

中外企业融资结构的比较分析

郑荣鸣

内容提要：根据企业优序融资理论及发达国家企业的融资实践，企业优序融资的模式是先内源融资，再债务融资，最后才是股权融资，而我国企业的融资结构却是截然相反。本文比较分析了中外企业不同融资结构的成因及效应，由此得到一些启示。

关键词：融资结构 股权融资 债务融资

作者：厦门大学金融系副教授，博士。

企业融资结构是指在企业融资总额中内源性融资与外源性融资所占的比重。内源性融资是指企业通过内部积累的方式筹集资金；外源性融资是指企业通过银行借贷、发行股票、债券等方式筹集资金。由于各国的企业制度安排、金融机构和金融市场的发育程度等存在差异，使得各国企业的融资结构不尽相同。而不同的融资结构对企业的市场价值、企业的治理结构，从而对企业的经营以及金融市场的发展具有不同的影响。本文拟对中外企业融资结构进行比较分析，以期能从中得到一些启示。

一、优序融资理论与中外企业融资结构考察

企业优序融资理论始于美国经济学家莫迪利亚尼 (Modigliani) 和米勒 (Miller) 在 1958 年提出的著名的 M-M 定理及其修正理论，以后经过权衡理论、激励理论、不对称信息理论及控制权理论的补充和完善，形成了现代企业优序融资理论。该理论的主要观点是：(1) 由于企业所得税的节税利益，债务融资可以降低企业的融资成本，增加企业的价值，即负债越多，企业的价值越大。但是，随着企业负债比例的提高，由债务上升而形成的企业风险和费用增加，企业陷入财务危机甚至破产的可能性增加，从而导致企业价值下降。因此，企业最佳融资结构应该是在负债价值最大化与债务上升所带来的财务危机成本之间的平衡点。所以，企业应适度负债。(2) 由于信息的不对称，企业经营者对企业状况比外部投资者有更多的了解，后者往往是根据前者的融资决策判断企业的经营状况。债务融资是一个积极的信号，它表明经理者对企业未来的收益有较高的期望，传递着经理者对企业的信心并激励经理者努力工作，从而使外部投资者对企业的发展前景充满信心，由此可以提高企业的市场价值，降低企业的融资成本；而股权融资则是一个不被看好的消极的市场信号。同时，债务融资带来的控制权损失最小，比股权融资更能有效地防止企业被兼并，但债务的增加会使企业陷入财务危机。所以，在市场经济条件下，企业优序融资的模式是先内源融资，再债务融资，最后才是股权融资。

西方经济发达国家企业的融资结构与优序融资理论所建立的优序融资模式基本上是一致的。从表 1 可以看出,美国、英国和德国企业都具有明显的内源性融资的特征,在其融资结构中,内源融资的比重都超过 50%,分别为 64.1%、66.6%和 59.2%,日本相对较低,占 35.3%;在外源融资中,美、英、日、德四国都以银行贷款为主要,比重都在 20%以上,特别是日本高达 40.7%;而通过发行股票和债券融资的

表 1 1970—1985 年西方发达国家非金融企业融资结构比较 (%)

	美国	英国	日本	德国
内源融资	64.1	66.6	35.3	59.2
银行贷款	22.2	21.8	40.7	22.6
发行股票	0.8	3.8	3.4	2.2
发行债券	9.3	0.6	3.0	0.8
其他	3.6	8.2	13.0	15.2

资料来源:迟福林:《国企改革与资本市场》,外文出版社,1998。

比重都不到 10%,但在这不到 10%的直接融资中,美国主要为债券融资,占 9.3%,股权融资仅占 0.8%,英国、日本和德国则是股权融资的比重略高于债券融资,但它们其他融资所占的比重都比较高,分别为 8.2%、13.0%和 15.2%,大大超过股权融资的 3.8%、3.4%和 2.2%。

虽然美、英、日、德四国在融资结构上有一定差异,但都以内源融资为首要,债务融资(包括银行贷款和发行债券)次之,股权融资的比重最小。即便在美国这样股票市场发达的国家,债务融资仍是企业一种重要的融资方式,这也可以从国际资本市场债券与股票年发行量的对比中得到印证。在国际资本市场上,债券的发行规模远远超过股票(见表 2),债券与股票的平均年发行量之比是 18:1。

表 2 国际资本市场债券与股票年发行量对比 单位:亿美元

融资工具	1988	1989	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996
债券	2271	2557	2299	2976	3337	4814	4287	4673	7106
股票	77	81	79	236	235	407	450	414	577

资料来源:孙杰:《货币与金融:金融制度的国际比较》,社会科学文献出版社,1998。

与发达国家相比较,我国企业的融资结构却是另一种情形(见表 3):以外源融资为主。外源融资在企业融资结构中所占的比重高达 80%以上,内源融资的比重不到 20%,而那些未分配利润为负的上市公司几乎是完全依赖外源融资。在外源融资中,有 50%是来源于股权融资,而且这一比例还将随着我国股票市场的发展而继续上升。因为我国企业普遍热衷于发行股票与上市,已上市的公司更是充分利用一切可以配股和增发新股的机会进行股权融资,而对债券融资反应消极。据统计,从 1987 年至 2002 年的 15 年间,我国正式批准发行的企业债券约 2000 亿,而从 1991 年至 2000 年的 10 年间,股权融资总额超过了 5000 亿。而在已发行的企业债券中,拥有股权融资渠道的上市公司进行债券融资的比例是很低的,例如,在 1998 年发行的 147 亿元企业债券中,只有不到 2%是由上市公司发行的。可见,我国企业(上市公司)的融资顺序是:首选股权融资,而后债权融资,最后才是内源融资。

表 3 我国上市公司融资结构 (%)

公 司	未分配利润大于 0 的上市公司				未分配利润小于 0 的上市公司			
	内源融资	外源融资			内源融资	外源融资		
		股票	债务	合计		股票	债务	合计
1995	12.4	51.5	36.1	87.6	9.5	48.8	41.7	90.5
1996	14.8	49.4	35.8	85.2	3.2	39.4	57.4	96.8
1997	15.4	52.2	32.4	84.6	-3.3	47.1	56.2	103.3
1998	13.7	46.2	40.1	86.3	-10.5	50.6	59.9	110.5
1999	14.2	51.2	34.6	85.8	-15.8	55.3	60.5	115.8
2000	19.2	53.2	27.6	80.8	—	—	—	—

资料来源：国信证券有限责任公司课题组：《上市公司为何偏好股权融资》，上海证券报，2002-5-14。

二、影响中外企业融资结构的因素分析

为什么中外企业会有完全不同的融资结构，而且是相悖的融资顺序？笔者认为，企业的融资结构要受企业制度、融资成本、市场环境等因素的制约，而这些制约企业融资结构的因素在我国与发达国家之间存在着较大的差异，具体表现在以下几个方面：

1. 债务融资和股权融资相对成本的差异。

融资成本应该说是企业制定融资策略首要考虑的一个重要因素。债务融资和股权融资各有相应的成本，但其成本主要都为利息或股息支出、筹资费用及纳税等。在发达国家成熟的金融市场上，债务融资成本通常是低于股权融资成本。因为债务融资包括银行贷款和发行企业债券，银行贷款和企业债券的利息支出可以在税前扣除，具有节税效应；而股息却存在公司所得税和个人所得税的“双重纳税”问题。而且银行贷款手续简便，筹资费用可忽略不计，而债券发行的程序较股票简单，要求也比较低，从而发行费用也较股票少。因而债务融资的成本一般低于股权融资成本，由此成为发达国家企业融资的优先选择。但在我国资本市场上，股权融资成本却低于债务融资成本。这是因为我国上市公司普遍盈利不高且呈逐年下降趋势，股息率是很低的。股息是市盈率的倒数，按照 2001 年我国股市 60 倍的市盈率计算，股息率只有 1.67%，低于债券融资利率（目前 3 年期和 5 年期企业债券的利率最高限分别是 3.78% 和 4.032%），更低于银行贷款利率（目前银行 3 年期和 5 年期的贷款利率分别为 5.94% 和 6.03%）。更为重要的是，我国上市公司往往采取各种手段，如不分配红利、低比例分配或以送转股的形式分配股利，所以股息支出的成本是很低的。而债务的还本付息则是不能打折扣的，相对于股息支出来说是硬约束，如果公司不能在规定的期限内还本付息，不仅信誉受损，还可能导致破产的危险。至于股票融资费用，目前大盘股每股的发行成本是 0.1—0.15 元，小盘股大约是 0.2 元，按新股发行市盈率 25 倍计算，大盘股的发行费用大概是募集资金的 0.6%—1%，小盘股大概是 1.2%，配股的承销费用为 1.5%。股息支出与股票融资费用二者加起来还是低于债务融资的利息成本，而债务融资成本还包括筹资费用。因此，我国上市公司选择成本相对较低的股权融资也就理所当然。

2. 公司治理与市场效率的差异。

企业融资结构是企业各利益关系人相互博弈的结果,尤其是公司经理与股东的博弈。因为股权资本的扩张,势必造成股权的“稀释”,股票价格的下降,有损于股东的利益;而负债会增加企业破产的概率,直接威胁着经理人员的利益,因为经理个人效用取决于他的经理职位,从而依赖于企业的生存,企业一旦破产,经理就会丧失其在职利益,而且经理的声誉也会遭受影响,进而影响其在经理市场的价值。所以,在融资决策上企业经理必然偏好对其利益影响较小的股权融资。但是在西方发达国家,现代化企业制度相当成熟,企业有着非常完善的公司治理结构,股东对企业拥有强大的控制权,企业经理的行为受到一系列制度安排的激励和约束,如经理人员的聘任和罢免,企业高级管理层的持股比例及股票期权等,从而能够有效地保证企业经理在追求自身利益最大化的同时实现股东利益的最大化。此外,在发达国家成熟的证券市场上,股票价格是企业价值的真实表现,企业经营不善、业绩不佳,股票价格就会下跌,这不仅直接影响到企业在股票市场的进一步融资,而且将使企业陷入被收购的危机,企业经理同样面临着声誉下降及可能丧失其在职利益的风险。所以,发达国家完善的公司治理结构和市场机制的有效性,使得股权融资对公司经理来说也并非“免费的午餐”。然而在我国拥有股权融资渠道的上市公司的最大股东通常是国家,国有股占据着控股的地位,但国有股缺乏人格化的产权主体,无法对企业进行有效的监督和控制,而社会公众股极端分散以及严重的投机性和“搭便车”,导致股东控制权的残缺,对企业经理人员的约束机制极不健全,内部人控制问题极为严重。严重的内部人控制必然使企业的行为更多地体现经理人的意志,而忽视股东的利益。同时,我国证券市场还很不完善,股价不能真实地反映企业价值,企业收购机制由于国有股的主导地位而难以有效发挥,因此市场对上市公司经理的约束力很小。所以,在我国内部人控制和市场低效的情况下,股权融资对企业经理而言无疑是既不受监督约束,又无还本付息压力的最优融资方式,经理人员支配的这种资金越多,越有利于实现其自身利益的最大化。

3. 证券市场发展的差异。

证券市场包括股票市场和债券市场。根据企业优序融资理论,债权融资比股权融资具有更积极的激励作用、更低的道德风险和筹资成本。因此,自20世纪80年代中期以来,发达国家债券市场迅猛发展,债券发行的规模远远超过了股票(见表2),债券年平均发行额占证券年平均发行额的93.1%,而股票发行只占6.9%,成为发达国家企业融资的主要手段。如美国企业外部长期资本的70%是通过发行债券来筹集的。而我国的情形却是相反,即股票市场迅速发展,债券市场发展缓慢甚至萎缩(见表4)。如2000年我国企业债券发行筹资83亿元,而股票发行(包括增发、配股)筹资则高达2103亿元。从1991年至2000年的十年间,企业股票融资平均占直接融资的72%,债券融资只占28%。由于债券市场发展缓慢,制约了

表4 我国股票与企业债券筹资额对比表 (单位:亿元)

年 份	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000
股 票	5	94.09	375.47	326.78	150.32	425.08	1293.82	841.52	944.56	2103.08
企业债券	249.96	683.71	235.84	161.75	300.80	268.92	255.23	147.89	200.00	83

资料来源:《2002年中国证券期货统计年鉴》。

企业债券融资活动的开展，而股票市场的迅速扩张，刺激了上市公司对股权融资的需求。

4. 企业制度的差异。

企业融资的目的是为了获取更多的利润，融资方式的不同，投资者对企业收益的索取权亦不同。对企业原有股东来说，内源融资是最优的，既可节约交易费用、减少个人所得税支出，又有利于提高投资收益，因为一方面内源融资的收益不用与其他投资者分享，另一方面将利润转投资有助于公司资产的增值，股价上升，股东可从资本增值中受益；债务融资次优，因为债权人享有固定收益索取权；而发行新股会稀释原股东对企业的控制权与资本的增值收益。在发达国家成熟的现代化企业制度下，企业受股东控制，股东的利益直接制约着企业融资结构的安排，所以企业融资通常是先内部融资，再债务融资，最后才是股权融资，内源融资在企业融资结构中占 50% 以上。而我国企业则是以外源融资为主，内源融资在企业融资结构中所占的比重不到 20%，而那些未分配利润为负的企业几乎是完全依赖外源融资。造成我国企业内源性融资比例过低的主要原因是：（1）传统的计划经济实行企业利润上缴制度，使得企业难以进行自我积累；（2）改革过程中不明晰的产权制度和严重的“内部人控制”，影响企业长期发展战略的制定，造成各种短期行为和对国有资产的侵蚀，也削弱了企业的内部积累；（3）沉重的历史负担以及低下的经营效率导致企业的盈利能力差，内源性融资来源匮乏。因此，企业只能更多地依靠外源融资。

三、中外企业不同融资结构的效应分析

从我国股权融资的低成本、股东及市场监督的弱化、债券市场发展缓慢以及企业内部积累的匮乏来看，应该说我国企业（上市公司）偏好股权融资是一种理性的选择。但是，评价企业融资策略及融资结构的合理与优劣的标准应该是其融资效应。那么，我国与国外企业不同的融资结构所产生的效应又是如何呢？我们可以从以下两个方面来看：

1. 企业效率——对上市公司的持续发展的影响。

根据财务理论，适度负债是维持企业持续发展的重要条件。因为负债不仅可以使企业获得节税利益和财务杠杆的作用，而且负债的破产机制可以约束企业经理的行为，其还本付息的压力能促使企业经理提高资金的使用效率并作出能提高企业盈利能力的最佳决策，从而有利于缓解内部人控制问题，降低道德风险，减少代理成本，促进企业的发展。同时，负债是向市场传递企业资产质量良好的信号，由此将提高企业的市场价值，降低企业的融资成本。而我国企业（上市公司）过高的股权融资比例，使得企业不能充分利用债务融资所带来的节税、财务杠杆和信息传递的功能，缺乏债务融资所具有的激励、约束机制。而且，股权资本的过溢扩张，造成股权的稀释，在业务经营没有显著增长的情况下，必然引起每股收益的下降；同时，股权筹资的低成本和非偿还性，弱化对经营管理者的监督和约束，导致经营者不会珍惜筹集的资金，随意使用或闲置，甚至投入股市进行投机，造成投资的低效率。近几年我国上市公司经营业绩不断下滑的事实证实了这一点。表 5 显示了我国上市公司近年来融资结构的一个明显的变化特征是负债比例逐年降低（从 1994 年的 51.69% 降至 2000 年的 45.44%），每股净资产逐年增加（从 2.26 元增加到 2.60 元），而净资产收益率和每股收益却呈下降趋势（分别从 13.98% 下降到 7.52%，从 0.32 元下降到 0.20 元）。“一年优、两年平、三年亏”正是对上市公司持续发展能力逐年下降的真实写照。此外，虽然利用股权融资在不

支付或很少支付股息的情况下其成本是低于债务融资，但从长远看，不给予投资者相应的回报，企业是难于获得持续的发展，因为它难以得到投资者的继续支持，投资者（股东）会采取用脚投票的方式作出反应。可见我国企业重股权融资、轻债务融资的融资结构不利于上市公司的持续发展。

表 5 上市公司负债、净资产和收益变化趋势

年 度	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000
负债比率 (%)	51.69	52.22	51.62	47.27	46.20	46.31	45.44
每股净资产 (元)	2.26	2.31	2.41	2.47	2.47	2.47	2.60
净资产收益率 (%)	13.98	10.80	9.62	9.48	7.36	8.06	7.52
每股收益 (元)	0.32	0.25	0.23	0.23	0.18	0.20	0.20

资料来源：中国诚信证券有限公司：《1997—2001 年中国上市公司基本分析》。

2. 市场效率——对股票市场健康发展的影响。

我国企业偏好股权的融资结构对证券市场发展的负面影响体现在：

(1) 扭曲证券市场资金资源配置的功能。实现资源的优化配置，将有限的资金资源提供给那些最需要且使用效率最高的企业，这是证券市场的基本功能，也是证券市场持续健康发展的关键。但我国由于股权融资的低成本以及股东对企业监控的弱化，使得股市成为上市公司“圈钱”的最佳场所，股权融资成为上市公司“圈钱”的手段，上市公司不断通过股权融资获取廉价的、甚至是免费资金，造成资金资源的巨大浪费，严重扭曲了证券市场资源配置的功能。

(2) 加剧股市的动荡和投机。由于上市公司经营的低效益，投资者难以从企业的发展中获取收益，只能通过市场短期的炒作获取价差收入，从而导致股票价格的剧烈波动，股市动荡不安，投机盛行。而且扭曲的价格不仅不能反映企业的真实价值，还会误导投资者，造成股市资金的错误配置，低效率的企业继续浪费稀缺的资源，形成恶性循环。

(3) 打击投资者的积极性。由于投资者长期得不到投资回报，其投资股市的积极性就会受到打击，逐渐会对股票投资失去信心而将资金抽出股市，特别是机构投资者，这将导致股市资金来源不足。

可见我国企业偏好股权的融资结构不利于我国股票市场的健康发展。

四、启示与建议

从以上分析可以看出我国上市公司过度依赖股权融资对企业自身以及股票市场的持续健康发展都带来不利的影响，所以应该采取相应的措施引导企业改变这种不合理的融资结构。

1. 完善公司治理结构。

如上所述，由于严重的内部人控制，使得我国企业都有着利用股市进行融资的偏好，所以改变这种状况的关键是完善公司治理结构，强化对内部人的控制，使企业经营者按照企业价值最大化的目标作出融资决策，而不是按照其自身利益最大化的目标作出决策。公司治理结构的基础是股权结构，它决定了出资者对管理者监管的有效性。针对我国目前上市公司多

为国有股权一股独大，而国有股东对企业控制的虚置以及公众股的“搭便车”行为，完善公司治理结构就是要优化股权结构，适时减持国有股，降低国有股在上市公司的持股比例；同时大力发展机构投资者，扩大机构投资者的投资规模，充分发挥机构投资者在公司治理结构中的重要作用，改变国有股东对企业控制的虚置以及公众股“搭便车”的状况，提高公司法人治理效率。

2. 积极发展企业债券市场。

股票市场是市场经济制度的重要组成部分，但不是主要的融资场所。从发达国家企业的发展来看，直到第二次工业革命时期，英美各国企业资本内部积累和债务融资的份额都远比股权融资大。只是到了20世纪，伴随着技术进步和资本密集型产业的出现，大公司在创立之初需要大量的资本，特别是一些新兴产业通过债务融资难以满足其大规模、高风险的资本需求，股权融资才得到大的发展。但随着企业稳定成长进入成熟期，企业又纷纷通过举债融资回购股票，债务融资又成为企业外源融资的主要方式。因为大规模的股票融资，不仅带来资金成本的提高，而且也给企业经营业绩带来压力。我国企业普遍热衷于上市和股权融资的原因之一是我国企业债券市场发展缓慢，对企业债券的发行有太多的限制，发行规模很小，难以满足企业债券融资的需要。所以应加快企业债券市场的发展，减少对企业债券发行的限制，将债券发行审批制改为注册登记制，企业可以根据自身发展的需要，自主确定发行的价格和数量。政府管理部门的职责主要是完善市场法规，加强对发行主体与市场中介信息披露制度的监管，建立由发行者、中介机构和投资者自主选择的市场化的发行、交易制度。同时发展企业债券的二级市场，以增强企业债券的流动性，为企业的多元化融资创造良好的市场环境。

3. 加强对股票市场的监管。

虽然股票市场不是企业融资的主要场所，但它是市场经济制度的重要支撑，是现代化企业制度运转不可或缺的条件。从世界范围看，一般国家在证券市场发展初期，企业股票融资在直接融资中都占较大比重，我国也不能例外。但问题是要完善股票市场，规范股权融资行为，加强对股票发行、利润分配、资金使用的法律监管，提高融资资金的使用效率，确实发挥股票市场资源配置和监督的功能，而不是成为上市公司“圈钱”的场所，只有这样才能有效抑制企业争相上市和股权扩张的冲动。

4. 建立有利于企业内部积累的税收、财务制度。

在任何企业制度模式下，内部积累性投资都是企业融资的首要选择，但在我国企业融资总额中，内源融资的比例很低，主要是依赖外源融资。外源融资的比例过高，既增加融资成本，给企业的经营业绩带来过大的压力，也使企业难以进行长期的战略性决策，不利于企业的长远发展。所以应建立有利于企业内部积累的税收、财务制度，减轻企业的税费，规范企业的利润分配和利润滚存制度，引导企业在努力提高经营效益的基础上积极进行内源性资本扩张，不断增强自我发展的能力。

作者单位：厦门大学金融系

邮 编：360005