



□ 向德伟 罗祥城

企业的资金来源主要有两种渠道,即内源融资和外源融资,其中内源融资主要包括折旧和留存收益两种方式;外源融资是指从企业的外部获得资金,具体包括直接融资和间接融资两类方式,其中直接融资是指企业发行股票(包括配股、增发)、债券等融资活动,间接融资是指企业向金融机构借入资金的融资活动。西方发达国家近年的研究和实践表明,企业的融资结构对企业的发展有着重要影响,而由于经济体制、资本市场状况、经济发展水平等原因,我国企业与西方企业的融资偏好又有明显差异。

### 一、西方企业的融资方式

#### 1、西方企业融资情况简介

按照西方财务界的“融资定律”,企业融资首选是留存收益,即只将收益的一部分对外分红,剩余部分转作企业扩大再生产的资金来源,其次是债务融资,最后才是外部股权融资,这又称为“啄食现象”。

以美国为例,在1970年——1985年期间,美国企业的内

源融资和外源融资分别占企业融资总额的67%和33%,其中股票市场融资在外源融资中只占2.1%的份额,而从债券市场融入的资金约为股票市场的10倍。又例,2000年1月到11月,美国上市公司中共有1 592家发行债券,融资9 350亿美元,同期仅199家上市公司发行股票,融资仅为1 460亿美元,债权融资为股票融资的6.4倍。

从美、英、德、加、法、意、日7国总体的融资方式和比例来看,也是符合这一“啄食现象”的,在1970年—1985年,内源融资比例平均高达54.57%,外源融资比例为45.43%,而在外源融资中,股权融资仅占融资总额的9.14%,债务融资则占36.14%。

#### 2、“啄食现象”产生的原因

(1)内部融资不需要对外支付利息,也不发生融资费用,使得内部融资的成本远低于外部融资,而且可以避免普通股融资带来的所有权稀释问题,因此它是西方发达国家企业首选的融资方式,只有当内部融资仍不能满足企业的资金需求时,企业才会转向外部融资。

场,对上市公司和中介机构中隐瞒事实真相或提供虚假信息、向外输送利益和私自转移资金、运用非公平性关联交易损害中小股东的利益以及从事内幕交易、操纵市场、恶性(连环)担保等违法违规活动的责任人,必须依法严惩。

4、建立相应的声誉机制,保证财务契约诚实执行。财务经济学中一直把声誉因素作为保证财务契约诚实执行的十分重要的因素。由于财务契约是不完全的,不可能穷尽所有情况,契约各方履行职责是基于相互信任,而相互信任的基础是多次重复交易,长期信任就形成了声誉。对于职业财务经理人而言,声誉因素的作用机理在于没有一定的职业声誉会导致其职业生涯的结束,而良好的职业声誉则增加了其在经营者市场上讨价还价的能力,前者起到对财务经理人机会主义行为的约束作用,后者则对财务经理人行行为具

有激励作用。我们认为,不管从财务经理人的职业道德看,还是从财务经理人所从事的工作特殊性看,职业声誉可能比任何其他的激励约束手段都显得更为重要和有效。当然,在引入声誉机制的激励约束作用时,还要注意公平与期望的影响作用。公平,即声誉能准确地反映财务经理人的努力和能力,则声誉能够发挥正常的激励约束作用,否则便会发生扭曲;期望,即财务经理人对自己通过努力得到相应声誉的期望概率,以及声誉能够带来其需要满足程度的预期,如果预期悲观,声誉的激励约束作用有限,而如果预期乐观,则其激励约束作用强烈。

(作者单位:安徽工业大学管理学院会计系

安徽省注册会计师协会)

责任编辑 周文荣

(2)在西方,一般认为,公司作出发行新股的决定,是希望新股东加盟进来分担风险,而不是分享收益,故股票融资被视为企业经营不良的信号。因此,尽管美国、香港等国家或地区对公司股权融资实行注册制(或登记制),不进行实质性审核,只需要企业董事会、股东大会通过即可实施,但企业对股权融资仍持谨慎态度。

(3)债务融资具有抵税效应,若企业发展前景良好,通过负债的财务杠杆作用,能为股东创造出更多的财富。

(4)西方企业(尤其是上市公司)的股权分散,股权融资容易导致控股权旁落。西方上市公司大股东股权超过25%的是很少的,如通用电气控股股东的股权不到10%,迪斯尼乐园的控股股东的股权仅为5%左右。

(5)市盈率低,股权融资成本高。美国股市市盈率在20倍左右,股息率大约为5%,再加上发行费用,股权融资成本就已经在6%左右,高于美国的债券融资利率和银行贷款利率。

(6)西方上市公司注重分红派现,如果经营不好,就存在很大的分配压力。

## 二、我国企业的融资方式

### 1、内源融资比重偏低

西方主要发达国家企业的内源融资比重多在50%以上,且越是市场化程度高的国家,内源融资的比重越高,如英国高达75%,美国为67%,德国为62%。而我国企业内源融资比重明显偏低,仅在30%左右。

### 2、外源融资中过分依赖间接融资

在外源融资方式上,中外企业都主要依靠间接融资(银行贷款),但国外企业对银行贷款的依赖程度要低于我国企业。国外企业外源融资中,银行借款对直接融资的比例一般都保持在2:1,例如20世纪80年代末,美国企业的银行借款和直接融资比重分别占外源融资的62%和38%。而我国企业的外源融资中,尽管间接融资的比率近几年随着资本市场的发展在缓慢下降,但总体仍然维持在90%左右,只是在上市公司中这一比例才较低些。

### 3、直接融资中存在股权融资偏好

#### (1)千方百计争上市

1990年我国只有8家上市公司,过了8年就已达800多家,目前已超过1 200家,平均每年扩容近100家,而在美国,证券市场起步后过了100年才有上市公司800家,在香港,1968年上市公司有72家,到2001年也才900多家,平均每年扩容仅20多家。

在西方,一般来说,企业会选择在股票市场处于牛市,企业价值被高估时上市,但我国在股票市场出现低潮时一些企业依然义无反顾。2002年12月在国内发行的皖通高速,发行价为2.20元,仅仅比当时的每股净资产(为2.10元/股)略

高一点,而在海外上市的中国电信,也是如此。该公司于2002年11月以ADR的形式在美国上市融资,价格仅为18.98美元,基本上是按照净资产发行的,这是因为目前国际市场对电信股并不看好。

#### (2)上市公司首选股票融资

以A股市场为例,1991年股票筹资总额仅为5亿元,2000年就高达2 104亿元。1991年—2000年的十年期间,累计股权融资总额超过了5 000亿元。上市公司只要达到了融资(配股或增发)资格线,很少有主动放弃的,甚至为了达到融资资格线,进行“报表重组”、虚假披露的也不在少数,而债券融资则停滞不前,甚至出现萎缩的态势。2001年股票融资1 169亿元,而债券融资仅为147亿元,是股票融资的1/8,而在发达国家,一般企业债券融资额为股票融资额的3—10倍,和我国情况正好相反。

## 4、原因分析

### (1)企业折旧率偏低。

(2)盈利能力低,留存收益相应也少。如香港的上市公司长江实业,1999年每股收益为25.84港元,2000年为8.42港元,2001年为3.15港元,而国内的上市公司,每股收益达到过1元以上的只有“五粮液”、“贵州茅台”等少数几家,达到0.50元就算是绩优股了。

(3)上市公司股权结构不合理。我国上市公司的流通股和非流通股分离,而非流通股又处于大股东地位,通过证券市场进行股权再融资会使非流通股股东坐享其成,获得股权增值(每股净资产迅速提升),因而由非流通股股东控制的公司董事会和管理层往往把股权融资的功能发挥到极致。

(4)股权资金使用成本低。在我国,不分配的上市公司占大多数,要分配也大多是送股、转增,真正能连续分红并能超过存款利率水平的上市公司,也仅有少数几家。

(5)股权资金使用风险小,债权资金使用风险大。债权融资需在规定期限内还本付息,经营压力很大,而在股市上“圈钱”,可长期使用,并且没有还本付息压力。

## 三、如何引导企业筹资行为合理化

从以上对比分析来看,我国企业在融资结构上与发达国家企业的融资结构相比,存在较大差别。这种差别的存在既有合理的一面,如受经济发展水平和居民投资观念淡薄的影响,直接融资比重还不可能大幅上升,也有不合理的体制及人为因素的影响,使得我国金融、资本市场长期存在几大顽症:一是储蓄存款规模一再突破,存款余额已经超过8万亿元,银行存差扩大,资金层层上存,惜贷明显,而中小企业普遍融资困难;二是股市扩容压力大,挫伤了投资者的信心。要使企业筹资行为合理化,需要从微观和宏观两个方面进行综合治理。

从微观角度分析:

第一,企业应逐步提高折旧率,增强内源融资能力。

目前,即使效益较好的钢铁行业,固定资产的平均折旧率也仅在6%—7%之间,而在20世纪90年代初,日本企业的平均折旧年限就已降低至10年,美国为8年,新加坡为3年,瑞典为3—4年。过低的折旧率,不利于企业进行技术更新和提高竞争力,增加了企业的税负,也使得企业留利减少。其实,引导有条件的企业提高折旧率,可以挤出业绩水分,减少账面盈利,减轻分配压力,增加内源融资能力。

第二,健全上市公司治理结构,提高上市公司质量。

尽管我国企业总体上直接融资比重低,上市公司也热衷于股市融资,但由于上市公司投资价值低下,虽然利率已经很低,但储蓄资金仍不愿入市。在我国,居民金融资产中有价证券和其它金融资产所占的比例很小,70%以上是银行储蓄,而发达国家居民金融资产结构大体为“三三制”,即银行存款、有价证券、其它资产各占三分之一。只有健全上市公司治理结构,培养一批蓝筹股,提高上市公司的盈利能力和投资价值,才能引导储蓄资金向股市转移,增强股市的承受力,支持更多的企业上市。

从宏观角度分析:

第一,应加强上市公司监管,抑制股权融资偏好。

(1)从制度上改变我国上市公司股权“一股(尤其是非流通股)独大”的基本面,降低非流通股比重,甚至全流通。我国的上市公司股权划分为流通股和非流通股,非流通股往往为控股股东,在高价配股时非流通股股东放弃配股不仅不会受损失,还会“搭便车”提升每股净资产。(2)抑制上市公司的不分配行为。股权资金使用成本低是产生股权融资偏好的最直接原因,只有强调上市公司的分配责任,并且加强考核和监管,才能逐步改变上市公司将股市融资当成“唐僧肉”的现象。(3)对配股或增发提高门槛,如提高配股或增发的净资产收益率的标准,在一定情况下允许配股或增发失败等(可将流通股股东放弃配股50%以上定义为配股失败),以提高配股或增发的风险性,抑制股权融资偏好。

第二,加强信用建设,发展我国债券市场。

一是完善法律制度建设;二是建立信用评级制度,加强信用建设,打击不守信用的行为和企业;三是根据债券市场的特点发展交易所市场和场外市场,以增加债券品种,活跃债券市场,为企业债的发行与上市交易提供条件,以分流储蓄资金,减轻股市扩容压力。

第三,加快发展非银行金融机构,实现企业融资渠道的多元化。

目前,在一些西方发达国家,金融租赁公司、财务公司等非银行金融机构已经成为企业居银行之后的又一重要的融资渠道,而我国在这方面的差距很大。

据伦敦金融集团统计,近二十年来,世界租赁业稳定增长。1992年至1998年,全世界租赁业务年交易额从3 233亿美元增加到4 325亿美元,增长33.7%,融资租赁在西方发达国家已是企业仅次于银行贷款的第二大融资渠道。目前美国有租赁公司3 000多家,许多大企业80%以上的产品都是通过租赁方式销售的。而我国由于企业信用的缺失,金融租赁业步履艰难,在1994年尚有70多家,兼营租赁业务的公司达400多家,到20世纪90年代末,租赁公司萎缩至十几家,且经营困难,规模小,融资能力也低。因此,需要从法律和社会环境治理上入手,扶持和发展金融租赁业,以便为企业融资广开门户。

自1987年我国首家财务公司诞生以来,财务公司得到了较快的发展,现在已有79家。到2000年底,全国财务公司的总资产近2 600亿元,比1987年增长了20倍,占全国非金融机构资产总量的30%左右,财务公司已成为一些大型企业集团资金融通的一个重要渠道。但是,与一些发达国家相比,无论从财务公司的数量、资产规模及对企业的融资能力等方面都有很大差距。以美国为例,自从1878年美国第一家财务公司问世以来,通过不断发展,到2000年为止,共有1 200多家,占金融机构的11%,总资产高达130 364 330亿美元。

(作者单位:中南财经政法大学会计学院)

责任编辑 王教育

·简讯·

## “全国第四届无形资产理论与实务研讨会”征文启事

由中国海洋大学管理学院承办的“全国第四届无形资产理论与实务研讨会”定于2003年8月16日—18日在青岛召开。会议的主题是:无形资产营运与企业发展,现向社会各界征文。本次会议确定的参考选题如下:1、品牌战略及其风险对策研究;2、无形资产价值贡献的评价方法研究;3、客户关系管理研究;4、知识资产管理研究;5、无形资产营运绩效研究;6、人力资本价值评价方法研究;7、商誉会计与评估问题研究;8、无形资产会计与审计问题研究;

9、无形资产价值评估研究;10、无形资产税收筹划问题研究;11、无形资产营运的法律问题研究;12、其他与无形资产有关的问题。征文截止时间2003年6月10日。具体事宜可与王竹泉、王济、刘学华联系。

联系地址:青岛市香港东路23号中国海洋大学管理学院 邮政编码:266071

联系电话:0532—5901557,5901890

E-mail:accouqd@yahoo.com.cn

(本刊记者)