

中国民营企业融资问题研究



证券市场研究系列



ZHONGGUO
MINYINGZHU
RONGZIWENJI
YANJIU

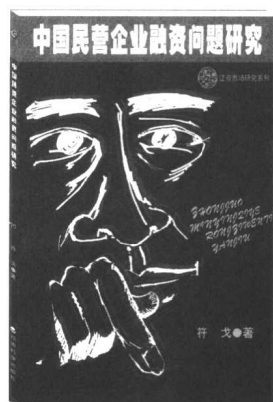
符戈●著

STUDY ON THE PRIVATE ENTERPRISES' FINANCING IN CHINA

By Dr. Ge Fu



证券市场研究系列



责任编辑：解 丹
责任校对：董蔚挺
版式设计：代小卫
技术编辑：潘泽新

中国民营企业融资问题研究

符 戈 著

经济科学出版社出版、发行 新华书店经销
社址：北京海淀区阜成路甲 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)

天津新华印刷一厂印装

787×1092 16 开 10 印张 220000 字

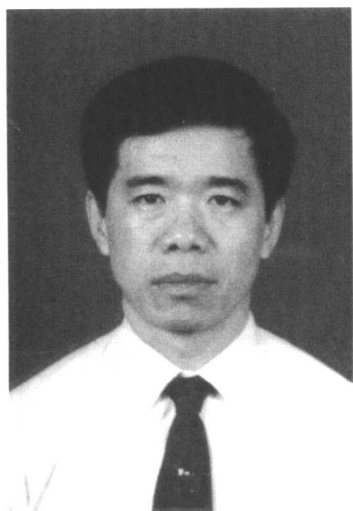
2003 年 10 月第一版 2003 年 10 月第一次印刷

印数：0001—3000 册

ISBN 7-5058-3777-X/F·3881 定价：20.00 元

(图书出现印装问题，本社负责调换)

(版权所有 翻印必究)



* 作者简介 *

符戈先生，
经济学博士，现任
广发证券股份有限公司
广州江湾营业部总经理；
曾长期在政府部门从事经济
管理工作，处于对外开放、改革
前沿，对我国二十多年来的开放
改革的发展历程感同身受，也参与
了其过程的政策研究，撰写过多篇
调研报告，提供予决策方面；先后在
《学术研究》、《预测》、《南方经济》、
《福建论坛》等刊物和《中国证券报》
发表学术论文二十多篇，参与国家
自然科学基金等项目的研究工作。
投身证券行业后，在业务工作实
践过程中，善于运用以往的经历
和经验的积累，观察和分析问
题，做出独有的思考和阐
释，能从纵深角度对资本
市场的一些理论和实
践问题提出自己
的见解。

博 穗 文 苑

Bo Sui Wen Yuan

面对入世后
我国金融市场面临的
挑战，面对我国金融市场
持续发展所出现的各种案例与
理论问题，需要思想睿智以启迪
未来、需要进行深入研究以开拓未
来、需要案例的反思以警示未来。为
此，我们向读者隆重推出博穗文苑。
博，渊源深厚、精深丰富之意，作为
学位名又是博士之美称；穗，丰收硕
果之意，作为地名又是广州市的别
称；由博而穗，由渊源而丰收，由精
深而结出硕果。其思想和作品起源于
人才密集的广州，以及博士硕士成群的
广发证券股份有限公司。博穗文苑
拮取当今中国金融案例与理论研究
之精粹奉献给读者，籍此为我国金
融市场的发展做出自己的贡献。
博穗文苑包括以下几个系列：
金融案例研究系列、金融理论
研究系列、证券市场研究系
列、产业分析研究系列
等。每年从全国范围
选取精品出版。

内 容 提 要

本书以民营企业的融资为研究对象，从金融体制分析和民营企业行为两个角度，分析和研究民营企业的融资行为特征和进一步改善民营企业融资环境和融资行为的思路。全书共分为六章，主要采用了唯物辩证法和统计实证相结合的方法进行分析研究。文章以分析一般企业融资的过程、渠道与障碍为起点，在理论研究民营企业的融资结构及其影响的基础上，进一步具体剖析和揭示了我国民营企业间接融资和直接融资的现状、特点、存在的问题、困难以及相关的原因，同时有针对性的提出了解决问题的对策思路。书中提出了一系列有创见的观点和建议，如：民营企业融资中的障碍是体制性障碍和相关市场主体的障碍，直接融资中的障碍是在政府隐性担保契约下，软预算约束的国有企业在证券市场上排挤了硬预算约束的民营企业；民营企业选择不同的融资结构，目的在于获得最佳的委托代理成本和控制权的平衡，完善公司治理结构，融资并不是最终的目的；民营企业最优的融资顺序安排应该是：内部集资——发行债券——发行股票——银行贷款；我国民营企业融资结构不合理，首要的原因是体制性的限制；在完善民营企业产权制度的基础上开“绿灯”；民营企业上市融资需要股票市场的制度创新等等。

Abstract

The subject of this thesis is on the private enterprises' financing in China. From the viewpoints of financing system and private enterprise's activities, it analyses the features of private enterprise's financing behavior and presents the thoughts of improving the financing environment. This thesis is composed of six chapters debated through materialistic dialectic combining with statistically empirical analysis. This paper deploys its research with the analysis of enterprise's financing process, channels and obstacles as its starting point. Based on the theoretical analysis of the private enterprise's financing structure and its influence, it attempts to reveal the actuality, characteristics, existing problems, difficulties and interrelated reasons. And then it suggests the contra positive countermeasures.

The thesis puts forwards a series of creative views and proposals, such as the following: the obstacles in financing is the old system and relational market participator; and what in directing financing is that, under the government's implicit guarantee, the soft restricting stated-enterprises squeeze out the hard restricting private enterprises; the ultimate objects are the optimum agent cost, the balance of control power and the perfection of enterprise's governance structure rather than the financing itself; the optimum sequence of financing arrangement in private enterprise should be internal collections, bonds, shares and then loans; the first cause of the irrational financing structure is the systematic restrictions; there should be a "green light" on the base of the improvement of private enterprise's property system; the equity financing of private enterprise needs a systematical innovation of stock market.

中 文 摘 要

本书以民营企业的融资为研究对象,从金融体制分析和民营企业行为两个角度分析和研究了民营企业的融资行为特征和进一步改善民营企业融资环境和融资行为的思路。通过本文的研究达到两个目的:一是揭示民营企业融资的过程、实质和行为特征,揭示民营企业融资行为的发展规律;二是揭示适应以公有制为主体、多种所有制经济共同发展的所有制结构的金融体制改革的方向和目标,为促进民营经济的健康发展创造条件。

在写作过程中,主要采用了唯物辩证法和统计实证的方法进行分析研究,具体是规范分析和实证分析相结合,历史分析与逻辑归纳相结合的方法。本书以分析民营企业融资的一般过程、融资渠道与障碍为起点,在理论研究民营企业的融资结构及其影响的基础上,进一步具体剖析和揭示了我国民营企业间接融资和直接融资的现状、特点、存在的问题、困难以及相关的原因,同时有针对性的提出解决问题的对策思路。书中提出了一系列有创见的观点,如:民营企业融资中的障碍是体制性障碍和相关市场主体的障碍,直接融资中的障碍是在政府隐性担保契约下,软预算约束的国有企业在证券市场上排挤了硬预算约束的民营企业;民营企业选择不同的融资结构,目的在于获得最佳的委托代理成本和控制权的平衡,从而完善公司治理结构,融资并不是最终的目的;股票是一种重要的融资工具,但并不完全给企业带来效率;债权融资是一个高质量的积极的市场信号,显示着企业雄厚的市场竞争力;民营企业最优的融资顺序安排应该是:内部集资——发行债券——发行股票——银行贷款;我国民营企业融资结构不合理,首要的原因是体制性的限制等等。同时,文章也提出了一系列改善民营企业融资环境和融资行为的对策思路 and 良好建议,如:书中提出要创造条件,优化民营企业融资结构,主要内容包括:(1)加快银行改革步伐,建立和完善为民营企业服务的金融组织体系;(2)利用资本市场,扩

大民营企业融资比重；(3) 建立民营企业的信用担保体系与监控体系，为民营企业融资提供保障；(4) 提高民营企业自律素质，增强融资信誉度。文章还提出要推进金融体制改革，完善民营企业间接融资体系：首先，国有商业银行要转变观念，重视对民营企业的信贷支持；其次，大力发展国有商业银行以外的多种形式、多种成分的地方性、行业性和混合型中小金融机构，包括股份制银行、外资银行、城市商业银行和农村合作金融机构，特别要建立一大批直接服务于或以民营企业为重点的中小商业银行。另外，本书还提出了健全民营企业间接融资中介服务体系，改善间接融资的外部环境；优化间接融资行为，提高间接融资的效率；民营企业自身要进一步完善法人治理结构，通过制度创新赢得金融机构的信任；在完善民营企业产权制度的基础上开“绿灯”；推进利率市场化，为民营企业债券融资创造更多的空间；加快发展企业债券交易市场，促进企业债券市场的整体协调；规范企业债券监督管理，消除对民营企业的歧视；规范中介机构，强化社会对民营企业的监督；推进制度创新，为民营企业上市股票融资创造条件等等。

2 全书共分为六章，内容和结构如下：第一章导论，主要阐明了本书的研究主题和背景，点出了本书所要解决的问题和达到的目的。同时也简单综述了有关民营企业融资问题的研究观点，界定了几个重要概念，说明了本书研究的方法。第二章为民营企业融资的渠道与障碍，在理论上分析了民营企业融资的一般过程，阐述了民营企业融资的渠道，揭示了其融资中的主要障碍。书中指出：民营企业融资中的障碍是体制性障碍和相关市场主体的障碍。第三章是民营企业的融资结构与影响，首先介绍了融资结构、融资成本和融资风险的相关理论问题，接着概述了西方一系列的融资结构理论，分析了这些理论对我国民营企业融资的参考价值和相关启示。本章最后还阐述了我国民营企业融资结构的特点，分析了民营企业融资结构不合理的原因及产生的影响，提出了解决这一问题的思路。第四章民营企业的间接融资，阐述了我国民营企业间接融资现状和特点，分析了民营企业间接融资难的原因，指出了民营企业间接融资的发展趋势。第五章为民营企业直接融资的第一部分，即债券融资，本章首先概述了我国企业债券市场的发展阶段和改革开放以来我国企业债券市场的基本情况，分析了我国企业债券市场发展滞后的原因。接着阐明了民营企业债券融资的发展现状和存在的障碍，提出了创造条件，促进民营企业债券融资的对策思

路。第六章是民营企业直接融资的第二部分，即上市股票融资，文章阐述了民营企业上市股票融资的现状、上市股票融资的策略和程序，指出民营企业直接融资中的障碍是在政府隐性担保契约下，软预算约束的国有企业在证券市场上排挤了硬预算约束的民营企业，提出了要通过制度创新，为民营企业上市股票融资创造条件的观点。

本书以马克思主义有关资本的理论为指导，以辩证唯物主义和实证统计为研究方法，把理论研究和实际紧密结合起来，使规范分析和实证分析，历史分析与逻辑归纳在全文的写作中较好地统一起来。书中对民营企业融资的过程、实质、行为特征以及民营企业融资行为发展规律的揭示，提出的适应公有制为主体、多种所有制经济形式共同发展的金融体制改革的方向和目标，建议的改善民营企业融资环境和融资行为的思路具有一定的理论价值和现实意义。

序 言

在党的十六大精神指引民营经济迎来新的发展热潮之际，广发证券公司的符戈同志关于民营经济研究的专著《中国民营企业融资问题研究》即将出版，这是国内该领域开创性的工作，是一件很有价值的事情。

民营经济的迅速崛起是我国改革开放以来出现的具有重大历史意义的社会经济现象。党的十六大报告指出：要“充分发挥个体、私营等非公有制经济在促进经济增长、扩大就业和活跃市场等方面的重要作用”。党的十六大报告以“三个代表”重要思想为指导，全面、系统地阐述了党在新的历史时期发展非公有制经济的方针政策，对民营经济的认识和政策更加全面和成熟，这为民营企业的进一步发展带来了更大的机遇。

但是，目前民营企业进一步发展还存在许多问题，比如融资问题就可以说是民营企业发展中的肋骨问题。长期以来，民营企业难以获得投资或银行贷款，而其中民营企业的直接融资就更少。从目前情况看，民营企业尚未建立起外部融资体制，基本是内部融资，自我滚雪球式发展。许多有项目有盈利的企业由于筹措不到必需的资金而不能最大规模地发挥其能力，这已成为制约民营企业发展的“瓶颈”。宏观经济数据和调研数据显示，过去十几年中民营企业强劲增长，其资金绝大多数来自内部融资。国际证据表明，这种增长是不可持续的。随着企业的成熟和规模扩大，它们对外部融资的需求也将会增长。因此，解决民营企业融资困难的问题，将对民营企业的国际化、规范化、现代化产生积极而深远的影响。

符戈同志曾任职于政府机关并担任领导职务，还长期从事金融证券业的实践工作，既深刻了解我国金融体制的现状和民营企

业发展的历史，也掌握了第一手的制约民营企业进一步发展的问題所在的材料，理解我国金融体制改革的迫切需要。他不仅具有扎实的专业理论知识，同时具有丰富的实践经验，他选择了民营企业的融资问题作为自己的研究课题，也体现了他敢于迎接挑战的勇气。这本专著是在他的博士论文的基础上形成的。著作从金融体制分析和民营企业行为两个角度，分析和研究了民营企业的融资行为特征，提出了进一步改善民营企业融资环境和融资行为的思路。全书有以下几个特色：

一是著作体现了理论和实践的紧密结合。著作在理论阐述时没有抛开我国民营企业发展的社会实际，不是就理论而阐述理论，而是在叙述社会现象时，又能恰当地进行理论的剖析、理论的提炼和提升，把现象上升到一定的理论认识高度，因此著作的可读性很强。这一特色应该得益于符戈博士从事的金融业第一线的工作和丰富的社会经历。

二是论据翔实，信息量大。从这本著作中，可以看出作者为该课题的研究做了大量的研究调查工作，不仅深入到了社会的第一线，也深入到了企业的第一线，因此对我国的金融体制有很深刻的了解，对民营企业发展的环境也有很深刻的认识。著作在论证时不仅做了大量逻辑演绎的规范分析，同时提供了大量的数据、图表和相应的统计分析，既有横向的区域比较，又有纵向的历史比较，有很强的说服力。

三是著作的创新性和应用价值。书中提出了一系列有创见的观点和建议，如：民营企业间接融资中的障碍是体制性障碍和相关市场主体的障碍，直接融资中的障碍是在政府隐性担保契约下，软预算约束的国有企业在证券市场上排挤了硬预算约束的民营企业；民营企业选择不同的融资结构，目的在于获得最佳的委托代理成本和控制权的平衡，完善公司治理结构，融资并不是最终的目的；民营企业最优的融资顺序安排应该是：内部集资——发行债券——发行股票——银行贷款；我国民营企业融资结构不合理，首要的原因是体制性的限制；在完善民营企业产权制度的基础上开“绿灯”；民营企业上市融资需要股票市场的制度创新等等。这些观点和建议都具有一定的启发意义。书中还有许多建议和思路都很有可操作性，如促进民营企业债券融资的对策思路；通过制度创新，为民营企业上市融资创造条件；等等，都是当前金融市场发展和民营企业发展策略的取向。

党的十六大报告提出的关于民营企业新的发展阶段、新的政策环境和新的指导思想，这不仅是一个新的认识问题，也是一个民营经济发展的实

践问题。民营企业融资难，是当前经济体制转轨过程中新旧体制矛盾的一个集中体现。在这个背景下，研究民营企业的融资问题，不仅强调要帮助民营企业积极认识和抓住这些发展机遇，而且希望通过透视民营企业融资这个肋骨问题，找到解决好民营企业产权不清晰、管理不规范、技术含量不高、资金人才匮乏的先天不足等问题的途径，推进民营企业主动迎接竞争和挑战，从而造就一批在国内外有影响的大型民营企业或民营企业集团。因此，本书既有一定的理论价值， also 具有很强的实践意义。

陈 征

2003 年 8 月



第一章 导论	(1)
第一节 研究主题与背景.....	(1)
第二节 民营企业融资问题的研究综述.....	(6)
第三节 概念界定	(10)
第四节 研究方法和结构	(15)
第二章 民营企业融资的渠道与障碍	(17)
第一节 民营企业融资的渠道	(17)
第二节 民营企业融资的障碍	(30)
第三章 民营企业的融资结构与影响	(37)
第一节 融资结构、融资成本和融资风险	(37)
第二节 西方融资结构理论及对我国民营企业融资的启示	(44)
第三节 我国民营企业融资结构的特点及其影响	(53)
第四章 民营企业的间接融资	(64)
第一节 我国民营企业间接融资现状	(64)
第二节 民营企业间接融资的发展趋势	(72)

Contents

CHAPTER 1 Introduction	(1)
1.1 Theme and Background	(1)
1.2 Reviews on the Studies of Private Enterprises' Financing	(6)
1.3 Definition	(10)
1.4 Methodology and Framework	(15)
CHAPTER 2 Channels and Obstacles of Private Enterprises' Financing	(17)
2.1 Channels of Private Enterprises' Financing	(17)
2.2 Obstacles in Private Enterprises' Financing	(30)
CHAPTER 3 Financing Structure with its Impact on Private Enterprises	(37)
3.1 Financing Structure, Financing Cost and Financing Risk	(37)
3.2 Foreign Financing Structure Theories and Enlightenment to the Private Enterprises' Financing in China	(44)
3.3 Features and Effect of the Private Enterprises' Financing in China	(53)
CHAPTER 4 Indirect Financing of Private Enterprises	(64)
4.1 Actuality of Private Enterprises' Financing in China	(64)
4.2 Private Enterprises' Financing Trend	(72)

CHAPTER 5 Direct Financing of Private Enterprises (1):

Bonds Financing	(78)
5.1 Bonds Financing and Bonds Market Development in China	(78)
5.2 Actuality and Obstacle of the Development of Private Enterprises' Bonds Financing	(89)
5.3 Fulfilling the qualifications for Private Enterprises' Bonds Financing	(95)

CHAPTER 6 Direct Financing of Private Enterprises (2):

Stocks Financing	(100)
6.1 Actuality of Private Enterprises' Stock Financing and Listing	(100)
6.2 Tactics and Procedures of Private Enterprises' Stock Financing and Listing	(111)
6.3 Driving System Innovation and Qualifying the Private Enterprises to Fulfill Stock Financing and Listing	(123)
References	(131)
Postscript	(140)