

会计新视野丛书

ACCOUNTING NEW VIEW SERIES

刘淑莲 著

企业融资 方式 结构与机制

QIYE RONGZI
FANGSHI
JIEGOU YU JIZHI



中国财政经济出版社

500

271

274

会计新视野丛书

企业融资方式 结构与机制

刘淑莲 著

中国财政经济出版社

图书在版编目 (CIP) 数据

企业融资方式、结构与机制/刘淑莲著. —北京: 中国财政经济出版社, 2002.6

(会计新视野丛书)

ISBN 7-5005-5737-X

I. 企… II. 刘… III. 企业-融资-研究 IV. F275.1

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2002) 第 025021 号

中国财政经济出版社出版

URL: <http://www.cfeph.com>

E-mail: cfeph@dr.c.gov.cn

(版权所有 翻印必究)

社址: 北京海淀区阜成路甲 28 号 邮政编码: 100036

发行处电话: 88190406 财经书店电话: 64033436

涿州新华印刷厂印刷 各地新华书店经销

880×1230 毫米 32 开 9.875 印张 226 000 字

2002 年 6 月第 1 版 2002 年 6 月河北第 1 次印刷

印数: 1-3 000 定价: 22.00 元

ISBN 7-5005-5737-X/F·5045

(图书出现印装问题,本社负责调换)

总 序

总 序

当今社会，已经进入了以信息技术革命为代表的信息社会。信息技术革命正在改变着人们的生存环境，改变着人们的生产、生活方式，进而改变着人们的思维习惯。总之，这股巨大的革命浪潮，迫使人们不得不渐渐远离自己熟悉的种种，去迎接新时代带来的诸多变化。这种状况，大到国家的治理之术，小至料理个人的日常生活，均是如此，概莫能外。

会计作为一种既处理信息又利用信息的管理活动，也面临着信息技术革命的巨大冲击。首先，信息技术革命改变了传统会计处理和利用信息的技术手段，电子计算机和网络技术的普遍应用，不仅大大提高了处理和利用信息的速度、深度、广度和准确度，真正实现

了会计的实时控制、动态控制和过程控制，而且会计职能的实施已经摆脱了时、空条件的限制，可以完全做到长距离、无时限的有效管理，即所谓“集中于咫尺之内，监控于千里之外”。其次，信息技术革命为会计的发展提供了广阔的前景，会计正在由传统的核算型向管理型转变，会计的重要作用越来越为更多的人所认识，大批从事于手工作业的会计人员或者下岗、或者转向更深层次的会计管理工作。现在，会计已和世人的经济生活完全融合在一起，达到须臾不可分离的地步。在现实生活中，如果离开会计，人类社会就难以运转，更不用谈持续发展了。再次，传统的会计工作由于囿于大量的手工操作，会计人员面临许多想做而又无法做的事，会计工作中存在着需要解决而又难以解决的问题。比如会计信息的不准确、不及时和不相关问题，就是会计工作中长期存在而又难以克服的痼疾。信息技术革命为解决此类问题打开了方便之门，人们通过计算机和网络技术，充分利用“三量会计”（实物量、劳动量和价值量会计）对客观对象进行实时的、刚性的和广泛联系的核算与管理，从而达到提高客观行为的效率和效益的目的。最后，信息技术革命为会计理论的发展与创新创造了非常有利的条件，因为在信息技术革命的有力冲击下，以手工操作为主导、以处理和提供信息为己任、以保护资产安全为目标的传统会计理论有的已经失效、有的需要修正，而更多的是需要发展和创新。这里很难具体列示其内容，但在当今条件下，研究会计理论应当遵循的基本原则则是需要明确的。我认为，这些原则有：（1）要充

总 序

分体现信息技术革命对会计工作带来的深刻变化，研究新情况、探讨新问题；（2）要充分适应当代学科重新分化组合的现实情况，选择各门学科相互联结的接口处进行研究，走边缘学科和交叉学科之路；（3）要突破“就会计论会计”的传统研究视野，采取广为联系、多学科协同作战的方式，将会计学（含财务管理科学、审计学）与经济学、管理学、金融学、法学结合起来，从更广阔的视野和更高的层次上探讨会计问题；（4）要充分评估会计的未来发展，努力做到会计理论研究要理论与实际结合、长远与目前结合、经济与技术结合，在研究方法上要使规范研究与实证研究结合。

当前的中国正处于一个特殊的历史时期，这个时期既是一个转型时期，又是一个工业化和信息化并进的时期，同时还是由国家化经济迈向国际化经济的时期。因此，我们面临着许多特殊问题需要解决，当前的会计理论研究也需要十分重视这一历史背景，重视特殊历史时期给会计工作带来的特殊问题研究。

近年来，我国许多中青年会计、财务学者在会计理论的研究上，倾注了大量精力，他们在吸收国外先进理论成果的基础上，结合我国的国情，就如何构建一个符合我国国情、又能与国际接轨的会计理论体系，会计和财务工作如何适应新的经济环境的挑战等问题进行了大量的研究，并取得了一定的成果。本着宣传我国学者在会计理论研究中取得的成果，促进学术交流，扶持中青年学者的目的，中国财政经济出版社会计分社策划出版了这套“会计

新视野丛书”。丛书收集了国内众多中青年会计、财务学者近年来最新的研究成果以及一些优秀的会计、财务学博士论文。丛书选题严格，理论导向明确，范围广泛，涉及到会计、财务、审计以及证券市场相关问题等各个方面，论证严密，立意新颖，为广大读者了解会计、财务领域最新的研究成果，前瞻会计未来的发展方向创造了很好的条件，对推动我国会计理论研究与实务发展必将起到积极的作用。

该丛书体现了以下几个特点：（1）在研究方法上，宏观与微观结合、理论分析与实证结合、国内外研究结合、定性与定量结合、典型案例与综合比较结合。（2）在研究对象上，有的以资本市场或证券市场为研究对象；有的以国有公司为研究对象；有的以大企业为研究对象，也有的以中小企业为研究对象。（3）在研究范围上，将不同学科融合，进行交叉研究。（4）既有继承性，又有发展、创新性，实现了理论、实践、创新三结合。（5）针对理论难点、实践难点或者关键问题研究。

斯是为序。

周子云
2002.4

序

该书是在刘淑莲同志的博士论文基础上修改而成的一本关于企业理财学科的前沿性学术专著。作者在广泛、深入研究的基础上，将企业融资问题与产权理论、不对称信息、代理学说和企业治理结构理论相互揉合，从不同侧面研究和探讨企业融资方式、融资结构与治理结构之间的相互关系，表明作者具有较宽的学术视野和深厚的专业功底。

随着 20 世纪 70 年代末以来中国经济体制的变革，企业融资机制经历了财政拨款型→银行贷款型→市场调节型的变迁过程。其资金配置以纵向划拨、行政性流动向纵横交融、市场化流动发展。这种纷至沓来的变革，使企业形成了以外部融资为主、内部融资为辅，以间接融资为主、直接融资为辅的融资格局，这种不平衡的融

资结构使企业的资金“短缺”也表现为不平衡，即股本资本相对短缺、债务资本相对充足。如何改变企业融资结构不平衡状况，如何构造优化融资结构的体制环境和制度安排，一直是理论界与实务界相当棘手的问题。该书就是在这种大背景下产生的，这一选题的意义是不言自明的。

该书深入研究和探讨了企业融资方式的基本内容和特点，归纳总结了企业融资结构的四种基本理论，对比分析了不同国家、不同经济体制下的融资导向与治理结构，为中国企业融资方式与融资结构选择提供了有益的借鉴。

该书始终将微观企业的融资问题放在宏观经济体制的大背景下进行讨论。全书以全新的视角，条分缕析地研究了中国企业融资机制的变革与发展，提出了以过度负债为特征的企业“资金短缺”是一种体制现象；企业短缺的不仅是资金，更重要的是短缺有效的融资机制。这种思路对于扩大融资渠道、变革融资方式、提高融资效率、解决企业资金短缺问题具有重要的现实意义。

该书提出了企业治理结构的金融观，即真正有效的治理结构应是与融资结构相结合的产物。书中主张企业融资结构调整与治理结构的选择应随着融资方式从银行主导型到市场多元化变迁的过程中“渐进式”地从银行监督与治理向市场机制与治理方向过渡。这无疑为中国企业治理结构与变革提供了可借鉴的策略性思路。

该书采用实证分析与规范分析相结合，历史分析与逻辑分析相结合两种方法，对企业融资过程中的各种经济变量之间的内在关系，各类经济主体的行为特征，各种产权

序

制度下的融资效应进行了系统地描述和论证，使全书形成一个大致完整、合乎逻辑的理论体系。

该书的一个显著特点是求“新”、求“深”与求“实”。它向读者贡献了许多新的学术观点，如关于资本结构理论的归纳与总结；关于资金短缺成因与现状分析；关于企业直接融资与间接融资方式的选择；关于企业融资结构与治理结构的完善与调整等。这些学术观点无论在广度上，还是在深度上都独树一帜，取得了开拓性成果。随着中国市场化进程的不断发展，这一研究成果的学术价值和应用价值将与日俱增。总之，这是一本值得一读的书。

谷 祺

2002年3月

内 容 提 要

企业融资是企业走向市场化过程中所遇到的一个现实问题，对这一课题的研究，主要回答和解决下列问题：为什么经济体制和金融制度会影响企业的融资方式与融资结构？为什么企业大多难以摆脱资金短缺困境及对资金长期渴求的欲望？为什么微观企业资金匮乏而宏观社会资金相对充盈？为什么融资方式、融资结构与企业治理结构相互联系、相互影响？如何扩大融资渠道、变革融资方式、提高融资效率？如何选择企业融资方式、优化融资结构和治理结构？

本书以国内外研究文献和实证分析为基础，以企业融资方式→融资结构→治理结构为主线，先研究企业融资方式与结构配置的一般理论与过程；再引入社会制度因素，研究不同国家、不同经济体制下的融资导向与治理结构；再引入中国的现实情况，按照逻辑顺序与历史顺序相结合的原则，研究与分析中国企业融资机制的变迁与发展；最后提出产权制度创新与融资结构调整的基本思路和对策性建议。遵循从抽象到具体、从简

单到复杂的顺序和叙述方法将全书分为以下 6 章。

第 1 章 引言。主要介绍了本书的选题思路与研究现状、研究主题与范围界定、研究方法与体系设计。本章内容可为以后各章理论探讨和实证分析作前期铺垫。

第 2 章 企业融资方式分析与评价。企业融资方式按其来源不同可分为内部融资与外部融资，前者是投资者积累并利用自己的储蓄过程；后者是投资者动员、利用他人储蓄的过程。企业融资活动就是一个伴随着经济的发展由内部融资→外部融资→内部融资这样不断交替变迁的过程。企业外部融资又可分为间接融资与直接融资，前者是指企业通过商业银行或其他金融中介筹措长期资金的一种方式；后者不是通过金融中介创造金融资产实现融资需求，而是直接向资金的最初所有者提供证券的融资活动。间接融资与直接融资是社会储蓄转化为投资的两种形式，是企业取得外部资金的基本方式，它们对社会资源的优化配置、对企业的经济发展都具有极大的推动作用。在直接融资中可分为债券融资与股票融资，无论采取何种融资方式，其关键之处都与证券的发行价格或内在价值有关。从理论上说，证券发行价值（价格）是证券未来现金流量的现值，这里的现金流量包括各期支付的债息、股息以及证券出售时获得的收入，通过一定的折现率（投资者要求的收益率或资本成本）对其进行折现即可得到证券的现值或内在价值。债券融资与股票融资最明显的区别就是有偿还期限，不同期限的债券具有不同的收益率或利率，即存在着利率的期限结构，在债券估值时应充分考虑这一点。相对而言，股票估值较为复杂。传统的股票估值方法有三种：一是收益/现金流折现估值法，即威廉—高登股票估值模型；二是比率估值法，如市盈率模型（Price/Earnings）、市价销售比模型（Price/Sales Rate）等；三是期权估值法，如布莱克—斯科尔斯（Black-Scholes）期权定价模型。在这三种方法中，收益/现金流

内 容 提 要

折现法因其具有公认、严密的理论基础和广泛的应用领域,在学术界尤其受到推崇。但随着知识经济时代的到来,传统的股票估值模型面临着极大的挑战,特别是网络股价值的评估成为一个前沿性、挑战性的课题,正日益引起理论界与实务界的关注。

企业融资决策所要解决的基本问题就是如何取得企业发展所需要的资金以及如何安排不同来源资金的比例关系,以使使融资风险与融资成本相匹配。在西方,由于不对称信息、代理问题的存在,在工业发达国家,企业融资顺序一般为:首先是内部融资;其次是债务融资;最后是股票融资。

第3章 企业融资结构理论与设置。现代企业融资结构(资本结构)的所有理论都提出了两个基本问题:企业能否用负债代替股本而增加其价值,如果回答是肯定的,那么企业应当举债多少最佳?不同的经济学家给予了不同的回答,有的是从税收方面(Modigliani and Miller, 1958, 1963);有的是从代理学说(Jensen and Meckling, 1976);有的是从不对称信息(Myers and Majluf, 1984);有的是从企业控制权理论(Harris & Raviv, 1988)等方面研究这一问题。在过去近半个世纪里,有关企业融资结构的理论争论不休,未能达成共识,其原因在于企业融资结构的决定因素上各不相同。近几十年来,有关融资结构的分析主要集中在企业融资结构与企业价值的关联性上。MM定理论证了二者无关性,以后的理论分析都是对改变这种无关性的一种修正。通过放松MM定理的严格假设来推进融资结构决定因素的分析,并把所放松的某一假定看成是决定企业融资结构的因素之一。根据融资结构理论和实证分析的结果,在设置和优化企业融资结构中应注意以下几个问题:

- (1) 合理设计和选择融资工具,使融资风险与融资成本相互匹配;
- (2) 通过财务契约确立投融资各方的权、责、利关系,协调委托代理关系,降低融资代理成本;
- (3) 融资结构与资产结构相匹配,即

融资工具现金流出量的期限结构及法定责任与企业资产预期现金流入量及其风险相匹配；当前融资需求与企业后续持续发展融资需求相平衡；保持财务灵活性和持续融资能力与降低融资成本相配合。

第4章 企业融资与治理结构国际比较。美、日、德等国企业在融资活动中，由于在市场经济体制和融资体制等方面具有不同的特点，形成了独具特色的融资方式、融资结构和治理结构。如果以融资体系、融资方式为特征，可将不同市场经济国家的企业融资模式分为两类：一类为市场导向型融资（Market-oriented financing）模式，以英国、美国为代表；一类为银行导向型（Bank-oriented financing）模式，以日本、德国为代表。由于在外部融资中，英美企业主要通过资本市场进行证券融资，而日德企业主要是通过银行中介进行融资。因此，有人称英美为直接融资模式，日德为间接融资模式。不同的融资结构决定了不同的企业治理结构方式，美国企业治理结构侧重于从外部，特别是资本市场、接管市场加强对经营者的监督与控制。日本和德国则侧重于从内部，特别是企业的主银行或全能银行加强对经营者的监督与控制。两种不同融资方式下的企业治理结构对建立和完善中国企业的治理结构模式具有一定的借鉴和启发。

第5章 中国企业融资机制变迁与发展。中国融资机制与融资方式的变革，是沿着两条主线推进的，一是从计划经济体制下财政拨款型融资向银行贷款型转化；二是从银行单一融资方式向市场经济体制下多元型融资方式转化。也可以说，企业融资机制经历了财政拨款型→银行贷款型→市场调节型的不同模式，其资金配置从纵向划拨、行政性流动向纵横交融、市场化流动发展。在融资机制的变革中，企业，特别是国有企业的融资结构呈非均衡性发展：相对来说，外部融资比重高于内部融资比重；间接融资比重高于直接融资比重；股票融资比重高于债券融资比重；全部负债融资比重高于股权融资比重。

内容提要

第6章 产权制度创新与融资结构调整。为解决国企资金短缺,调整和优化融资结构,首先是完善内部融资机制,主要包括确立法人财产权,明确界定国家和其他投资者向企业投资形成的财产最终所有权与法人财产权的产权边界;在此基础上确立利润分配的二元主体,完善利润分配机制,规范企业融资行为,强化企业内部积累制度。其次,规范与调整银企关系,根据目前的实际情况,中国应实行保持距离型银企关系,即充分利用银行的信息优势和人才优势对企业进行“相机性控制”,这是资本市场尚不发达国家的一种现实选择。在银企关系调整中,应建立企业自我承担偿债责任的规则和经济运行机制。这种规则机制使资金借贷之间的信用关系真正走向市场化、规范化、法制化,变无序的债权债务关系为有序的债权债务硬约束,使“借债还钱”真正成为外部债务资金使用者的约束机制。在企业债务重组中,应确立政府、银行、企业多方共担损失的债务重组模式;应注意从存量调整和增量注入两个方面进行债务重组,在清偿体制性的欠账基础上,通过国有企业体制创新,引入新的出资人或创造条件直接进入资本市场融资。最后优化企业融资结构与治理结构。我国企业的资金短缺是一种体制现象,它们“短缺”的不是债务性资金,而是资本性资金。因此,应在继续扩大银行信贷、发展间接融资的同时,大力发展资本市场,充分利用资本市场机制促进社会闲置资金转向资本性资金。在直接融资中应注意发展企业债券融资市场;在股票融资中应注意调整融资规模与股权结构的关系,通过国有股退出机制,逐渐解决国有股权过度集中且流通性差等问题。在企业治理结构模式选择中,中国应采取“渐进式”方式,即随着融资方式从银行贷款型到市场多元化的变迁过程,“渐进式”地从银行监督与治理向市场机制调整与治理方向过渡,不过在这一进程中,两种治理方式相互交融、相互补充会使企业治理结构模式变得更加完善与合理。

ABSTRACT



Corporate financing is one of the main issues that firms will encounter during the process of marketization. To give it a profound reflection, there are several problems waiting to be answered: Why economic and finance system can influence a firm's financing pattern and structure? Why firms are always obsessed by capital shortage and the maintained desire for funds? Why capital seems deficient in firms from the microscopic perspective while relatively sufficient in the macroscopic society? Why financing pattern and financing structure interact with corporate governance structure? How to widen financing channels, transform financing patterns, and raise financing efficiency? And how to select corporate financing patterns and optimize financing structure and governance structure?

Based on large volumes of research literature and positive analysis of Chinese and foreign scholars, this article focuses on the line of corporate fi-

nancing patterns→financing structure→governance structure. It first examines the general theories and processes of corporate financing patterns and structure allocation, then factors of social institution are introduced and financing oriented and corporate governances structure of different countries and economic systems are studied. By combining logic and historical sequences, the real conditions of nowadays China are also taken into consideration, which includes the transformation and development of Chinese corporate financing system. Finally, the article presents the main considerations and strategic proposals on innovation of property right institution and adjustment of financing structure. Under the principle of “from abstract to specific” and “from simple to complicate”, it can be divided into the following six chapters:

Chapter I Introduction. It generally describes the topic of this article and its definition, offers reasons for choosing it, introduces the present research conditions concerning this topic and the ways of research and structure design. Its contents are the basis for the following chapters to further develop theories and positive analysis.

Chapter II Evaluation of Corporate Financing Patterns. According to its different sources, corporate financing includes internal financing and external financing. External financing consists of direct financing and indirect financing, Former issues bond and stock in capital market, while latter is bank crediting. Different financing patterns and their combinations can exert various impacts on the development of a firm. The main problem for corporate financing to solve is how to acquire the necessary capital for development and how to allocate the capitals from different sources in order to match risks with