

# 我国企业筹资结构的影响因素分析

成都信息工程学院 金希萍 曹帮英 许世英 宋靖

**【摘要】** 按照国外经济学家提出的“优序筹资理论”，一个企业理性的筹资顺序应该为内源性筹资、债券筹资、股权筹资，但由于我国经济环境比较特殊，使得企业筹资顺序与西方发达国家的相反。本文分析了影响我国企业筹资结构的几个因素，指出了这种筹资结构不利于企业和资本市场的有效发展。

**【关键词】** 筹资结构 股权筹资成本 债券筹资成本

## 一、我国企业筹资结构分析

企业筹资结构是指在企业筹资总额中内源性筹资与外源性筹资所占的比重。内源性筹资是指企业通过内部积累的方式筹集资金；外源性筹资是指企业通过银行借贷、发行股票和债券等方式筹集资金。不同的筹资结构对企业的市场价值、企业的治理结构有不同的影响，从而对企业的经营以及金融市场的发展也造成了不同的影响。

企业的筹资结构影响着企业的市场价值。在纳税不为零的情况下，由于债券有“税盾”作用，企业通过债券筹资可以增加企业的价值，而纳税对企业内源性筹资不存在影响，这样就形成了“优序筹资理论”。企业理性的筹资顺序应为：首先选择内源性筹资；然后才考虑外源性筹资，其中又以债券筹资为先，而把股权筹资作为最后的选择。西方经济发达国家

之间企业的筹资结构与优序筹资理论所建立的筹资模式基本上是一致的。美国、英国和德国的企业都具有明显的内源性筹资特征，在其筹资结构中，内源性筹资的比重都超过50%，分别为64.1%、66.6%和59.2%。日本的相对较低，占35.3%。在外源性筹资中，美、英、日、德四国的企业都以银行贷款为主，比重都在20%以上，特别是日本的企业高达40.7%；而通过发行股票和债券筹资的比重都不到10%，就在这不到10%的直接筹资中，美国的企业主要选择债券筹资，占9.3%，股权筹资仅占0.8%，英国、日本和德国的企业则是股权筹资的比重略高于债券筹资的比重，但其他筹资所占的比重都比较高，分别为8.2%、13%和15.2%，大大超过股权筹资的3.8%、3.4%和2.2%。

与发达国家的企业相比，我国企业特别是上市公司的筹资结构则是另一种情形：以外源性筹资为主，外源性筹资在

使用过程中是否存在随意性、透明度差、地方配套资金不到位等问题，评价一个城市或地区环境建设资金落实、排污工程进度和生态环境建设项目的效果等。

**3.环境保护管理的监督指标。**它用以检查一个城市或地区是否建立环境安全的应急机制或应急运行系统；审查投资项目是否有碍公共利益、是否破坏环境的合理规划；评价一个城市或地区环保执法是否到位，重大环境事故是否及时处理、是否按规定收缴排污费等。

**4.社会效益综合评议指标。**它用于问卷调查，了解社会公众对环境保护的关注度，评价一个城市或地区环境质量和当地群众对环境保护工作满意程度等。

## 五、环境保护效益审计评价关键策略

**1.特别关注经济发展与环境保护之间的关系。**经济效益和环境效益是一对矛盾的统一体，它们之间是一种相辅相成的辩证关系，而不应互相排斥。以牺牲环境为代价取得的经济效益只会导致后续经济发展的萎缩，而一味追求环境效益又会使经济发展出现较大起伏。环境保护效益审计的根本目的在于既要获得经济效益又要获得环境效益，并使经济效益和环境效益保持在一个合理的平衡点上。

**2.正确处理好长期效益与短期效益的关系。**近年来，我国经济快速发展与环境污染严重的矛盾日益突出，因此，在进

行环境保护效益审计时要正确处理经济发展的长期效益与短期效益的关系，审计评价既要考虑到当前环保效益，更要注重长远环保效益；既要对已显现的效益进行评价，又要对潜在的将来效益进行合理估计。通过审计首先达到促进被审计单位在现有的环境经济政策的引导下，有效地解决环境恶化问题与贫困问题。

**3.定性指标描述评价与定量指标评价的有机结合。**环境保护活动既是一项经济活动，又是一项管理活动，同时也是一项技术性活动。其效益的表现形式是多方面的，既有价值的、货币性的指标，也有非价值的、非货币性的技术性指标；既有表现为微观层面的企业效益指标，又有表现为宏观层面的区域和国家指标。因此，审计评价结论应考虑上述特性，将环境保护的经济活动、管理活动和技术活动带来的效益以多种方式、从多个角度进行综合分析后予以反映；将定性指标评价与定量指标评价有机地结合起来，从定量指标评价着手，以定性指标描述评价为主要方式。

## 主要参考文献

- ①李学柔，秦荣生.国际审计.北京：中国时代经济出版社，2002
- ②许家林，孟凡利.环境会计.上海：上海财经大学出版社，2004

企业筹资结构中所占的比重高达80%以上,内源性筹资的比重不到20%。在外源性筹资中,有50%是来源于股权筹资,这一比例目前还在随着我国股票市场的发展而继续上升。从1987年至2002年的15年间,我国正式批准发行的企业债券总额约2 000亿元,而从1991年至2000年的9年间,股权筹资总额超过了5 000亿元。而在已发行的企业债券中,拥有股权筹资渠道的上市公司进行债券筹资的比例是很低的,在1998年发行的147亿元企业债券中,上市公司所占比例还不到2%。可见,我国企业的筹资顺序是:首先股权筹资,然后债券筹资,最后才是内源性筹资。这与优序筹资理论完全背道而驰。

## 二、影响我国企业筹资结构的重要因素

一般来讲,企业的筹资结构要受到筹资成本、市场环境等因素的制约,而这些因素在我国与在发达国家之间存在着明显的差别,而这正是造成我国与发达国家之间企业筹资方式存在较大差异的主要原因。

1.我国股权筹资成本相对于债券筹资成本偏低。债券筹资和股权筹资的成本不同。债券筹资可以通过财务杠杆效应及“税盾效应”来提高每股税后利润,其成本主要是借款利息、筹资费用、破产成本、预算硬约束的厌恶成本等。股权筹资的成本主要是股利、筹资费用,一般情况下发行股票的筹集费用高于发行债券的筹集费用。但从我国上市公司股利分配政策的实际情况看,许多上市公司普遍采取股票股利政策,多年实施不分红政策,或者只是象征性地分配现金股息,税后利润中的现金股息支出比例非常低。股息支出对上市公司并未构成实际的硬约束。目前,我国大部分的上市公司都采用15%的所得税税率,即使有部分公司使用33%的所得税税率,但由于许多省市出于地方经济利益的考虑,为增强地方企业的竞争力,实行了所得税返还政策,使得上市公司的实际所得税税率有所降低,由此也相应降低了股权筹资成本。

我国上市公司之所以将债券筹资放在股权筹资之后,是因为近几年商业银行的市场化改革,银行越来越重视自身的资产质量与安全性,从而加强了对信贷资产的风险预警和风险控制,提高了债券筹资成本,对上市公司进行债务筹资产生了硬约束并给其带来了筹资风险:

(1)企业负债经营要受金融市场的影响,如债务利息率的高低就取决于取得借款时金融市场的资金供求情况,而且金融市场的波动,如利率、汇率的变动,都会导致企业的筹资风险。当企业主要采取短期贷款方式融资时,如遇到金融紧缩、银根抽紧、短期借款利率大幅度上升,就会引起利息费用剧增、利润下降。更有甚者,一些企业由于无法支付高涨的利息费用而破产清算。

(2)如果扩大负债规模,就会增加利息费用支出。另外,在同等负债规模的条件下,如果负债的利息率越高,企业所负担的利息费用就越多,负债比重越高,企业的财务杠杆系数越大,股东收益变化的幅度也随之增加,此时,企业由于收益降低而导致丧失偿付能力或破产的可能性也增大。

(3)如果负债的期限、结构安排不合理,也会增加企业的筹资风险。企业发行长期债券来筹资,利息费用在相当长的时期中将固定不变,此时融资速度缓慢,取得成本通常较高,而且还会有一些限制性条款。债务的本息通常以货币资金的

形式偿还,因此,即使企业的盈利状况良好,但其能否按合同、契约的规定按期偿还本息,还要看企业预期的现金流量是否足额、及时和资产的整体流动性如何,现金流量反映的是企业现实的偿债能力,资产的流动性反映的是企业潜在的偿债能力。如果企业投资决策失误或信用政策过宽,不能足额或及时地实现预期的现金流量以支付到期的借款本息,就会面临财务危机。此时,企业为了防止破产可能会将其资产变现,而各种资产的流动性(变现能力)是不一样的,各类资产在资产总额中所占的比重与企业的财务风险关系甚大,当企业资产的总体流动性较强,变现能力强的资产较多时,其财务风险就较小;反之,当企业资产的整体流动性较弱,变现能力弱的资产较多时,其财务风险就较大。很多企业破产不是因为缺少资产,而是因为其资产不能在较短时间内变现,结果不能按时偿还债务,从而只能宣告破产。

上市公司在有更多的筹资渠道和筹资方式可以选择时,往往容易产生对硬约束的厌恶,这种厌恶最终出于对成本的考虑。因为此时债券筹资成本已经高于目前上市公司的股权筹资成本。因此可以看出,股权筹资成本的相对较低是上市公司偏好股权筹资的直接动因。

2.我国资本市场的发展存在着结构失衡的现象。完善的资本市场不仅有股票市场,还包括债券市场、中长期信贷市场、基金市场等。在资本市场上具有多样化的筹资工具,企业可通过多种筹资方式来优化筹资结构;如果资本市场的发育不够健全,筹资工具缺乏,那么企业的筹资渠道就会受到影响,导致筹资行为结构性缺陷。

我国资本市场的发展就存在着结构失衡的现象。我国资本市场的发展最初主要是为了解决国有企业的资金短缺问题,因此特别强调市场的筹资功能,希望通过资本市场尤其是股票市场的发展来解决国有企业发展缺乏资金的问题,这是我国政府对股票市场的功能定位。我国目前股权筹资的低成本和高收益驱使众多地方政府纷纷将帮助企业包装上市作为协助企业摆脱困境、促进地方经济发展的“捷径”,发行股票、上市“圈钱”成了包治百病的良药。资本市场的筹资功能被过度发挥,而优化资源配置等其他更重要的功能却被忽视,导致我国资本市场形成股票市场扩容过快、债券市场发展缓慢的局面。在股票市场蓬勃发展的同时,债券市场、基金市场、衍生工具市场发展极其缓慢,发行规模过小,发行条件和程序繁琐,发行成本高,致使企业缺乏发行债券的动力和积极性。美国的债券市值相当于GDP的143%,日本的为136%,欧盟15国的为92%,而我国债券市值大约只有GDP的29%,其中企业债券总额不到1.3%。从另一个角度看,由于我国商业银行的功能尚不健全,而长期贷款具有较大风险,使得金融机构并不看好长期贷款业务。这两个因素导致债券筹资的渠道不畅,上市公司在资本市场上只能选择配股的方式进行筹资活动,从而影响其筹资能力的发挥和筹资结构的优化。

3.对上市公司管理者的约束机制不健全。在成熟的资本市场环境下,公司资本结构是公司各利益相关者,尤其是公司所有者和管理者相互博弈的结果。因为配股或增发新股势必造成原有股权的“稀释”、造成股价下跌,这有损于股东的利益,必然遭到股东的反对;而债券筹资会增加公司筹资风

险、加大公司破产的概率,直接威胁公司经营管理者声誉和利益,必然遭到管理者的抵制,也就是说在筹资方式选择上,管理者还是偏好对其利益影响较小的股权筹资。但在西方经济发达国家,公司管理者的行为要受到一系列制度安排的激励和约束,从而能够保证管理者以股东利益最大化而非自身利益最大化作为公司财务目标。另外,成熟资本市场上的股票价格是公司价值的真正体现,当公司管理者只顾进行股权筹资而不顾此筹集资金的实际用途以致股东回报率下降时,股东们有权在股东大会上否决其筹资提案或要求撤换管理层,而那些说不上话的中小股东可能干脆“用脚投票”,造成该公司的股价下跌,而股价下跌会直接影响公司的形象,进而影响公司进一步在股票市场的筹资,而且有可能使公司陷入被收购的危险境地,危及公司管理者的声誉和在职利益。显然,完善的公司治理结构和成熟的市场机制,使得西方发达国家的股权筹资对管理者来说并非“免费的午餐”。

我国上市公司流通股股东投资意识淡薄,只是一味地追求股票差价而忽视现金回报,无法对公司管理者进行有效约束。在目前的市场机制下,我国大多上市公司的股票价格基本上不能反映公司价值,也不能反映出经理层的能力和力度。经理层的产生具有明显的行政性特征,委托人不能通过经理的选择、解雇、提升等手段对代理人进行约束,上市公司股份的70%左右是不能上市流通的国有股和法人股。但国有股缺乏人格化的产权主体,至今无法对上市公司进行有效的监督和控制,导致上市公司的“内部人控制”现象极其严重,企业筹资行为更多地体现为企业管理者的意志而非股东的利益要求。所以,我国目前不具备约束机制,管理层可以偏离股东利益最大化决策而不受制约,这反映到筹资方式的选择上就表现为偏好配股筹资。加之我国证券市场管理未理顺、投机之风盛行,股价不能真实地反映企业价值,公司收购机制由于国有股的主导地位也难以有效发挥作用,因而市场对公司管理者的约束极其有限。在这种情况下,管理者自然会选择更有利于使其自身利益最大化的筹资方式。

4. 监管机构对上市公司考核制度的不合理。上市公司具有充裕的权益资金,在不成熟资本市场和投资理性不足的情况下,股权筹资成本是一种软约束带来的软成本,在某种意义上是零成本。这些都归因于政府关于股利的政策和有关规定的缺陷以及会计制度的不严格。比较而言,债券筹资成本是一种硬约束,而且债券筹资中的长期债券成本比短期债券成本又高得多。不同的约束强度会形成不同的偏好,股权筹资偏好就是低筹资成本驱动下的股权对债券的替代,而高流动负债现象则是低筹资成本驱动的流动负债对长期负债的替代。上市公司将配股、增发新股等当成对管理层经营业绩好时的一种奖励,因而就有了管理者为了达到配股或增发新股的条件,不顾实际筹资成本和企业价值以各种方式制造虚假的公司业绩。监管机构对上市公司考核制度的不合理,使公司不注重优化筹资结构。上市公司的财务(管理)目标应该是实现股东财富最大化,但我国上市公司现行衡量企业经营业绩的指标,主要是以公司的税后利润指标作为主要依据的。由于企业的税后利润指标只考核了债券筹资成本,不考核股权筹资成本,公司管理者自然会厌恶债券筹资而偏好股

权筹资。可见,以利润为中心的会计核算体系已不能完全反映上市公司的经营业绩。

### 三、我国企业筹资结构的不利影响

1. 不利于企业的持续发展。适度负债实际是维持企业持续发展的重要条件。这样做不仅可以使企业获得税盾效应和财务杠杆效应,而且破产机制可以约束企业管理者的行为,还本付息的压力能促使企业管理者提高资金的使用效率并选择能提高企业盈利能力的最优决策,从而能够有效减少“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,负债也在向市场传递企业资产质量良好的信号,由此提高企业的市场价值,降低企业的筹资成本。

目前我国企业由于普遍偏向于股权筹资,使得企业不能充分利用债券筹资的功能,以致未能建立有效的债券筹资的激励约束机制。而且,股权资本的过度扩张,造成股权的稀释,在业务经营绩效没有显著增长的情况下,它必然会引起每股收益的下降;同时,股权筹资的低成本和非偿还性,加之其对经营管理者的监督和约束比较弱化,使得上市公司经营管理者容易滋生一种“钱来得容易,可以大手大脚地花”的错误思想,而对如何管好、用好资金却不够用心,以致一些上市公司从股市上获得大量资金后,业绩不仅不见增长,反而逐年下滑,严重地挫伤了广大投资者的投资信心。此外,虽然股权筹资的成本低于债务筹资的成本,但从长远看,不给予投资者相应的回报,企业必然失信于股东,得不到股东的支持,因而很难持续发展。因为它难以得到投资者的继续支持,投资者会采取“用脚投票”的方式做出回应。可见我国企业的筹资结构不利于上市公司的持续发展。

2. 不利于资本市场的健康发展。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。但我国由于股权筹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,股权筹资成为上市公司“圈钱”的手段。上市公司不断通过股权筹资获取廉价甚至免费的资金,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。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,使低效率的企业继续浪费稀缺的资源,形成恶性循环。由于投资者(特别是机构投资者)长期得不到投资回报,其投资股市的积极性就会受到打击,逐渐对股票投资失去信心而将资金抽出股市,这将导致股市资金来源不足。可见我国企业的筹资结构不利于我国股票市场的健康发展,近几年我国股市的持续低迷已经证明了这一点。

#### 主要参考文献

- ①迟福林. 国企改革与资本市场. 北京: 外文出版社, 1998
- ②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, 2002-05-14
- ③杨之帆. 企业资本结构与融资方式偏好. 财经科学, 2001; 4