


城市公共基础设施 投融资方式选择

——基于 BOT、TOT、PPP、PFI、ABS 方式研究

张启智 严存宝 著



本书比较翔实地阐述了 BOT、TOT、PPP、PFI、ABS 的基本内涵以及各自实施的运作原理，并针对公共基础设施的属性，有比较地研究了 BOT、TOT、PPP、PFI、ABS 各自使用的优势、每一种方式的使用范围、使用的差异性和互补性。通过分析，提出了 BOT、TOT、PPP、PFI、ABS 作为城市公共基础设施建设组合投融资方式，是加快城市公共基础设施建设最佳选择的理论观点。

 中国金融出版社

城市公共基础设施 投融资方式选择

——基于 BOT、TOT、PPP、PFI、ABS 方式研究

张启智 严存宝 著



 中国金融出版社

责任编辑：肖丽敏

责任校对：刘 明

责任印制：丁淮宾

图书在版编目 (CIP) 数据

城市公共基础设施投融资方式选择 (Chengshi Gonggong Jichu Sheshi Tounrongzi Fangshi Xuanze): 基于 BOT、TOT、PPP、PFI、ABS 方式研究/张启智, 严存宝著. —北京: 中国金融出版社, 2008. 11

ISBN 978 - 7 - 5049 - 4784 - 0

I. 城… II. ①张…②严… III. ①城市公用设施: 基础设施—投资—研究②城市公用设施: 基础设施—融资—研究 IV. F294

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2008) 第 128246 号

出版 **中国金融出版社**
发行

社址 北京市广安门外小红庙南里 3 号

市场开发部 (010) 63272190, 66070804 (传真)

网上书店 <http://www.chinafph.com>

(010) 63286832, 63365686 (传真)

读者服务部 (010) 66070833, 82672183

邮编 100055

经销 新华书店

印刷 保利达印务有限公司

尺寸 169 毫米×239 毫米

印张 13.5

字数 252 千

版次 2008 年 11 月第 1 版

印次 2008 年 11 月第 1 次印刷

定价 36.00 元

ISBN 978 - 7 - 5049 - 4784 - 0/F. 4344

如出现印装错误本社负责调换 联系电话 (010) 63263947

序

21 世纪的中国正处于城市化进程的加速期，我国城市化率以每年一个百分点的速度提高，2002 ~ 2006 年的城市化率分别为 39.1%、40.05%、41.8%、43%、44%。预计到 2020 年，我国城市化率将达到 50% ~ 55%，到 2050 年达到 60% ~ 70%。截至 2007 年年底，全国共设有 660 个城市，20 000 多个建制镇，城市化率为 40%，大体上每年增长一个百分点。随着经济的迅速增长，中国城市化率近十年由 20% 增至 40%，相当于走过了英国、美国等国家百年以上的城市化历程，而且至今增长势头不减，其主要原因是农村人口大量流入城市。但我们仍应清醒地看到，虽然 2005 年我国城市化率已达 43%，但与同等经济发展水平的国家相比，仍然要低 10 ~ 20 个百分点；同发达国家相比，差距更大。根据国际经验，发达国家在人均国内生产总值达到 3 000 美元后才出现买方市场，而我国在人均不足 1 000 美元时就出现了工农业产品低水平过剩，其中一个重要原因就是我国城市化建设滞后。

目前我国农业劳动生产率还比较低，农民增收缓慢，收入增幅下降，城乡居民收入差距和消费差距悬殊。在加入世界贸易组织后，农村产业结构调整压力加大，突出的矛盾是，未来几十年农村将会有大量的富余劳动力向非农产业转移，城市化水平的高低直接影响着转移的有效性。与此同时，我国工业化、现代化进程和国民经济的持续增长，使得城市经济快速发展。中心城市增强集聚功能和辐射效应、区域经济的持续发展都呼唤健全的城镇体系。城市化的浪潮是不可抗拒的历史规律，对现代城市的建设、规划和管理提出了严峻的挑战。

中国的城市化进程滞后于工业化进程，而工业化进程又远低于同等经济发展水平国家的进程，这一进程缓慢的深层次矛盾在于城市化进程中的基础设施投资严重不足，即城市公共基础设施的建设速度严重制约了城市化进程。由此看出，我国目前面临的首先是城市化加速发展与基础设施短缺的矛盾，进而表现在城市基础设施投资需求加大与这一方面的投资渠道狭窄的矛盾。随着城市

化进程的加快和建设小康社会规划的全面铺开，城市公共基础设施建设将会以空前的速度和规模推进并发展。据联合国开发署研究，发展中国家城市基础设施投资一般应占 GDP 的 3%~8%（我国 2002 年和 2005 年两次突破 3%，其他年份均在 3% 以下），占全社会固定资产投资总额的 10%~15%（我国 2005 年为 7.4%）。按此计算，今后 5 年我国城市公共基础设施建设需投资 1.5 万亿~2 万亿元，平均每年需投资 3 000 亿~4 000 亿元，城市化水平每提高一个百分点，城市公共基础设施建设需投资 2 600 亿元。由此来看，中国城市公共基础设施建设的热潮方兴未艾，而仅依靠现有的以财政投资为主导的投融资手段无法支撑如此庞大的资金需求。我国城市化进程已进入了全面提速的发展阶段，新一轮城市基础设施建设的热潮正在各地广泛掀起。在这一庞大的资金需求面前，财政预算内支出的增长远远跟不上基础设施投资需求的增长，银行债务融资的风险负担日益严重，通过发行国债和向国外借款为公共基础设施建设筹资的空间已相当有限。目前，我国城市基础设施正面临着投资需求越来越大和投资渠道相对狭窄的问题，而且我国城市发展不平衡的矛盾在中西部地区更加突出。

加快城市化进程，公共基础设施建设要优先发展，这就必须加大对公共基础设施的投入。因此，在多元化的基础设施投融资格局中，引进并大力推广 BOT、TOT、PPP、PFI、ABS 投融资方式作为城市公共基础设施投融资方式是最佳选择，它能充分发挥市场配置资源的基础性作用，确立民间资本在公共基础设施投融资中的主导地位，营造有利于市场要素合理流动的政策环境，只有这样才能突破城市公共基础设施建设的资金“瓶颈”。

本书比较翔实地阐述了 BOT、TOT、PPP、PFI、ABS 的基本内涵以及各自实施的运作原理，并针对公共基础设施的属性，有比较地研究了 BOT、TOT、PPP、PFI、ABS 各自的优势、每一种方式的使用范围、使用的差异性和互补性。通过分析，提出了 BOT、TOT、PPP、PFI、ABS 作为城市公共基础设施建设组合投融资方式，是加快城市公共基础设施建设最佳选择的理论观点。同时也指出，全面推广应用 BOT、TOT、PPP、PFI、ABS 这五种投融资方式需要有强有力的保障机制，主要强调了政策和法规的配给以及深化投融资体制改革，包括市场准入制度设计和法规配给、政府在城市公共基础设施建设的职能和投资行为约束、财政和货币政策的支持、深化城市公共基础设施投融资体制改革等，这为地方政府进行城市基础设施建设提供了有力的理论支撑。

针对投资体制改革的不彻底、不深入所导致的公共基础设施建设存在的巨

大资金缺口严重地制约了城市化进程这一问题，本书提出了两个主要观点：一是加快实施公共基础设施建设民营化；二是在民间资本进入城市公共基础设施领域过程中，BOT、TOT、PPP、PFI、ABS 作为投融资方式的最佳组合是加快城市公共基础设施建设的最优选择。尽管这两个观点在国内外该领域的研究成果颇多，但就如何加快实施公共基础设施建设民营化，特别是把 BOT、TOT、PPP、PFI、ABS 作为公共基础设施建设投融资方式的最佳组合的观点却并不多见。可以说，这一观点的提出并加以深入研究是这一领域理论研究的一个延伸和创新。

杨臣华^①

2008年10月

^① 杨臣华现任内蒙古发展研究中心（内蒙古经济信息中心）副主任、研究员，内蒙古自治区有突出贡献的中青年专家，内蒙古财经学院客座教授。

前 言

城市化的推进迫切需要通过提高城市公共基础设施建设的速度和使用效率，而目前制约城市化进程的主要因素是城市公共基础设施建设的严重滞后。我国在推进城市化进程中公共基础设施建设因投融资体制的缺陷存在着巨大的资金缺口，以政府投资为主体格局的城市公共基础设施建设越来越不能满足城市发展的要求，现存的基础设施也一直处于低效率的运作状态。随着未来城市化进程的加快和建设小康社会规划的全面铺开，城市公共基础设施建设将会以空前的速度和规模推进。

一、本书写作的背景

城市化是社会生产力发展的必然产物。随着 18 世纪中叶英国工业革命的兴起和发展，城市化的进程也迅速加快。美国新版的《世界城市》认为，都市化是一个过程，包括两个方面的变化：一是人口从乡村向城市运动，并在都市中从事非农业工作；二是乡村生活方式向城市生活方式的转变，包括价值观、态度和行为等方面。第一方面强调人口的密度和经济职能，第二方面强调社会、心理和行为因素，实质上这两方面是互动的。《中华人民共和国国家标准城市规划术语》对城市化的定义是：城市化是人类生产与生活方式由农村型向城市型转化的历史过程，主要表现为农村人口转化为城市人口及城市不断发展完善的过程。因此，城市化是随着生产力的发展而导致人们的生产方式、生活方式和行为方式变化的过程，其内涵在于，它不仅是简单的城乡人口结构的转化，更重要的是，它是一种产业结构及其空间分布结构的转化，是传统生产方式、生活方式和行为方式向现代化生产方式、生活方式和行为方式的转化。

城市化既是综合国力和国际竞争力的集中体现，也是人类文明进步的标志。纵观各国发展的历史，城市化是经济社会发展的必然规律。在现代社会，城市成为经济与社会发展的中心，培育和提高了城市竞争力已经成为各国政府的一项重要使命。中国城市化发展，是中国经济社会发展的重要拉动力量，对世界经济发展也有重要意义。中国经济社会发展中的深层次矛盾要得到根本解决，很大程度上都取决于城市化进程。亚洲金融危机以来，中国 GDP 增长速度连续 7

年保持 7% ~ 8%，2006 年达到 10.5%，这个高速发展的趋势至少将维持 10 年以上，甚至更长时间。城市化是消费拉动和投资拉动最重要、最持久的动力，是经济社会发展的“火车头”。工业化必然伴随着城市化，并带来生产方式及消费方式社会化的变革。基础设施是拉动投资、消费、教育以及重大科技发展的平台，农村消费的增长更是建立在向城市化过渡的基础上。长期以来，中国工业化使得农村与城市分离，割裂了城市化、社会现代化与工业化的有机联系，城市化严重滞后于工业化。2005 年，我国城市化率为 43%，工业化率为 55%，城市化进程低于工业化进程，这是我国城市化进程中所独有的现象。截至 2006 年年底，中国城市化水平仅 43.9% 左右，不仅低于发达国家 70% 以上的水平，而且与同等经济发展水平国家相比还要低约 10 个百分点，与同等工业化水平国家相比要低约 20 个百分点。目前，中国经济社会发展许多领域中广泛存在的需求没有得到释放，包括农民收入增长乏力、就业压力加大，以及中小民营企业、县域经济等存在需求约束，都是由于城市化滞后于工业化引起的。国际经验表明，没有哪个国家能够拖着扭曲的“城乡二元结构”跨进现代化的门槛。中国要实现全面建设小康社会的目标，加速城市化发展是必然趋势和重点，必须统筹城乡发展，打破和消除城乡二元结构，转移农村富余劳动力。

中国的城市化进程滞后于工业化进程，而工业化进程又远低于同等经济发展水平国家的进程，这一进程缓慢的深层次矛盾在于城市化进程中的基础设施投资严重不足，即城市公共基础设施的建设速度严重制约了城市化进程。

二、国内外研究现状

本书研究的主题是：BOT (Build-Operate-Transfer)、TOT (Transfer-Operate-Transfer)、PFI (Private-Finance-Initiative)、PPP (Public-Private-Partnership)、ABS (Asset-Backed-Securitization) 等几种方式在公共基础设施投融资方式应用中的比较研究。以上五种方式在西方国家被广泛地应用在城市公共基础设施建设中，其目的是激活民间资本参与城市基础设施建设和营运，以加快城市化进程，同时有效地弥补财政性投资的严重不足，因而在国际上研究颇多，应用较为成熟，并赋予了法律的形式加以肯定。如美国、英国等发达国家在 20 世纪 80 年代发表了市民宪章推动行政改革，基于“为国民最有效地应用财政资金”的概念，将原来由公共部门所提供的服务、公共建设及营运委托给民间来做，政府变成公共服务购入者的角色；日本于 1997 年 7 月在国会上通过了《PFI 推进法》，在亚洲率先以法律的形式肯定了 PFI 模式。

我国于 20 世纪 90 年代第一次引进 BOT，并有了成功的案例，因此也拉开了我国研究 BOT、TOT、PFI、PPP、ABS 的序幕。目前研究和应用较成熟的是 BOT，而后四种处于理论研究状态，开发和利用仅停留在发达城市的试点工作

中。如 PFI、PPP 是近几年从国外引进并着手研究的,其中有代表性的是何孝星的《基础设施建设投融资体制改革与政府政策选择》(2004)、黄大柯的《PFI:公共基础设施投资新模式》(2004)。以上五种方式在国内外的研究现状只停留在单个方式的研究和应用,并没有把这五种方式综合起来进行有比较的研究,尤其在目前国内目前尚属空白。

随着未来城市化进程的加快和建设小康社会规划的全面铺开,城市公共基础设施建设将会以空前的速度和规模推进。据联合国开发署研究,发展中国家城市基础设施投资一般应占 GDP 的 3%~8% (我国 2002 年和 2005 年两次突破 3%,其他年份均在 3% 以下),占全社会固定资产投资总额的 10%~15% (我国 2005 年为 7.4%)。按此计算,在今后 5 年我国城市公共基础设施建设需投资 1.5 万亿~2 万亿元,平均每年需投资 3 000 亿~4 000 亿元,城市化水平每提高一个百分点,城市公共基础设施建设需投资 2 600 亿元。由此来看,中国城市公共基础设施建设的热潮方兴未艾,而仅依靠现有的以财政投资为主导的投融资手段,无法支撑如此庞大的资金需求。

因此,研究、开发和利用多种投融资方式势在必行,而本书的研究无疑具有理论意义和现实意义。

三、本书研究的方法和主要思路(内容)

本书采用定性分析和定量分析相结合的研究方法,从经济学、统计学和金融学等角度进行学科交叉性综合研究,并力求从宏观角度就如何加快实施公共基础设施建设民营化,并把 BOT、TOT、PPP、PFI 和 ABS 作为公共基础设施建设投融资方式的最佳组合作为主线,共分为七章来论述。

第一章,投融资理论。本章作为全书的开头篇,较为全面地阐述了投融资理论和投融资体系,并在对西方现代投融资理论进行综述的基础上,全面论述了我国现有的投融资体系框架,为本书的深入研究,尤其是为城市公共基础设施投融资方式创新研究提供了理论依据。

第二章,城市化与城市公共基础设施。本章对城市化进程的一般特征、城市化进程的制约因素、城市化与经济发展关系等进行了描述,并由此分析了城市化进程与公共基础设施的紧密关联性,以此作为本书主题研究的背景。本章还重点介绍了公共产品理论、项目区分理论以及世界银行和我国理论界对城市公共基础设施给出的理论界定。对城市公共基础设施进行科学的划分有利于界定和规范不同类别的投融资主体,有利于明确各自的投资职责。

第三章,我国城市公共基础设施投融资体制现状与改革方向。通过对公共基础设施建设的资金来源渠道和投资主体的分析,得出城市公共基础设施建设的投融资体制存在着根本性矛盾,这一矛盾直接制约着城市公共基础设施建设

的步伐,并以此提出建立多元化的投融资格局(主要是引进民间资本)是加快城市公共基础设施建设步伐的主要途径的观点。

第四章, BOT、TOT、PPP、PFI、ABS 实施原理。主要分析了 BOT、TOT、PPP、PFI、ABS 的基本内涵、各自实施的运作原理,为进一步分析其使用的可行性奠定基础。

第五章, BOT、TOT、PPP、PFI、ABS 应用分析。针对公共基础设施的属性,有比较地研究了 BOT、TOT、PPP、PFI、ABS 各自使用的优势、每一种方式的使用范围、使用的差异性和互补性。通过分析得出, BOT、TOT、PPP、PFI、ABS 作为城市公共基础设施建设组合投融资方式,是加快城市公共基础设施建设的最佳选择。

第六章, 民营化——加快城市公共基础设施建设步伐的有效途径。本章对民间资本进入城市公共基础设施领域作了现状分析,并提出民间资本要进入基础设施建设领域,政府的职能转变是关键。通过对政府在公共基础设施建设中的定位分析,得出如下结论:政府不应该包揽直接投资、建设、运营和管理等所有事务,而应是总体规划和法制政策的制定者、资金补贴的提供者、企业和公众利益的协调者,在宏观调控和监管方面应发挥主导和推动作用,为充分利用 BOT、TOT、PPP、PFI、ABS 投融资方式提供全面服务。本章最终提出了两个主要观点:一是要加快实施公共基础设施建设民营化;二是在民间资本进入城市公共基础设施领域过程中, BOT、TOT、PPP、PFI、ABS 作为城市公共基础设施建设组合投融资方式是民间资本进入基础设施领域的首选方式,更是加快城市公共基础设施建设的最佳选择。

第七章, BOT、TOT、PPP、PFI、ABS 应用的保障机制。全面推广应用 BOT、TOT、PPP、PFI、ABS 这五种投融资方式需要有强有力的保障机制,主要强调了政策和法规的配给以及深化投融资体制改革,包括市场准入制度设计和法规配给、政府在城市公共基础设施建设中的职能和投资行为约束、财政和货币政策的支持、深化城市公共基础设施投融资体制改革。

针对投资体制改革的不彻底、不深入所导致的公共基础设施建设存在的巨大资金缺口严重地制约了城市化进程这一问题,本书提出了两个主要观点:一是要加快实施公共基础设施建设民营化;二是在民间资本进入城市公共基础设施领域过程中, BOT、TOT、PPP、PFI、ABS 作为城市公共基础设施建设组合投融资方式是加快城市公共基础设施建设的最佳选择。在历时近一年的查找资料和文献与写作的过程中,笔者发现,国内外尽管在这一领域的研究成果颇多,但就如何加快实施公共基础设施建设民营化,特别是把 BOT、TOT、PPP、PFI、ABS 作为公共基础设施建设投融资方式的最佳组合的观点却并不多见。可以说,这一观点的提出并加以深入研究是这一领域理论研究的一个延伸和创新。

四、本书研究的学术价值和实践意义

第一，首次提出 BOT、TOT、PPP、PFI、ABS 作为城市公共基础设施建设组合的投融资方式是加快城市公共基础设施建设最佳选择的理论观点，这在一定程度上弥补了基础设施投资理论研究的不足，更是这一领域理论研究的一个延伸和创新。

第二，进一步论证了城市化进程中公共基础设施建设先行的理论，而加快基础设施建设的主要途径是城市基础设施建设的民营化，在民营化过程中，政府职能的转换是关键因素。这一点为全国各地推进城市化进程提供了坚实的理论基础。

第三，在实施城市基础设施建设民营化过程中，选择什么样的进入方式是城市基础设施投融资方式选择的关键。本书研究的重要实践意义在于深入研究了 BOT、TOT、PPP、PFI、ABS 五种投融资方式各自实施的范围、应用的条件以及政府如何选择的问题，为各级政府在加快城市基础设施建设过程中提供了具有可操作性、实际指导性的参考依据。

作者

2008 年 10 月 18 日

目 录

第一章 投融资理论	1
第一节 投融资理论概述	1
第二节 投融资体系	12
第三节 研究城市公共基础设施投融资的现实意义	17
第二章 城市化与城市公共基础设施	21
第一节 城市化进程	21
第二节 城市公共基础设施理论界定	30
第三节 公共产品理论	40
第四节 项目区分理论	43
第五节 城市公共基础设施的功能	46
第三章 我国城市公共基础设施投融资体制现状与改革方向	49
第一节 我国城市基础设施投融资体制现状分析	49
第二节 城市基础设施投融资主体和融资模式分析	57
第三节 城市公共基础设施投融资体制改革	60
第四节 城市化进程中的基础设施投资需求背景和估算	68
第四章 BOT、TOT、PPP、PFI、ABS 实施原理	71
第一节 BOT 融资方式	71
第二节 TOT 融资方式	78
第三节 PPP 融资方式	83
第四节 PFI 融资方式	93
第五节 ABS 融资方式	98
第五章 BOT、TOT、PPP、PFI、ABS 应用分析	109
第一节 BOT、TOT、PPP、PFI、ABS 应用的组合比较	109
第二节 BOT、TOT、PPP、PFI、ABS 应用的环境分析	117

第三节	城市公共基础设施投融资方式最佳组合的可行性	118
第四节	BOT、TOT、PPP、PFI、ABS 应用的实例分析	122
第六章	民营化——加快城市公共基础设施建设步伐的有效途径	136
第一节	民营资本参与城市基础设施建设的进入分析	136
第二节	城市基础设施建设民营化中的政府职能分析	149
第三节	民营化是加快城市基础设施建设步伐的有效途径	156
第七章	BOT、TOT、PPP、PFI、ABS 应用的保障机制	167
第一节	政府在城市基础设施建设中的职能转换	167
第二节	全面应用 BOT、TOT、PPP、PFI、ABS 的金融配给	175
第三节	深化城市公共基础设施投融资体制改革	183
附录	我国城市公共基础设施投融资相关政策	187
参考文献	198
后记	201

第一章 投融资理论

资金融通的本质是指投资者借助金融机构和金融工具将分散的、闲置的资金集中起来用于投资活动的过程。在现代市场经济中，融资活动是在金融市场上，由金融机构通过标准化的金融合约或工具实现的。金融系统中的资金流通过一定的机制或体制使资金从盈余部门向赤字部门转移，这种转移活动的结果就是融资活动的完成。其中，资金盈余部门的一部分资金通过金融中介机构流向赤字部门（间接融资），另一部分资金通过金融市场直接流向赤字部门（直接融资）。有效的融资活动使金融资源得到了充分的配置，使融资者实现了其所追求的价值最大化和财富最大化。本章作为全书的开头篇，主要阐述投融资的基本理论、投融资体系和投融资的现实意义。

第一节 投融资理论概述

一、投融资理论综述

（一）投融资的基本理论

所谓融资，是指为支付超出现金支出能力的支出而采取的货币交易手段获取的财产时所采取的货币手段。^①投资的首要条件应该是有资金可投，因此，低成本的可获得资金的筹集是投资活动得以顺利进行的基本保证和前提。投融资本质上是指投融资主体借助于金融机构和金融工具将分散的、闲置的资金集中起来用于投资活动的过程。

在现代市场经济中，除了企业之间的信用融资外（主要通过商品的赊销和赊购行为来实现），主要的融资活动是在金融市场上，由金融机构通过标准化的金融合约或工具实现的。金融系统中的资金流可以用图 1-1 来表示。在图 1-1 中，箭头代表着资金从资金盈余部门向赤字部门的转移，这种转移活动的结果就是融资活动的完成。资金盈余部门的一部分资金通过银行类的中介机构流向赤字部门（间接融资），还有一部分资金通过金融市场直接流向赤字部门（直接融资）。

^① 王昕：《中国直接融资方式的发展》，145 页，北京，中国计划出版社，2000。

罗伯特·莫顿 (Robert C. Merton) 和兹维·博迪 (Zvi Bodie) 在合著的《金融学》一书中, 首次从金融系统职能的角度来理解金融机构及其在经济中的地位。他们把金融体系的职能归纳为六个方面: (1) 为经济资源跨时间、跨国界、在行业之间的转移提供途径; (2) 提供管理风险的途径; (3) 提供集聚资源和在不同企业分散股份的机制; (4) 提供清算与支付的途径, 用于服务与贸易; (5) 为协调经济中不同部门分权化的决策过程提供价格信息; (6) 为交易一方拥有信息而另一方没有信息或一方是另一方的代理人时产生的激励问题提供解决问题的方法。^① 可以看出, 其中第一项就是本书研究的投融资职能。

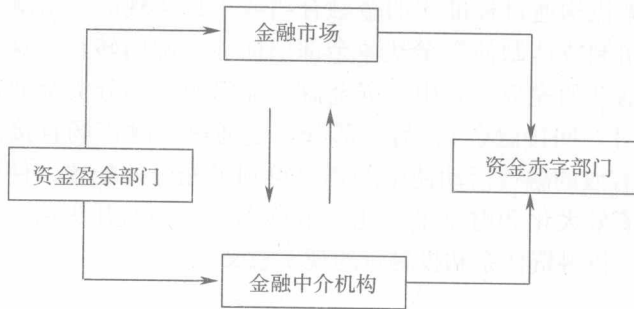


图 1-1 投融资中的资金流动

投融资活动运作过程一般会涉及三个方面的要求: 第一, 可供融通的资金存量, 即资金盈余部门的闲置资金量。这主要取决于一国的储蓄量和可以从国外引进的资金量。第二, 融资渠道和运行机制。这主要是指投资主体借助于什么样的机构, 通过什么样的渠道和方式 (工具) 来获得资金。在现代信用经济中, 融资体制及其机制决定着资金从盈余部门流向赤字部门的交易成本, 因而发挥着决定性作用。如一国在特定的时间内可供融资的资金量是一定的话, 那么融资的多少、融资的成本就主要取决于融资的体制和机制。第三, 融资的使用和偿付, 最终结果体现为融资效率和融资效果。融资效率是指资金流通、配置状态的优劣, 可以用金融市场的竞争性、资金价格机制的灵敏性、资本的流动性和转递的有效性来衡量; 融资效果是指融资活动的结果, 可以用经济发展来衡量。融资效率和融资效果决定着投资和融资两者之间是否形成良性的互动循环。与投资融通相关的三个方面要求是一个有机的整体, 共同制约着资金的有效积累和优化配置。

(二) 西方现代企业融资理论评述

融资决策是企业决策中的一个重要组成部分。现代企业所追求的往往不是

^① 王昕:《中国直接融资方式的发展》, 145页, 北京, 中国计划出版社, 2000。

产值的最大化而是资本市场的价值最大化,企业的市场价值是企业自有资本价值和债务价值的总和 (Modigliani 和 Miller, 1958)。企业为了达到价值最大化往往寻求最佳的融资结构。由于各种融资方式的资金成本、净收益、税收以及债权人对企业所有权认同程度等存在差异,在确定投资机会时,企业就需要根据自己的目标函数和收益成本约束来选择最合适的融资方式,以确定最佳的融资结构,从而使企业的市场价值达到最大化。关于融资结构的重要性,罗伯特·莫顿概括为两点:公司的资本结构决定了谁将获得企业未来多大部分的现金流量;资本结构也决定了谁来控制公司,一般是通过董事会主席的选举权来进行,但债券和其他贷款合同中也可以包括限制管理的条件,这些限制使放款人对公司的事务有所控制。^① 企业融资理论,就是有关企业资本结构选择的理论。

除了以杜兰德 (Durand, 1952) 为代表的早期企业融资理论学派外,现代的企业融资理论是以三大理论为基础的,它们分别是:20世纪50年代的莫迪格莱尼—米勒 (Modigliani, Miller) 的MM定理、60年代的资本资产定价模型 (CAPM模型) 和70年代的套利定价模型。以MM定理为中心的现代企业融资理论学派后来主要形成了两个分支:一个分支是以法拉 (Farra, 1967)、塞尔文 (Shavell, 1966)、贝南 (Brennan, 1978) 等为代表的税差学派,主要研究企业所得税、个人所得税和资本利得税之间的税差与企业融资结构的关系;另一个分支是以巴克特 (Batker, 1978)、阿特曼 (Altman, 1968) 等人为主的破产成本学派,主要研究企业破产成本对企业融资结构的影响。这两个分支最后归纳形成了以罗比切克 (Robichek, 1967)、梅耶斯 (Mayers, 1984)、斯科特 (Scott, 1976) 等人为代表的平衡理论。进入70年代以来,随着非对称信息理论研究的发展,理论界开始从不对称信息的角度对企业融资问题进行了深入的研究,其中最为著名的代表理论是最优序融资理论 (Mayers, 1984; Townsend, 1978)、代理成本理论 (Jensen 和 Meckling, 1984)、控制权理论 (Harris 和 Ravin, 1990; Aghion 和 Bolton, 1992) 等。

1. 现代企业融资理论的开端——MM理论

1958年,美国学者莫迪格莱尼和米勒在《美国经济评论》上发表的著名论文《资本成本、公司财务与投资理论》中得出MM理论,创建了现代企业融资理论的开端。该文深入考察了企业资本与企业市场价值的关系,提出在完善的市场中,企业资本结构与企业的市场价值无关,或者说,企业选择怎样的融资方式均不会影响企业市场价值。企业资本结构与企业市场价值无关的MM理论是一个非常令人意外的结论,它与流行的观点相悖并且引起了人们的不安和不理解,也接受了来自实践的挑战。这是因为这一理论有着严格的假设前提,即

^① [美] 罗伯特·莫顿、兹维·博迪:《金融学》,北京,中国人民大学出版社,2000。

没有企业和个人所得税、没有企业破产风险、资本市场充分有效运作等假定条件。从某种意义上讲,这一结论很像厂商在完全竞争市场上追求最大利润的那个简单模型,尽管这个模型不完全真实,但它为分析研究融资结构问题提供了一个有用的起点和框架。MM理论在受到实践的挑战后作了修正,加入了企业所得税的影响。按照美国的税法,企业对债券持有人支付的利息计入成本而免缴企业所得税,而股息支出和税前净利润要缴企业所得税。在缴纳企业所得税的情况下,MM理论得出的修正结论是:负债杠杆对企业价值和融资成本确有影响,如果企业负债率达到100%时,则企业价值就会最大,而融资成本最小。也就是说,最佳融资结构应该全部是债务,不应发股票。然而,这一结论仍与现实不相符。MM修正理论虽考虑了负债带来的纳税利益,但忽略了负债导致的风险和额外费用。

2. 企业融资的平衡理论

从广义概念上讲,整个企业融资理论体系就是一个完整的“平衡”体系,即都在研究融资结构的成本与权益的平衡问题,这里所指的平衡理论是20世纪70年代中期形成的“在负债的税收收益与破产成本现值之间进行平衡”而得到一个最优融资结构的理论,平衡理论又可分为平衡理论和后平衡理论。平衡理论的代表人物包括罗比切克(Robichek, 1967)、梅耶斯(Mayers, 1984)、考斯(Kraus, 1973)、鲁宾斯坦(Rubinstein, 1973)、斯科特(Scott, 1976)等人。该理论认为,制约企业无限追求免税优惠或负债的最大值的关键因素是由债务上升而形成的企业风险和费用。企业债务增加使企业陷入财务危机甚至破产的可能性也增加。随着企业债务增加而提高的风险和各种费用会增加企业的额外成本,从而降低其市场价值。因此,企业最佳融资结构应当是在负债价值最大化和债务上升带来的财务危机成本以及代理成本之间选择最适点。换言之,正是这些约束条件(其中最重要的是破产机制)致使企业不可能实现100%的债权融资结构,理想的债务与股权比率就是税前付息的好处与破产和代理成本之间的平衡。这一理论也可以说是对MM理论的再修正,从而更接近实际。

3. 企业融资的新优序理论

进入20世纪70年代以后,对信息不对称现象的研究逐渐渗透到各个经济学研究分支领域,信息经济学、博弈论、委托—代理理论等不对称信息研究理论得到重大发展和突破。众多学者也开始从不对称信息的角度来研究企业融资结构问题,并发表了一系列有代表性的文章,把企业融资理论推向一个新的阶段。其中,梅耶斯的新优序融资理论是最早系统地将不对称信息引入企业融资理论研究,其理论基本点是:(1)在信息不对称情况下,企业将以各种借口避免发行普通股或其他风险证券来取得对投资项目的融资;(2)为使内部融资能满足达到正常权益投资收益率的投资需要,企业必须要确定一个目标股利比率;