	个人住房贷款
汽车消费信贷	汽车消费信贷	汽车消费信贷	汽车消费信贷
大额耐用消费品消费信贷	助业消费信贷	大额耐用消费品消费信贷	大额耐用消费品消费信贷
质押贷款	质押贷款	质押贷款	质押贷款
助学贷款	助学贷款	助学贷款	助学贷款

资料来源:谢晓雪,《商业银行个人贷款业务发展探索》,《新金融》2003 年第 10 期。

就商业银行而言,尽管我国已有 10 余家全国性或区域性股份制商业银行、100 余家城市商业银行、3 000 多家尚在运营的城市信用社和 40 000 余家农村信用社以及若干社区银行试点,但各层次银行的业务多有雷同。相比之下,美国银行体系则层次明显,体现出较强的专业特色。美国银行体系主要由商业银行、储蓄与贷款银行和信用社组成。其中,商业银行的职能是吸收各类储蓄存款,办理支付账户,对大中型企业发放贷款。而储蓄与贷款银行全美有 2 000 多家,主要服务对象是小型企业和个人,发放贷款以购置房产、家具为主。1 700 多家信用社是由个人会员制逐步发展起来的,主要提供个人储蓄服务,以发展住房装修方面的贷款为主,且不以营利为目的。除此之外,美国还有发达的金融中介组织,这大大降低了个人融资者因业务生疏而陷入困境的可能性。德国的银行体系就体现出多元化与专业特色(见表 6-2),近年来,德国的银行根据个人融资者所处的岗位、人口特征(年龄、家庭生命周期、收入、职业、教育等)、生活方式等综合因素,将整个个人融资市场划分为若干子市场,从而形成自身明确的优势客户群和市场定位,占领一部分市场。

表 6-2 德国银行体系(1997 年末)

银行体系	
专业银行	全能银行
抵押银行	商业银行
有特殊功能的银行	其中:三大银行(德意志银行、商业银行、德累斯顿银行)
建筑和长期贷款联合会	
投资公司	地区性商业银行及其他商业银行
中央证券托管机构	外国银行分行
担保银行及其他银行	私人银行
有储蓄职能的住房贷款会社	储蓄银行、信用合作社

资料来源:李俊元,《投融资体制比较》,机械工业出版社 2003 年版,第 49 页。

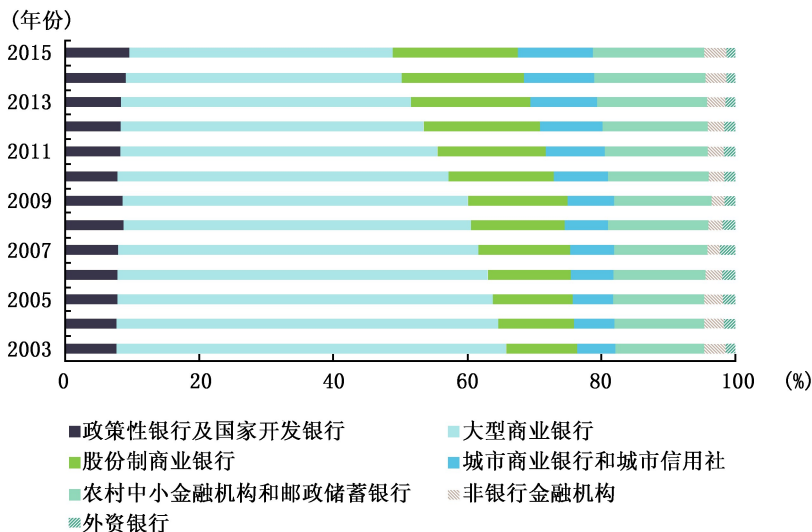
除了构建多元化和专业化的银行体系,还需要在金融市场的其他领域树立目标,如发展多层次的信用担保机构,努力发展非银行融资机构等等。总之,一个完善的融资市场需要构建多层次的融资平台,并让大多数融资者能够方便识别其专业特色,从而提高融资市场的效率,真正化解个人融资者的融资困境,为国民经济持续发展提供动力。

(二)完善宏观支撑体系

构建专业化和多层次的个人融资体系,离不开政府的有效引导和强有力的支持,具体表现在对投融资体制和法律环境的持续改善。归纳起来,政府的作用主要体现在以下两个方面。

1. 鼓励竞争

我国的投融资市场上,以国有商业银行为代表的大中型金融机构具有中小型金融机构难以企及的先天优势,即雄厚的资本(包括人力资本)与技术实力、广布的分支机构网络以及政策的大力支持,在融资市场上拥有准垄断地位;小型金融机构在存贷款业务上与大中型金融机构区分度不强,生存环境艰难,业务难以得到有效开展。截至2015年底,我国银行业金融机构共有法人机构4262家,其中包3家政策性银行、5家大型商业银行、12家股份制商业银行、133家城市商业银行、5家民营银行、859家农村商业银行、71家农村合作银行、1373家农村信用社。而从市场份额上来看,尽管大型商业银行的份额在逐年减少,但仍然占据主要地位(见图6—4)。国家缺乏有效保护中小金融机构利益的政策和法律措施,一定程度上影响了融资市场的繁荣,间接地增大了个人融资者的融资难度。其次,狭窄的融资渠道使整个融资市场还处于卖方市场状态,广大融资者特别是个人融资者在资金使用价格的确定上无发言权。由此可见,个人融资市场的繁荣急需政府制定相关政策和法律,采取措施打击垄断和不平等竞争行为,使各方成为真正平等自由的市场竞争主体,给中小融资者以公允的发展机会。



资料来源:中国银行业监督管理委员会2015年报。

图 6—4 2003~2015 年银行业金融机构市场份额(按资产)

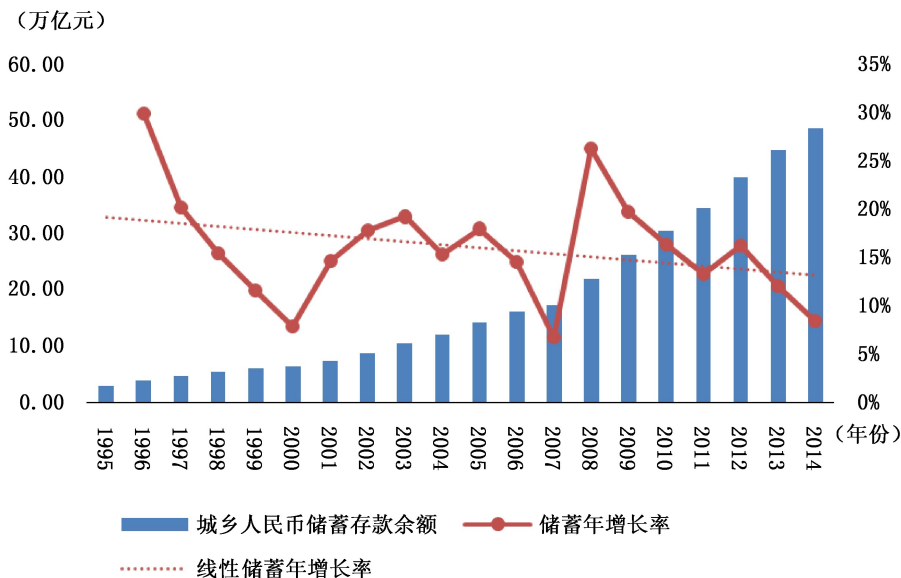
2. 信息服务

信息不对称的存在导致道德风险经常发生,进一步加剧了投资者惜贷、融资者告借无门的两难困境,因此,为双方构建高质量的信息平台就显得十分重要。对任何融资者来说,信息都

是其投融资决策的重要依据,信息的完备与可靠程度不仅会对其融资成功与否、融资成本的多少有重要影响,更会影响到整个投资计划的成败。但个人融资者由于收集、辨别、处理信息的能力有限,因此就需要政府有关部门加强对投融资活动的信息引导,健全投融资信息网络系统,定期和不定期地发布国家产业政策和行业规划执行情况,包括产业政策变化信息、行业需求和供给信息、地区市场发展和变化信息、国际市场发展和变化趋势;发布热点产品和敏感产品价格走向信息、在建项目生产能力情况、产品供求走势信息;发布国内外新技术、新工艺、新产品应用前景信息;等等。社会各媒介单位也要加大对产业政策和投融资信息的宣传力度,为广大投融资者服务。

第二节 个人投资

个人投资是个人以自然人身份将自己的合法财产投资于债券、股票、基金、房地产、收藏品等以获取收益的行为,其投资资金的主要来源是以往的储蓄以及当年收入减去为维持生活所必需的消费以及其他必要的费用(如纳税)后的剩余部分。改革开放以来,我国居民的收入水平有了显著提高,储蓄存款余额也不断攀升,使得个人投资的资金来源不断增加。从2001年起,我国居民储蓄存款持续保持18%左右的增长速度。截至2014年底,中国城乡居民储蓄存款为48.53万亿元左右(见图6-5)。高储蓄态势一方面反映了我国居民收入水平的不断上升,另一方面也孕育了把储蓄转化为投资的迫切要求。



资料来源:Wind 资讯。

图 6-5 城乡人民币储蓄存款年末余额

一、个人投资者的投资目的

投资的目的是使投资的净效用(即收益带来的正效用减去风险带来的负效用)最大化,即在风险相同的条件下,追求最大可能的收益;或在收益既定的条件下,寻求最低风险的投资。

具体来说,个人投资目的主要有以下几种。

(一)本金的安全性

这是投资者的基本目标,本金安全不仅指维持原有的投资资金,而且还包含保持本金的购买力,防止因通货膨胀而导致本金贬值。因此,要保持本金的安全,就应购买具有偿还安全保证、流动性较强且价格稳定的证券,如政府债券、优良企业债券等。但在实践中,各类证券都存在不同程度的风险,如长期债券的收入虽固定,但较长的期限可能无法弥补购买力贬值的损失;外国政府债券则存在较大的政治风险。有人认为银行存款是达到本金安全的最好选择,但通货膨胀会让貌似安全的银行存款贬值,削弱原有的购买力,这就是购买力风险。所以,本金安全往往与规避通货膨胀是难以兼得的。

(二)收入的稳定和资本增值

这是投资的获利动机,稳定的收入主要来自于债券利息和股息,因此投资者大多选择有固定收入的证券,如资信好、经营情况和增值前景良好的大公司股票或高质量的债券。另外,公用事业股票的股息稳定且可靠,也是合适的投资对象。资本增值是个人投资者的共同目标,对股票投资者来说,可通过两种途径达到目的:一是将投资所得的股息、利息再投资,日积月累,使资本增加。二是投资于增长型股票,通过股息和股价的不断增长而增加资本价值。但这种股票价格波动大,虽然有获得资本增值的好处,但也要面对股价下跌带来损失的风险。这种方法适合于在财力上和心理上都有风险承受能力的投资者。不同的投资者会有不同的选择。一般来说,资本增值的目的在短期内不易达到,投资者需要作长期打算。而对邮币卡、古董等收藏品有兴趣的个人投资者来说,收入的稳定与资本增值往往是不可兼得的。这类投资品一旦出售转让,往往可以获得可观的投资收益,但这通常需要较长的时间,不易在短期内获得经常性的稳定收入。

(三)流动性

流动性也称为变现性,是指投资者将投资资产变换为另一种资产而未受到损失的可能性。每个投资者在管理自己资产的时候,都要考虑应付不时之需,因此在做投资决策时要考虑满足流动性需要,保持一部分流动性强的资产。流动性与证券期限、收益成反比,因此投资短期债券的流动性强,但收益相对也较低。通常,储蓄存款、股票、债券的流动性都很好,而房地产和收藏品的流动性则较差。

(四)多样化

在投资活动中,由于边际效用递减规律的作用,投资者不再满足投资品种的单一性,而是将资金适时地按不同比例,投资于若干种风险不同的证券,建立多样化的资产组合,以达到降低风险的目的。在选择证券种类时,既不能过多,也不能过少。证券种类太少,达不到分散风险的目的,当某种证券价格下跌时,对整个组合收益影响很大;但若组合种类太多,好坏相抵,整个组合收益反而不高,而且也不易分析和管理。据专家分析认为,分散程度以 15~25 种最为合适。

(五)参与决策管理

少数资本实力雄厚的投资者会通过大量购买某公司股票来达到控制、操纵这家公司的目的,或是达到参加股东大会、参与决策管理的目的。但对大多数中小投资者来说,这种观念是非常淡薄的,股票越来越被人们当作金融商品来对待而不是当作所有权的象征。

(六)管理的便利性

有些投资者一般不愿意花太多的时间和精力进行投资,但是希望获得本金的增值,因此,

管理的便利性就显得非常重要。这类投资者一般会聘请投资机构或咨询机构替代他们操作,或选择不需投注太多精力的投资工具(如债券等),同时避免介入价格变动太大、太快的投资工具。

综上所述,投资者的投资目的不一而足,在投资实践中,投资者的行为和目的会受到各种因素的影响,主要包括:第一类因素,如总财产和资金来源总额、目前可用于投资的资金、当前和未来可期望的收入等。第二类因素,如所得税状况、年龄、健康状况、家属成员及年龄构成气质类型、社会 and 个人的抱负、承担风险的愿望等。第三类因素,如受教育程度、可用于投资管理的时间、投资基本原理和技巧知识等。为了获取最佳的投资收益,除了结合自身实际情况合理安排投资组合之外,投资者还可参照各类投资工具的效果来进行投资决策(见表 6-3)。

表 6-3 各种投资工具与投资目标的效果比较

投资工具	本金安全性	抵御通货膨胀	当前收入的稳定性	未来增值的能力	流动性	管理便利性
储蓄存款	A	D	A	无	A	A
短期票据	B	D	A	无	B	B
普通股股票	D	C	C	C	B	B
成长股	D	B	C	B	B	D
债券	A	D	A	无	B	B
房地产(收益性)	B	B	不定	B	E	D
贵金属(金银)	D	B	无	B	B	D

注:A为极佳,B为较佳,C为中等,D为中等至差,E为差。

资料来源:国研网 www.drcnet.com.cn。

二、影响个人投资报酬的因素

(一)时间

在其他条件不变时,时间的长短与投资获利呈正相关关系。资金的增值特性使得资金具有时间价值(即资金经历一定时间的投资和再投资所增加的价值)。因此,当以闲置资金进行投资时,时间还可能带来加倍的获利效果。一般而言,要获取高报酬有两条途径:一是从事高风险、高报酬的短期投资;二是进行风险较低但收益率高于平均收益率的长期投资。前者有损失本金的危险,后者把一切交给时间,等待收获。其实,谈到投资时间,还有一点十分重要,那就是把握现在。如果投资者手边有充裕的闲置资金,就可以考虑进行投资,以充分利用时间积累财富的功能。

(二)通货膨胀

通货膨胀是经济社会中不可避免的现象。自从人类社会有货币流通以来,通货膨胀就以其独有的方式影响着经济发展,影响之一就是削弱货币的购买力(见表 6-4)。

表 6-4

通货膨胀对购买力的影响

购买力 几年后	通胀率	0	1	2	3	4	5	7.5	10	15
0		100	100	100	100	100	100	100	100	100
3		100	97	94	91	89	86	79	73	61
6		100	94	89	83	78	74	63	53	38
9		100	91	83	76	69	63	50	39	23
12		100	89	79	69	61	54	39	28	14
15		100	86	74	63	54	46	31	21	9
18		100	83	70	58	48	40	25	15	5
21		100	81	65	53	42	34	20	11	3
24		100	79	62	48	38	29	15	8	2
27		100	76	58	44	33	25	12	4	1
30		100	74	55	40	29	22	10	3	0.6
35		100	70	49	34	24	17	7	2	0.3

注:购买力和通胀率的单位均为%。如果资金闲置,当未来 15 年的年平均通货膨胀率是 3% 时,那么 15 年后该笔资金的购买力只有现在的 63%;如果年平均通胀率是 5%,购买力就只剩下 46%;如果年平均通胀率是 10%,购买力就仅是现在的 21%。

资料来源:国研网 www.drcnet.com.cn。

实际利率等于名义利率减去通货膨胀率,而通货膨胀率重要的衡量指标是消费物价指数。假设目前 1 年期居民储蓄存款年利率为 1.98%,扣除 20% 的利息税,实际存款利率只有 1.58%。如果以 2008 年消费物价指数预计涨幅 2.2%,那么,居民存进银行的实际利率就为 -0.62%,即货币实际上已经贬值 0.62%。具体来说,应对通货膨胀,个人投资者可考虑如下三点建议:一是固定收益投资,应尽量避免期限太长的产品,因为一旦利率上调就会使个人投资者遭受损失。二是股市、房地产市场及黄金市场。股票、房地产、黄金一直是国际上通行的抵御通货膨胀风险的几大投资品种。但是由于目前国内这三大投资市场的特殊性,投资者应谨慎进入。一般来说,通货膨胀会导致房价、股价的上涨,但利率上升预期又会抑制房产价格与股票价格的上涨,因此能否通过股票市场和房地产市场来抵御通货膨胀风险,得看二者博弈的结果。而黄金价格除了受通货膨胀影响之外,还取决于很多因素,所以投资黄金也未必一定能保值。三是贷款投资。由于通货膨胀是一个持续的过程,今天的资金若干年后就会贬值,所以只要贷款利率没有调整,而消费价格指数大幅上涨,贷款或借钱来消费或投资就非常划算。

(三) 财务杠杆

财务杠杆是通过适当举债来给投资者带来收益的一种方式。我们可以举个例子来说明:假设现在有一项投资,需要 10 万元的资本,预估会有 30% 的报酬率,如果全部都是以自有资金来投资,那么这 10 万元的自有资金报酬率就是 30%。但是如果只拿出 6 万元,另外 4 万元是利用借贷的方式,借款年利率 15%,那么,投资报酬率就如表 6-5 所示,高达 40%。以此类推,我们可以知道自有资金愈少,财务杠杆操作的效益愈高。

表 6—5 一项投资的财务杠杆效果比较 单位:元

支出/收入	现金投资	贷款投资
买价(1)	100 000	100 000
自有资金(2)	100 000	60 000
贷款(利率 15%)	0	40 000
利息(3)	0	6 000
投资额(4)	100 000	60 000
售价(5)	130 000	130 000
获利(6)=(5)−(1)−(3)	30 000	24 000
投资报酬率(6)/(2)	30%	40%

虽然利用财务杠杆会带来不错的收益率,但前提是“操作得当”。如果判断失误,投资报酬率没有预期的高,甚至是负的时候,再加上需要负担的借贷利息,就会变成“反财务杠杆操作”,扩大损失。因此,财务杠杆操作虽然在投资上常被运用,但仍是一种较高风险的投资策略,投资人若个性保守,或不能承担亏损的后果,还是尽量慎用为好。

(四) 所得税

从提高投资收益、减轻税收负担的角度出发,个人投资者在进行投资时,应该考虑不同投资对象的所得税征收情况来进行纳税筹划。

1. 投资于专项基金

根据国家政策规定,教育储蓄、住房公积金、医疗保险金、基本养老保险金、失业保险基金等专项基金,按一定限额或比例存入银行个人账户所得的利息收入免征个人所得税^①。这为纳税人进行纳税筹划提供了有利条件。具体做法是,将个人的存款按教育基金或其他免税基金的形式存入金融机构。这样不仅可以减轻税收负担,而且也为子女教育与家庭正常生活秩序提供了保障。

2. 投资于国债

个人所得税法规定,个人取得的国债和国家发行的金融债券,免征利息所得税。由此,个人在进行投资理财时,购买国债不失为一种较好的选择。

3. 股息与红利以股票股利形式发放

对于个人持有的股票、债券而取得的股利、红利所得,税法规定予以征收个人所得税。但各国为了鼓励企业和个人进行投资和再投资,规定以股票形式发放股利免缴个人所得税。这样,在预测企业发展前景非常可观、股票具有较大升值潜力的情况下,可以将本该领取的股息、红利所得留在企业,作为再投资。这种筹划方法,既可以免缴个人所得税,又可以更好地促进企业的发展,使得自己的股票价值更为可观。当股东需要现金时,可以将分得的股票股利出售,获得的资本利得可以免缴个人所得税。

^① 国务院《从储蓄存款利息所得征收个人所得税实施办法》第五条规定:“对个人取得的教育储蓄存款利息所得以及国务院财政部门确定的其他专项储蓄存款或者储蓄性专项基金存款的利息所得,免征个人所得税。”

三、个人投资收益的评估

一般而言,投资收益主要有以下四种形式:(1)现金收益,是指现金收入扣除现金开销和债务后的余额;(2)增值,是指投资对象价格上升速度快于通货膨胀速度而产生的收益;(3)累积净值,是指随着不断交付分期付款,投资者的负债不断减少,所拥有的资产额不断增加;(4)所得税利益,是指通过分期付款等形式避税产生的投资收益。在不同的国家,不同的投资方式会产生不同形式的投资收益或投资收益组合(见表6—6)。但投资收益的四种形式很难兼得,有时甚至相互冲突。如投资者用现金购置房地产然后出租,没有采取分期付款,所以房租属于现金收益。但该投资者没有采用贷款负债的杠杆作用,失去利用贷款利息来避税的机会,因此没有所得税利益和累积净值。

表 6—6 美国各种投资工具投资报酬比较

投资工具	年平均报酬率(%)							
	15 年		10 年		5 年		1 年	
	报酬	排名	报酬	排名	报酬	排名	报酬	排名
美国金币	18.8	1	16.3	1	11.4	3	10.3	6
石油	13.9	2	3.0	13	-11.8	14	27.4	3
美国邮票	13.9	3	11.8	3	-1.3	12	0.5	14
黄金	13.6	4	9.2	8	6.8	7	29.1	2
白银	11.9	5	9.7	6	4.0	9	39.8	1
国库券	10.3	6	10.2	5	8.5	6	5.7	11
名画	9.2	7	9.7	6	9.5	5	8.6	7
股票	9.2	8	13.9	2	24.1	1	20.6	5
债券	8.6	9	9.7	7	191.7	2	5.7	12
陶瓷	8.7	10	11.3	4	3.4	11	6.7	10
房屋	8.3	11	7.4	10	4.8	8	6.8	9
消费物价指数	6.9	12	6.5	11	3.5	10	3.8	13
美国农地	6.3	13	1.5	14	-7.8	13	-7.94	15
外汇	4.6	14	4.1	12	6.8	7	25.0	4
宝石	4.1	15	8.9	9	10.2	4	7.0	8
报酬率超过通货膨胀率的投资								
有形资产投资			10 种中占 8 种	10 种中占 8 种	11 种中占 6 种	10 种中占 8 种		
收藏品(金币、邮票、名画、陶瓷)			4 种中占 4 种	4 种中占 4 种	4 种中占 2 种	4 种中占 3 种		
大众商品(石油、金银、宝石)			4 种中占 3 种	4 种中占 3 种	4 种中占 3 种	4 种中占 4 种		
房地产(房屋、农地)			2 种中占 1 种	2 种中占 1 种	2 种中占 1 种	2 种中占 1 种		
金融投资(外汇、股票、债券)			4 种中占 3 种	4 种中占 3 种	4 种中占 3 种	4 种中占 4 种		

资料来源:国研网 www.drcnet.com.cn。

风险和收益是正相关的,风险越大,可能面临的损失越大,可能获得的收益也越大;反之,甘冒的风险越小,可能面临的损失较小,可能获得的收益也就越小。投资理财及其收益涉及收支、投资与消费的比例、投资结构、负债与资产的比例等多种因素,评估投资收益需要选择合适的评价指标,该指标要简单、易懂、实用,既要反映投资理财效果的整体情况,又要重点突出。为此,在设计评价指标时,应该坚持以下五项原则:(1)投资收益以百分比表示,而不用金额。只有以百分比表示投资收益,方能客观地比较不同时期、不同投资工具或不同投资策略的投资操作优劣。(2)投资收益必须以相同的时间周期衡量,通常为年。(3)投资收益必须以投资者投入的投资净值(即自有资金)为基准,而不能仅根据投资总值评估。投资总值指投资者全部投入的资金,包括自有资金与负债,负债发挥财务杠杆功能,净值才是真正的投入。(4)投资收益必须以税后纯利为衡量基础,因为税后纯利才是真正的投资收益。(5)投资收益评价指标必须以投资收益率为中心,与投资者的恩格尔系数、收支比率、消费与投资比率、资产负债率和投资结构等相结合。其中,投资收益率=(净收入/总投资) $\times 100\%$,恩格尔系数=(食物性支出/家庭消费总额) $\times 100\%$,消费与投资比率=(消费/投资) $\times 100\%$ 。

四、个人投资的风险及规避措施

(一)个人投资面临的主要风险

风险是指在未来会造成亏损的可能性。投资与风险如影随形。通常来说,风险越高,获利越大;风险越低,获利越小。就个人投资而言,面临的风险主要有以下几种:(1)本金损失的风险。(2)收益损失的风险,是指投资没有带来预期的收益,如租金歉收或无法分配到股利等。(3)通货膨胀风险,也称为购买力风险,对投资影响相当大,但往往被忽略。(4)时机风险,是指投资者难以掌握在市场上适时进出、低买高卖的时机而造成损失的风险。时机风险一般存在于投机性较强的股票市场、房地产市场、期货市场等。(5)流动性风险,是指投资无法在需要时变换为现金的风险。银行存款、债券和多数股票一般都可以很快变现,所以流动性风险较低;但房地产和一般私人收藏品则不易变现,风险较高。(6)管理风险,个人投资者进行投资,需要花时间和精力对投资对象进行管理,付出了通过其他途径获取收益的机会成本。(7)利率风险,是指利率的波动有可能造成投资损失的风险。对债务人而言,利率上升会使利息负担增加(固定利率贷款除外);对靠利息收入维生的退休人员而言,利率降低则会使收入减少。(8)所得税风险,指投资者制定投资计划时忽视所得税问题或没有合法合理避税而影响投资利润的风险。

在投资过程中,要意识到这些不同种类的风险,因为不同投资者的个性、对待风险的态度以及所愿承受的风险限度有很大的差别,有的属于风险规避型,有的属于风险偏好型;但是社会生活和个人生活中的一些风险是不可避免的,在避险失败的情况下,只有直面风险、正视风险,吸取教训,才是可取的客观态度。

(二)个人投资者的主要投资误区

针对不同的投资风险,我国个人投资者的投资误区主要有以下三个方面:

1. 急功近利

一些投资者如同有投资饥渴症,俗称“钞票不过夜”,只要手头有点钱就要找机会下单,生怕错失了赚钱良机,结果却在匆匆忙忙中错失了真正的好机会。这类投资者通常会面临较高的时机风险、流动性风险及管理风险。在目前的“微利时代”,这类投资者在理财方面应该做一

些适当的调整,在制定理财计划时,要保持平和的心态,并充分考虑品种的选择、比例的分配、风险的控制等。如果缺乏足够的理财知识,可以请理财专家来帮忙。

2. 保守僵化

尽管股市、债市、汇市的投资队伍日渐庞大,可仍有众多的百姓固守着唯一的理财方式——储蓄。“聚沙成塔”、“滴水穿石”,是他们所坚持的理财真谛。确实,在诸多投资理财方式中,储蓄是风险最小、收益最稳定的一种。但是,这类投资者不得不承担高昂的通货膨胀风险,一旦遇到通货膨胀,不仅不能增值,还会缩水贬值。因此,理财专家建议,根据年龄、收入状况和预期、风险承受能力,合理分流存款,使之以不同形式构建资产组合,才是理财的最佳方式。有专家建议,一般一个25岁左右的在职人员比较理想的投资组合为:不动产10%,现金5%,债券20%,股票65%。

3. 面面俱到

一些投资者本身并没有太多的投资资金,却总觉得每个赚钱机会都不能错过,于是本币、外币、A股、B股乃至字画、邮币卡等等面面俱到,“东方不亮西方亮”,总有一处能赚钱。面面俱到式的理财方式确实有助于分散投资风险,但其明显的缺陷是投资者要承担较高的管理风险、流动性风险和时机风险。在日新月异的金融市场上,一般投资者没有足够的精力去关注每个市场的动向,面面俱到的投资方式有时会带来资产减值的危险。对于资产并不太多的普通百姓来说,只有把精力和优势放在相对集中的地方,才有可能使有限的资金实现最大收益。当然,如果所有的资金都投在“一个篮子”里,就会带来风险过于集中的隐患,正如诺贝尔奖得主、著名经济学家詹姆斯·托宾所言:“不要把你所有的鸡蛋都放在一个篮子里,但也不要放在太多的篮子里。”

(三)规避投资风险的路径

1. 保持客观冷静的头脑

投资切忌“随大流”,在冲动之下做出决策。某些投资品种在商业宣传中避重就轻,对盈利前景一味渲染,以夸大的预期收益诱惑人们投资,但对投资风险则闭口不提或一带而过。对这些“天上掉馅饼”的好事,投资者切不可被所谓的“高收益”冲昏头脑,而要客观冷静地分析投资风险,投资的风险和收益往往是正相关的。此外,投资者应该注意根据自己的兴趣爱好投资,从而有效避免投资那些自己不懂、不熟悉的产品。在此基础上,个人投资应该制定相应的投资理财计划,制作投资理财档案,并设立专门的投资理财账户。制定计划时,对于每个时期内,如每月用于消费、储蓄和投资的资金量,应当根据收入情况,统筹安排,并严格执行。考虑到现在的投资理财工具越来越多,其产生的许多重要合同、凭证等都需妥善保管,因此制作投资理财档案就显得尤为必要,因为这样就可以对自身的投资理财状况做到心中有数,尤其在一些银行存折、信用卡账号遗失时,就可以根据该档案及时挂失,防止不必要的损失。此外,投资理财的账户有必要单独设立,这样可以便于自己管理,随时了解投资的损益情况,而且不影响日常生活。

2. 综合衡量,选好品种

过去个人理财的投资渠道少,只有储蓄、国债等传统投资方式,形式相对单一。现在各种投资品种层出不穷,以往那种投资渠道单一的弊端已得到一定程度的改善,股票、基金、资产托管、个人炒汇、黄金等等,“乱花渐欲迷人眼”。因此,投资者要根据个人的经济实力、风险承受能力、理财专业能力等实际情况,综合衡量各种投资方式,选择适合自己的投资品种,构筑良好的投资组合。例如,储蓄相对稳妥但收益低,股市收益高但风险大,中等财力的个人就可以选

择一只运作稳健、效益较好的开放式证券投资基金或债券基金,将储蓄、股市的风险性和收益性进行中和,以最大限度减少风险、增加收益。为了分散风险,投资者可以选择多个投资方式来平衡投资收益和风险,在必要时还可以寻求专业理财师为自己设计适合家庭投资的方案。其实,在西方国家,个人理财业务几乎深入每一个家庭,银行开展个人理财业务的收入已占到总收入的30%以上。在美国,银行个人理财业务的年平均盈利增长甚至达到了12%~15%。而在我国,虽然多家银行均相继开展个人理财服务,为居民提供个人投资顾问服务,但这类服务大多停留在咨询水平上,并不能提供真正的增值服务,甚至有的银行所提供的个人理财服务,还只是银行各项个人业务的总汇。因此,金融机构拓展个人投资理财方面的新业务,不仅能够为自己带来新的利润增长点,更能积极地引导居民个人储蓄向投资的合理转化,有助于个人投资者了解和认识多种投资渠道,增强投资意识。

3. 注意防范在途风险

投资者要跟踪观察投资品种变化,及时防范在途风险。比如开放式基金,不少投资者在申购之后便将其束之高阁,忽略了股市整体走势和基金盈利变化。如果这只基金运作水平出现问题、基金净值不断萎缩时再去赎回,可能就会遭受较大损失。即使是最简单的储蓄,也要随时注意利率变化,根据利率情况及时调整存款方式,降低或增加存款在整个投资资金中的比例。

4. 选择合理的筹资方式以降低投资成本

投资收益与筹资成本关系密切,投资风险可通过合理的筹资形式分散。筹资形式主要有两种:一种是权益性筹资;另一种是债务性筹资。根据两种筹资形式的特点,一般情况下,投资风险较大的项目,应选择权益性筹资形式,以减少还本付息的压力;投资风险相对较小的项目,应多采用债务性筹资形式,以便相对降低筹资成本,发挥财务杠杆作用。

5. 加强投资决策的科学化

这里的投资决策科学化主要包括两方面的内容:一是决策程序的科学化,即收集、研究、分析信息,准备投资方案,评估比较投资方案,确定投资方案。二是在决策中应用投资风险决策的方法评估比较投资方案,如期望值法、风险调整贴现率法、肯定当量法等。现实中由于决策的随意性、主观性和盲目性而使投资遭受重大损失的事实证明投资决策科学化的必要性,而且可以有效防范和降低投资的风险。通过决策科学化,投资者在事先就可将一定的风险化解,并对有可能出现的风险做足准备,从而增强抵御风险的能力。加强投资决策科学化是控制投资风险的关键步骤,为此,投资者要尽可能地获取更多的信息,认真调查研究,搞好市场预测,及时把握市场变化,快速、灵敏、准确地做出反应,减少和避免投资风险。同时能够运用专门方法对多种可行的备选方案进行分析,在对多种方案评价比较的基础上选择最优方案进行投资,对投资活动的全过程实施动态管理。

阅读书目

1. 本杰明·格雷厄姆:《聪明的投资者》(第四版),人民邮电出版社2011年版。
2. 彼得·林奇:《战胜华尔街》,机械工业出版社2008年版。
3. 霍华德·马克斯:《投资最重要的事——顶尖价值投资者的忠告》,中信出版社2012年版。
4. 塞思·卡拉曼:《安全边际——有思想投资者的价值投资避险策略》,价值杂志出版社2011年版。
5. 沃伦·巴菲特:《沃伦·巴菲特致股东信(1956—2002)》,机械工业出版社2007年版。