内源融资相关问题探析

湖南商学院　陈四清

著名的“啄食顺序理论”认为,企业在选择融资方式时遵循的顺序是:先内源融资,后外源融资。具体融资方式顺序依次为:留存收益、银行借款、普通债券、可转换债券、优先股股票、普通股股票。美国、英国、德国、加拿大等国家留存收益融资占本国融资总额的50%以上。而我国企业的融资以外源融资为主,内源融资比重不足20%,众多学者将此归咎于我国企业对内源融资重视不够。人们大多认为,内源融资具有融资成本低的优势,理应成为我国企业融资方式的首选。但笔者认为,人们对内源融资的认识存在一些偏差,有必要加以纠正,下面就几个相关问题进行探讨,以供商榷。

一、内源融资范畴

目前,人们通常认为内源融资的范畴包括留存收益、计提折旧和定额负债三种具体形式,但笔者认为该范畴的定义不够准确。

1.留存收益和股票股利是企业内源融资的主要形式。留存收益是企业从税后利润中提取的盈余公积金和留下的未分配利润,其来源于企业内部,增加了企业的权益资金数额,自然属于企业内源融资的范畴。但企业发放股票股利的资金也来源于内部实现的税后净利,其结果也是增加了企业的权益资金数额,因此也应属于内源融资的范畴。留存收益与股票股利都属于企业的内部资本积累,都是所有者向企业追加的投资,它们的区别仅在于所增加的权益资金的具体项目不同,前者是盈余公积金和未分配利润,后者是股本和资本公积。因此,留存收益和股票股利都属于企业内源融资的主要形式,它们的数额取决于企业的经营效益及所采取的利润分配政策,这也是企业内源融资管理的核心内容。

2.定额负债是企业内源融资的补充形式。定额负债使企业可以经常性地保留一部分可延期支付的款项,如应付工资、应交税金、应付福利费、预提费用等。这部分资金虽然是企业短期内要支付的款项,不属于企业所有,但由于它们的形成是经常性的,因此总有一定数额的资金停留在企业并供其长期使用,这相当于增加了企业短期债务融资,因而也属于内源融资范畴。定额负债是一种自然性融资,其数额取决于企业的经营状况,如应付工资的多少取决于人工费用的高低、应交税金的多少取决于企业获得收入和实现利润的高低等。定额负债融资期限取决于结算时间间隔的长短,几乎不受经营决策者的主观意愿影响,因而它只是企业内源融资的一种补充形式,而不是企业内源融资管理的重要内容。对定额负债管理的重点是如何充分有效地利用这部分资金。

3.计提折旧不属于内源融资的范畴。人们之所以将计提折旧误认为是一种融资活动,是因为固定资产更新周期较长,逐期计提的折旧资金没有马上用于固定资产更新,企业由此获得一部分可暂作其他用途的资金,这似乎是增加了一些资金来源。融资的特征应该是使企业资产总额增加,同时使权益资金或债务资金总额增加,而计提折旧是对固定资产损耗价值的补偿,是固定资产投资成本的收回,它既不增加企业资产价值总额,也不增加权益资金或债务资金总额,因此它不属于融资活动。

二、内源融资成本

一般认为,“啄食顺序理论”首选内源融资的最主要的原因是内源融资成本低。融资成本由筹资费和资金占用费构成。筹资费是企业在筹资过程中为获取资金而支付的费用;资金占用费是企业为获得资金使用权而向资金所有者支付的费用。留存收益直接来源于企业内部,不需要向证券商及其他利益主体支付证券印刷费、发行费、手续费等筹资费,从法律规定看,企业也不需要为留存收益向股东支付股息、红利等资金占用费,因此留存收益被认为是一种既无筹资费又无资金占用费的零成本融资方式。笔者认为,这种观点是非常片面的。

事实上,内源融资是一种高成本的融资方式(定额负债例外)。在现行财务管理类书籍中对留存收益融资成本(有的解释为机会成本)的确定均是参照普通股融资成本的确定方法进行的,只是不考虑筹资费,该做法本身就表明留存收益是仅次于普通股的高成本融资方式。从表面上看,企业的确没有为留存收益直接支付任何费用,但从留存收益的来源来分析,在企业经营效益一定的情况下,留存收益的多少取决于企业所采用的股利政策,而股利政策的决策者是大股东,也就是说,是股东自己决定将一部分投资收益再投资于企业,而作为一个理性的投资者,怎么可能无偿地将这部分资金让渡给企业使用呢?站在股东的角度,这部分资金投入与原来的普通股资金投入没有不同,他们会要求获得同样的投资回报,这种投资回报要求是通过提高每股收益进而增加每股股利间接实现的。因此,留存收益虽然没有筹资费,但有资金占用费,而且不是机会成本,是现实的股利成本。在采用股票股利进行内源融资的情况下,企业不仅需要向相关审批机构支付少量手续费,而且还需要为增加的股票直接分配与原股票同样的股利,其高成本显而易见。

内源融资中只有定额负债是无成本的。定额负债是一种自然形成的资金来源,企业只要能在规定的时间内支付工资、上缴税金及偿付其他定额负债,就不会发生任何成本。当然,

中小企业融资难问题的解决思路

西安希格玛会计师事务所　雷少辉

中小企业是我国国民经济中非常重要和活跃的组成部分,通过发挥激活市场竞争、增进效率、创造就业机会等作用为经济发展和人民生活的改善做出了重大贡献,是经济发展和社会稳定的重要支柱。

目前,我国中小企业融资呈现出融资渠道偏窄、融资规模偏小、融资成本偏高以及融资期限偏短等特点,这反映了中小企业融资难问题。本文通过对中小企业融资难的原因进行分析,并针对这些原因提出了一些解决问题的办法。

一、中小企业融资难的主要原因

1.资本市场不健全。世界上多数企业最初的资金来源要么是自己的积累,要么是别人的"直接投资"——不是借了要还的贷款,而是投入企业同时拥有一部分产权的投资。风险投资往往是中小企业的主要资金来源。从这个角度来看,我国金融体系中所缺乏的不是银行,而是一个多层次的、能够为广大中小企业融资服务的资本市场。我国现有的证券市场只能为少数国有大中型企业进行直接融资提供服务,而多数其他企业特别是大批刚刚起步的中小企业仍然无法通过证券市场进行融资。

2.银行服务不完善。目前,在中小企业中普遍存在的一个观念上的误区是把银行贷款当成是投资资金的主要来源,而实际上,银行业首先是服务业,为企业暂时的资金周转不灵提供短期信贷服务。中小企业之所以需要银行,其主要原因不应该是没钱要借钱,而是有钱要存放、要支付,要办理交易所需的资金往来业务。主要的一种"借钱"行为也是由于在应收账款或生产资金没有收回之前需要银行提供一些短期的流动资金信贷。无论如何,短期流动资金信贷服务应该是银行业务的重要组成部分。而我国大量中小企业目前最需要的正是这种银行服务(特别是缺乏由地方性小银行提供的成本较低的金融服务)。

3.中小企业自身存在不足。自有资金不足、自我积累能力差、抗风险能力弱、人员素质低、经营管理水平差、创新能力不足、透明度不够等企业自身存在的不足也是中小企业融资难的重要原因。对银行来说,向中小企业提供贷款的最大障碍是信息不对称,由此会带来信贷市场的逆向选择和道德风险,商业银行为降低道德风险,必须加大审查监督的力度,而中小企业贷款"小、急、频"的特点使商业银行的审查监督成本与潜在

企业如果不能按期偿付则需要付出代价。

三、内源融资偏好

既然内源融资的成本较高,又如何解释西方发达国家偏好内源融资并以内源融资作为主要融资方式的事实呢?笔者认为,这两者并不矛盾,因为融资成本虽然是选择融资方式的主要依据,但并不是惟一依据,内源融资备受青睐是由于它与其他融资方式相比较具有下列优势:

1.融资便利。企业通过银行借款间接融资,必须在银行审批同意的情况下才能实现;企业通过发行股票、债券等进行的直接融资,首先要具备发行证券的相关条件,通过证券监管部门的审批,并在证券市场上成功发行后方可实现,不仅手续复杂,而且历时较长。这些融资方式都在很大程度上受制于外部环境条件,只有内源融资几乎不受外部环境影响。融资便利往往是企业选择内源融资最主要的原因。

2.避免股权被稀释和避税。与发行新股相比,内源融资没有引进新股东,而是维持了老股东的股权比例,不会带来股权被稀释的负面影响,控股股东的控制权不会受到威胁。从税收利益来看,股东如果将企业的盈利以现金股利的方式进行分配,则需要立刻为此支付较高的股利所得税。而内源融资产生的资本利得收益在不征收资本利得税的国家是无需纳税的,而且即使在征收资本利得税的国家,也可使企业获得延期纳税的好处。

3.向市场传递利好消息。资本市场通常认为,企业只有在面临投资回报率较高的投资机会时才会进行内源融资,因为如果企业缺乏良好的投资项目和发展机会,则内源融资将会降低原股东的投资收益水平,股东一般不愿为之。因此,内源融资向市场传递着企业发展的利好消息,这种心理预期将促使股价上升,并提升企业的市场形象与投资价值。

4.融资风险小。内源融资以权益资金为主,权益资金的增加将降低负债比例、改善资本结构、增强资金实力、为债权人权益提供更为可靠的保障,从而增强公司信誉和融资能力。股东对因留存收益带来的股利增长预期,只有在企业效益实现实质性增长时才会支付,其并不是法定费用支出,不会给企业带来不能偿付的风险。

综观我国上市公司的股利分配情况,不分配股利的公司多,在分配股利的公司中又以分配股票股利的居多,而分配现金股利的却很少,且现金股利的分配水平也很低,这些事实都说明我国企业比西方企业更偏好于内源融资。实践中内源融资比例低是因为我国上市公司大多是由国有企业改制而成,这些上市公司大多表现为资金缺口大、经营效益不佳,而内源融资的数额受制于企业的经营效益,远远不能满足企业的资金需求,因此企业不得不大量进行外源融资。○