

# 企业进入直接融资市场的障碍及对策

赵 磊 郑振龙

近几年直接融资方式有了一定程度的发展，可是效果并不令人满意。许多地方发行股票、债券多少带有行政色彩，并非企业的内在要求，形成有行无市、搞花架子的现象。直接融资市场的发展步履艰难。究其原因，我们不妨从直接融资市场的最主要参与者——企业的角度来分析。

企业是直接融资市场上最主要的资金需求者和供给者，因此直接融资市场的生存和发展主要取决于企业进入直接融资市场的意识。我们不能用行政命令的手段，把企业“赶入”市场，而应靠经济利益来驱动企业内在产生进入市场的欲望。只有这样，才有可能建立健康的市场。

为了找出企业进入市场的动力所在，我们要先了解一下企业的筹资渠道，根据会计基本原理，可以得出下列等式：

企业投资 + 对最后借款者的贷款 + 对金融中介的贷款 = 企业自有资金 + 从最后借款者的借款 + 从金融中介的借款

这个等式包含着三条融资渠道：①“内部融资”，即企业用自有资金投资；②“直接的外部融资”，即最后贷款者把资金直接借给最后借款者，也就是社会集资；③“间接的外部融资”，即资金由最后贷款者流向金融中介（通过购买金融证券或进行储蓄、存款），再由金融中介流向最后借款者（通过信用放款或抵押放款等），也就是银行信贷。从严格的意义上来说，内部融资不属于资金市场的范畴，但它跟资金市场有着非常密切的联系。因为在企业资金来源和运用总量一定的情况下，内部融资和外部融资的量是互为消长的。但我们考察的是资金市场，所以着重分析外部融资。

企业是否借入资金取决于投资边际收益跟借款成本之间的差额，企业是否借出资金取决于放款收益跟放款机会成本之间的差额。企业究竟采用直接融资方式还是间接融资方式，则取决于企业对这两种融资方式的收益、成本、风险、方便程度等的综合评价。两种融资方式要同时存在，必然要求它们有不同的优势，哪种融资方式的优势较大，它的发达程度就较高。

目前我国企业为何不愿通过直接融资市场向社会集资呢？其原因大致有以下几点。

第一，直接融资利率大大高于间接融资利率。利率是资金市场上的“价格”，它是借款者的借款成本，也是放款者的放款收益，因此利率是跟市场参与者的经济利益紧密联系的，也是市场参与者最为关心的。在其他条件相同的情况下，借款人总是寻求利率低的资金来源，而放款人总是寻找利率高的资金去向。直接融资利率高于间接融资利率，这样就形成了直接融资市场对资金供给者的较大吸引力。我国目前企业的资金状况都很紧张，企业大部份资金仍靠银行提供，企业可以长期出借的资金很少，然而，应当看到近几年居民收入有了

显著提高，居民持有的大量资金正在寻找出路，直接融资市场的高利率无疑对他们形成了很大的吸引力。但与此同时，直接融资市场的高利率会对资金的需求者形成一种排斥力，企业将尽可能从银行取得成本较低的资金，只有在迫不得已的情况下，才不得不走入直接融资市场。这样，直接融资市场的高利率就形成了一个矛盾：一方面，它吸引着资金供给者进入直接融资市场，另一方面，它又把资金需求者拒之门外。

第二，“父爱”排斥了“律师”。我国长期实行的是资金供给制，养成了企业依赖银行供给资金的习惯。近几年虽然进行了改革，但专业银行企业化改革仍未完成，下级行吃上级行“大锅饭”、企业吃银行“大锅饭”的局面尚未真正改变，这样，企业的眼睛只盯住银行。我国的体制也造成了企业向上级主管部门“讨价还价”的传统。这种“讨价还价”包括争资金、争物资、争取最低的基数。谁与上级主管部门“讨价还价”的功底深厚，谁就能得到最大的好处。在这种“父爱”情况下，哪个企业愿意求助于公正的“律师”——市场呢？因为“父爱”是宽容的，而“律师”是铁面无私的，他只尊重市场规律。当然在市场上也是要“讨价还价”的，而市场中的“讨价还价”要受价值规律的支配，它既可给企业带来利益但同时也伴随着风险，这无疑会给企业造成很大的压力。

第三，两种融资市场的风险程度不同。大家知道，由于风险机制的作用，高收益往往伴随着高风险。对于资金供给者来说，直接融资市场的预期收益较高，同时风险也较大，从而收益和风险起着平衡的作用。然而对于资金需求者来说，直接融资市场的成本高（这意味着投资收益率低），然而风险也大。这是因为：企业向银行借款，如果经营不善而亏损，还不起贷款时，它就可以向上级主管部门求情，争取拖欠贷款甚至豁免，即间接融资市场的预算约束软化；而企业向社会集资则不同，从社会上借来的资金是豁免不了的，债券到期了就得归还，否则就要破产。目前我国收益和风险倒错，从而两者不是起平衡作用，而是共同把企业排挤出直接融资市场。

第四，两种融资市场的方便程度不同。我国目前发行股票、债券等要经过许许多多“有关部门”的审查、批准，而一审批常常要一两年，在商品经济条件下，“时间就是金钱，效率就是生命”，过多的行政关卡使企业望而却步，因为许多投资良机往往都丧失在这个漫长的审批过程中。而银行贷款相对来说比较方便，比较迅速。企业家们宁可以较高的利息向银行借款，而不愿去直接市场融资，这足以说明我们的直接融资障碍太多。

第五，企业对社会集资的认识不足。许多企业由于对社会资金潜在来源的估计不足，加之在行政干预下只许成功不许失败，因此在发行债券时给予相当优惠的条件，期限也不敢太长，怕没人购买。

第六，不同企业的情况也不同。经营状况好、盈利率高的企业，信用状况一般也较好，它们取得银行贷款也较容易，因此它们不必到直接金融市场去筹资。但是那些经营状况差、盈利率低甚至亏损的企业，它们的信用状况一般也较差，它们取得银行贷款就不太容易，然而它们也无力争取较高的成本向社会集资。

总之，企业进入直接融资领域在目前还缺乏动力和压力，为了驱动和吸引企业进入，我们认为：

第一，企业应具有完善的内部机制。首先要承认企业是相对独立的商品生产者，市场机制的着力点是市场参与者的经济利益。其次，彻底割断企业跟国家、银行间的“脐带”，把

企业的全部活动推入市场。再者强化利率、风险、收益、成本等对企业的刺激。

第二，必须为企业创造良好的外部环境。搞活企业，它在很大程度上取决于经济体制、政治体制等方面的配套改革。过去这些体制都是按高度集中的产品经济模式建立起来的，不进行大力改革，搞活企业将成为一句空话。

第三，改革利率体系。我国利率体系僵化，利率是由中央银行统一规定的，各专业银行只有很小的浮动权。过低的银行利率，造成银行存款纷纷流向直接融资市场，而银行贷款的需求却十分旺盛，从而造成了对银行的巨大压力，搞不好就会迫使银行多发票子，形成通货膨胀。因此利率改革势在必行。但是我国是发展中国家，资金缺口相当严重。如果一下子放开利率，则利率立即会直线上升，从而给国民经济造成重大影响。在这种情况下，我们可以采取分步骤的改革措施。第一步先允许各专业银行有更大的利率浮动权，可以从目前的20%扩大到40%，以便缩小直接融资市场和间接融资市场的利率差别。同时对不同的地区应实行不同的政策。对经济较发达的沿海地区，它们对高利率的承受能力较大，可以采取更为灵活的政策；而对内地不发达地区，则要相对严格一点。第二步，只规定贷款利率的下限和存款利率的上限。最后，等条件成熟了，再完全放开利率，让市场来决定利率水平。

第四，建立完善的风险机制。在利率不可能一下子放开的情况下，风险机制将起重要的平衡作用。一般说来，银行的风险程度较低，而直接融资的风险程度较高，这可以和间接融资市场为低利率和直接融资市场的高利率相对应，起着平衡的作用。然而，我国目前的风险机制还很不完善。企业破产法的实施还有很多阻力，当一家企业濒临破产，政府就会出面“挽救”，这种保护落后的措施使直接融资市场的风险很小。另一方面，现在试点发行股票、债券的企业一般都是盈利率高、经营状况好的企业，这些企业倒闭的可能性很小。这样直接融资市场的低风险就无法平衡直接融资市场的高收益。为此，我们应切实实行破产法，该淘汰的企业就要让它倒闭。同时要鼓励新创办的、有潜力的企业发行股票、债券，让资金供给者与企业共担风险、共享收益。此外，还要加强宣传工作，人们对风险机制还很不了解，购买股票、债券时把其视同高利率的定期储蓄存款，他们不知道当企业倒闭时本金有可能收不回来的风险，从而人们只关心利率而不关心风险。

第五，建立新型的银行——企业关系。企业吃银行“大锅饭”的资金供给制是高度集中的产品经济体制的产物。在商品经济条件下，银行和企业应该是在市场这个大海中同舟共济者商品经济高度发展的结果，造成了工业资本和银行资本的融合，产生了金融寡头，这是商品经济的必然规律。因此，我们的银行应抛弃高高在上的传统做法，走上市场、走向企业，寻找新的经营方式，在市场中求生存，在竞争中求发展。具体地说：银行应减少信用放款，增加抵押放款；替企业发行债券，或者发行金融债券；银行也可直接向企业投资，作为企业的股东，甚至掌握企业的控股权；银行还可以和别的金融机构组成财团，集体进行投资等等。同样，企业或企业集团也可向银行投资，即成为银行的股东。但所有这一切都有待于银行的企业化改革。目前专业银行缺乏经营自主权，自我约束疲软，没有生机和活力，这种状况跟专业银行在资金市场上的中介地位格格不入，必须彻底改革。可以考虑让专业银行也实行“两权”分离，但由于我国的专业银行具有经营目的的两重性、组织体系的系统性和社会影响的全局性等特点，因此专业银行的“两权”分离应有自己独特的内容和要求。

**(作者系厦门大学博士研究生 厦门大学财经系研究生)**