

# 我国信用制度变迁中的 企业融资方式选择

陈春霞 著

经济管理出版社

**图书在版编目 (CIP) 数据**

我国信用制度变迁中的企业融资方式选择 / 陈春霞著 .—北京: 经济管理出版社, 2005

ISBN 7-80207-219-0

I. 我... II. 陈... III. 企业—融资—研究—中国  
IV. F279.23

中国版本图书馆 CIP 数据核字(2005)第 007196 号

出版发行: **经济管理出版社**

北京市海淀区北蜂窝8号中雅大厦11层

电话: (010)51915602 邮编: 100038

印刷: 北京晨旭印刷厂

经销: 新华书店

责任编辑: 刘 璐

技术编辑: 杨 玲

责任校对: 静 洁

787mm×1092mm/16

11.75 印张 201 千字

2004 年 12 月第 1 版

2004 年 12 月第 1 次印刷

印数: 1—6000 册

定价: 25.00 元

书号: ISBN 7-80207-219-0/F·208

**·版权所有 翻印必究·**

凡购本社图书, 如有印装错误, 由本社读者服务部  
负责调换。联系地址: 北京阜外月坛北小街2号

电话: (010) 68022974

邮编: 100836

# 目 录

0. 导论 .....	1
0.1 选题思路与选题意义 .....	1
0.2 国内外研究现状 .....	3
0.3 研究方法与基本框架 .....	7
1. 企业融资理论分析 .....	9
1.1 企业融资的实质 .....	9
1.2 企业融资基础理论：马克思融资理论 .....	18
1.3 西方企业融资理论的发展 .....	23
2. 企业融资的信用制度条件评价 .....	42
2.1 信用、信用制度的内涵 .....	42
2.2 信用形式：企业融资的媒体 .....	48
2.3 金融市场：企业融资的场所 .....	58
2.4 信用工具：企业融资的载体 .....	61
2.5 金融机构：企业融资的介体 .....	64
3. 我国信用制度变迁与企业融资方式发展 .....	69
3.1 我国信用制度变迁的路径分析 .....	69
3.2 信用制度对企业融资方式发展的支持与约束 .....	80
4. 企业融资方式选择的成本与风险分析 .....	97
4.1 企业融资目标 .....	97
4.2 不同融资方式的成本、风险比较 .....	99
4.3 成本、风险比较中的融资方式选择 .....	114

5. 企业融资方式选择的效应分析 .....	118
5.1 企业融资方式选择的宏观效应分析 .....	118
5.2 企业融资方式选择的微观效应分析 .....	138
6. 改善企业融资方式选择的信用制度建设 .....	153
6.1 构建企业信用制度, 提升企业融资能力 .....	153
6.2 深化商业银行改革, 重塑银企关系 .....	155
6.3 发展和完善金融市场, 健全金融市场体系 .....	160
6.4 设计和开发信用工具, 丰富信用工具品种 .....	170
参考文献 .....	174
后记 .....	183

# 0. 导 论

## 0.1 这题思路与这题意义

货币资金，从宏观角度看，是一个国家国民经济运行的血液，是推动经济增长和经济发展的主导性因素，美国经济学家罗森斯坦—罗丹在大推进理论中就强调了足够规模的资金量对经济增长的推动作用。从微观角度看，货币资金是企业经济活动的基本条件。任何企业在投资之前，在开展生产经营活动时，都需要融资，企业融资的实质是对资金这种稀缺资源的配置。由于金融是现代经济的核心，资源配置是以货币资金的运动及资金资源的配置为先导的，当经济运行中存在闲置资源时，可以通过资金的横向融通加以解决，以此促进闲置资源的利用，而信用媒介调剂着资金的横向融通。宏观经济中的盈余部门和亏绌部门各有不同的经济利益，将盈余部门的储蓄转化为亏绌部门的投资，必须采用信用形式调剂货币资金余缺，因此，信用是资源配置的媒介，是企业融资的基础。

信用制度是实现资源合理配置，完成企业融资活动的保证。信用关系制度提供了储蓄转化为投资的渠道，使得资金能以不同形式进行配置，满足不同层次的需要；金融市场制度提供了资金资源配置的流动性条件；信用组织制度将社会上分散的闲置资金集中起来，再以信用方式运用出去，将储蓄转化为投资，直接扩大社会再生产资本总额；信用工具制度提供了储蓄转化为投资的实现载体。信用制度对企业融资的影响是全面而深刻的，信用制度变迁决定和影响企业融资方式的选择。在传统计划经济体制下，我国企业并不是独立的法人实体，企业没有融资自主权，加上信用制度不完善，信用渠道单一，信用工具简单，金融市场封闭，企业获得资金的来源渠道非常窄，企业不可能自主选择融资方式，也没有选择融资方式的外部环境。随着社会主义市场经济体制和现代企业制度的建立，随着信用制度的发展，企业作为自主经营、自负盈亏的法人实体，获得资金的来源渠道也在拓宽。对企业而言，如何通过不同渠道融资，满足企业基本经济活动的资金需求，是十分重要的现实问题，对企业融资问题的研究也具有一定的现实意义。

从我国信用制度变迁路径可以清楚地看到企业融资方式发展的轨迹，信用制度的变迁，支持了企业融资方式的发展，信用制度供给不足，信用制度发展的不均衡，也给企业融资方式选择带来了一定的制约。在信用制度变迁中，我国企业融资方式选择呈现出一些明显特征。比如，内源融资比例较低；外源融资中，银行信用融资仍占主导地位；证券信用融资发展很快，但证券信用融资比较低，而且发展不均衡；商业信用融资逐渐增加，但商业信用功能低效运行；国家信用融资只偏向国有企业；国际信用融资正成为企业融资的重要方式；租赁信用融资发展缓慢等。使得我国企业融资方式选择形成了以银行信用融资为主的间接融资占主导地位，以证券信用融资为主的直接融资发展不够的格局。如何改善企业融资方式选择，就应该从根源上去寻求答案，这也是本书选题的意图所在。

企业融资是一个动态的过程，企业融资方式的不同选择会形成不同的融资模式，产生不同的效应。就既有的西方国家融资模式看，由于各国的政治、经济、文化、信用、金融背景不一样，形成了三种比较典型的模式：美国证券融资模式、日本主银行融资模式和德国全能银行融资模式。现实中，我国企业因融资而导致许多问题，如企业负债率偏高。从1993~2000年，国有企业负债率一直维系在60%~70%的较高状态，流动资产负债率也在80%以上。企业负债结构不合理。长期以来，银行贷款一直是企业融资的主渠道，从1992~2001年间，除了1999年和2000年，银行惜贷，减少了向企业发放贷款，其余年份银行信用融资在企业融资总额中都占到72%以上，接近80%的比例。企业十分依赖于从银行借入资金，尤其是一大批效益低下的企业借入资金，没有很好地运用，难以形成还款能力，导致银行进入20世纪90年代以后，产生大量不良贷款，1999年我国国有商业银行不良资产比率高达32.1%，2003年也还在10%~20%左右，巨额的不良资产威胁着商业银行的经营安全，成为银行危机的潜在隐患。我国的社会制度、经济体制、经济运行机制、所有制结构、市场发育程度、信用制度发展状况等方面都有自己的特色，如何借鉴经验，如何通过合理选择企业融资方式来优化资源配置，调整银企关系，化解银行潜在危机，以及优化企业资本结构和完善企业治理结构，就非常值得关注和研究。

本书研究的意义在于：理论上，尝试一种研究企业融资的新视角，国外企业融资研究已形成了一套基本的理论，国内企业融资研究正日趋成熟，信用问题研究也逐渐增多，但这些研究中，并没有系统地将企业融资与信用制度联系起来。本书揭示了企业融资实质是在信用基础上进行的资源配置，信用制度为企业融资提供了保证，从而建立了一个将企业融资方式选择置于信用制度变迁

中的新的理论分析体系,这有利于企业融资研究领域的拓宽和丰富企业融资理论。书中所做的成本、风险比较中的企业融资方式选择,企业融资方式选择与银企关系,企业融资方式选择与资本结构优化、治理结构调整等分析,以及加强信用制度建设,改善企业融资方式选择的对策,又能对实践提供理论指导作用,具有一定的现实意义。

## 0.2 国内外研究现状

企业融资问题作为微观经济学主要研究对象之一,并不是崭新的课题,但它进入主流经济学的视野却是20世纪50年代以后的事情(吴家骏,1999年),<sup>①</sup>之后对企业融资问题的研究迅速发展,逐步形成比较成熟的企业融资理论。1952年,美国经济学家大卫·杜兰特在系统总结传统融资理论基础上,采用折中的方法,把传统融资理论分为净收益理论、营业净收益理论和传统理论三种类型。着重探讨了企业负债对企业资本成本的影响,对企业总价值的影响,以及由此而产生的对企业最佳资本结构的影响。

1958年6月,《美国经济评论》第48卷发表了由莫迪利安尼和米勒联合署名的“资本成本、企业理财和投资理论”论文,文中提出了经典的“MM定理”,深入探讨了企业资本结构和企业市场价值之间的关系。之后,许多经济学家注意到融资中的权衡问题,“70年代中期学术界所形成的(关于资本结构理论)一般(尽管不是完全一致)观点,这一观点认为企业最优资本结构就是在负债的税收利益与破产成本现值之间进行权衡。”<sup>②</sup>

20世纪70年代后期,以信息不对称理论为中心的融资理论登上学术舞台,出现了詹森和麦克林的代理成本说,罗思、利兰和派尔的信号—激励模型,梅耶斯的新优序融资理论,史密斯、戈斯曼和哈特的财务契约等理论,分析了“不对称信息”在资本结构决定中的主导作用。日本著名经济学家青木昌彦,在《日本的主银行体制》、《政府在东亚经济中的作用》和《比较制度分析》等著作中,从不同角度阐述了日本融资模式的特点和经济绩效。企业融资理论还在发展,美国麻省理工学院教授梅耶斯曾说:“(经过这么多年)我们对资本结构理论问题所知甚少。”<sup>③</sup>国外融资理论研究主要集中在:一是将企业

① 转自佟光霁:《中国中小企业融资问题研究》,黑龙江人民出版社,2001年,第6页。

② 转自沈艺峰:《资本结构理论史》,经济科学出版社,1999年,第131页。

③ 梅耶斯:《资本结构之谜》,《财务学刊》,1984年,第39卷,第3期。

负债与企业市场价值相联系；二是注重税收、破产等“外部因素”的影响，将企业融资行为与企业市场价值、企业资本结构联系起来；三是侧重于从企业“内部因素”来分析融资方式对资本结构的影响。

国内学术界对融资问题的研究，在改革开放前及改革开放初期都只是就其中的某一个问题的研究，比较零散，系统研究融资问题约在 20 世纪 90 年代。刘彪博士在《企业融资机制分析》中，循着体制转换与企业融资机制变革的思路，将企业融资机制与经济体制紧密地联系在一起，提出传统的计划经济体制构成财政拨款型融资机制的体制基础；转轨时期，银行贷款型融资机制开始实际运行并发挥作用；随着市场经济体制的建立和完善，市场调节型融资机制将居于主导地位。企业融资机制的变化集中反映在资金约束形式的变化上。与经济体制转换对应地呈现资金无约束到资金软约束到资金硬约束的演进。<sup>①</sup> 徐宝林博士在《中国融资制度的变迁与市场型融资模式的构建》中，研究了我国融资制度产生、发展及其变革的制度背景和经济绩效，分析了过渡经济体制下融资制度的非均衡，并对我国市场型融资模式的构建进行了研究。<sup>②</sup> 陈享光博士在《融资均衡论》中，把融资过程作为一个经济过程来考察，把储蓄、投资和融资机制作为一个互相联系、互相制约的有机整体来考察，从资金需求、资金供给、融资机制和资金供求均衡四个方面深入研究了融资过程。<sup>③</sup> 方晓霞博士在《中国企业融资：制度变迁与行为分析》中，重点研究我国工业企业资金供给的制度变迁，国有企业融资行为，企业融资行为的规范。<sup>④</sup> 张昌彩博士在《中国融资方式研究》中，主要引入资金流量分析方法，从资金来源渠道的角度，将全社会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种融资方式，并界定其各自内涵和性质，并从市场角度研究我国融资方式选择。<sup>⑤</sup> 卢福财博士在《企业融资效率分析》中，在分析不同时期我国企业融资模式演变过程及规律的基础上，创立了一个全面分析企业融资对经济各方面的作用和影响的“企业融资效率”体系。<sup>⑥</sup> 刘红梅、王克强博士在《中国企业融资市场研究》中，主要从企业、银行、证券市场和政府四个角度，对企业直接和间接融资市场中存在的问题进行细致剖析，并从企业产权制度和治理结

① 刘彪：《企业融资机制分析》，中国人民大学出版社，1995年，第13页。

② 徐宝林：《中国融资制度的变迁与市场型融资模式的构建》，博士论文打印稿，1997年。

③ 陈享光：《融资均衡论》，中国金融出版社，1997年。

④ 方晓霞：《中国企业融资：制度变迁与行为分析》，北京大学出版社，1999年。

⑤ 张昌彩：《中国融资方式研究》，中国财政经济出版社，1999年。

⑥ 卢福财：《企业融资效率分析》，经济管理出版社，2001年。

构、银行产权制度和经营体制等方面寻求产生问题的根源，提出相应的政策建议。<sup>①</sup>王宁博士在《企业融资研究》中，从现代企业的融资理论入手，对企业筹资方式、筹资成本、资本结构进行了理论探索，通过实证分析，提出企业融资策略和融资管理对策。<sup>②</sup>万解秋先生在《企业融资结构研究》中，重点对我国国有企业融资结构问题进行剖析和思考，论证了企业融资结构对金融体系的重大影响，以及金融体系的重构等问题。<sup>③</sup>张宗新博士在《中国融资制度创新研究》中，主要研究了中国融资制度变迁，中国融资制度现状对经济持续发展的制约，融资制度创新对经济发展的效应，以及中国融资制度创新的模式选择。<sup>④</sup>刘淑莲博士在《企业融资方式、结构与机制》中，研究了企业融资方式与结构配置的一般理论与过程，不同国家、不同经济体制下的融资导向与治理结构；中国融资机制的变迁与发展，并提出产权制度创新与融资结构调整的思路和对策。<sup>⑤</sup>

国内企业融资研究主要集中在：一是企业融资方式、融资结构、融资行为的研究；二是企业融资机制、融资效率的研究；三是企业融资市场的研究；四是与微观企业融资相对应的宏观融资研究。这些研究或站在企业角度，或站在国民经济角度从多方面对企业融资进行了有价值的探讨，但是从信用制度变迁的视角研究企业融资问题的确实不多见。曾康霖教授的《信用论》比较权威，也是较早系统地阐述了马克思的信用理论、西方信用理论，信用概念，信用与经济、金融的关系，各种具体的信用关系，各种信用关系下的融资。<sup>⑥</sup>但是，《信用论》从金融视角研究信用，只是静态的一般性阐述，没有具体研究我国企业融资，也没有将企业融资方式发展与信用制度变迁联系起来。近年来，对信用问题的研究逐渐增多，其中多数散见于各种报刊文章之中。骆玉鼎博士在《信用经济中的金融控制》中，着重考察了信用和信用经济的演进过程，信用经济中的金融部门，信用经济中的宏观金融调控与微观金融调控。<sup>⑦</sup>吴晶妹博士在《现代信用学》中，以信用与信用活动为研究对象，系统探讨和总结了现代信用活动的一般规律，现代信用活动与经济增长之间的关系，总结了现代社

① 刘红梅、王克强：《中国企业融资市场研究》，中国物价出版社，2002年。

② 王宁：《企业融资研究》，东北财经大学出版社，2002年。

③ 万解秋：《企业融资结构研究》，复旦大学出版社，2001年。

④ 张宗新：《中国融资制度创新研究》，博士论文打印稿，2002年。

⑤ 刘淑莲：《企业融资方式、结构与机制》，中国财政经济出版社，2002年。

⑥ 曾康霖、王长庚：《信用论》，中国金融出版社，1993年。

⑦ 骆玉鼎：《信用经济中的金融控制》，上海财经大学出版社，2000年。

会、国内外信用活动发展的经验与教训。并在此基础上研究怎样进行信用管理,如何建立和完善信用管理体系。<sup>①</sup>孙智英博士在《信用问题的经济学分析》中,则从经济学角度对信用的本质含义、结构特征及价值意义进行了较为系统和深入的研究,确立了市场经济背景下研究信用及其相关问题的指导思想。<sup>②</sup>这些研究无不站在宏观角度去探讨信用与信用经济、信用与经济发展,信用与金融调控,并没有系统地将企业融资纳入信用分析之中。

本书拟从企业融资的基础出发,也就是从信用视角将企业融资方式研究纳入信用制度变迁中,建立一个以企业融资理论为依据,在分析企业融资的信用制度条件基础上,探讨我国信用制度变迁与企业融资方式发展的内在联系,以及企业融资方式选择绩效的框架体系,并且该书在研究中力求有以下几个方面的特色:

第一,研究角度的独特。不同于以往的企业融资问题和信用问题研究,本书试图把企业融资与信用制度联系起来,将企业融资方式选择置于信用制度变迁的过程之中,基于信用制度变迁研究企业融资方式选择,找到了研究问题的最根本出发点,突破了既有的理论分析框架。

第二,把企业融资方式发展与信用制度变迁紧紧联系在一起,利用制度经济学分析方法探析了企业融资方式选择与信用制度变迁的内在联系。企业融资方式选择不是孤立的、静止的,而是动态的、受制于信用制度供给。随着构成信用制度主要内容的信用形式、金融市场、信用工具和金融机构的变迁,企业融资方式在发展。信用制度供给的增加,使企业融资方式选择空间不断拓宽。

第三,深入分析了企业融资的实质,明确企业融资实质是在信用基础上进行的资金资源配置。信用是在信任基础上,以协议或契约为保障的跨期的经济交易行为。信用在资金这种特殊资源配置过程中起着主导作用,表现为:一是引导和加速资本积累;二是引导资源配置,提高配置效率。企业在经济运行中,往往是最大的资金亏绌部门和投资者,要将盈余部门的储蓄转化为亏绌部门的投资,满足企业融资需求,就必须借助于信用来实现。

第四,指出企业选择不同的融资方式会产生不同的效应。企业融资是基于信用的资源配置过程,企业融资方式选择构成了资源配置的重要环节。宏观上对经济发展具有重要推动作用,对资源配置效果有重要影响,对银企关系构建有重要意义;微观上又能优化企业资本结构和改善企业治理结构。

① 吴晶妹:《现代信用学》,中国金融出版社,2002年。

② 孙智英:《信用问题的经济学分析》,中国城市出版社,2002年。

第五，循着企业融资方式选择与信用制度变迁有着密切联系这一思路，提出通过加强信用制度建设，来改善企业融资方式选择。所提对策从实际出发，切合时代发展要求，具有一定的可操作性。

### 0.3 研究方法 with 基本框架

本书将货币金融理论、信用理论、制度经济学、企业理财学、管理学、企业治理结构理论等结合起来，从信用制度变迁与企业融资内在联系的角度，深入分析企业融资方式选择，研究时运用的主要方法有以下几种：

第一，实证分析与规范分析相结合。实证分析与规范分析是经济理论研究中常用的基本方法，实证分析是关于事实的研究，规范分析是关于价值判断的研究，在实际运用中，实证分析与规范分析往往是联系在一起的，两者的结合，既可以说明是什么的问题，又说明为什么是和应该怎样的问题。本书在研究信用制度变迁中的企业融资方式选择时，把实证分析与规范分析结合起来，既注重对有关经济现象的实证分析，又力求将规范分析建立在具体、真实的实证分析基础上。

第二，历史分析与逻辑归纳相结合。“以史为鉴，可以知兴衰”，历史分析也是经济理论研究的重要方法。本书在研究中，对我国信用制度变迁，信用制度变迁与企业融资方式选择的内在联系，企业选择不同融资方式的效应，试图从历史发展和逻辑推断的角度进行考察，以期求索疏通储蓄—投资转化渠道，改善企业融资选择，提高企业融资效应的途径。

第三，定性分析与定量分析相结合。经济研究中定性分析与定量分析相结合是经济学发展的必然要求，大量经济问题的论证说明都是建立在充分数据化的基础之上。本书在研究中收集了相关数据资料，并进行加工和处理，编制成许多图表，做了大量的定量分析，将定量分析与定性分析有机结合，以使论证更加充分，结论更为客观。

第四，比较分析法。比较分析法也是经济研究的常用方法，通过比较分析来发现问题和分析问题。本书的研究分别从纵向和横向的角度进行了比较和分析：纵向上对信用制度变迁过程中不同阶段的企业融资方式进行了比较，以揭示企业融资方式的发展趋势；横向上对美国、日本、德国的融资模式形成，以及相应的企业资本结构、企业治理结构进行了比较，等等，以得出可资借鉴的经验。

第五，博弈论分析法。博弈论分析法自 1944 年数学家冯·诺依曼和经济学

家摩根斯坦在《博弈论和经济行为》一书中首次把博弈论应用于经济学，取得成功，并在纳什、泽尔腾和海萨尼等一批数学家和经济学家的努力下逐渐发展起来，成为近年来在理论经济学中发展迅速且应用广泛的一种经济学基本分析工具。该书在研究中，用博弈论的具体方法从一定视角对我国信用制度变迁进行了分析。

该书除导论外，共分为6章。

导论介绍该书的选题思路与选题意义，国内外研究现状，研究方法与基本框架。

第一章，企业融资理论分析。首先，从界定融资概念入手，分析了企业融资的实质。接着分析了企业融资基础理论——马克思融资理论。其次，介绍了西方企业融资理论的发展，即从传统企业融资理论到现代企业融资理论。最后，到新企业融资理论。

第二章，企业融资的信用制度条件评价。首先对信用、信用制度的内涵进行了分析，然后对企业融资的媒体——信用形式，企业融资的场所——金融市场，企业融资的载体——信用工具，企业融资的中介——金融机构等，对这些信用制度条件逐一进行了分析评价。

第三章，我国信用制度变迁与企业融资方式发展。首先，该书分析了我国信用制度变迁的路径、特征，并用博弈分析法分析信用制度变迁。其次，探讨了信用制度对企业融资方式发展的支持与约束。

第四章，企业融资方式选择的成本与风险分析。在明确了企业融资目标后，对融资成本进行了确认，并对融资成本做了定量分析。然后，分析了企业融资风险及风险的测度。最后，从成本、风险比较中分析融资方式选择，包括不同信用关系下融资方式的选择，以及市场融资和中介融资的选择。

第五章，企业融资方式选择的效应分析。企业选择不同的融资方式会产生不同的效应。宏观效应分析了企业融资方式选择与经济增长，企业融资方式选择与资源配置，企业融资方式选择与银企关系。微观效应分析了企业融资方式选择与资本结构优化，企业融资方式选择与治理结构调整。

第六章，改善企业融资方式选择的信用制度建设。本章从四个方面研究加强信用制度建设，以改善企业融资方式选择。即：构建企业信用制度，提升企业融资能力；深化商业银行改革，重塑银企关系；发展和完善金融市场，健全金融市场体系；设计和开发信用工具，丰富信用工具品种。

# 1. 企业融资理论分析

## 1.1 企业融资的实质

### 1.1.1 有关融资概念的界定

#### (1) 融资

融资，从字面上可以简单地理解为资金融通。对融资具体内涵的理解，在学术界存在着不同的观点，比较有代表性的有两大类：一类是没有强调以信用为基础的融资概念；另一类是强调了以信用为基础的融资概念。

第一类观点中，一是《新帕尔格雷夫经济学大辞典》将融资定义为：“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。”<sup>①</sup>这一定义将融资局限于发生在企业或个人之间的微观融资，忽略了宏观融资。二是将融资定义为储蓄向投资的转化。<sup>②</sup>美国经济学家格利和肖在他们共著的《金融理论中的货币》中借鉴莫里斯·科普兰等人在分部门流动账户方面的研究成果，把整个经济部门划分为盈余部门（收入大于支出）、平衡部门（收入等于支出）和亏绌部门（收入小于支出）。一般而言，盈余部门是储蓄者，亏绌部门是投资者，亏绌部门从盈余部门获得资金，也就是储蓄向投资的转化，便是融资。这一定义概括了在不同的经济部门中，有些部门投资所需资金超过自身储蓄存量的供给，出现资金不足，需要筹措资金满足生产顺利进行的需要；有些部门的自身储蓄存量则超过长期投资所需资金，出现盈余资金，希望为盈余资金找到增值途径。不同经济部门需要调剂资金余缺。但是，这一定义没有分析不同经济部门调剂资金余缺的基础是什么。三是认为融资就是资金融通，资金融通有广义和狭义之分。<sup>③</sup>广义的融资是资金持有者之间的流动，以余补缺的一种经济行为，它是资金的双向互动过程，不仅包括资金的流入，而且包括资金的融出，即不仅包括资金的来源，还包括资金的运

① 约翰·伊特韦尔等：《新帕尔格雷夫经济学大辞典》，第二卷，经济科学出版社，1992年，第360页。

② 约翰·G. 格利、爱德华·S. 肖：《金融理论中的货币》，上海三联书店、上海人民出版社，1994年。

③ 方晓霞：《中国企业融资：制度变迁与行为分析》，北京大学出版社，1999年，第8页。

用。狭义的融资主要指资金的流入，既包括不同资金持有者之间的资金融通，也包括某一经济主体通过一定的方式在自身体内进行资金融通。即包括外源融资与内源融资两部分。广义的融资侧重研究资金的双向互动，狭义的融资侧重研究资金的流入，概念也没有体现出融资过程中信用的媒介性。

第二类观点中，一是认为“融资是通过信用交换形式吸收、集中资金和分配、使用资金的经济活动，是资金市场的主要内容”。<sup>①</sup> 这一定义强调了资金集中与使用过程，突出了融资的信用基础。二是认为“融资是以信用方式调剂资金余缺的一种经济活动”。<sup>②</sup> 这一定义在重点研究融资作为调剂资金余缺的经济活动时，明确了信用在融资中的基础地位。

我对融资的理解，倾向于第二类观点，也就是强调融资要以信用为基础，融资概念的表述，要突出信用的基础性。出于该书研究的需要，我将融资理解为：融资是指一定时期内，不同经济主体以信用方式通过信用工具在金融市场上进行资金余缺调剂的经济活动。广义的融资是资金双向互动过程，包括以信用方式进行的资金融入和以信用方式进行的资金融出；狭义的融资是以信用方式进行的资金融入。

## (2) 企业融资

①企业融资，有广义和狭义之分。广义的企业融资，包括以信用方式进行的资金融出和资金融入。作为经济基本单位的企业，是相对独立的经济实体，企业利益的实现是通过资金流动和实物流动来实现的。在企业资金流动过程中，由于种种原因会游离出一部分暂时闲置的货币资金，企业需要将闲置的货币资金融出，以提高资金使用效率。另一方面，在企业生产经营活动中，由于种种原因会导致企业资金不足，需要融入资金，以满足企业生产经营的需要。狭义的企业融资，就是以信用方式进行的资金融入。在本书中，企业融资是指狭义的企业融资，因此，可以将企业融资定义为：企业作为融资主体从自身生产经营现状及资金运用情况出发，根据企业未来经营与发展的需要，在信用基础上，通过一定方式筹集企业生产经营所需资金的经济活动。企业融资往往具有一些基本的性质。

②信用性。企业融资是企业以一定方式筹集生产经营所需资金，获得资金的使用权。资金盈余部门或拥有闲置资金者在向企业让渡资金使用权时，要考察企业的信用状况，只有具备一定资信条件的企业才可能通过一定方式获得资

① 马洪：《什么是社会主义市场经济》，中国发展出版社，1993年，第84页。

② 朱毅峰：《资金融通论》，中国人民大学出版社，1993年，第1页。

金使用权，任何方式的融资都是在相应信用关系下进行的。企业的品质、经营能力、资本实力、抵押品质量、经营环境、经营持续性等是企业信用状况的综合表现，企业的资信直接影响企业的融资能力。强调企业融资的信用性是本书的重要出发点。

③风险性。风险性是企业融资活动中因不确定性因素影响而遭受损失的可能性。由于经济运行过程中，存在着许多不确定性，使得企业融资面临着一定的风险。企业融资的风险主要有两类：一类是系统性风险，主要包括利率风险、汇率风险和市场风险。利率风险是由于利率的波动，对企业融资带来的不利影响。当利率上升时，会增加企业借入资金成本；如果企业以发行股票筹资则可能因利率上升而面临不能按计划筹资的困境。汇率风险主要指企业境外融资因汇率变动而增加债务支付，股息红利支付的风险。市场风险是政策等经济环境的变化进而影响企业融资的风险。另一类是非系统性风险，主要指经营风险。也就是由于企业经营不善，不能如数如期还本付息，致使企业丧失偿债能力的风险。企业只能在约定的时间里使用资金，企业融资方式选择不同，面临的融资风险也不同。与企业融资风险性相对应的就是安全性，风险越高，就越不安全，因此，企业融资时要尽可能避免和减少风险，提高融资安全。

④期限性。企业无论以商业信用融资、银行信用融资、证券信用融资，还是其他方式融资，除证券信用发行股票融资具有无限期限外，其他融资都具有明确的期限，也就是要求企业在一定期限内还本付息，证券信用发行股票融资则要求企业在无限期限内分红派息。不同期限的融资对企业形成的还本付息的压力不同，短期融资流动性强，企业可能需要随借随还，企业流动资金的周转必须顺畅，中长期融资流动性压力较弱，不必随借随还，企业可以在较长的融资期限内调整和改善经营，缓解企业偿债压力。无限期限的融资，企业可以在长时间内使用资金，只需考虑分红派息，而无须考虑还本。

⑤收益性。企业融资是为了实现生产经营的目标而进行的筹集资金活动，企业作为营利性经济组织，其生产经营的基本目标在于追求尽可能大的预期收益。企业融资的收益性体现在两个方面：一方面，企业通过融资为生产经营筹集所需资金，去实现预期收益；另一方面，企业融资在规避风险时，选择融资方式，组合融资期限可以降低融资成本，提高融资收益性。不同的融资方式有不同的融资成本，不同期限的融资，成本也不一样。一般来说，期限长的融资，其成本较高，期限短的融资，成本相对较低。

### (3) 融资方式

融资方式，是指资金余缺调剂的具体形式、途径和渠道；也就是资金由资

金盈余部门向资金亏绌部门转化的形式、途径和渠道；简而言之，是指由储蓄转化为投资的形式、途径和渠道。融资方式可以按不同标准进行划分，从而形成不同类型的融资方式，不同的划分标准相互之间并不矛盾、排斥，有的还可以交叉与重叠。

按照融资过程中形成的不同信用关系，可以将融资方式划分为商业信用融资、银行信用融资、国家信用融资、证券信用融资、租赁信用融资、国际信用融资。

商业信用融资是企业之间相互提供的，和商品交易直接相联系的融资，商业信用融资表现为两种具体形式：一是以赊销商品、分期付款所提供的卖方信用融资；二是以预付订金、预付货款所提供的买方信用融资。这类融资主要提供与商品交易有关的货币，以实现资金融通。银行信用融资是指银行和其他金融机构以货币形式向借款人提供贷款的融资，是以银行作为中介金融机构所进行的资金融通形式。银行集借者、贷者于一体，作为存款债权人的债务人，借款债务人的债权人，为资金交易双方牵线搭桥，以便于资金融通，降低融资成本。国家信用融资是以国家（中央和地方政府）为主体，按照信用原则筹集和运用财政资金的资金融通活动。国家在此起主导作用，举债时，国家作为债务人与债权人发生信用关系，提供信用时，国家又作为债权人贷放资金。国家信用融资包括两个方面的内容：一是国家运用信用手段筹集资金；二是国家运用信用手段供应资金。证券信用融资是企业通过发行股票、债券等有价证券筹集资金的融资活动。证券信用融资的主体是企业，就发行股票的企业组织形式而言，是实行股份制的企业，企业的经营管理按股份制的章程来组织，企业的利益分配按股份制的方法来进行。租赁信用融资是企业作为承租人在租赁期内租用设备，通过融物达到融资目的的融资行为。租赁信用作为一种信用形式，已经受到法律的规范和保护。<sup>①</sup> 租赁信用关系下的融资有金融租赁融资和经营租赁融资两种具体形式，金融租赁融资又是其中的主要形式。国际信用融资是指各国的金融机构、公司（企业）或政府部门之间相互提供信用而进行的融资。

融资方式按照其储蓄与投资的联系方式可以分为内源融资和外源融资。这种划分是由美国经济学家格利和肖提出的。<sup>②</sup> 按照格利和肖的观点，内源融资是投资者利用自我储蓄进行投资，外源融资是投资者利用他人储蓄作为投资资金。从企业角度分析，内源融资来自企业生产经营活动所创造的利润扣除股利

<sup>①</sup> 曾康霖、王长庚：《信用论》，中国金融出版社，1993年，第413页。

<sup>②</sup> 陈享光：《融资均衡论》，中国金融出版社，1997年，第211页。

后的剩余部分（留存收益），以及生产经营活动中提取的折旧。由于折旧主要用于重置损耗的固定资产的价值，因此，企业内源融资的主要内部来源就是留存收益。外源融资是企业以一定方式向其他经济主体筹集资金，外源融资是建立在信用基础上的。

内源融资和外源融资相比，各有特点。从融资成本来说，内源融资以企业留存收益为资金来源，不需实际对外支付利息或者股息，不发生融资费用；外源融资以银行贷款、发行股票、债券等为资金来源，是占用其他经济主体的资金使用权，需要为占用他人资金使用权付出代价，有实际的对外利息或股息支付，会发生融资费用。从对企业的影响来说，留存收益与普通股都属于企业的股权资本，以留存收益融资可以避免所有权与控制权稀释、不对称信息所产生的问题等；以普通股融资则可能带来所有权与控制权问题、不对称信息所产生的问题等。从内部融资与外部融资的相关关系来说，内源融资是企业生存、发展的基础，企业没有一定的自我积累能力，单纯依赖外源融资难以健康发展，也难以获得外部资金，内源融资是外源融资的基本保证；同时，外源融资是内源融资的重要补充，企业如果仅有内源融资，满足不了企业追加投资，扩大生产规模，提高竞争能力的需要，企业要生存、发展、壮大须以内源融资为基础，充分利用外源融资。

按照融资过程中有无金融中介，融资方式可以划分为直接融资和间接融资。

直接融资和间接融资都属于外源融资。美国经济学家格利最早将外源融资分为直接融资和间接融资。格利认为在现代资金融通关系中，资金的转移和承诺与有价证券关系密切相关，如果融资关系中的资金亏绌部门和资金盈余部门就是有价证券的发行者和持有者，便称为“直接融资”。即资金亏绌部门（最终的资金借方）通过直接向资金盈余部门（最终的资金贷方）发售“本源证券”筹措资金。这里的“本源证券”也称“初级证券”，特指股票、股权证、企业债券和商业票据等。如果金融中介机构另以自己的名义发行一种“辅助证券”，如存单、银行汇票、支票等，用以换取资金盈余部门的资金并以之换取资金亏绌部门的“本源证券”，便称为“间接融资”。国内学者更多地将直接融资定义为“不经过任何金融中介，而由资金短缺部门，发行有价证券进行融资”，间接融资则是与直接融资相对应，是“通过金融机构为媒介进行的融资活动”。<sup>①</sup>融资过程中，金融中介理解为“中介者既扮演债务人角色又扮演债

<sup>①</sup> 黄达、刘鸿儒主编：《中国金融百科全书》，经济管理出版社，1990年，第417页。