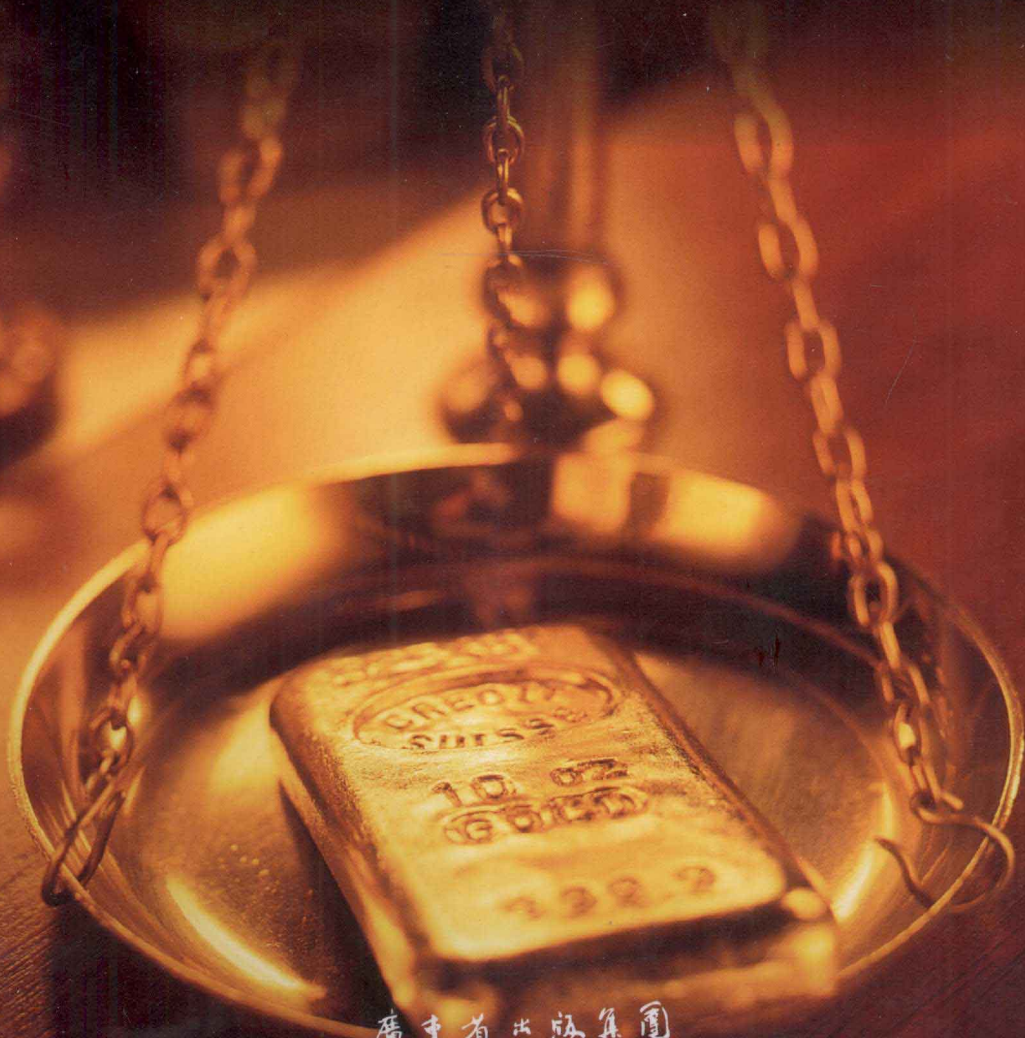


融资策划 实务

PRACTICE OF CAPITAL
FINANCING

蓝裕平◎著



廣東省出版集團
廣東人民出版社

融资策划 实务

蓝裕平◎著



广东人民出版社
广东经济出版社

图书在版编目 (CIP) 数据

融资策划实务 / 蓝裕平著. —广州: 广东经济出版社,
2010.9

ISBN 978—7—5454—0592—7

I. ①融… II. ①蓝… III. ①融资—策划 IV. ①F830.45

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2010) 第 171339 号

出版 发行	广东经济出版社 (广州市环市东路水荫路 11 号 11~12 楼)
经销	广东省出版集团图书发行有限公司
印刷	广东省农垦总局印刷厂 (广州市天河区棠东横岭三路 11~13 号)
开本	787 毫米×1092 毫米 1/16
印张	30.25 2 插页
字数	609 000 字
版次	2010 年 9 月第 1 版
印次	2010 年 9 月第 1 次
印数	1~5 000 册
书号	ISBN 978—7—5454—0592—7
定价	60.00 元

如发现印装质量问题, 影响阅读, 请与承印厂联系调换。

图书发行有限公司网址: <http://www.gdpgfx.com>

邮购电话: (020) 89667808 销售: (020) 89667808

地址: 广东省广州市海珠区宝岗大道 1377 号 A35—A37 档 邮编: 510260

本社营销网址: <http://www.gebook.com>

本社市场部地址: 广州市环市东路水荫路 11 号 11 楼

电话: (020) 38306055 邮政编码: 510075

广东经济出版社常年法律顾问: 何剑桥律师

· 版权所有 翻印必究 ·

序 言

蓝裕平是我在中山大学的同窗好友。大学毕业以后我们一直保持经常的联系，包括一些业务上或学术上的交流和合作。二十年前他为本人出版的译著《外汇、资金及贵金属交易工具》承担了全书校对工作。这次我很乐意为他的这部新著写序。

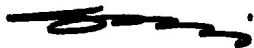
融资问题是企业的重要财务问题。伴随中国经济的高速增长，中国的金融市场也得到了长足的进步，给中国企业提供了更多的融资机会和融资途径。不过，一些企业通过资金筹措，规模从小做到大，实力从弱做到强；另一些企业却由于不当的融资运作或者没有适当控制财务风险而导致资金链断裂，甚至全军覆没。中国企业需要专业的指导以便在现代金融社会中生存和发展。

蓝裕平过去长期从事金融实务工作，有丰富的融资策划工作经验和业绩记录。因此，他的这本新著作——《融资策划实务》，明显有别于国内的同类书籍，能够真正体现金融实务工作者的需要，也可以为内地企业家们适应新的融资环境，进入资本市场提供有益的指导和帮助。这本书有两大优点：

1. 在论述有关的实务策划问题时使用了大量的案例做分析。作者在这个领域的各个方面都有比较深刻的认识和理解，因此其对每个案例的解读和分析都很深入。相信这种论述方法更受读者，尤其是实务工作者的欢迎。

2. 较全面地、准确地介绍了公司融资的相关理论，并详细介绍了在公司投资决策和融资决策中非常重要的“项目可行性研究”的方法。难能可贵的是，他把这部分技术性最强的分析方法的每个重要步骤都用 excel 表的截图详细展示出来，方便广大读者自学掌握。

这确实是一本值得向大家推荐的专业著作。



陈顺殷 2010年6月12日作序于香港

2005年10月，笔者在广东经济出版社出版了《企业融资战略》一书。该书出版后得到了各界人士的广泛重视，并在2006年9月第二次印刷。2007年年底打算在原书的基础上作修订。可是当与出版社讨论修订计划的时候，才发现要修改和补充的内容实在太多了，以至于出版社方面发现这根本就是一部新书的撰写计划。从2008年开始，笔者即开始着手对这本新书——《融资策划实务》的撰写，现在终于正式完稿。

笔者在撰写本书时强调两个重点：

第一，强调“投资可行性评估”方法的学习。

笔者在金融投资机构工作了近二十年，深知一个专业人士能否走得更远，与其所拥有的理论素养有很大的关系。有良好的专业理论素养的人，具有更强的理解能力，也具有更强的分析能力。任何金融活动，包括融资活动，都是金钱的交易。既然是交易就有一个对价的问题。对于公司融资活动的决策，基本上还是围绕着“对价”的研究：财务成本是否太高了？投资回报率是否符合要求？收购代价是否合适？等等。本书包含了与融资领域有关的主要金融学理论、财务分析方法、投融资成本与收益的技术分析方法，等等。与一般的教科书不同之处是，本书在讲解有关理论和方法的时候，尽可能使用 excel 表和/或金融计算器的运算和分析功能，尽量省略或简化枯燥的数学模型演示，提高这些理论和方法的实用性。正如马科维茨的投资组合理论所示，投资决策不仅要考虑投资收益，还要考虑投资风险。企业融资活动也必须考虑投融资风险问题，以保证企业持续稳定地发展。因此，本书不仅介绍关于状况分析和敏感度分析方法，还通过案例研究的方法，分析企业在融资活动中所可能面对的融资风险，提示风险控制在财务管理中的重要性。

第二，强调实务操作。

从2005年以来，中国企业的融资环境发生了巨大的变化：中国股权分置改革、新股发行方法和企业并购重组制度的改革理顺了中国股票市场的市场机制；2007年《公司债券发行试点办法》的颁布使公司债券这种重要的融资方式也成为中国企业资金筹措的重要选项；2009年年底创业板的开设，进一步改善了中国资本市场的结构，极大地推动了风险投资行业的发展，也改变了中小企业的融资方式。中国金融领域近年来的改革，使企业金融活动体现出越来越多的市场化特征，也使基于市场

化运作的现代融资理论和方法更加显示出其适用性和指导性。本书主要通过案例研究的方式,剖析近年来在企业融资领域中一些著名的成功和失败案例,帮助读者从中掌握融资策划的操作方法以及风险规避的思路。

本书适合各种类型企业财务人员、从事公司融资相关业务的金融机构和中介服务机构的专业人士,以及国家监管机构工作人员作为参考书,也适合作为高等院校财经专业高年级和研究生阶段关于“投资银行学”、“融资学”、“融资策划”、“资本运作”等课程的教材。

融资策划,尤其是公司上市重组策划,通常是高端的财务策划内容,其运作通常涉及公司最高管理层的决策。因此,对于针对企业中高层管理人员的EMBA和MBA等高端课程来说,本书可为相关主题的教学提供内容全面的教材。本书的内容包括八个部分。

第一部分 融资策划概论(第一章)

金融市场的各种活动互相都是关联的,市场的参与者必须具有全局性和整体性概念。这一部分从整个金融市场的角度介绍公司融资活动的形式和内容,从金融专业的角度讨论融资策划课程的基本体系。

第二部分 财务分析与资产估值方法(第二章、第三章)

财务分析与资产估值方法是金融专业最核心的知识,也是融资策划工作的基础知识。

第二章介绍解读财务报表的基本架构和财务分析的基本方法。财务报表是了解公司财务状况的最直接和最快捷的方法。了解公司财务状况也是一切融资策划活动的基础。财务状况的变化,更常是融资策划者在操作过程中贯穿始终的关注重点。金融专业的学生应该有专门的课程修读财务报表分析的内容,本章主要是照顾到一些非金融专业学生的需要。

第三章详细介绍资产估值的方法。公司在进行融资活动时,不可避免要涉及与投资者在融资对价上的谈判。融资项目成功运作,必然是因为融资者和投资者在估值方面达成了某种共识。“投资”和“融资”本来就是镜子里外的两方面。因此,资产估值,不仅是投资实务操作中的重要内容,也是公司融资实务中的重要内容。以下的问题都与资产估值问题有关:股票投资者需要评估某种股票是否值得购买;公司董事会需要决定是否应该批准增加一条生产线的投资;公司评估收购另一家公司的价钱是否合算;公司考虑是否在目前的股价水平下增发新股;风险投资公司考虑是否应该认购某家公司的股权……本章分别讨论资产估值中的相对估值法和绝对估值法。

相对估值法中市盈率法是资产估值方法里最容易使用的方法,而且也是最广泛使用的方法。本章第一节讨论了市盈率估值法的相关问题,希望能够帮助读者较准确地掌握这种方法。

绝对估值法指现金流贴现估值法,这个方法被认为是最科学、最客观的估值方法。为了帮助非金融专业背景的学生掌握基础的知识,笔者从货币的时间价值讨论开始,由浅入深地介绍现值、终值以及现金流贴现估值的计算和分析方法。本章的特色是简化对估值模型枯燥的演示,通过 excel 表和金融计算器的运用介绍,使看起来高深的数量模型变成简单且易操作的方法。对于金融类专业的学生,如果在别的课程中如“财务管理”或者“投资学”对资产估值和资本预算的内容已经有较深的讲解,那么这一部分的内容可以仅作简略的复习。

第三部分 融资理论与融资理念 (第四章、第五章)

近年来有不少民营企业家在融资及资本市场运作中陷入某些“金融骗局”或者错误的融资运作,导致“资金链断裂”甚至被清盘等结局。这些案例中有很多是由于决策者对资本市场缺乏正确的成本概念和市场观念,导致他们不能理性地思考并分辨真伪。这一部分通过对西方资本理论与融资理论的论述,试图帮助读者构建一个资本市场的观念框架,以便理解市场中的各种现象。同时笔者还将通过案例的分析,指出企业家应该形成一种理性、务实的融资理念。

第四章主要介绍现代西方金融理论中指导企业融资的几个重要理论:资本结构理论、莫迪格连尼—米勒定理和“啄食”理论。

第五章介绍企业内源融资和外源融资方式,同时通过案例研究,讨论在融资策划中控制风险的重要性和基本理念。

第四部分 债务融资策划 (第六章、第七章、第八章)

本部分主要以案例研究方法介绍各种债务融资方式及其运用的条件和代价,以帮助企业选择确定合适的债务融资战略。在案例研究中,笔者反复强调企业必须注意对财务风险的控制。

第六章针对企业的特点,讨论国内银行体系信贷政策以及企业利用银行信贷资金的策略。同时,本章也讨论目前民间信贷的情况,以泓源系为例进行分析并提出:企业在利用高成本的民间信贷资金时必须注意控制财务风险。

第七章从公司债务融资工具及其市场简述开始,并讨论中国企业如何运用融资券和债券等工具进行债务融资。公司债券是西方成熟市场公司债务融资的重要工具。2007年《公司债券发行试点办法》的颁布使公司债券这种重要的融资方式也成为中国企业资金筹措的重要选项。可以预见,公司债券市场不仅会成为国内越来越重要的投资市场,也会成为越来越重要的公司融资工具。

第八章从企业的资产负债表分析开始,讨论信用融资的各种形式。商业信用,是一种成本较低的债务融资方式,商业信用管理是企业财务管理中的重要组成部分。本章还以海尔和顺驰利用商业信用融资的案例讨论,来说明商业信用融资在现代企业社会中的重要性。顺驰公司,从一个利用商业信用融资获得高速成长的房地产公司最后堕落为一个被低价收购的对象,应该引起人们对于财务风险的重视。该案例

应该有助于我们正确看待房地产企业的高收益背后的高风险。

第五部分 资产证券化与私人股权融资（第九章、第十章）

本部分主要讨论信托融资策划和私人股权融资操作的问题。

第九章尝试从资产证券化及其操作来解读次级按揭危机产生的原因。中国在资产证券化方面比较落后，因此在这次金融危机中所受到的冲击也比较少。不过，资产证券化是金融市场发展的产物，有其推动经济发展的积极的一面。随着中国经济的增长和金融市场的建立，资产证券化也将逐步成为国内企业融资的重要方式。国内通过信托投资和信托融资在资产证券化方面已经有了一定的发展。本章还介绍了通过集合信托计划进行融资的方法，同时还讨论信托融资常常作为表外负债在财务上的操作以及在企业并购中的辅助功能。

第十章从投资与融资两个角度讨论私募股权融资的特点及其运作模式。中国资本市场规模近年来迅速扩大，尤其是创业板的设立，吸引了大批的国内资金参与对中小企业的风险投资，改善了中小企业的融资环境。

第六部分 股票市场融资策划（第十一章、第十二章、第十三章）

一家企业发展到一定的阶段需要考虑到股票市场发行股票并挂牌上市。

第十一章讨论企业上市对于企业的影响。让拟上市企业的决策者明白企业上市的得与失，是企业上市融资策划的第一步。

第十二章介绍直接上市中有关的企业重组与上市的操作。直接上市，指企业通过股权重组、资产重组、组织架构重组以达到某一个特定证券交易所对上市公司的要求，并获准公开向公众发行新股并挂牌交易的目的。本章介绍国内主板上市和创业板上市的基本要求，同时从笔者的经验论述企业在上市前的重组中需要重点解决的几个问题——股权重组、资产重组和业务重组。

第十三章通过有关的数据，全面了解中国股票市场的状况和制度，同时也了解中国的上市公司的基本情况。

第七部分 海外上市与融资策划（第十四章—第十六章）

在本部分，笔者以案例分析讨论民营企业进入资本市场所面临的一系列战略抉择问题，包括市场选择、上市模式选择、直接上市与间接上市途径、收购兼并中的运作战略、资产与财务分析等。

第十四章介绍国际资本市场的基本情况，以及美国和中国香港市场对于上市公司的基本要求。

第十五章介绍国内企业在海外上市的两种模式——国企股模式和红筹股模式。尽管这两种模式都可达到在境外股市发行上市的目的，但在股权和运作形式上有很大差别。从两种模式的特点来说，红筹股模式对于民营企业是较优的选择。不过，红筹股模式涉及境外资金及资产转移等难题，有较大的操作难度。本章通过对“无锡尚德”在美国纽约证交所上市的成功案例，解读国内企业在海外上市操作中解决

股权重组和引进海外风险资本的运作方法。本章还剖析“中国特种纤维”在香港上市后遭遇“黑色十分钟”而破产清盘的案例，提醒国内企业家必须注意海外上市的相关风险。

第十六章介绍在中国香港和美国买壳上市操作的基本方式，还讨论了在国外买壳上市操作中可能遇到的几种陷阱，提醒国内企业在国外买壳上市的时候，必须重点关注的几个问题。本章还通过对香港盈科买壳上市的案例分析，解读间接上市策划的具体方法，相信其对我们了解资本市场的特点、买壳上市的操作技巧等方面都很有启发。

第八部分 中国企业并购策划与市场估值研究（第十七章、第十八章）

本部分讨论在中国企业并购策划以及资本市场估值的问题。

第十七章讨论在中国进行企业并购策划的问题。中国股权分置改革、新股发行制度改革、证监会针对上市公司重大资产重组以及企业并购政策的调整，逐步理顺了中国资本市场的各种关系，使国内买壳上市和企业并购的运作更加市场化，也更加规范。本章通过对近年国内股市发生的几个买壳上市案例的分析，解读有关上市公司并购操作的基本方法。

第十八章又回到了财务策划的合适问题——资产估值。所有金融交易都是金钱的交易。中国企业在选择融资方式、选择上市地点等方面的决策中，都需要考虑融资成本。而融资成本会体现在 IPO 价格确定以及上市后的市场估值。因此，本章从供求两方面来考察中国股票市场的估值水平，同时还选择了几个重点行业对于中国企业在中国内地和香港、美国市场的估值水平进行比较分析，希望不仅对投资者，也对融资者的相关决策有所帮助。

使用本书作为授课教材的教师，如需要本课的 PPT 课件，可以通过电子邮件与笔者联系。

目 录

001	序言
001	前言与导读

第一部分 融资策划概论

003	第一章 融资策划概论
003	第一节 从金融危机看金融体系的重要性
005	第二节 金融体系与融资方式
009	第三节 财务管理与融资策划
013	第四节 关于融资课程教学的建议

第二部分 财务分析与资产估值方法

019	第二章 财务报表与财务分析
019	第一节 资产负债表
022	第二节 损益表
024	第三节 财务比率分析
035	第三章 资产估值与资本预算
035	第一节 市盈率估值法
046	第二节 现金流贴现估值法
063	第三节 自由现金流分析
067	第四节 投资项目可行性研究案例
070	第五节 状况分析与敏感度分析
078	第六节 管理上的其他选择

第三部分 融资理论与融资理念

083	第四章 现代融资理论
083	第一节 公司资本结构
087	第二节 资本加权平均成本
091	第三节 资本结构理论
097	第四节 融资顺序选择理论
102	第五节 案例分析：融资骗局案例剖析

104	第五章	融资方式与风险控制
104	第一节	内源融资及其运作
111	第二节	外源融资形式简述
115	第三节	原始积累时期的融资方式
118	第四节	新环境下的融资战略
123	第五节	周正毅的融资冒险与代价

第四部分 债务融资策划

131	第六章	信贷融资策划
131	第一节	国内银行信贷政策与管理
134	第二节	运用银行信贷的战略
138	第三节	中小企业信用担保
142	第四节	民间信贷市场
147	第五节	小额贷款公司
150	第六节	案例分析：泓源系的融资陷阱
155	第七章	公司债券融资策划
155	第一节	债务融资工具
158	第二节	公司债务融资工具估值模型
163	第三节	债券的收益率与估值
175	第四节	国内公司债务市场
181	附录一	《关于小额贷款公司试点的指导意见》
184	附录二	《公司债券发行试点办法》
188	附录三	《短期融资券管理办法》
193	第八章	商业信用融资策划
193	第一节	商业信用的种类
197	第二节	海尔集团使用商业信用资源的策略
199	第三节	从顺驰的运作看商业信用在房地产开发中的作用

第五部分 资产证券化与私人股权融资

207	第九章	资产证券化与信托融资策划
207	第一节	资产证券化与信托
212	第二节	信托投资与集合信托计划
218	第三节	集合资金信托计划案例
226	第四节	信托在资本运作中的作用

231 附录 信托公司集合资金信托计划管理办法

239 第十章 私募股权融资策划

239 第一节 私营企业的私募股权融资

242 第二节 风险投资机构及其运作

248 第三节 引进风险投资

254 第四节 引进战略投资者

第六部分 股票市场融资策划

259 第十一章 公司上市的战略意义

260 第一节 公司上市使公司市场价值提高

263 第二节 建立长期的资本融资渠道

265 第三节 帮助公司建立规范管理的现代管理制度

267 第四节 上市公司在收购兼并方面的优势

271 第五节 期权 (Option) 激励

273 第六节 公司上市是一个清理“原罪”的过程

274 第七节 公司股票上市的代价

277 第十二章 公司内地股市上市标准与公司重组

277 第一节 公司重组与上市操作

285 第二节 间接上市及其操作

289 附件一 《首次公开发行股票并上市管理办法》

296 附件二 《首次公开发行股票并在创业板上市管理暂行办法》

303 第十三章 中国股票市场与上市公司

303 第一节 从统计数据看中国资本市场的迅速发展

309 第二节 股票市场的遗留问题及其改革

第七部分 海外上市与融资策划

319 第十四章 国际主要股票市场状况及上市要求

319 第一节 世界股票市场概况

324 第二节 美国与香港证券市场的上市条件

335 第十五章 海外上市模式选择与上市策划

335 第一节 国企股模式与红筹股模式比较

336	第二节	国企股模式的基本形式与操作程序
338	第三节	红筹股模式的基本形式与操作程序
340	第四节	案例分析：“无锡尚德”在纽交所 直接上市之路
356	第五节	案例分析：福布斯富豪陈顺利梦碎 香江

363 第十六章 海外买壳上市策划

363	第一节	境外间接上市的运作方法
373	第二节	海外上市中的陷阱
382	第三节	案例分析：盈科买壳上市操作

第八部分 公司并购策划与资本市场估值研究

391	第十七章	公司并购策划
391	第一节	国内买壳上市策划
398	第二节	国内间接上市的基本运作模式
400	第三节	国内买壳上市的案例分析
406	附录一	《上市公司证券发行管理办法》
417	附录二	《上市公司收购管理办法》
436	附录三	《上市公司重大资产重组管理办法》
448	第十八章	中国内地公司在资本市场的估值研究
448	第一节	中国内地股票市场估值问题研究
458	第二节	中国内地公司在不同资本市场的估值 比较研究
471		后记

第一部分

融资策划概论

本部分介绍融资策划的基本概念与基础知识。

第一章从整个金融市场的角度介绍公司融资活动的内容，从金融专业的角度讨论融资策划课程的基本体系。金融市场的各种活动互相都是关联的，市场的参与者必须有一种全局性和整体性概念。

合瑞一室 金瑞拟策資創

馬安銀基三念其本基的以策資辦其有本
本因的而古資起可全位介製計而多不輸金个些以有—其
加安市銀金—策其本基的對和以策資辦其有安銀的业會銀金从
保押銀全其—其安銀基其安銀銀其—其安銀銀其安銀銀其
金銀其有安

本章从整个金融市场的角度介绍公司融资活动的内容，从金融专业的角度讨论融资策划课程的基本体系。金融市场的各种活动互相都是关联的，市场的参与者必须有一种全局性和整体性概念。

第一节 从金融危机看金融体系的重要性

2008 年开始的国际金融危机爆发以后，很多人感到迷惑不解，明明美国是金融风暴的震中，而且大家都预期美元将会出现暴跌。可事实上受金融危机影响最大的反而是一些新兴的经济体，如韩国、东欧国家、俄罗斯等。这些国家的货币相对于美元的汇率在短期内贬值超过 50%，导致经济出现震荡。在 2008 年间每 1 美元兑韩元的汇率从约 950 韩元上升超过 1500 韩元（如图 1）。同期，每 1 美元兑俄罗斯卢布的汇率从 23 卢布升至 36 卢布（如图 2）。货币贬值加速本国资金的流出，导致本国通胀率上升，货币紧缩，利率上升。2008 年在全球通胀率下降的情况下，俄罗斯的通胀不跌反涨。俄罗斯货币当局为了稳定本国货币，不得不大幅提高卢布利率到 13%，以吸引资金留在本国。试想当利率维持在这么高的水平，有多少做正行生意的人敢去银行借钱呢？可想而知，实体经济肯定会受到影响。据俄罗斯官方公布

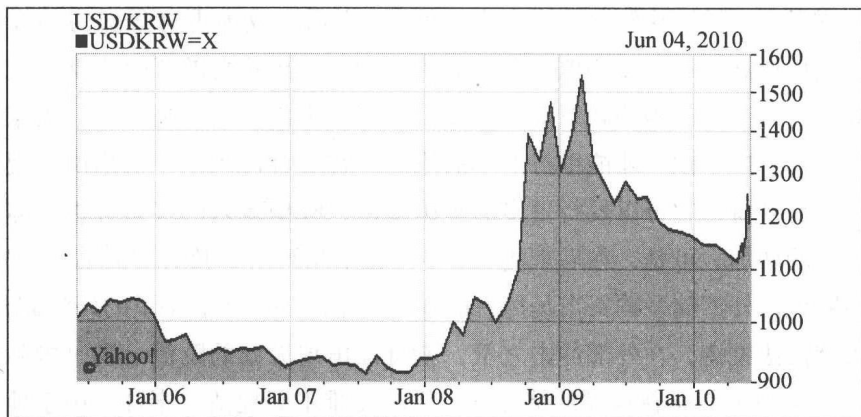


图 1 韩元兑美元汇价走势图（韩元/美元）

资料来源：雅虎财经网站。

的数据^①，俄罗斯在2009年第一季度国内生产总值环比（与上一期相比）下降7%，而同比（与去年同期相比）下降9.5%，同期失业率和通胀率也分别同比大涨10%和14%，均高居八国集团（G8）成员国之首。政府预测俄罗斯2009年国内生产总值（GDP）将下降6%~8%。

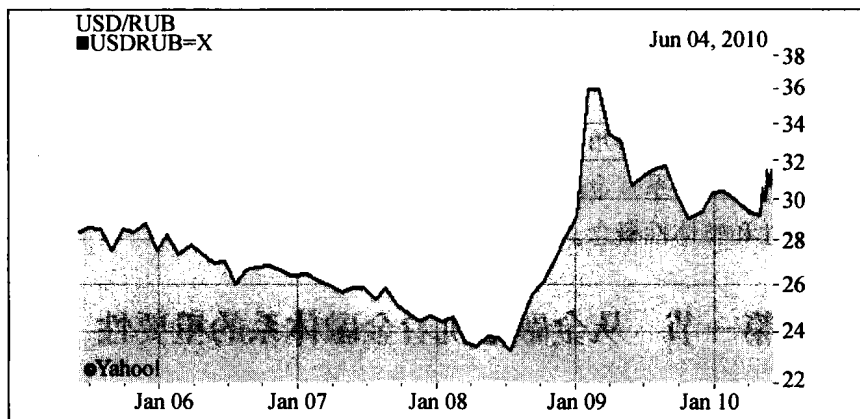


图2 俄罗斯卢布兑美元汇率走势图

资料来源：雅虎财经网站。

在十年前的亚洲金融危机中，泰国、马来西亚、印度尼西亚、韩国等国家经济受到重创，国际对冲基金们不费一枪一炮就席卷了这些国家大量的财富。我们来看看亚洲金融危机的原因，就可以看到金融体系安全的重要性。

日本在战后得益于诸多因素实现经济起飞，同时带动了“四小龙”等亚洲国家。当时国际资本蜂拥流入这些新兴市场经济国家，带动当地经济的高速成长，也推动了当地的股票市场和房地产市场价格上涨，让当地人民享受到经济成长的喜悦。1989年日本经济泡沫爆破，这些亚洲新兴经济体也经受了打击，而中国实行改革开放政策（尤其是1992年邓小平“南方谈话”）以后，成为更有吸引力的投资流入地，导致其他亚洲新兴国家和地区资金流入减少，甚至原有的资金也出现流出。泰国等国家实行与美元挂钩的联系汇率制度，在资金进出自由的情况下，国家货币当局必须在市场加以干预，才能维持汇率的稳定。在资金流入多于流出的情况下，政府还比较容易维持，它可以发行更多的本国货币，吸纳流入的多余外汇，体现为本国外汇储备的增加。可是，在后来流入小于流出的情况下，政府却面临巨大的压力，它必须不断地以外汇储备购买市场抛售的本国货币。一旦政府手里的外汇储备不足，本国货币就没法维持，在外部冲击之下，就可以出现大幅的贬值。当时国际金融市场“大鳄”索罗斯就是在这样的情况下，主动发难不断地沽空泰铢。由于他在市场

^① 高健：《俄罗斯今年GDP或降6%~8%》，载《中国证券报》，2009年5月27日。