



上海财经大学重点课程建设项目
高等院校经济学管理学系列教材

Financing Principles

融资学

主 编 / 杨 晔

副主编 / 杨大楷

上海财经大学重点课程建设项目
高等院校经济学管理学系列教材

融 资 学

杨 晔 主 编
杨大楷 副主编

 上海财经大学出版社

图书在版编目(CIP)数据

融资学/杨晔主编. —上海:上海财经大学出版社,2013.12
(上海财经大学重点课程建设项目)
(高等院校经济学管理学系列教材)
ISBN 978-7-5642-1771-6/F·1771

I.①融… II.①杨… III.①融资-经济理论-高等学校-教材
IV.①F830.45

中国版本图书馆 CIP 数据核字(2013)第 245060 号

- ☐ 责任编辑 李宇彤
- ☐ 封面设计 张克瑶
- ☐ 责任校对 赵 伟 胡 芸

RONG ZI XUE

融 资 学

杨 晔 主 编

杨大楷 副主编

上海财经大学出版社出版发行
(上海市武东路 321 号乙 邮编 200434)
网 址: <http://www.sufep.com>
电子邮箱: webmaster@sufep.com

全国新华书店经销
同济大学印刷厂印刷

宝山葑村书刊装订厂装订

2013 年 12 月第 1 版 2013 年 12 月第 1 次印刷

787mm×1092mm 1/16 19.25 印张 492 千字
印数:0 001—4 000 定价:38.00 元

前 言

作为一门学科,融资学是公司财务和金融学的重要组成部分。发达国家对融资的研究一般是指与资金的筹集、转化、增值、回偿相关的一般经济活动,其中资金的转化、增值、回偿则与投资的概念相近。可见,广义的融资概念是包括投资概念的,因为融资不可能是孤立的,没有为了单纯的筹资而进行的融资行为,筹资必然是为投资服务的。

发端于 18 世纪、兴起于 19 世纪、盛极于 20 世纪的融资活动已经成为当代企业资本流动和国际经济交往的重要形式。近年来,随着经济全球化进程的加快,对融资问题的研究不仅保持了其一贯以来在国际资本研究领域的重要地位,且其研究范围和视角不断得以拓展,尤其是一些针对新形势、新问题和新现象的相关研究已成为该领域的前沿课题。

融资学肇始于发达国家,现有的体系化的理论研究是以发达国家的融资为参考系的。这些国家对融资问题的理论研究是从宏观层面与微观层面分别展开的,并且在不同时期引领了融资学教材和课程建设的主流与方向。

在宏观层面上,以索洛、丹尼森为代表的现代经济增长流派认为,融资与经济增长相互制约、相互促进。一方面,经济增长水平与速度决定融资与投资总量,特定时期全社会融资总量的大小由以前国民收入的多少及积累率、储蓄率的高低决定;另一方面,一国经济增长的快慢在很大程度上取决于社会融资总量的大小与速度。

宏观学派认为,影响一个国家或地区经济增长速度及其效率的因素有很多,如产业结构、社会环境、政治制度、经济政策、市场发育度、劳动者数量及其质量、科学技术等。尽管上述各因素对经济增长都会产生不同程度的影响,但融资与投资对经济增长的作用则更为直接与明显。融资与投资通过以下几种途径促进经济发展:一是对生产过程直接注入资金促进经济增长。亚当·斯密在《国富论》中指出,决定国民经济财富增长的主要因素,是分工引起的劳动生产率的提高和生产劳动数量的增加。如果国民收入中用于生产劳动的比率越大、劳动生产率越高,国民收入增长就越快。在劳动生产率既定的前提下,要增加国民收入,必须增加劳动数量或劳动时间。但是,在特定时期内生产劳动数量或劳动时间的增长变化取决于生产环节或生产过程中对劳动力的容量或吸纳能力,这些又由生产环节的固定资产等耐用生产要素的数量决定。在生产过程中,固定资产等耐用生产要素的数量决定,生产过程中所拥有的耐用生产

要素越多,对劳动力的吸纳能力就越强。因此,增加劳动数量的前提条件,除提高耐用生产要素的使用效率外,更重要的是增加耐用生产要素的数量,扩大进行生产劳动的空间场所。为此,需要把大量的资金直接注入生产过程,修建厂房、添置机器设备、拓展新的产业领域等,即以通过扩大生产规模的方式来增加劳动的数量或劳动时间,进而实现社会财富的增长。二是主要通过改善和提高生产要素的质量与性能,即通过技术创新的方式,走内涵扩大再生产的路子来促进经济的增长。如果不涉及技术进步,对生产过程直接注入资金进而促进经济增长的方式,属于马克思所说的简单或外延扩大再生产过程。这种方式虽然能增加社会财富的总量增长,但就资源的使用效率及其配置效率而言都是比较低的,且容易使人们产生对投资经济增长作用效果的怀疑。因此,通过融资并投资来促进经济增长,不仅需要直接对生产过程进行投资,更重要的是对人力资本等生产要素进行投资。既要增加耐用性资产的投资,又要加大技术进步与劳动者素质,其中涉及的投资与融资行为复杂多样,必须针对不同类型的投资选择适合的投资结构、融资结构、风险分担结构与其经济特点相匹配。

在微观层面上,“边际主义革命”兴起,涌现出以杰文斯、庞巴维克、维克富尔、费雪、奈特等人为代表的新古典主义资本理论,以马歇尔为代表的新古典厂商理论,以克拉克为代表的加速器理论。其中,乔根森在《资本理论和投融资行为》一书中利用一个连续时间的动态最优化模型描述了厂商的融资与投资行为。托宾 Q 理论通过对厂商融资渠道与资本市场的动态变化的分析,阐释了存量市场估价与重置成本的对比度。奈特在《风险、不确定性和利润》一书中认为,融资风险发生的可能性是能计算的,并可以通过投保等方式转嫁给专业的风险承担机构;而不确定性事件的概率是无法计算的,只有通过主观判断来决定。

近年来研究的一个热点是资本市场与融资行为。其基本观点是,金融市场中的低效率和不稳定性通过厂商的资本结构直接影响到厂商的融资行为,进而影响其投资行为。厂商融资与投资行为是一个在内生货币体系下的金融市场传导机制。在这个传导机制中,在货币的内生供给条件下利率仍然起关键作用。融资的金融约束体现在内生性货币市场下的银行存款和包含家庭资产选择的资本市场融资结构之中。其中,货币供给是由家庭资产选择、厂商的存贷款行为以及商业银行的贷款行为决定的一个内生过程。

这个内生的货币在追求自身供求平衡的同时,也通过资本市场影响厂家的融资行为。厂商的实物资产被认为是货币量值的资本存量,银行的内生货币供给与资本市场的资本流动对厂商的融资流动性约束与融资成本形成一种双向传导机制影响厂商的经济行为,从而使得投融资存量与流量之间形成一种均衡。这种均衡来自两方面:一方面是债务资本比重过低,管理者就有较多的自由度运用内源资金与外源融资进行新项目的投资,甚至于包括风险极大或亏损的投资,这种情形称为“投资过度”;另一方面,厂商负债过高会面临债务危机,管理者将被迫放弃投资机会,这种情形称为“投资不足”。

与西方经济学中的其他理论相比较,融资理论是其中比较复杂的一部分,因为其既与储蓄理论相关,又与资本理论有密切关联。所以,西方学者认为“融资的理论和测定是职业经济中

最有争议的领域之一”。与我国融资理论研究相比,西方融资理论研究具有如下鲜明的特点。一是在基本假设的条件下,西方融资理论假设经济中唯一的融资主体是厂商,而厂商又是以追求利润最大化或成本最小化为目标的。在西方融资理论中,政府不是作为一个投融资主体出现的,融资理论中研究的只是厂商的投融资。之所以如此,主要是在发达国家,政府只是对经济进行领导与监管,虽然发达国家政府也有公共投融资,但在国民经济中的比重很低。因为这些公共投融资是作为市场失灵的一种补充,因而在融资理论研究中被舍掉。二是在研究方法上,西方融资理论更多运用的是实证分析法。20世纪40年代起,在“证伪主义”科学观的指导下,西方经济理论在研究过程中广泛采用了实证分析的方法。这种方法一般分为四个步骤:其一,提出理论假说的相关假设;其二,建立理论假说模型,并推出主要结论;其三,对理论模型进行经验验证;其四,验证理论假说,并由此展开深入的理论分析。由于采用了比较科学的实证分析方法,从而基本保证了西方融资理论研究中的理性原则、可检验性原则、对应原理和简单性原则。

在分析工具上,西方融资理论运用了大量的数学工具进行研究。西方融资理论强调融资具有风险和收益的两重性,并围绕风险和收益阐述如何进行融资的方法,为此研究并发展了许多有用的投入产出分析工具。数学工具本身就具有简洁性、精确性和客观性的特点,它在融资理论研究中的运用,对于科学地概括和提炼各种经济变量、精确地阐明变量之间的数量关系,从而提高经济理论的精确性和实用性有着重要作用。

与国际上持续了近两个世纪的研究热潮不同,国内对融资学的引入和正式作为一门课程在本科中开设还是新中国成立以后的事。在我国,“融资”的内涵与外延随着经济发展不断发生着变化。新中国成立初期,我国的经济管理体制较多地借鉴了苏联模式,在高度集中的财政体系下一切扩大再生产的支出都由中央财政统一划拨,国家是唯一的投融资主体。

20世纪80年代,为了适应更新改造资金管理的需要,经济部门提出了固定资产投资的概念,1983年国家开始编制固定资产投资计划,并将固定资产投资分为基本建设投资与更新改造投资两大部分。此时,“投资”的外延仅指固定资产投资,“融资”的外延改变为“拨改贷”。20世纪90年代初,随着证券市场的发展,证券融资被纳入融资理论与融资管理的范畴。90年代后期,以金融衍生工具发展为标志,融资的概念又拓展到资产重组、兼并收购及衍生金融工具等领域。加入WTO后,随着我国经济活动的进一步复杂化,融资的外延进一步深化。

在宏观层面上,以宋则行、史晋川、欧阳明、袁志刚、梁小民、张中华、谢进城为代表的理论学派认为,在宏观经济发展过程中,融资与投资规模经常呈现出扩张与收缩交替的周期性变动。他们的研究成果发展了宏观经济分析中中国本土化的投融资理论体系:一是以物质平衡体系为基础,突破了投融资对经济增长的关键作用;二是以国民经济核算体系为基础,论证了经济增长率、储蓄率、资金与劳动率、劳动生产率的投融资函数。

他们认为,在我国确立厂商在市场经济主体的地位后,宏观经济增长更密切于微观经济的融资与投资。厂商投资不仅会促进微观经济的发展,更为宏观经济的繁荣奠定了基础。保持

适度的厂商投融资规模与投资率,是扩大社会再生产的必要条件。厂商的投融资与经济增长呈现相互促进、相互制约的关系:经济增长决定了厂商的投资与融资,较快的经济增长会导致较高的融资需求与投资的增长;反之亦然。立足于市场经济需要,探索厂商投资与融资活动的规律,帮助现代厂商根据自身优势与外部环境选择适当的投资与融资方式,有效地筹集与投入资金具有非常重要的现实意义。

在微观层面上,以甘子玉、厉以宁、黄良文、陈琪、吴永林、贝政新、鲁先胡、马骁、冯巍、应望江为代表的理论学派认为,研究厂商融资,既要分析融资的一般特征,更要结合我国的国情了解我国厂商融资的发展与变革。在现代市场经济条件下,厂商日益成为国民经济中最重要的融资主体。厂商融资活动既不同于各级政府为经济发展而进行的融资,又不同于金融市场上的证券融资,厂商融资是融资理论与实践中的特殊一部分。

在厂商融资与政府融资关系上,他们认为,厂商和政府虽然都是两个不同的层次和职能的融资主体,但其间存在着密切的不可分割的关系:第一,二者最终目标存在着共同性和统一性;第二,二者必须综合平衡;第三,二者存在依存性。但是,二者又存在区别:一是目的上的区别;二是投资方向上的区别;三是融资来源的区别。

在厂商融资规律上,他们认为,当外部刺激与厂商投资目标一致时,厂商会产生融资动机,并产生一定的融资效果。实证研究表明:现代厂商融资规模具有扩张性;并且都要经过一个复杂的连续不断的循环周期;在投资效益上存在个别效益和社会效益的不一致性。

《融资学》既是上海财经大学安排的精品课程重点项目(2012630029),又是国家自然科学基金资助项目(71273165、71073101、70903046)和上海市哲学社会科学规划课题(2013BJB003)及上海市科技发展基金软科学重点项目(13692102700、13692104200)的系列研究成果。上海财经大学研究生导师杨晔、杨大楷教授分别任该书主编、副主编。在此之前,我们分别于1998年、2003年和2010年完成了教育部组织的五项普通高等教育国家级规划教材的建设任务^①,并列为学校重点精品课程,同时又承接和完成了国家自然科学基金和国家社会科学基金关于投融资的三项课题研究^②,以及教育部、上海市科委和上海市哲学社会科学基金有关国际投资学的四项课题研究任务^③。这些积累为我们撰写这本规划教材奠定了坚实的基础。

^① 参见杨大楷、杨晔:《投融资学》(第二版),普通高等教育“十一五”国家级规划教材,上海财经大学出版社2008年版;杨晔:《投融资学案例与习题集》,普通高等教育“十一五”国家级规划教材,上海财经大学出版社2008年版;杨大楷、刘庆生:《国际投资学》(第四版),普通高等教育“十一五”国家级规划教材,上海财经大学出版社2010年版;杨大楷、蒋萍:《国际投资学》(第三版),普通高等教育“十五”国家级规划教材,上海财经大学出版社2003年版;杨大楷:《国际投资学》(第二版),全国财经金融高等院校“九五”重点教材,西南财经大学出版社1998年版;杨晔:《证券投资学》(第三版),上海财经大学出版社2011年版;杨晔:《投资学》,上海财经大学出版社2012年版。

^② 参见国家自然科学基金项目:国债管理与利率研究,项目编号:7970130;国家社会科学基金项目:国家企业债券市场发展战略与监管框架,项目编号:04BJY088。项目组组长均为杨大楷教授。国家自然科学基金项目:网络化创新环境中风险投资制度生长机理与效率边界研究,项目编号:70903046。项目组组长为杨晔副教授。

^③ 参见教育部人文社科规划项目:企业债券品种创新及其在中国的应用研究,项目编号:06JC790030;上海市科技发展基金项目:天使投资的网络特征、投资行为与公共政策,项目编号:13692104200;上海市哲学社会科学规划课题:公司债衍生品研究,项目编号:2010110856;上海市哲学社会科学基金项目:商业银行风险管理研究,项目编号:2008BJB020。项目组组长均为杨晔副教授。

这本教材在体系上注重了学科的系统性、完整性和科学性;在内容上注重跨学科知识的衔接;力求方法论上的指导性和可操作性等优点;总结了我们 20 年来教学的宝贵经验,融入了编写组近年来的最新研究成果。由此,形成的突出特点是:第一,具有前沿性。编写组搜集了最新的数据资料,以反映融资的最新发展动态;同时也将最新的理论研究成果编入书中,使学生能尽可能多地在学习基本理论的基础上接触到融资理论研究的前沿。第二,具有可读性。各章配备了习题 255 题(其中名词解释 48 道、单项选择题 46 道、多项选择题 45 道、简答题 48 道、论述题 27 道、计算题 21 道、案例分析题 20 道)、专题性案例 26 个,使教材的内容更生动,以提高学生的学习兴趣和积极性。第三,具有可用性。编写组为教材配备了多媒体课件(见“教学资源—上财教学网”:http://bb.shufe.edu.cn/webapps/bb-silkIII-bb_bb60/resources.html),进一步完善了教学大纲、习题集、案例集的编写,同时还拟定了各章课时安排表(两套方案,见附录),从而为教师授课提供辅助性教学工具。

参加本教材撰写的主要人员有:上海财经大学杨晔博士、杨大楷博士、汪若君博士、王鹏博士、王晶博士、武立博士、刘曦腾博士、方芳博士、张学文博士、高晓晖博士、刘伟博士、叶方博士、徐研博士、庄佩霞硕士、刘安琪硕士、赵爽硕士、付丽芳硕士、吕璐硕士、李哲硕士、谢卓韞硕士、郑煜昆同学,以及重庆医科大学杨纲副教授。其中,第一章由杨晔、赵爽撰写;第二章由杨大楷、王鹏撰写;第三章由吕璐、刘曦腾撰写;第四章由汪若君、杨晔撰写;第五章由庄佩霞、杨晔撰写;第六章由刘安琪、杨晔撰写;第七章由王晶、刘安琪、李哲撰写;第八章由付丽芳、杨纲撰写;第九章由武立、杨晔撰写。同时,各章的习题、案例分析及提示性答案撰写分别由以下人员完成:第一章至第三章由杨晔、赵爽、王鹏、吕璐、刘曦腾、方芳、张学文承担;第四章至第六章由杨晔、汪若君、庄佩霞、刘安琪、高晓晖、刘伟、叶方承担;第七章至第九章由王晶、刘安琪、李哲、付丽芳、杨纲、武立、徐研、谢卓韞、郑煜昆承担。最后,全书由杨晔博士进行总纂和定稿。

杨 晔

于上海财经大学春晖园

2013 年 11 月

目 录

前 言	1
第一章 融资学导论	1
第一节 融资的基本概念	1
第二节 融资的产生与发展	5
第三节 融资学的内容与任务	8
阅读文献	11
习题	11
参考答案	12
第二章 融资学基础理论	14
第一节 早期资本结构理论	14
第二节 现代资本结构理论	17
第三节 融资需求与供给理论	28
阅读文献	31
习题及案例	32
参考答案	34
第三章 权益融资	38
第一节 内源融资	38
第二节 私募股权融资	41
第三节 股票市场融资	50
阅读文献	70
习题及案例	70
参考答案	73

第四章 负债融资	76
第一节 商业银行贷款融资	76
第二节 政策性银行贷款融资	91
第三节 债券市场融资	97
阅读文献	107
习题及案例	107
参考答案	109
第五章 租赁融资	113
第一节 租赁融资概述	113
第二节 经营性租赁和融资租赁	121
第三节 租赁融资的操作流程与风险控制	127
阅读文献	139
习题及案例	139
参考答案	142
第六章 项目融资	146
第一节 项目融资概述	146
第二节 项目融资的组织	151
第三节 项目融资的方式	161
第四节 项目融资的担保	174
阅读文献	178
习题及案例	179
参考答案	182
第七章 科技金融	186
第一节 科技企业融资	186
第二节 无形资产融资	205
第三节 科技信贷	229
阅读文献	235
习题及案例	235
参考答案	237

第八章 国际融资	241
第一节 国际股本融资.....	241
第二节 国际债务融资.....	248
第三节 特定方向融资.....	256
阅读文献.....	261
习题及案例.....	261
参考答案.....	264
第九章 融资管理	267
第一节 融资环境分析.....	267
第二节 融资决策分析.....	271
第三节 融资风险管理.....	280
阅读文献.....	286
习题及案例.....	286
参考答案.....	290
附录 各章节学习课时安排	293

第一章

融资学导论

融资是随着投资的不断扩大而产生并不断发展的。随着生产和投资规模的扩大,企业依靠自己的力量越来越难以实现整个投资,于是就产生了融资需求。本章从融资的基本概念出发,通过考察融资的定义、分类、渠道以及环境,追根溯源了融资的产生,论证了融资产生和发展的必然性。最后,探讨了融资学的研究内容及其与投资学的关系,并提供了参考性的融资学的研究方法。

第一节 融资的基本概念

融资,是指资金在不同持有者之间的融通,目的在于调剂余缺。经济个体为了满足自身的发展需求,往往需要融资。

一、融资的定义

1. 国外文献对融资的定义

《新帕尔格雷夫经济学大辞典》对融资的解释是,融资是指为支付超过现金的购货款而采取的货币交易手段或为取得资产而集资所采取的货币手段。《大不列颠百科全书》对融资的定义是,融资是为任何一种开支筹措资金或资本的过程,企业融资是应用经济学的一种形式,它利用会计、统计工具和经济理论所提供的数据资料,力图使公司或其他工商业实体的目标得以最大化。目前,融资的概念有了更大的拓展,是指存在于任何社会经济单位之间(如中央政府、地方政府、企业、家庭、个人之间)的资金和物资的流动。

2. 国内文献对融资的定义

在金融辞书《中华金融词库》中,融资的定义是“货币的借贷与资金的有偿筹集活动。具体表现为银行贷款、金融信托、融资租赁、有价证券的发行和转让等”。另外,有学者(肖翔,2011)定义,“融资就是资本的调剂与融通行为,是资金的需求者即融资主体通过某种方式,运用某种金融工具,从某些储蓄者手中获取资金的过程”。

3. 广义与狭义融资的定义

广义融资是指资金在资金所有者之间的双向互动、以余补缺的一种经济行为,它不仅包括

资金的融入,也包括资金的融出。也就是说,它不仅包括资金的筹集,还包括资金的运用。狭义融资主要指资金的融入,即通常所说的资金筹集,具体指经济体从自身的资金运用状况出发,经过科学的预测和决策,通过一定的渠道,采取一定的方式,从资金富余方融入资金,从而保证经济体正常运作的一种经济行为。

4. 本书对融资的定义

综上所述,我们认为,融资是指融资主体根据资金余缺融通的客观需要,运用一定的融资形式、手段和工具,实现资金的筹集、转化、运用、增值和回偿等融资活动的总称。融资活动所产生的经济关系,在本质上是一种货币信用关系。所以,一般意义上的无偿性征集或筹集资金的活动及其资金的收入,不属于融资范畴。在融资过程中有五个重要环节,即资金的筹集、转化、运用、增值和回偿,它们依次相连、缺一不可,构成融资活动的系统性主体环节。

二、融资的类型

1. 短期融资与长期融资

(1) 短期融资。短期融资一般是指融入资金的使用或归还期限在一年以内,它主要用于满足企业所需要的流动资金。它包括商业信用、银行短期贷款、票据贴现、应收账款融资、经营租赁等。

(2) 长期融资。长期融资一般是指融入资金的使用或归还期限在一年以上,它主要满足企业购建固定资产、开展长期投资等活动所需要的资金。它包括发行股票、发行债券、银行长期贷款、融资租赁等。

2. 直接融资与间接融资

(1) 直接融资。直接融资是指资金融通是由最终资金供应者与最终资金需求者直接协商,或通过经纪人(只收取佣金)把双方结合起来进行的融资。前一种的局限性较大,受融资的时间、地点、范围、融资双方信贷方向和资金数量的限制,主要发生在进出口贸易中的 T/T、最终借款人和最终贷款人之间的货币借贷等;后一种主要是通过证券公司发行或经销企业证券实现的。

(2) 间接融资。间接融资是指通过金融中介(银行或保险公司、投资公司等非银行金融机构等)进行的资金融通。金融中介主要通过吸收存款、保险金或信托投资金等方式从资金供给方汇集资金,同时通过发放贷款或购买原始有价证券等方式将所汇集的资金转移到资金需求方。金融中介尤其是银行,能够在很大程度上克服直接融资中产生的各种限制,使资金突破了数量、时间、期限、信贷方向等方面的局限。

3. 股权融资与债权融资

(1) 股权融资。股票是企业为筹措资金而发行的一种有价证券,它代表了持有者对企业资产享有相应的所有权。按股东承担风险的程度和享有权利的不同,股票可分为普通股与优先股。股权融资即为通过扩大股权规模从而获得更多的公司投资经营资金。

从总体上看,通过发行股票融入的资金是企业的资本金,企业与出资者之间体现的是所有权关系,不体现为企业的债务,所以股权融资能改善企业的财务结构状况,降低企业负债率,使企业财务状况好转,为企业今后负债融资提供更好的基础。但当企业采取股本扩张的方式来扩大资金规模时,会因股权融资增加企业的股份,而新老股东对企业拥有同样的决策参与权、收益分配权和净资产所有权等,因此在做出此决策前,老股东都会慎重考虑这样做对其长远发展是否有利,特别是企业股本扩张后的经营规模、利润能否同步增长。股权融资通常有私募(私下募集)和公募(公开募集)两种办法(见表 1-1)。

表 1-1

私募股权融资与公募股权融资

项 目	内 容
私募股权融资	是相对于公募股权融资而言的,指通过非公共市场的手段向特定对象引入具有战略价值的股权投资。一般来说,民营企业在募集资金的时候,都是在保持控股地位的前提下,吸收其他投资者的资金,让他们持有少部分的股权。一般的投资者不容易对某一企业的业务及经营情况有足够的了解和认识,在没有掌握控制权的情况下,投资者也不愿意轻易将资金交给他人管理。因此,一般参与此类企业私募融资的是如下投资者:控股股东的亲戚朋友、有上下业务往来的客户,以及具有专业投资分析团队的风险投资公司
公募股权融资	即公开募集股权融资,主要指公开上市融资。股份有限公司经证监会审核批准就可以公开发行股票、筹集资金并让其股权在市场上交易。目前,公开募集股权融资可以选择在国内市场进行,也可以在海外的市场,如新加坡、美国等国进行

资料来源:肖翔.企业融资学(第二版)[M].清华大学出版社,2011.

(2) 债权融资。债权融资是指企业所融入的资金是企业按约定代价和用途取得的,必须按期偿还,如企业通过银行贷款所取得的资金。

4. 一般传统融资与项目融资

(1) 一般传统融资。一般传统融资是“为项目而融资”,是以整个企业的信用来融资,将来的投资回报和偿还也是以整个企业的收益作为偿还来源,债权人对企业有完全追索权。

(2) 项目融资。项目融资是“以项目来融资”,主要是以项目自身未来的收益作为主要还款和回报来源,以项目自身的资产作为融资基础和保障,因而债权人对融资企业只有有限追索权或者无追索权。正因为如此,项目融资往往需要构建一个多方参与的复杂的担保体系以确保投资人和贷款人的利益。项目融资是 20 世纪发展起来的,现在常用于大型的资源开采项目、基础设施项目及大型制造业项目。

融资除了上述几种基本分类外,还可按照融资活动的范围是否跨越国界分为国内融资与海外融资;按融资的用途可分为固定资产的融资和流动资产的融资;按融资的对象可分为向个人、政府、银行、其他企事业单位、保险公司及其他金融机构融资;等等。

三、融资的渠道

企业融资渠道也称资金来源,是指资金从何而来。目前,我国企业融资的渠道具体如表 1-2 所示。

表 1-2

企业的融资渠道

渠 道	内 容
国家财政资金	国家财政资金是指国家以财政拨款的方式投入企业的资金。改革开放以前吸收国家投资一直是我国国有企业获得自有资本的主要来源。目前,除了企业原有的国拨固定基金和流动基金以外,还有用投产后利润偿还基建借款所形成的固定基金,以及国家财政和企业主管部门拨给企业的专用拨款。随着我国市场经济的进一步发展,尽管国家财政资金在企业自有资金中的比例越来越小,但对于基础性产业、公益性产业等而言,国家财政资金仍然是企业筹集资金的一个十分重要的渠道
银行信贷资金	目前,主要有两类银行提供贷款:一类是商业银行,包括中国工商银行、中国农业银行、中国建设银行、中国银行等国有控股银行,以及为数众多的全国性及地方性的商业银行,如交通银行、华夏银行、中国民生银行等,它们根据一定的原则为各类企业提供短期和长期贷款;另一类是政策性银行,如国家开发银行、中国进出口银行等,它们为特定企业提供政策性贷款

续表

渠 道	内 容
非银行金融机构资金	非银行金融机构包括信托投资公司、租赁公司、保险公司、证券公司、企业集团的财务公司等,它们有的承销证券,有的融资、融物,有的为了特定目的而积聚资金。这些机构通过一定的途径或方式为一些企业直接提供部分资金或为企业融资提供服务。这种融资渠道的财力比银行小,但资金供应比较灵活方便,发展前景十分广阔
企业自留资金	又称企业内部积累,主要是指企业利用留用利润转化为经营资本,主要包括提取公积金和未分配利润。另外,企业计提折旧费形成的折旧基金、经常性延期支付款项也是企业的一项资金来源。企业在生产经营过程中,由于资本运动的规律性和市场情况的变化,往往会有部分暂时闲置甚至长期闲置的资本,如固定资产重置前已提折旧基金、未动用的企业留存收益等,都可以在企业之间进行有偿调剂。调剂形式多种多样,可以入股、发行债券、拆借及各种商业信用。市场经济越发达,这种融资渠道也越畅通,并具有强大的生命力
居民闲置资金	过去,居民的闲置资金大多通过银行再流入资本需求者手中。现在,由于社会公众承担风险的能力有所提高,加上存款利率不断下调,社会公众也开始选择投资方式,股票、债券、基金这些直接融资方式逐步为社会公众所接受。把社会上的闲置消费资金集中起来,用于企业的生产经营,也是企业融资越来越重要的一个方面
境外资金	从资金来源上,境外资金可分为外国政府贷款、国际金融组织贷款及境外民间资本。目前,我国已批准中外合资经营企业、中外合作经营企业和外商独资企业几十万家,每年利用外商直接投资金额上千亿美元。另外,可通过补偿贸易、出口信贷、国际资本信贷、项目融资等方式引进境外民间资金

资料来源:肖翔.企业融资学(第二版)[M].清华大学出版社,2011.

同一渠道的资金来源可以利用不同的融资方式来获得,同一融资方式又可适用于不同的融资渠道。如居民储蓄是资金来源,但可以通过发行股票、发行债券等不同融资方式取得;利用发行债券融资方式则可以通过个人储蓄、企业储蓄资金及外资等渠道实现。

四、融资的环境

1. 政治环境

政治环境包括政治制度、政治稳定性、政策连续性,以及突发事件的可能性。

(1)政治制度。政治制度是指有关政体的制度,即居于统治地位的一定社会阶级采取何种形式组织政权。对一国政治制度进行考察,要注意的方面有:该国包括哪些政治利益团体,各团体之间的利益关系如何,国家政权中各政治团体的力量如何,政权是如何实现的,政府的政治方向如何等。不同的政治制度下,会有不同的经济政策、措施,政治导向直接制约了经济的发展。各国的政治背景、历史发展、现实条件都是不同的,因此最终形成的民主化程度也会不同。一般来说,在较为民主的情况下,政府的政策等各个方面的透明度都会高一些,对融资的态度也会比较开放;而在欠民主的情况下,政府的决策透明度相对较低,对外资的态度也比较难把握。

(2)政治稳定性。政治稳定性是指一国政权的持续性,有无可能被推翻或被颠覆。政治稳定性受多种因素的影响:政治制度是否稳定,社会的经济发展状况如何,不同利益的政治团体之间的力量是否达到相互制衡状态,来自国外的对国内政治的冲击如何,等等。一旦政治的稳定性得不到保证,融资活动就如同纸上谈兵,随时都有可能变成泡沫。

(3)政策连续性。政策连续性是指一国的政策在受到经济冲击或政权更迭等变化时,保持不变的可能性。一般地,政治的稳定性与政权相联系,政权稳定或者主导政府的不同政权利益

稳定,都能有一个好的政策连续性。因为融资活动时间有长有短,只有连续的政策才能保证融资活动不会受到相关影响。

(4)突发事件的可能性。突发事件的可能性是指一些未曾事先预料到的对社会正常运行造成重大影响的事件,如战争、天灾等。突发事件的发生会导致一国经济或社会无法正常运转,进而对融资产生意外的风险。在融资活动中,一定要尽可能地对突发事件的可能性做出准确的估计,这样才能保证融资的安全。

2. 经济环境

经济环境是指影响融资活动的经济相关方面的因素。主要包括经济状况、经济政策、经济制度和市场体系完善程度以及经济体制和市场体制。经济环境是融资活动最重要也是最直接的部分。

(1)经济状况。经济状况泛指囊括一国经济发展水平、发展速度和经济稳定情况的所有信息。

(2)经济政策。任何一个国家在对外和对内管理时都会从国家总体的角度对经济做出各种政策措施规定,以保证经济的稳定和发展。所包含的相关政策有外资政策、产业政策、税收政策、外汇政策、贸易政策等。

(3)经济制度和市场体系完善程度。融资活动是在一定的市场发育程度下进行的,特别是在国际融资市场上存在着经济发展程度不同的国家。不同国家是否是成熟的资本市场、融资活动是在怎样的经济制度下运行,会对融资活动造成比较大的影响。只有对相关的市场及其健全程度进行充分的了解,才能对融资资源的把握和相关利益拿捏得当,保证融资活动的顺利进行。

3. 文化环境

从全球范围来看,每一个国家都有自己特殊的文化、历史、社会背景。不同文化背景下,个体成员的消费情况和投融资情况、企业的运作流程等都会存在差异。相关的文化因素主要包括语言、宗教、教育水平、社会心理和社会习惯、国民素质、家庭情况等。

第二节 融资的产生与发展

融资是随着投资的不断扩大而产生并不断发展的。随着再生产规模的扩大,企业依靠自己的力量越来越难以实现整个投资,于是就产生了融资需求,即融资主体根据资金余缺的客观需要,运用一定的形式、手段和工具,实现资金的筹措、转化、运用、增值和回偿等活动。融资的产生和发展有其必然性。

一、融资的产生

融资的产生是社会分工和科技发展的必然结果。

(1)在一定时期内,经济主体的资金收支情况必然有三:一是收入大于支出,即资金盈余;二是收入等于支出,即资金收支平衡;三是收入小于支出,即资金短缺。余者难有其用,缺者难有其补,只有通过融资调剂余缺,才能使盈余资金得到充分利用、短缺资金得到有效补偿,使资金这项社会性资源得到优化配置和合理利用。

(2)现代社会中,独立的经济主体普遍存在(某种意义上,国家或政府也是一个经济主体),获得经济利益是任何经济主体进行经济活动的根本目的。因此,经济主体具有让渡暂时闲置

资金的使用权或者获取资金使用权的内在动力,双方各得其利,从而引发融资活动。

(3)融资工具的出现和发展以及市场机制和市场环境的不断完善,为融资活动的高效运作提供了客观条件和保障。这使融资活动在资金供需双方之间,甚至在不同国家和地区之间成为必然。

(4)随着生产力和科学技术的不断发展与进步,专业化分工协作越来越密切,资本、人才等生产要素的流动主要通过融资活动来实现。融资是社会生产分工和科学技术发展的必然结果,同时又为社会生产分工和科学技术的发展提供必要的资金条件。

二、融资的发展

融资的发展呈现多样化和国际化。

融资自产生以来取得了长足发展,尤其在近代,可谓一日千里,呈现多样化和国际化趋势,这主要表现在三方面(见表 1-3)。

表 1-3

融资发展多样化

项 目	内 容
融资的手段多样化	融资产生的初期仅有内源融资和股权融资,后来产生了债券融资。如今,除了上述融资方式之外,还有银行融资、应收账款融资、存货融资、无形资产融资等。新型金融工具的出现,如企业票据、金融租赁、银行投资入股、可转换债券、特许经营、资产证券化、存托凭证、备兑认股证、远期、期货、期权、互换等,也大大丰富了融资的手段
融资的地域空前扩大	如今,融资已经突破部门、区域和国家的限制,走上资金来源多元化和国际化的道路,开办合资公司、发行国际证券、允许外国投资者购买本国国债等融资方式的出现都是这一发展趋势的证明
融资的主体多样化	融资主体不仅有个个人,企业、政府、项目机构(包括各种金融和非金融机构)也成为融资的主体,大大促进了投融资的发展

资料来源:杨大楷,投融资学(第二版)[M],上海财经大学出版社,2008。

总之,投融资是随着社会生产力和生产关系的发展而产生并不断发展的。商品经济的产生和生产规模的扩大产生了投资的需求,而随着投资的增加,单靠个体的资金已难以满足资金需求,于是就产生了融资。融资使原本靠长期积累才能完成的大型项目在短时间内即可完成,有力地促进了投资的发展,而投资的发展又产生新的更大的融资需求。

三、不同时期的融资方式演变

为了实现资源的优势互补,使融资达到互惠互利的目的,人们总是不断创造出新的融资手段,从而使融资方式发展演变具有一定的规律性。融资方式发展演变的规律性可以从社会发展的不同阶段来分析。

按照马克思的历史唯物主义原理,人类社会分为五大社会形态:原始社会、奴隶社会、封建社会、资本主义社会和共产主义社会。前三大社会形态都是建立在传统的自给自足的农业经济基础之上的,后两大社会形态是建立在以机器化生产为主要特征的工业经济基础之上的。

1. 传统农业经济时期的融资方式

在传统的自给自足式农业经济时期,生产组织形式以家庭和手工业作坊为主,不存在现代意义上的企业。手工业作坊的资本有机构成较低,其生产的扩大主要靠增加劳动力,对资本的