

卢福财 著

企业融资效率分析

QIYERONGZIXIAOLUFENXI

经济管理出版社

ECONOMIC MANAGEMENT PUBLISHING HOUSE

企业融资效率分析

卢福财 著

经济管理出版社

责任编辑 卢小生
版式设计 陈 力
责任校对 贾全慧

图书在版编目 (CIP) 数据

企业融资效率分析/卢福财著. - 北京: 经济管理出版社,
2001.1

ISBN 7-80162-062-3

I. 企... II. 卢... III. 企业-融资-资金管理-研究
IV. F275.1

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2000) 第 54129 号

企业融资效率分析

卢福财 著

出版: 经济管理出版社

(北京市新街口六条红园胡同 8 号 邮编: 100035)

发行: 经济管理出版社总发行 全国各地新华书店经销

印刷: 北京银祥印刷厂

850×1168 毫米 1/32 9 印张 219 千字

2001 年 1 月第 1 版 2001 年 1 月北京第 1 次印刷

印数: 6000 册

ISBN 7-80162-062-3/F·59

定价 18.00 元

·版权所有 翻印必究·

凡购本社图书, 如有印装错误, 由本社发行部负责调换。

通讯地址 北京阜外月坛北小街 2 号 邮编: 100836

联系电话: (010) 68022974

目 录

第一章 导论	(1)
1.1 研究的主题与意义	(1)
1.2 概念范畴界定	(5)
1.2.1 融资	(5)
1.2.2 企业融资	(7)
1.2.3 融资方式	(8)
1.2.4 企业融资效率	(10)
1.3 研究方法 with 结构安排	(14)
1.3.1 研究方法	(14)
1.3.2 结构安排	(16)
1.4 主要研究结论	(18)
第二章 企业融资方式的历史演变分析	(28)
2.1 融资方式的分类与特点	(28)
2.1.1 内源融资与外源融资	(28)
2.1.2 直接融资与间接融资	(30)
2.1.3 股权融资与债权融资	(32)
2.1.4 企业融资方式的其它分类方法	(33)
2.1.5 各种类型企业融资方式之间的关系	(33)
2.2 企业融资方式的演变历程	(35)
2.2.1 企业融资方式演变的历史逻辑	(35)
2.2.2 企业融资方式演变的国际比较	(40)
2.3 我国企业融资方式的演变过程	(49)

2.3.1 计划经济体制下的财政主导型计划融资制度·····	(49)
2.3.2 转轨时期企业融资模式的演变·····	(54)
2.4 小结·····	(61)
第三章 企业资金融入效率 ·····	(68)
3.1 企业融资成本·····	(68)
3.1.1 企业融资成本的相关概念·····	(68)
3.1.2 企业短期融资的融资成本·····	(75)
3.1.3 企业长期融资与资本成本·····	(78)
3.2 企业融资的杠杆效应·····	(82)
3.2.1 债权融资对权益资本收益与风险的影响·····	(82)
3.2.2 杠杆效应与企业风险分析·····	(85)
3.3 企业融资结构与资本结构理论·····	(89)
3.3.1 最优资本结构与资本结构理论·····	(89)
3.3.2 传统资本结构理论·····	(90)
3.3.3 现代资本结构理论·····	(92)
3.3.4 新资本结构理论·····	(98)
3.4 我国企业资金融入效率简评·····	(107)
3.4.1 我国企业的融资成本与资本结构整体概况·····	(107)
3.4.2 我国企业的融资成本与资本结构个案分析·····	(113)
3.4.3 我国上市公司的融资成本与资本结构·····	(116)
3.5 小结·····	(122)
第四章 企业法人治理效率 ·····	(130)
4.1 企业法人治理问题及其解决·····	(130)
4.1.1 现代企业的法人治理问题·····	(130)
4.1.2 企业法人治理问题的解决与法人治理结构·····	(137)

4.2 企业融资与法人治理结构	(140)
4.2.1 企业融资对法人治理结构的影响	(140)
4.2.2 不同国家企业融资与法人治理结构的比较	(144)
4.3 我国企业融资的法人治理效率分析	(150)
4.3.1 我国企业法人治理结构改革的总体概况	(150)
4.3.2 我国企业融资与法人治理结构存在的问题	(152)
4.3.3 从企业融资着手完善我国企业法人 治理结构	(161)
4.4 小结	(165)
第五章 企业资金融出效率	(172)
5.1 企业融资收益与风险的一般分析	(172)
5.1.1 企业融资收益与风险的含义及其影响因素	(172)
5.1.2 企业融资收益与风险的度量	(174)
5.2 银行信贷融资的资金融出效率	(179)
5.2.1 “三性原则”和银行信贷融资的收益 与风险	(180)
5.2.2 贷款定价与银行信贷融资的收益	(185)
5.2.3 信用分析与银行信贷融资的风险防范	(188)
5.3 银企不良债务及其化解	(191)
5.3.1 银企不良债务的状况与成因	(192)
5.3.2 银企不良债务的化解途径与办法	(197)
5.3.3 债转股与银企不良债务的化解	(199)
5.4 证券融资的收益与风险	(203)
5.4.1 证券融资的收益率	(203)
5.4.2 证券融资的风险	(209)
5.5 小结	(213)

第六章 企业融资的宏观效率	(217)
6.1 企业融资的资金配置效率	(217)
6.1.1 资金动员程度	(218)
6.1.2 资金分配效果	(223)
6.2 企业融资的资金作用效率	(230)
6.2.1 经济增长的金融支持与资金作用效率	(231)
6.2.2 通货紧缩与资金作用效率	(234)
6.3 企业融资的经济安全效率	(241)
6.3.1 国际债权融资与金融安全	(242)
6.3.2 国际股权融资与产业安全	(251)
6.4 小结	(261)
参考文献	(269)
后记	(279)

第一章 导 论

1.1 研究的主题与意义

融资问题的实质是储蓄向投资的转化。在不同的社会、不同的文化传统和不同的经济发展阶段，企业融资的模式是不同的，融资效率也不一样。融资模式是实现资金需求与资金供给均衡的主要因素之一，它把政府、企业、家庭、金融机构等有机结合在一起。国外对企业融资问题的研究开始于五六十年代，著名经济学家、诺贝尔经济学奖得主莫迪利亚尼和米勒研究了完全竞争市场和信息对称情况下，公司财务结构与公司价值的关系，得出著名的 MM 定理。之后，对企业融资问题进行研究的人就越来越多，在 70 年代和 90 年代分别形成两个高峰，取得了一系列令人关注的研究成果。综观国外的研究，主要集中在三个方面：一是企业融资结构或企业资本结构研究，这方面的研究主要包括企业融资成本、各种融资方式的成本和风险比较等内容；二是融资与企业治理和监控研究，它主要包括不同的融资方式对企业监督和控制的效果、银企关系、银行与证券市场对企业治理的作用比较等内容；三是与融资相关的金融抑制和金融深化研究，它主要研究发展中国家在工业化过程中通过什么方式筹集资本原始积累所需的资金、这些筹资方式的实际效果、这些国家在向市场化转型过程中金融体制改革与金融发展问题，等等。

国内对企业融资问题的研究开始于 50 年代初，那时理论研究的中心是如何为工业化筹集必要的资金，研究的问题主要集中

在通过什么样的运行机制和管理体制来集中、分配和使用工业资金。改革开放以后，随着我国经济增长和工业发展对资金需求的增加，一方面，国内资金不足比较明显，如何利用外资——即是直接利用外资还是间接利用外资——成为人们广为关注和理论研究中的一个热点问题；另一方面，随着国民收入分配格局的变化，财政资金的供给能力也越来越不能满足企业（主要是国有企业）发展的需要，同时为了改变国有企业在资金使用上的无偿观念，国家改变了资金供给方式，从而引起了企业融资模式的变化，理论界开始注意企业融资问题。另一个引起人们研究兴趣的与企业融资相关的问题是国有企业债务问题，包括 80 年代末、90 年代初的企业间“三角债”和“银企不良债务”，如何化解银企债务对企业、银行和国家金融体系乃至整个国民经济的不良影响，成为 90 年代经济理论研究中的一大攻坚性难题。再一个与企业融资相关的研究领域是，国有企业股份制改造过程中的股权结构和法人治理结构优化。这方面的研究直接与西方的企业融资结构理论有关，已有一系列的有价值的成果面世，而且这方面的研究正方兴未艾。

就国内而言，刘彪是比较早地对企业融资问题进行系统研究的人之一。他将企业融资机制与经济体制紧密地联系在一起，对不同体制下企业融资机制的作用方式和运行效果进行了全面系统的分析。他指出：企业融资机制变革集中体现在资金约束形式的变化上，从财政拨款型融资机制下的资金无约束，到银行贷款型融资机制下的资金软约束，再到市场调节型融资机制下的资金硬约束，充分反映了企业从既不负盈也不负亏，到只负盈不负亏，再到自负盈亏的演进过程^①。陈享光将融资机制运行过程和储蓄、投资均衡过程联系起来考察，从宏观上对资金需求变动规律、资金供给及运动规律、融资机制及运行规律、储蓄投资均衡关系等做出了富有新意的解释，从而对融资均衡问题做出了开拓

性的研究^②。吴少新从收入流程与体制变迁入手，全面分析研究了储蓄转化投资的金融机制、储蓄转化投资的供给行为和需求行为、以证券市场为主的金融市场运行、金融体系的调控与风险的防范等与融资相关的问题^③。方晓霞博士对企业融资过程的实质、企业资本结构与融资决策、中国工业企业资金供给制度变迁、国有企业融资行为及其规范等问题进行了深入的研究，并比较了美、日、德等国企业融资方式的特点^④。徐宝林博士则对中国融资模式的变迁过程、过渡经济体制下融资制度的非均衡、市场型融资的国际经验，以及中国市场型融资模式的构建等问题进行了很有价值的研究，并对直接融资和中国证券市场的发展、间接融资与中国商业银行制度两问题进行了专门探讨^⑤。张昌彩在其博士论文中，根据资金流量分析原理，从资金来源渠道的角度提出了全新的融资方式分类法，即把融资方式分为财政融资方式、银行融资方式、商业融资方式、证券融资方式和国际融资方式五种，并对五种融资方式的性质、特点、运行机制、历史变迁等进行经济分析和国际比较，得出了一些非常有价值的结论^⑥。

上述研究，在融资方式、融资机制、各国融资模式的演变历程与特点、我国融资状况与问题，以及我国融资体制的变迁与未来发展等方面取得了可喜的成就。但这些研究也存在一些不足之处。首先，相当多的人是从较为宏观的角度认识融资问题，没有突出企业融资这一问题，把企业融资混同于一般融资活动，没有确立企业融资中的企业主体地位。其次，现有研究大都集中在融资方式的类型、融资模式的变迁、各国融资模式的差异、融资模式与经济体制的关系等方面，没有突出企业融资对经济生活各个层面的影响。近年来，我国经济生活中出现的一系列广为人们关注的热点难点问题，如国企债务危机使国企改革和发展受很大制约；大量的银行不良债权直接影响国有银行商业银行化改造；公司制改革不以规范法人治理结构为核心致使体制改革的目标未达

到；长期以来的负债型经济增长使金融风险加大；中小企业融资难、民间投资不旺使经济增长的动力不足；在利用外资过程中，对外商直接投资与国内产业安全的关系不同认识等等，都直接或间接地与企业融资相关联，其实质是企业融资效率问题，即企业融资对一国经济（包括宏观和微观）的作用和影响。以前的研究没有找到一个综合分析企业融资的框架体系，分析缺乏系统性。再次，没有把企业融资模式的变化与工业生产组织和企业制度的演变结合起来分析，只注意到融资的金融特性，没有注意到其制度特性。最后，以前的研究大都是在亚洲金融危机发生之前或之中进行的，因此不可能或还来不及对亚洲金融危机中暴露出的一些与企业融资有关的问题进行分析和总结，也没有对近年来我国的通货紧缩与企业融资的关系进行研究。

本书研究的任务，就是要在分析不同时期各国企业融资模式演变历程及规律的基础上，创立一个全面分析企业融资对经济各方面的作用 and 影响的框架体系，这个分析体系就是“企业融资效率”体系，然后用这个体系来对与我国企业融资相关的一系列问题进行分析，并就如何解决这些问题的对策措施做一探索。通过对“企业融资效率”的研究，既为国家制定有关企业改革和金融政策提供参考，也为企业选择高效率的融资模式，以及金融机构选择和评价贷款与投资项目、管理信贷业务等提供评价标准和帮助。

本书研究的意义在于：第一，从学术价值上来说，创立一个综合分析企业融资效率的体系，开拓一个新的研究领域，填补一项理论研究中的空白。“融资效率”这个概念虽然在经济文献中也曾出现过^⑦，但是，就“企业融资效率”这个概念的内涵和外延、企业融资效率体系的内容、影响企业融资效率的因素等来说，还未有过系统的研究。这说明，企业融资效率研究还是一个有待进一步开拓的领域，特别是关于企业融资效率分析体系的构

建,几乎是理论研究中的一项空白,很值得去填补。第二,探讨一些理论问题,弄清一些观点看法。如对于企业负债率高低的认识就一直很模糊,过去曾有人提出“要敢于负债经营”的观点,认为只要企业生产经营正常,负债率高一点也无妨;近来又出现不顾融资成本一味追求低负债率的情况,特别是在我国的上市公司中更是出现偏好配股融资的现象。从中外财务理论看,最优资本结构从来就是一个权衡的结果,它是在充分考虑企业的生产经营特点和外部经营环境状况,特别是企业的现金流量分布与支付能力,权衡成本与收益后形成的,并不存在“放之四海而皆准”的最优资本结构比例。第三,探讨解决我国企业融资中存在的实际问题的对策措施,为我国的经济体制改革和经济发展提供理论指导。如银企不良债务的化解、公司治理结构的完善、通货紧缩的治理等等。

1.2 概念范畴界定

1.2.1 融资

顾名思义,“融资”(Financing)就是资金融通。从最一般的意义上讲,它是指资金由资金供给者手中向资金需求者手中运动的过程。融资包括资金融入和融出两个同时存在的方面,即它是“资金双向互动过程”。在一个融资过程中,资金供给者融出资金,而资金需求者则融入资金。从狭义讲,融资主要是指资金的融入,即具体经济单位从自身经济活动现状及资金运用情况出发,根据未来发展需要,经过科学的预测和决策,通过一定的渠道,采用一定的方式,利用内部积累或向外部资金供给者筹集资金,以保证经济活动对资金的需要^⑧。

融资问题的经济实质是储蓄向投资的转化。根据美国经济学

家莫里斯·科普兰等人在分部门资金流动账户方面的研究成果，可以把整个经济部门划分为盈余部门（即收入大于支出）、平衡部门（即收入等于支出）和亏绌部门（即支出大于收入）。盈余部门往往是储蓄者，亏绌部门往往是投资者。在这种情况下，便存在融资问题。融资过程的实质就是储蓄向投资转化的过程^⑨。不过，在经济运行中，储蓄和投资可以由同一主体完成，也可以由不同主体完成。在储蓄、投资由同一主体完成的情况下，投资主体把自己积累的储蓄用于投资活动，这一过程即为内源融资过程。在储蓄、投资由不同主体完成的情况下，投资主体可以通过直接和中介过程从资金供给主体即储蓄主体那里获得资金，这一过程称为外源融资过程^⑩。

正因为如此，目前国内相当多的教科书和论著把融资定义为储蓄向投资的转化，即“从储蓄与投资关系出发，考察资金在经济主体部门借助于金融工具而流动，完成储蓄向投资转化的过程”^⑪。

一般情况下，融资活动涉及三方面的当事人，即资金融入者、资金融出者和为融资双方提供各种中介服务的银行或其他金融机构（如证券公司、证券交易所、投资银行等）。从资金融入方面看，融资的主体是资金融入者，即资金需求者。根据融资主体的不同，可以分为政府融资、企业融资和个人融资等。政府融资是政府财政行为，即政府根据财政支出的需要，通过各种方式筹集财政资金或财政收入。企业融资是指企业生产经营资金的筹集，在传统计划经济体制下，企业只是政府行政机构的附属物，企业生产经营所需资金完全由政府解决，因而不存在真正意义上的企业融资，企业融资是政府融资的一个组成部分。在市场经济体制下，企业成为自主经营的市场主体，具有真正意义上的融资行为，企业融资从政府融资中分离出来。本书主要研究企业融资^⑫及其效率问题，但在分析国有企业融资效率时，必然会涉及

政府融资问题。

从资金的融出方面看,融资的主体是资金的融出者,即资金供给者。资金融出主体的不同,反映资金来源的不同。根据资金来源的不同,或者根据资金供给者的不同,可以将融资分为财政融资、银行融资、商业融资、证券融资、国际融资五种融资形式。从本书的研究对象看,企业的资金来源包括以上五个方面,因此,在研究企业融资效率时,如果涉及资金来源问题,上述五种融资形式都可能论及。

1.2.2 企业融资

企业融资(Enterprise Financing or Corporation Financing),是以企业为资金融入者(即企业是资金融入主体)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。

企业融资过程也是一种资源配置过程。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它资源的作用。由于资金追求增值的特性促使它总是向个别收益率比较高的企业流动,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。企业融资过程也是一种以资金供求形式表现出来的资源配置过程。将有限的资金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,个别企业在自身利益最大化的过程中,来实现整个社会资源的优化配置和经济效率的提高^③。与其他主体的融资活动相比,企业融资有其自身的特性。

1. 企业融资的营利性。从资金融入者—企业看，之所以要进行融资是为了满足企业生产经营的需要，而生产经营活动的最基本目标主要是要获得盈利，这是企业作为营利性经济组织所必然提出的要求。再从资金的融出者看，他（它）们之所以愿意融出资金给他人从事生产经营活动，其目的也就是要获得利息或利润回报，实现“价值增值”的愿望。

2. 企业融资的风险性。由于企业生产经营面临许多的不确定性，企业经营活动也就具有较大的风险。这种经营风险对资金融入者来说会有一定的不利影响，但对资金融出者来说产生的不利影响就更大。因为它可能会导致不但不能获得融资的收益，反而把老本都蚀光的危险。企业融资的这种风险性还会扩大到整个经济体系的安全性。

3. 企业融资的安全性。正是由于风险性的存在，企业融资才更要讲究安全性。企业融资的安全性更主要是从资金融出者的角度考虑，它指的是融出的资金要在长期内为资金融出者带来收益，如果是债权性资本则还要求能够做到到期还本。

4. 企业融资的社会性。企业融资活动虽然是企业的微观经济活动，但它涉及到整个社会，具有广泛的社会性。例如，企业面向社会发行股票和债券就会涉及到成千上万个股民的利益，而企业从银行获得的贷款从其根本的来源看则是广大人民群众和企业事业单位在银行的存款。一个国家的经济社会化程度越高，金融越发达，其企业融资的社会性就越强。这也是本书研究企业融资及其效率问题的一个重要出发点。

1.2.3 融资方式

融资方式 (Financial Method)，是指资金由资金盈余部门向资金亏绌部门转化的形式、手段、途径和渠道，也可以说，是储蓄转化为投资的形式、手段、途径和渠道。企业融资方式也就是

企业获取资金的形式、手段、途径和渠道。如，企业以发行债券的形式通过证券市场向社会筹集资金，采用的是债券融资方式；企业向银行贷款采用的是信贷融资方式，而企业以向供货商延期付款的形式占用供货商的资金就是一种商业信用融资方式。上述例子说明，融资方式与资金来源有一定的联系。资金来源是指资金从哪里获得的，指的是资金的融出者。显然，同一资金来源，往往可以采用不同的融资方式取得，比如，银行既可以向企业发放贷款也可以购买企业发行的债券；而同一融资方式也往往可适用于不同的资金来源，比如，企业债券既可以卖给银行、个人，还可以卖给其他企业。但在有的情况下，一定的融资方式可能只适用某一特定的资金来源，比如政府的财政资金只能以财政拨款的方式投入国有企业，作为政府对国有企业的股本。从总体上说，资金来源的多样性决定了融资方式的多样化。与融资方式相近的还有两个概念，即融资模式和融资制度，为便于比较和使用，这里一并给出其定义。

融资模式 (Financial Model)，是指不同融资方式的组合，企业融资模式则是指不同企业融资方式的组合。一种融资模式往往是突出以某一种或几种融资方式为主、其他融资方式为辅，形成多种融资方式相互配合共同起作用的格局。融资模式与融资方式的关系是，“两者都是储蓄向投资转化的方式，但前者的内涵大于后者，融资模式包含融资方式，是多种融资方式的组合”^④。融资模式一般用于研究一个国家或地区在一定时期内采用的主导性融资方式及其与其他融资方式的关系。如国际上一般认为，目前市场经济发达国家中具有两种典型的企业融资模式，即以英、美为代表的以证券融资方式为主的直接融资模式，和以日、德为代表的以银行融资方式为主的间接融资模式。

融资制度 (Financial System)，也可称融资体制，指的是社会资金的配置方式，它是与社会资源配置方式相一致的。根据经济

学一般原理,社会资源配置有两种基本方式,即计划配置和市场配置。与此相适应,融资制度也有两种基本类型,一种是计划融资制度,另一种是市场融资制度。前者与传统计划经济体制相对应,后者与市场经济体制相对应。

传统计划经济体制的主要特征在于它是“一种高度集中的计划者主权制度”,社会经济资源包括各部门所需货币资金都由国家统一配置,商品交换和市场关系被限制在极为狭小的范围内,社会储蓄和投资主体都是政府,储蓄转化为投资几乎全部通过财政媒介起作用,银行成为单纯依靠行政命令发放拨款的出纳机关。由于缺乏市场化金融交易制度形成的基本条件和机制,金融交易关系成为一种以政府为主体的“配额交易关系”,金融经济运行方式表现为货币资金的配给制,计划成为社会资金配置的惟一手段,这就是计划融资制度的核心内容。

市场经济的基本特征是市场在资源配置中起基础性作用。在市场经济条件下,储蓄转化为投资主要是通过金融活动来完成的,社会储蓄在市场机制的作用下流向边际利润率高的部门和企业,从而实现社会资金的有效配置。与之相对应,市场融资制度的基本要点是资金融通的导向以市场机制为主,而不是通过行政手段强制性配给。市场作为一种组织,是资金供给者和需求者之间交易契约的结合点。

伴随着我国市场取向改革的不断深化,传统计划经济体制正在向社会主义市场经济体制过渡,我国的融资制度(主要指企业融资制度)也逐渐地由计划融资制度向市场融资制度转变。在这个转变过程中,计划的资金配置作用不断弱化,而市场的资金配置作用不断增强。

1.2.4 企业融资效率

企业融资效率(Efficiency of Enterprise Financing),这一概