

国有企业融资方式浅析

○ 杨明 汇中蛟

目前,中国的企业改革已进入一个纵深阶段,股份制改造成为明晰产权,提高企业经营绩效的必由之路。这其中,经过股份改制准备或已经上市的公司制企业更是注目的焦点。股份公司上市不仅仅是为了筹资,更重要的是作为规范的公司,在资本市场的监督和制约下进行生产经营,从而促进企业的成长和发展。但实际中上市公司的目的似乎已偏离了这个目标,众多公司争相上市只是为了获得无风险的资金,股市成为“圈钱”的场所,因而有了“吃完财政吃银行,吃了银行吃股民”的说法,严重损害了股票市场的健康发育,更不利于企业进一步筹资。因此,企业如何根据自身资产结构和外部资本市场环境确立可行的融资方式,成为一个重要问题。

一、企业资产构成与融资方式选择
会计通则告诉我们:企业的资产=负债+所有者权益。负债与所有者权益即资本的比例关系构成了企业的资产结构。对于不同行业中的不同企业,资本和负债的比例关系各不相同。但一般而言,二者应保持一定的比例。完全无负债运营表明公司未能有效利用资本杠杆融资,不利于企业自身的成长和规模的扩大;负债率过高则会带来较大的经营风险,使企业居于破产的边缘。对于资本和负债的比例关系,美国著名经济学家米勒和莫迪利亚尼曾深入研究并提出了著名的“MM定理”:在不存在税收影响和破产影响的假设前提下,企业资产不受负债与权益的比例关系的影响。即在保持资产规模不变的前提下,可以随意变动二者的比例。

上面结论是在一定的假设条件下作出的,当取消上述假设时,资产与负债比例的变化就会影响资产的规模。

首先考虑税收成本的影响。在不计税收成本时,负债应计的利息和股本应支付的红利是在相同利润基数上计算的,对企业资产没有影响。但考虑税收成本时,企业负债及利息的支付是用税前收入进行,偿债后的余额才用于缴纳所得税。而向股东支付的红利则是以税后利润支付的。相比之下,红利的支付成本高于利息的支付成本。当其他条件不变时,企业以举债来代替资本金,有利于扩大资产规模。

其次是破产成本的影响。企业的资本负债率又称杠杆比率。杠杆比率越高,负债率越高,企业的经营风险也随之增大。与股东权益不同,企业负债不仅要支付利息,而且要偿还本金。一旦企业经营不善导致资金运转不灵,债务归还不了,企业就会面临破产的风险。破产同样要有代价,这种代价就体现为破产成本。破产成本来源于进行破产清算时进行资产评估造成的资产损失以及兼并重组所带来的损失。破产成本约束了企业避免过度举债经营。

从以上的分析可以看出,企业现有的资产结构决定了企业资产的最大化。由于融资结构直接影响资产结构,所以企业选择恰当的融资方式十分必要。

二、股权融资和债权融资的比较分析

企业融资活动根据是否需要金融中介可以分为直接融资和间接融资两部分。直接融资是指企业面向资本市场进行融资,它一般以债券、股票等形

式出现,间接融资是指企业通过银行进行的融资活动。由于历史原因,我国企业进行的融资绝大部分来源于银行,资本市场的发展严重滞后于经济发展的需要,并由此引致许多问题。一方面,由于融资渠道单一,企业扩大经营所需资金除来自自我积累外均源于银行信贷,使国有企业负债率逐年提高。有关数据显示,国有企业负债率从1978年的18.7%上升到1997年的100%以上。巨额负债给企业以沉重的压力。另一方面,由于间接融资的成本高,致使我国企业利润率低,亏损面大,竞争力弱。与发达国家相比,我国存款利息较高,由此使银行贷款利息也高于平均水平,使企业陷入支付困境。

单纯依靠银行中介融资不仅使企业背上了沉重的债务负担,资产结构失调,资本负债率居高不下,企业盈利大部分用于偿还债务及利息,没有足够的积累资金用于改进技术,扩大生产,缺乏持续经营发展的能力。同时也给银行带来很大的经营风险,从而使这种风险在今天国民经济进入低谷时就变为现实的困境。据估计,银行面临的呆账和死账已占贷款总额的50%以上,造成了企业和银行间的信用关系恶化。因此,发展资本市场,使企业从多个渠道融资,改变融资结构成为必然。

企业在资本市场上进行直接融资要面临债权融资和股权融资的选择。对于不同行业、不同时期、不同融资目标的企业而言,所采用的融资方式也不相同。在资本市场上进行融资,其基本手段有两种:债券融资和股票融资。二者各有其优势和不足。

就债券而言,它的发行成本和资金成本都较低。债券的发行成本约占发行债券总额的2%左右,而发行同样规模的股票的成本约占发行总额的4—5%。同时,债券的审批手续较发行股票简单,对企业历年经营业绩的要求较低。相比之下,向公众公开发行股票筹集资金不但对企业的业绩有较高要求,而且还要经过严格的审查手续,准备时间长,综合成本较高。债券的资金成本与股票相比也较低。前面已经谈过,债券的利息是以企业税前利润支付,而股票红利是以税后利润支付,同样数额的利息与红利相比,利息占收入的比重较低。

另一方面,债券融资有利于充分利用企业财务杠杆,而不影响原有股东的控制权。债权人所享受的权利只是按期领取利息,并享受企业破产清算时的优先偿付权,但对企业日常经营活动及重大问题的决策没有参与权。这样,企业通过债券融资,既可获得必须的资金,又不会因为筹资而分散原有的企业所有权。

与债券融资相比,股票融资最大的优势在于所募集的资金全部转化为企业的股本金,成为自有资本。除向股东支付股息外,不必偿还本金,使企业的经营者不必承受沉重的偿还压力。除了这个一般特性之外,对于当前中国特定的经济环境,企业上市可以接受整个股票市场的监督,增加企业运行的透明度,督促企业改进管理,提高效益。没有良好的市场表现,进一步在市场上筹资是不可能的。因此,股票市场不但是筹资的场所,也是促进企业运营与现代企业制度接轨的有力手段。

通过对上述债券融资和股票融资利弊的分析可以看出,二者适用于不同条件下的不同企业,不能一概而论。而且,实际中的债券和股票融资,还存在一些问题有待于解决。

1. 目前企业债券规模偏小,品种单一。在当前债券市场上,国债占有绝对比重,而企业债券规模很小。同时,企

业目前发行的债券往往数额偏大,期限较长,缺乏多样性。这种情况的产生有多种原因,如企业原有负债过重,不易于继续举债经营;企业债券市场不发达,债券流动性弱等。针对上述情况,应根据需要鼓励规模大、条件好、信誉高的企业发行债券。同时,建立从发行到场外市场的立体交易网络,促进债券的流动性。

2. 企业债券的信用评级指标体系不规范。我国现有的证券评估机构良莠不齐,且无严格的制度和标准,因而评判结果也难以让人信服。只有组织制定统一的评估指标体系和评级方法,以便各评估机构共同遵守,才能保证评估的科学性、公正性与一致性。

三、资本市场建设与企业融资环境

资本市场不仅是指进行各类金融商品交易的有形的场所,也是指由一组规则(法律、规章、政策),一批组织(交易所、公司企业)和一系列产权所有者的交易活动所构成的一套“机制”。资本市场为企业融资提供了必要的外部条件。在市场经济中,货币资本也是一种资源,只有当资本市场这个外部环境能够提供完备的信息和完善的法规,才能增强市场的透明度,使货币资本这种有限的资源配置能获得最大产出。

在过去几年中,中国的资本市场包括股票市场、债券市场和基金市场在内的资本市场体系正逐步形成并获得一定的发展。资本市场的建立是经济发展的客观要求。企业作为资金的需求者,要求扩大直接融资渠道,改变单一依靠银行信贷的局面,降低融资成本。事实上,如果没有资本市场的进一步发展,国有企业改革的深化就难以实现。国企改革的压力是资本市场发展的一个重要动力。另一方面,银行系统认识到自身独立作为居民存款和企业贷款的中介,成本高且风险大,因此对资本市场的发展采取扶持态度,这客观上也利于资本市场的发育。

但是,也应看到,我国资本市场的建设中还存在着不少问题。这些问题

制约了企业直接融资的进一步扩大。

一是我国现有的资本市场结构不合理。市场中股权的比重远大于债权融资的比重,而在债权市场上国债市场规模又远大于企业债券市场的规模。由于企业债券二级市场规模偏小,交易清淡,价值流动性差,难以吸引大量的资金进入,限制了债券发行市场的规模扩大。客观上制约了企业通过发债来筹资的欲望,从而转向股票市场,通过争取发行上市方式募集资金。

二是我国股票市场的建设缺乏法制性和开放性,信息透明度不高。我国的股票市场不仅是企业筹资的场所,而且还担负着一个重要的责任,即作为企业股份制改造,完善现代企业制度的重要环节。

目前,我国现代股份制企业正走着一条与西方国家不同的道路。在西方,企业最初是私有的、合伙制的,发展壮大后才成为“公共的”,向社会公开发行股票成为股份制企业。而在我国,企业最初是公有的,体现为国有或集体等形式。要对这些公有企业进行股份制改造,明晰产权,并使之遵循市场规律运作,就离不开一个完善的资本市场。但是,现实中我国股票市场的发育却不尽如人意。企业出于自身私利或由于政府行为使一些不具备上市资格的公司也得以包装上市,所募集的资金大多数未能发挥应有的效能。同时,市场信息不对称也使市场受少数机构操纵,造成了市场的大起大落,使中小股民深受其害,严重损害了广大投资者的参与积极性,使市场活跃度下降,不利于企业进一步在市场上筹集资金。

针对上述情况,加强股票市场以至整个资本市场的正规化、法制化、开放化建设是十分必要的。《证券法》的出台无疑具有重要的意义。但资本市场的发育不是一朝一夕的事情,还需要一个长期的发展过程。

(作者单位:中国非金属矿工业总公司)