

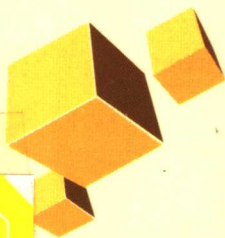
RONGZI FANGSHI,

融资方式、融资结构 与企业风险管理

Rongzi Fangshi Rongzi Jiegou
yu Qiye Fengxian Guanli

资金是企业运转的“血液”，具有引导和配置其他资源的作用。获得资金是企业经营和生产过程的前提条件和支撑系统。企业要进行正常的生产经营，首先面临的是融资选择问题。企业融资活动是一个动态的过程，表现为确定目标下的企业融资方式的选择。

马建春 等著



5.1



经济科学出版社

融资方式、融资结构 与企业风险管理



Rongzi Fangshi Rongzi Jiegou
yu Qiye Fengxian Guanli

7275.1
12

马建春 等著



经济科学出版社

图书在版编目 (CIP) 数据

融资方式、融资结构与企业风险管理 / 马建春等著.
—北京: 经济科学出版社, 2007. 10
ISBN 978 - 7 - 5058 - 6625 - 6

I. 融… II. 马… III. 企业 - 融资 - 风险管理
IV. F275. 1

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2007) 第 149010 号

责任编辑: 金 梅

责任校对: 张长松

版式设计: 代小卫

技术编辑: 董永亨

融资方式、融资结构与企业风险管理

马建春/等著

经济科学出版社出版、发行 新华书店经销

社址: 北京市海淀区阜成路甲 28 号 邮编: 100036

总编室电话: 88191217 发行部电话: 88191540

网址: [www. esp. com. cn](http://www.esp.com.cn)

电子邮件: [esp@ esp. com. cn](mailto:esp@esp.com.cn)

汉德鼎印刷厂印刷

华丰装订厂装订

880 × 1230 32 开 4. 75 印张 110000 字

2007 年 10 月第一版 2007 年 10 月第一次印刷

ISBN 978 - 7 - 5058 - 6625 - 6/F · 5886 定价: 12. 00 元

(图书出现印装问题, 本社负责调换)

(版权所有 翻印必究)

前言

资金是企业运转的“血液”，具有引导和配置其他资源的作用。获得资金是企业经营和生产过程的前提条件和支持系统。企业要进行正常的生产经营，首先面临的是融资选择问题。企业融资活动是一个动态的过程，表现为既定目标下的企业融资方式的选择。融资方式的选择不仅是微观企业关心的问题，而且对宏观经济发展同样具有重要价值，是资源配置方式的首要环节。融资制度是在一定经济体制下各经济主体以何种途径、何种方式筹集并有效运用资金的一系列制度安排。融资制度的核心是如何有效地聚集并分配资本，以促进经济发展。融资制度的选择既是历史的产物，也与各国特殊的经济体制和特定的经济环境相关。在一国经济运行中，企业是最基层的生产经营组织，最主要的经济主体，因此，企业融资方式选择不仅影响企业自身的运行，也决定了一国的融资制度。实践证明，企业融资与现代经济已完全融合为一体。企业融资对现代经济发展的直接和间接贡献已达到全部经济发展的 $2/3$ 左右，很明显，要保证现代经济的顺畅运行和稳定高速发展，必须优化企业融资结构，以实现企业最佳融资能力（效率最高），企业融资效率便成为一个关键的因素。各国企业制度的变迁及融资方式的选择具有明显的共性：在传统企业制度下，各国企业普遍选择内部融资为主的融资方式；现代公司制度建立初期，股权融资为主、债权融资为辅的外部融资成为股份制

企业的主要选择；较为成熟的股份制公司则遵循融资优序理论，内部融资重新成为企业首选的融资方式，外部融资中则以债权融资为先，股权融资为后。

现代企业的融资活动与金融市场密不可分。金融市场的不断发展为现代企业进行资金运作提供了良好的条件，同时，金融活动中的非确定性因素也在不断增加，使得企业融资活动过程与风险如影随形。针对企业面临的多种多样的风险，需要在企业经营过程中实施全面风险管理。全面风险管理作为现代企业管理的核心内容，是一个价值创造的过程，其应用覆盖企业管理的绝大部分领域，能够为实现企业目标提供合理保证。

中国经济增长模式正在由供给推动向需求拉动方向转化，粗放型高速增长已逐渐丧失了体制基础。企业若想求生存，只能紧扣市场状况，不断改进融资方式，增进融资效率，建立融资风险预警机制，将融资风险发生的可能性事先向企业发出警报，它是保证企业财务管理系统功能与秩序处于可靠、可控状态的“安全”能力。

本书是山东浪潮集团资助的研究项目，在此谨代表课题组人员向资助方致以衷心的感谢，也希望产学研相结合的研究方式能够取得较为圆满的结果。本书各章写作者如下：第1章，马建春（山东经济学院）；第2章，王宜强（浪潮集团）、周艳（中国工商银行山东省分行）；第3章，袁东生、马建春（山东经济学院）；第4章，孙涛（山东经济学院）；第5章，梅晓明（山东经济学院）、张梅（浪潮集团）；第6章，孙涛（山东经济学院），全书由马建春策划、统稿、总撰。

作 者

2007 年 7 月

目 录

第1章 企业融资基本理论分析	(1)
1.1 企业融资与资源配置	(1)
1.2 企业融资的一般性描述	(3)
1.2.1 企业的内源融资	(3)
1.2.2 企业的外源融资	(5)
1.3 企业融资与资本结构理论	(9)
1.3.1 早期资本结构理论	(10)
1.3.2 现代资本结构理论	(13)
第2章 企业融资结构：国外经验与教训	(23)
2.1 英美：市场主导型融资模式	(23)
2.1.1 市场主导型融资模式的演变过程	(23)
2.1.2 美国市场主导型融资模式的基本特征	(27)
2.2 日本：银行主导型融资模式	(30)
2.2.1 银行主导型融资模式的演变过程	(31)
2.2.2 日本银行主导型融资模式的主要特征	(35)
2.3 德国：全能银行融资模式	(37)
2.3.1 全能银行融资模式的演变过程	(37)
2.3.2 德国融资模式的特征	(41)
2.3.3 “德国模式”与“日本模式”的区别	(42)

2.4 企业融资的阶段性特点与国别差异	(43)
2.4.1 公司制企业融资的阶段性特点	(44)
2.4.2 公司制企业融资的国别差异	(46)
2.4.3 对我国融资模式的启示	(49)

第3章 我国企业融资方式、融资结构分析

(53)

3.1 我国企业融资方式的演进过程	(53)
3.1.1 近代工业企业的融资方式	(53)
3.1.2 新中国成立后的企业融资方式	(54)
3.1.3 改革开放后企业的融资方式	(55)
3.2 我国企业融资方式、融资结构的现状	(58)
3.2.1 我国企业融资方式的现状	(59)
3.2.2 我国企业的融资结构安排	(61)
3.3 我国企业融资结构的决定与影响因素	(70)
3.3.1 决定企业融资结构的内部因素	(70)
3.3.2 决定企业融资结构的外部因素	(73)
3.3.3 决定企业融资结构的内、外部因素的 综合分析	(76)
3.4 我国国有企业融资方式、融资结构的变化 趋势	(77)

第4章 企业融资方式选择的成本与风险分析

(79)

4.1 企业融资目标	(79)
4.1.1 利润最大化	(79)
4.1.2 股东财富最大化	(80)
4.1.3 企业价值最大化	(80)
4.2 企业融资方式选择的成本分析	(81)
4.2.1 融资成本的确认	(81)

4.2.2	融资成本的计量	(81)
4.3	不同融资方式的风险分析	(85)
4.3.1	传统负债融资风险	(85)
4.3.2	传统权益融资风险	(87)
4.3.3	其他风险	(88)
4.4	我国企业融资风险的成因及测度	(88)
4.4.1	宏观原因	(89)
4.4.2	微观原因	(90)
4.4.3	融资风险的测度	(92)
4.5	成本风险分析中的融资方式选择	(96)
4.5.1	不同信用关系融资方式的选择	(96)
4.5.2	不同发展阶段融资方式的选择	(97)
第5章	典型企业的融资方式	(99)
5.1	典型企业的融资状况	(99)
5.1.1	ZK 集团有限公司 (国有企业)	(99)
5.1.2	LX 投资控股集团有限公司	(101)
5.1.3	LC 软件产业股份有限公司	(102)
5.2	典型企业的融资结构分析	(104)
5.2.1	ZK 矿业资本结构、融资方式及风险分析	(104)
5.2.2	LX 集团公司资本结构、融资方式及风险分析	(106)
5.2.3	LC 软件资本结构、融资方式及风险分析	(108)
第6章	优化融资结构, 构建全面风险管理体系	(110)
6.1	企业全面风险管理的需求	(110)

6.2 企业融资结构优化的内外部因素	(116)
6.2.1 内部融资机制的完善	(116)
6.2.2 弱化企业股权融资偏好, 规范企业 融资行为	(117)
6.2.3 疏通企业债权融资渠道	(124)
6.3 建立风险预警系统	(128)
6.3.1 融资风险预警指标的选取	(129)
6.3.2 融资风险指标权重的确定	(134)
6.3.3 预警指标评价标准的确定	(136)
6.3.4 融资风险级别的确定	(137)
主要参考文献	(139)

第 1 章

企业融资基本理论分析

资金具有引导和配置其他资源的作用，获得资金是企业经营和生产过程的前提条件和支持系统。企业融资活动是一个动态的过程，表现为既定目标下的企业融资方式的选择。融资方式的选择不仅是微观企业关心的问题，而且对宏观经济发展同样具有重要价值，是资源配置方式的首要环节。通过证券市场的直接融资和通过金融中介的间接融资是两种基本的融资方式。直接融资和间接融资的比重反映了一个国家的金融发展程度及经济发展战略，而融资方式和金融制度选择的最终目标是提高融资效率和质量，促进金融及经济的长期稳定及发展。

1.1 企业融资与资源配置

企业融资即以企业为资金融入者的融资活动，它是指企业从自身生产经营现状及资金运用情况出发，根据企业未来经营与发展策略的要求，通过一定的渠道和方式，利用内部积累或向企业的投资者及债权人，筹集生产经营所需资金的一种经济活动。

现代社会经济活动，其起点表现为价值的预付，经济运行表现为预付价值运动与增值。具体说来，就是通过预付价值的循环与周转，一方面，生产出满足社会需要的使用价值；另一方面，

生产出为企业所追求的交换价值或价值。一个社会是否有一定数量的资金预付，既决定其经济可否在现代意义上顺利运转，也决定其经济发展的速度。资金的预付是实现经济发展的第一的、初始的决定力量。因此，企业总是把筹集更多的周转资金和发展资金作为企业生存和发展的重要条件。

资金是一种重要的经济资源，资金的流向具有引导和配置其他资源的作用。特别是在市场经济条件下，资源的使用是有偿的，其他资源只有经过与资金的交换才能投入生产。这样，工业化过程中资源的配置就表现为为工业发展供给和配置资金的问题：即是将资金投入使用还是闲置，是将其投资于直接生产部门还是基础设施，是将其投入于产出效率高的行业或部门还是补贴亏损企业的问题。由于资金追求增值的特性促使它总是要向个别收益率较高的企业流动，因此，不同行业、不同企业获得资金的渠道、方式与规模实际上反映了社会资源配置的效率。企业融资过程实质上也是一种以资金供求形式表现出来的资源配置过程，即企业能否取得资金，以何种形式、何种渠道取得资金。将有限的资源配置于产出效率高或最有助于经济发展的企业或部门，不仅可以提高社会资源配置的效率，同时也将刺激效率低的部门提高效率；否则，它们就会因为资金断绝而被淘汰。这样，通过资金的运动，个别企业在实现自身利益最大化的过程中，实现整个社会资源的优化配置和经济效率的提高。

实践证明，企业融资与现代经济已完全融合为一体。企业融资对现代经济发展的直接和间接贡献已达到全部经济发展的 2/3 左右。很明显，要保证现代经济的顺畅运行和稳定高速发展，必须优化企业融资结构，以实现企业最佳融资能力（效率最高），企业融资效率便成为一个关键的因素。在高度集中的计划经济体制下，经济运行完全按照计划指令来进行，企业融资效率也完全融合在整个经济的发展效率之中。而在现代市场经济条件下，企

业融资效率则相对独立地体现出来，并在相当大的程度上决定着经济发展的效率。

中国经济增长模式正在由供给推动向需求拉动方向转化，粗放型扩张遇到市场需求的有力制约，无效供给将被过滤掉，增长开始成为内生的，成为市场运作的结果而不是经济目标的主观意愿，粗放型高速增长已逐渐丧失了体制基础。我国经济增长必须面对这种转变，适应这种转变。在供过于求和买方市场的条件下，企业若想求生存，只能紧扣市场需求，不断增进融资效率，在竞争中取胜。融资效率是经济增长的必要条件，也是经济增长最持久的源泉；相反，不顾市场需求的盲目扩张只会造成产品积压和资源浪费，导致长时间不良债务的上升，给长期增长带来隐患。

1.2 企业融资的一般性描述

在市场经济中，企业一般通过两种方式获取资金：内源融资和外源融资。内源融资是企业不断将自己的储蓄（留存盈利和折旧）转化为投资的过程。内源融资对企业的资本形成具有原始性、自主性、低成本性和抗风险性的特点，是企业生存与发展不可缺少的重要组成部分。外源融资是企业吸收其他经济主体的储蓄，使之转化为自己的投资的过程。它对企业的资本形成具有高效性、灵活性、大量性和集中性的特点。

1.2.1 企业的内源融资

所谓内源融资（internal financing，或 internal sources）是企业经营活动结果产生的资金，即企业内部融通的资金，是企业长期融资的一个重要来源。一般来说，内源融资主要是由留存盈利

和折旧构成的。折旧是以货币形式表现的固定资产在生产过程中发生有形和无形的损耗，它主要用于重置损耗的固定资产的价值，因此，企业增量融资的主要内部来源就是留存盈利。

留存盈利作为企业重要的融资工具具有以下优点：（1）以留存盈利作为融资工具，不需要实际对外支付利息或者股息，不会减少企业的现金流量；同时，由于资金来源于企业内部，不发生融资费用。而企业向外界筹集长期资金，无论采用股票、债券还是银行贷款，不仅要支付利息或者股利，还需要支付大量的融资费用，因此，在融资费用相当高的今天，留存盈利的资本成本要低于外源融资的成本。（2）对企业来说，留存盈利与普通股的作用是相同的，都属于企业的权益资本，然而，企业利用普通股融资可能带来所有权与控制权的问题，以留存盈利作为融资工具则可以避免这些问题。（3）企业通过内源融资较之其他融资方式更易获得资金，当企业缺乏其他融资来源时，往往利用留存盈利作为融资工具。例如，新成立的公司由于规模较小，其普通股票在二级市场的交易不够活跃，这类公司外源融资比较困难或者融资成本相对较高，在这种情况下，留存盈利由于不需要支付股息就成为企业重要的融资来源。

留存盈利与股利支付之间是此消彼长的关系。股利支付可以直接增加股东的财富，但对股东来说，股利支付率并非越高越好。由于企业的股利政策受多种因素的影响，即使企业把全部的盈利作为股利支付给股东也未必能够实现股东财富的最大化。这是因为企业选定的股利支付率越高，留存盈利供给枯竭的可能性就大，企业再投资就要更多地依赖外部资金（债务或权益）。但是，由于融资费用的存在，使外源融资的成本远远高于内源融资，因此，大量发放股利对企业来说代价是昂贵的，它增加了企业对高成本的外部资金的需求，从长远看并不利于股东财富的增值。

从企业的长远利益出发，企业经营者倾向于减少股利支付，

尽可能多地利用留存盈利进行再投资。同时，由于纳税的影响，一部分股东也倾向于减少股利支付。但是如果企业留存盈利过多，股利支付过少，可能不利于股票价格的上涨，会使企业再融资遇到困难。因此，如何在股利发放与公司的未来发展之间取得均衡，使公司股票价格稳中有升，最终实现股东财富的最大化，便成为企业政策的目标。

1.2.2 企业的外源融资

1. 企业外源融资概念及优劣

在经济日益货币化、信用化和证券化的进程中，外源融资成为获取资金的主要方式。一般来说，企业外源融资是通过金融媒介机制的作用实现的。在融资过程中，根据资金融出方和资金融入方相互接触的联系方式的不同，可以把外源融资分为直接融资（Direct Finance）和间接融资（Indirect Finance），参见图 1-1，箭头表示资金流向。

5

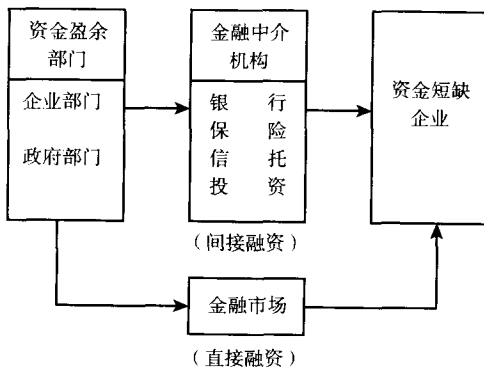


图 1-1 企业直接融资和间接融资过程

直接融资是指资金盈余方和资金短缺方相互间直接进行协议，或在金融市场上前者购买后者发行的有价证券，将货币资金提供给需要补充资金的单位，从而完成资金融通过程。这种融资的基本特点是，拥有暂时闲置资金的单位或个人与需要资金的单位或个人直接进行资金融通，不需要经过金融信用媒介实现。直接融资所使用的有价证券，通常是非金融机构，如政府（中央政府或地方政府）、企业、个人所发行或签署的国债、地方债、公司债、股票、抵押契约、借款合同，以及其他各种形式的借据或债务凭证。

间接融资是指资金盈余方通过存款的形式，或购买银行、信托、保险等金融机构发行的有价证券，将其闲置的资金先行提供给这些金融中介机构，然后再由这些金融机构以贷款、贴现等形式，或通过购买资金短缺方发行的有价证券，把资金提供给这些使用单位，从而实现资金的融通。间接融资的基本特点是，资金融通通过金融中介机构来进行，它由金融机构筹集资金和运用资金两个环节构成。

直接融资和间接融资都是资金融通的方式，严格地讲没有优劣之分，只有结合具体的经济环境它们才表现出不同的特点和各自的优势。一般来说，间接融资较之于直接融资主要有以下几个优点：（1）由于间接融资过程中，资金融出方和融入方没有直接关系，所以它是一种可以无限扩展的融通方式，银行等金融机构可以在全国甚至更大的范围内集中资金，资金融通规模巨大，非直接融通所能比拟。（2）间接融资先由银行等金融机构集中资金，然后进行分配，使得银行等金融机构可以根据国民经济发展的需要，选择资金使用方向，便于中央银行的金融宏观调控。（3）作为中介机构的银行通过此存彼取，收此贷彼，使得资金融通具有较大的灵活性，资金运用更为合理、有效，易取得较好的经济收益。但是，如果一个国家间接融资的比重过大，就会加

大金融机构的风险，影响金融秩序的稳定，在企业约束机制没有建立起来的国家尤其如此。

直接融资作为间接融资相对应的一种融资方式，它在某些方面有自己的特点和优越性，主要表现在：（1）直接融资过程中资金融出方和融入方就融资规模、期限、利率等方面进行直接协商，为资金融通提供了更直接、更灵活的方式。（2）直接融资中的股权融资不仅可以减少企业的利息负担，而且可以改善企业的资本结构，促进企业转换经营机制。（3）直接融资的发展，还可以完善金融结构，使金融工具和融资方式多样化，避免初级证券比重过大所带来的金融风险。当然，直接融资作为一种资金供给方式，像物物交换一样，具有较多的限制。首先，资金融通规模较小，它要受提供资金的单位所拥有的资金的制约，资金的融通不可能很大；其次，参与直接融通的双方一般都有经济联系，这就使得资金流向受到一定的限制；最后，直接融资的范围过大，会导致资金使用分散，不利于中央银行加强金融宏观调控。

2. 企业外源融资的选择

富兰克林·艾伦和道格拉斯·盖尔在《比较金融系统》一书中指出：直接融资与投资人成为知情者并且独立决定是否对项目提供资金的情形是一致的，间接融资是与 I 个投资人意见达成一致的情形相联系，其中一个被任命为管理者，并且成为知情者，在此基础上决定是否对项目投资，而其他入依然是不知情的。如果只有一个项目能获得资金，而存在很多潜在的投资人，投资人不对项目提供资金的净收益为 0，不知情的投资人预期项目获得的净收益为：

$$V_u = \partial H + (1 - \partial)L$$

在直接融资下，投资人要成为知情者必须支付成本，成为知情者后，当且仅当投资人是乐观者时，才愿意投资该项目，投资人成为知情者的回报为：

$$V_M = \partial H + (1 - \partial)0 - C$$

投资者成为乐观者的概率为 ∂ ，当期望的报酬 $H > 0$ 时，会投资该项目；投资者成为悲观者的概率为 $(1 - \partial)$ ，当预期的报酬为 $L < 0$ 时，不会投资该项目，在这两种情况下，投资者都要支付成本 C 。

在间接融资下，当管理者是乐观者时，投资人同意的概率是 β ，那么，不知情投资人对投资的预期报酬为 $\beta H + (1 - \beta)L$ ；当管理者是悲观者时，投资人不愿达成一致的的概率为 β' ，那么不知情投资人对投资的预期报酬为 $\beta' H + (1 - \beta')L$ ；当管理者是乐观者时，每个投资人都同意给项目投资，回报为：

$$\frac{8}{V_1 = \partial[\beta H + (1 - \beta)L] + (1 - \partial) - \frac{C}{I} = \partial[\beta H + (1 - \beta)L] - \frac{C}{I}$$

假定管理者是乐观者，由于管理者是乐观者并且决定投资的概率为 ∂ ，那么随机选取的投资人的预期报酬为 $\beta H + (1 - \beta)L$ ，管理者是悲观者并且不投资的概率则为 $(1 - \partial)$ 。两种情况下，投资人必须承担的成本是 $\frac{C}{I}$ 。

综上所述，不同融资方式下的回报有以下几种情况：

- (1) 没有投资，0；
- (2) 不知情的投资， $V_u = \partial H + (1 - \partial)L$ ；
- (3) 市场投资， $\partial H - C$ ；
- (4) 中介投资， $V_1 = \partial[\beta H + (1 - \beta)L] - \frac{C}{I}$ 。

当满足条件： $\partial H - C > \partial[\beta H + (1 - \beta)L] - \frac{C}{I}$ 时，选择直接