

论企业融资方式的适时转换

薛和生

企业是社会主义市场经济的基本主体,由此决定,企业改革是我国整个经济体制改革的中心环节。企业改革是一项系统工程,除企业管理、经营等方面的改革外,还需对企业生存发展的外部环境进行改革。在改革向体制转换的纵深发展、宏观经济软着陆成功地实现的今天,企业外部环境的改革显得尤为关键。当前,企业外部环境改革中极富重要意义的一环就是企业融资方式的转换。

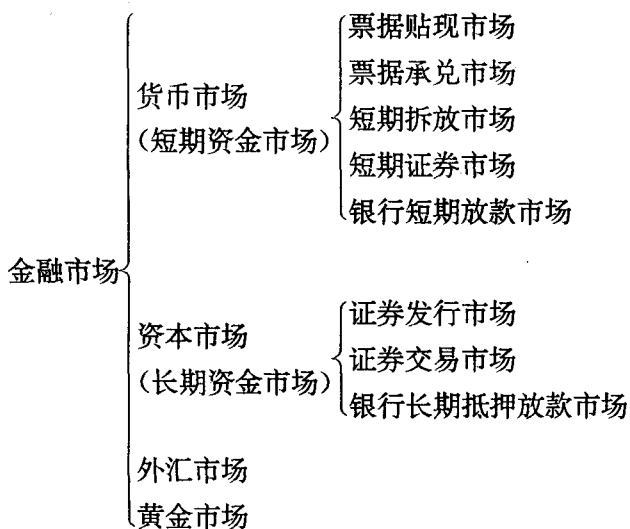
一、问题的提出

任何一个经济社会,总是由企业、家庭和政府这几种基本经济单位组成。每一种经济单位都有自己的预算结构。就企业而言,在某一个时期内,全社会总有一部分企业或由于收入增加,或由于缺乏适当的投资机会,或为了预防不测,或为了积累,而处于总收入大于总支出的状况,成为资金有余企业。同时,又有一些企业或由于收入减少,或由于支出超前,或由于进行额外投资,或由于发生意外事故等而处于总收入小于总支出的状况,成为资金短缺企业。

在经济生活中,前者有多余的资金,而它们又并不想在当前作进一步的开支;后者想进行支出,但又缺少资金,经营计划无法实现。这些矛盾的不断出现并不断解决,推动着人类社会的进步和发展。如果强求两类企业在任何时候都要满足收支恰好相等的条件,那么就不会有当代经济的发展。这就需要有某种机制,使资金从有余单位转向短缺单位,资金在这两单位之间的有偿让渡就形成融资。在现代市场经济条件下,企业发展所需资金不外乎来自两方面渠道:直接融资和间接融资。

直接融资是资金短缺单位直接向资金有余单位发行自身的金融要求权,其间不经过金融中介机构,或虽有中介人,但有明确要求权的仍是有余单位和短缺单位,双方是对立当事人。间接融资是两类单位无直接契约关系,双方各以金融中介机构为对立当事人,即金融机构发行自身的金融要求权,换取有余单位的资金,并利用所得的资金去取得短缺单位的金融要求权。通俗地讲,投资者把资金存入银行,银行再通过信贷业务把资金贷放给企业,这是间接融资。不通过银行这个中介机构,直接向社会发行债券或股票取得资金,是直接融资。两种融资都在金融市场上进行。

金融市场是市场经济赖以生存发展的市场体系的重要组成部分。金融市场基本结构如下：



从上表中可以看出,间接融资主要来自于货币市场上的短期(1年期以下)放款和票据承兑及贴现,以及资本市场上的银行长期(1年期以上)放款。直接融资主要来自于资本市场的证券发行,两种融资都是市场行为。现在的问题是,我国现阶段市场经济的健康成长,企业的持久发展,应该采取哪一种融资方式为主要的取得资金的手段?

二、两种融资方式分析

间接融资是我国企业长期以来驾轻就熟的一种融资方式。我国目前间接融资占主导地位,间接融资对我国经济以往和现在的正常运行发挥了不可替代的巨大作用。以间接融资为主的融资格局最主要的功效在于能体现国家的意志,对宏观经济运作进行有效调控,对于保障国家重点建设、调整经济结构、把握经济增长速度都起了重要作用。尤其是在我国经济体制改革之前和改革开始后的十来年中,国有银行一统天下,企业和居民作为投资者,投资手段和投资自主权相对缺乏,闲置货币只能存于银行的局面下,银行集中闲散资金的能力是极其巨大的,但同时银行又没有使用这笔资金的自主权,贷款规模、结构、方向和贷款政策基本上由各级行政机构决定。

但是,随经济体制改革的深化,以间接融资为主的融资格局开始出现弊端,这些弊端主要有:

第一,加重了企业的利息负担,造成企业对银行的过度依赖。间接融资对企业来讲,可以得到经营发展急需的资金,但同时必须付出使用资金的代价,即利息。改革以前,企业利润全额上交国家,利息负担大小与企业无利害关系。改革后,企业自负盈亏,利息成了企业的沉重负担,我国目前工业企业的自有资金率在 25%左右,商业企业自有资金率在 15%左右,流动资金自有率不到 10%。也就是说,企业经营中极大部分资金来自银行,由此,企业所得利润的一大块

也被银行拿去,形成企业为银行“打工”的局面。在间接融资为主的格局下,企业在什么时间能得到贷款、期限有多长、数量有多少等,是毫无自主权可言的。在资金这个问题上,完全是银行说了算。厂长经理们只好苦笑着说:党委领导下的厂长负责制看来要改成信贷员领导下的厂长负责制了。

第二,银行承担了全部资金风险,妨碍了银行自身改革。据匡算,1995年,银行存款余额外加居民手持现金,已达4万亿元,“九五”期间还将以每年1万亿元的速度增加。银行成为资金拥有者的最终担保者和债务责任人。然而,银行是国家的,银行本身实际上没有责任也没有能力和动力负起这种风险责任。对于企业来说,企业是国家的,银行也是国家的,从银行所得的贷款说到底还是国家的,企业面对国家,欠债、赖债、躲债的情况此起彼伏。银行除要面对不良债务的风险外,还要面对通货膨胀风险。因为银行在存款到期时除要按原定利率付出利息外,还要付出可观的保值贴补额。在这种情况下,银行自负盈亏的改革就成了一句空话。

第三,资金效益不佳,难以合理配置资金。由于贷款额度的分配基本上是由行政机制来决定的,这就使得从宏观上看,资金配置应该是合理的。但微观上,效益好的项目不一定能得到贷款,已贷出的款使用效益不一定好。1994、1995年,工、农、中、建四大银行的逾期、呆滞、坏死贷款占全部贷款的20%,即有8000亿元左右的资金不要说效益,连本都难以收回。而企业贷款归还非刚性又诱使企业尽可能多贷款,于是渐渐形成了一种恶性循环:贷款增加——效益下降——资金紧张——贷款再增加。

与间接融资相对的直接融资是在我国经济体制改革中形成和发展起来的。直接融资的具体形式,概括起来有:1. 发行债券和股票,股票可分为上市和不上市两种,上市交易又可分为包装上市、买壳上市、借壳上市等。2. 股份公司配股。3. 上市公司分拆,指将其部分业务从母公司中独立出来单独上市。4. 股份回购和出售。5. 发行可转换债券(CB)。6. 发行认股权证。7. 国际租赁及国际杠杆租赁(ILL)。8. 国际债务融资。

一段时期以来,国有企业在改革和发展中面临资金不足的困难,而企业资金的来源主要是靠银行间接融资。但银行贷款数量再多,也不可能完全满足企业资金需求,多年改革的实践已经证明了这一点,所以,现实逼迫企业寻找新的融资途径。同时,几十年来企业靠在银行身上的贷款体制也影响了银行的发展。银行作为金融企业,资金供应压力的负担也越来越重,资金风险也越来越高,这也迫使银行寻求新的融资方式。于是,解决企业、银行双方难题都集中到了一点:寻求新的融资方式和途径。而发展以资本市场为内容的直接融资正好能解决这个双方都希望解决的难题。

在我国当前的经济背景下,及时、适当发展直接融资,不仅能解决企业资金需求问题,更重要的是,它还能促进现代企业制度的建立。我国多年来企业靠银行供应资金的体制养成了企业吃银行大锅饭的毛病,以致于“用国家的钱不心痛”的风气日盛,“首长工程”、“条子拨款”层出不穷。企业发展资金既然靠银行贷款就能解决,就没有必要再去费力搞内部管理的改革,这种资金供应体制不仅不会有效促进企业转换经营机制的进程,反而会养成企业对旧体制,对计划经济大锅饭的留恋,不愿意自己去承担经营风险。而发展资本市场,适当扩大直接融资比例,改革经济发展中资金只靠银行单方面间接融资的局面,就打破了企业吃银行资金大锅饭的幻想,又从一个新的角度把企业推向了市场。直接融资对企业转换经营机制的推动性表现在如下三

个方面：

第一，如果不发展直接融资，企业就还和过去一样，具有稳定的、并且没有效益压力的资金来源，它就不可能有去资本市场融资的要求与动力，而发展直接融资就要求企业必须到市场中去找资金。企业一旦走进市场，就首先要改制，这就迫使企业转换经营机制。

第二，如果企业不转换经营机制，它就不能从资本市场上筹得资金，即使筹来了资金，也没有能力以较好的资金使用效益向投资者交代。从资本市场上获得资金要接受投资者的严格审查，不然，千百万个投资人是不会买你的股票或债券的，同时，在资金使用过程中还要随时接受投资者和各种社会中介机构的监督。很多股份制企业的老总们都说：我们现在是如履薄冰，如临深渊，因为股东们眼睛在盯着我们，一年二度的报表及每天的股市行情在推着我们向上。这样，当然会使企业在转换经营机制上下更大的功夫。

第三，直接融资是在资本市场上进行的。市场经济的发展首先要建立一个发达的商品市场，同时，也要建立一个发达的、完备的生产要素市场。马克思说，生产有三大要素：资本、土地、劳动力。三大要素一起在市场流动，便形成了生产要素市场。目前的我国，最不发达的市场是生产要素市场，生产要素市场中，最不发达的是资本市场。资本市场的发展与企业之间的收购、兼并是结合在一起的。当前，要优化资源组合，调整产业结构，需加快企业间收购兼并的速度和力度，加快资产重组。这样，直接融资作为资本市场的主要内容，其发展可推动资本市场上以购并为主的资金流动，从而资本市场的发展推动了企业改革的深化，企业改革的深化又促进了资本市场的发展。

此外，从融资行为的两个主体来看，直接融资也有其相对优势。从筹资者角度看，直接融资的成本低于间接融资，筹资者投资者直接交易，无中间环节，既节省了费用，也节省了时间，筹资者不再被动依赖银行，可以主动地选择对自己最有利的融资具体形式、价格、时间，从而实现资金效益最大化。

从投资者角度看，直接融资便于他们灵活选择投资项目、投资对象、投资时间，实现投资盈利性、安全性、流动性的最佳组合。由于筹资者和投资者的交易行为都在公开市场上进行，公开竞争保证价格的公平，也保证了投资者筹资者最大限度的经济自主性。

三、逐步实现融资方式转换，适当发展直接融资

据有关方面统计，在我国目前的资金运作中，间接融资额度大约占 90% 左右，直接融资的额度大约占 10%。其中最具代表性的是股票融资。1994 年我国股票市值约占国民生产总值之比(证券化率)为 6.76%，如果扣除不流通的国有股和法人股，大约占 1.83%。1995 年，约为 2.5%。而在国际上，这一指标要高得多，美国为 70%，法国为 136%，德国为 97%，韩国为 149%，马来西亚为 119%^①。到 2001 年，按目前的增长速度计我国居民拥有闲置资金(不计入企业闲置资金)可达 10 亿以上。如果把这些资金全部交由银行进行间接融资，银行将难以承担如此巨任。如果把中国证券化率从 1994 年的 6.76% 提高到 30%，则一年实现的直接融资股票市值可达 1.5 万亿元，资本市场的潜力是巨大的。^①

从世界范围看，日本美国分别代表两种不同的融资模式。美国企业直接融资长期占重要地

位,其份额一度超过 50%。日本属经济后起之秀,资本市场欠发达,企业以间接融资为主,比例占 80%左右。但日本的情况不是市场经济的典型,因为日本经济在二战后的特殊背景下起步,靠银行间接融资带动和发展起来,日本企业不象我国企业那样有一个改变经营机制的问题,况且日本的银行也是完全商业化的。我国的直接融资还是近 10 年来才起步的,尚处发展阶段。在今后的很长一段时期内,我国还将以间接融资为主,但直接融资的比重将迅速增长,这一点已逐步成为理论界和实际工作部门的共识。融资构成比例横向比较如下表^②：

	时期	间接融资(%)	直接融资(%)
美国	1958—1962	42.9	57.1
	1980—1984	65.4	34.1
日本	1958—1962	73.7	26.3
	1966—1970	81.7	18.3
	1980—1984	85.8	14.2
英国	1958—1962	44.7	55.3
	1980—1984	88.3	11.7
法国	1980—1984	71.4	28.6
中国	1986	98.8	1.2
	1987	98.3	1.7
	1988	97.4	2.6

从完全的间接融资向直接融资占一席之地过渡,再向直接融资比例提高过渡的过程,是随我国经济体制改革而自然而然地进行的。过去的 10 多年中,直接融资的基本形式一是债券发行,二是股票发行。1980 年,我国在中断了 30 年后首次发行的债券只有 40 亿元,1997 年,据财政部长刘仲黎在八届人大五次会议上宣布,我国国债发行量将达 2486 亿元,17 年间增长了 62 倍,这还未计入对外债券发行量。股票发行,1986 年在上海刚开始时,仅 8 家企业,发行值 5 亿元。到 1996 年 8 月止,上交所上市公司总股本为 599 亿元,总市值为 4453 亿元,深交所上市公司总股本 356 亿元,总市值 2715 亿元,两地合计,总市值达 7168 亿元。上交所开户投资者数 950 万,深交所开户数 740 万,两地合计 1700 万户。同时,我国企业在资本市场上以股权方式融入的外资计有:沪深两地 B 股 27.5 亿美元,香港和纽约两地上市股票 44.4 亿美元,合计 70 亿美元。^③

在我国经济体制改革市场化取向进一步发展、市场机制逐步完善的今天,使融资方式由自然转换向自觉转换过渡,适当地进一步增加直接融资的比重,有序地使融资结构合理化,就显得十分重要了。

首先,发展直接融资的资本市场是建立社会主义市场经济体系的重要组成部分。社会主义市场经济应当有一个完整意义的市场体系,完整的市场体系就应当包括所有的生产要素市场。资本市场作为一个生产要素市场,是完整的市场体系不可缺少的一部分。过去十多年改革的发展证明了这一点,今后的经济发展还将证明这一点。资本市场已不再是可有可无的市场,它已与整个国民经济水乳交融融为一体了。“八五”期间,市场还处于试点阶段,随着“九五”的到来,我国

上下都对资本市场在国民经济发展中意义认识日益深化。1996年八届人大四次会议通过的《国民经济和社会发展“九五”计划和2010年远景目标纲要》中明确提出要“培育和完善的包括资本市场在内的各种要素市场”，“适当地扩大直接融资”，“积极稳妥地发展股票债券融资，进一步完善和发展证券市场”，这一系列指导原则的确立，为我国融资方式转换奠定了基础。

其次，我国以建立现代企业制度为目标的企业改革进一步发展，迫切需要融资方式转换。“九五”期间，我国将有更多的符合国家产业政策、身处朝阳产业或支柱产业，与国计民生密切相关的国有大中型企业改制上市，利用资本市场筹集资金。李鹏总理在今年的政府工作报告中指出，国有企业改革是今年经济体制改革的重点，国有企业六大改革措施之一就是选择一些大企业和企业集团，通过发行股票和可转换债券筹集资金。所以，融资方式及时转换，一可以使处于银行系统之外的闲置资金得以利用，二可以缓和企业资金短缺的矛盾，三可以充分发挥资本市场优化资源配置的功能，四可以强化企业的市场意识，促使企业转制，五可以加强公众的金融意识。

再次，转换融资方式是中国经济进一步对外开放、与国际经济接轨的重大步骤。我国目前通过直接融资融入的外资已有70多亿美元。以前，我国企业利用外资只能采用国际商业贷款、国家分配外汇指标和中外合资的途径。这些途径或成本高、或期限短、或数额小，中外合资办企业还往往要以外方控股为条件。对外直接融资不仅有效克服了上述缺陷，符合投资主体由单一的国家主体向多元化主体发展的改革方向，而且顺应了80年代中期以来国际资本市场融资方式的重大变化。目前，在国际资本市场上，证券融资已占国际融资总额的80%，银行信贷融资则由80年代前期的60%降为20%左右。并且，通过对外直接融资，使我国企业了解了国际经济运行惯例，也使众多的国际投资者看到了一个繁荣稳定、更加开放的中国。

当然，直接融资的资本市场也是一个遍布竞争和挑战的市场，是一个风险很大的市场。在充满高利润、高效益诱惑的同时，也充满了高风险。因此，我国现阶段实现融资方式转换，发展资本市场，只能是适度稳妥，循序渐进，任何操之过急的做法都将对这个市场的健康发展无益。

①以上数据摘自1996年5月20日《金融时报》。

②表中数据根据日本银行《国际比较统计》和《中国金融年鉴》计算整理。

③数据摘自1996年9月12日《金融时报》。