

王丽娅 编著

企业融资 理论与实务

QIYE RONGZI

LILUN

YU SHIWU



中国经济出版社

CHINA ECONOMIC PUBLISHING HOUSE

2003 年海南省社科基金资助课题

企业融资理论与实务

王丽娅 编著

中国经济出版社

图书在版编目 (CIP) 数据

企业融资理论与实务/王丽娅编著. —北京: 中国经济出版社, 2004.12

ISBN 7-5017-6711-4

I. 企… II. 王… III. 企业—融资 IV. F275.1

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2004) 第 107270 号

出版发行: 中国经济出版社 (100037·北京市西城区百万庄北街 3 号)

网 址: WWW.economyph.com

责任编辑: 苏耀彬

电话 (传真): 010-6835-4197

个人主页: <http://fbshs.top263.net>

电子信箱: E-mail: cephs@economyph.com

E-mail: suyaobin@126.com

责任印制: 张江虹

封面设计: 白长江

经 销: 各地新华书店

承 印: 三河市欣欣印刷有限公司

开 本: A5 印张: 11 5 字数: 320 千字

版 次: 2005 年 1 月第 1 版 印次: 2005 年 1 月第 1 次印刷

印 数: 3000 册

书 号: ISBN-5017-6711-4/F·5346 定 价: 28.00 元

版权所有 盗版必究 举报电话: 68359418 68319282

服务热线: 68344225 68353507 68308640 68359420 68309176

前 言

在一个社会中，企业是整个社会经济发展的核心，而企业进行生产活动，从筹划、开工、投入生产、扩大规模到企业成熟或转型，每一个阶段都需要融资。而且在企业不同的发展阶段，由于企业财务状况、生产能力、信用水平、社会认可的程度等不同，融资的方式和手段也不尽相同。如在企业刚发展阶段，既要有企业的注册资本，又要有企业产品开发以及初步营销的资金。在这个阶段，难以通过商业银行贷款的方式取得所需要的资金，因此，股东资金成了企业资金最主要的来源。特别是风险较高的高科技企业，更是如此。在企业进入生产及大规模扩张阶段，需要有扩展资金，需要因应收账款、产品库存增加而占用的流动资金。那么这阶段企业融资除了从银行的间接融资获得资金外，还可以通过证券市场直接筹集到所需要的长期资金。金融市场体系就是为企业的每一个融资需求而设的。金融市场的资金，就是根据投资者各自不同的偏好，以不同的金融产品与融资方式，被融资到处于不同生产阶段的不同企业手中，从而提高企业的生产效率与整个社会金融资源的效率，这是市场经济的最基本的功能。

在市场经济条件下，企业融资渠道和融资方式是非常丰富的。从抽象的理论上说，对企业融资方式，较为流行的是从融资主体角度进行三个层次的划分：第一层次为内源融资和外源融资，从资金性质上来说，也叫自有资金和借入资金；第二层次将外源融资划分为直接融资和间接融资；第三层次则是对直接融资和间接融资再作进一步细分，如直接融资包括股票融资、债券融资等，间接融资包括银行、非银行金融机构贷款、融资租赁等。但在实践中，我们更倾向于根据资金来源和融资对象，将企业融资方式分为财政融资、银行融资、商业融资、证券融资和国际融资五大方式。而国际融资又可细分为国际股

票融资、国际债券融资、国际贸易融资、国际项目融资等等。

目前我国企业融资难，难在融资渠道不畅，难在可供企业选择的融资方式不多。我国企业的主要融资渠道是银行贷款，只有少数企业可到资本市场融到资金。融资渠道的单一不仅制约企业的发展，而且给商业银行的经营带来很大的压力和风险。目前我国商业银行不良贷款居高不下已成为制约中国市场经济纵深发展的关键因素。自 1999 年起，中央政府已从财政资金中拿出 1.67 万亿元资金，化解商业银行不良贷款，但是截止 2003 年底，我国商业银行不良贷款比率仍然高达 25%。中国商业银行不良贷款旧的未消化，新的又不断增加，其深层次原因是我国企业融资市场格局的不合理。企业融资渠道过于单一狭窄，众多的企业将融资的负担都压在商业银行的肩上，从而导致商业银行决策极易受到外部因素的干扰和干预。因此，化解我国商业银行不良贷款风险的根本措施是拓展企业融资渠道、丰富企业融资方式、发展企业直接融资市场、化解融资风险、减轻商业银行压力。本书正是基于此目的，从企业角度出发，揭示企业融资的内在法则，全面系统的介绍了市场经济条件下，企业融资的各种方法、手段及政策，试图解决企业通过什么手段融资、什么时候融资、怎样评估融资效益？如何制定融资策略等问题，以增强企业融资的科学性、独立性。

本书的内容共分为八章，内容结构体系安排如下：第一章是对企业融资的基础理论作概括介绍，对企业融资的概念、企业融资的层次、企业融资的结构、企业融资的模式、企业融资的成本等内容进行了分析，通过这些分析对企业融资的内涵和外延做了基本界定；第二章是在第一章的基础上对西方近年来产生的企业资本结构理论做阐述，为以后各章企业融资决策的制定奠定了理论基础；第三章讨论的是我国企业融资制度的变迁，对企业融资制度的类型、企业融资制度形成的原因、我国企业融资制度演变的过程、演变的特征及演变的趋势做了系统的分析；第四章是介绍企业的财政融资。财政对企业的资金支持一般是在市场失灵领域进行的，表现为政府出资成立国有企业直接从事市场失灵行业或产品的生产经营，这不属于本书研究范

畴,本书研究的企业财政融资主要是针对中小企业而言,鉴于中小企业在国民经济中的作用,财政应通过税收优惠、担保基金、财政补贴、政府采购等支持中小企业在不同阶段的发展。本章在借鉴发达国家财政支持中小企业经验的基础上,从企业的角度,把可能从财政获得的支持手段进行系统介绍;第五章从分析转轨时期银企关系的特征入手,系统介绍了银行贷款的一般规定及常见的银行贷款种类及运作程序;第六章分析了企业相互之间的商业融资行为,介绍了商业融资在生产过程中的内涵、作用、特征、方式,并对每一种融资方式进行优劣势分析;第七章是介绍企业如何从资本市场融资,较详细地介绍了企业的股票融资、一般债券、可转换债券融资、基金融资等,并对每一种证券融资方式的优劣进行比较,为企业融资决策提供依据;第八章介绍企业如何从国际市场融资。随着金融全球化、国际融资市场一体化进程的加快,我国企业从国际金融市场融资的渠道和方式愈来愈呈现多元化的趋势,故本书在本章较全面地介绍企业国际融资的途径,如海外股票融资、海外债券融资、国际贸易融资、国际融资租赁融资和国际贷款融资等。

本书的研究是建立在微观经济学、货币银行学、商业银行经营管理学、证券投资学、国际金融、国际结算、国际经济学等基础理论和实务课程基础之上的,研究方法遵循归纳、演绎相结合和定性定量相结合的原则,概念分析以归纳为主,层次和结构分析以演绎为主,概念、层次、特征、类别以定性分析为主,过程和决策以定量分析为主。同时注重历史和现实相结合,继承和创新相结合。力求做到既坚持企业融资理论和实务相结合,又密切联系我国企业融资的实际特色,同时又要反映国内外融资理论和实务的新发展。故本书具有较强的理论性、针对性、实用性、系统性和政策性的特点。这也是目前国内介绍企业融资书籍中所不多见的。

本书能适应当前高等院校经济专业以及各级金融、财贸、企业管理学校和培训中心的教学需要;适应有关专业干部业务进修和业余自学的需要;也适合作为企业经营人员学习融资方法、制定融资策略的参考资料。

最后，必须一提的是，在本书的编写中，得到中国人民银行、原国家经贸委、中国证监会等有关部门的支持，使我能够得到关于中国企业融资的有关方针、政策和规定，使本书更具有实践指导价值，在此表示深深的感谢。同时还要感谢海南省社科联对该研究课题的关注、资助和支持；感谢海南大学经管学院、人民银行海口中心支行及广东外语外贸大学经贸学院的领导和同事们对我工作和研究的培养、鼓励和帮助，使我能够有信心、有能力完成本书的研究和写作。还要感谢王旭芳、苏何蔚、吴秋花等同志在本书的写作中给予的大力协助，没有她们的劳动，本书的进程不会有这么快；最后我还要感谢中国经济出版社的苏耀彬主任对此书的肯定，并将此书列为 2004 年出版计划，使之能够正式出版发行。对以上部门、单位、领导、同事和朋友的关心、厚爱和支持，我将永记心中，并再次说一声：谢谢。

王丽娅

2004 年 8 月 28 日

目 录

前言

第1章 企业融资的概述

1.1 企业融资概述	1
1.2 企业融资方式	10
1.3 企业融资结构	16
1.4 企业融资成本	22
1.5 企业融资风险	29
1.6 企业融资决策	39

第2章 企业融资结构的理论

2.1 早期企业资本结构方面的理论	46
2.2 莫迪利亚尼——米勒理论 (MM 理论)	49
2.3 权衡理论 (平衡)	55
2.4 企业融资结构理论的发展	59

第3章 企业融资制度

3.1 企业融资制度的概述	67
3.2 企业融资制度形成的背景分析	71
3.3 企业融资制度与公司治理结构	77
3.4 我国企业融资制度的变迁	85
3.5 我国企业融资制度创新的方向、目标及路径选择	102

第4章 企业的财政融资

4.1 市场经济条件下政府的作用	116
4.2 中小企业财政融资的意义	125
4.3 东西方国家促进中小企业发展的财政政策	129
4.4 我国中小企业财政融资的现状对策建议	136

第5章 企业的银行融资

5.1 转轨时期我国新型银企关系的特征及构建	146
5.2 银行贷款的一般规定	157
5.3 我国商业银行对企业的传统融资业务	162
5.4 我国商业银行对企业的特色融资业务	170
5.5 我国商业银行对企业提供的新型融资方式	179
5.6 企业贷款担保	184

第6章 企业的商业融资

6.1 商业融资概述	194
6.2 商业融资的方式及成本收益评价	203
6.3 应收账款融资	210
6.4 融资租赁和分期付款	217
6.5 商业信用的其它融资方式	223

第7章 企业的证券融资

7.1 企业的股权融资	231
7.2 企业的债券融资	251
7.3 可转换债券融资	259
7.4 投资基金融资	271

第8章 企业的国际融资

8.1 企业的海外股票融资	285
8.2 国际债券融资	303
8.3 直接利用外资	313
8.4 企业的国际贸易融资	317
8.5 企业的国际融资租赁	329
8.6 企业的国际贷款	335

参考文献

第1章 企业融资的概述

1.1 企业融资概述

1.1.1 金融市场

1. 金融市场

金融市场是金融资产进行交换（交易）的场所。其有五个主要的经济功能：①将拥有盈余资金一方的资金转移到需要资金投资的一方；②在资金转移的同时将与有形资产现金流相关的不可避免的风险在资金供求双方之间进行重新分配；③金融市场上买方与卖方的相互作用决定了交易资产的价格，即金融市场具有金融资产的价格发现功能；④金融市场为投资者顺利出售和转让金融资产提供了一种机制；⑤金融市场减少了交易的搜寻和信息成本。

2. 金融市场的划分

金融市场有多种划分方法，一般按期限划分，可分为资本市场与货币市场。资本市场是金融市场的重要组成部分，它是以融通长期资金（通常在一年以上）为目的的有价证券发行交易以及长期信贷资金信用周转关系的总和，提供一种将资金从盈余部门转到亏绌部门的转移机制。按金融资产要求权的不同，将资本市场划分为股权市场与债权市场，股权市场上交易的是普通股和优先股，体现资金供求双方的所有权关系。优先股市场上交易的要求权是固定的股息，相对而言，普通股市场上交易的要求权是剩余收益。债权市场上交易的是长期债券和长期信贷资金，资金供求双方形成债权债务的信用约束关系，这两种金融工具在金融市场上交易的结果均是获得固定的收益索取权。

因此一般将优先股和债权工具划归固定收入市场 (Fixed - Income Market), 而不包括优先股的股票市场称为普通股市场 (Common - stock Market)。

货币市场是短期金融资产的交易市场, 到期期限为一年或一年以内的金融资产是此市场交易的工具。它包括短期债券、短期借款、商业信用。商业信用是指在商品交易中由于延期付款或预收货款所形成的企业间的借贷关系, 它产生于商品交换之中, 是所谓的“自发性融资”, 它在短期金融市场交易份额中占相当大的比重, 具体形式有应付账款、应付票据、预收账款等。短期借款是企业向银行和其他非银行金融机构借入的期限在一年以内的借款, 其主要形式有生产周转借款、临时借款、结算借款等。短期债券指期限在一年以内的债券, 具有流动性强、风险低、收益低的特点。

证券市场是有价证券发行和交易的场所, 在此市场上交易的主要是股票和债券等有价证券。若按有价证券运动形态划分, 证券市场可分为一级市场和二级市场, 一级市场是原始证券的发行市场, 证券发行后就进入二级市场, 即流通市场进行买卖和转让。二级市场是一级市场存在的前提, 它保证了一级市场发行的有价证券的流动性交易, 同时二级市场上的供求状况和价格水平将影响一级市场上的证券发行。

1.1.2 企业融资概述

1. 企业

在中国, 企业按不同分类标准可分为不同类型。按所有制的不同分为: 国有企业、集体企业、个体企业和其他企业, 其他企业包括私营企业、“三资”企业、股份制企业等。按企业资产规模不同可分为: 特大型企业、大型企业、中型企业、小型企业。按行业性质的不同可分为: 农业企业、工业企业、商业企业等。本书所指的企业既包括国有企业, 也包括非国有企业; 既包括大企业, 也包括中小型企业。还有部分章节着重谈股份制企业。

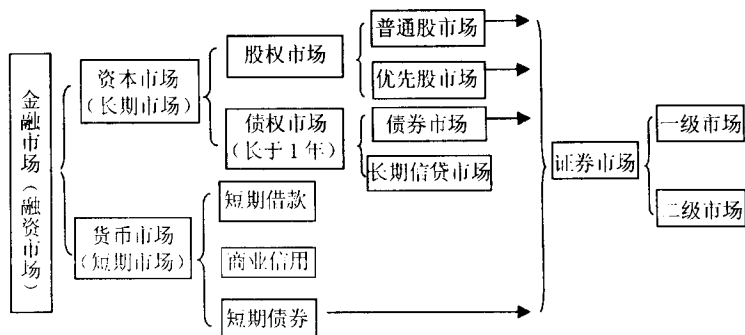


图 1-1 四种市场之间的关系

随着我国市场经济的发展，我国市场化程度越来越高，非国有企业迅速壮大起来，其创造的产值已占国民生产总值的 70% 以上，其创造的就业已占就业岗位的 95% 以上。但还有一大批大中型国有企业在公益性很强的领域、在带有自然垄断特征的基础设施领域、在关系国计民生的产业领域发挥着重要的作用。这些国有企业也要打破过去依赖财政拨款的做法，要面向资金市场，与跨国公司、与非国有企业展开竞争，走市场化融资道路。

2. 企业融资的概念

融资是资金融通的简称，是资金从剩余（超额储蓄）部门流向不足（超额投资）部门——购买力转移——的现象。融资有广义和狭义之分。广义的融资是指资金在供给者与需求者之间的流动，这种流动是双向互动的过程，既包括资金的融入，也包括资金的融出。融入指资金的来源，即常说的企业通过各种渠道筹集资金；融出指资金运用，即用筹措来的资金投资于长期资产与短期资产。狭义的融资仅指资金的融入，指企业为了重置设备、引进新技术、进行技术和产品开发，为了对外投资、兼并其他企业，为了资金周转和临时需要，为了偿付债务和调整资本结构等目的，通过筹资渠道和资金市场，运用各种筹资方式，经济有效地筹措和集中资金。企业的资金融通既包括企

业与外部环境（国内的和国外的）间的资金供求转换，也包括企业内部自我组织与自我调剂资金的活动。把前一种方式称为外源融资，后一种方式称为内源融资。

本书着重从狭义的角度分析企业的融资行为，即分析企业筹措资金的方式以及由此决定的企业资金成本以及融资绩效，以寻求合理高效的资本结构。

3. 企业融资市场

企业融资的来源范围很广，既有长期资金来源，又有短期资金来源。根据资金供求双方关系的不同，长期资金来源又包括内源融资与外源融资，内源融资的对象是企业的折旧基金和留存盈利；外源融资包括股权融资与债权融资，其中债权融资指长期借款与债券融资。短期资金来源包括短期借款与商业信用以及短期融资券。所有这些融资活动都要在金融市场中进行，短期资金要通过货币市场融入，而长期资金要在长期资本市场上融入，两种市场构成了企业融资市场。

融资市场是由市场主体，按照一定的交易规则，进行金融产品交易的活动关系的总和。

因此，融资市场的构成有：市场主体、市场客体（金融资产）、交易规则及市场监管者。

在企业融资市场中，资金的需求主体是企业；资金的供给主体是投资者（居民、企业或政府部门）。投资者可以直接将剩余资金投资到企业（形成直接融资市场），也可通过银行等中介机构投资到企业（形成间接融资市场）。在这个过程中，政府一般还要承担维持交易秩序和制定交易规则的角色，即裁判员身份，其对直接融资市场和间接融资市场进行管理。

4. 企业融资的作用

无论企业规模大或小，无论企业经营什么，企业存在的目的都是为了获取最大经济利益，管理者经营企业的目标是为股东创造最大价值。即美国微软公司、日本索尼公司或德国大众公司与街边不起眼的杂货店一样，制造飞机、汽车或者销售万吨货轮的与售卖汉堡包或者

生产纽扣的一样，其存在的目的都是为了获取最大经济利益。

不同的企业管理者通过不同的投资、融资、经营活动来实现“获取最大经济利益”这一相同目标，现实中，企业经营活动的形式复杂多样，且不断变化发展，有的企业是专门制造商品，有的企业专门批发和零售商品，有的企业为消费者提供有偿服务，但我们可以找到共同点：企业活动的本质都是通过将一定数量的资金投向能获利的项目中来获得经济利益。

总的来说，企业活动包括投资、融资和经营活动三个基本活动，企业首先要通过融资来获得一定的资金，然后通过投资活动来运用资金，并通过经营管理来获得收入，使资金增值、获利，融资是筹措资金的行为，投资是运用资金的行为，经营是管理资金或资产的行为。企业能否赢利，能否实现利润最大化的经营目标，最终取决于企业投资、融资和经营三大基本经营活动的综合效果。

任何人经营企业，其核心都是企业的价值创造，是企业的财富不断增加，这要求企业能尽可能低成本的筹集资金，并将资金投入 to 能获得最大利益的经营项目中，在一定的经营管理水平下，企业财富是否增加，是融资和投资活动的综合效果的体现，当投资收益大于融资成本，企业财富就增加，当融资成本大于投资获利，企业财富就减少（如图1-2所示）。

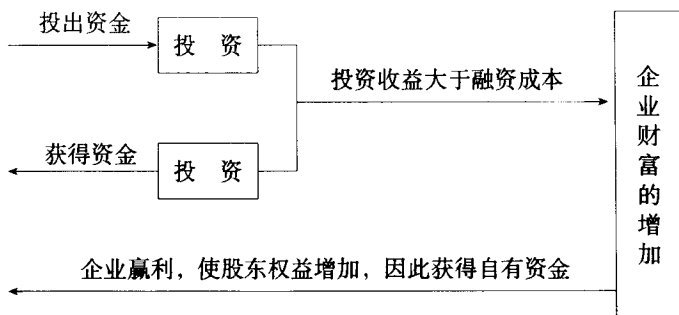


图 1-2 企业融资作用图

显然,企业只能在当融资成本小于投资获利的情况下,即企业财富将增加的情况下,才会去融资。有人说:“企业只是资本运动的一个符号,是原始投入的资本金在寻求增值的运动中的一个符号。”任何人经营企业,只是手段,其目的不是拥有企业,而是通过企业使得资本的价值增加,使企业财富不断积累、增加。为了让企业的自有资金增加,使企业的财富膨胀,一方面要不断提高企业经营收入,另一方面要尽可能降低任何经营活动成本,其中包括要尽可能降低筹集资金的成本。所以,企业要选择一条最有效率、成本最低的融资渠道去筹集资金。

1.1.3 企业的融资需求

1. 从企业用途角度看

企业融资活动产生于企业对资金的需求,企业对资金的需求来源于以下几个方面:

(1) 成长的资金需求。处于创建阶段和成长阶段的中小企业,其主要精力放在将产品推向市场,通过一系列营销策略来扩大规模和市场份额,最终实现产业化。这个阶段,由于中小企业的发展,对资金的需求和依赖程度很高,尤其是成长阶段,公司因市场导入而获得销售收入远远满足不了公司为扩张生产和组织销售而提出的资金需求,因此企业成长阶段的资金需求量很大。

(2) 创新的资本需求。高科技企业对研发的投入往往受产品周期影响较大。为了缓冲产品进入衰退时对研究开发带来的压力,企业一般在新产品投入后就致力于产品创新,创新的压力来自于市场风险和新的市场进入者。企业要减少不确定性,降低风险,继续维持一定的垄断优势,必须进行技术的革新和新产品的开发,因而对创新资本的需求很大。

(3) 流动资金的需求。创建阶段的中小企业对流动资金需求不是很大,但进入成长阶段,由于新产品入市场,产品数量剧增,在市场营销方面和产品成本方面都需要很大的资金量。中小企业流动资金需求的程度,与其所处的环境也有很大的关系。如果所处的环境有利于

企业经营，特别是在一些成行成市、有着某个行业特色的经济发达地区，由于资源提供者、各种服务支持的提供者在同一地区，相互较为熟悉，政策比较明确并且优惠，交易成本降低，能够节约流动资金。如果所处地区经济不发达，为保持生产的稳定性和企业的发展，就会增大对流动资本的需求量。

(4) 规模扩大的资金需求。中小企业的创新带来高速成长，形成了规模生产的资本需求。这种需求包括厂房设施、生产设备的扩大改造，人员数量、研发费用、市场开发投入的增加等。

2. 从企业发展过程来看

融资是创业者从创办企业开始就要面临的问题，而且随着企业的发展，融资知识和能力将愈重要，融资将贯穿企业成立、积累、发展、成熟的各个阶段，只不过每个阶段的融资形式有所不同。

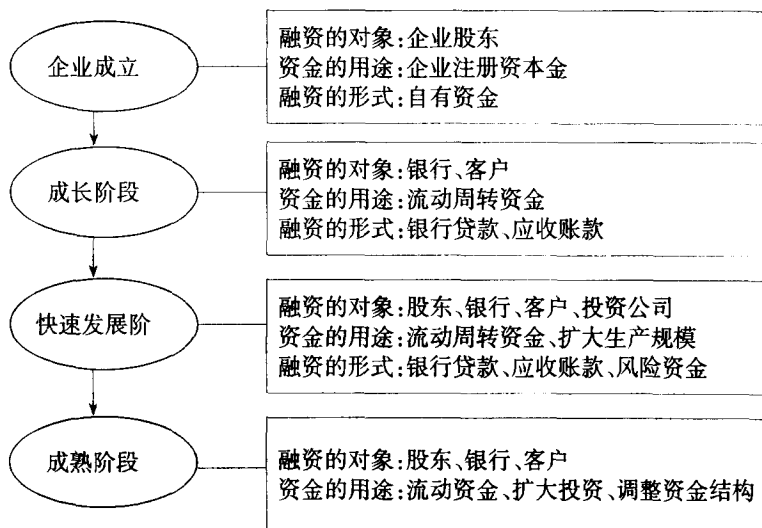


图 1 - 3 企业不同阶段的企业融资形式

(1) 成立初期，企业的资金一般来源于企业股东的注册资本金，

基本是以自有资金来维持企业的正常运作。

(2) 成长阶段,企业的资金一般除了原始的注册资本金外,还有经营性的应付账款,即占用供货商或其他客户资金,另外开始会向银行贷款,债务性的资金开始增加。

(3) 快速发展阶段,企业的资产规模迅速扩大,固定资产的投入较大,这时,企业资金主要来源于销售收入,而银行贷款的比重也迅速增大,另外,由于企业前景被看好,其他股东的加入或引入风险资金也成为了企业资金的一个重要来源。

(4) 成熟阶段,企业的产品已在市场占有了相当的比例,且具有较为稳定的市场,这时企业的资金主要来源于销售收入和债务性借款,同时有条件的企业可以通过股票上市筹集资金。

可以说,企业每个阶段都离不开融资活动,企业的经营、投资活动是与融资活动紧密结合在一起的,企业的每一次成功的融资活动,都会促进企业上一个台阶,而企业的每一次的跳跃式的发展都离不开成功的融资活动。这样,融资能力的高低将直接影响企业的发展潜力,是企业进一步发展的重要的决定性因素。

1.1.4 企业融资的本质、机制及运作过程

1. 企业融资的本质

企业融资机制中最重要的因素是融资客体——资金,它是资金供求双方关系的桥梁,也是企业与金融中介机构直接作用的对象。从宏观层面上讲,全社会的资金是指一定时期可用于消费、投资等最终用途的实物产品与劳务产品的价值反映,即 GDP,它是居民、企业、政府、金融和国外部门可支配收入的总和,也即全社会各经济主体所有内部资金与外部资金来源的总和。企业是社会的物质生产部门,这一点是社会总财富增加与资金增值的本质所在,而要实现后者必须将有限的资金供给能高效使用的部门,因此企业将资金融入与融出的过程实质上是全社会资源——资金的优化配置过程。所谓资源配置是指通过对各种要素投入进行有机组合来最大限度减少宏观经济浪费和实现社会福利最大化。由于个别收益率与平均收益率差别的存在,资金供