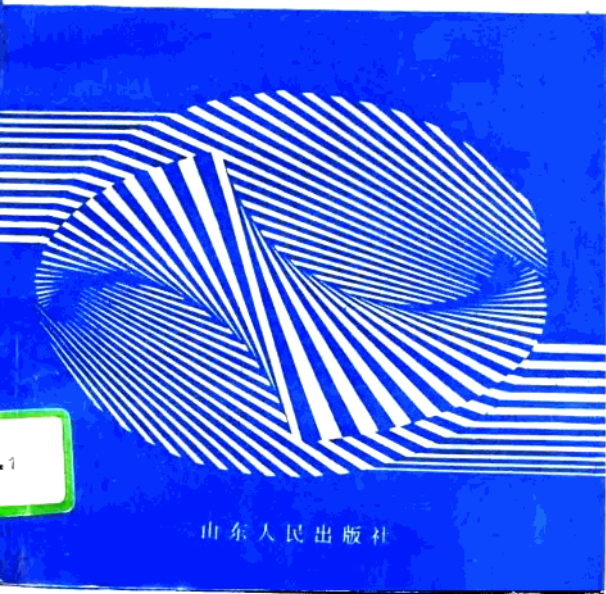


企业融资学

杜冬 主编



山东人民出版社

前 言

社会主义市场经济条件下，资金是企业的血液，更是重要的生产要素。在现代经济中，货币不断转化为资金，资金参与社会再生产的良性循环与周转，是企业生存、发展和国民财富快速增长的重要条件。因此，最大限度地筹集、营运资金是企业经营的内在要求，只有精于融资之道，谙熟筹资技巧的企业经营者，才称得上高明的企业家。现实经济生活中的资金市场异彩纷呈，企业融资渠道、融资形式、融资工具多种多样。面对众多的融资渠道和形式，企业如何在成本与收益、时间与效率等条件因素中作出选择，是一门学问和一种技巧。企业经营者要进行有效筹资，必须全面系统学习了解融资知识。同样，对担负着培养未来企业家和经济管理专门人才重任的财经院校，也有必要为在校学生开设“融资理论与实践”方面的专门课程。鉴此，我们从企业融资理论与实践相结合的角度，组织编写了《企业融资学》一书，既可以作为财经院校“企业融资理论与实践”方面课程的教科书，也可以作为企业管理人员学习了解企业融资理论与技巧的参考读物。

《企业融资学》由山东财政学院会计系讲师杜冬设计总体框架，张涛、杜宁、张萍、李庆胜等同志承担了部分章节的初稿撰写工作。并由杜冬、张萍、李庆胜同志对初稿进行了总纂初审，最后由杜冬同志审阅修改定稿。成书过程中，承蒙山东财政学院会计系主任郭惠云教授和山东人民出版社杜立军同志大力支持和帮助，在此表示衷心的感谢。

编 者

一九九六年二月

目 录

第一章 企业融资管理概论	(1)
第一节 企业融资的概念及作用.....	(1)
第二节 中外融资理论与实务的演变.....	(3)
第三节 企业融资渠道与融资方式.....	(6)
第四节 融资原则与政策	(10)
第二章 金融市场	(19)
第一节 金融市场概要	(19)
第二节 中国的金融机构	(24)
第三节 利率对融资决策的影响	(36)
第三章 银行借款筹资	(47)
第一节 银行借款筹资概述	(47)
第二节 短期银行借款	(51)
第三节 长期银行借款	(56)
第四章 商业信用筹资及其他短期筹资方式	(61)
第一节 商业信用筹资	(61)
第二节 应收帐款筹资	(68)
第三节 商业票据筹资	(70)
第四节 自然筹资	(72)
第五节 存货筹资	(76)
第五章 融资租赁与分期付款筹资	(79)
第一节 租赁的特点及形式	(79)
第二节 融资性租赁的条件及程序	(84)

第三节	租金的构成要素	(88)
第四节	租金计算的方法	(90)
第五节	分期付款购买(供应商融资)	(94)
第六章	股票筹资	(98)
第一节	股票的概述	(98)
第二节	普通股股东的基本权利和义务	(104)
第三节	股票的发行与上市决定	(108)
第四节	普通股票的筹资评价	(124)
第五节	优先股筹资	(126)
第七章	债券筹资	(132)
第一节	公司债券的概念	(132)
第二节	公司债券的种类	(133)
第三节	公司债券的发行	(139)
第四节	公司债券的偿还与等级评价	(145)
第五节	可调换证券	(148)
第八章	优先权融资	(152)
第一节	可转换证券	(152)
第二节	认股权证	(159)
第三节	两种优先权筹资的比较	(166)
第九章	资金成本	(171)
第一节	资金成本概述	(171)
第二节	各种筹资方式下的资金成本	(174)
第三节	综合资金成本与边际资金成本	(187)
第十章	资本结构	(198)
第一节	财务风险及杠杆利益	(198)
第二节	目标资本结构决策	(211)
第三节	资本结构理论研究	(228)
第十一章	国际融资	(241)

第一节	国际银行信贷	(241)
第二节	政府贷款	(253)
第三节	项目贷款	(262)
第四节	发行国际证券	(274)

第一章 企业融资管理概论

第一节 企业融资的概念及作用

融资，即资金的融通或称筹措资金。在英文中以 Finance 或 Financing 表示。企业融资，是指企业筹措或提供资金的行为和过程；具体地说，是指企业通过发行股票、债券、举借贷款和调拨内部积累资金等办法筹措资金的过程。企业融资管理是指企业对筹措资金活动所进行的预测、决策、计划、控制、分析等一系列管理工作，旨在及时满足企业资金需要、降低资金成本与优化筹资结构。企业融资学就是研究筹措资金的学科。

筹措资金，是企业财务管理的重要职能之一。从财务理论的发展来看，最早研究财务管理的著作，美国人米德所著的《公司财务论》，便是研究企业如何筹措证券资本的。所以，资金筹措管理是西方公司财务理论的最早研究对象。在我国，相当长一段时期内，有关筹措资金的问题在我国财务管理中涉及较少，其原因乃是，由于统收统支的分配制度，使得这部分内容丧失了必要性。在这种制度下，企业所需要的资金全部由国家财政或者银行来供给，企业缺乏筹资自主权，也就没有必要对筹资活动实施复杂的管理行为。随着经济体制改革的深入和企业内部经营机制的不断完善，资金筹措和管理已逐渐受到人们的重视，并成为我国企业财务管理的重要组成部分。

同其他的财务问题相比较，有关筹措资金的理论及实务将是比较复杂的。这一方面是由于不同的企业，其内部的各种因

素是各不相同的，而这些因素最终将影响到企业筹措资金的策略及方式；另一方面，是由于企业筹措资金的行为将直接受到整个金融市场的制约。

资金筹措是企业生存与发展的前提条件。一个企业只有能够以尽可能低的资金成本取得源源不断的资金供应，它才能迅速发展并显示出勃勃生机，具体地说，资金筹措有以下几个方面的作用：

一、为企业的创建提供基本前提

企业是不断从事生产经营的经济实体，是国民经济的组成细胞，是市场经济的主体。发展经济就要创建企业，办企业就要有资金，通过筹措的资金投资购建固定资产、流动资产、支付生产工人必要的工资，形成一定的生产能力，生产大量的产品，满足社会需要，并不断取得利润，推动社会前进。

通常情况下，根据资金价值转移方式不同及收回时间的长短，来选择不同的筹资方式。一般地，固定资产所需资金要通过长期筹资方式，流动资产所需资金则通过短期筹资方式来满足。

二、为企业的进一步发展提供先决条件

以高超的财务管理技巧，完善企业的财务状况，进而推动企业的进一步发展，将是企业财务管理人员的神圣职责。为使企业进一步发展，就要不断地进行技术改造，降低产品成本，要扩建或新建分厂，调整企业的生产结构，并按市场需求开发研制新产品，等等，所有这些都是以资金的不断投放作为保证。从宏观方面来说，将资金用在企业发展上比用在企业创建上，大多能够创造出比较高的效益。

三、为企业适应环境变化提供保障

企业的生存和发展是以外部环境为条件的。企业的外部环境就是社会，就是市场，就是消费者。外部环境的每一变化，都会影响到企业的生产和经营。了解企业的外部环境，对于更有效地进行财务管理，有着十分重要的作用。例如，近年来普通存在的原材料价格上涨现象便是市场环境变化的一个例证。原材料是企业的主要劳动对象，是构成产品实体的重要物资。原材料的价格上升，给企业带来的直接影响，便是企业储备资金的需要量增加，使企业面临筹资问题。又如，结算延误给企业造成的资金紧张，也是使企业财务管理人员深感棘手的难题之一。企业在收不回货款之前，只能通过短期借款来满足资金周转的暂时需要。

第二节 中外融资理论与实务的演变

在西方，近一个世纪以来，财务管理已迅速发展成为既具有相对独立性，又融合了多种学科知识，并在经济管理活动中扮演越来越重要的角色的一门科学。融资理论的形成是同财务管理学的产生与发展紧密相关的。而在我国，企业对融资问题的探究，是在社会主义市场经济建立之后逐渐形成的。

一、西方融资理论与实务的形成与发展

19世纪末至本世纪20年代，是西方融资管理的产生阶段。在这一时期，资本主义世界的工业化浪潮纷至沓来，科学技术一日千里，企业的生产规模也不断扩大，这就迫使企业必须尽快的筹措资金以满足生产不断发展的需要。然而，在当时的资本主义世界，尽管资本市场已初具规模，但却由于企业提供给

投资大众的有关盈余及资产价值等方面的资料多不确实，无法取信于投资大众；再加上企业内线人员和股市操纵者参与市场股票交易，经常导致股价的大起大落，使社会的资金很难实现从个别储蓄者手中转移到资金需要者手中。因而此间的财务管理重点是站在第三者的立场上研究分析公司的成立，证券的发行以及公司合并等有关法律性事务，为企业筹资服务，这一时期是筹资理论的形成时期。

进入本世纪 60~70 年代，资产负债表的右方——负债与股东权益的分析又再度受到人们的重视。融资理论得到了进一步的发展，此间研究的主要问题有两方面：（1）研究公司最佳资本结构的形成——亦即探讨公司在筹措资金时，应如何搭配负债与普通股票、短期资金与长期资金，才能形成可使企业资金成本最低的资本结构；（2）研究投资组合理论及其对公司财务决策的影响——它探讨的是投资者应该如何制定投资政策，才能形成一个在风险既定的情况下，可使投资报酬率达到最大的投资组合。

进入本世纪 80 年代以后，由于国际间对外贸易的不断扩大，国际资本流动加剧。国际游资十分充裕，国际企业不仅可以从本国筹集资金在企业内部积累资金，而且还可大量地从外国和国际金融筹集资金。国际融资已成为热门课题。

二、我国的融资管理

1949 年新中国成立以后至 1978 年经济体制改革，我国实行了高度集中的计划经济。我国的财务理论是在前苏联模式的影响下开展起来的，其中“企业财务是社会主义国家财政银行体系的基础”这一观点便是前苏联财务模式的中心内容之一。受这种观点的影响，企业财务是国家财政的附属品，企业筹资的职能严重弱化。由于统收统支的资金分配制度，企业所需的资

金全部由国家财政或银行供给，所创造的利润也全额上交国家，企业自身没有丝毫的资金调度权，筹集资金渠道单一，是一种制度式的，不能变通的财务活动。

在这一时期，这种做法比较适合我国的国情。因为当时我国的企业数量少，经济基础比较薄弱，客观上造成了在管理上一揽子到底，从上到下管到企业。从宏观的计划平衡，要求微观按照宏观的计划管理体制模式运行。而且当时，我国需要集中大量的资金来建设前苏联援助的 156 个项目，在这种情况下，国家必须集中资金，否则 156 个项目就不可能建成，国民经济也不可能得到恢复。

1979 年党的十一届三中全会召开后，经济体制改革在我国全面展开。改革的中心，就是要转换企业经营机制，使企业成为一个真正的独立自主、自负盈亏、自我约束、自我发展的商品生产者，尤其要赋予企业充分的财务自主权。随着改革的不断深入，筹资的自主权逐渐地回归了企业，特别是 1992 年邓小平同志南巡发展重要讲话以及 1992 年 10 月党的十四大召开，确立了在我国建立社会主义市场经济体制，从而使企业财务管理模式发生了根本性的变革。资金筹资管理已成为我国企业财务管理工作的的重要组成部分。

在市场经济建立和不断发展，生产效率不断提高的今天，企业作为现代商品生产经营者，依靠单一的资金来源从事经营不符合时代发展的潮流，应涉足资金市场，最大限度地高效率地筹集、营运资金，这是企业经营的本能要求。只有精于融资之道、谙熟筹资技巧的企业经营者才能称得上超凡高明的企业家。现实经济生活中的资金市场又是五光十色、异彩纷呈，因此，企业融资渠道、融资形式、融资工具多种多样。随着我国对外政策的实施和涉外经济的发展，引进利用外资又成为企业融通资金的又一重要形式。面对如此众多的融资渠道和形式，企业如

何在成本、收益、时间与效率等条件因素中作出选择，这的确是一门学问和一种功夫，也是新形势新环境下企业财务管理人員所面临的暂新课题。

第三节 企业融资渠道与融资方式

筹措资金的渠道是指企业资金的来源。融资方式亦即筹措资金的方式，是指企业取得资金的具体形式。资金从哪里来和如何取得资金，两者既有区别又有联系。一定的筹资方式，可能只适用于某一特定的筹资渠道，但同一渠道的资金往往可以采用不同的方式取得，而同一筹资方式又往往可适用于不同的资金渠道。

一般地，企业资金来源可分为两大类，即所有者权益形成的自有资金、负债形成的借入资金两大类。图示如下（见图 1—1）：

根据上述资金来源，企业面临的融资渠道很多，目前较重要的渠道有国家资金、银行借入资金、非银行金融机构资金、其他企业资金、居民个人资金、内部职工资金、企业自留资金、国外资金等。这种筹资渠道多样化的趋势，为企业更合理、更经济的筹措资金创造了条件。为了分散筹资风险，企业应多渠道地筹集所需资金。同时，为了减少筹资费用，也应确定较为重要的资金供应渠道，以保证充足的资金供给量，供应条件有利，便于筹集。

在筹资渠道一定的情况下，每个企业在具体筹资时要选择合适的筹资方式。筹资方式主要有：发行股票、发行债券、银行借款、财政拨款、租赁、商业信用、企业内部积累等等。不同的筹资方式是和不同的资金投向及筹资渠道相关联的，必须进行合理的选择。根据西方企业的经验，为了保护企业的长远

利益，应以内部积累为首要筹资方式，通过不断地补充自有资金，提高企业的适应能力。

资金来源表

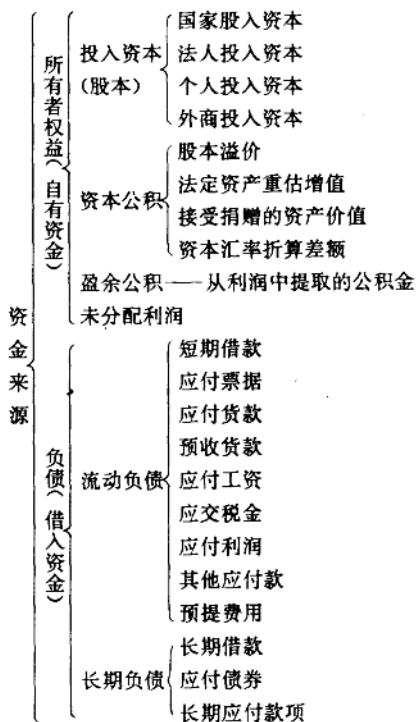


图 1—1

企业对资金需要有长期需要和短期需要之分。其划分标准一般是资金占用时间的长短。一般说来，一年以内为短期，一年以上为长期。原则上，长期资金需要采用长期筹资方式筹集，短期资金需要采用短期筹资方式筹措。

长短期融资各自具有突出特点，表现在以下几方面：

一是融资的速度快慢不同。短期贷款之类的短期融资速度，通常会比长期融资（如长期贷款）的融资速度要快得多。换言之，公司为了获得短期贷款所需花费的时间远较为取得长期贷款所需的时间短。一般而言，贷款人在将长期贷款贷给借款人前，常常需要针对借款人进行比较彻底的财务调查，而由于长期贷款的期间往往长达10年或20年，且在这段时间中有很多事件都可能发生，所以贷款人为了保障自身的利益，还会在贷款协定中加进一些相当明确而又具体的限制条款。因此，公司倘若急需在短期内筹措出一笔资金，通常它应该到短期市场去筹措。

二是融资的弹性大小不同。如果公司的资金需求具有季节性或循环性波动的性质，则基于下列理由，公司可能不愿意使用长期负债来满足资金需要。第一，长期负债的取得成本通常较高。第二，尽管贷款协定中可能已含有允许公司提前还款的规定，使得公司能够提前偿还长期负债，但公司也必须支付一笔数额可观的罚金。此外，如果公司认为，其资金需求会在不久的将来消失，则由于短期负债所提供的弹性高于长期负债的缘故，公司应该选择短期负债来满足其资金需求。第三，长期贷款协定中总是包含一些会限制公司未来行动的条款，但一般说来，短期贷款协定的限制性较低。

三是融资的相对成本高低不同。短期负债的利率一般会低于长期负债的利率。因而，在正常情况下，如果公司使用短期负债而非长期负债来取得其所需资金，则在得到资金的那一年，它所需要的利息费用会较低。

四是融资的风险大小不同。尽管短期负债的成本通常比长期负债低，但短期负债所带给借款公司的风险也会高于长期负债。短期负债风险较高原因有二：第一，如果公司使用长期负

债来融资，它的利息成本在相当长的期间将固定不变，但如果公司使用短期负债来融资，则它的利息费用可能会有大幅度的波动，而且有时还会高出长期负债的利息支出水平。第二，如果公司大量举借短期负债，则当短期负债到期时，它可能会发现有难以筹措到足够的现金来偿还短期负债的风险。此时如果贷款人由于公司的财务状况太差的缘故而不愿意将短期负债展期，则公司只有被迫宣告破产。

企业长期资金主要用于：(1) 新产品、新项目的开发和推广。(2) 设备的更新和改造。(3) 提高生产能力，扩大生产规模。(4) 以合并，控股等形式的企业扩展等。这些长期需要的资金一般采取：(1) 发行股票，(2) 发行企业长期债券，(3) 银行长期借款，(4) 补偿贸易及融资租赁等方式筹集。

企业短期资金主要用于流动资产中临时需要部分，包括：(1) 保持适量的随时可供支付的现金，(2) 应收帐款、应收票据的资金垫付，(3) 储备必要适量的原材料、库存材料等。短期资金需要通常采用商业信用、商业票据、短期银行借款等短期筹资方式解决（见表 1—1）。

表 1—1 企业筹资来源渠道和方式一览表

资金需要种类	筹资方式	筹资渠道	关联单位	权 益
长期资金	发行股票	股东投资	资金市场	所有者权益
	发行企业债券	债权人投资	资金市场	负 债
	金融机构借款	债权人信用	金融机构	负 债
	融资租赁	出租人信用	租赁机构	负 债
	供应商融资	债权人投资	金融机构	负 债
	累积盈余	企业内部形成	—	所有者权益
短期资金	商业信用	客户信用	客 户	负 债
	银行短期借款	债权人信用	往来银行	负 债
	商业票据	债权人信用	资金市场	负 债

第四节 融资原则与政策

企业制定筹资总体构想时，必须掌握三条原则：

一是适用性原则。适用性是指企业筹集的资金一定要适合本企业资金使用的需要，包括筹资金额和筹资时机。

从筹资金额上，要做到既保证合理供应，又不超过合理需要。因为筹措和运用资金必须付出一定的代价。在资金有偿使用的情况下，资金的过多筹集必然会造成资金的浪费和成本的增加。反之，不能筹措必要的资金以满足生产经营需要势必会严重影响到企业的获利能力。最佳筹资金额的确定从根本上取决于企业生产经营对固定资产与流动资产的需要，除此之外，还受到诸如季节性经营、财务策略、宏观经济形势等众多因素的影响。客观而言，确定一个企业在一定时期内的最佳筹资数额，不仅仅是一项财务管理行为，它涉及企业生产经营的各个方面，需要各管理机构之间的密切配合。在资金缺口较大时期，企业往往能够将资金投放在盈利水平较高的投资项目上；但在资金充裕时期，企业便会忽略最佳筹资数值，从而造成企业资金的积淀，因此筹资时一定要精打细算，且留有余地。

从筹资时机上，要掌握好筹集资金的时间，因为筹资具有极强的时效性。在一般情况下，巨额的资金筹措往往同重大的投资项目相联系，这样，投资的时效性便从根本上决定了筹资的时效性。为了掌握最佳的筹资时机，财务管理人员必须注意对企业内外部信息的分析，例如，对政府金融政策的分析在筹资活动中便是至关重要的。在筹措外资的过程中，由于涉及到国际市场、汇率等各个方面的变化，掌握最佳筹资时机显得更为重要。

二是稳定性原则。稳定性包含三重含意

第一，是借入资金能保持一定的稳定性。借入资金是企业的负债，到期要还本付息。当企业生产经营状况良好时，由于财务杠杆的调节作用，企业可以充分利用借入资金进行生产经营，从而提高自有资金收益率，但过分的负债经营，又往往会造成企业的体质脆弱，财务负担较重，甚至会由于偿债能力丧失而破产。在企业环境复杂多变，发展前景不明朗，销售及获利水平不稳定的情况下，出于稳健性的考虑，企业要适度举债，使借入资金保持一定数量及规模。

第二，筹资方式要保持相对稳定。对于企业来说，最佳的筹资方式应满足取得资金容易，并企业的发展规模及前景相符合，具备较强的灵活性及适应性特点。企业一旦选择了适合本企业的筹资方式，就不要频繁更换筹资方式，以免损坏企业在金融市场上的形象，给人无计划不可信的感觉。

第三，具有业务往来关系的金融机构要相对稳定。企业独自筹资受到业务范围、自身信誉和金融市场熟悉程度的限制，而选择与企业业务往来频繁的金融机构，可以省时间、省手续并享有优先。

三是低成本原则。企业可以从多渠道筹集资金，而从不同渠道筹集的资金所付出的代价不同，资金来源结构不同，资金效益不同。因而资金成本大小是企业筹资必须考虑的因素。应当从不同的筹资渠道中选择资金成本低的渠道取得。

此外，为取得最佳筹资效益，企业在具体融资时，还应充分考虑政府税收、筹资风险、资金类型和财务人员偏好等因素的影响，选择最佳筹资方式，组成最佳筹资结构。

第一，政府税收。如果企业确实能通过增加债务来减少税收，通过税收挡板的调节作用，减少资金成本，增加股东的收益，那么提高资本结构中的债务比例是有利的。但企业必须认真分析政府的税收法律，各项税收减免规定和其它企业有关经

营活动的法规（对跨国经营的企业来说，还必须研究企业从事生产经营活动的有关国家的法律和政策），分析是否确实能从中获益。比如，当股东还要交纳个人所得税时，要考虑公司所得税与个人所得税的共同影响，以保证股东个人收益的增加。再比如，当政府允许加速折旧法时，企业可以更多地利用折旧提供的税收隐蔽，而不必过分依赖于债务利息的税收隐蔽。

第二，筹资风险与筹资成本。相对来说，在其他情况不变的条件下，企业所用资金的到期日越短，则不能偿付本金和利息的风险最大；反之，资金到期日越长，企业的融资风险就越小。例如，企业准备筹建厂房，财务部门用一年的短期借款来融通这笔资金，那么，一年以后债务到期，厂房可能还没有建完；即使建完，其现金流入量也不一定足以清偿到期债务。但如果该企业采用10年期的长期债券来融资，在正常情况下，10年后的现金流入应足能清偿债务。如果企业无到期日的普通股来融资，则风险更小。除上述不能按时清偿的风险之外，短期债务在利息成本方面也具有较大的不确定性，所以，短期资金的风险要高于长期资金。但是在筹资成本方面，长期资金的成本要比短期资金高，因为长期融资的利息成本比较高，且长期资金缺乏弹性。筹资时要充分考虑筹资风险的大小，选择适合本企业的一定利率水平的筹资方式。

第三，资产类型。对于无形资产比例大的高科技企业，其破产成本高，资本结构中债务比例要低；无形资产比例小的企业，其破产成本低，资产结构中债务比例可适当高些。一般的融资原则是短期资产由短期资金来融通，长期资产由长期资金来融通，如果一个企业的流动资产较多，那么它可采用较多的流动负债；反之则可采用较多的长期负债。

第四，财务人员的偏好。如果一个企业的财务人员偏好于较高的报酬，那么，他可能更多地采用成本低，风险大的短期