

刘红梅 王克强◆著

中国企业

ZHONGGUOQIYE

融资 市场 研究

RONGZISHICHANG YANJIU

中国物价出版社



中国企业融资市场研究

刘红梅 王克强 著

中国物价出版社

图书在版编目(CIP)数据

中国企业融资市场研究/刘红梅,王克强著. —北京:中国物价出版社,2002.5

ISBN 7-80155-411-6

I. 中… II. ①刘…②王… III. ①企业-融资-研究-中国
②资本市场-研究-中国 IV. ①F279.23 ②F832.5

中国版本图书馆 CIP 数据核字(2002)第 021343 号

出版发行/中国物价出版社(邮政编码:100837)

地址:北京市西城区月坛北小街2号院3号楼

电话:责编(68032104) 发行部 68033577)

经销/新华书店

印刷/河北省高碑店市鑫昊印刷有限责任公司

开本/850×1168毫米 大32开 印张/9.25 字数/240千字

版本/2002年7月第1版 印次/2002年7月第1次印刷

书号/ISBN 7-80155-411-6/F·299

定价/25.00元

序

我国的经济体制改革已经进行了 20 多年了,取得的成就举世公认。20 世纪末,我国又提出了要进行投融资体制改革战略设想,这是深化整个经济体制改革的必然要求。当前,企业改革和金融改革已成为我国经济体制改革的焦点和难点,其中,投融资体制改革又是关键。环视当今世界,不难发现,凡是经济比较发达、对国内外投资者有较大吸引力的国家和地区,无不拥有一个比较公平、公正、高效的投融资体制。我国已于 2001 年 11 月加入 WTO。WTO 实际上是一个以强制性规则为基础的政府间国际组织,它认同市场经济法则,要求各国在市场经济的规则下进行合理的竞争。因此,如何建立起一个符合社会主义市场经济发展所要求的高效的投融资体系,也就形成了我国广大经济理论工作者和企业家、金融家以及管理部门亟待从理论和实践上加以探讨的重大课题。

要建立高效的投融资体制,必须有完善的市场经济体制,这种要求既是对企业而言,更是对政府而言。它需要人们转变观念,需要政府变换角色,转变职能。必须明白,政府工作就是创造一个公平、有效的市场环境。

首先,要提供良好的服务,实现阳光行政。政府的重要职责是服务,为人民服务是有具体内容的。在我国市场经济体制建设过程中,政府就应当积极地想企业所想,急企业所急,建立科学、高效的行政管理体制,摒弃形式主义,同时加强制度建设,做到政务公开,使政府的工作能受到有效的监督,消除不正之风和腐败行为。

其次,要加强法制建设,营造信用文化。我国在信用体系建设方面还做得不够,社会信用意识不强,尚未形成良好的信用文化。要营造信用文化,建立健全的信用体系,除了对全社会加强诚信

教育之外,更重要的是要加强法制建设,打击商业欺诈活动,杜绝假冒伪劣产品,严惩逃废债务行为。在塑造良好的信用环境的过程中,政府首先要带头讲信用,树立诚实守信的榜样,促进社会风气的转变。同时,政府还应大力推动各项信用制度的建设与完善,建立社会信用档案,包括个人信用档案和企业信用档案,规范信用中介机构的行为,使守信者阔步市场,失信者寸步难行。

第三,要积极引进人才,加大教育投入。市场经济追求的是合法合理的利益,在一个公开、公平、稳定的市场中,我们要学会博弈。在一定的规则下进行博弈,是合作博弈,胜者往往是那些具有很强的创新意识,又熟悉市场规则的企业家。为此,我们需要一大批既懂市场又懂法律,敢于创新、善于创新的高级人才。要使我们的企业家成为这样的人才,就应当积极为人才的涌现创造良好的机制和环境。要加大教育投入,香港在 2002 年的教育经费投入是 450 多亿港元,优越的条件,吸引了大批国内外精英进入香港的高等学校执教,并为香港培养了大批高质量人才。我国内地现在还没有一个城市能达到香港这样的标准,但要有这样的目标,并努力朝这一目标前进,才能使我国的城市更具有吸引力,成为人才聚集的高地。

此外,我认为建设一个高效的企业融资市场是至关重要的。自从我国确立了建立社会主义市场经济体制的目标以来,我国在企业融资市场建设方面,一直在不懈努力,有关的研究报告和论文也不少,但专门的著作尚不多见。刘红梅、王克强两位博士合作撰写的《中国企业融资市场研究》弥补了这一缺憾。

此书对当代有关企业融资市场的理论作了比较系统的介绍,在此基础上,对企业内源融资与外源融资、直接融资与间接融资、股权融资与债权融资等方式作了深入的比较研究,并对英、美模式和日、德模式作了介绍与评价。

此书还运用理论分析与实证研究相结合方法,对有关我国企

业融资方式和企业融资市场演变问题作了有深度的探索,并颇有见地的提出了如何使我国企业融资市场可持续发展的建议,对读者颇有启发。

此书是两位作者长期合作研究的成果,我相信此书出版对于推动我国企业融资市场乃至整个金融市场的发展定有裨益。希望此书出版能引起广大理论工作者和企业经营管理者的关注,推动有关的学术研究更为昌盛。

戴国强

2002年3月于上海财经大学

目 录

序	1
1 导言	1
1.1 选题依据和背景	1
1.2 研究范围的界定	5
1.3 研究框架与研究方法	6
2 企业融资市场的理论概述	13
2.1 金融市场概述	13
2.2 企业融资概述	15
2.3 企业融资方式的分层次比较	20
2.4 企业融资决策	26
2.5 关于融资制度方面的理论	33
2.6 关于融资结构方面的理论	35
2.7 关于股利政策方面的理论	47
2.8 国外企业融资的主要模式	49
3 企业融资制度变迁及其绩效评价	52
3.1 财政主导型融资阶段	52
3.2 多元化融资阶段及其特点	58
3.3 企业融资制度变迁绩效的理论与实证分析	68
3.4 结论	76
4 企业直接融资市场:存在的问题与根源	77
4.1 我国企业直接融资市场存在的问题	77
4.2 我国企业直接融资市场存在问题的根源	88
4.3 结论	109

5 企业间接融资市场:存在的问题与根源	111
5.1 我国企业间接融资市场存在的问题	111
5.2 我国企业间接融资市场现存问题的根源	126
5.3 结论	149
6 企业融资市场效率	151
6.1 企业融资市场效率(有效性)概念	151
6.2 企业直接融资市场有效性	151
6.3 企业直接融资市场收益与风险	164
6.4 企业间接融资市场效率	171
6.5 结论	175
7 企业融资市场风险	176
7.1 企业融资市场风险概述	176
7.2 企业直接融资市场风险	178
7.3 企业间接融资市场风险	189
7.4 金融开放过程中的风险	204
7.5 我国金融市场风险的特点	207
7.6 结论	210
8 企业融资市场可持续发展	211
8.1 企业融资市场可持续发展概述	211
8.2 企业融资市场可持续发展模型	215
8.3 金融深化与金融约束的辩证统一	225
8.4 结论	230
9 健全多元化有效运作的企业融资市场	232
9.1 我国企业融资市场建设的目标定位	232
9.2 健全融资市场体制	234
9.3 规范微观主体行为	248
9.4 加强政府宏观调控	258
9.5 提高投资者的风险意识	262

9.6 加强金融信息化建设	263
主要参考文献	265
后记	285

1 导言

1.1 选题依据和背景

国有企业改革问题是当前我国经济发展和经济改革中一个十分关键的问题,也是摆在我们面前的一大改革难题。改革开放二十年来,企业改革始终是我国经济体制改革的中心,但直到今天的政企分开、经营机制转换、债务负担等问题仍没有得到根本解决,企业经济效益低的局面仍难以扭转,那么根源究竟何在呢?

现代企业理论指出,企业的问题归根到底是一个市场的问题。在市场经济中,“企业不仅是市场的主体,而且它本身就是市场关系的总和”(吴敬琏,1988)。企业作为一种制度或组织,就是各要素所有者在市场交易中形成的一组契约关系的总和。一种企业制度不仅是市场体制的基础,而且也是市场体制的产物,为了建立一种与市场经济相适应的企业制度,根本问题在于发展要素市场,并为这些要素市场提供必要的条件。在各类要素所有者的关系中,资本与企业家这两种要素所有者之间的关系对企业制度的形成具有特殊的意义,而这种关系是在资本向企业流动的过程中发生的,因此企业的问题必然与其融资体制密切相关,正如张春霖(张春霖,1997)所认为的,国有企业面对的融资体制很可能是其他一系列问题的根源。所以融资体制不仅是经济增长的中心问题,也是企业改革的中心问题,只有改革现行的融资体制,才是解决问题的关键所在。

从微观来看,资金是企业的血脉,企业发展需要资金,筹集资金是现代企业经营决策的一项重要内容。在社会剩余资金(包括储蓄等)量既定的前提下,融资数量和质量取决于剩余资金向投资转化的机制,也就是说,完善的融资机制可通过提高储蓄向投资转

化的效率加速资本的形成,推动经济增长。

改革开放以来,我国在吸收国外金融理论的基础上,初步形成了面向 21 世纪的中国金融理论。我国学者系统地研究和介绍了西方的金融理论,并对近几十年来的有关融资方面的新理论,如作为当代金融理论的基石的信息经济学及经济研究中广为引用的委托——代理理论、契约理论、激励理论、控制理论、产权理论、企业家行为理论等进行了广泛深入的研究,并以此指导我国的国有企业,尤其是国有大中型企业的股份制改革、融资实践,指导国有银行的商业化、股份化改革,为政府制定有关融资政策提供建议。

国有企业改革和金融体制改革一直是我国经济体制改革中的两个关键问题,很长一段时间以来,对这两方面的研究是分隔开的,没有就两者的相互影响和相互牵制进行分析研究。随着改革进程和理论研究的深入,越来越多的研究认识到两者之间是相互牵制和推动的。有关这方面的观点有两种,这些观点体现了我国理论界就改革中的企业的融资结构、融资方式的选择标准的两类看法。其一,针对如何促进国有企业改革,一部分文献强调了在经济转轨时期,银行业在解决国有企业的内部人控制和改善企业的治理结构方面可以发挥的重要作用(青木昌彦、钱颖一,1995),即强调重视银行的间接融资作用;其二,针对国有银行自身的内部人控制和激励不足等缺陷,另一部分文献提出以发展资本市场作为改革的突破点,实现国有企业经营机制的实质性转变(张春霖,1997;许小年等,1997),即强调直接融资在企业改组、改制中的重要作用。他们认为发展直接融资可以避免全社会的信用风险集中在银行身上,从而也避免了把风险和责任集中在政府身上,风险可以分散到社会或众多个人身上,从而表明需要资金的企业和需要低风险下的高收益的投资者都会偏好直接融资的方式。本书在对这两种融资方式存在问题及问题产生的根源、市场效率与风险分别研究的基础上,提出了两者协调发展的措施,指出今后在形成多

样化市场主导型融资制度的过程中企业应如何摆正这两者的地位,这对企业结合自身实际正确制定融资决策具有重要的现实意义。

就企业融资方面,理论界所探讨的不仅仅是融资方式、融资结构,现在更多的是结合企业产权改革、经营机制的转换、治理结构的完善以及金融体制改革、资本市场的完善等方面,从多种角度研究融资问题。在当前我国经济体制、金融体制变革的关键时期,如何结合企业改革探讨其融资理论,以为其在实践中确立高效的融资结构、融资方式提供指导,将对企业加快改革、建立现代企业制度、实现市场的资源优化配置功能具有重要的意义,而这也正是本书研究的重点。

我国企业融资体制大致经历了三次变迁:1984年以前企业资金来源以财政拨款为主;1984年—1989年银行信贷资金为企业最主要的资金来源,同时少数企业开始发行债券和股票,直接融资市场开始出现;1990年到现在,银行信贷资金在企业资金来源中的占比下降,而直接融资市场正式形成并快速发展起来。虽然融资渠道的多元化早已出现,但企业过度依赖银行负债的情况并没有多大改变,这一方面是由于国有企业和国有银行的产权同一性造成银企信用关系软约束,产权主体缺位使国企改制和国有银行商业化改革的过程缓慢而不彻底,并由此阻滞了市场化的企业融资机制的形成;另一方面,直接融资市场起步晚,而且长达10年来政府一直以计划手段管理该市场,由此也滋生了许多使企业直接融资难以市场化的问题。深入研究我国企业融资制度变迁的过程及对企业融资绩效的影响,对今后企业融资市场合理定位、融资机制的进一步完善有重要的借鉴意义。

转轨经济体制是指中国由传统的集中计划经济体制向社会主义市场经济体制转变过程中形成的特定经济体制背景。在此阶段,中央集权体制的不足日益暴露出来,为提高整个社会的经济效

率,1979年我国实行了以放权让利为导线的经济体制改革,由此导致企业融资制度背景的变化,主要表现在:国民收入结构由“集财于国”改为“分财于民”;储蓄结构由政府储蓄为主改为居民储蓄为主;投资结构由政府拨款为主改为银行和其他方式融资为主。有因果关系的这三种结构的变化最终导致企业融资结构的变化,企业日益成为融资主体,财政主导型融资方式渐渐让位于银行主导型融资方式,同时有外资、自筹资金和其他融资(如股票、债券、票据)等多种方式作为补充。银行主导型融资方式下企业多呈高负债的资本结构,导致企业对银行的过度依赖,最终导致国有企业难以清偿的巨额债务和国有银行的大量不良资产,形成银企债务危机。如1998年全部工业企业的资本总额的56%来自银行贷款(见表5-4);另一方面,1998年6月底,中国人民银行估测不良贷款率为28.5%,约为8000亿元。

针对银行主导型融资机制带来的负效应,并随着证券市场的不断发展,我国企业正在市场经济体制下构建多元融资方式。市场经济体制被确立为我国经济体制改革的目标后,为企业融资制度的创新即市场融资制度并进一步形成合理的融资结构奠定了体制基础。市场融资制度的基本特点是资金配置以市场机制为导向,市场作为一种组织是资金供给者与需求者之间交易契约的结合点。企业面对的不仅是银行、政府,还有充满竞争的有多种多样资金来源集合的市场,这就要求实现“四化”,即经济市场化、企业公司化、银行商业化、利率市场化。要想营造自由竞争的环境,必须先从体制入手,建立允许各主体自由竞争、公平发展的市场经济体制。在此基础上,企业可通过股份化、公司化等改革成为真正独立的经济实体,在筹资—用资—收资的过程中能自主决定融资模式、投资模式,实现自负盈亏。银行商业化既可使其在选择贷款目标时以自己的利益最大化为标准,减少政府不必要的干涉,真正独立自主经营。我国长期以来实行利率管制,由此造成国债市场火

爆,企业债券市场和股票市场发展不快,国家融资成本太大,企业融资困难的局面。利率作为资金的价格,在资金市场中直接决定着资金的供求。如果利率不能由市场资金的供求决定,则企业将无法通过决定融资成本、融资收益来决定融资方式和结构。深刻剖析我国企业融资实践中存在的问题,并探究其根源,可为企业早日完善市场化融资机制、提高融资效率提供借鉴意义。

企业融资市场效率是市场配置资源的能力。从计划经济向市场经济转轨过程中,市场效率的高低反映了市场机制发挥作用的大小。客观评价企业融资市场的效率水平有利于发现和纠正由此而产生的企业融资中的许多问题,有利于提出相应的提高融资市场效率的措施和政策建议。

企业融资市场的风险大小是金融安全程度的反映。90年代以来的金融危机使我们认识到降低金融风险的重要性。本书分阶段的、动态的、比较性的对我国企业融资市场风险的来源、大小、特征的研究,将深刻揭示制度性风险对我国企业融资市场的影响,由此表明证券发行制度和政府监管制度的进一步改革非常必要。

在继“经济增长发展观”和“以人为中心的综合发展观”之后,“可持续发展观”得到了普遍的认可,并成为各国政府制定社会经济政策的必然选择。对于企业融资市场而言,也必须坚持可持续发展原则。对我国企业融资市场的可持续发展能力进行评价,并探讨按照这一原则如何指导企业融资体制改革,是很值得研究的课题。

1.2 研究范围的界定

本书以全部企业的融资作为分析研究的对象,但分别对企业间接融资市场和直接融资市场分析时是基于特定对象的。因为间接融资的主要工具是银行贷款,银行贷款较大比例是由四大国有商业银行提供,所以在分析企业间接融资市场存在的问题及产生

的根源、间接融资市场效率与风险时均以国有企业和四大国有商业银行为主要研究对象。企业直接融资的工具主要是发行股票和债券,为了收集和运用尽可能多的数据资料用于实证分析,本书选择了沪深证券交易所上市公司为研究对象,研究企业融资制度变迁、直接融资市场存在的问题及产生的根源、市场融资效率与风险、企业融资市场可持续发展。本书最后一章分别就涉及国有企业、上市公司、全部企业、国有商业银行、非国有银行金融机构、股票市场、企业债券市场的问题提出改进措施和政策建议。

1.3 研究框架与研究方法

1.3.1 研究框架

本书主要从企业、银行、证券市场、政府四个角度,对企业直接和间接融资市场中存在的问题进行细致剖析,重点从企业产权制度和治理结构、银行产权制度和经营体制、证券市场的管理体制和市场定位、直接和间接融资市场的效率和风险及可持续发展等方面寻求产生这些问题的根源,并最终提出相应的政策建议 and 实际措施。本书共九章可分为五部分。

第一部分包括第一章。介绍了选题的依据和背景,界定了研究范围,并介绍了研究的方法与框架。

第二部分包括第二章,主要是对与企业融资市场相关概念的界定,并对资本在经济增长的作用方面的理论、金融制度方面、资本结构方面、股利政策方面的理论进行简述和评析,最后介绍了国外两种主要融资模式,即英美等国以证券融资为主的融资模式和日德等国以银行信贷融资为主的融资模式。第二章内容主要为后续章节的规范和实证分析提供理论依据。

第三部分包括第三、四、五、六、七章,主要是对企业融资体制的历史回顾和现状分析。各章内容简述如下:

第三章首先分阶段对企业融资制度的变迁进行分析,本书在

现行政文献二阶段划分法的基础上提出一种新的二阶段划分法:第一阶段是1984年前以财政拨款为主的财政主导型融资阶段;第二阶段是1984到现在的多元化融资阶段,该阶段又分为两个子阶段:第一子阶段是1984—1989年的以银行信贷为主、企业直接融资市场刚刚萌芽的银行主导型融资阶段;第二子阶段是1990年到现在的银行间接融资比例降低、直接融资快速发展的多元化市场主导型融资的初期阶段,直接融资来源在企业融资总量中已占有一定比例,但离形成真正市场化的融资方式还有相当的距离。其次研究了这二个阶段各自的特点,最后利用大量的数据就融资制度变迁对企业融资绩效的影响因素进行了理论和实证分析。实证表明,经济体制改革、融资体制改革、企业产权制度等对企业融资绩效有正的贡献,这表明深化企业融资体制改革等体制改革对提高企业融资绩效是重要;贷款利率对企业融资绩效是负的贡献;企业负债率普遍偏高,这与后面分析的企业融资的软成本约束和软外部约束相印证;通过地区间企业融资的绩效分析表明,地区经济改革程度越深,企业融资绩效越高。

第四章到第七章是对目前我国企业直接和间接融资市场存在的问题及产生的根源、市场效率和风险的理论和实证分析。

第四章主要分析了企业直接融资中存在的问题及产生根源的系统分析。主要问题有:证券市场规模小、企业直接融资方式和行为不规范、上市公司融资绩效差、上市公司操纵业绩现象严重、直接融资市场风险导入间接融资市场使金融市场风险扩大及居民对银行存款的偏好使直接融资市场发展空间扩张度有限等。在分析这些问题产生的根源时,主要从上市公司的股权结构、政府管理制度、直接融资市场本身存在问题入手进行研究。本书指出上市公司非流通的国有股权和法人股权占较大比重是产生许多问题的根本原因。它使股权结构无法有效制约经理层,内部人控制现象的出现使企业无法进行有效的融资决策;使股价和股利信号失灵;使

企业改制不彻底;使企业整体效益;使企业股利政策无法刺激企业融资绩效的提高。政府对股票、债券尤其是企业债券市场的计划管理和在某些方面,不自觉地控制阻滞了企业直接融资市场的发展。而直接融资市场本身存在的问题,如市场规则不完善、市场主体不成熟等也影响着直接融资市场的市场优化配置功能的发挥。

第五章是对企业间接融资市场存在问题和产生根源的系统分析。主要针对国有企业从国有商业银行的信贷融资进行分析。企业间接融资中存在的主要问题有:企业过分依赖高负债的资本结构,在经营业绩无法支撑偿债力时,高负债带来的是高风险、高比例亏损;企业的债务资本中银行贷款占很大比重,这使企业的经营效益不佳或现金流量不充足时,很容易资不抵债,甚至破产;银行与企业的产权同一性使两者之间无法形成真正的债权债务硬约束关系,使企业间接融资的欲望达到极限,最终负债累累,走向亏损;企业非基于市场化的融资决策使银行企业间积聚了巨额不良债权债务,它加大了整个金融体系的风险,引发了银行企业债务危机,并阻滞了银行和企业的改革进程。本书分别从国有企业和国有银行两个角度探讨了产生以上问题的根源。国有企业的所有者主体虚设造成了产权残缺,即收益权与控制权不符,最终导致了内部人控制。经理层与债权人、所有者目标的不尽一致使掌握实际控制权的经理层在做融资决策时不会充分考虑其他两个主体的利益,而企业治理结构的不完善使债权人和投资者无法对融资进行有效监控。总之,企业内部没有形成一个有效抵制经理层道德风险和逆向选择的融资决策和监控机制,而外部没有营造一个激励与约束并存的融资环境,使企业间接融资市场存在的问题难以在短时间内根除。从银行的角度看,银行产权不明、政企不分是产生问题的主要根源,由此滋生了企业间接融资的信贷软约束、国有与非国有金融机构间不公平竞争、利率双轨制不能真正发挥资金价格的市场供求调节作用、银行企业内部责权利相结合的借贷关系无法