

# 企业直接融资的问题和对策分析

夏华龙

## 一、现状和问题

企业直接融资指企业通过发行有价证券或经其他形式直接向资金盈余部门如居民、企业融通资金的方式,是相对于间接融资的一个概念。企业直接融资不仅有有价证券的形式,如股票、债券、商业票据,而且还有非证券化的形式,如内部借款、企业间同业拆借、集团内部融资以及各种非证券化的社会集资等。直接融资作为一种融资方式首先是以不规范的社会集资,如职工内部借款“以资代劳”等形式被我国企业引入的。经过近10年的时间,在政府的推动和企业的内在要求下,直接融资不仅在规模上,而且在结构上同以前相比都有很大的变化。(1)规模扩大。1985—1990年,有价证券形式的直接融资在企业外部融资中所占比重分别为3.7%、4.78%、5.13%、7.8%、8.6%、9.5%<sup>①</sup>到1993年6月,企业债券发行1320.71亿元,股票发行192.01亿元,如果加上各种形式的社会集资则直接融资规模会更大。估计1992—1993年我国企业外源融资脱离金融机构约为2000—3000多亿元。(2)规范化程度提高。直接融资之初,一般是采取不规范的借据契约形式,具有内部性、非证券化、缺乏流动性等特点。国务院颁布《企业债券管理暂行条例》、《股票发行与交易管理暂行条例》及其他各种有关的规定后,由于政府的推动和管理的加强,直接融资证券化程度提高,规范性加强,很多非法的社会集资得到了清理。

直接融资的扩大,为企业的发展拓宽了

资金来源,改变了过去银行信贷一统天下的融资格局。同时也为投资者提供了多元化的投资工具,有利于增加广义储蓄(收入减消费的余额)并将其引入投资领域。但由于体制方面的原因以及管理不善,直接融资在发展过程中也暴露出很多问题。归纳起来有如下几个方面:

1. 信用扩大,投资膨胀、投资方向不合理。企业直接融资的资金来源主要是居民手中的现金和从银行提取的存款。直接融资以其融资工具多元化,收益高,诱使一部分储蓄存款从银行中流出,即银行储蓄分流。根据有关方面的测算,1985—1987年,证券分流城镇居民储蓄存款250亿元,1988—1989年,证券分流城镇居民储蓄存款400亿元,1990—1991年,分流500亿元。而在现行规模控制的信贷管理体制和软约束的企业制度下,在直接融资规模扩大并分流银行储蓄存款时,信贷规模并没有同时作相应的减少。饥渴的企业也不会因直接融资增加而减少它们对银行信贷的需求,这样就使储蓄这只“笼中之虎”变成了企业投资这一“笼外之虎”引起投资膨胀。

直接融资在扩张投资的同时,由于在现行体制下对其资金投向控制难度大,致使投资结构很不合理。短期资金长期化使用,且很大一部分直接融资被用作从事固定资产投资,上新项目。据湖北宜昌市的调查,78%的企业改变了资金用途,短借长用,85%的债券资金用于上新项目和固定资产投资。<sup>②</sup>就全国而言,1992年底,固定资产投资增长率为37.6%,到1993年6月达到70.6%,直接融

资所得资金是支撑这一高速增长速度的一个重要因素。这种不合理的投资方向,恶化了国民经济的投资结构。

2. 直接融资管理行政化。地方政府对直接融资干预过多。我国现在对直接融资基本上实行规模控制,通过给各地区分配指标的方式来控制直接融资规模。由于各地区经济发展水平不同,有的地区指标有余,让不合格的企业参与直接融资,有的地区指标不足,即使企业效益好,偿债能力强而因没有指标也不能在市场上直接融资。这种规模控制方式没有弹性,也无法形成直接融资和间接融资之间的合理结构。在指标控制的直接融资管理体制下,地方政府对企业直接融资进行积极参予,一方面为企业争融资指标;另一方面私开口子,扩大计划外的社会集资,同时放松融资企业的资格审查。因而最终导致对直接融资调控不力,也增加了今后的偿债风险。

3. 直接融资利率结构不合理。计划外的社会集资由于没有受到控制,利率过分攀高,使企业的筹资成本巨大。规模内的直接融资的利率由金融管理当局控制,既不反映期限结构,也不反映融资风险。企业融资债券的风险在国库券之上,但国家为了便于国债的顺利发行,却规定现行企业债券利率不得高于国库券和金融债券利率,只能在同期储蓄存款利率基础上上浮 20%。再者,直接融资利率结构和期限结构不相关。以债券为例,从四川省的情况来看,地方企业债券中,1 年期年息 9.5%至 15%,2 年期年息 9.5%至 16.4%,3 年期及 3 年以上期为 6%到 18%,<sup>⑧</sup>利率基本上和融资期限无关。如果考虑到其他一些非规范性的集资,则利率结构更不合理。

4. 直接融资的债务清偿问题突出,偿债主体错位。由于 1992 年到 1993 年上半年直接融资的盲目发展,很多不合格企业参与了直接融资,同时在资金使用上也不合理,加上国家银根抽紧,使现在直接融资的债务清偿问题很突出。债务兑付困难,在债务兑付过程

中偿债主体发生错位。理论上讲,直接融资所产生的债务由企业承担,偿债风险由企业和投资者共同承担。但在现实的运行中,银行及其他各种代理机构成了偿债主体,直接融资风险转移给了银行及其他金融机构。仅湖北省宜昌市,1992 年到期应兑付的债券为 6000 多万元,但目前只兑付了 2250 万元,其中由企业划付资金兑付的实际不足 10%,90%以上还得靠银行增加贷款和金融机构垫付的资金来解决。<sup>⑨</sup>另据一市调查,在 1994 年一季度到期的 142 户企业 3.84 亿元融资债券中,只有 23 户企业能偿还其融资债券的 7500 万元,其余的 119 户企业的 3.09 亿元债券则由银行贷款垫付。<sup>⑩</sup>这种偿债主体的错位,淡化了投资者的风险意识,也使风险承担主体发生了错位。

5. 直接融资期限过长,融资工具缺乏流动性。我国的直接融资一般期限较长,绝大部分在一年以上,且有些短期融资也被用作长期投资。据人民银行四川省分行 1994 年 5 月对债券偿付情况的调查,短期融资券、1 年期债券、2 年期债券、3 年及 3 年以上期债券所占比例依次为 12.17%、13%、20.75%、54.08%,最长期限为 7 年以上。<sup>⑪</sup>较长的融资期限却没有融资工具的流动性与之相协调。在我国直接融资市场上,融资工具的流动性极差:(1)不规范的,非证券化的社会集资根本就谈不上什么流动性。(2)债券、股票也因二级市场不发达而缺乏流动性。1992 年重点企业债券只有 20%参与流通,股票 39%参与流通。<sup>⑫</sup>一般来说,面向广大居民的长期融资必须有一个发达的二级市场来解决其流动性问题,如果二级市场不发达,从长期来看,长期性的直接融资对投资者将会失去吸引力,最终影响该市场的发展。

6. 因拖欠而产生的变相直接融资增加。企业约束软化,债务软约束导致企业用拖欠货款的方式来融通资金,并且规模在扩大。据对西安市辖区企业统计,1990 年末企业欠人资金 18.4 亿元,人欠资金 15.7 亿元,拖欠总

额达到 34.1 亿元,其中欠人资金是同期企业集资的 1.5 倍,占银行贷款的 13.9% 以上。<sup>⑧</sup>因清欠资金仍必须由银行信贷资金来解决,导致银行信贷规模有扩大之势。

## 二、对策分析

我国企业融资结构中,直接融资仅占外部融资的 20%,而本世纪 50 年代末,60 年代初,直接融资在企业外部资金中所占比例,日本 26.3%、美国 57.14%、英国 55.26%。相比之下,我国直接融资规模还很小。随着经济货币化,债务证券化趋势的加强和金融体制、企业制度改革的进一步深入,从长期来看,直接融资还将有很大的发展。因此,完善和发展直接融资市场应该有一个长远的思路。1993 年下半年开始的整顿金融秩序,对直接融资进行了清理,但着重点主要放在“控”上,主要的措施就是控制规模,控制利率。我认为这只能是一种临时性的救急措施。从长远来看,政府对直接融资的管理应该重点在规范化上。这种规范化包括两个方面:一是资金筹措的规范化;另一是资金使用的规范化。两个方面都规范化了,直接融资和间接融资自然会形成一个合理的结构,直接融资规模就成为一个微观决策变量。规范和完善我国的直接融资市场应做好如下几方面的工作。

1. 对融资企业的资格进行严格审查,对资金投向加强监管。直接融资领域问题的症结不在于储蓄分流,而在于直接融资过滥,很多融资企业偿债能力很差,资信很差,同时地方政府干预多。很多不合格的企业在信贷资金不能解决其饥渴的情况下,纷纷求助于直接融资,使现在的债务清偿问题变得突出。另外,在资金投向上偏重于固定资产投资,忙于上新项目,打破了投资结构的平衡。因此,当前对直接融资的管理应该包括两个方面:(1)以人民银行为中心,结合各专业行、计委、财政、工商等部门,组成专门的评估小组,建立合理的评估体系,对参与直接融资的企业进

行资格审查,严格把关。通过资格审查来控制融资规模。改变直接融资规模层层按地区分解的做法。同时严禁各地方政府私开口子,直接融资只能由中央银行一家管理,摆脱地方政府的行政干预。融资企业的资信情况向社会公开,增强投资者的风险意识。为了防止现行体制下的信用膨胀,国家在确定社会信贷规模时,应考虑直接融资,将直接融资也纳入信用计划,如果直接融资规模过大,应该相应减少银行信贷规模。(2)建立一套制度对直接融资所得资金的投向进行监管。如设立专门帐户,由银行控制资金的投放方向等。另外,对项目投资进行严格审批,只有符合国家产业政策的投资才能通过直接融资来予以筹措,保证直接融资走上健康的轨道。

2. 改革金融管理体制,使直接融资和间接融资在机制上进行融合。一般说来,在一个完善的市场经济体系中,直接融资和间接融资的结构和规模是微观企业在成本——效益分析基础上进行最优选择的结果。如果中央银行能有效地控制基础货币,则直接融资规模的大小对宏观经济变量不会有什么大的影响,最多只是在一定程度上对银行产生冲击。如本世纪 80 年代美国金融“脱媒”以及现在的证券化、票据化,在一定程度上都是直接融资规模扩大的表现,但是它们对美国宏观经济运行却没有大影响。为什么在我国却产生如此大的影响呢?关键在于:(1)直接融资和间接融资按两套机制运行。(2)我国中央银行对宏观经济的调节在于控制信贷规模,而不是基础货币。

直接融资虽然利率高,约束硬,但对筹资企业来说,地位主动,受限制较少,尤其是计划外的集资更是如此,加上间接融资的软约束,企业对直接融资的风险和成本更不顾及。因为直接融资的硬约束可以通过银行信贷的软约束来化解。另一方面,间接融资虽然成本低,但并不是所有的企业都可以获得银行信贷,且资金的使用方向受到限制,资金分配具有计划性。因此,两套机制并行,促使直接融

资盲目无序地扩大,同时中央银行又不能有效地减少信贷规模,因此整个社会信用量增加,经济过热。深化金融体制改革是长远地解决这一问题的关键。在银行商业化、信贷市场化的基础上,使间接融资和直接融资在机制上进行融合,则直接融资和间接融资有一个自动平衡机制。直接融资的扩大,必将引起相应的银行信贷量的减少。从而整个社会的信用量不会因直接融资和间接融资结构的变化而发生大的变动。这样直接融资也可因动员了更多的储蓄而为经济发展起更大的促进作用。

3. 在直接融资证券化、票据化、规范化的基础上,培育和繁荣二级市场。直接融资很大比例是为发展筹措资金,因此总的来说期限较长。这样就必须有一个繁荣的二级市场来增加其流动性。只有二级市场的流动性增加了,一级市场才能真正地发展。要培育和繁荣直接融资工具的二级市场,首先要实现直接融资的票据化、证券化、规范化。当前,尤其要使各种形式的社会集资票据化、规范化。其次,对已发行的债券、股票,要创造条件,培育和繁荣其二级市场,不仅要增加公开上市的数量,而且还要发展非上市股票、债券的柜台交易,繁荣场外交易市场,增加其流动性,同时打破直接融资的区域分割状况。

4. 调整直接融资的利率结构。利率应该反映资金供求,投资风险,应该和融资的期限、融资工具的流动性密切相关。从长远来看,调整直接融资利率结构的一个方法就是利率市场化。利率市场化包括直接融资利率和间接融资利率。利率市场化为利率结构的生成提供了正常机理。利率双轨制,利率确定行政化都不会形成合理的利率结构。当前,可以考虑增加银行贷款利率的浮动范围,扩大直接融资相对于同期信贷利率的浮动范围,取消对企业债券利率的不合理限制。国库券的发行最终必将走上经济发行的道路,不能因暂时发行国库券的便利而将其它企业债券的利率规定得过低,使其背离投资风险,阻碍

整个直接融资市场的发展和完善。

5. 清理不合理的变相直接融资。因拖欠对方贷款而形成的变相直接融资不利于商品交易的正常进行,且易形成债务链阻碍整个宏观经济运行。清理各种不合理的变相直接融资,一方面要硬化债务约束,有债必偿,在必要的时候依照《破产法》实行破产清偿;另一方面,对一些债务实行票据化,增加债务的流动性,以解决部分被拖欠企业的资金之需。

### 三、结论

从长期来看,我国企业直接融资市场的进一步发展是必然趋势。如何解决企业直接融资市场在发展中所产生的问题,完善和发展我国企业直接融资市场,对于这一问题既要有长远的打算,也要有目前的对策。长远来说,就是加快金融体制和企业制度的改革,用改革来为直接融资的发展构造一个体制环境,如信贷管理体制的改革、银行商业化、信贷市场化、利率市场化等。目前来说,就是要加强融资企业资格的审查;加强资金投向的监管;扩大直接融资的利率浮动范围;进一步推进票据化、证券化进程,增加融资工具的流动性;减少地方政府的干预,坚决取消各种非法集资和计划外集资;清理变相融资,使直接融资走上健康发展的轨道。

#### 注释:

①李麦秋、阙方平:《直接融资:银企步入市场的有效形式》,《财贸经济》1993年第4期。

②④孔迅:《企业债券到底有多少能兑换》,《工业企业管理》(人大复印资料)1994年第2期。

③⑥潘凌:《企业融资市场取向的观察与思考》,《城市改革与发展》1994年第8期。

⑤刘鲁武、时运吉:《严防企业债券偿还主体错位》,《经济管理》1994年第8期。

⑦熊南京:《以证券业为龙头推动金融发展》,《金融研究》1993年第6期。

⑧张剑平:《论企业融资结构变革》,《当代经济科学》1994年第5期。(责任编辑 徐云鹏)