

未来企业直接融资比重将持续加大

□徐平生

■人物志



徐平生:经济师,毕业于中国人民银行研究生部,现就职于国家信息中心经济预测部金融研究室,主要致力于中国宏观经济景气监测预警研究和我国资本市场跟踪分析,对近三年我国股市总体运行态势作出了较准确的分析预测。

根据不同的环境和基础条件,全球金融体系主要有两种模式:一种是以日本和德国为代表的银行主导模式,一种是以英国和美国为代表的市场主导模式。改革开放初期,我国主要借鉴了日本的银行主导模式融资体系,银行成为社会资金融通的中心,初期取得了较好的效果,对我国社会经济发展产生了巨大的推动作用。但随着时间的推移,银行主导的融资模式已越来越不适应环境的变化,国有银行的市场化改革随之应运而生。当前,从管理层的政策导向来看,我国企业融资从银行主导型向市场主导型融资结构演变的趋势非常显著,随着相关制度措施的实施、完善,我国企业融资结构将从当前间接融资为主格局快速向直接、间接融资并重,直至以直接融资为主的格局转变。

因此,未来我国金融体系将加速向美国的金融模式演变,将在今后10至20年的时间基本完成美国金融体系上百年的演变历程,直接融资为主的融资体系将初步形成。短期来看,未来五年内,我国股市将迎来融

资高峰,公司债券市场将在平稳较快发展中为随后的爆炸性发展奠定制度基础和市场运行规则。

股市融资将现高峰

现代社会,股票融资实现的资金迅速集聚功能固然重要,但股票的价值发现与实现、股权的公正、快速转移等功能则更具意义。随着我国A股市场股权分置改革的顺利完成,我国股票市场基本制度的进一步完善,大力扩大我国股市规模、提高我国证券化率(股市市值/年GDP)水平已显巨大的紧迫性。我国股票供给和需求能力的大幅提高,则为我国股市大扩容提供了现实条件,未来五年我国股市将迎来融资高峰,进入大扩容时代。

首先,目前我国的证券化率极低,资本证券化的发展空间巨大。截至2006年11月底,尽管我国沪深两市上市公司市价总值大幅上升达7万亿元人民币,但我国证券化率尚不到35%,距离英美等发达国家100%至200%的证券化率水平还有很大的差距,更是远远低于中国香港市场700%以上的证券化率水平。从这个意义上说,我国股市还有着极大的扩张空间。

其次,我国有着巨大的上市资源,其上市融资流通的愿望也较为迫切。随着我国经济的持续快速发展,我国企业面临良好的发展机遇,但是我国相当部分企业都面临资产负债率高企、业务所需资金来源匮乏的严峻挑战,而通过股市融资一方面可以直接快速获得巨额资金,另一方面通过股市融资降低资产负债率也提高了其偿债能力。一项摸底调查显示,未来3年内我国拟在A股市场IPO融资超过10亿元的大型公司达150家,意向融资总额超过1万亿元人民币。

第三,我国A股市场具备了承受急速扩容的能力。随着我国居民财富的迅速增加,居民财富多样化投资意愿越来越强,而股票投资将是未来我国居民储蓄分流的关键市场。随着牛市赚钱效应的扩散,未来几年居民储蓄将加速流入股市。当前,我国居民储蓄存款接近16万亿元人民币,由2006年10月和11月份的数据显示,

居民储蓄存款正加速流入资本市场。数据显示,今年截至11月底,我国新募集基金84只,规模达3301亿元,同比增长了262%;基金管理公司数量已到58家,基金数量294只,证券投资基金资产总规模达6312亿元。其中,2006年10月份以来,新成立的开放式偏股基金规模就超过1000亿份。另外,保险公司、社保基金、证券公司、企业年金及QFII等机构投资者的资金供给也将呈加速态势。

我们预计,2007年,我国A股市场IPO融资将达2400亿元,增发(公开增发及非公开的定向增发)、配股和可转换债券及市场创新形式的再融资将在1200亿元左右,全年总融资额可达3600亿元以上;H股等境外市场融资可达1000亿元人民币左右,两者合计股市总融资将超过2006年,达4600亿元以上。其后四年,我国企业的股市融资总额将持续保持较高水平,每年将在5000亿元以上。

企业债券规模将加速扩大

未来5年,我国企业债券发行规模、每年新增余额将稳步提高,是我国直接融资比重持续提高的关键因素。

首先,短期融资券发行规模和余额将稳步提高。随着短期融资券发行便利、成本低廉等优点越来越被广大企业接受,短期融资券规模将稳步提高,每年新增余额估计在1500亿元以上。

其次,企业债规模将加速扩大。随着股权分置改革的顺利完成和《证券法》、《公司法》等法规制度的进一步修改完善,我国股市已经走向了快速健康的发展轨道,管理层的精力将主要转移到推动企业债市场的发展上来,温家宝总理在2006年《政府工作报告》中首次指出要大力发展债券市场明确指出了我国企业债券市场的未来发展方向。未来两年内,新的《企业债券管理条例》、《破产法》等重要法规制度将会陆续出台,长期以来制约我国企业债市场发展的主要障碍将不复存在。我们预计,2007年我国企业债发行规模将在1000亿元以上,在2008年后未来4年内,每年新增规

模将分别可达2000亿元、3000亿元、4000亿元和5000亿元。按照这个发展速度,2011年末企业债市场总规模也将仅为15000亿元左右。

综合来看,未来5年,我国企业债券总规模将分别增加2500亿元、3500亿元、4500亿元、5500亿元和6500亿元。

考虑到股市扩容和企业债券规模加速扩大的挤压作用,我们预计未来5年我国银行每年新增贷款将保持在2.7万亿元左右。

按照这种变化趋势,未来5年,我国银行信贷融资比重将逐步下降到70%,企业债券融资比重将快速提高到17%,股市融资比重将较为平稳,保持在13%左右。

经过未来5年左右的发展后,我国融资结构将进入一个新的发展阶段,企业债券融资比重将迅速提高,在一

定时期后将超过50%成为企业的主导融资途径;银行信贷地位将下降,位居企业债券之后;股市融资整体作用将大大下降,但仍将对创新型企业的发展壮大发挥不可替代的作用。

这样的演变趋势是符合美国企业融资结构演变规律的。经过长期的演进和发展,美国金融市场体系日趋成熟,企业行为较为理性化,企业融资一般遵循内源融资优于债务融资、债务融资优于股权融资的先后顺序,而债务融资中债券融资又处于优先地位。20世纪80年代以前,美国企业股权融资还占有一定地位,80年代开始,随着上市公司盈利能力的积累、股权激励政策的实施,以及出于防范敌意收购等目的,大量美国公司开始回购股票,大多数年份里股权融资已成为美国非金融公司的资金来源。

■看点

●未来我国金融体系将加速向美国的金融模式演变,将在今后10至20年的时间基本完成美国金融体系上百年的演变历程,直接融资为主的融资体系将初步形成。短期来看,未来五年内,我国股市将迎来融资高峰,公司债券市场将在平稳较快发展中为随后的爆炸性发展奠定制度基础和市场运行规则。

●随着我国经济的持续快速发展,我国企业面临良好的发展机遇,但是我国相当部分企业都面临资产负债率高企、业务所需资金来源匮乏的严峻挑战,而通过股市融资一方面可以直接快速获得巨额资金,另一方面通过股市融资降低资产负债率也提高了其偿债能力。

●考虑到股市扩容和企业债券规模加速扩大的挤压作用,我们预计未来5年我国银行每年新增贷款将保持在2.7万亿元左右。按照这种变化趋势,未来5年,我国银行信贷融资比重将逐步下降到70%,企业债券融资比重将快速提高到17%,股市融资比重将较为平稳,保持在13%左右。

●为中小企业的发展寻求一条相对简约而可行的道路,建立“非上市公司股权交易系统”,建立场外市场,进而构成一套基于电子交易平台的标准报价系统,就成为一项具有实践价值与意义的举措。

●要建立场外资本市场,有两大问题亟待解决,即市场的监管和投资者的保护。其中,市场监管依旧应当作为首要问题予以关注。由于场外市场主要为非上市公司提供股权交易平台,门槛较低,交易主体种类繁多,因此防范交易双方发生道德风险成为监管的主要任务。而一旦对市场监管问题得到有效解决,投资者利益自然会受到应有的保护。

表1:2007年至2011年我国银行信贷、企业债券、股市融资变化预测

年份	2007	2008	2009	2010	2011
总量(亿元)					
银行信贷	27000	27000	27000	27000	27000
企业债券	2500	3500	4500	5500	6500
股市融资	4600	5000	5000	5000	5000
合计	34100	35500	36500	37500	38500
比重(%)					
银行信贷	79	76	74	72	70
企业债券	7	10	12	15	17
股市融资	13	14	14	13	13
合计	100	100	100	100	100

表2:美国企业1979年至1992年融资结构比较(%)

年份	内源融资	外源融资	其中	
			新增债务融资	新增股权融资
1979	79	21	18	3
1980	65	35	31	4
1981	66	34	37	-3
1982	80	20	18	2
1983	74	26	20	6
1984	71	29	45	-16
1985	83	17	36	-19
1986	77	23	41	-18
1987	79	21	37	-16
1988	80	20	46	-26
1989	79	21	45	-24
1990	77	23	36	-13
1991	97	3	-1	4
1992	86	14	9	5

资料来源:方晓霞,《中国企业融资:制度变迁与行为分析》第86页,北京大学出版社1999.4。

解决中国资本市场结构性问题正当其时

□胡胡越 徐昕

一直以来,股权分置、场内场外发展不平衡以及“重股轻债”,是我国资本市场发展的三大弊端。在当前股权分置改革成功大局已定的情况下,我们认为场内、场外发展不平衡、股市和债市不平衡的问题应当破题了,以此来全面解决中国资本市场和谐发展的问题。

目前,我国尚不存在真正意义上的场外市场。现有的全国范围内的非上市公司股权交易机构中,代办股权转让系统、上海联合产权交易所浦东张江分所以及滨海新区天津产权交易中心股权托管交易市场等,虽都在努力打造与主板、二板对接的三板市场,但其“网上联系、网下结算”的制度还够不上系统内全自动交易,更无融资功能可谈。而银行间债券市场这个名义上的债券场外市场,起初成立时的行政色彩决定了其投资者结构单一与流动性的匮乏,多年发展下来,虽然从债券余额存量的角度来看已有明显进步,但流动性指标与债券平均年换手率仍旧只有美国债券市场的十分之一。这也是制约目前企业债市场发展、以及推出国债期货等债券衍生品的一大障碍。

我们注意到,美国中小企业的发展融资离不开NASDAQ市场,而全美95%的债券也都在这个最大的场外市场中进行交易的,使其债券融资占据全部直接融资市场的半壁江山。因此,建立我们自己合格的场外市场,在提高整体市场流动性的同时,也可以为我国大批中小企业开辟新的融资渠道,并为今后要推出的国债期货等金融衍生品创造有利条件。

目前,我国中小企业发展都十分迅猛,为我国市场经济的发展作出了巨大的贡献。然而,许多中小企业因流动性需求及资金短缺问题而面临发展的限制。对这些企业来说,目前主要有三种融资方式:银行贷款、通过上市发行股票方式融资以及发行企业债券融资。但对于中小企业来说,这三种融资模式无一不是充满着荆棘。

首先,间接融资方面,中小企业通过银行贷款困难重重。银行不但不考察该企业是否具备可持续经营的能力和贷款项目的市场前景、未来的经营效益(所谓第一还款源),而且更加看重企业有无第三方担保,或抵押物质(所谓第二还款源)。对于中小企业来说,最关键的问题是能否找到担保,而目前一些国有担保公司对中小企业的担保条件甚至高于银行的门槛,绝大多数担保公司的担保能力,远远不足以满足广大中小企业的融资需要。

而我国的金融制度应该逐步从间接融资过渡到直接金融,这无论对于给企业提供融资的银行还是需要融资的广大企业都非常重要。对于银行来说,传统的存贷款业务现已成为银行业务中的最低端,就连外资银行进入中国金融市场,对这块业务亦是毫无兴趣,因此我国的商业银行更应将该重点放在逐步发展高端业务上,提高本身的素质和与外资银行的竞争能力。从企业的角度来说,美、英、德等国的企业一般是直接融资的比重远远高于间接融资的比重。相较于间接融资来说,企业进行直接融资一

般来说有两大优势:资金供求双方联系紧密,有利于资金快速合理配置和使用效益的提高;筹资的成本较低而投资收益较大。因此,很多政府也一直鼓励企业进行直接融资。

其次,直接融资方面,利用在股票场内市场上市融资对于中小型企业来说可谓艰难。由于一些历史原因造成的我国股票市场制度性障碍,证监会对企业上市的审批相当谨慎。对于一家企业来说,从准备上市到上市成功通常要3到5年,我国共有大中小企业1800多万家,上市公司的数量只占整体企业数量的约0.077%,即不到总企业数的万分之一。而这些没有上市的企业中99.6%是中小企业,绝大多数都面临融资的困境。

除了上市之外,我国的产权交易也存在很多问题,譬如产权交易市场的法律地位没有确定、交易价格形成机制不合理、现行政策导致产权交易市场流动性差,以及产权交易地域限制等,这些问题大大限制了中小企业通过产权交易进行融资与发展的机会,也使得非上市企业的流动性需求成为一大难题。流动性差无疑又增加了企业进入或退出的壁垒,阻碍了我国经济的进一步发展。

最后,企业债券作为直接融资的另一种方式,具有筹资费用低、投资回报率高、发债用途明确、风险预测清晰等特点,在西方国家极为盛行。研究国外的企业筹资结构就可以看出,企业在证券融资中,债券融资占了极大比重。且从美国债券场内和

场外交易的比例来看,2003年,纽约股票交易所全部上市债券每天的交易量仅996.7万美元,年交易量为25.02亿美元。相比之下,场外市场的债券交易量则大得多,仅一级交易商的国债日均交易量就高达4276.12亿美元,是纽约股票交易所债券年交易量的171倍。

近几年,我国企业债券市场获得了长足的发展,2005年全年发行企业债37只共654亿元(面值),分别比前一年增长94.74%和100.47%,但它在整体债券市场中的存量地位仍然很薄弱。而且相比其他融资方式特别是A股市场融资而言,我国企业债市场的发展可谓远远滞后于其发展的程度。

在以上这种大背景下,我们不得不为中小企业的发展寻求一条相对简约而可行的道路,而建立“非上市公司股权交易系统”,建立场外市场,进而构成一套基于电子化交易平台的类似NASDAQ的标准报价系统,就成为一项具有实践价值与意义的举措。

要建立场外资本市场,有两大问题亟待解决,即市场的监管和投资者的保护。其中,市场监管依旧应当作为首要问题予以关注。由于场外市场主要为非上市公司提供股权交易平台,门槛较低,交易主体种类繁多,因此防范交易双方发生道德风险成为监管的主要任务。而一旦对市场监管问题得到有效解决,投资者利益自然会受到应有的保护。

首先应对场外交易市场给予法律层面上的清晰界定与支持。改变以

往类似市场合法性不明确便开张营业的尴尬事实。

其次,在证监会统一监管的基础上,我们可以参照美国经验,将场外交易市场的自律性管理主体分为交易商业协会和交易系统自身的管理机构两部分。交易商协会负责建立和完善会员制度;监督、检查会员的日常经营活动;提供电子报价系统、转账清算系统和统计系统,并指导其运作。交易系统的内部管理机构可设不同部门,并制定相应自律性风险管理,并保证信息披露及时、真实与有效。

最后,在对投资者保护方面,由于投资小型股票市场涉及巨大风险,应对投资者给予充分保护与风险警示。在美国,其证券交易委员会(SEC)就规定经纪商和交易商在交易前必须向客户提供书面文件并获得客户手书签字接受有关文件,否则操纵任何小型股票交易被视为非法。场外交易市场为融资者与投资者提供更多的融资与投资机会,但也蕴藏着巨大风险。投资者在没有获得未评估公司的基本状况和认真研究其财务报告、管理背景和其他数据以前决不应该购买任何证券。

总之,在明确监管职能与发挥各部门监管效力的基础上,引导场外市场快速健康发展,寻求场内与场外市场均衡互动机制才是市场各方最希望看到的结果。

(作者单位:北京工商大学证券期货研究所)

■编余

伴随着A股市场行情的异常火爆,给人印象最为深刻的是市场融资规模正在逐步扩大。其中,大型蓝筹股纷纷进入A股市场,更是成为市场热烈追捧的交易对象。当然,徐文则从我国的证券化率和资本证券化,国内上市资源及上市意愿的紧迫性,以及A股市场已具备了承受急剧扩容能力等角度出发认为,我国股市将面临融资新高潮。同样,债券市场上企业债券融资也将加速扩大。

胡文还从场外市场的角度分析认为,发展场外市场对完善我国多层次资本市场意义突出。因为,许多中小企业因流动性需求及资金短缺问题而面临发展的限制,发展场外市场,不仅包括场外债券市场,但主要还是要建立“非上市公司股权交易系统”(OTC),这将有利于较好地解决中小企业融资难的突出问题。

由此,徐文和胡文为我们勾画了未来我国多层次资本市场的发展前景。当然,让我们最看得清楚的是A股市场和企业债券市场的大发展前景,而OTC发展仍是一个悬而未决的问题。不过,顺应我国经济“又好、又快”发展的大趋势,可以预期未来我国资本市场发展将迎来一个黄金发展周期。

——亚夫