

# 企业融资

# 结构研究

万解秋 著

**21st Century  
Scholars of  
Economics Series**

二十一世纪  
经济学人著系

复旦大学出版社

21 世纪经济学人著系

# 企业融资结构研究

万解秋 著

复旦大学出版社

**图书在版编目(CIP)数据**

企业融资结构研究/万解秋著. —上海:复旦大学出版社,  
2001.3  
(21世纪经济学人著系)  
ISBN 7-309-02782-5

I. 企… II. 万… III. 国有企业-融资-经济结构-  
研究-中国 IV. F279.241

中国版本图书馆 CIP 数据核字(2001)第 05285 号

---

**出版发行** 复旦大学出版社  
上海市国权路 579 号 200433  
86-21-65102941(发行部) 86-21-65642892(编辑部)  
fupnet@fudanpress.com <http://www.fudanpress.com>

**经销** 新华书店上海发行所

**印刷** 复旦大学印刷厂

**开本** 787×1092 1/16

**印张** 14.75

**字数** 224 千

**版次** 2001 年 3 月第一版 2001 年 3 月第一次印刷

**印数** 1—3 000

**定价** 23.00 元

---

如有印装质量问题,请向复旦大学出版社发行部调换。

版权所有 侵权必究

## 内 容 提 要

近十年来,涉及许多国家和地区,乃至整个全球的金融与信用危机频频暴发,引起了金融机构的脆弱与银企关系的恶化,使企业的融资结构问题成为理论界和实业界关注的热点。

本书共分八章,探讨了企业融资结构的理论与实践问题,其中的主干是对我国的国有企业融资结构问题进行剖析和思考,论证了企业融资结构对金融体系的重大影响,以及金融体系的重构等问题。与同类书不同的是,作者引入了案例分析一章,使读者在阅后能很快拉近理论与实践的距离。

# 序

苏东水

万解秋同志的新作《企业融资结构研究》，是我国改革开放以来专注于投融资理论、又把握现实经济的一部创新之作，是从企业融资结构角度研究我国投融资体制及其变革的一项新成果。

我国的经济体制改革，已历经 20 年之久，改革对于我国传统经济体制与经济结构的冲击与影响是十分巨大的，主要体现在经济活动主体的多元化与市场体系的逐步发育，并由此引发了宏观经济管理体制的变革。应当看到，我国经济成分的多元化发展与现代企业制度的建设，代表着一个新的市场体系的崛起，对传统经济结构形成了直接的冲击，其产生的影响是多重的，如国有经济垄断地位的衰落与国有企业制度的经营困境，传统行政管理体制的权力削弱与效率递减，宏观经济调控体系的发育滞后，投融资体系的矛盾与结构错位等等。而经济体制改革的推进与矛盾的展现也对经济学理论提出了挑战。如何来解释体制改革的逐步推进，如何解决改革进程中突现的矛盾，是摆在经济学理论面前的迫切任务。

企业的多元化发展与现代企业制度的建设被认为是市场经济体系的核心，与此相应，宏观经济调控体系也必须向市场经济体系方向转化。这种依存关系已被理论界所认识与重视。我在 1980 年代中期就对宏观经济管理体制的变革问题作出了专门的研究。但是，在企业结

构与宏观经济调控体系的转轨过程中,仍然出现了一系列的矛盾与不适应性,而这些问题则没有被以往的经济理论所重视。其中最突出的就是在转轨过程中投融资体制所表现出的矛盾与结构性错位,事实上已影响到了经济转轨的推进与稳定,对金融体系、信用关系、金融市场的发展产生了巨大的影响。

研究经济转轨体制下的金融体系与金融结构的变革,是解释经济改革过程中一系列矛盾的重要领域,同时也是回答金融体系及结构改革所不可缺少的。但已有的研究与探讨主要集中在以下几方面:(1)国有银行的商业化改革与企业化经营;(2)金融体系的多元化发展与对外开放;(3)金融市场的发展与直接融资体系的培育;(4)银企关系的调整。然而,金融体系改革的分析研究并没有涵盖市场经济体系下银企关系调整与投融资体制改革的全部内容。融资体系在市场经济体系发育过程中展现的种种矛盾可以说是目共睹的,但在这方面的研究与探讨还是很不够的。而万解秋同志的这部著作正是对这一领域研究的拓展。他从企业融资结构这一特殊的角度入手,展开了对融资体系和融资结构变迁的分析,揭示的是银企关系与投融资体制的矛盾运动与发展问题。因此,本书的研究视角是特殊的,分析体系是独特的,其研究的结论具有独到之处,是一部研究探讨我国经济转轨过程中投融资体制结构矛盾与变革的力作。

结构,乃比重的含义。企业融资结构,其反映的直接含义可以理解为企业资本来源的构成。这个看似十分表象的问题,却隐藏着十分复杂的经济关系。早期的财务学家从资本结构中看到了资本与负债的结构关系,揭示出了其对企业的资本收益、财务成本与经营稳定性的影响,形成了企业资本结构理论。而经济学家的进一步研究,则发现了资本结构及其变化过程中包含了更多的信息,如企业的控制权问题,企业内部的治理结构问题,企业经营的目标与稳定性问题等。我们看到,这些分析所揭示的主要是企业内部的经济关系,他基本上是企业微观层面上的相互关系。而本书则从企业融资结构出发,揭示了银企关系的特殊构造及各自的财务基础,说明了企业的资本结构能反映当时的金融体系结构及投融资体制的组织结构,从特定的角度勾画出了企业资本结构与宏观金融体系之间的联系方式。作者在这方面的研究是有创

见的,其分析是基于现实的,其引用的资料也是丰富的,因而其得出的结论也是可信的。

纵观全书,虽只分为八章,但分析的思路十分清晰,理论体系与构架甚为严密。作者从资本形成与企业融资结构的一般关系出发,分析了传统计划经济体制下的企业融资结构,转轨经济体制下的企业融资结构,以及市场体系下的企业融资结构,从中揭示出了企业融资结构的差异,变革过程中的矛盾,以及其所展示的经济关系。作者的理论分析经得起推敲,其对现实的概括实事求是,其对策分析及其思路是有针对性的,对我国融资体系的变革与投融资体制的改革有着十分积极的借鉴意义。

此书篇幅并不冗长,但言之有物,论述所及均是矛盾与事实,相信能对读者有所裨益。

2001年2月8日于复旦大学

# 前 言

企业融资结构问题的研究起因于近年来频繁爆发的信用危机和银企关系的严重恶化,这种信用的混乱与信用危机所展示的内涵,是1978年我国推行改革开放以来企业制度变革与金融体制改革的严重错位,它使我国的投融资体系在现代企业制度和市场经济体系被推进的条件下,出现了一系列的问题。

对于金融体系和金融活动中所展现的矛盾与混乱,人们有着种种不同的解释,有从金融制度变革与金融控制体系角度来分析问题的,认为经济体制改革使控制体系松动,金融体系发生外延扩张,金融体系内部也因体制的局部变革使控制松动,而控制与管理效率的降低则是信用混乱与危机发生的根本原因;但相反的意见则认为金融体系的矛盾与信用危机来源于同一因素,即我国的金融制度与金融体系的改革滞后,原有的投融资体制已无法适应新的企业制度与结构,信用危机与混乱是金融体制非市场化的必然结果。而1997年东南亚金融危机的爆发又引发了人们对金融体系改革与市场化发展的极大恐慌,一种对危机的合理的理论解释就是金融体系的市场化发展速度与开放太快了,它招致了无法预料和控制的风险,其直接的含义就是金融活动的市场化势必带来控制的松动,它又等同于金融监控的失效,金融危机因此只是早晚的事。与此相应,我国金融体系的市场化进程是滞后的,它因此而成



了金融危机的防火墙,这不仅仅是因祸得福,我们应对金融体系的市场化及开放予以深刻反思。

麦金农的《经济市场化的次序》一书是对 20 世纪 90 年代以来转轨经济体制国家经济改革进程及成效的全面总结,而他提出的金融体系市场化改革滞后维持了转轨经济国家经济稳定发展的结论,与上述思想是相呼应的,这一思想得到了认同。而且这一思想强化了金融体系的不稳定性来自于金融体系市场化改革的理论体系。

但随着金融危机的消逝与影响的减弱,我们原来面对的矛盾又显现出来了,金融体系的低效率,信用体系的极度混乱,投融资体系的市场化受阻,企业的融资体系萎缩且陷于矛盾之中,按照原有的理论体系,根本无法找到解决这一矛盾的出路。我们无法坚持那种通过金融管制求得金融体系稳定的观点,更无法相信依靠金融改革的滞后来获得效率的论点。而通过金融体系的改革与市场化发展才能使投融资体制获得脱胎换骨的改造,使其与企业的市场化发展相适应。

在认识与分析金融体系的矛盾与改革方向时,有着不同的理论与思想,它们有的从金融体系的角度展开分析,而有的则从企业的角度来展开分析,也有的是从宏观管理体制角度展开分析的,因而其结论也有着较大的差异。究竟怎样才能全面地揭示金融体系的矛盾与金融体系改革发展的方向,我们看到了融资结构问题。从企业的角度看融资结构,是一个非常合理的切入点,它一方面反映了金融体系的特质与运行效率,另一方面它也反映了当时企业的结构与运行机制,它能真正地揭示银企关系和投融资体系所面临的问题与矛盾。虽然研究银企关系以及对投融资体制问题与矛盾的分析也已十分多见,但这些分析的局部性十分明显,未充分揭示融资体系与企业体制内在的相关性。而从企业的融资结构着手,则能依据结构性矛盾来分析其成因,进而可揭示存在于金融体系与企业制度内部的问题,以及银企关系中的矛盾。我们的研究发现,企业的融资结构,在既定的体制框架下,要受资本来源与形成方式的直接影响,而企业的融资结构,又对企业的财务结构及运作产生影响,使企业的投融资行为发生根本性的变化。作为投融资体系的内生变量,企业的融资结构事实上又对金融体系的融资结构与效率产生了内在的影响。显然,从企业融资结构出发的研究,能对投融资体

系的问题与改革方向提出一个较全面的思路。

作为对融资体系与融资结构的一个探索,本书获得了大量文献的支持,从米勒的资本结构理论到青木昌彦的银行介入型融资模型,到国内学者对金融体系及银企关系的研究,这些都构成了融资结构问题研究的理论先导。

在本书的写作过程中,我在一系列的学术活动中得到了启迪与帮助,洪远朋教授在企业制度与融资倾向关系方面提出了建设性的意见,张晖明教授关于国有资本存量结构调整的思想也给作者以影响,而“公司制与国有企业再生”研讨会上学者们的尖锐意见,也给了作者以极大的启迪。同时,我要感谢陈莉、徐涛与陈华三位,他们为收集案例整理文献提供了帮助。当然,书中所有的思想观点与谬误责任都由作者本人负责。

万解秋  
2001年1月

# 目 录

导论.....	1
<b>第一章 资本形成与融资结构 .....</b>	<b>12</b>
一、企业组织与资本形成的问题 .....	13
二、公司企业的发展与资本控制权 .....	15
三、内源融资与外源融资 .....	18
四、外源融资与公司资本结构:从理论到实际 .....	25
五、融资结构与公司资本治理:一个有待研究探索的问题 .....	31
<b>第二章 资金划拨型体制与企业的融资关系 .....</b>	<b>36</b>
一、外源性的财政供给制度与政企关系 .....	37
二、内源性融资与企业的组织 .....	43
三、资金供给体系中的企业成本与投资行为 .....	47
四、金融机构与企业的关系 .....	55
<b>第三章 转轨经济与企业融资关系的结构性矛盾 .....</b>	<b>58</b>
一、转轨经济与企业制度的改革 .....	59
二、“拨改贷”与企业融资关系的变革 .....	63

三、金融机构的角色:双重使命 .....	75
四、银企关系的错位与信用危机 .....	81
五、“债转股”与国有资本金制度建设:是一个新时代的 开始吗? .....	84
六、经济转轨与国有企业融资的“内外交困” .....	87
<b>第四章 转轨经济与直接融资的市场空间 .....</b>	<b>91</b>
一、信用混乱与信用危机 .....	92
二、市场的兴起与直接融资 .....	98
三、市场的发展与融资空间 .....	118
四、企业资本结构的二元化及其矛盾 .....	128
<b>第五章 转轨经济与融资关系的新挑战 .....</b>	<b>134</b>
一、“英美模式”及其保持距离型融资 .....	135
二、企业发展动力与融资成本说 .....	141
三、“日德模式”与杠杆型融资 .....	145
四、主银行制度:是否作为一种银企关系解? .....	151
五、银行与资本市场:究竟以谁为主体? .....	160
<b>第六章 结构变革与融资体系选择 .....</b>	<b>168</b>
一、现代企业制度及其财务结构含义 .....	169
二、企业治理结构的变革与融资关系 .....	178
三、金融结构变革与融资体系 .....	183
<b>第七章 融资体系改革的政策思考 .....</b>	<b>186</b>
一、重塑银企关系,治理企业财务结构 .....	186
二、推进资本市场多层次开放式发展,建设直接投融资 体系 .....	191
三、建设金融业市场化与企业融资市场化的新体制 .....	196
<b>第八章 案例分析 .....</b>	<b>204</b>

一、凤凰股份有限公司的融资与投资 .....	204
二、郑百文的兴衰与投融资机制 .....	211
<b>主要参考文献</b> .....	<b>218</b>

# 导 论

## 1

企业的融资结构问题,是随现代企业制度的出现而形成的,它要揭示的是企业在特定环境下资本的来源,资本获得的方式以及资本的形成结构。企业作为独立的经济组织,其融资结构往往是一定金融体系结构、企业组织制度及经营方式、当时投融资体制安排的直接产物。两者之间的关系对企业及金融体系的运行方式有着直接的影响,因而其为经济学所格外的关注。

随着现代企业制度的出现和公司法人的外部关系安排,公司企业的融资结构越来越为经济学所重视。从企业的经营及发展演变过程看,融资结构对企业的资本结构、市场价值、经营效率、企业的稳定性以及控制与治理结构都有着重大而直接的影响。这一作用进一步影响到金融体系的运行及国民经济体系的稳定与安全。

现代经济学从科斯的交易费用理论到莫迪利安尼(Modigliany)和米勒(Miller)的企业资本结构与市场价值不相关理论(称MM理论),都对企业融资结构予以特别关注。其原因乃是融资结构对企业的成本水平、市场价值表现,以及公司内部的法人治理结构有着至关重要的影响。融资结构对投资者、企业经营者以及债权人之间的契约关系也有

着直接的作用。这一点,对于我国现代企业制度的建设与发展也有着至关重要的影响,对企业体制改革的取向有直接作用。

在确立现代企业制度的过程中,公司法人组织是被作为一种较为完备的企业形态对待的,这也是现实经济中最普遍的选择。作为现代企业制度的根本标志,公司法人资本及其独立性得到了确认,无论是银行,还是社会公众与政府,都只能作为投资者行使权力,而不得直接控制或介入企业经营。公司资本的外源性结构也被认为是一个重要的标志。通过外部融资来获得资本是现代企业制度的根基,无论是股权资本,还是债务资本,都只能来自企业外部,这从根本上改变了传统国有企业国家投资、财政拨款、行政管理的模式,并真正为割断政企合一的纽带打开了一条通道。可以说,外部融资关系的确立,是现代企业制度建设与投融资体制改革与转轨的关键一步。

外源融资体系的建立,使企业建立了法人资本金制度。同时也为企业运用债务资本(资金)奠定了基础,这既是公司企业建立法人治理的条件,同时也是企业获得外部资金注入以推动经济增长的动力。企业的内源性融资,包括自身积累,是企业发展所必需的,但不是充分的。而企业的外源性融资,又涉及到资金的融通渠道,即通过何种方法,何种渠道向企业注入资金,这种融资方式对企业的融资结构有重大制约,对该时期金融体系的结构、效率以及市场的发展规模都有着至关重要的影响。企业的融资方式与结构是既定投融资体制的直接反映,而融资方式及融资结构的变革也势必对既有的投资、融资体系及市场体系下的金融运作方式产生冲击。

## 2

每一种公司融资体制及其安排,都需要有对公司的运作与经营行为进行监控与制约的机制,其主要功能涉及企业经营信息的收集与对公司决策能力的评估。这种监控包括了对潜在项目与新客户的事前评估监控,其次是对贷款或投资项目的事中监控,以及公司经营陷入困境后的事后监控(青木昌彦,1998年)。显然,金融体系与金融市场在实施融资与监控中具有不可替代的作用。在行政式融资或财政拨款体制

下,国家成为投资主体,实行国有企业体制。在这种垂直型的控制体系中,没有来自社会成员或法人的投资参与,资本的分配与项目的选择也没有金融市场的调节作用。与此相应,投资项目安排完全由行政计划决定,对企业经营的监控,包括信息与决策的评估监控,均由行政机构直接作出。行政式的投融资在缺乏市场评估体系的条件下,必须依靠自身的信息收集与分析能力来评估与监控投资项目。要完成这一工程,必须解决企业的信息收集与处理问题,这几乎是一个力不能及的难题。计划经济体系曾经竭尽全力试图解决这一难题,求解本应由市场竞争体系解决的答案,包括采用强化与简化程序的方式来收集处理企业信息,且尝试用计算机系统来求解经济系统的运行答案(康托洛维奇,1966),但其也只不过是一个计算机乌托邦。因为涉及到企业的经营动力体系问题,信息源的真实性始终无法解决。现在,更确切的答案是国家与企业之间难以建立稳定而明确的委托代理关系,使融资者处于一种两难境地,既不能废除委托代理关系而由其直接经营企业,又不能有效地建立起稳定的委托代理关系。政企之间,即投资人与企业经营者(近似的内部人角色)处于一种“一收就死,一放就乱”的恶性循环状态。由于监控体系的行政中心机制,要么是投资者对企业经营的无限干预与企业自主权、主动性的丧失,要么是“所有者的缺位”与企业的经营失控(周其仁,1989)。

在行政式融资体系下,银行体系扮演着一个特别的附属角色。银行作为融资中心直接隶属于财政,受财政的监控与管理,银行本身的非商业化地位及行政性运作使其缺少利益动机,也没有获得企业经营及贷款项目信息的必要性,银行的资金在非商业化条件下按计划划拨,是一种准财政性的资金,它本身对资金的流向与运作没有直接责任,银企之间呈现的是一种非交易性的资金转移关系。对于企业来说,从银行获得信贷资金,形式上它是外源性融资,是债务资金,但从政企关系的本质看,银行信贷资金仍然是一种内源性资金,它可以被看做是积累资金的一部分,其转化为投资的渠道是银行,而资金分配的实质是非市场的。正因如此,行政分配体制下,企业所融入的财政资金、银行资金与自身积累资金,具有相同的本质。也正因如此,在这一体系下,既不存在银行拒绝向企业发放贷款(计划指标)的现象,也不存在企业拖欠或



逃避银行债务的现象。

集中动员方式与内源性的融资体制随着企业制度的改革而逐步瓦解。在政企分离与扩大企业自主权的改革中,财政集中资金的比重不断下降,向国有企业直接拨款投资也不断减少,直至完全中止。这表明,随着国有企业制度改革的深入推进,企业的内源式融资体系已无法继续存在下去了。财政割断拨款联系后,国有企业只有依靠自身积累来实现内源式融资。从现代企业及市场体系角度看,即使不考虑国有企业自身的经营状况与获利能力,其只依靠自身的内部积累要获得必要的发展与市场竞争能力,是不可能的。从国有企业总体来看,内部资金的积累与吸纳是极其有限的,我们可以发现其中一个更显著的特征,其资本金的严重不足,严重影响到了企业的发展与创新能力,国企的财务结构受到市场及体制的束缚,根本没有什么选择的余地,在融资过程中,已无法考虑什么资金成本水平的高低了。

考察改革与转轨过渡时期的企业融资结构,仍然必须涉及银行的资金信贷关系与特殊的银企关系。认识这一过程,对于理解转轨过渡期纠缠不清的银企关系有重要的作用。

在财政停止拨款与将已拨款改为贷款以后,其信息监控作用大为减弱,企业的自主权扩大,大量无本企业的出现,形成了事实上的“所有者缺位”。名义上的国有企业,事实上已完全由内部人所控制。企业在此条件下,必须寻求外部资金来源。按照资金成本与获得的难易程度,企业可通过银行和通过资金市场两条渠道融资。在正规市场尚未发展起来时,企业首选方式是向银行融资,然后才是集资等手段。

转轨过渡时期的国有银行,其经营改革是相对滞后的,在很大程度上是为了稳定国内货币体系(青木昌彦,1995)。改革滞后的国有银行仍然沿袭着过去的行政式资金划拨的信贷政策,这给企业带来了极大的融资空间(麦金农,1996)。因为银行信贷资金仍具有非交易性质,呈现出软弱约束力。这对于企业来说,此种资金的融资成本是极低的,除了它的一般交易费用低以外,其还本付息是非硬约束的,甚至是可还可不还的。这无疑刺激了企业普遍的求贷欲望,并使国有企业的负债普遍上升,而其负债中约有80%左右是对银行的负债。就此而言,这种负债结构是符合最优资本结构定理的,因为它事实上能增加企业的收