

□ 谢荣兴

论我国企业财务结构的优化

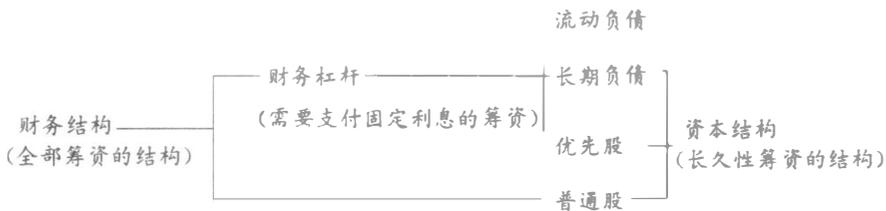
党的十四大以后,具有中国特色的社会主义市场经济体制在我国逐渐形成,公有经济开始探索新的实现形式,其他经济成份迅速发展。这使得企业资金来源趋于多样化,如何筹资更加合理?已成为每一个企业都无法回避的问题。

在我国,公司分为有限责任公司和股份有限公司两类。两者的基本区别在于有限责任公司的资本不划分为相等的份额,股东权利的凭证为出资证明书。股份有限公司的全部资本分为等额股份,采取股票的形式。股票按发行方式的不同又可分为定向发行和公开募集两种。公开募集的股票一经获准上市,可以自由转让,这对广大投资者来说有很强的吸引力。显然,股份有限公司,尤其是上市公司比其他企业更能筹集巨额的资金,不过,有关程序也更为复杂。

按照我国《公司法》的规定,股份有限公司、国有独资公司和两个以上的国有企业或其他两个以上的国有投资主体投资设立的有限责任公司可以发行公司债券,其他企业则无此权利。不过,所有企业只要符合条件都可以向银行申请贷款,企业之间还可以通过赊销和预付货款,即提供商业信用的方式融资。此外,融资性租赁也可视为借用资金的一种途径。

目前,有些文章把企业资金来源的构成状况称为资本结构。我认为,这样使用术语是不恰当的。从会计学上讲,资本(capital)与资产(asset)是不同的概念,前者仅指所有者权益,后者还包括负债。因此,我们不能把资金来源的构成称为资本结构,准确的说法应该是财务结构,这一概念包括了资产负债表右边的内容,即负债和所有者权益的所有项目。我们所以不用资产结构是因为资产在表的左边,反映的是资金的占用。

西方企业财务学有时也使用资本结构一词,但它只包括所有者权益和长期负债,即指长久性的资金,而不包括短期债务。我国当前的实际情况是企业的流动负债占资产比例很大,光看资本结构,不能判断企业的筹资方式是否合理,因而必须全面分析企业财务结构状况。还有一个与财务结构容易混同的概念是财务杠杆。我们可以用下图来表示财务结构、资本结构与财务杠杆三者的关系:



如果企业的经营者能事先明确两点:(1)举债利率低于未来全部资产的收益率,(2)市场非

常大,不必担心产品没有销路,那么,他必定会尽量借债来扩大经营规模,因为这时负债企业权益资本的收益率要高于没有债务的企业,而且负债率越高越是如此。但是,实际结果也可能与上述两项假定相反。比如,遇到市场疲软,产品销不出去,或是同行竞争激烈,迫使企业降价,或是生产成本上升,那么,负债经营对企业来说就非常不利了。

所谓风险就是指经营成果的不确定性。企业风险的承担者可以只有一个,也可以有多个。企业经营方式越复杂,承担风险的主体就越多。公司的风险是由全体股东共同承担的,大股东承担得多,小股东承担得少。股票的上市流通表明承担企业风险的主体是可以变换的。企业与外界发生债权债务关系后,一部分风险即从企业内转到了企业外。比如,贷款银行和提供商业信用的客户要冒坏帐损失的风险;债券投资人也可能因企业破产而得不到足额的清偿;融资租赁的出租方把租赁资产的风险转给了承租人,同时却保留了对资产的所有权,因而自身的风险较小,而承租人的风险则较大。

在传统计划经济下,企业资金来源的差异不是一个至关重要的问题,因为无论在法律上还是事实上只有一个所有者,说到底是国家在承担企业的经营风险。改革开放后,我国企业的投资主体趋于多元化,通过何种途径筹集资金直接关系到利益的分配和风险的承担。市场经济体制下,融资关系错综复杂,企业内外有众多的利害关系人,他们在不同程度上分担企业的风险。

在经济活动中,风险与机遇是并存的。企业管理当局如果一味规避风险,必将错失良机;但假如只考虑发展,不顾其他,又可能导致重大失误。虽然合理的财务结构不足以保证企业获取高额利润,但是通过对筹资方式的比较分析,能帮助管理者在“把握机遇”与“降低风险”的两难中,作出理性的决策。

股份有限公司筹资途径最宽,下面比较一下三种基本的筹资方式对企业的利弊:

(1)发行股票和增资配股筹集的资金可以永久使用,对企业来说风险最小;而广大股东由于承担了较大的风险,因而期望能有较高的回报,这对企业管理当局形成了某种压力。

(2)发行债券必须按期还本付息,这对企业来说有一定的风险,而对债券持有人来说风险很小,即使企业破产,债权人在分配程序上仍优先于股东。发行债券的好处在于即使公司获利较高,也只需按规定支付利息,债权人无权参与分红,再则债券的利息可在税前列支。

(3)银行借款通常为短期债务,用途有较大局限,贷款利息可以在财务费用中列支。企业支付利息减少了应税所得额,也就是说可以少缴所得税。

依照有关法律,我国公司只能以高于或等于(不能低于)面值的价格发行股票,但实际上股票几乎都是溢价发行的。公司债券虽说可以溢价、平价和折价发行,但实际上大多按面值发行,债券假如溢价发行就必须相应提高利率,否则对投资人就没有吸引力。所以,发行股票筹得的资金要比发行同等规模的债券大许多,但股票的筹资费用要高于债券。

事实上,没有一种筹资结构能使企业内外所有的利害关系人都提高获利,同时又降低风险。企业管理当局只有对筹资成本、财务风险、资金用途、使用期限以及是否应让外部投资人参与决策等因素进行综合考虑,才能求得对自身最有利的财务结构。

经济学界已经普遍注意到我国企业资产负债率偏高的问题,而且多数认为国家应采取措施来降低国有企业负债水平。不过,也有少数研究者认为企业高负债是一种合理现象,我国的现状与日本经济处在高速增长时的情况相似,政府不应对此进行干预。

我认为,确切地讲当前企业融资的突出问题是流动负债偏高,其原因在于:

(1)改革开放以来,我国经济持续高速增长,而股份公司制度试行才几年,企业发行股票受

较大限制,因此,只能以举债为主要筹资途径。

(2)税前还贷的规定,使企业认为负债越高越合算。

(3)银行信用和消费信用的膨胀刺激了高负债。近几年,我国金融业发展很快,特别是专业银行改组为商业银行以及允许企业在多家银行开立帐户(基本帐户仍只能有一个)等措施,使得银行能发挥创造信用的功能。50年代初,中央人民政府政务院明令禁止企业间赊销和拖欠货款。到1980年,随着经济体制的改革开放了商业信用,这样做无疑是正确的,但问题是缺乏严格的制度保障。

(4)宣传上一度出现偏颇。在计划经济下过分强调量入为出,前些年突然转为提供负债经营,把高负债、上大项目,一概称之为“大手笔”,这在某种程度上起了推波助澜的作用。

至于高负债的利弊,我认为:

第一,必须清楚地看到当前企业对债务的偿还能力普遍较低。实际上借款利率已经高于平均利润率,这对整个社会来说是相当危险的。国际货币基金组织的官员已经指出,下一次世界性经济危机很可能从银行开始,发展中国家发生信用危机的可能性尤其值得注意。

第二,不能老是让财政和银行来充当国有企业亏损的主要承担者。目前,国有企业要求冲销所欠银行债务的呼声很高,国家已在认真考虑这一要求,但倘若不能触动现有的投资关系,就难以从根本上改造企业的管理体制,那么“高负债,低偿还”的状况还会继续下去。结果是企业欠债导致银行坏帐,银行坏帐再导致财政赤字,不断重复。

降低负债即意味着要提高权益资本占资产的比重。途径不外有两条:一是增强企业自身的积累能力;二是发行股份。第一点是长期的目标,但显然不是一下就能实现的。第二点即推广股份公司制度,应该说条件已经具备。为了尽可能减少市场波动,可以在逐步扩大股票发行的同时,多发一些可转换债券。这种介于债券和股票之间的金融工具,具有较大的灵活性。对公司来说,可以用较低的利率来筹措资金;对投资人来说,则可在市价高于调换价格时,把债券换成股票。发行可转换债券能吸收部分居民储蓄,从而以一种渐进的方式实现两个转变:变间接融资为直接融资;先将流动负债变为长期负债,进而再变为权益资本。

可以肯定,随着现代企业制度的确定和金融市场的不断完善,我国企业的财务结构必将日趋优化。然而,我们也不可忽视在发展过程中可能出现的问题。比如,在股票发行价格的确定上,要防止两种倾向:其一是力求将企业资产高估以便多筹集一些资金。这样做在日后分配股利时会陷于被动,甚至面临无利可分的现实。其二是低估现有资产的价值,以便通过溢价发行将更多的资金转入资本公积,日后无论用来弥补亏损或转增资本都可以减轻经营者的压力。

在我国,股份公司的股权分为国家股、法人股、社会公众股等多种成份,无论有意低估还是有意高估净资产都属侵犯外部投资人权利的行为。在公司制度比较成熟的国家,股票的发行价格主要取决于对公司未来获利能力和增长潜力的估计,同时也取决于市场情况,股票的面值并不重要,甚至可以发行无面值股票。我国目前对股票发行价格的确定普遍采取以资产评估价为基础,然后再加上一个溢价幅度的办法。按《公司法》规定,有限责任公司改制为股份有限公司时,股权应该相当于企业净资产。然而,资产评估是一项十分复杂的工程,其一要求在企业外部有比较健全的资产市场;其二要求评估行业相对成熟。而目前此两方面都处于起步阶段。在这种情况下,作为承销机构的证券公司应充分发挥自身的职能,协助企业搞好证券发行,在确保投资人权利的同时,促使企业财务结构不断优化。

(作者系君安证券有限责任公司董事、上海总部总经理;单位邮编:200040)