

# 中国企业融资结构的分析

翟晓英

(山西大学 经济与工商管理学院, 太原 030006)

**摘要:** 通过资产负债率、负债结构、股权融资额、债务融资额、股东权益比率等一些重要的量化指标对中国上市公司的融资结构现状进行了考察, 揭示出上市公司融资结构存在的严重问题——股权融资畸重、债务融资畸轻及由此带来的负面影响, 并提出应注重股权融资和债务融资的协调发展。

**关键词:** 融资结构; 股权融资; 债务融资

**中图分类号:** F270

**文献标识码:** A

**文章编号:** 1004-972X(2005)05-0047-02

## 一、非上市国有企业的融资结构

由于历史原因, 我国国有企业的资本结构普遍表现为资本金不足, 负债水平很高, 并且大多数属不良债务, 因此, 无法进行股权融资, 而且, 事实上进行债券融资的可能性也几乎没有。其具体原因, 除企业自身效益低下及存在大量的社会包袱外, 另一重大原因就是 1983 年我国实施的“拨改贷”制度。企业外在融资制度的改变, 并没有在实质上对企业的内部治理结构带来变革, 企业自身积累机制又严重弱化, 不可能筹集到充足的内源资金。沉重的债务包袱形成的巨大债权控制又使企业经理人员“投资不足”, 疲于应付各式债务, 因而更难进行债务融资。

“高负债经营偏好”是国有非上市企业存在的一个普遍现象。现代企业经营机制不健全、国有资产管理体制和投融资体制改革滞后, 是形成国有企业高负债偏好的根本原因; 负担沉重、积累能力不足和一些社会的、历史的原因使国有企业不得不举债运行; 而国有企业与国家的关系问题、国有企业只生不死、缺乏法律约束等事实又在客观上助长着国有企业的赖账行为。这些因素共同作用的结果, 一方面导致了社会债务关系的混乱, 阻碍着国民经济的正常发展; 另一方面, 把债务矛盾和风险向国有银行集中, 甚至可能演化为国家的财政风险。因此改善非上市企业的资本结构, 任重道远。在这里, 我们暂不考虑非上市的国有企业, 主要研究对象为上市公司。

## 二、上市公司的融资结构

融资结构是从企业融资形式的角度出发, 考察企业在取得资金来源时, 通过不同渠道筹措的资金的有机搭配以及各种资金所占的比例。具体地说, 是指企业所有的资金来源项目之间的比例关系, 即自有资金(权益资本)与借入资金(负债)的构成态势。

1. 资产负债率偏低且呈下降趋势。资产负债率是反映公司资本结构最重要也是最基本的指标。截至 2000 年底, 有

近 65% 的中国上市公司的资产负债率低于 50%, 近 25% 低于 30%。这种资产负债率分布明显偏低, 而且上市公司的资产负债率随着中国资本市场的发展呈不断下降的趋势。

2. 负债结构不合理, 流动负债水平高。负债结构是公司资本结构的另一重要方面, 它是指上市公司借入资金的期限结构、债源结构、利率结构等。一般地, 负债期限结构中应均衡安排短期、中期、长期负债, 并保持适当的比例, 以适应生产经营中不同的资金要求, 特别是避免还债期过于集中和还款高峰的出现。虽然上市公司总的资产负债率低于全国企业平均水平, 但是流动负债对总资产的比率并不低, 这充分说明我国上市公司的净现金流量不足, 公司使用过量的短期债务来保证正常的运营。一般而言, 短期负债占总负债一半的水平较为合理, 偏高的流动负债水平将使上市公司在金融市场环境发生变化(利率上调、银根紧缩、资金周转)时出现困难的可能性加大, 从而增加上市公司的信用风险和流动性风险。

3. 股权融资额远远大于债务融资额。自改革开放以来, 我国的金融市场得到了迅速的发展, 无论是企业的融资渠道, 还是金融市场的规模以及相关政策的改善, 都有了长足的发展。但资本市场存在明显的“跛足”发展现象: 股票市场相对发达, 而债券市场相对萎缩。在成熟的资本市场中, 股票市场的占比为 20%~30%, 而债券市场应占到 70%~80%。可见我国的债券市场的规模远远没有“达标”。

4. 融资行为存在着强烈的股权融资偏好。首先, 股东权益比率较高。股东权益比率是股东权益总额与资产总额的比率, 它反映所有者提供的资本在总资产中的比重, 反映了企业基本财务结构是否稳定。我国上市公司普遍呈现出与低资产负债率相对应的高权益融资现象。1993~1997 年间, 权益性融资的比例一直维持在较高的水平, 特别是 1997 年出现了 73% 的高权益融资的现象。

其次, 公司资金来源以股权融资为主。企业经过改制并

收稿日期: 2005-02-28

作者简介: 翟晓英(1972—), 女, 山西翼城人, 山西大学经济与工商管理学院教师, 硕士。

上市后,将享有留存收益、配股、增发新股、发行公司债券和银行信贷等多样化的融资方式。从现有融资环境看,上市公司长期资金来源有利润留存、长期负债以及股权融资三种渠道,其中利润留存属于内部融资,而负债和股权融资则为外部融资。

三、中国上市公司股权融资和债务融资发展不平衡所带来的负面影响

1. 股权融资和债务融资的不平衡发展造成资金使用效率低下。上市公司从股票市场上筹集到的资金属于资本金。按照经济学的一般规律,人们预期或假设是:股权融资应能使股市上的稀缺资源优化配置到有经济效率和对国民经济有重要作用的“刀刃”上。然而,我国上市公司资金运作情况却令人担忧。不少公司实现融资后,往往不知道该将这些资金投向何处。有的上市公司甚至通过发行股票融资偿还债务。例如,1997年底上市公司的股东权益比上年增长了36.66%;负债增长了10.6%,由此使上市公司整体负债率下降了5.26%,说明上市公司通过发行新股和配股所募集的资金的相当一部分用于偿还了债务。另外,一些经营效率指标均保持较好水平的上市公司,资产负债率却较低。据对1998年868家上市公司进行调查分析,在这些上市公司中,有27家公司的平均利润率高达24.1%,而其资产负债率却低于10%。还有不少上市公司把通过发行股票、配股、增发募集的大量资金,直接或间接地投入到证券市场,参与股市的投机炒作,获取投资收益,弥补主业的不足。显然,这样的配置方式不符合股市资金使用的预期。

2. 公司成长和公司治理受挫是股权市场和债务市场不协调的结果。中国上市公司的股权融资偏好使其融资方式呈现“股权融资-债务融资-自有资金”的顺序性。这样,经营者就可不必承担债务违约和企业破产的风险;加之中国特殊股权结构条件下股东的监督和要求偏弱,这就使得股权融资偏好对公司成长和治理产生了不良影响,主要表现:一是大量廉价权益资本的流入,使上市公司的投资行为非常随意,募集资本的使用效率普遍不高;投资方向的混乱,对形成企业核心能力不利。当前众多上市公司追随“科技热”、“网络热”等投资行为,说明上市公司不了解自身核心能力。这些都严重影响着公司的成长。二是股权融资偏好使企业获得财务杠杆好处的比例下降,对企业价值最大化产生不利影响。三是股权融资偏好加大了企业的代理成本。股权融资偏好容易导致股东利益向经理转移;容易导致使经理层进行超额在职特权消费的现金流量加大,使公司运用所筹资金的效率降低。与股权融资相比,债务融资对经理人员具有更强的激励作用,因为债务融资会使经理人员产生一定的经营压力(即不努力就会导致破产风险的产生),管理层必须不断抵御和消除企业信息积累所产生的潜在风险。

#### 四、股权融资和债务融资平衡发展的对策

1. 构建有效率的股权市场体系。首先是要减少国家股、非流通股的比例。要减少国家股、非流通股的比例,应尽快实现国家股及法人股的逐步流通。对现有的国家股、法人股,

应允许和鼓励其在产权市场上进行合法化、规范化的转让和流通,同时分步骤、分期、分批地逐步安排上市;对今后的新上市公司,规定其普通股可全部上市,即普通股不分国家、法人或个人持有,均可上市流通,而且同股同价。

2. 规范股市行为。一是要加强独立董事制度。独立董事有权督促上市公司管理层遵守有关规则和接受市场监督,维护中小股东权益并对管理层的违法、违规行为承担连带责任。二是要设立监察委员会。监察委员会要相对独立于管理层,实行严格的信息披露自律制度。如果公司管理层违反市场监管,损害中小股东的利益,管理层以外的股东有权召开股东大会,实行经营否决制度,即决定是否取消现有管理层的经营权。当然在召开这样的股东大会时,现有管理层股东不得参与表决。三是要严格新股发行、配售和增发条件,使社会资源真正流向优势企业。新股发行、配售和增发要彻底破除地区、部门的影响,选择企业要从其行业前景和竞争程度、行业地位、创新能力、资金投向等方面综合考虑;监管部门要严格控制增发,防止出现上市公司把募集资金投入到与公司长远发展无益或与公司主业相差甚远的产业,随意改变募资投向等现象。四是要完善证券市场退出机制和分红制度,完善退出机制。发挥证券市场优化配置资源的关键是要使优胜劣汰的市场机制在证券市场充分发挥作用。上市公司不仅有进,更要有出,通过不断的吐故纳新来优化上市公司的结构,从而发挥其资源配置的作用;同时,还能对经营者形成改善经营管理的压力。

3. 应大力发展企业债券市场。首先,逐步扩大企业债券发行额度,简化审批程序,满足更多筹资和投资者的需求。在企业债券的发行方面,应该实行市场化的审批制度,扩大发债规模,改变目前供不应求的局面。

其次,实行企业债券发行利率与企业信用等级挂钩,丰富企业债券的期限品种。充分发挥企业债券进行创新的能力,企业根据自己的信用等级及偿债能力制定相应的利率,将企业债券的利率水平与风险进行挂钩,或根据市场供求状况相对自主地确定发行利率。同时,发债企业可根据自身对于资金期限的不同需要而确定相应的还债期限。

第三,提升债券市场的流动性,促进债券市场的健康发展。要加快发展债券基金。债券基金应当成为非金融企业和个人间接投资债券的主要渠道。设立债券基金有利于吸引资本向债券市场流动,增加各类债券的发行量,刺激债券市场的发展,有利于提高债券市场流动性。

第四,开放多层次的交易平台。针对目前我国企业债券流通市场只局限于交易所市场的现状,我们建议可以参照发达国家的做法,设立场外交易市场,尽快解决那些不能上市的企业债券的流通问题。

第五,发展债券衍生金融工具。成熟债券市场需要发展债券和与金融变量相联系的衍生工具。根据联系的产品不同,可以将债券的衍生工具分为利率型的衍生工具以及和其他工具相联系的衍生工具。

(责任编辑:孙小勇)