

关于促进我国企业直接融资的探讨

王爱东(教授) 瞿菊香

(中国石油大学(华东)经济管理学院 山东东营 257061)

【摘要】 目前,我国企业尤其是中小企业的融资需求难以得到满足,其主要原因就是直接融资渠道不畅通,融资规模非常有限。本文通过对我国直接融资市场的现状进行分析,比较国内外相关指标,发现我国直接融资市场存在过度依赖间接融资、缺乏多层次的市场交易体系等诸多问题,进而提出了相关对策。

【关键词】 直接融资 资本市场 股票 债券

一、问题的提出

企业的外部融资方式有直接融资和间接融资两种。其中:直接融资是指资金供给者与资金需求者运用一定的金融工具(如股票和债券)直接形成债权债务关系;间接融资是指企业通过金融机构这一信用媒介获取资金的行为。相比而言,直接融资的规模不受约束,能广泛地吸收社会闲置资金,具有较强的公开性,有助于增强市场竞争,而间接融资则受金融中介的限制较大,不利于企业灵活地运用资金。因此,直接融资是

企业获取大规模资金、实现资源优化配置的有效融资方式。然而,目前我国企业尤其是中小企业的融资需求难以得到满足,严重制约了企业的发展。一方面,银行等金融机构倾向于为大规模、稳健型、成熟的公司提供资金支持,而中小企业特别是处于创业阶段的中小型科技企业规模小、风险大,往往很难获得银行贷款,资金缺口日益扩大。另一方面,我国的资本市场不发达,尤其是直接融资规模非常有限。为使企业走出融资困境,应进一步完善我国资本市场,积极支持企业选择与自身发展相适应的直接融资方式。

二、我国企业直接融资市场现状

1. 直接融资与间接融资比例失调。从表1来看,2001~2007年,我国直接融资的比重偏小。2008年我国企业股票融资额占总融资额的比例为5%,企业债占8%,银行贷款高达87%。可见,银行贷款仍然是我国企业融资的最主要途径。另外,2008年底,我国资本市场资产总额(股票与债券)占金融总资产的33.8%,而同期美国、英国、日本和韩国的该比例均在60%以上。与其他国家相比,我国的比例相对较低,资本市场整体规模较小。

2. 直接融资市场发展不平衡,市场结构尚存在缺陷。

(1)股票市场和债券市场结构失衡。从结构上看,资本市场包括股票市场、债券市场、期货市场和产权交易市场,这几个部分共同构成了完整的资本市场体系,其中股票市场和债券市场是资本市场的主体。股票市场和债券市场的协调发展,

表1 直接融资额占银行贷款增加额的比例情况 单位:亿元

年份	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007
年末银行贷款余额	112 314.7	131 293.9	158 996.2	178 197.8	194 690.4	225 347.2	261 690.9
银行贷款增加额	12 443.5	18 979.2	27 702.3	19 201.6	16 492.6	30 656.5	36 343.7
直接融资额	1 182.13	779.75	823.1	862.87	338.13	2 463.7	7 722.99
直接融资额/银行贷款增加额	9.5%	4.1%	3.0%	4.5%	2.1%	8.0%	21.2%

是企业多渠道筹集资金的基础,也是形成有效公司治理结构的必要条件。目前,我国资本市场发展严重滞后,规模小、证券化水平低、市场结构单一,与发达国家的成熟市场相比还存在很大差距。表2的数据显示,2001~2007年,我国企业的债券筹资总额远低于股票筹资总额。2007年底,我国企业债券市场规模仅相当于股票市场规模的27%,而在日本、德国、美国、韩国等成熟市场,该比例依次为179%、157%、142%、136%,相比之下我国资本市场结构失衡问题较为突出。

表2 我国股票、债券各年筹资情况 单位:亿元

年份	股票筹资总额	A股	B股	其中:A、B股配股	N、H股	债券筹资总额
2001	1 252.34	1 182.13	0.00	430.63	70.21	147.00
2002	961.75	779.75	0.00	56.61	181.99	325.00
2003	1 357.75	819.56	3.54	74.79	534.65	358.00
2004	1 510.95	835.71	27.16	104.54	648.08	327.00
2005	1 882.51	338.13	0.00	2.62	1 544.38	2 046.50
2006	5 594.29	2 463.70	0.00	4.32	3 130.59	3 938.30
2007	8 680.17	7 722.99	0.00	227.68	957.18	5 059.00

(2)债券市场尤其是公司债券市场发展滞后。我国债券市场有待完善,主要表现在以下几个方面:第一,债券市场的规模仍然偏小。2007年,我国的金融债、企业债、短期融资券、资产支持证券等债券的总量为17 453.6亿元,占GDP的6.9%。根

据世界银行年度报告的数据,大部分成熟市场的企业债券发行量占 GDP 的比例在 50%~100%之间,即使是新兴市场,这一比例平均也达到了 20%。可见,我国债券市场的规模仍相对较小,债券发行量还有较大的提升空间。第二,债券品种的结构尚不合理。相对于国债、金融债,企业债券市场是我国证券市场乃至金融市场的“短板”。从表 3 可以看出,我国债券市场中国债发行和交易发展较快,而企业债券发展相对较慢。2007 年,国债和政策性银行债仍然是一级市场的主要品种,公司债券在债券总量中的比例仍然较低。另外,我国企业债券品种少,尤其是衍生品品种稀缺,利息支付方式不灵活,市场流动性不够,换手率过低。

表 3 我国债券发行情况 单位:亿元

年份	国债	金融债	企业债	公司债	可转债	可分离交易公司债	短期融资券	资产支持证券
2001	4 884.00	2 590.00	147.00	-	0.00	-	-	-
2002	5 934.30	3 075.00	325.00	-	41.5	-	-	-
2003	6 280.10	4 561.40	358.00	-	181.60	-	-	-
2004	6 923.90	5 093.30	327.00	-	209.30	-	-	-
2005	7 042.00	7 117.00	2 046.50	-	0.00	-	1 424.00	140.60
2006	8 883.30	9 520.00	3 938.30	-	40.00	208.60	2 919.50	279.90
2007	21 883.2	11 904.60	1 719.90	112.00	90.90	99.00	3 349.10	178.10

3. 投资者结构不合理,机构投资者规模偏小。长期以来,我国资本市场一直以中小投资者为主。近年来,随着机构投资者特别是证券投资基金的快速发展,投资者结构有所改善,但总体而言,我国资本市场投资者结构不合理,机构投资者整体规模偏小的状况并没有得到根本改善。首先,个人投资者尤其是中小个人投资者比例偏高。近几年来,在沪深证券交易市场上,100 万元以下的个人投资者的持股账户数量占账户总数的 90%以上,持股市值占总市值的 40%~50%。其次,投资者持股期限短,交易较为频繁。统计数据表明,我国股票市场目前仍然以短线投资者为主,缺乏真正的长期投资者。此外,与境外成熟市场相比,目前我国股票市场投资者平均换手率偏高,其中个人投资者的资金周转率是机构投资者的两倍以上,且呈上升趋势。

随着机构投资者的快速发展,我国资本市场逐步形成了以证券投资基金为主体的机构投资者队伍,但是,保险公司、企业年金等其他形式的机构投资者参与不足。各类机构投资者持股期限普遍较短,交易比较频繁,短期投资特征明显。同时,现有的机构投资者在投资理念、投资标的等方面呈现出较强的同质性,不利于市场的长期健康发展。

三、存在问题的原因分析

1. 过度依赖间接融资,金融体系风险加剧。直接融资与间接融资的协调、均衡发展是提高金融市场效率、降低金融体系风险的内在要求,同时也是合理配置资金的必然要求。然而长期以来,我国直接融资的比重一直偏小。企业对银行间接融资的过度依赖,使银行承受了巨大的压力和风险。同时,直接融资的成本一般低于银行贷款融资,企业向银行贷

款越多,资金成本越高,从而制约了企业的迅速发展。此外,直接融资透明度较高,在社会监督机制的作用下企业能更加合理、充分地运用资金,这也有利于企业实现资源的优化配置,而间接融资方式则没有这种激励作用。

2. 企业债券品种少,发展缓慢,难以满足多元化的投融资需求。目前,我国的证券发行和交易基本上依赖上海和深圳两个证券交易所。沪深两市是我国大中型企业上市融资的主要市场,但适合其他不同层次企业证券融资需要的多层次交易体系却刚刚起步,发展缓慢,难以满足不同类型、不同层次企业的融资需求。我国企业债券只有中央企业债券、地方企业债券、金融债券和可转换公司债券四个品种,衍生品品种稀缺。

此外,我国企业债券交易只能通过沪深两个交易所完成,缺乏场外交易市场,这与发达国家债券市场以场外交易市场为主、交易所市场为辅、其他交易市场为补充的成熟交易市场体系存在明显差距。

3. 有关证券发行的法律法规限制多,大部分企业被拒之门外。我国债券市场的总体规模偏小,企业尤其是中小企业通过发行债券融资的难度较大。《公司法》明确规定了发行债券的主体限制,即股份有限公司、国有独资公司和两个国有企业或者两个以上国有投资主体投资设立的有限责任公司可以依法发行公司债券。此外,还有财务指标、信用等级和提供担保等方面的限制条件,允许发行债券的企业在所有制上基本为国有企业,在行业方面大多为基础性行业,在企业规模上主要是大中型企业或企业集团,这些因素阻碍了众多经营良好的非国有企业和中小企业进入企业债券市场进行融资。

四、拓宽直接融资渠道,改善企业融资现状

1. 大力发展债券市场。首先,要对现有的债券发行体制进行改革。一方面,不同部门制定的具体发行规则不一致,不同债券产品的发行审核标准也不同。另一方面,国家对企业发行债券限定了最高利率,从而使企业债券对投资者的吸引力减弱。因此,完善证券市场必须改变证券发行方式,积极推进证券发行由核准制向注册制过渡,提高发行效率。同时,建立发行利率、期限、品种的市场化选择机制,激发企业发行债券的潜在需求。

其次,要对现行的信贷资金供给方式进行改革,不断拓宽市场融资渠道,扩大债券发行量和上市规模。同时,要鼓励各种债券新品种的开发,在稳步发展国债、公司债、可转换债券等产品的同时,积极推动其他固定收益类和结构化金融产品的创新。根据企业经济效益和信用等级不同,采用差别化的利率类型和还本付息方式,为投资者创造更多的选择机会。

再次,在扩大发行规模的同时应考虑风险的控制,保证整个市场稳健地发展。在核准企业进入市场之前,应对企业经营管理水平、经济效益和历年对银行信贷的偿还等各种情况进行严格的审查,将企业债券的发行与企业历史经营业绩真正联系起来。对于符合发行条件的企业,应加强社会中介机构的监督,以保护广大投资者的切身利益。

2. 构建多层次的资本市场体系,满足多元化的投融资需

谈构建高效融合型国库集中支付模式

蔡宗贤 梁渝莲

(厦门市同安区土地开发有限公司 厦门 361100 厦门市同安区财政国库集中支付中心 厦门 361100)

【摘要】笔者结合厦门市同安区的改革实践,针对现存问题,从创新改革实施办法、完善国库集中支付系统、规范和优化业务操作流程以及与其他改革相结合等四个方面,大胆提出构建高效融合型国库集中支付模式的思路,以期更好地推动国库管理制度改革的深化。

【关键词】融合模式 国库集中支付 运行效率

融合型国库集中支付模式(以下简称“融合模式”),指通过机构与岗位职能的合而为一,将会计集中核算功能融入国库集中支付之中。实践证明,融合模式能够实现会计集中核算制度和国库集中支付制度的有效统一,更好地加强对财政资金的管理,保障和促进国库集中支付资金的有效运作和效益最大化。但是,关于融合模式的构建,目前国内尚无现成的制度和固定的模式可借鉴,如何令其高效运转,更是改革途中面临的重要课题。笔者认为,要构建高效的融合模式,必须发挥优势、突破常规、优化流程、提高效益。在此,笔者拟从以下四个方面谈谈个人的具体思路:

一、利用融合模式自身的特点及优势,创新改革实施办法

以厦门市同安区财政国库集中支付中心(会计中心为加

求。我国国民经济庞大的规模和丰富的层次决定了企业直接融资问题的解决不可能仅仅依靠交易所市场,还必须依赖多层次的资本市场。构建多层次的资本市场体系应主要致力于发展以下几个市场:

(1)主板市场(集中交易市场)。应继续鼓励更多的优秀企业上市,不断扩大市场规模。

(2)创业板市场(高成长企业市场)。创业板市场是多层次资本市场体系的重要组成部分,能为创新型和高成长性的中小企业增加融资渠道,更好地优化产业结构,为经济增长注入活力。当前,应在深交所推出创业板的基础上,逐步放宽中小企业上市的条件,建立适应中小企业特点的交易制度,构建融通资金的快捷通道,增强市场的流动性,并在时机成熟时启动股份的全流通,不断拓宽中小企业的直接融资渠道,重点扶持中小企业的成长。

(3)三板市场(场外交易市场)。三板市场主要解决处于创业初期的企业的筹资问题。随着创业板的开启,我国资本市场的基本框架已初步建立,但目前最重要的是要加快建设区域性资本市场,使资本市场的层次结构更加清晰。深交所创业板市场远远不能满足全国近千万家中小企业的巨大融资需求,因此我们应考虑建立地方性的场外交易市场。这不仅能为各

挂单位)为例,审核核算组既负责财政资金的支付审核,也负责预算单位的会计核算。同时,无论是授权支付还是直接支付,预算单位都需向审核核算组提交支付申请,由资金支付组签发支付令。可见,融合模式提供的会计信息的可信度高,授权支付资金的事前监督得以加强,授权支付与直接支付已无实质区别。因此,笔者建议对厦门市《财政国库集中支付管理办法》(以下简称《支付办法》)、《财政国库集中支付会计核算办法》(以下简称《核算办法》)做出如下修订:

1. 实行单一的支付方式。《支付办法》规定:实行财政直接支付的财政性资金原则上包括工资支出、工程采购支出、物品和服务采购支出、转移支出;授权支付适用于非统发工资、不需由政府采购的物品和服务的购买支出、零星支出以及经

地中小型公司提供融资平台,还可以缩短投融资者之间的距离,避免全国性集中市场的信息不对称问题,从而降低企业的发行成本,提高资本市场的效率。

3. 大力发展机构投资者,不断完善投资主体结构。目前,我国的机构投资者主要有证券投资基金、券商、社保基金、保险公司等。相比个人投资者而言,机构投资者更加理性、更具信息优势、交易成本和投资风险更低,可以把大量闲散的资金聚集到投资活动中。培育高效的机构投资者队伍,是拓宽直接融资渠道的需要。为了充分发挥机构投资者在投资方面的各种优势,应扩大机构投资者的规模,建立规范化的运行机制,大力发展开放式投资基金。同时,应改善资本市场投资环境,为社保基金、企业年金、补充养老金等其他机构投资者入市清除障碍,拓宽合规资金的入市渠道,使机构投资者逐步成为我国资本市场投资者的主力军。

主要参考文献

1. 尚福林.中国资本市场发展报告.北京:中国金融出版社,2008
2. 谢伏瞻.中国统计年鉴.北京:中国统计出版社,2008
3. 王禧扬,赵明星.中小企业融资方式研究.经济论坛,2009;1