

重组与再生

——中国企业优化资本结构理论与实践

陈晓红 熊维平 / 主编

CHONGZU YU ZAISHENG
ZHONGGUO QIYE YOUHUA ZIBENJIEGOU LILUN YU SHIJIAN



经济科学出版社

重组与再生

——中国企业优化资本结构
理论与实践

陈晓红 熊维平 主编

经济科学出版社

2000. 北京

责任编辑:齐伟娜
责任校对:孙 昉
版式设计:周国强
技术编辑:董永亭

重组与再生
——中国企业优化资本结构理论与实践

陈晓红 熊维平主编

经济科学出版社出版、发行 新华书店经销

社址:北京海淀区万泉河路 66 号 邮编:100086

总编室电话:62541886 发行部电话:62568485

网址:www.esp.com.cn

电子邮件:esp@public2.east.net.cn

化工印刷厂印刷

永明装订厂装订

850×1168 32 开 6.75 印张 170000 字

2000 年 3 月第一版 2000 年 3 月第一次印刷

印数:0001—3000 册

ISBN 7-5058-2108-3/F·1502 定价:12.60 元

(图书出现印装问题,本社负责调换)

(版权所有 翻印必究)

图书在版编目(CIP)数据

重组与再生:中国企业优化资本结构理论与实践/陈晓红主编. - 北京:经济科学出版社,2000.3
ISBN 7-5058-2108-3

I.重… II.陈… III.企业-资本有机构成-最佳
化-研究-中国 IV.F279.21

中国版本图书馆 CIP 数据核字(2000)第 14010 号

序

厉以宁

—

1999年5月底，中国企业优化资本结构高级研讨会在中南工业大学工商管理学院召开。这次会议是在我国企业制度改革深化、证券市场快速发展的时刻召开的，会议探讨的主题很有现实针对性，与会的专家、学者及企业界人士均具有深厚的理论根底及丰富的实践经验。本次会议的主题是探讨在新的经济形势和环境下企业优化资本结构的对策和方法。然而论题的意义却不局限于这个范围，它其实为大家提出了一个富有挑战性的问题：处于困境中的中国企业如何借助资本市场重组和再生？

我们知道，体制改革虽然是每个企业都会遇到的问题，但不同的企业对待体制改革的态度却是不一样的，大体上可以分为三种情况。第一种情况是：企业目前仍处于兴旺、成长的阶段，盈利率也比较高，但企业领导人考虑到今后的发展情况，为了争取实现更大的利益，因此着手体制改革。企业领导人的高瞻远瞩以及对市场今后走势的了解，使企业得以通过改革而发展得更好。第二种情况是：企业目前的盈利状况还好，即使不从事改革也能过得去，但由于竞争对手们都相继进行改革了，或由于改革已经成为一种新潮流，大势所趋，反正迟早都要改革，于是就随着其他企业一起走上了改革之路。第三种情况则是：只要企业还能支

撑下去，就不会想到要改革；企业只有真正陷于困境之中，才感到非改革不可，所谓“企业改革者总是受命于危难之际”，正是针对这种情况而言的。遗憾的是，迄今为止，国内不少企业都属于上述第三种情况，即企业已活不下去了才着手改革。这显然是十分糟糕的，因为到了企业危难之时，改革的难度大，改革的阻力多，改革的效果小，通过改革仍然不易使企业脱离困难处境。借助资本重组和再生，对一个处于兴旺、成长阶段的企业来说，要顺利得多，而对一个处于困境的企业来说，则会遇到不少障碍。对这一点，我们必须有清醒的认识。那么，为什么企业在危机时才想到要改革呢？如果是私营企业，那么很可能是由于领导人目光短浅（如认为家族经营方式是最佳方式），如果是国有企业，那就另有原因了，即除了领导人目光短浅之外，更主要的是考虑到改革前后利益变动同自己的关系。企业得过且过，领导人仍可稳坐于原来的位置上；企业改革成功，自己利益不会增加很多，而一旦改革不成或碰上了麻烦，自己可能失去原有的位置，对个人的损失就太大了。于是，只有到不得已时才想到改革。

二

资本结构是指企业各种长期资金筹集来源的构成和比例关系。在通常情况下，企业的资本结构由长期债务资本和权益资本构成。资本结构如何优化其实就是企业如何有效进行融资决策的问题。但是，在实际企业操作中，问题远远没有那么简单，它不仅取决于企业内部如何进行资产调整与重组，而且还与一个国家货币市场和资本市场的完善与发展有重大的关系。长期以来，我国企业局限于银行贷款这一单一的间接融资手段，而忽视了借助资本市场直接融资的途径，资本结构中只存在单一的长期债务资本，再加上国有企业及国有银行产权主体不明确，没有充分认识债务资本的风险性，造成我国大部分企业资本结构严重失衡，这

不仅使企业负债沉重，而且也严重制约了我国商业银行体制的改革与资本市场的发展。因此，在现阶段，加快发展资本市场非常必要。

在谈到中国资本市场的发展时，不可忽略的一个事实是：任何重大政策措施的出台必定有某个最佳时机。错过了最佳时机，政策措施出台的滞后将使得本来有效的政策措施的效果减少，甚至变得无效。比如说，为了使证券市场走上规范化的道路，《证券法》的出台如果能提前两年或一年，效果可能会更好些，同样的道理，为了规范与完善公共投资基金市场，《投资基金法》的出台也应当快一些。《证券法》从起草到通过用了六年半的时间，那么《投资基金法》从起草到通过能否缩短一半时间，只用三年呢？如果能做到这一点，对中国资本市场的发展肯定是有利的。又如，为了使证券公司能更好地运作，应当为证券公司开辟合法的融资渠道，如果能早一些通过一定的政策措施使证券公司融资渠道合法化，效果也会好得多。类似的例子还可以再举一些。但值得注意的是：为什么有关发展中国资本市场的一些重大政策措施的出台总是滞后，而不能在最佳时机推出呢？一个主要的缘故在于决策机构对市场的实际情况的了解是不充分的，或者所掌握的信息不完整、不准确，或者信息的提供不及时，甚至有隐瞒。科学的决策来自信息的充分、准确、及时。如果不是这种情况，那么就会延误决策，使得一些重大的政策措施难以在最佳时机出台。这既是对以往一段时期的经验总结，也是对今后政策制定的希望。

三

在本次研讨会上，与会的专家学者、证券界人士和股份制企业的代表经过讨论，普遍认为企业优化资本结构应该从两个层次上进行：一是对企业现有资产和资产结构进行存量调整，即利用

资本市场，特别是产权交易和资本流动最活跃的证券市场进行资产重组，使国有股具有流动性和开放性，改变国有股权主体不明而产生的廉价股票、无效治理的现象，从而达到优化资本结构和企业治理结构的目的。二是通过建立新的融资机制实现资本市场结构的增量调整，即积极开拓境内外证券市场，通过企业境内外上市或其他方式的融资，达到既优化资本结构又改变企业治理机制和经营机制的目的。

应当指出，在中国现阶段，优化资本结构实际上意味着国有股比例的下降以及民间资本进入本来由国有股独占的投资领域。国有股比例的下降同国有经济应有作用更好地发挥密切相关。国民经济中重要行业的骨干企业中，国有股比例即使下降了，但控股地位仍可保持。如果 50% 能控股，那么何必非要 60%、70% 的比例不可呢？如果 30% 就可控股，40%、50% 的比例也就过高了。比较小的资本赢得控股地位，实际上意味着国有资本的作用的放大。我们经常说，要盘活国有资产存量，而要做到这一点，无疑需要降低国有股的比例。

民间资本的进入同国有股比例的下降是一个问题的两个方面。民间资本可以采取不同的形式进入本来由国有股独占的投资领域。上市公司投资主体的多元化，可以表现为私人投资者的进入，或者表现为公共投资基金的进入，或者表现为各种非国有企业的持股。国有股通过不同方式转让给非国有的投资主体，同样表现为民间资本的进入。一旦民间资本进入以后，不但多元投资主体的格局形成了，董事会不再是一副面孔、一种声音，董事会的决策也就变成了多元投资主体的代表们的共同决策。这时，即使国有股仍是最大的持股方，也仍要尊重其他投资主体的意见而不能一意孤行，因为其他投资主体可以“用脚投票”。加之，民间资本进入后，资金增量就到位了，技术创新所需要的资金也可以得到保证，企业将在制度创新与技术创新相结合的基础上步入

一个新的发展阶段。企业优化资本结构的目的正在于此。

四

本书由三部分组成，第一部分是动力篇，专家学者、证券界人士和股份制企业的代表结合境内外资本市场的实际，阐述了企业特别是中小企业如何通过境内外上市来优化资本结构。第二部分是希望篇，主要是从企业实际出发，联系企业资产重组问题，对如何通过现有资产存量调整来优化资本结构的做法进行探讨。对目前国有企业特别关心的“债转股”问题，该部分从不同层面进行了专门的论述。当然，“债转股”工作还刚开始，究竟成效如何，还需要用事实加以验证，但这些讨论无疑是可供参考的。第三部分是发展篇，集中论述中国企业经济环境问题。其中，对资本市场、尤其是证券市场的规范与发展论述得较多。

综观本书，以下三个特点是比较明显的：

第一，书中的论文大多取材于大会主题发言，内容切合目前中国社会经济的实际。而且，由于论文作者有深厚的经济学或管理学理论根底，能汲取新的理论研究成果，把握学科的发展方向。

第二，论文的作者中，有的长期从事经济管理学科的教学和研究，有深厚的学术造诣，有的从事投资银行业务或企业的高级管理工作，事业有成。因此，他们对所写专题既有较深厚的理论功底，又有训练有素的实践经验，能够较深入地探讨问题。

第三，本书不同于一般理论专著，具有很强的针对性。如债转股、中小企业融资、企业境外上市等都是目前企业较为关心或相当困惑的问题，论文能结合案例分析，联系实际，深入浅出地阐述，很有启发性。

我想，正由于本书有上述特点，它既可以成为企业界人士的参考书，也可以作为大专院校经济管理专业的辅导材料。另外，

对初步掌握经济管理专业知识的读者来说，也有引导作用。

1999年12月12日
于北京大学光华管理学院

目 录

动 力 篇

中小企业融资问题·····	董辅初 (3)
企业的融资成本与预算约束·····	许小年 (10)
中国企业境外融资策略·····	邹刚 (15)
民营企业境外上市的方式和程序·····	王志刚 (20)
台湾中小企业融资经验及其借鉴·····	陈晓红 刘晖 (26)
外国投资者如何看待中国企业·····	洪波 (34)
企业集团融资管理探讨·····	刘昕 (42)

希 望 篇

我国“债转股”改革中的几个问题·····	高德柱 (57)
债转股运作中的问题及对策·····	熊维平 周丽娜 (67)
国有企业债转股策略之研究·····	陈晓红 金玲 (75)
论我国国有企业资本结构现状及其治理对策 ·····	饶育蕾 何红渠 胡军 (86)

企业集团公司组织架构模式研究	徐兵 李晓岗 (100)
试论企业人力资本股本化	肖曙光 游达明 (112)

发 展 篇

关于香港资本市场的若干问题	萧灼基 (129)
我国证券市场的制度环境问题	林义相 (139)
中国证券市场的配股问题	熊维平 (146)
我国信用评级功能实现的主要障碍及其对策	陈晓红 邓谦 (152)
中小企业信用担保体系的对比研究及其启示	林昆峰 刘晖 (162)
企业核心能力评价研究	刘剑锋 邓谦 (177)

附:

董辅初教授在中国企业优化资本结构高级研讨会上的讲话	(183)
萧灼基教授在中国企业优化资本结构高级研讨会上的讲话	(191)

动力篇

蓄势待发——中国企业的融资与上市

企业优化资本结构的一个基本途径是建立新的融资机制以实现资本结构的增量调整。通过在境内外上市或其他方式的融资，既能保证企业拥有充足的经济资源来支撑其发展，又能达到改变企业治理结构和经营机制的目的。本篇中，著名经济学家董辅初教授高瞻远瞩，从理论高度探讨了中小企业融资的几个问题。而许小年博士从理论的角度论述了企业融资中的成本控制问题。邹刚博士、王志刚博士则着重探讨了民营企业的直接融资策略，即如何借助境内外证券市场上市融资。陈晓红教授在借鉴台湾中小企业融资经验的基础上提出了我国中小企业融资的基本思路。美国贝尔斯登投资银行的洪波先生又结合企业境外上市，谈了外国投资者如何看待中国企业。刘昕则从企业集团的角度出发，提出了企业集团进行融资管理的几点建议。

中小企业融资问题

董辅初

(中国社科院经济研究所名誉所长，
著名经济学家，北京大学教授)

目前，在国内关于发展中小企业的问题已经引起广泛的重视。我最近就参加了两个会议，一个是外经贸部和经贸委在杭州与德国共同召开的一个中小企业的会议，是德国政府资助 500 万马克在中国研究和试点，如何发展中小企业；第二个会议是在福建由人大常委会财经委员会与德国合作召开的关于制定《中小企业促进法》的会，出席会议的有德国、意大利和美国的一些专家。最近一段时期大家对中小企业为什么这么重视呢？我想有三个原因：第一，由于近年来失业人口增加，中小企业是吸收劳动力就业的一个很重要的渠道；第二，由于亚洲金融风暴以后，有一些国家，如韩国，一些大的企业集团在风暴面前受到了很大冲击，相反在有些国家和地区，像我国台湾地区，由于它是以中小企业为主，经受住了风暴的袭击，所以大家对中小企业具有顽强的生命力和灵活性这一点留下了非常深刻的印象；第三，美国的经济近八年来一直是在非常旺盛地发展，其中一个重要原因就是中小企业具有非常强的创新能力。根据美国的材料，每一美元的研究和发展的支出所取得的发明创新数目，小型企业为中型企业的 4 倍，为大型企业的 24 倍。在美国，小型企业的发明创新占

全部企业发明创新的 55%，每一个雇员的创新，小企业是大企业的 2 倍。根据 1993 年美国小企业管理局的调查，美国高科技企业里有 94% 是雇员少于 500 人的企业（在美国，雇员数 20 ~ 500 人是中型企业），73% 是雇员少于 20 人的企业。就是说，主要是中小企业在创新。所以，发展中小企业是一个非常重要的问题。

中小企业里最重要的一个问题是如何融资。中小企业的融资在国内的讨论已经展开，问题是没有把中小企业分类来考虑融资的问题。我认为，从融资看，中小企业可分为两大类：一类是不需要从金融市场融资的企业；另一类是需要从金融市场融资的企业。前一类企业多半是业主式企业，还有很小很小的合伙企业；后一类多半是规模较大的（还是属于中小企业）合伙企业或是有限责任公司或股份有限公司，它们创业的时候以及日后发展运营过程中都需要资本金和周转金来运作，往往需要从金融市场融资。这一类企业还可分为两类：一类是风险较小的企业；另一类是风险大的企业，它们多半是高科技企业。因其风险大，所以不能像其他企业那样采取一般的融资方式。从融资的方式和渠道看，中小企业融资有两种渠道：一种是通过银行或债券市场以债权的形式融资；另一种是通过证券市场或非银行渠道以股权的方式融资。这两种渠道一直在用，但在中小企业运用的时候要解决一些特殊的问题。

银行是应该为中小企业融资的。在美国，37% 的小企业是通过商业银行融资的，其他资金则是从金融公司、租赁公司等非金融机构得到的。1996 年美国商业银行的企业贷款中 20.3% 是给小企业的，小企业应该是商业银行贷款的主要客户。但从我们国家的情况看，中小企业从商业银行获得融资是非常困难的。其中一个原因是小企业数量很大，商业银行在对中小企业融资的时候工作量、业务量特别大，费用很高，所以常常使他们觉得很麻

烦，而且成本很高，划不来，风险也很大。他们一般不大愿意给中小企业融资，这是我们现在碰到的非常大也是非常难解决的问题。对中小企业来说，他们也不大愿意从商业银行借钱，因为手续太麻烦，收费很高，而且利率也比较高，常常借不到钱。目前，我国解决的办法是在一些大的商业银行设置中小企业的贷款部门，这当然是一个好的办法，但是看起来这个办法是不够的，因为大银行给小企业融资，它一般是不大愿意的，因为成本太高。看来还应该设立一些专门为中小企业融资的民办银行。譬如，德国向中小企业融资就有专门的银行——储蓄银行、合作银行，另外还有复兴银行，它也是为中小企业服务的。我们国家目前除了民生银行有点像民间银行以外，现在还不允许民间资本进入金融部门来办银行，这个现象对将来中小企业的发展是不利的。既然我们已经允许外国银行来中国落户，为什么我们自己的民间资本不能建立和发展我们自己的民间银行呢？所以这还是一个值得我们研究的问题。

中小企业向银行贷款时常常碰到一个非常大的问题——担保问题。现在很多国家的中小企业都碰到这个问题。担保的办法是各种各样的，从意大利的经验来看，有两种担保方式：一是建立信用担保基金，现在主要由政府来承担，当碰到贷款人违约时，就用政府的钱弥补这样的损失。这样的做法欧盟不赞成，因而在意大利没有发展起来。另外一种方式是由中小企业联合起来共同为他们的成员进行担保，建立一种互助担保体系。欧盟支持这种担保体系，所以在意大利发展得很快。我们国家主要是靠政府出资的办法进行担保。美国初期也采取这种办法，但是现在他们不用了，因为政府出资担保效果往往不是很好。最近一段时间国家经贸委出了一些办法，要在全中国建立一种担保体系，这样的工作正在做。另外，从债券市场融资还有一个发行企业债券的问题。中小企业发行债券是比较难的，因为中小企业信用往往不是太

好。但是这还是一种值得我们探讨的融资渠道。

再说一下从证券市场和非银行渠道以股权的方式融资的问题。不同的中小企业有适合自己的股权融资方式。一般地讲，中小企业可以用私募的方式募集资金。因为中小企业从证券市场融资是比较困难的，进入证券市场的门槛是比较高的，中小企业一般没办法进去。需要考虑一种新的办法，国外的办法是设置二板市场。二板市场进入的门槛比较低，而且有的国家对进入二板市场的企业没有盈利的要求。我们国内现在还没有二板市场，主板市场现在要求有三年的盈利以及资本金的规模等，使得中小企业没有办法进入这些市场。就我自己看，我们国家现在正在把各个地方的证券交易中心统统关掉，这个政策是不对的。因为必须要为中小企业提供一种融资和股权交易及资本退出的渠道。从我们国家来看，除了两个大的证券市场外，应该有地区性的证券市场，还应该在场外交易市场和二板市场，等等。中小企业有一类是风险比较大的企业，它们多半是高科技企业，高科技企业进行一项高科技的研制、开发，一直到产品进入市场需要一段时间，而且需要获得一种融资渠道。技术的开发者往往没有多少钱，需要给他们寻找一种特殊的融资渠道。在国外就是设立一种风险投资基金，以这样的方式支持企业获得融资。这个办法当然是可行的，但从我们国家的情况看起来，还是一个值得研究的问题。因为建立创业基金已经考虑好多年了，但实际上实施的步骤却很少。我们从1985年开始也陆续创办了一些风险投资公司，但在我们国家才刚刚起步，有些问题还没有很好地解决：

第一，风险投资资金来源的问题。在风险投资发达的国家，风险投资资金来源是比较广泛的，主要是来自机构的投资者，譬如养老基金、保险公司、大公司、投资银行、商业银行，等等，另外，还有一些个人投资。早期的时候，政府投资曾是这些国家风险投资的主要来源，以后政府慢慢不再介入了。我们国家现在