

第 1 篇

企业融资导论

我国把市场经济体制确定为经济体制改革的目标模式，并明确提出建立现代企业制度，对绝大多数国有企业实行公司化改组。除特定行业外，先尽量改组为多个股东持股的有限责任公司，符合条件的再经批准依法变更为股份有限公司。因此，以市场经济体制和公司制的企业为背景来分析企业融资与经济运行的关系及企业融资技术，就具有了现实意义；其中有的分析还具有普遍意义，适用于其他体制。这种分析，是研究企业融资机制问题的基础。

1

企业融资与经济运行

企业融资与经济运行密切相关。从微观层次上看，企业资金流转经常会出现不平衡，这就提出了融资的要求。同时，企业以股东财富最大化或企业价值最大化为目标，而企业的资本结构和股利政策都会影响企业价值（就股份有限公司而言即股票市场价值）。从宏观层次看，宏观经济运行的变化（如经济政策的变更）可能引致企业资金流转不平衡，从而需要融资。

1.1

企业目标与融资

企业是一个以盈利为目标的组织，其出发点和归宿点是盈利。企业一旦成立，就会面临竞争，并始终处于生存与倒闭、发展与萎缩的矛盾之中。企业必须生存下去才可能获利，只有不断发展才能求得生存。所以，企业目标是生存、发展和获利。这个目标要求企业要有效地完成筹措资金和使用资金的任务，即做好财务管理工作。因此，企业的财务目标取决于企业的总目标，统一起来表达就是股东财

富或企业价值的最大化。股东创办企业的目的是扩大财富，他们是企业的所有者，企业价值最大化就是股东财富最大化。企业的价值在于它能给所有者带来未来报酬，包括获取股利和出售股权换取现金。对独资企业来说，企业的价值是其出售时可以得到的现金；对有限责任公司来说，股权转让的价格代表了企业价值；对股份有限公司来说，股票价格代表了企业价值。以下以股份有限公司为背景进行说明，其原理同样运用于其他类型的企业。

股票价格高低受外部环境和管理决策的影响。从企业管理当局的可控因素看，股价高低取决于企业的报酬率和风险。企业的报酬率和风险，由企业的投资活动、筹资活动和股利政策决定。由于留利也是企业资金来源，因而筹资活动和股利政策都应纳入广义的融资范畴。

这里的筹资活动主要指外源融资。筹资活动主要从两方面影响股价：一是筹资成本的高低可直接影响企业报酬率；二是资本结构会影响企业报酬率和风险。资本结构指所有者权益和债权人权益的比例关系。一般情况下，企业借债的利率低于其投资的预期报酬率，可通过借债取得预期资金而提高公司的预期每股盈余，但也会同时扩大预期每股盈余的风险。一旦情况有变，使实际报酬率低于利率，则负债不但没提高每股盈余，反而因负债而使每股盈余减少，甚至可能因不能按期付本息而破产。

股利政策指企业在赚取的当期盈余中，有多少作为股利发放给股东，有多少保留下来作再投资，以使未来盈利源泉可继续。这里存在股东既希望分红，又希望每股盈余在未来不断成长的矛盾。加大保留盈余，会提高未来报酬率，但再投资的风险比立即分红要大。因此，股利政策会影响公司的报酬率和风险。

因此，如果要对企业融资的目标再作细化界定，则是在满足生产经营需要的情况下，不断降低资金成本和财务风险。

1.2

企业资金流转与融资

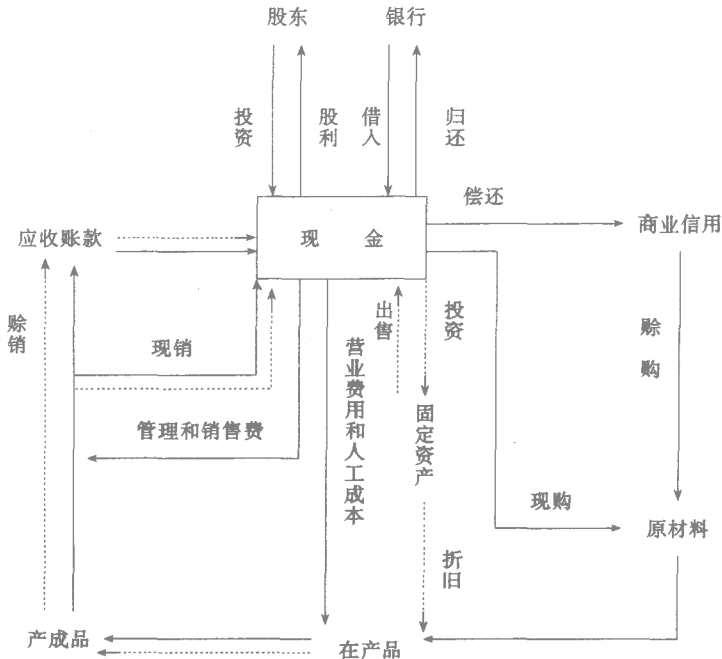
企业资金流转的起点和终点是现金，其他资产都是现金在流转中的转化形式。因此，资金流转的实质是现金流转。在建立一个新企业时，一般要筹集若干现金作为最初的资本。在企业生产经营中，现金变为非现金资产，非现金资产又变为现金，这种周而复始的流通过程即现金流转。这种流转无始无终，不断循环，又称现金循环或资金循环。

现金循环可分为两种。现金变为非现金，又回到现金，所需时间不超过一年的流转途径，称为短期循环；在一年以上的则是长期循环。短期循环中的资产是流动资产，长期循环中的非现金资产是长期资产。两种循环的典型路径见图 1-1。现金的短期循环和长期循环存在着联系。现金是二者的共同起点，在换取非现金资产时分开，分别转化为各种长期资产和短期资产。它们被使用时，分别进入在产品，又汇合同步形成产成品，产品经出售同步转化为现金。转为现金后，不论它们原来属于短期循环还是长期循环，企业可视需要重新分配。拆旧形成的现金可购原材料，原用于短期循环的现金收回后也可投资于固定资产。

企业的现金流出量与流入量常常出现不平衡，平衡的情况较少。这就要求企业针对现金不平衡的成因，筹措资金填补缺口。

企业现金流转不平衡的原因，有企业内部的原因，也有企业外部的原因。在企业外部的原因中，有微观因素，也有宏观因素（宏观因素留待下节讨论）

此处现金指货币资金。



现金循环实线为短期循环，虚线为长期循环

图 1-1

1.2.1 企业现金流转不平衡的内部因素

从企业自身来看，引发现金流转不平衡的主要因素有：

1. 经营失败

所谓经营失败是指经营的产品销售不出去，或滥用赊销以致货款回收缓慢或不能收回。企业经营失败的原因主要有产品不适销对路、产品质量低劣、商品成本偏高以至价格偏高、促销手段贫乏等。

经营失败的严重化就是亏损。从长期的观点看，亏损企业的现金流转不可能维持。在短期内，又分为两类：一种是亏损额小于折旧额的企业，在固定资产重置前可以维持下去；另一种是亏损额大于折

旧额的企业，不从外部补充现金将很快破产。

2. 企业扩张

任何要迅速扩大经营规模的企业，都会遇到相当严重的现金短缺。不仅固定资产的投资要扩大，而且要增补相应的流动资金，从而使现金流出扩大。短期内不会有对应的现金流入，因此会出现现金流转不平衡。

3. 现金流转结构的变化

企业可能将原来处于短期循环中的现金抽出，用于固定资产投资，从而增加长期循环中的现金。这会造成企业流动资金的短缺，若不筹资补充，则生产难以按原来的规模进行。企业也可能将原来处于长期循环的折旧资金抽出，用以增补流动资金。但在固定资产更新时，又会出现资金短绌。

值得注意的是，虽然不打算扩充的盈利企业的现金流转一般比较顺畅，但也可能由于现金抽出过多而发生临时流转困难，如付出股利、偿还借款、更新设备等。

1.2.2 企业现金流转不平衡的外部微观因素

从企业外部来看，引发企业现金流转不平衡的微观因素主要有：

1. 市场的季节性变化

通常，企业的生产部门力求全年均衡生产，以充分利用设备和工人，而销售总有季节性变化。因此，在销售淡季现金不足，销售旺季过后积存过剩现金。企业的采购引起的现金流出也可能有季节性变化，尤其是使用农产品作原料的企业更是如此。采购旺季有大量现金流出，而现金流入不能同步增加。

2. 竞争

竞争会对企业的现金流转产生不利影响。（1）价格竞争会使企业立即减少现金流入。在竞争中获胜的一方会通过多卖产品挽回损失，实际是靠牺牲别的企业的利益加快自己的周转；失败的一方会遭受价格下降和销量减少的双重打击，现金流转可能严重失衡。（2）广

告竞争会立即增加企业的现金流出。而且，能否提高销售额从而使现金流入增加并不确定。(3)增加新产品或售后服务项目，用软办法竞争，也会使企业的现金流出增加。

1.3

宏观经济运行与企业融资

宏观经济的运行状况会影响企业的现金流转，从而影响企业的融资活动。这主要表现在：

1. 经济波动

各国的经济运行都或多或少呈现出一种波动性。(1)在经济收缩时，市场疲软，销售下降，进而生产和采购减少。整个短期循环中的资金减少，使企业有了过剩现金。如果预料不景气的时间很长，企业还会推迟固定资产重置，从而折旧积存的现金也会增加。但是，随着销售额的减少，大量的经营亏损接踵而来，现金将被侵蚀。(2)在经济转热时，市场要求强劲，企业相应地也扩大生产规模。企业一方面增补流动资金，扩充存货；另一方面又扩大固定资产投资，投资额超过提取的折旧。这样，企业的现金需求扩大，积累的现金很快用尽，需要扩大融资。

2. 通货膨胀

通货膨胀会带来贬值型资金短缺。

首先，通货膨胀造成固定资产升值和折旧计提不足。矛盾的直接原因在于，固定资产按历史成本核算，从而按历史成本提取的折旧额难以重置同样的固定资产。另一方面，折旧少提使会计成本费用中的折旧费用偏低，在产品价格一定的条件下，这会使企业的会计利润偏高。这种畸形偏高会使企业应交税金偏高，增加企业的现金流出。

其次，通货膨胀引起成本费用补偿不足。再生产过程包含两种补偿：一种是实物补偿，一种是价值补偿。生产过程的两种补偿理应

一致。但是，通货膨胀的出现会使二者发生不一致。原材料价格和工资及其他费用的现金支付因通货膨胀而增加，原有的资金无法实现实物补偿。

最后，售价提高使应收账款占用的资金增加，存货价格的上升造成同等数量的存货需要占用更多的流动资金。

3. 利率的变化

由国家经济政策或整个社会投资需求变化等因素引致的利率变化，会影响企业的筹资成本和筹资方式。

影响企业现金流的各种因素，无论是企业内部性的，还是外部的，也无论是微观层次的，还是宏观层次的经济运行，都会因经济体制的变迁而发生变化。因此，不同经济体制下企业现金流的特征会呈现一些稳定的差别。分析企业资金短缺和融资问题，必须考察其体制背景。

4. 汇率波动

在开放经济条件下，汇率的波动会直接或间接影响企业资金流转和融资成本。进出口企业的生产成本和销售额直接受汇率波动影响，有外币资产或负债或在境外投资的企业，其资金流转也直接受汇率波动影响。汇率波动对企业国际融资成本的影响更是不言而喻。其他企业的资金流转和融资成本往往受汇率波动的间接影响。

2

企业融资技术

由于在旧有体制下企业融资长期依赖财政和银行，企业融资过程往往就是与上级主管部门，或有决策权的行政领导人，或银行表明向自己企业提供资金的必要性，进行讨价还价的过程。在这种情况下，企业往往缺乏市场经济体制下融资所必需的意识与技术。在向市场经济体制转轨的过程中，体制的转换由于牵涉各种利益因素，将比较缓慢。这样，企业资金需求的满足程度，将在很大程度上取决于企业对融资技术的掌握和运用。所以，在此有必要分析一下企业的融资技术。企业融资技术包括融资原则、融资决策、融资战略等方面，它与一定的经济体制相联系，但又不完全依赖经济体制；它具有一些带普遍意义的规律。

2.1

企业融资原则

企业融资活动的目标是在满足生产经营需要的情况下，不断降低资金成本和财务风险。因此，企业应根据自身体制和融资环境所

能提供的融资方式，正确选择融资方式的组合，达到以上目标。具体来说，企业融资应贯彻以下原则。

2.1.1 资金筹集的使用方向符合市场对产品的需求以及国家的产业政策

企业融资的目的是要通过使用资金生产并出售符合市场需求的产品，从而获取相应的利润。如果企业生产出来的产品卖不出去，企业不仅不能获取利润，而且收不回生产成本和预付资金，使企业资金偿还都成问题。因此，企业的融资活动应在先分析资金的使用方向和确定资金的需要后有目的地进行，而非先筹资，后找资金使用方向。

企业要使自己的产品符合社会需要，还需使生产经营方向符合国家产业政策的要求。国家对优先鼓励发展的产业，不仅会直接给予企业优惠利率贷款、减免税等优惠，而且还会通过其他许多综合经济杠杆来调节市场需求状况。对限制发展的产业，国家会直接或间接地采取措施降低企业的盈利水平，使企业感到获利困难。

此外，企业资金的投向不仅要看现在的市场状况，还要看将来的市场状况。有一些产品和行业，当前市场需求较旺，但同类产业已经差不多饱和。等企业新进入该行业生产出产品时，可能市场上已供给过剩。只有既考虑现在，又考虑将来，才能提高筹措资金的使用效率并可顺利偿还外源融资的本息 提高企业信誉。

2.1.2 资金筹措数量应为企业完成资金使用目的的最低需要量

企业筹资，无论是进行基本建设，还是技术改造，或是增补流动资金，都应科学地确定资金需要量。企业筹资数量应是需要资金的最低限量。这样，既可避免企业筹资过多，使资金使用浪费，并负担利息，又可避免因资金不足，影响正常需要。在资金使用时如果确有零星不足，企业可用自有资金弥补小额短缺。同时，按科学测定的最

低需要量筹措资金还为资金使用上的节约和提高效率提供了内在机制。因为企业在使用所筹资金时，一经发现资金吃紧，就可及时发现问題，以消除资金使用上的浪费。

2.1.3 资金成本最小

资金成本指企业为筹集和使用资金而付出的代价。企业在决定筹资组合时，应力求资金成本最小。

2.1.4 资金筹集要配套

企业资金的筹集必须综合考虑企业在使用资金时，资金、物资、技术和劳动者之间的综合平衡问题。因为企业资金的使用不是是资金即可，企业必须用所筹集到的资金购置相应使用用途的技术设备、原材料、劳动力等才能使现金发挥现实用途。如果在筹资时不考虑人、财、物、技术诸方面的需要而只考虑某一方面则会出现新的筹资要求，否则有关项目将无法按原计划进行。

2.1.5 要考虑筹资风险

企业筹资过程中会发生各种风险，主要包括：

1. 财务风险

财务风险指企业的全部资本中债务与资本比率的变化带来的风险。在企业资金利润率大于资金成本率时，负债比例越高，企业自有资本的报酬率就越高；反之，企业自有资本的报酬率就越低。在企业资金利润率小于资金成本率时，情况正相反，负债比例越高，企业自有资本的报酬率就越低；反之，企业自有资本的报酬率越高。

2. 经营风险

经营风险指企业因经营上的原因而导致利润变动的风险。产品的制造和开发、市场前景的变化、国家政策导向的改变等都带有许多企业自身无法事前知道并加以控制的因素，这对于企业所筹资金的使用带来了风险。

3. 其他风险

在资金筹措中，是否能足额筹集到资金，各种筹资方式是不一样的。例如银行借款一经银行同意即可取得，而发行股票、债券还有一段推销时间，是否能足额售出，取决于社会对该项债券和股票的认可和购买情况。同时，在利用外资时，还存在未来的换汇可能性以及汇率变更的风险。

因此，企业在融资过程中应综合考虑成本、风险各要素，以确定最佳筹资组合。

2.1.6 在利用外资中应坚持独立自主、自力更生的原则

一方面企业要大胆利用外资引进先进的技术设备；另一方面，企业在利用外资过程中要维护国家主权和权益，保持企业自身的独立性。

我国企业在融资过程中，都应遵循以上原则。

2.2

企业融资决策

企业融资决策主要包括融资规模的决策和融资方式的决策。融资规模应为企业完成资金使用目的的最低需要量，这在 2.1.2 已提到。本节主要分析融资方式的决策。在选择融资方式时，最为重要的考虑因素是资金成本和融资风险。在比较各种融资方式时，使用个别资金成本和个别风险；在进行资本结构决策时，使用综合资金成本和财务风险，并考虑经营风险；在进行追加筹资决策时，使用边际资金成本。企业应该尽量降低资金成本和融资风险。

2.2.1 企业的融资方式

企业的融资方式按资金来源可以分为内源融资方式和外源融资

方式。前者指从企业内部筹集资金的方式，后者指从企业外部筹集资金的方式。其中，外源融资又包括国内外源融资和国际外源融资两类。在开放的市场经济体制下，企业可以从以上三个来源的各种具体融资方式中选择适当的融资组合。各种具体融资方式如下：

1. 内源融资

(1) 留利资金。留利资金是指企业创造的利润中，除去向所有者支付的报酬外(如向股东支付的股利)企业自行留用的剩余利润。

(2) 沉淀资金。企业的折旧基金在对应的固定资产更新期限到来之前处于闲置状态，可以加以利用。

(3) 内部集资。企业在必要时可以向内部职工集资。这种集资既可以是投资性的，也可以是借款性的。

2. 外源融资

1) 国内融资

(1) 资本性融资。资本性融资是指企业筹集资本金的一般方式，它随企业类别的不同而存在差异。股份有限公司靠发行等值的股票筹集资本金；有限责任公司由数量有限的股东共同出资，股东可得到证明其权利的股单，但股单不能自由转让；国有独资公司则由国家直接出资。在以上类型的公司中，出资者都以其所认出资额为限对公司承担责任。

(2) 借款。借款在这里仅指间接融资，包括从银行借款和从非银行金融机构(如信托投资公司)借款。

(3) 融资券与债券。融资券被企业用来筹集短期资金，它是企业发行的期限在一年及一年以下的票据。这对应于西方(尤其美国)的融通性商业票据，在美国等西方国家已形成一套比较完整的商业票据发行交易规则。债券是企业发行的一种长期借款凭证。发行债券要经过一定的审批手续，并且大多通过银行或其他金融机构办理。

(4) 基金融资。基金是将众多个人投资者的资金汇集在一起，交由专门的投资机构内专家管理，根据设定的投资目标，将资金分散投资于特定资产组合，投资收益归原投资者。代理投资机构作为资金

管理者收取一定服务费用。基金可投资于企业发行的股票（股权）、债券、短期票据等金融资产，从而使企业直接或间接获得资金。基金的出现，大大提高了闲散资金由个人向企业流动的效率，因而有必要单独提出。

(5)收购与合并。收购是企业为获取对其他企业资产的控制权而购买其他企业的资产或股权。合并则是两个或两个以上的企业依有关法律程序，通过签订合同、协议合并为一个企业。收购与合并在许多情况下能使企业以较小的代价获得对其他企业较多资产的支配权。

(6)租赁融资。租赁是指资产所有者出让资产使用权，供另一方使用，在使用期间，出租人按期向承租人收取租金作为出让资产使用权的报酬的一种经济活动。企业可以利用该方式融资。

(7)商业信用。商业信用是在商品形式上由企业之间所形成的与商品交换直接相联系的借贷关系。如包销赊销、分期付款、预付定金、商业票据和商业折扣等形式。企业可以用其进行短期融资。

(8)特殊性融资方式。如产品筹资协议、向顾客集资、间接表外融资、代销商品、来料加工等。其中有的是合理的，有的是不合理的，要杜绝不合理的融资方式。

2)国际融资

(1)建立中外合资合作企业和合作开发。

(2)资本性融资方式的发展。可由境外投资人购买境内未上市企业的部分或全部产权(子公司)或境内上市企业的股票，也可由境内企业到境外上市。

(3)国际融资租赁。

(4)BOT(Build Operate Transfer)。BOT 意即建设—经营—转让。BOT 实质是一种债务与股权混合的产权形式。它由特许商(一般为私营)同意为招商人(一般为政府)建设全部或部分工程项目，继而可在一定期限内经营该项工程，以取得收益。届满后，该项目的资产转让给招商人。目前 BOT 主要被应用于基础设施比较落后的发

展中国家，是一种新的国际融资方式。

(5) 投资基金。投资基金，即通过境外投资基金吸纳境外投资人的闲散资金，投资于国内产业和国内资本市场，使国内企业得到资金融通。

(6) 国际贷款和发行国际债券。

(7) 三来一补。三来一补，即来料加工、来样加工、来件装配和补偿贸易。

随着我国对外开放的市场经济体制的确立，以上融资方式都有可能加以利用。而且，在实践中还可能出现新的融资方式。

2.2.2 资金成本

资金成本是指企业为筹措和使用资本而付出的代价，包括筹资过程中发生的费用，如股票、债券的发行费用；在资金使用过程中支付的报酬，如向股东、债权人支付的股利、利息。

为便于比较，资金成本通常以相对数表示，即支付的报酬与提供的资金之间的比率。鉴于长期资金的重要性，这里主要分析长期资金的成本。

1. 个别资金成本

个别资金成本指使用各种长期资金的成本。它主要包括以下内容：

(1) 长期借款资金成本。长期借款的成本指借款利息和筹资费。由于利息计入税前成本费用，可以抵税，而且长期借款筹资费用少，可忽略不计。因此长期借款资金成本的公式为：

$$K_L = I_L(1 - T)$$

K_L ——长期借款成本

I_L ——长期借款利率

T ——企业所得税税率

(2) 债券成本。发行债券的利息支付仍可抵税，而且由于发行债券的筹资费用较高，在计算其资金成本时应予考虑。债券成本公式

如下：

$$K_b = \frac{I_b(1 - T)}{B(1 - f_b)}$$

K_b ——债券成本

I_b ——债券每年实际利息

T ——企业所得税税率

B ——债券发行总额

f_b ——债券筹资费用率

(3) 优先股成本。企业发行优先股，需花费筹资费用，并定期支付股利。股利只能从税后利润中支付，不能抵税。其计算公式如下：

$$K_p = \frac{D_p}{P_s(1 - f_p)}$$

K_p ——优先股成本

D_p ——优先股每年的股利

P_s ——优先股发行总额

f_p ——优先股筹资费用率

(4) 普通股的成本。企业需对普通股股东分派股利，股利从税后利润中扣除，不能抵减所得税。由于普通股股利不固定，因此在计算时应考虑股利变动的影响。简化的公式如下：

$$K_c = \frac{D_1}{P_0(1 - F_c)} + G$$

K_c ——普通股资金成本

D_1 ——预期第 1 年的股利额

P_0 ——普通股发行价格

F_c ——普通股筹资费用率

G ——普通股股利年增长率

(5) 保留盈余的成本。保留盈余是所得税后利润形成的，归股东所有，相当于股东对公司的追加投资。因此，股东希望从中获取与普