

当代经济前沿文库

FRONTIER SERIES IN CONTEMPORARY ECONOMICS

企业融资研究

王宁 著

FE 东北财经大学出版社
Dongbei University of Finance & Economics Press

当代经济前沿文库

企业融资研究

王宁著

东北财经大学出版社

图书在版编目 (CIP) 数据

企业融资研究/王宁著. —大连: 东北财经大学出版社,
2002.8

(当代经济前沿文库)

ISBN 7-81084-106-8

I. 企… II. 王… III. 企业-融资-研究
IV. F275.1

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2002) 第 029060 号

东北财经大学出版社

(大连市黑石礁尖山街 217 号 邮政编码 116025)

总编室: (0411) 4710523

发行部: (0411) 4710525

网 址: <http://www.dufep.com.cn>

读者信箱: dufep@mail.dlptt.ln.cn

大连海事大学印刷厂印刷 东北财经大学出版社发行

开本: 850 毫米×1168 毫米 1/32 字数: 222 千字 印张: 9

印数: 1—2 000 册

2002 年 8 月第 1 版

2002 年 8 月第 1 次印刷

责任编辑: 李 彬

责任校对: 刘铁兰

封面设计: 张智波

版式设计: 丁文杰

定价: 19.00 元

序

作为现代企业制度的核心内容之一，符合市场规律的规范化企业融资行为将会对提高社会资源配置效率、增加微观经济体的效益、促进宏观经济发展发挥积极的作用。有鉴于此，一百多年来，全球经济学家和企业家们一直对其表现出极大的关注，20世纪在国际经济理论界所发生的两次里程碑式的伟大革命——MM理论的诞生和资产组合理论的建立无不与此密切相关。

1979年以来我国在企业融资体制方面所发生的深刻结构性变化，使相关问题日益增多。特别是在金融工程学蓬勃发展、科学技术高度发达的今天，如何完整总结前人的研究成果，全面探究中国企业在融资中所存在的非理性、非市场现象，将是一个难度很大而又颇具理论和现实意义的工作，不仅要求研究者具备一定的从事高难学术研究的能力和学术创新意识，而且需要一定的理论勇气。

王宁同志在攻读博士学位期间，怀着对国家现实问题较强的责任感，以当前我国深化经济体制改革为背景，在广泛收集资料，大量实地调研之后，对企业融资活动进行了深入、系统地探讨，完成了《企业融资研究》一书。

第一，该书以融资中的基本概念为出发点，循序渐进地回顾

了国外企业融资理论的发展历程和我国企业融资渠道和方式的演进，并在此基础上对有关问题进行了全方位、多层次的论述，内容涉及企业资金需求量的预测方法、资本结构理论和影响资本结构的若干因素、筹资成本和筹资方式等现代企业融资的相关内容。

第二，该书以我国部分上市公司为样本，运用现代经济学的理论以及数学、统计学和计量经济学的方法，在资本成本比较、行业风险与筹资成本、营运资金融资、企业财务风险预警等问题上尝试性地进行了实证研究，得出了一系列颇具现实意义的结论。如，通过实证研究计算出可供分析我国企业融资状况的一些基础数值，证实了我国上市企业权益资本成本高于债务成本、筹资成本与相应风险不挂钩的事实，定量讨论了目前争议较大的有关影响企业资本结构的内在因素，揭示了我国多数企业流动资产增长严重依赖于流动负债增加的现象等等。

第三，该书结合上述研究成果，就企业筹资的基本原则、策略和管理对策、宏观金融体制改革、财务判别与预警等问题进行了富有价值的探索，并提出了一些独到的见解。如，对“啄食顺序理论”进行了再思考，依据我国国情，提出了有针对性的企业筹资策略；就当前企业容易忽视的资本结构弹性和表外筹资等问题进行了探讨，提出了相应的对策和记账方法的改进意见，以保障企业和有关主体的经济利益；分析了影响我国企业融资的一些宏观经济问题，强调在尽快完成配套改革的同时，企业领导人对改革中可能产生的新问题有全面而清醒的认识，以便采取适当的应对措施，并提出了一些具体设想。

第四，该书还将一些较为实用的计量方法引入相关的分析中，以便为企业的实际工作提供新的分析手段；并运用计量分析建立了一套能较为有效地预测企业融资活动对经营结果最终影响的财务判别与预警体系，来消除因使用某项财务指标判别企业经

营状况时所容易引起的认识上的混乱。

我很赞成作者“有鉴于企业融资理论纷繁复杂，仅凭我个人的努力和资质恐怕力所不能及”的说法。尽管该书对企业融资中的某些问题仅做了初步探讨，但毕竟会给今后的研究带来诸多益处。鉴于此，我仍感此书值得一读，并很高兴为之作序。希望将其介绍给大家，以期为我国企业融资体制的改革尽绵薄之力。

A handwritten signature in black ink, consisting of three characters: '黄', '菊', and '波'.

2002年5月16日于北京

内容摘要

本研究的主题旨在探讨在理论和实践中都很重要的“企业融资”问题。尽管自阿尔弗雷德·马歇尔让力学的均衡走进经济学之后，企业融资理论就为经济界所关注，并诞生了许多与此相关的经济理论，然而随着当前金融工程学的蓬勃发展和1979年以来我国企业融资体制所发生的深刻的结构性变化，使得中国企业所面临的融资问题也日趋增多，迫切需要对此进行较为系统的研究。

本研究采用说理与计量相结合、具体和抽象相协调、实证同规范相统一的分析方法，从前人的研究成果和我国企业的融资现状出发，探求企业融资原则、策略和必须要高度注意的方法。全书共分12章。

第1章至第5章包括：“现代企业融资理论”、“中国企业融资渠道和融资方式的演进”、“企业资金需求量的预测”、“最佳资本结构研究”和“筹资成本与筹资方式的选择”。为了给后面的研究提供理论铺垫，主要内容包括：

1. 介绍了筹资中的一些基本概念并着重评述对当代企业融资产生重大影响的相关理论，依次介绍“人性不耐—投资机会”理论和“费—海”模型、企业融资均衡论、资产组合理论和资本

资产定价模型、效率市场假说与不对称信息理论等；在此基础上，着重讨论影响企业融资的主要宏观因素。

2. 以 1979 年以后我国企业融资发展的脉络为主线，重点讨论了企业主要的筹资渠道与筹资方式的特点，以便让企业的管理人员，尤其是财务人员对我国企业融资情况有一个较为客观完整的认识。

3. 系统介绍可供企业在融资过程中加以应用的长期资金和营运资金的传统预测方法，以及时间序列预测、平稳技术预测、晴雨计式预测等现代资金预测方法，以求使企业管理当局能够对企业资金预测方法有一个全面地把握。

4. 界定资本结构概念，并按照资本结构理论的发展过程，顺次介绍了早期资本结构理论、MM 理论、平衡理论、啄食顺序理论、税差学派、新综合理论、非对称信息论和新资本结构理论。对于企业确定资本结构过程中所关心的负债对企业价值的影响、借债导致的破产成本和代理成本问题、企业筹资顺序的观察结果、需求中的个人所得税作用以及引入不稳定因素后的市场均衡问题进行全方位地评述，并就最佳资本结构及其主要影响因素进行了探讨，以期对企业的实际工作起到一定的借鉴作用。

5. 在系统分析了个别筹资方式的筹资成本之后，引入与个别资本成本相对应的加权平均资本成本与边际资本成本，并以此为基础，探求企业选择正确的筹资渠道与筹资方式的方法。

第 6 至第 9 章包括：“资本成本再比较”、“企业风险的度量及其与筹资成本比较”、“资本结构的再比较”和“营运资金融资”，意在通过必要的统计、计量分析，对我国部分重点行业的财务状况及其融资实践进行探究，为企业的融资运作提供必要的借鉴。重点内容依次是：

1. 在概述国内外有关资本成本的定量研究状况、重点比较“加权平均资本成本”法与莫迪格利安尼和米勒的“平均资本成

本方法”的优缺点的基础上，确定本书在资本成本定量研究中所采用的方法，以此实证研究我国不同时期主要行业权益资本成本和平均资本成本。结果表明：不同年度不同行业的权益资本成本和平均资本成本也是不相同的，各年度各类型企业的权益成本均高于所对应的平均资本成本。这种结果显然符合社会的实际情况。

2. 在集中讨论企业风险定义和相应的主要统计指标、营业与财务风险及其杠杆分析等问题之后，分别选用息税前收益率的标准离差率和财务杠杆系数为指标分析我国主要行业的总体风险和财务风险以及其与筹资成本之间的关系。结果显示：按照有关的分类标准，我国大多数分属于不同行业之间的企业所面临的总体风险有所不同，但财务风险基本相同。在5%的显著性水平上，权益资本成本、平均资本成本、息税前收益率的标准离差率和财务杠杆系数四者之间无明显的相关性。

3. 对不同行业之间的资本结构和影响企业资本结构的主要内在因素进行定量对比与定性分析。发现：各行业在各年度的权益资本负债率普遍适中。虽然不同时期各行业加权平均权益资本负债率的数值不尽相同，且一些行业的均值存在上升趋势；但各年度之间的加权平均权益资本负债率均没有显著差别。除了金融企业外，大多数行业在大多数年度的资本结构差别也不大。在5%显著性水平上，企业资本结构与企业规模、流动性资产构成状况和成长性之间均呈明显的正相关；与企业的盈利能力呈显著负相关。然后，使用市价账面价值比指标将在工程学上有着优秀应用记录的一种多因素“选优”方法引入企业最佳资本结构的寻找上面，以期为企业管理者们的实际工作带来一些有益的启迪。

4. 在讨论营运资金概念、比较各种营运资金融资类型的特点之后，对我国上市公司营运资金融资状况进行定量对比的结果表明：在多数年份里，大多数行业间的流动资产占总资产比例和

流动负债占总负债比例是有所差异的；由于流动资产的增长高度依赖于流动负债的增加，导致多数行业的流动资产流动负债率保持相对稳定；但多数企业资产的流动性较差，甚至存在一些企业大量依赖超过企业资产流动性要求的流动负债来满足生产经营需要的情况。

第 10 至第 12 章包括：“企业的筹资原则及其策略”、“企业资本结构弹性与表外筹资”和“中国公司融资有待进一步解决的问题”，目的是在以上研究的基础上，探讨企业的融资原则、融资策略和融资管理对策。主要观点和结果顺次为：

1. 企业在进行筹资时，一定要坚持理性合作、规模适当、筹措及时、来源合理和方式经济等五项基本原则，并在此基础上，在能够筹到足够资金的前提下，所应采取的筹资策略是：以发行内部非上市可转换优先股方式吸收直接投资；全视企业远景和现状择机安排相应的债务融资；把握金融与货币市场的短期缺陷实施短促突击法融资；采用较为保守的营运资金融资类型。

2. 保持企业资本结构弹性和正确运用表外筹资是企业在进行融资时能够采用的两类管理对策。在兼顾融资成本、保障企业资金需要的前提下，一定要详尽地分析备选的各种融资方式对企业资本结构的时间弹性和转换弹性以及对企业资本的转让弹性的影响，以便最大限度地保持企业资本结构弹性、改善资本结构状况。同时，鉴于表外筹资对于企业及其相关利益主体所带来的“双刃剑”效果，避免其在为企业拓宽有效资金来源的同时，因监管不严、控制失当而导致企业或企业有关利益主体的经济损失，主张慎用表外筹资并改进企业与此有关的记账方法，防止“产品筹资协议”等形式的转移表外筹资和故意表外筹资的产生。

3. 针对我国企业在融资过程中所面临的一些宏观问题，在强调要尽快完成利率市场化进程、加速汇兑机制改革、促进融资工具创新、实现金融业混业经营的同时，也希望企业的领导者要

对有关问题解决过程中的各种弊端有一个全面而清醒的认识，以便兴利除弊、扬长避短。

4. 为了避免使用某项财务指标判别企业经营状况时所容易引起的认识上的混乱，通过有关的分析和计量，建立一种能够有效预测融资活动对企业经营结果所产生影响的财务判别与预警体系不但很有必要，而且也是可行的。

本书对于企业融资问题研究的实际意义在于以下几点：

1. 在前人研究的基础上，对现代企业融资理论、资本结构理论、资金预测及其与企业融资问题相关的理论和实践进行了系统地梳理，为日后的研究工作提供了铺垫。

2. 以上市公司为样本，通过实证研究计算出可供分析我国企业融资状况的一些基础数值，证实了我国企业权益资本成本高于债务成本的事实，发现了我国上市企业筹资成本与相应风险不挂钩的现象，定量讨论了目前争议较大的有关影响企业资本结构的内在因素，揭示了我国多数企业流动资产增长严重依赖于流动负债增加的情况，并将一些较为实用的计量方法引入相关的分析中，以期为企业的实际工作提供新的分析手段。

3. 在有关理论、原则和实证研究的基础上，对“啄食顺序理论”进行了再思考，依据我国国情，提出了有针对性的企业筹资策略。同时就当前企业容易忽视的资本结构弹性和表外筹资等问题进行了探讨，并提出了相应的对策和记账方法的改进意见，以保障企业和有关主体的经济利益。

4. 分析了影响我国企业融资的一些宏观经济问题，强调在尽快完成配套改革的同时，企业领导人要对改革中可能产生的新问题有全面而清醒的认识，以便采取适当的应对措施，并提出了本书的一些具体设想。

5. 运用计量分析建立了一套能够较为有效地预测企业融资活动对经营结果最终影响的财务判别与预警体系，以便消除因使

用某项财务指标判别企业经营状况时所容易引起的认识上的混乱。

目 录

导 论	1
1 问题的提出	1
2 研究方法	2
3 研究的思路与内容	4
第 1 章 现代企业融资理论	7
1.1 融资中的基本概念	7
1.2 现代企业融资的主要理论	10
1.3 影响企业融资决策的重要宏观因素	27
第 2 章 中国企业融资渠道和融资方式的演进	35
2.1 债务筹资为主的阶段	36
2.2 权益资本和企业债券筹资快速兴起阶段	42
2.3 混合筹资方式出现阶段	50
第 3 章 企业资金需求量的预测	55
3.1 传统的资金预测方法	56
3.2 现代资金预测方法	66
第 4 章 最佳资本结构研究	75
4.1 资本结构的定位	76
4.2 资本结构理论的演进	77

4.3	最佳资本结构及其主要影响因素	96
第5章	筹资成本与筹资方式的选择	102
5.1	个别资本成本	103
5.2	加权平均资本成本与边际资本成本	108
5.3	筹资渠道与筹资方式的选择	109
第6章	资本成本再比较	112
6.1	国内外对资本成本定量研究的状况	112
6.2	我国主要行业权益资本成本	116
第7章	企业风险的度量及其与筹资成本比较	132
7.1	企业风险定义和主要统计指标	132
7.2	营业风险、财务风险及其杠杆分析	138
7.3	我国主要行业的息税前收益率的标准离差率、 财务杠杆系数及其与筹资成本之间的关系	142
第8章	资本结构的再比较	151
8.1	最佳资本结构的评判指标	151
8.2	资本结构的实证定量分析	156
第9章	营运资金融资	165
9.1	营运资金的概念及其融资类型间的比较	165
9.2	我国上市公司营运资金融资状况的定量对比	172
第10章	企业的筹资原则及其策略	181
10.1	企业的筹资原则	181
10.2	企业筹资战略	184
第11章	企业资本结构弹性与表外筹资	198
11.1	保持企业资本结构弹性	198
11.2	适当利用与防范表外筹资	206
第12章	中国公司融资有待进一步解决的问题	216
12.1	宏观金融体制的改革与创新	216
12.2	企业融资中的财务判别与预警	233

附录 I 本研究实证部分所选我国上市 公司基本情况一览表	247
附录 II 参考文献	250
后 记	271

导 论

1

问题的提出

企业融资是一个古老而又崭新的课题。

说它古老，是因为从历史的角度讲，自 100 多年前，阿尔弗雷德·马歇尔让力学的均衡走进经济学之后，企业融资理论就为经济界所关注。许多经济学家对此做了大量的工作，先后从“人性不耐”的短视和“费一海”模型谈到寻找“资金市场均衡”；从马科威茨的“资产组合理论”演进为夏普等人的“资本资产定价模型”；从对“效率市场”的探讨转而分析“不对称信息”等问题……应该肯定地讲，现代企业融资理论正在不断走向严谨和完美。

讲它崭新，一方面是由于金融工程学的蓬勃发展，可供企业使用的创新金融产品不断涌现，进而导致企业融资筹资渠道和方式日新月异；另一方面是由于我国自改革开放以来，投融资体制发生了深刻的结构性转变，使得企业在筹集资金时不得不面对新的情况，在 1981 年，属于国家财政直接投资的部分占固定资产投资总额的比重为 28.1%，而到了 1998 年只有 4.2%，其中 1997 年仅为 2.8%；而国内贷款在固定资产投资中的比重却相应提

高，从1981年的12.7%增加到1998年的19.3%，较高时甚至达到27.4%；自筹资金和其他投资也呈明显的上升趋势，由1981年的55.4%逐渐提升到1998年的67.4%。这表明：在我国，企业所面临的融资问题也日趋增多，探求多种渠道、多种方式筹资已列入了许多企业的议事日程。

伴随着知识经济的来临，科学技术的巨大飞跃，采用新思路、新形式、新方法和新技术组建起来的新公司如雨后春笋般地大量涌现。尽管这些新成立的企业往往不同程度地具有创新性，掌握了一定的经济和技术资源，产品的潜在市场需求强，业务增长潜力大，发展前景相当诱人，但是由于这些公司资金缺乏而制约了自身的进步，甚至发生过某些公司在刚成立不久就濒临倒闭的惨剧。这从客观上为经济理论界敲响了警钟，社会呼唤经济研究工作者要正视中国的企业融资现状，尽快拿出相应的对策以避免悲剧的重演。

正是在这一背景之下，我们提出了企业融资问题。希望通过我们的研究，有助于改善我国企业普遍存在的资金短缺情况。为此，本书将从现代企业的融资理论着手，辅之以中国现阶段的相关特点，对此问题进行深入、全面地探讨。

2

研究方法

我丝毫不认为，各种经济现象能够通过有关数据的计量，而得到全面完整的、恰如其分的说明；我们也不赞同，仅凭文字说理，就能够系统透彻地认清经济运动的本质，把握经济未来的走向。我以为，在数学、统计学、经济计量学高度发达、微型计算机广为普及的今天，有必要将两种观点加以融合，取长补短，相互配合，最终使得经济研究成果更符合实际情况，更便于在实