

WOGUO SHANGSHI GONGSI ZIBEN
JIEGOU YU RONGZI PIANHAO WENTI YANJIU

我国上市公司 资本结构与融资偏好问题研究

丁忠明 黄华继 著
文忠桥 王浩



中国金融出版社

本书由安徽财经大学学术著作出版基金资助

我国上市公司资本结构 与融资偏好问题研究

丁忠明 黄华继 著
文忠桥 王 浩



中国金融出版社

责任编辑：刘小平 张翠华

责任校对：张京文

责任印制：尹小平

图书在版编目 (CIP) 数据

我国上市公司资本结构与融资偏好问题研究 (Woguo Shangshi Gongsì Ziben Jiegou yu Rongzi Pianhao Wenti Yanjiu) / 丁忠明等著. —北京：中国金融出版社，2006. 3

ISBN 7-5049-3955-2

I. 我… II. 丁… III. ①上市公司—资本的有机构成—研究—中国 ②上市公司—融资—研究—中国 IV. F279.246

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2006) 第 009886 号

出版

发行

中国金融出版社

社址 北京市广安门外小红庙南里 3 号

市场开发部 (010)63272190, 66070804 (传真)

网上书店 <http://www.chinafph.com>

(010)63286832, 63365686 (传真)

读者服务部 (010)66070833, 82672183

邮编 100055

经销 新华书店

印刷 北京市松源印刷有限公司

尺寸 148 毫米×210 毫米

印张 9.125

字数 265 千

版次 2006 年 1 月第 1 版

印次 2006 年 1 月第 1 次印刷

印数 1—3090

定价 20.00 元

如出现印装错误本社负责调换

序

企业资本结构问题是当代经济学的-一个前沿理论问题，也是现代企业经营管理的重要课题。上市公司作为企业中的一个特殊群体，是现代企业的代表，研究上市公司的资本结构具有典型性和代表性。西方国家对此课题的研究起步较早，传统理论研究多建立在经验判断基础之上。自 20 世纪 50 年代以来，当代的财务管理学家们以数学推导和统计分析为工具，改进和发展了传统的资本结构理论，以莫迪格利安尼（France Modigliani）和米勒（Miller）推出的 MM 理论为标志，现代资本结构理论得到了充分的发展。随后在 MM 理论的基础上出现了新资本结构理论，较有代表性的是平衡理论、激励理论、不对称信息与新优序融资理论等，极大地丰富了资本结构理论。基于对资本结构理论的认识不同以及各国经济制度的差异性，各国企业在资本结构的组成与融资方式的选择上有较大的差别，但一般都非常注重股权性资本与债权性资本的有效组合，企业在融资方式的选择上有着较为规范的先后顺序，学者们将其归结为“啄食顺序理论”（Pecking Order Theory），该理论已经得到了某些实证方面的支持。随着该资本结构理论向纵深发展，近年来，经济学家们对资本结构的研究又有了新的探索，出现了资本结构管理控制理论以及产业组织和资本市场理论。总而言之，资本结构理论仍处在不断探索与发展之中。

与国外的研究相比，由于我国市场经济体制建立的时间不长，企业改革仍在进行之中，与之相关联的证券市场也仅有十多年的发展历史，我国在该领域的研究才刚刚起步。特别是在实践方面，由于缺乏统一、权威的理论指导，对企业资本结构的管理往往凭经验、感觉行事。随着我国上市公司日益成为我国经济运行中不可或缺的一个重要组成部分，上市公司的数量不断增加以及在国民经济中的影响力扩

大，对上市公司的资本结构与融资偏好的研究，不仅对企业自身运营目标的实现具有十分重要的现实意义，而且围绕着这一问题展开的诸如公司治理结构改善、信息披露制度的完善、证券市场的健康稳健运行乃至整个国民经济的可持续发展等问题的研究与探讨都可以进一步得到深化。同时开展本课题研究对引入西方先进的企业管理制度及投融资制度，推动国内经济理论研究与国际同步，健全和完善我国的资本市场体系具有重要的意义。

本书的基本研究思路是在对国外现代资本结构理论进行研究、论证、评述的基础上，具体分析西方资本结构理论的各种前提假设与相应的结论，分析西方发达国家在此理论框架下企业融资的偏好与特点。同时结合我国经济改革的具体实践以及我国企业改革和证券市场的实际，与西方资本结构理论进行对比分析，找出二者存在的差异，进而分析造成这种差异的原因，并针对具体的原因，有针对性地提出相应的对策。其研究内容的重点在于解释我国上市公司的资本结构与融资方式选择问题。可分为五个方面：一是主要评述西方资本结构理论的发展。西方资本结构理论意在解释企业的资本总成本与市场价值之间的关系，其多从直接成本的角度考虑资本成本，如股息、利息、破产约束、税收等方面，近年来，也有从代理成本、信息等新的角度来进行分析阐述的。“啄食顺序理论”是资本结构理论应用方面的总结，但关于资本结构的理论探索仍在不断进行之中。二是通过对我国上市公司资本构成的相关数据进行统计与实证分析，归纳出其股权融资偏好倾向。可以从我国证券市场建立以来，上市公司资本结构中股权、债权资本的构成变化中得到实证。股权性融资偏好具体体现在上市公司对银行信贷、发行债券融资以及上市公司的配股、送股、增发新股等不同融资行为的选择上。三是分析我国上市公司股权性融资偏好产生的原因及效应。我国企业特别是上市公司所处的社会经济环境与西方国家企业所处的社会经济环境相比有着较大的不同，目前上市公司中，绝大多数是国有企业或国有控股企业，企业的经营者在现行的管理机制下，追求在职消费和自身利益最大化的动机强烈。从表面

上看,股票的高溢价发行降低了企业资本总成本,但由于我国企业中普遍存在经营者的高代理成本,在上市公司的资产负债率降低的同时,大多数上市公司的单位资本利润率不断下滑。强烈的股权融资偏好产生了一系列的不良后果。四是建立适合评价我国企业资本结构形成的理论模型。西方资本结构理论模型在我国必须加以修正和调整,才能解释和说明我国企业融资选择的倾向,特别是应考虑股权性资本成本中经营者的代理成本。修正后的资本结构理论应有助于我国上市公司包括一般企业正确选择融资方式。五是针对资本结构理论在我国的运用,对我国上市公司的融资问题提出对策。要加强对我国企业的融资资格及上市公司的资金使用的监督,健全对企业经营者的制衡与管理机制,构建完善的资本市场体系,保障企业所有人(股东)对企业利益的追求,完善我国的现代企业制度,推进我国投融资体制改革。

在上述内容的研究中,本书在以下几个方面尝试进行突破:首先,在分析企业资本成本时,创造性地将代理成本引入了企业股权性融资成本之中,并详尽地分析当前我国企业的代理成本与西方国家企业的代理成本之间存在的差异;其次,从企业资本结构的角度分析当前我国证券市场、投融资市场存在的一系列问题;再次,加入股权性融资的代理成本的资本成本理论模型设计,是本书的创新,这在国内资本结构理论研究中具有原创性;最后,本书期望通过对企业资本结构与融资偏好问题的研究,形成理性、科学的企业市场价值观,对促进我国证券市场的健康运行,构建完善的资本市场体系具有一定的帮助。

本书在写作的过程中,采用理论分析与实证研究相结合的方法,辅以必要的数理统计方法,通过理论建模与实际数据演算推导,来解释现实经济活动中的一些现象,并以此来解释和说明其原理。再将具体的理论模型引入到我国的经济实践中,通过参数调整、模型修正,建立新的资本成本模型,分析和解释我国上市公司的资本结构,采用实际经济生活中的数据实证分析等方法,从理论根源上找出我国上市

公司股权性融资偏好产生的根本原因，并相应地提出解决我国企业不良融资偏好的策略与措施。

企业的资本结构问题不仅关系到企业的市场价值、经营效率的高低，而且关系到企业的融资决策问题，通过对我国上市公司资本结构的剖析，可以从理论上和实践中探寻我国企业合理的财务结构和融资取向，对提升企业的竞争力，促进资本市场的良性循环和发展，进而推动整个国民经济持续、健康、稳定的增长具有深远意义。

本书是根据安徽财经大学丁忠明教授主持的安徽省高校人文社会科学重点研究基地重大项目（教秘〔2004〕74号）“我国上市公司资本结构与融资偏好问题研究”的研究成果进行修改而形成的专著。丁忠明教授、黄华继副教授负责选题、写作提纲、写作内容的确定，撰写过程的统筹以及最后成文的总纂与修改；黄华继副教授、文忠桥副教授和王浩副教授负责具体内容的撰写；吴治民和赵飞璠同志参与资料收集与整理工作。由于学识水平有限，书中的错误在所难免，敬请读者指正。

丁忠明

二〇〇五年十月于安徽财经大学

目 录

第一章 西方资本结构理论及其发展	1
第一节 企业的资本结构	1
第二节 西方资本结构理论的发展	23
第二章 西方资本结构理论评述及我国资本结构理论的研究	42
第一节 西方资本结构理论评述	42
第二节 我国资本结构理论的发展与实践	50
第三章 我国上市公司的资本结构分析	76
第一节 我国企业的资本结构概况	76
第二节 上市公司融资发展的趋势	92
第四章 我国上市公司的融资行为分析	105
第一节 上市公司内源性融资中的股利分配行为分析	105
第二节 上市公司配股再融资的行为分析	114
第三节 上市公司的其他再融资方式分析	122
第四节 我国上市公司不同时期的融资方式取向分析	135
第五章 我国上市公司股权融资偏好的原因分析	142
第一节 经济环境的变化和股市融资制度的建立	142
第二节 股权融资偏好的直接动因分析	173
第三节 股权融资偏好的深层次原因分析	184
第六章 上市公司股权融资偏好的效应分析	192
第一节 股权融资偏好对上市公司的影响	192

第二节 股权融资偏好的社会经济效应·····	207
第七章 我国上市公司资本结构优化的环境分析·····	212
第一节 影响我国上市公司资本结构的外部环境分析·····	212
第二节 影响我国上市公司资本结构的内部环境分析·····	222
第八章 我国上市公司资本结构优化模型的构建·····	237
第一节 模型的具体构建·····	238
第二节 模型的运用与评价·····	256
第三节 政策建议·····	267
主要参考文献·····	280

第一章 西方资本结构理论及其发展

资本结构是指企业各种长期资金来源的构成和比例关系，一般长期资金来源包括长期债务资本和权益资本，因此，资本结构通常是指企业长期债务资本与权益资本的构成及比例关系。资本结构理论基于实现企业价值最大化或股东财富最大化的目标，着重研究企业资本结构中长期债务资本与权益资本的构成和比例的变动对企业总价值的影响，通过资本结构理论的研究，我们可以得到企业本应遵循的融资规则和应有的融资偏好。

第一节 企业的资本结构

一、企业资本的来源与结构

（一）企业资本的形成

现代企业的资本形成与企业的组织形式直接相关，不同性质企业的资本的直接来源显然不同，要了解企业的资本形成，就必须弄清企业的组织形式及其相关的内容。

1. 不同组织形式企业的资本来源

现代企业的组织形式一般可分为三种：即单人业主制企业、合伙制企业和公司制企业。我们习惯上将前两种企业组织形式视为传统企业，将公司制企业视为现代企业。

单人业主制企业是由一个人所有并经营的企业，它的特点在于所有者和经营者是同一个人。这种企业产权明确，责、权、利统一在一个人身上，激励和约束都显而易见。但这种企业有两个致命的缺点：一是以一个人的财力和能力难以做大，无法实现规模经济、专业化分

工等；二是在市场竞争中寿命短，出现快，消失也快。单人业主制企业是完全凭业主本人的资财而形成的企业组织形式，单人业主对企业的一切债务要负无限责任，业主的一切财产包括企业财产和个人财产，除了极少数生活必需品之外，从法律上说都要抵偿债务。由于这种企业规模小，资金周转量少，其资本多来自自身的积累和个人财富贡献，银行出于资金的安全性和经营成本的考虑，一般都较少或不予贷款。除非利息很高，个别银行愿意为较高收益而冒较大风险。在这种情况下，这类企业更不可能面向社会发行债券或以其他形式来筹集资金。值得注意的是，这种传统的企业组织形式在西方发达国家（应该承认在我国现阶段）在数量上至今仍然占绝对优势。

合伙制企业是由若干人共同出资并拥有、共同经营的企业。“任何两个或两个以上的人都可以在一起形成合伙制企业。每个人都同意分担一部分工作和资本，分享一定比例的利润，当然也分摊一定的亏损和债务”。^①这种企业的规模可以比单人业主制企业的规模大，但致命的缺点是承担法律上的无限责任，这种无限责任使每个合伙人都面临着巨大风险，企业越大，每个合伙人面临的风险越大。此外，合伙制企业的内部产权并不明确，责、权、利不清晰，合伙人在利益分配和决策方面容易产生分歧，从而影响企业的发展。合伙制企业为了解决单人业主制企业的规模小、个人力量有限的筹资问题，开始尝试寻求合作人，利用新加盟的资本，扩大企业的经营，但合伙企业仍对企业的债务承担无限责任。在这种情况下，合伙企业越是成功，拓展就越快，资本缺乏问题就越突出，就需要更多的社会资本加入。而过多的合伙人，如成千上万个，设立合伙企业则难以操作和管理，加上其无限责任制度，人们不得不寻求新的企业组织形式。

现代市场经济中最重要的企业组织形式是公司制，特别是股份有限公司，它是现代企业组织形式中的典型形式和最高形式。英国著名

① [美] 小艾尔弗雷德·D. 钱德勒：《企业规模经济与范围经济：工业资本主义的原动力》，北京，中国社会科学出版社，1999。

经济学家约翰·希克斯在其名著《经济史理论》中认为：“有限责任公司的发明是一系列发明中最为突出的。企业通过这种方式筹集资金，并允许投资者分享利润，开始时它是进一步扩大资本市场的一种手段。人们发现当进一步按固定利息借入资金有困难或不可能时，而用这种方式筹集资金有时倒有可能。”股份公司出资人承担有限责任“这种安排的后果非常深远”。^①可以看出，公司制企业的筹资优势是非常明显的，有限责任和股份的细分，能够满足不同投资者的需求，特别是这类企业中的上市公司，由于实行财务与经营公开，公司经营更加透明，对投资人更为公平、公正，加上交易便利，参与者众多，易于筹集巨额资金，形成企业规模优势。企业在筹资方式的选择上，有更多的选择途径，除了筹集股权性资本外，企业还可以通过发行债券和向银行借款等方式，筹集债务性资本。

从上述不同组织形式的企业的资本形成中可以发现，单人业主制企业和合伙制企业很难从外界获得资金支持，其资本构成基本上都是出资人的投资，而公司制企业的资本构成则完全不同。

2. 企业资本来源的结构

企业根据自身的生产经营和资金拥有状况，以及企业未来经营发展的需要，通过科学地预测和决策，采用一定的方式，通过一定的渠道向公司的投资者和债权人筹集资金，组织资金的供应，以保证企业正常生产、经营和管理。公司筹集资金应该遵循一定的原则，通过一定的渠道和方式进行。以企业自身为参照系，企业的资金来源主要包括内源融资和外源融资，其中内源融资主要是指企业的自有资金和在生产经营过程中的资金积累部分，主要通过内部积累的方式筹集；外源融资，即企业的外部资金来源，是指企业通过银行借贷、发行股票、发行债券等方式筹集资金。主要包括直接融资和间接融资两种方式。直接融资是指企业进行首次公开上市（IPO）募集资金、配股和增发新股等股权融资活动，所以也称为股权融资；间接融资是指企业

① [英] 约翰·希克斯：《经济史理论》，北京，商务印书馆，1987。

通过银行、非银行金融机构贷款获取资金等债权融资活动，所以也称为债务融资。

从各种融资方式来看，内源融资不需要实际对外支付利息或者股息，不会减少企业的现金流量；同时，由于资金来源于企业内部，不会发生融资费用，内源融资的成本要远远低于外源融资的成本。因此，它是企业首选的一种融资方式，企业内源融资能力的大小取决于企业的利润水平、净资产规模和投资者预期等因素，只有内源融资仍无法满足企业资金需求时，企业才会转向外源融资。随着技术的进步和生产规模的扩大，单纯依靠内部融资已经很难满足企业的资金需求。外部融资成为企业获取资金的重要方式。外部融资又可分为债务融资和股权融资。

(1) 企业内部的资本形成。企业资本的供给是企业生存与发展的关键，是一个社会成员将储蓄转化为投资的过程。把企业获得资本的过程定义为融资，则是一个广义的概念，在企业资本形成中包含了投资、筹资和集资等范畴。企业的内源融资包括企业的初始资本与企业运行中的资本积累。

企业的初始资本是由企业创始人或发起人提供的，是企业经营的基础和前提。无论是何种企业组织形式，企业的初始资本大多来自于企业的发起人和创办者，从内外源融资的角度来分析，多属于内源性融资；从股权、债权的角度判断，多属于权益性资本。具体来看，如前所述，单人业主制企业与合伙制企业的初始资本主要来源于企业主或企业发起人的出资，这类企业的规模一般较小，又存在着业主独立经营的特征，一般没有来自社会其他成员的社会资本。随着企业的建立与发展，企业在经营过程中有了利润和积累之后，企业可能从其经营成果——利润中留存一部分作为企业扩大再生产的资本来源。随着公司制企业的出现，企业的初始资本更多地来源于社会其他出资人，当然，包括企业发起人在内，一旦对企业注资，即成为了企业财产的出资人，也就成为了企业的所有者，但这种所有者在现代市场经济条件下，在公司特别是股份公司中，只是公司部分资产的所有者，并严

格按照股份制企业的组织模式来运营。从本质上看,即便在企业的初始资本中,有非企业发起人的资金,但公司制的企业组织形式,在性质上决定了企业的初始资本还是来自企业内部,要么是来自企业所有者,要么是来自企业经营发展过程中自身的积累。这部分资金来源从总体来看,它是企业生产经营的基础,都属于内源性融资。

(2) 企业外部的资本筹集渠道。企业要寻求规模扩大和发展,更多的资金需要从企业外部参与获取,企业外部的资本筹集渠道分为直接融资和间接融资。直接融资是由众多市场参与者决策,是投资者对投资者、公众对公众的行为,直接受公众及市场风险约束,风险由投资者直接承担。企业外部融资渠道有以下几个方面:

一是股权融资。企业中长期资本不足时,可通过发行股票进行融资,以筹措长期稳定的资金。发行股票是一种资本金融资,投资者对企业利润有要求权,但是所投资金不能收回,投资者所承担的风险较大,因此,要求的预期收益也比银行利息高,就这个角度而言,股票融资的资金成本比银行借款的成本高。但发行股票所筹的资金具有永久性,无到期日,没有还本压力;一次筹资金额大;用款限制相对较松;且股票上市有利于提高企业的知名度,为企业带来良好声誉;有利于帮助企业建立规范的现代企业制度。特别是对于潜力巨大,但风险也很大的科技型企业,通过在创业板发行股票进行融资,是加快企业发展的一条有效途径。

二是债券融资,发行债券的优缺点介于发行股票上市和银行借款之间,也是一种实用的融资手段,但关键是选择发债时机。选择发债时机要充分预期未来市场利率的走势。债券的种类很多,国内常见的有企业债券和公司债券以及可转换债券。企业债券的发行要求较低,公司债券的发行要求则相对严格,只有国有独资公司、上市公司、两个以上投资主体设立的有限责任公司才有发行资格,并且对企业资产负债率以及资本金等都有严格限制。只有重点国有企业和上市公司才能够发行可转换债券,可转换债券是一种含期权的衍生金融工具。采用发行债券的方式进行融资,其好处在于还款期限较长,附加限制

少,资金成本也不高,但手续复杂,对企业要求严格,而且我国债券市场相对清淡,交投不活跃,发行风险大,特别是长期债券,面临的利率风险较大,而又缺乏风险管理。

三是招商引资。招商引资一般也是一种股权融资,但它不通过公开市场募集,是一种私下寻找战略投资者的融资方式。因此,其优缺点与发行股票上市的优缺点类似。但由于不需要公开企业信息以及被他人收购的风险较小等原因,通过招商引资的方式融资也受到一些企业的欢迎。

四是信贷融资。主要指银行、非银行金融机构的借款。它以银行等金融机构为经营主体,按信贷规则运作,要求资产安全和资金回流,风险取决于资产质量。信贷融资由于责任链条和追索期长,信息不对称,由少数决策者对项目进行判断,并支配大额资金,导致风险积累较多。信贷融资需要发达的社会信用体系的支持。银行等金融机构借款是企业最常用的融资渠道,但是,银行等金融机构总是“嫌贫爱富”,以风险控制为原则,这是由银行等金融机构的业务性质决定的。银行等金融机构,一般不愿承担太大的风险,对风险大的企业或项目不愿发放贷款,哪怕是很高的预期利润。相反,实力雄厚、收益或现金流稳定的企业是受银行欢迎的贷款对象。因为以上特点,企业向银行及其他金融机构借款与其他融资方式相比,主要不足之处在于:一是条件苛刻,限制性条款太多,手续过于复杂,费时费力;二是借款期限相对较短,长期贷款很少;三是借款额度相对也小,通过银行解决企业发展所需要的全部资金是很难的。特别是处于起步和创业阶段的企业,贷款风险大,很难获得银行贷款。

除此之外,企业的外源融资还有很多,可以通过融资租赁、项目融资、“建设—经营—转让”融资、信托等渠道获得资金。但对上述若干种企业融资方式进行具体分析,从企业的资本类型上可将企业融资的方式划分为两大类:股权融资和债权融资。任何一种具体的融资方式都是这两种方式的具体表现。

（二）企业融资与资本结构形成

从企业初始融资到企业在经营过程中的持续融资，企业的生产经营活动总是与投融资活动密不可分。不同的资金来源最终在企业的资本构成中可按性质的不同分为权益性（股权性）资本和债权性资本，形成各个不同企业的不同资本结构。在企业资本结构形成的过程中，企业融资模式的选择将起决定性的作用。

1. 企业的一般融资模式

资本是企业发展中的稀缺资源，任何现代企业的发展都离不开资金的支持，因此，筹集资本是企业的一项重要而经常性的工作。企业必须对资本的筹集进行总体性和原则性的规划，作为选择具体筹资方式的依据，也是企业实现筹资效益最优化的前提。通常情况下，企业一般融资模式的选择会遵循一定的原则，主要是考虑筹资规模、筹资成本、筹资机会以及筹资的难易程度等。

（1）筹资规模决定着融资模式的选择。企业筹资取决于企业经营活动项目投资的客观需要，是企业经营的一个重要环节，也是建立在企业经营基础上的理性行为，这就要求筹资规模要适度。筹资总是要付出代价的，这是市场经济等价交换原则的客观体现，企业必须根据自身的经营收益水平和偿还能力量力而行。筹资规模从某种意义上也决定着企业融资模式的选择。一般而言，企业筹集的资金规模大，通常会采用发行股票、债券这类融资方式；而临时性、小额的资金需求，则可能通过银行信贷、商业信用或企业内部融资等方式解决。另外，一些经营不善的企业可能一方面资金短缺，另一方面又存在严重的资产闲置与低效率运转。对这类企业而言，盘活存量资产，优化企业的资产结构本身也是一种筹资渠道。

（2）筹资成本的高低，对企业融资模式的选择将产生直接影响。筹资成本是企业取得资金而支付的各种费用，包括资金筹集费用和资金使用成本。如借款手续费、股票和债券的发行费、利息、股息、红利等。资金筹集费用的特点是一次性的，其实质是冲减企业所筹资金的数额；资金使用成本则是在整个资金使用期间按一定的期限（通

常是一年)不断支付的费用。融资成本是企业经营成本的有效组成部分,是企业进行投融资决策的主要依据,在经营收益一定的条件下,企业总是尽可能地选择成本较低的筹资方案进行融资。在市场经济条件下,从理性人的角度出发,企业经营的目标是获得经营收益,所以,只有企业经营或投资的预期收益率大于资本成本,或者预期收益率大于边际资金成本,企业才会有筹资的动机。不同时期、不同融资模式的融资成本是不完全相同的,为实现经营目标,企业在满足上述前提条件下的筹资活动,一般会以追求最佳的融资模式组合为其选择标准,其中筹资成本是其考虑的一个重要因素。

(3) 筹资机会以及筹资的难易程度,是企业进行筹资模式选择应考虑的要害。企业的筹资机会是客观存在的,每个企业在市场上筹资的难易程度是不相同的,有利于企业筹资的一系列筹资环境和因素即是企业的筹资机会,它会因企业的筹资时间、地点和条件的不同而不同。企业筹资除了要考虑自身的需要与筹资成本外,还必须考虑外部的筹资环境以及筹资的难易程度,这些因素会影响企业的融资成本和有效的融资需求。选择筹资机会的过程就是寻求与企业内部条件相适应的外部环境的过程。当然,由于在一定的时期、特定的条件下,企业的外部筹资环境是客观的,企业自身是无法改变的,只能适应,所以,企业只能通过不同融资模式的选择来主动适应筹资环境,以达到降低融资成本,实现有效融资的目的。

综上所述,企业融资模式的选择,在一定的条件和背景下,是有其内在必然性的,在这个问题上,西方学者已经做过研究,总结出了企业融资的一般规律,如美国经济学家梅耶斯(Mayers)很早就提出了著名的“啄食顺序原则”:内源融资→外源融资;间接融资→直接融资;债券融资→股票融资。即在内源融资和外源融资中首选内源融资;在外源融资中的直接融资和间接融资中首选间接融资;在直接融资中的债券融资和股票融资中首选债券融资。但在不同的国家和地区,乃至同一个国家和地区的不同时期,由于客观条件和环境的不同,可能存在不同的融资模式偏好。