

外国企业融资模式分析及其启示

湖北广播电视大学 付 萍

目前发达国家企业的融资方式主要可以分为两大模式:一种是以英美为代表的以证券融资为主导的模式,证券融资约占企业外部融资的 55% 以上;另一种是以日本、韩国等东亚国家及德国为代表的以银行贷款融资为主导的模式,银行贷款融资约占企业外部融资的 80% 以上。下面我们将对这几种融资模式分别进行探讨,并力图找出一些可供我国企业融资得以借鉴的经验。

一、英美企业以证券为主导的融资模式

英美是典型的自由市场经济国家,资本市场非常发达,企业行为也已高度的市场化。因此,英美企业主要通过发行企业债券和股票方式从资本市场上筹集长期资本,证券融资成为企业外源融资的主导形式。

我们可以从美国与其他发达国家企业资金来源结构的横向对比中,发现证券融资在美国企业资金来源中的份量。

表 1 美、日、德三国企业资金来源结构对比(占融资总额的%)

资金来源	国别		
	美国	日本	德国
内源资金	75	34	62
外源资金	25	66	26
来自金融市场	13	7	3
来自金融机构	12	59	23
其他	0	0	12
外源资金合计	25	66	38

注:美国 1944~ 1990 年的平均数,日本和德国为 1970~ 1985 年的平均数。

从美、日、德三国企业融资结构对比表中可以看出,美国企业的资金来源主要为内源融资,在其外源

融资中,证券融资占了相当的比重,这与美国证券市场极为发达有着相关的原因;德国企业的内源融资比重较高,这与美国企业类似,但在其外源融资结构中,德国企业外部资金来源主要为银行贷款;日本企业外源融资的比重高达 66%,而在其外源融资中,主要是来自银行的贷款,其证券融资的比重只有 7%,银行贷款在企业总资金来源中占到了 59% 的份额。可见,从外部资金来源来看,美国企业主要依靠证券融资,银行等金融机构贷款也占了不小的比重,而日本和德国的企业外部资金来源主要为银行贷款。

从企业的股权结构来看,美国企业的持股主体经历了由个人股东完全持股到个人股东与法人股东共同持股的历史演进。这是因为,美国经济的主体是私有经济。这种经济是以个人产权制度为基础的,所以在美国自由市场经济的早期,美国的企业几乎全部是由个人股东持股的,但近 20 年来,美国机构持股得到快速发展。目前在总量上约占美国全部上市公司股本的 50%,其总资产已由 1950 年的 1070 亿美元增加到 1990 年的 5.8 万亿美元。主要的机构投资者是共同基金、保险公司、养老基金和捐赠基金等。这些机构投资者把众多、分散的小额投资者的资金集中起来,进行分散风险的组合投资,应该说,机构投资者的快速发展,为美国个人投资于企业开辟了交易成本更低、风险更小的中介机制。尽管美国机构投资者快速发展,但由于这些机构都是实行分散投资,机构投资者投资于单个企业,特别是大企业的比重并不高,因而使得美国企业的股权结构高度分散,许多企业往往有成千上万个股东,而且

最大股东持有的股份多在 5% 以下。

二、日本及东亚国家企业以银行贷款为主导的融资模式

日本、韩国等东亚国家的外部资金来源主要是从银行获取贷款。在这种融资模式中,以日本的主银行融资模式最为典型和突出。

据青木昌彦的研究,日本的主银行制度包括三个相互补充的部分:(1) 银行与企业建立关系型契约;(2) 银行之间形成相互委托监督的特殊关系;(3) 监管当局采取一整套特别的监管手段,如市场准入管制、“金融约束”、存款担保及对市场融资的限制等。以主银行为首的信用贷款几乎成为日本企业唯一的外源融资渠道。日本主银行融资模式是在经济高速增长时期形成的,战后,日本所需的重建资金主要来自银行,随着经济的增长,所需资金越来越多,来自银行资金的比例不断增长,相对应的是股权融资迅速减少,企业对银行贷款的依存度不断提高。1957 年到 1974 年间,在日本企业的资金构成中,内源融资(折旧和利润留存)所占的比重仅为 25.6%-37.7%,企业资金来源主要依赖于外源融资;在外源融资中,银行贷款所占的比例很高,一直在 40% 左右,而股票和债券融资所占的比重则从 1957 年 1959 年的 18.5% 下降到 1970 年~1974 年的 8.3%,呈下降趋势。正是在这种企业自我积累能力低,而证券市场又不发达的情况下,日本企业形成了以银行贷款为主的融资模式。而且日本银行与企业的这种关系是比较稳定的,一旦结合就很难变动,这样,就逐渐地形成了主银行体制这种独特的融资模式。主银行体制融合了银行与企业、企业与企业,以及银行与监管机构之间的相互关系。在日本,几乎每一个企业都与某个银行保持着密切的关系。这种关系常常被称为系列(Keiretsu)融资,包括长、短期贷款,但也涉及债券发行支持、股权投资、支付结算以及各种不同信息和管理方面的服务等。

值得注意的是,到 70 年代中后期,随着日本经济高速增长的终结,企业经营战略的转变和日本股票市场的发展,日本企业逐渐增加证券融资的比重,但以银行贷款为主导的融资格局并未改变。

从企业股权结构来看,与英美国家企业不同的是,日本的企业产权制度主要是以法人为基础的,即日本企业法人持股占有绝对的比重。据统计,1989 年日本个人股东持有的股票只占 22.6%,如果按股

票时价金额计算只占 20.5%,而 70% 以上的股份是由各种法人机构即银行、保险公司和大企业所持有。与英美等国企业之间单向持股不同,日本的企业之间往往相互持股,若干相互持股的公司形成了一个较为密切的关系网,相互支持、相互依赖,形成了所谓的“企业集团”。产生这种持股结构可能有几个原因,其一可能是与日本 1945 年以前的财阀传统相关;其二是日本法律与英美等国的法律不同,对企业之间的相互持股几乎没有限制;其三同日本的东方社会结构和文化特征有一定关联,这种东方文化体现在企业控制机制方面,就是日本企业之间的兼并接管活动很少发生。

三、德国企业的全能银行融资模式

德国企业的融资模式基本上与日本相同,都是以银行贷款融资为主,不过,德国实行的是一种全能银行融资体制。顾名思义,德国的全能银行是“全能的”,可以自主地从事从商业银行到投资银行的广泛业务,也就是说,银行既可以从事吸收存款、发放贷款的业务,也可以直接进行证券投资,并且,全能银行可以持有任何非金融企业任何数量的股票。

与英美等国家的融资模式相比,德国企业制度体现的是其社会主义市场经济精神。由于德国企业许多都是由家族企业转化而来的,许多家族思想对企业的影响一直很大。一个显著的影响就是德国企业普遍推崇追求长期价值,由此产生的融资方式主要依靠自身积累再投资和银行贷款。与日本相似,德国的证券市场不够发达,规模较小,可以说是西方资本主义国家中相对最小的,1990 年末整个德国市场资本化总额只有 5610 亿马克,而同期美国纽约交易所为 3 万亿美元;1988 年,德国的股票交易量为 84.5 万股,而纽约证券交易所 1989 年的交易量为 4100.7 万股。从上市企业来看,德国的上市公司数量也较少,如 1990 年底上市公司不到德国股份公司总数的四分之一;从个人投资者来看,德国持有股票的家庭只有 7%,而美国则高达 30% 以上。1989 年,德国家庭的储蓄率为 12.2%,而美国为 5.6%,这反映了德国、美国企业资金来源的差异。

从企业的股权结构来看,由于个人对企业的直接投资甚少,德国企业的持股结构多为法人持股,这与日本企业相类似。德国企业的所有权集中度很高,持股者主要为银行、创业家族、基金会、其他公司和政府等。虽然德国银行一般并不是企业的第一大

股东,它持有的股份只占德国国内所有上市公司股份的9%,但是,银行除直接持有公司股票外,还能代表其托管的许多个人股份参加每年召开的股东大会行使投票权。例如,在1998年末,德国银行中储存的客户的股票达到4115亿马克,约占国内股市总值的40%,再加上银行自己持有的股票,银行直接管理的股票占到德国上市公司股票的50%,并且,一些全能大银行常常从债权人开始发展成为企业的大股东。这样,银行在许多公司监事会中占有席位,并直接影响着管理层,因此,德国的全能银行对企业具有很大的有效投票权利。德国银行已成为企业治理结构中一个非常重要的力量,对企业的治理结构产生着重要的影响。

四、外国企业融资模式的启示

从上面的分析可以看出,由于社会历史文化和制度,特别是企业制度等社会环境的不同,不同国家企业的融资模式是不一样的。从发达国家的实际情况来看,主要有两种比较具有代表性的融资模式:一种是以英美等国家为代表的以证券市场为主导的融资模式,另一种是以日、德等国家为代表的银行主导型的融资模式。值得注意的是,许多国家的融资模式都是这两种模式中的一种或改良,例如,东亚国家的融资类似于日本和德国的以银行为主导的融资模式,这包括亚洲许多新兴工业化国家;如韩国和泰国等,而中国的融资模式也有类似的性质,因为中国曾模仿日本要求国有企业建立主办银行制度的变革。

但这两种融资模式究竟哪一种更优一直是人们争论的焦点,应该说,这两种融资模式都有自己的优势,因为它们都促进了相关国家的经济发展,只是所适用的环境不同而已。

从我国过去的实践来看,实际上我国一直实行以间接融资为主的融资模式。八十年代初,在制定金融体制改革方案时,我国金融管理层学习和研究了市场经济发达国家的经验,一种是欧美强化资本市场和直接融资的作用,另一种是日本强化银行和间接融资的作用。政府从当时的实际情况出发,更多地借鉴了日本的模式,注重银行贷款融资的作用,忽视并限制直接融资的资本市场的作用。我国以银行贷款为核心的间接融资,在集中资金支持经济高速增长时期是非常有效的,对我国实施“赶超”战略起到了重要作用,它极大地推进了我国经济体制改革和连续20年的经济高速增长,这主要表现在:

(1) 政府可以通过银行集中大量资金,投入重点产业和重点项目建设,在增量方面进行经济结构调节;(2) 银行贷款弥补了政府无力拨补国有企业资本金的不足;(3) 政府通过控制贷款和货币发行,结合财政政策,对国民经济进行宏观调控,速度快、效果明显。但是,中国经过20多年的经济改革,单一的银行贷款式间接融资的弊端已充分暴露出来。其表现:一是透明度低。按照政府意图贷款,按照国有企业的需要贷款,政策性强,效益差,不良贷款有增无减;二是约束力弱。由于透明度低,再加上国有企业对国有银行的“大锅饭”关系,贷款的制约力差,人情关系在起作用,有的借款企业即使有钱也不想还贷,成了典型的关系型融资;三是震动力大。政府通过变动贷款规模调控经济,速度快,一个命令下达后,全国立即可以收紧贷款或放松贷款,但往往“一刀切”,缺乏弹性,效益好的企业首先受到影响,效益差的企业已经占用了贷款,也归还不了,而且,不能通过市场随时进行微调,只能是到了问题严重时才发现,不得不从上到下用行政手段调控,对经济震动大,损失也大。

由于我国还是一个处于市场化改革初期的发展中国家,还处于社会主义初级阶段,我国人均国民收入很低,证券市场也不太发达,经济证券化的水平还不高,并且我国政府实行的是一种渐进式推进的经济改革。因此,借鉴国外的作法,并考虑到我国的实际情况,我国企业的融资模式的选择可以分两步走:一是近期过渡式的融资模式,二是未来目标融资模式。作为近期过渡模式,可以采取以“间接融资为主,直接融资为辅”的融资格局,即日德以银行为主导的融资模式,但是并不是照办日本和德国的做法,而要根据中国的实际情况,进行制度创新。要构建市场经济条件下的微观经济主体,实施国有银行商业化、股份化和国有企业的公司化改造,大力发展非银行金融机构和民营金融机构,进一步规范和发展证券市场,努力提高证券融资的比重,同时,还要吸取东亚金融危机中日本和韩国的经验与教训,防止政府通过银行对企业的过度保护和政府对银行行为的过度干预。在此基础上,随着市场经济体制的完善和成熟,我国企业的融资模式将逐步目标到未来的目标模式。未来的目标模式应是自行发展、平行定位的多元化融资模式,即证券融资与银行贷款并重、市场约束性强的融资模式。