

中小企业经营者的必备工具文库！
中小企业管理研究学者的推荐读物！

走向卓越

Towards
Excellence

中小企业领导者经营管理必备文库

赵涛 / 主编

融资实战精要



发展资金严重不足、缺乏融资能力和渠道是制约中小企业扩张发展的核心问题，而中小企业由于自身规模、资信等级和外部金融环境等因素，大多面临“融资难”的现状。

在现有政策法律以及市场环境下，本书向中小企业管理者介绍了信贷融资、典当融资、民间直接融资等20种中小企业融资方式，帮助中小企业经营管理者了解各类融资方式，寻找适合自身的融资渠道，掌握融资的实际操作技巧，实实在在的解决融资思路的启迪问题。

中小企业 融资实战精要

赵涛◎主编

 企业管理出版社
ENTERPRISE MANAGEMENT PUBLISHING HOUSE

图书在版编目(CIP)数据

走向卓越/赵涛主编.—北京:企业管理出版社,
2009.8
(中小企业领导者经营管理必备文库)
ISBN 978-7-80255-243-2
I.走… II.赵… III.中小企业-企业管理
IV.F276.3
中国版本图书馆 CIP 数据核字(2009)第 129416 号

书 名: 走向卓越——中小企业领导者经营管理必备文库
作 者: 赵 涛
责任编辑: 群 力
书 号: ISBN 978-7-80255-243-2
出版发行: 企业管理出版社
地 址: 北京市海淀区紫竹院南路 17 号 邮编:100044
网 址: <http://www.emph.cn>
电 话: 出版部 68414643 发行部:68414644 编辑部:68428387
电子信箱: 80147@sina.com zbs@emph.cn
印 刷: 北京金吉士印刷有限责任公司
经 销: 新华书店
规 格: 787 毫米×1092 毫米 16 开 143 印张 1800 千字
印 次: 2009 年 8 月第 1 版 2009 年 8 月第 1 次印刷
印 数: 1-5000 册
总 定 价: 485.00 元(11 册)

版权所有 翻印必究·印装有误 负责调换

前言

中小企业管理研究专家指出，有五项因素使中小企业暂时获得了成功，一是机会主义者，二是行动者，三是冒险精神，四是充满自信，五是身心健康。大部分中小企业随着规模的发展壮大，其创业因素并没有转化为管理优势，或者说根本就无法转化为优势，反而升级成为企业致命的疾患。随着全球经济一体化进程的加快与市场信息时代的到来，特别是这一轮金融危机的冲击，残酷的市场环境越来越考验中小企业的软实力，迫切需要其经营管理者提高自身素质，补充现代经营管理知识。而大部分管理者由于忙于应酬，没有太多休闲时间来系统学习管理，或者更看重自身的工作经验积累，使企业在管理方面出现严重“短板”。

在中国经济的大环境与政策之下，要想解决管理上的问题，就要真正做到以中小企业为本，照搬知名大企业的成功案例无异于望梅止渴，套用业界流行的管理新概念也往往令企业陷入尴尬。基于此，我编委会对全国 5000 多家中小企业进行了翔实的市场调研，并联合中小企业研究学者、具有丰富管理经验的中小企业经营者与资深的企业管理顾问，推出了国内第一套针对中小企业管理的工具丛书。我们不是向企业主阐述新观念、新理论，而是提出方法和建议，这套丛书的最大特点就是“突出工具性，即学即用”，解决问题简单、直接、一针见血。

丛书分为经、史、子、集 4 大系列：经——解读政策，正面危机；史——分析案例，以史鉴今；子——诸子百家，实战精要；集——实用管理文案的集大成者。22 册图书专注现代中小企业成功的每一个关键环节，解决中小企业经营 22 个领域的问题，真正做到“增加经营知识、提高管理素质、满足工作需要、掌握实际技能”。

目 录

第 1 章	内部融资	1
第 2 章	债务融资	9
第 3 章	风险投资	21
第 4 章	商品购销融资	29
第 5 章	资产证券化融资	37
第 6 章	民间直接融资	45
第 7 章	企业债券融资	57
第 8 章	典当融资	67
第 9 章	信贷融资	75
第 10 章	动产抵质押贷款融资	85
第 11 章	库存商品融资	91
第 12 章	融资租赁	95
第 13 章	项目融资	103
第 14 章	夹层融资	111
第 15 章	国外银行融资	119
第 16 章	股权融资	127
第 17 章	美国上市融资	133
第 18 章	香港上市融资	143
第 19 章	国内上市融资	149
第 20 章	银行贷款融资	155

第 21 章 仓单融资 159

第 22 章 供应链融资 167

参考文献 173

第1章 内部融资

实战技巧

内部融资是指公司经营活动结果产生的资金，即公司内部融通的资金，它主要由留存收益和折旧构成，是指企业不断将自己的储蓄（主要包括留存盈利、折旧和定额负债）转化为投资的过程。内部融资对企业的资本形成具有原始性、自主性、低成本和抗风险的特点，是企业生存与发展不可或缺的重要组成部分。事实上，在发达的市场经济国家，内部融资是企业首选的融资方式，是企业资金的重要来源。当然，作为中小企业来说，企业内部融资，优点有如下几个：

第一，自主性。内部融资来源于自有资金，上市公司在使用时具有很大的自主性，只要股东大会或董事会批准即可，基本不受外界的制约和影响。

第二，融资成本较低。公司外部融资，无论采用股票、债券还是其他方式都需要支付大量的费用，比如券商费用、会计师费用、律师费用等。而利用未分配利润则无需支付这些费用。因此，在融资费用相对较高的今天，利用未分配利润融资对公司非常有益。

第三，不会稀释原有股东的每股收益和控制权。未分配利润融资而增加的权益资本不会稀释原有股东的每股收益和控制权，同时还可以增加公司的净资产，支持公司扩大其他方式的融资。

第四，使股东获得税收上的好处。如果公司将税后利润全部分配给股东，则需要缴纳个人所得税；相反，少发股利可能引发公司股价上涨，股东可出售部分股票来代替其股利收入，而所缴纳的资本利得税一般远远低于个人所得税。

当然，内部融资也不是万能的，其缺点如下：

第一，内部融资受公司盈利能力及积累的影响，融资规模受到较大的制约，不可能进行大规模的融资。

第二，分配股利的比例会受到某些股东的限制，他们可能从自身利益考虑，要求股利支付比率要维持在一定水平上。

第三，股利支付过少不利于吸引股利偏好型的机构投资者，减少公司投资的吸引力。

第四，股利过少，可能影响到今后的外部融资。股利支付很少，可能说明公司盈利能力较差，公司现金较为紧张，不符合一些外部融资的条件。

在企业的融资中，企业融资方式大体上可分为内部融资和外源融资两类。不同企业融资方式的选择，是企业一定的融资环境下理性选择的结果。市场经济中企业融资主要是选择适宜的资本结构，又称融资结构。企业资本结构是指企业的不同资金来源渠道之间，以及通过不同来源渠道筹集的资金之间的相互联系和比率关系，包括总资产与负债的比率、不同股东持有的股本的比率、不同债务之间的比率等。据调查，当前以企业为主要管理形式的私营企业的融资顺序大致为企业积累、银行或信用社贷款、亲戚朋友筹款、民间借贷等。同发达市场经济中现代企业相比较，目前中国的家族企业资金来源与资本结构的特点有二：

其一，家族企业的融资次序与大企业大体相同，即主要依赖于内部融资，再就是从银行或非银行机构负债融资，只有极少数企业能公开发行股票通过证券市场融资；

其二，与大企业相比，企业负债率明显偏低，换言之，家族企业未能充分发挥债务杠杆的作用。

目前，企业股权融资和债权融资比例太小而过分依赖于内部融资，

显示出企业内部融资倾向。就其倾向的实质，是其融资能力和转轨时期非公有制企业融资环境双重选择的结果。受自身规模和信用等级等因素制约，家族企业难以进行外部融资。

目前家族企业主体仍是中小企业，这些企业的财务规章制度尚处于逐步规范过程之中，企业信用还有待建立、提升。在这种情况下，银行很难获得对企业信用的完全信息，难以对企业做出客观的风险评定，出于谨慎考虑是不会提供相应的信贷服务的。至于股权融资，更是很多企业可望而不可及的事。

金融深化理论的倡导者麦金农的研究认为：如果企业家的投资受自我融资和内部融资的限制，那么其最优策略是投资于传统技术，从而降低总体收益水平，进而必然会制约企业本身的发展和经济的增长；相反，如果他能够从金融体系中得到外援融资，那么，新技术就可能会被采纳，从而获得较高的收益。企业进一步发展的重大障碍。为解决这一难题主要应从以下几方面着手：

第一，企业要有强劲的融资能力和纯正的融资动机。顾名思义，融资能力是指企业信誉如何，付息还本能力如何，有没有投资前景良好的开发项目，企业是否具有资金管理营运的人才和机制等。融资动机涉及企业是否有必要扩充资金来源以及新资金将用来干什么。企业融资动机不纯，不仅无益于优化企业治理结构，“圈钱”后的“呆账坏账”，将直接破坏发育中的资本市场游戏规则。转轨期中国中小企业和企业家在创造骄人业绩的同时，应清醒地认识到，与大企业相比，企业还存在颇大的差距。企业靠一时的包装和“整容”，或许能引来一部分资金，但路遥知“企业”力，日久见“企业家”心，真正能成为资本市场宠儿的是那些能在产品市场、技术创新和企业信用等方面都有良好表现的家族企业。

第二，从企业融资环境角度要让企业有资可融。拓宽企业债务融资，有利于企业治理结构优化。对于企业家来说，最难的是寻找到既忠诚又能干的经理人，其中的问题之一是激励机制。企业家通常采用股票期权来激励经理人。在此基础上，如果增加企业负债，经理人会具有更大的激励。其影响机制通过一个简单的模型表述更为直观。假设企业股本分

为集权股 (a) 和经理股 (b), 总股本为 $a+b$, 经理所占的股份为 $b/(a+b)$, 公司的债务融资金额为 m , 同时公司的资产收益率为 q , 债务利息率为 p (通常情况下 $p \leq q$), 则经理人的股权收益率为:

$$\Pi = b/(a+b)[(a+b) \times q + m \times (q-p)] = b \times q + b/(a+b) \times (q-p) \times m$$

从中可以看出, 随着企业债务融资量 m 的增加, 经理人的股权收益也趋增。运用破产理论来分析, 企业债务增加, 其破产概率将会加大, 经理人要保住现有职位必须付出更大的努力。如果企业通过银行信贷获得债务融资, 银行作为债权人, 承担着贷款风险。那么, 银行有可能为了自身资本的安全而参与到企业投资决策或企业监督中, 典型的如日本治理模式所采取的主银行制。这样, 便存在一种外在压力迫使企业优化自身治理结构。需要强调的是, 这里的银行必须是产权明晰的银行, 其治理结构应该是健全和完善的。

第三, 股权融资。通过股权融资, 可以在一定程度上得到稀释, 外部力量的引入有助于企业治理结构的优化。在集权股稀释的过程中, 企业利用股票市场的筹资功能, 为企业融通永续发展的资金, 可以极大地增强竞争实力。同时, 企业受到外来的监督和约束, 为健全企业制度提供了必要的外部条件。此外, 可以通过证券市场变现自己的股权, 从而为成员退出企业提供制度平台。比较而言, 股权融资的前提是发育健康和监督到位的证券市场, 而且应该是内部融资和债务融资机制发育相对成熟之后的选择。

经典案例

亿新公司绝对可以称得上是IT界的一颗新星, 成立仅仅3年, 但发展势头迅猛, 随后就成功上市。其CEO林石更是踌躇满志, 对公司的未来充满信心。但是这几天林石一直比较烦, 因为前几天在股东大会上提出的留存盈余融资方案被否决, 让他感到十分困惑。

周日, 林石坐在湖边垂钓, 但纷乱的思绪让他无视湖中鱼儿的反应, 三天前公司高层管理者会议的情景还历历在目。

根据公司财务总监的汇报，截至2004年12月31日，公司股价比前一年拉高了143.12%，主营业务收入达102亿元，同比增长49.6%；净利润高达2.74亿元，增长90.03%；每股收益2.03元，其中每股未分配利润达到3.28元。同时，公司手中的货币资金为6.02亿元，其中未分配利润为3.81亿元，股东权益9.74亿元。从自我维持增长率（在不增加外部权益时，公司销售额的最大的增长能力就是自我维持增长率，这个数值等于留存收益除以所有者权益）来看公司的未来发展，截至2004年12月31日，自我维持增长率为39%（ $3.81/9.74=39\%$ ）。也就是说，如果不能从外部获得资金，那么公司2005年的最大增长率只有39%。如果公司要想在2005年实现60%的销售增幅，其2005年的资金缺口至少在2.03亿元（ $9.74 \times 60\% - 3.81 = 2.03$ ）。换句话说，2005年该公司的融资需求总额为5.84亿元（ $2.03 + 3.81 = 5.84$ ）。

公司的高管们都明白，目前公司虽然发展前景很好，但如果资金缺口全部通过银行来解决，融资成本太高。过了一会儿，资金计划部刘经理说：“西方企业融资都遵循这样的先后顺序：内部融资——外部债务融资——外部股权融资。因此，我们应将2004年的未分配利润全部留存，这样可以获得低成本的资金，而剩余的2.03亿元的缺口则可以通过外部融资来解决。”低成本融资的诱惑和公司美好的前景，让这一提议得到了一致认可。

想起这次公司管理层会议，林石嘴角不自觉扬起一丝微笑，但随即，微笑变成苦笑，因为这一方案最终未能在之后进行的股东大会上获得通过。在股东大会上，当亿新公司管理层宣布，公司计划将股利分红留存作为资本金时，部分股东提出了异议：中小股东提出自己购买公司股票就是因为公司的业绩良好，希望年终分得红利，现在公司决定不分红就是在损害他们的利益，并对公司控股股东的道德产生质疑；而有一家大股东则提出自己在2005年有一项新的投资计划，指望红利来填补资金缺口，坚决要求亿新公司管理层尊重股东权益，实施分红计划。结果，亿新公司内部融资的计划在第一次股东大会上被否决。

“呵呵，年轻人，钓鱼就是钓鱼，这样三心二意，怎么能钓上鱼来

呢？”一个爽朗的、底气十足的声音打断了林石纷乱的思绪，他抬头一看，是钓友老黄。老黄径自坐在林石不远的地方，看似无意地说：“总不能让鱼自己跳上岸，再主动跑到你的筐里来吧。”林石心中一动，走到老黄面前说了声“谢谢”，便收起钓竿匆匆走了。

周一，林石召开公司高层管理者会议，林石说：“这次的融资方案之所以失败，在于融资计划没有顾及股东的短期利益，长远利益固然美好，但是我们在股东大会之前并没有跟股东做充分沟通，没有说清楚长期利益有比短期利益更加美好的前景，这就好比钓鱼，鱼儿是不会自动跑到筐里一样，股东在没有明确长期利益大于现在的短期利益之前，又怎会主动放弃目前唾手可得的短期利益呢？所以，我们现在要做的就是主动出击。”随后，在充分考虑股东长短期利益期望的情况下，亿新公司管理层制定了新的股利分配方案：10派5元（含税）转增10股。这意味着该公司实际融得内部资金314亿元，发行公司债券21亿元，银行借款6000万元。

之后的一个星期，公司管理层逐一走访了投反对票的大股东，向他们分析了公司未来的赢利趋势，说服他们继续将资金投入亿新公司以获得比新项目更大的收益率。同时，公司管理还走访了部分中小股东，向他们解释公司发展的目标和股东利益的一致性，树立起他们对公司未来业绩的信心，并保证如果他们继续投资该公司，他们2005年将拿到比2004翻一番的红利。在亿新公司的第二次股东大会，新的融资方案最终获得股东大会通过。由于获得了成长期最重要的一笔资金，亿新公司在2005年发展更加迅速，销售额增长60%的计划只用了三个季度就提前完成。（本案例来源于：《全球品牌网》，作者，施莉莉）

案例评析

亿新公司之所以在2005年发展更加迅速，销售额增长60%的计划只用了三个季度就提前完成，是因为亿新公司采用了留存盈余融资。什么是留存盈余呢？所谓留存盈余是指企业生产经营所获得的，留存在企业

尚未以股利形式分配给股东的利润。留存盈余是企业历年累积起来的，故又称累积资本。因为留存盈余融资主要源自企业内部正常经营形成的现金流。同其他融资方式相比，留存盈余融资最大特点，就是融资成本低、风险小、方便自主，其主要的表现形式是向股东配股。留存盈余不仅是最直接的资金来源，而且是提高外部融资能力的先决条件，一个内部融资占主导地位的资本预算，对金融机构和其他投资者都具有很大的吸引力。从企业的发展阶段来看，留存盈余融资是企业创业成长阶段的首选融资方式。企业在创业期间规模较小，赢利较少甚至为负，获取银行等外部融资渠道的资金比较困难，所以只有通过留存盈余融资才可以得到方便自主、风险小的资金。特别是那些前景看好的高新技术企业，股东也会为获得长期利益而愿意放弃股利分红或者少拿股利分红而继续增加资本金。

第2章 债务融资

实战技巧

企业融资的重要方式有股权融资和债务融资。债券融资是指企业通过向个人或机构投资者出售债券、票据筹集营运资金或资本开支。个人或机构投资者借出资金，成为公司的债权人，并获得该公司还本付息的承诺。企业的融资决策都是要考虑融资渠道和融资成本的，因此，产生了一系列的融资理论。债务融资可进一步细分为直接债务融资和间接债务融资两种模式。

第一，直接债务融资。商业信贷、商业票据发行、亲友借款和业主贷款等是较常见的直接债务融资方式。直接债务融资还可分为内源性直接债务融资和外源性直接债务融资。

(1) 内源性直接债务融资的特点有二：一是融资方式灵活。二是利率水平灵活性大。这是由于贷款提供者作为内部人士，与企业的关系决定的。

(2) 外源性直接债务融资方式包括发行商业票据、发行债券和要求商业信贷。对于中小企业来讲，发行商业票据和发行债券一般比较困难，对大多数的中小企业来讲，商业信贷则是最常采用的外源性直接债务融资方式。

第二，外源性间接债务融资。一般来说，外源性间接债务融资包括

银行贷款、非银行金融机构贷款、信用合作机构贷款和融资租赁。应该说，外源性间接债务融资是中小企业最主要的融资方式，其中，银行贷款和融资租赁是其中的重中之重。

(1) 银行贷款。银行向中小企业提供贷款时，所考察的内容与向大企业提供贷款时有所区别。在考察对中小企业的信贷时，银行通常重点考察企业经营者的“特点”和“抵押品”，而中小企业的信息透明度低使得银行要求更高、更多的抵押品以防止经营者的道德风险行为。

(2) 融资租赁。利用租赁进行融资的基本方式有两种：一种是金融租赁。这种租赁方式的承租方必须签订不可撤销的租赁合同，并负责租赁物品的全部维修费用支出，租期长，通常与资产的经济寿命相一致，承租人有义务支付包括设备成本的分期摊销额和应付利息的租赁费，直到租约期满。另一种方式是经营租赁。经营租赁属于短期租赁，租期通常小于该资产的经济寿命，并且合约经常可取消，租赁物品的维护和保养通常由出租方承担。租赁使中小企业能减少资本需求，通过提高财务杠杆比率，还能使企业将支出水平平均分摊到各使用期，而且还会给企业带来不断更新设备的机会。一般来说，对于预期收益较高，能够承担较高的融资成本，而且经营风险较大，要求融资的风险较低的企业倾向于选择股权融资方式；而对于传统企业，经营风险比较小，预期收益也较小的，一般选择融资成本较小的债务融资方式进行融资。相对于股权融资，它具有以下几个特点：

(1) 短期性。债务融资筹集的资金具有使用上的时间性，需到期偿还。

(2) 可逆性。企业采用债务融资方式获取资金，负有到期还本付息的义务。

(3) 负担性。企业采用债务融资方式获取资金，需支付债务利息，从而形成企业的固定负担。

(4) 流通性。债券可以在流通市场上自由转让。

股权融资所得资金属于资本金，不需要还本付息，股东的收益来自于税后盈利的分配，也就是股利；债务融资形成的是企业的负债，需要

还本付息，其支付的利息进入财务费用，可以在税前扣除。

债务融资比例，即资金总量中债务资金的比例对公司治理产生的影响。

第一，提高债务融资比例能够降低企业自由现金流，提高资金使用效率。自由现金流表示的是公司可以自由支配的现金。如果自由现金流丰富，则公司可以偿还债务，回购股票，增加股息支付。当公司产生大量的自由现金流时，经理从自身价值最大化出发，倾向于不分红或少分红，将自由现金流留在公司内使用，经理可以自由支配这些资金用于私人利益，或是进行过度投资，降低了资金的使用效率。首先，由于对股东的支付会减少经理控制下的资源，因而减少了经理的权利，甚至在企业必须获取资金时，又会受到资本市场的监督，因此经理倾向于不少红或少分红；其次，当公司内部留有大量自由现金流时，经理可以将自由现金流用于私人利益，这直接增加了经理的效用；再次，企业经营者有将企业扩张到超过最优规模的动机，因为经营者的权利因他们所控制资源的增加而增大，而且与销售增加正相关的经营者的报酬也会相应增加，导致企业进行过度投资。然而，股东的利益在于公司价值最大化和投资回报问题，规模大并不代表效益高。因此，如何让经营者支出现金而不是投资于回报小于资本成本的项目或者浪费在组织的低效率上，这是公司治理的一项重要任务。原本企业可以通过股票回购或发放股利形式将现金支付给股东，从而能够降低自由现金流量的代理成本。但是，由于使用未来现金流的控制权留给了经理，经理从自身效应最大化出发，难以保证上述行为的必然实施，也就是说，发放股利或股票回购对经营者的约束是软性的。与此相反，企业向债权人按期还本付息是由法律和合同规定的硬约束。企业经营者必须在债务到期时，以一定的现金偿还债务本息，否则面临的将是诉讼与破产。负债融资对经营者的这种威胁，促使经理有效地担负支付未来现金流的承诺。因此，因负债而导致还本付息所产生的现金流出可以是红利分配的一个有效替代物，从而更好地降低自由现金流量的代理成本，提高资金使用效率。

第二，提高债务融资比例能够优化股权结构

最早对负债融资的股权结构效应做出分析的是Jensen和Meckling (1976)，他们研究表明，在经营者对企业的绝对投资额不变的情况下，增大投资中负债融资的比例将提高经营者股权比例，减少股东和经营者之间的目标利益的分歧，从而降低股权代理成本。如果债权人对公司的约束是硬的，那么在股权分散、法人或管理层持股比例较小的情况下，增加负债融资，一方面能相对提高公司的股权集中度和管理者持股比例，增加大股东的监督力度和管理者与股东利益的一致性；另一方面，使债权人特别是大债权人能更好地发挥对大股东、管理层的监督和约束的职能。因此，在相对分散的股权结构中，负债融资一方面增加了管理层的激励，对约束经营者行为、防止经营者过度投资，降低股权代理成本、改善公司治理结构、提高公司业绩起着积极的治理效应；另一方面，债权人的监督约束了大股东的私利行为，避免大股东对中小股东的侵害。而当股权过于集中时，大股东利用手中的控制权通过董事会中的绝对多数来直接控制经营者。此时，经营者为了保住自己的职位，往往会迎合大股东一起来侵占债权人、其他股东（尤其是小股东）利益。大股东的股权集中优势越明显，这种可能性就越大。此时外部融资的困难将会加大。因为当债权人和其他中小股东事先预料到大股东这种利益侵占行为时，要么就拒绝融资，要么就要求提高投资收益。从公司治理的角度看，如果外部负债融资不能到位，这种负债的监督和约束功能将无从发挥，从而影响公司治理效率。

第三，提高债务融资比例可以激励经营者努力工作

经营者与所有者有不同的风险偏好，即经营者更倾向于不冒风险，因为他们的财富同公司正常运转相联系。就公司所有者而言，他们更关注股市的系统性风险对公司股价的影响，因为对于一个分散化投资者来讲，这种投资组合策略已大大降低了行业或单个企业所特有的非系统性风险。相反，经营者却无法有效地分散风险。对于他们来说，其拥有财富的大部分都同其所在公司的绩效有关。他们的工资收入、股票期权及人力资本的价值在很大程度上有赖于公司的正常运转。而当公司出现问题时，经营者的财富很难在公司转移。从这一点上讲，他们所遭遇的风

险更像一个债权人的风险而非股东的风险。增加上市公司的负债资本比率，提高了流动性风险和发生财务危机的可能性，提高了经营者不当决策的成本，即债务可作为一种担保机制。

债务融资类型结构，即不同来源的债务比例对公司治理的影响。企业债务主要包括以下几种类型：商业信用、银行信贷、企业债券、租赁等。不同类型的债务对于约束代理成本各有其特点而多样化的债务类型结构有助于债务之间的相互配合并实现债务代理成本的降低。

第一，银行信贷

银行信贷是企业最重要的一项债务资金来源，在大多数情况下，银行也是债权人参与公司治理的主要代表，有能力对企业进行干涉和对债权资产进行保护。但银行信贷在控制代理成本方面同样存在缺陷：流动性低，一旦投入企业则被“套牢”；信贷资产缺乏由充分竞争产生的市场价格，不能及时对企业实际价值的变动做出反应；面临较大的道德风险，尤其是必须经常面对借款人发生将银行借款挪作他用或改变投资方向，以及其他转移、隐匿企业资产的行为。债务人的道德风险由于银行不能对其债权资产及时准确地做出价值评估而难以得到有效的控制。

第二，企业债券

债券融资在约束债务代理成本方面具有银行信贷不可替代的重要作用。

首先，企业债券通常存在一个广泛交易的市场，投资者可以随时予以出售转让。这就为债权投资人提供了充分的流动性可以降低投资的“套牢”效应，也即是降低了投资的专用性。在这种条件下，债权人对权利的保护不再是必须通过积极的参与治理或监督，还可以通过“一走了之”的方式。显然在这种情况下，债权人与股东之间的冲突被分散化了（至少从特定债权投资者的角度来说是如此），债权的代理成本相应降低。这与股票的流通能带来股权资金的相对低成本使用是类似的道理。

其次，债券对债权融资代理成本的约束还通过“信号显示”得以实现。由于债券存在一个广泛交易的市场。其价格能对债券价值的变化做出及时的反应，并且，债券的价格变动还将反映出企业整体债权价值和

企业价值的变化。企业债券实际上起到了一个“显示器”的作用，可以使债权人及时发现债权价值的变动，尤其是在发生不利变动时迅速采取行动来降低损失。显然，债券的这种作用有利于控制债权人与股东之间的冲突——在冲突刚开始时就及时发出信号，引起债权人的重视并采取适当行动，从而防止冲突扩大或升级。银行对贷款的质量评估也可以起到类似作用，但由市场来对企业债务定价，不仅成本要低得多，而且准确性和及时性要高得多。债券的这种信号显示作用是其他债权融资方式所没有的。当然，与银行信贷相比，债券融资亦有不足之处，主要表现为债权人比较分散，集体行动的成本较高，而且债券投资者较大众化，未必是专业机构。这些特点显然不利于债券投资者约束债权的代理成本。

第三，商业信用

商业信用是期限较短的一类负债，而且一般是与特定的交易行为相联系，风险在事前基本上就能被“锁定”，所以它的代理成本较低。但是，由于商业信用比较分散，单笔交易的额度一般较小，债权人对企业的影响很弱，大多处于消极被动的地位，即使企业出现滥用商业信用资金的行为，债权人也很难干涉。

第四，租赁融资

租赁融资作为一种债务融资方式，最大的特点是不会产生资产替代问题，因为租赁品的选择必须经过债权人（租赁公司）审查，而且是由债权人实施具体的购买行为，再交付到企业手中。另外，在债务清偿之前，债权人始终拥有租赁品在法律上的所有权，对企业可能的资产转移或隐匿行为都能产生较强的约束。从这个角度来看，租赁融资的代理成本较之其他方式的债权融资显然要低得多。

从上面的分析可以发现，各种债权融资方式在克服代理成本方面均具有各自的优势与不足。因此在债权融资中应实现各种融资方式之间的取长补短将各种具体的债权资金搭配使用、相互配合，最大限度地降低代理成本。而在所有可能的债权融资方式中，银行借贷与发行债券无疑是两种最为重要的债权融资方式，银行贷款与债券不仅具有替代性，更重要的是它们具有相当程度的互补性。银行作为债权人在参与公司治理

与监督方面具有显著优势，而债券则可以及时发出信号为债权人的行动提供依据，因此在实践中应该通过它们之间的合理搭配来实现代理成本的降低。

债务融资对经理人的约束主要表现在以下四个方面：

(1) 公司的债务融资会降低公司投资能力，控制其无限的投资冲动，保护投资者利益。当公司有较多经营盈余时，股东一般希望能将盈余资金以股息的形式返还，而经理一般愿意用来投资。即便在投资机会较少时，经理也希望去兼并和收购扩张，以增加自己的控制权。但从股东的角度看，这种支出是低效的。在这种情况下，公司有债务负担，债务支出减少了公司的现金流量，从而降低了经理从事无效投资的选择空间。

(2) 债务约束加重了公司破产的可能。在有些情况下，让公司破产可能更有利于投资者的利益，但经营者一般不愿意让公司破产。在这种情况下，如果存在硬的债务约束，债权人就可以依照《破产法》对公司进行破产清算。

(3) 债务融资限制公司在无效投资方面的作用与公司的行业特征有关。一般说来，处于新兴产业的公司的债务比已经处于成熟行业中的公司低，因为成熟行业的投资机会相对较少，这些公司在长期经营中又积累了较多的盈余资金，负债在限制公司无效投资方面的作用比较弱。而对那些处于新兴行业中的公司来说，其价值主要在于未来的增长机会，近期内可能没有足够的当期收益来还本付息，在限制公司无效投资方面的作用较强。

(4) 债权人很容易观察到公司过去偿还贷款的记录。公司偿还贷款的记录越好，公司进一步获得贷款的成本就越低，这就鼓励了公司良好经营和保持较好的还款记录。

总之，债务会迫使经理将企业现金的收入及时分配给投资者而不是自己挥霍；债务还会迫使经理们出售不良资产及限制经理进行无效但能增加其权力的投资；当债务人无力偿债或企业需要融资以偿还到期债务时，债权人就会根据债务合同对企业的财务状况进行调查，从而有助于提示企业的信息并更好地约束和监督经理。

中国石油在2009年发布的股东大会决议公告让市场松了一口气，在2009年5月12日召开的股东大会上，中国石油累计发行不超过1000亿元人民币或外币债务融资工具的融资计划获得通过，该融资计划比此前公告的1500亿元有所缩减；由于其再融资不是从股市上筹资，不增大股本摊薄权益，对公司股东有利，原股东大会文件中提出的或增发不超过20%新股的计划不在主要考虑范围。加上油价上涨预期，中石油再度放量拉高，带动沪指再创新高，中石油终盘大涨6.07%。

2009年5月6日，中石油公布的2008年股东大会文件称，因公司自由现金流大幅下降，为满足正常的生产经营及投资活动，2009年需要融资1500亿元。可能的融资方式包括最多发行1000亿元长期债券及增发不超过20%的新股等。中国石油董事长蒋洁敏在股东大会上表示，根据目前的情况，2009年只需要融资1000亿元即可，主要是以债务融资为主。依据此前公布的股东大会文件，可能采用的融资工具包括短期融资券、中期票据、公司债券、资产证券化产品、资产支持票据等。债券可向公司股东配售，最长期限不超过15年。融资将主要投在重点战略项目上，首先是加强勘探开发板块的鄂尔多斯盆地、塔里木盆地等重点探区的开发力度，第二是沿海炼化战略结构调整的投入，第三是建设油气管道，包括东亚引进的天然气管线、俄罗斯的原油管线，最后就是用于海外业务扩展。

目前中国石油的海外项目主要集中在哈萨克斯坦、委内瑞拉、俄罗斯等地，整个海外业务占中国石油业务总量比例较小，2008年在海外获得的权益产量只占整个公司权益产量的7.8%。蒋洁敏表示希望通过8~10年的努力，使海外业务实现规模、有效和可持续增长。据介绍，中国石油在委内瑞拉执行的项目进展顺利，正常情况下每年可以获得4000万吨规模的原油和重油资源。另外中石油正在与埃克森美孚谈判购买液化天然气（LNG），目前商务谈判已经结束，法律上不存在问题，进展顺利。

分析人士指出,2008年来我国重大工程中“西气东输”二线的推进,使中石油直接受益;另外收购勘探将增加中石油新业务,若今后油价上涨,公司效益将提升。目前公司资本结构中债务资本仅占12.9%,所以公司重点通过债务融资是可行的。2009年1月13日和3月19日,中国石油已分别发行了总计300亿元的中期票据。

案例评析

受金融危机和消化库存影响,2009年一季度,中国石油主要经营板块包括原油开采、成品油产销、化工产品产销均出现同比下滑。“这是公司根据国内经济形势所做的主动调整。”中国石油总裁周吉平指出,面对目前国内经济形势的逐步好转,中国石油将根据形势变化,随时调整。

2009年5月7日,中国石油对外发布的2008年年度股东大会资料明确表示,为满足公司生产经营需要,调整债务结构,补充流动资金,降低融资成本,公司拟以一批或分批形式发行一种或若干种类的债务融资工具。为把握市场有利时机,拟申请发行上述债务融资工具的一般性授权。按照计划,该议案将提请5天后召开的股东大会,以特别决议案方式申请批准。近期,招商银行宣布,将进行巨额股本融资以增加资本金,因此,中国石油的这一重磅筹资意向注定将备受市场瞩目。“要是股权融资肯定对公司的股价产生不利影响,毕竟发新股即意味着要对现有股东的权益造成稀释。”北京一家大型管理公司基金经理指出。对此,周吉平明确介绍,“公司的权益资本已达87.1%。”很明显,如何发挥好公司现有债务杠杆,应是中国石油主要考虑的问题。但议案通过并不意味着中国石油马上对外发行债券。周吉平表示,上述发债计划主要是需要股东会授权通过,董事会才能具体操作。

“目前,这些议案只表明公司2009年内有发行1000亿元债券的计划,但是,到底发不发、何时需要发、发多少……都还没有确定,需要董事会根据具体情况做出决定。”周表示,中国石油目前的债务资本仅占12.9%,因此,公司即使发行1000亿债券,财务压力也应该不会很大。在

此次突然再次抛出1000亿债券融资计划之前，2008年6月11日，中国石油曾计划在境内公开发行不超过600亿元公司债券。在经历2007年中国石油回归A股时的疯狂后，投资者对每一次巨额融资都敬畏三分。对此，周吉平解释，“2009年公司的资本开支和2008年相比应该基本持平。”是次计划发行的1000亿债券融资计划将主要投在4个方向。“第一，勘探开发，这是公司的第一大战略，目前，包括鄂尔多斯盆地、柴达木盆地的勘探等，一些重点探区需要加大勘探力度；第二，炼油炼化战略调整，未来公司将继续对沿海炼化战略进行积极调整；第三，建设油气管网，主要是油气大通道，包括从中亚引进的天然气管线、俄罗斯引进的燃油管线；第四，加大海外业务的拓展。”近年来，由于不断进行海外战略，中国石油每年的资本开支都近2000亿元，一直为资本市场所关注。公开资料显示，实际上，中国石油2009年资本性支出将在2322.1亿元，与2008年的1823.9亿元相比，增加498.2亿元，增长27.3%。“十一五”期间，中国石油的项目投资支出较大，加之原油价格走高造成特别收益金大幅增加，及国内成品油价格不到位等原因，公司资金需求很大。

“资金需求大，一直是中国石油近年来的一个主要话题。”上述基金经理指出，考虑到目前国际危机及国内经济形势仍处于震荡阶段，国内成品油及化工产品的需求不会马上出现旺盛的局面，短期内，中国石油的现金流问题，一直是大家关心的内容。不过，中国石油2009年一季报显示，历经2008年的艰难时期后，公司现金流已开始出现好转。2009年一季度，公司经营现金流同比增长91.8%至628.94亿元，主要来自营运资金变动。相应的每股经营活动净现金流达到0.34元，同比增长88.9%。更值得关注的是，尽管2008年11月19日，证监会发审委有条件通过中国石油发行300亿元公司债券的申请，但截至目前，公司并没有表示将于何时启动300亿元公司债的发行。“1月份，公司发了300亿元中期票据后，目前，公司事实上并不差钱。”5月12日，股东大会现场，一位中国石油内部人士介绍。此外，该人士介绍，由于近期国际油气资产价格回升，二季度，中国石油很可能存在将之前因油气资产价格暴跌出现的资产减值，进行冲回操作。实际上，一季度，中国石油已经冲回资产减值损失500万

元左右，尽管这对公司盈利影响较小，但公司2008年四季度减计的117亿元减值仍没有冲回。民生证券研究员王凤华认为，这部分减值主要是炼油板块的机器设备固定资产减值，如果未来这部分减值能部分冲回，将影响2009年每股收益约0.03元。

第3章 风险投资

实战技巧

风险投资是指具备资金实力的投资家对具有专门技术并具备良好市场发展前景，但缺乏启动资金的创业家进行资助，帮助其圆创业梦，并承担创业阶段投资失败的风险的投资。投资家投入的资金换得企业的部分股份，并以日后获得红利或出售该股权获取投资回报为目的。风险投资的特色在于甘冒高风险以追求最大的投资报酬，并将退出风险企业所回收的资金继续投入“高风险、高科技、高成长潜力”的类似高风险企业，实现资金的循环增值。投资家以筹组风险投资公司、招募专业经理人、从事投资机会评估并协助被投资事业的经营与管理等方法，早日实现投资收益，降低整体投资风险。风险投资在我国是一个约定俗成的具有特定内涵的概念，其实把它翻译成创业投资更为妥当。广义的风险投资泛指一切具有高风险、高潜在收益的投资；狭义的风险投资是指以高新技术为基础，生产与经营技术密集型产品的投资。根据美国全美风险投资协会的定义，风险投资是由职业金融家投入到新兴的、迅速发展的、具有巨大竞争潜力的企业中一种权益资本。从投资行为的角度来讲，风险投资是把资本投向蕴藏着失败风险的高新技术及其产品的研究开发领域，旨在促使高新技术成果尽快商品化、产业化，以取得高资本收益的一种投资过程。从运作方式来看，是指由专业化人才管理下的投资中介

向特别具有潜能的高新技术企业投入风险资本的过程，也是协调风险投资家、技术专家、投资者的关系，利益共享，风险共担的一种投资方式。事实上，中小企业获得风险投资基金的方法有两种：一种是直接向风险投资机构进行申请，由于目前国内尚未形成风险投资的有效机制，所有风险投资机构都是分散经营的，而且以国外机构占主要地位，因此直接申请的相对难度较大。另一种获得风险投资的方法是通过中介机构进行，申请人的利益保障主要看中介机构的素质，并不是所有中介机构都能承担申请工作的，即使是著名的或经验丰富的中介机构也不见得都能满足每个申请人的要求。中小企业能否获得风险投资，主要取决于以下几个方面：

首先，企业要能推出好的项目，项目本身有好的盈利预期和前景。种子期、萌芽期风险资本的投入占整个风险投资的比例极小，纯粹的创业概念一般难以获得风险投资的青睐。如果企业自身对某一项目已有一定的投入，并积累了相当经验，获得风险投资的可能性将会大大增强。

其次，包装好的商业计划书。在国外，中小企业寻求外部资金的途径是提出商业计划书，商业计划书勾画出企业发展的设想，反映出创业家对企业创业发展障碍的认识及对策，是风险投资公司筛选评估的主要依据。一个活跃的风险投资公司每年可收到上百份这样的商业计划书，而确定能够投资的仅五六份。往往只有注重新技术思想、采取新的推销战略开拓市场的商业计划书才会受到青睐。一般说来，好的商业计划书应该包括：全面介绍企业的发展历程及发展目标；管理层简历；有关知识产权的法律文书；投资额及投资方向；产品或服务介绍，包括专利特点、价格以及业绩；市场分析，涉及深层次的市场规模、销售渠道、顾客来源以及竞争分析总述，包括3~5年规划，财务计划和实施方案等等。写商业计划书时，特别要注意的是用规范化的设计使企业的3年、5年计划有明确的思路和构想，投资回收期不要拉得太长，中国的风险投资家对投资回收期的要求比国外（5~7年）高，合适的投资回收期为3~4年才行。

再次，通过中介机构进行风险投资基金申请时，一定要注意中介机

构的个人和整体素质。中小企业自己所拥有的资金很少，但又不得不聘用中介机构。这时可以在征得中介机构同意的情况下，自己负担申请过程中的主要工作，中介机构从中协助。中介机构的一般性开支，如差旅费、电话费、复印费等费用尽可能由企业实报实销，而中介机构的收入，企业应预先在申请风险投资基金时予以保留。

最后，培育优秀的创业团队。风险投资业内有这样一个形象的比喻：马（产品或项目）、赛马场（市场）和机会（财务指标）都不是最重要的，决定风险投资家是否下注的是骑手（创业家或创业团队）。统计数据表明，大约只有1%以下的项目能通过风险投资家的初步筛选。可见，优秀的创业家及其创业团队的品性、创新能力至关重要。因为环境与市场的变化不可预见，也无法控制，只有优秀的创业团队才能克服困难迎接挑战，确保成功。

综上所述，融资难是制约中小企业发展的重要因素。我国经济体制改革的不断深化在给中小企业提供了新的发展机遇的同时，也要求它们尽快形成适应市场经济运作的金融方式，中小企业应敢于融资创新，拓宽融资渠道，充分利用直接融资的新方式——风险投资。

经典案例

1999年内蒙古小肥羊餐饮连锁有限公司（下称“小肥羊”）在包头开业，仅用了7年时间就在包括港澳台的中国以及日本、北美快速扩展了720家分店，扩张速度之快令人惊叹。2006年7月24日，小肥羊同英国最大的创业及私募投资机构3i集团公司（下称“3i”）和西班牙普凯基金公司（下称“普凯集团”）达成投资协议，规模达2500万美元，开创了外资入股中国餐饮企业的第一例。

可能连小肥羊的创始人张钢当时也没有预料到，他的一家火锅店能发展为一家餐饮帝国，更让他没有料到的是，他的餐饮帝国的崛起竟来自于“不蘸小料一招鲜”这种独特的火锅。

1998年初，张钢和朋友在一起吃羊肉火锅的过程中，发现“不蘸小

料”的火锅味道不错，朦胧之中张钢感觉这是一个商机。张钢意识到羊肉火锅将是一个大市场，决定自己开家火锅店。经过反复配置，多次改进，一种用当归、枸杞、党参、桂圆等调料独特配置的火锅锅底料诞生了。羊肉入汤后，口感嫩，口味鲜香，完全可以不蘸小料。这样，就甩掉了烦琐的小料包袱，开辟了一条火锅快餐化之路，为日后小肥羊的规模化、连锁化经营打下了基础。

在中国人眼中很吉利的日子——1999年8月8日，小肥羊的第一家店在包头开张了，一开业便受到消费者的欢迎。随后，小肥羊的发展犹如星火燎原，直营店、加盟店当年便开始向全国延伸。从2003年开始，小肥羊已经连续3年营业额仅次于拥有肯德基、必胜客等著名餐饮品牌的中国百胜餐饮集团，荣居“中国餐饮企业百强第二”。从下面的一连串的数字里可以窥见小肥羊发展的速度有多快了。

2000年，在上海、北京、深圳开设直营和连锁加盟店。

2001年，正式开始特许加盟，当年发展445家，实现营业收入15亿元。

2002年，正式在火锅店家乡成都开业，这一年销售额25亿元。

2003年，加盟店达到660家，并在美国开店，销售额达到30亿元的规模。

2004年，第696家分店开到香港。

2005年5月27日，排位718的台湾松江店开业，小肥羊成功进入台湾地区。10月份，小肥羊在香港开了第四家店，为小肥羊创造了14亿元的营业额。11月8日，北美第一家直营店——多伦多小肥羊店试营业的当天流水就有5万元。2005年底，小肥羊店数达到720家，销售额达到52.5亿元。

2006年，小肥羊还在日本跟一家上市公司合作开设了一家连锁店。目前，小肥羊正在进行的海外扩张行动目的地包括新加坡、韩国等亚洲市场以及美国市场。

嗅觉灵敏的风险投资家很快就发现了小肥羊的投资价值。3i的王岱宗无疑是其中最灵敏的一位。2005年，王岱宗离开高盛，出任3i副总裁。加盟3i后，王岱宗一直在琢磨着什么样的企业值得投资。他想到了若干

年前曾经在上海光顾过的小肥羊，当时小肥羊火锅鲜美的味道给他留下的印象至今深刻。在王岱宗看来，小肥羊原料和汤料是标准化的，非常适合规模化发展。在经过各种渠道对小肥羊了解后，王岱宗径直飞到小肥羊的总部——号称“稀土之都”、“草原钢城”的内蒙古包头，提出对小肥羊最少投资2000万美元的意愿。然而，由于经营状况良好，小肥羊并没有融资的想法。“我们不缺钱”，这是王岱宗最初从小肥羊得到的答复。即便需要，1000万美元也足矣。投资人伸出的橄榄枝就这样被婉拒了。

不过，风险投资人没有那么容易被拒绝，经过对小肥羊的经营模式进行分析，特别是小肥羊兴起的法宝——连锁经营模式进行了周密的调研和分析，用投资者锐利的眼光看出了这一法宝同时也是小肥羊的心结。投资人再次上门洽谈，祭出了经过自己调研后的法宝，列举了小肥羊在目前经营中的软肋所在，同时对小肥羊阐述了自己在这方面的优势，以及能给小肥羊带来的解决方案，终于说动了小肥羊决定引入战略投资者。到底是什么让小肥羊一改初衷呢？正是其赖以发展的法宝——连锁经营。

2000~2002年，小肥羊为了追求规模效应和资金的原始积累，曾大面积发展特许加盟店，然而，扩张过快的特许经营带来了管理上的隐患，对加盟商的管理曾一度失控。加盟商追求利益和小肥羊追求规模效应之间出现了鸿沟，一些加盟商的不规范行为给小肥羊的业绩和品牌造成了恶劣的影响。小肥羊决定调整战略，收回加盟店，大力发展直销店来达到一石多鸟的目的，3i的资金就显得相当必要了。毕竟靠小肥羊自身的流动资金和银行贷款还不足以在短期内完成这么紧迫的任务。

小肥羊准备引入外资的消息很快在业内传了开来，就在做审计的那一段时间里，包括摩根、高盛等在内的境内外20多家风投机构纷纷找到小肥羊，明确表达投资意向的也有三四家。而在各方风投慕名涌来的时候，3i也不断前往小肥羊进行谈判。各个公司的方案摆在小肥羊面前，其中也有让小肥羊非常动心的方案，但最终，小肥羊还是选定了最早到来、接触时间比较长，行事风格也比较合拍的3i做投资合作伙伴。小肥羊常务副总裁卢文兵解释道：“在接触过程中，3i对于餐饮行业的理解和深厚的

国际网络让我感到有些吃惊。”事实也的确如此，在参股小肥羊之前，3i已经在全球投资了60多家食品企业，对餐饮连锁具有丰富的行业经验和网络关系。然而，和3i的谈判并不是一帆风顺。双方曾就股价问题发生了激烈的争执。3i给出7倍的市盈率，但小肥羊觉得太低，要求10倍的市盈率。为了这个问题，双方来来回回谈判了好几次，有时候甚至争得面红耳赤。在此期间，其余的竞争对手也给出小肥羊觉得比较合适的价格，但小肥羊和3i最终选择了相互让步。“因为我们觉得价格虽然是重要的，但却不是最终的决定因素。”卢文兵说。

双方谈判进入佳期后，另一家风投机构普凯集团也进入了小肥羊的眼帘。而两者的合作成功同样源于一次巧合。普凯几乎是通过3i集团介绍给小肥羊认识的。普凯集团的两个老板是西班牙人，也是两个球迷，其中一个支持巴塞罗那队，一个支持曼联。巧的是，小肥羊董事长张钢也是曼联的球迷，于是，双方在洽谈时找到了共同话题，谈得特别投机。

两个老板中的一位家里曾经养过羊，因此对羊有着特殊的感情，于是，普凯集团和小肥羊之间的合作谈判几乎是一拍即合。

从2005年8月开始接触，经过一年时间的谈判，2006年7月24日，小肥羊与3i和普凯集团最终签订了投资协议，后两者联手投资2500万美元，占合资公司20%的股份，其他股份为个人出资，而小肥羊创始人张钢及陈洪凯的股权稀释不足40%。3i以16%的股份成为位列小肥羊创始人张钢之后的第二大股东，普凯基金则获得了4%的股份。

除了股份之外，3i还获得了小肥羊董事会当中的两个董事席位，普凯获得一席，分别代表外资股东出任执行董事，在董事会的重大决议上拥有一票否决权。不过与大多数投资公司自己直接出马的做法不同，3i委托了两位餐饮行业内的专家：汉堡王前任国际业务总裁和肯德基中国香港地区现任行行政总裁代表自己出任小肥羊独立董事。

至此，合资公司董事会成员增至11人，其中中方6名，分别是董事长张钢、副董事长陈洪凯、常务副总裁卢文兵以及小肥羊上海、深圳、北京分公司的3名总经理。不过，从2006年开始的3年内，小肥羊承诺业绩增长率不低于40%，即小肥羊每年的利润和销售额同比增长40%以上。如

果完不成约定目标，小肥羊将向两大集团提供补偿。这与当年蒙牛引入摩根士丹利等战略投资者时签的对赌协议颇为相似。至于补偿形式和补偿内容，双方均未向外界透露。

据悉，小肥羊计划用这笔资金的7000万元收购业绩突出的加盟店，6000万元用来开直营店，剩余金额补充流动资金。

对于小肥羊来说，两大集团的进入并不只是单纯的资金投入，更多的把是先进的管理理念带入了小肥羊。“我们的市场已经达到了国际化，我们最需要的是先进的管理理念来帮助企业成长，而这正是他们能够带给我们的。”卢文兵说。同时，3i、普凯也能帮助小肥羊引进小肥羊国际扩张急需的人才。

3i副总裁王岱宗表示，小肥羊原来计划在2007年上市，但是上市还必须考虑到公司的发展速度，太早上市股价较低。基于对小肥羊上市后有较高的估值以及考虑小肥羊未来更好的发展，管理层目前已经达成一致，计划2008年上半年上市。“对于上市地，公司目前倾向香港市场。”（本案例来源于：《中国风险投资研究院》，作者：杨帆）

案例评析

在私营企业发展的过程中，上市融资的吸引力和上市所需严格的财务规范构成了推动其前行的马力强劲却又制动有序的引擎。从国内餐饮连锁企业“小肥羊”的身上，我们清晰地看到活跃的外资风险投资基金与干练的国内经理人熟练驾取这个引擎前行的身影。根据国际经验，一般说来，中小企业生产经营和技术创新活动的发展资金很难从银行取得，这不仅因为有中小企业的信誉、规模以及财务状况等方面的原因，而且因为技术创新有很大的风险性，与银行贷款的安全性要求相矛盾，而风险投资是伴随高新技术产业兴起而发展起来的，它在促进西方国家高新技术企业创业方面发挥了重要作用。国际经验也表明，风险投资实际上是对中小企业发展最有效的支持方式之一。目前世界上许多著名的大公司发展之初都得到过风险投资，如微软公司、苹果公司。国内有四通公

司、爱特信公司、风华高科股份也先后得到风险资本投资。就像上述案例中，为什么风险投资主动上门要求投资“小肥羊”呢？在此，业内资深专家杨帆告诫中小企业，要想获得风险投资，以下三点值得关注：

第一，创新型“吃法”。中餐最难做到的就是标准化，而小肥羊创新性地采取“不蘸小料一招鲜”的火锅吃法，解决了中餐标准化、工厂化这个难题，也解决了原材料的集中供应和店面的快速扩张之间的矛盾，保证顾客在小肥羊任何一家连锁店吃到的火锅是同样的口感。凭借这一创新型“吃法”奠定了小肥羊连锁经营模式的基础，更使得投资人看到了创始人的市场发现能力和经营管理能力。

第二，连锁经营模式。仅仅有创新型“吃法”，而没有好的经营模式，小肥羊也不会成为资本追逐的目标。正式连锁经营模式让“不蘸小料一招鲜”的火锅吃法在中国大地迅速流行，并一举成为国内的名牌餐饮企业。根据2005年“中国500最具价值品牌”排行榜，小肥羊（品牌价值55.12亿元，排名第95位）与全聚德（品牌价值106.34亿元，排名第49位）作为仅有的两家餐饮企业入选。这意味着小肥羊已经有赶超百年老店的实力和水准。而连锁经营模式优势，已被麦当劳、肯德基、沃尔玛、家乐福等国际连锁巨头的成功所证明。连锁模式以其无可比拟的复制力和快速的扩张性显示了巨大的市场潜力。国际资本自然不会对小肥羊这个香饽饽熟视无睹。

第三，巨大的市场潜力。在中国有句俗话，民以食为天。随着国民财富的急剧膨胀，餐饮业已成为近年来国内传统行业中发展最快的细分行业。而小肥羊自1999年8月开业，到2005年5月连锁店达到718家，在不足6年的时间里，就获得如此惊人的发展速度，恐怕连新经济的发展速度也无法与之媲美。面对这样高速发展的企业，投资者对其看好是情理之中的事情。

第4章 商品购销融资

实战技巧

商品融资是指购买商或者销售商以其未来或者已持有的商品权利为抵（质）押，向银行申请短期融资的业务。商品融资的范畴与目前讨论较多的国内贸易融资的范畴交叉重叠，商品融资强调物权和物流对应的收益，不包括服务贸易融资，也不强制要求单据的转移。实际上，国外并不强调流动资金贷款的概念，收益和风险的权衡最终需落实到债项设计上，区域、行业、优先性安排、期限、担保、利率等要素是设计债项上需要关注 and 控制的，至于是流动资金贷款还是项目贷款无关要旨。在国外，商品融资或者说商品收益权融资是基本的信贷产品，大抵没有外国银行家能够理解国内长期存在的铺底流动资金贷款的概念。按照融资对象划分，商品融资可分为卖方融资和买方融资；按照物权凭证的种类来划分，可分为仓单质押融资、发票融资、国内保理、国内信用证项下的打包贷款等。

显然，对于习惯了不问具体债项用途的流动资金贷款的我国银行业来说，商品融资是一个很新的事物。抓住机遇，积极稳健地创新发展，才能抢占业务经营的先机。目前，工行和招商银行推出了商品融资产品。2006年7月18日，工行与中国外运集团签订了《物流金融框架协议》，根据协议，双方将在物流监管与商品融资、物流结算、物流保理、物流担

保和客户信用风险管理方面共同研发新型产品。双方在框架协议项下，签订了《商品融资专项合作协议》，承诺将共同为客户提供原材料及产成品库存、在途货物的融资。与中国外运集团的合作将强有力地推动在仓储保管和监管合作支持下的商品融资业务发展，在可以预见的将来，工行的商品融资业务将取得长足进展。目前，工行北京分行已经运作和推广了“汽车合格证质押贷款”，并尝试推广应收账款质押、仓单质押、国内保理、发票融资、国内信用证等新业务品种；工行上海分行于2005年底成功推出“钢贸通”和“车辆通”，为钢材代理商和汽车经销商提供短期融资。招商银行为客户提供的商品融资产品包括：保兑仓、仓单质押担保贷款、动产抵押贷款、动产质押贷款、商品提货权贷款、国内保理等。

事实上，商品融资对目前的中国银行业还是一个新兴事物，为了解决困于传统流动资金贷款出现的诸多问题，也为了开拓客户资源和新的市场，已有银行在关注商品融资并进行试点。作为传统“商品融资”的延伸，工行“大宗商品贷”可以帮助有效抵押物不充裕的企业客户达到融资目的，从而把低流动性的存货资产转化为高流动性的现金资产。简单来说，就是通过对大宗商品质押作为担保方式向工行申请贷款，工行依据企业的实际还款能力和商品的变现能力给予适度融资，最高贷款额可达抵押物的七成。其中能源化工原材料类、金属及矿业类、商品类、农产品等大宗商品都可以作为担保标的。确实，上述案例是一个成功运用工行“大宗商品贷”进行融资，从而有效盘活存货资产的实例。在具体办理上述业务时，借款人除需在银行有一定的结算记录，生产经营正常且资信良好外，还需注意以下几点：

- (1) 出质人（一般是借款人）须与银行认可的第三方物流公司签订商品监管协议，物流公司对商品的出库、入库进行动态监控。
 - (2) 用于办理“大宗商品贷”的货物必须是产权清晰、性质稳定、用途广泛、价格平稳且易于变现的大宗原材料、产成品或贸易商品。
 - (3) 出质人须购买以贷款行为第一受益人的全额财产保险。
- 其实，商品购销融资在国外已经不是什么新鲜事情了，早在2004年

11月，联合国贸发会议在日内瓦召开“商品贸易融资和发展：创新的融资机制”的专家会议上就提出：需要大力发展商品融资业务。会议认为，在发展中国家和经济转型国家，获得资金的渠道受到严重限制。与世界市场贷款条件相比，发展中国家大多数银行只接受某些固定资产抵押贷款。由于大多数人是初级商品生产者和加工者，缺乏资金而难以实现多样化生产的情况严重阻碍了发展。这次专家会议对商品融资进行了分析，提出发展中国家和经济转型国家更需要大力发展商品融资业务。研究发现，商品购销融资的产品特点是：

第一，以大宗商品为依托。客户以工商银行认可的大宗商品为依托向银行申请融资，改变以往以企业信用为基础的融资方式，向更多客户敞开大门。

第二，适用于企业生产流通的各个环节。原材料、半成品、产成品等多种形态的大宗商品均可进行质押融资，涵盖企业生产加工、成品库存、运输、销售等各个环节；

第三，有效缓解企业流动资金紧张局面。企业通过大宗商品质押融资，减少存货对流动资金的占用，有效盘活存量资产，既不影响正常经营周转，又可获得经营所需的流动资金。

当然，对于那些中小企业来说，商品购销融资适用对象必须符合以下几点要求。

第一，借款人必须是管理规范、经营正常、信誉良好的生产加工企业和贸易流通企业；

第二，拟用于质押的商品是借款人在生产、经营过程中合法拥有，不存在所有权、货款、税收等方面纠纷和争议的具有统一规格和品质、流动性强、市场价格透明的大宗商品。

第三，大宗商品主要包括：金属及矿产品、能源与化工商品、农产品等。

一般地，商品购销融资的业务办理流程如下。

第一，借款人以自己拥有的大宗商品为质物向工商银行提出融资申请；

第二，经银行审批和核押定值后，将商品交银行认可的物流企业入库监管；

第三，银行根据物流企业开具的仓单（质物清单）按照一定的质押率办理融资；

第四，借款人归还融资、补缴保证金或补充同类货物，银行据此释放相应的质物。

商品购销融资的主要融资产品主要有以下几种。

第一，静态质押下的商品融资。商品可以存储于客户自有仓库或监管企业仓库，商品入库后一般不能更换，借款人可随融资额降低逐渐提取质物。

第二，滚动质押下的商品融资。银行确定质物种类、数量、价值的最低要求，并办理质押融资，质押货物可滚动置换，对于超出融资比例的质押部分，借款人可自由存入或提取。

第三，进口信用证项下的商品融资。在进口融资中，信用证项下单据到达并经审核无误后，开证申请人以信用证项下货权单据及提取后的货物作为质押，银行代为付款，信用证项下的货物由第三方物流监管企业报关、提货，并代银行监管货物。

当然，商品购销融资同样注意风险管理，其风险管理要点，以仓单质押为例有如下几点。

第一，交易背景和资料真实性审查。作为依托于商品物权和收益权的商品融资业务，对其交易背景进行严格审查当是题中应有之义。只有交易是真实的，物权凭证和单据才可能是真实的，商品融资对银行才可能是安全的。显然，交易背景和依托于交易背景的资料真实性审查是商品融资业务的首要环节。

第二，银行、借款人和物流企业之间的商品存托和监管协议是风险缓释的重要手段。商品物权和收益权是商品融资的基础，因此在银行不可能建设大规模的仓库来存储货物的情况下，借助物流企业的保管和进出货物的协助监管，能够有效降低商品融资的风险。

第三，选择不易腐烂、市价稳定、流动性良好的商品。执行必要的

购销方资信审查。商品融资将债项审查的地位突出于客户审查之前，但这并不意味着完全免除客户审查环节。所谓“好人办好事”、“坏人办好事”、“好人办坏事”和“坏人办坏事”的组合中，“坏人办好事”的概率要远低于“好人办好事”的概率，因此选择“好人”是必要环节。

第四，依托于商品融资业务的要旨——把握银行资金流、企业物流和信息流之间的无缝匹配，可以衍生出很多的融资产品。把握企业一次生产循环，银行信贷资金的匹配金额、期限、投放进度、回款控制模式都将蕴涵其中。

对银行而言，有的放矢地抓住物流，控制债项风险的流动资金贷款管理新模式将扩大可进入的客户群，增加收益来源；对企业而言，银行的门槛不再可望不可及，持有真实的交易，具有真实的收益就有机会从银行获得杠杆融资，提升发展速度。

经典案例

经营建材生意的王先生从这个月开始将公司的采购、仓储和配送交给了第三方物流企业，他把自己的车队盘了出去，回笼了一笔可观的资金。这样算下来，一年能节省好几百万的场地和运输费用，而且他也可以更加专注于主营业务。

王先生说，通过引入第三方物流，周转速度明显加快，也提高了公司的利润率。交给物流公司可以大大缩短运输的时间，而且能同时应付好几个买家，生意自然也更活络了。

事实上，经营建材生意靠的是实力，上游供货商一般都必须当面结清钱款，而下游采购商往往又要求赊货。要做成生意，只好自己先垫出资金来。最怕就是到了旺季，联系好的业务硬是因为拿不出资金而错失掉。为此，王先生专门跑了几家银行。得到的答复却是：要申请贷款就得拿土地或厂房作为抵押。而王先生的公司场地和设备都是租用的，不能抵押。

正在一筹莫展的时候，王先生从朋友那打听到工行根据中小企业特

点推出了“优先贷”系列融资服务，其中就有针对他们这种情况的“大宗商品贷”。凡是能提供以能源化工原材料、金属及矿业类、商品类、农产品类等大宗商品作为抵押物的，都可以向工行申请贷款。

工行客户经理小陈介绍道，工行设计“大宗商品贷”就是针对像王先生这种被大宗商品占用大量营运资金的客户。工行将根据客户存货的市场价格核定融资额度，发放流动资金贷款。这样就把客户流动性较低的存货资产“转化”为流动性较高的现金资产，帮助客户投入新一轮的生产经营。

为王先生承接物流管理的公司已和工行达成了战略合作协议，同时签订协议的还有几家大型物流企业。因此，今后凡是经由上述物流企业承接物流并安排监管的大宗物资，即可自动获得申请“大宗商品贷”的业务资格，方便客户对存货进行抵押贷款融资。

王先生没想到开展第三方物流无意中竟为他打开了融资方便之门。他算了一下，如果把交给物流公司承运的建材进行抵押的话，至少能够贷到两千万。而这些钱又足够让他进行新一轮的物资采购。这样下来，流动资金放大了好几倍，他今后可以花更多的时间去联系业务了。

案例评析

在王先生这个案例中，我们清楚地知道，商品融资是一种将商品市场、货币市场、债券市场、外汇市场中的各种基本要素重新组合的一种结构化融资创新。其本金或利息与商品价格挂钩，投资者能享受潜在的增值收益，筹资者也能降低融资成本。在我国积极开展商品融资能为企业拓展一条新的融资途径。比如：2008年7月，工行漯河分行引入青岛中远物流仓储配送有限公司为第三方监管机构，以其监管的原棉为质押，为漯河双龙纺织有限公司办理首笔商品融资1000万元，不仅有效降低了企业融资风险，而且为健全完善商品融资业务做出了有益的探索。

一是转变观念，积极进行业务创新。工行漯河分行在严格执行国家

宏观调控及从紧货币政策的基础上，积极转变观念，开阔思路，进行业务创新，学习新业务，推广新产品，努力探寻支持企业发展的新途径。

二是因企而宜，选定商品融资业务。漯河双龙纺织有限公司因生产经营需要，拥有大量储备原棉，原棉符合性能稳定、价格稳定、不易变质、易于变现等商品融资业务质押物的要求。该行在深入调查后，决定为其办理商品融资业务。

三是降低风险，引入第三方监管机构。为有效降低业务风险，工行漯河分行引入具有监管条件和实力的青岛中远物流仓储配送有限公司作为第三方监管机构，对借款企业的库存原棉的质量和数量进行监管。一旦借款企业不能按时还款，由监管方变卖或直接收购所监管原棉。

第5章 资产证券化融资

实战技巧

资产证券化，就是将原始权益人不流通的存量资产或可预见的未来收入通过特设机构（Special purpose vehicle, SPV），构造和转换为资本市场可销售和流通的金融产品即证券的过程。这种由一组不连续的应收账款或其他资产组合产生的现金流量支撑的证券，被称之为资产支撑证券（Asset-backed securities，即ABS）。一般地，资产证券化有如下几个过程：

第一，资产的原始权益人对自身资产进行定性和定量分析，将流动性较差但能带来稳定现金流量的存量资产如应收账款、住房抵押贷款等或未来能带来稳定现金流量的合同或项目进行剥离，出售给SPV。

第二，SPV将从不同发起人处购买的资产“开包”，组合成资产池。这些资产池内的资产采用真实销售的方式从原始权益人处购入，与原始权益人进行了破产隔离，即它不属于原始权益人破产清偿财产的范围。

第三，SPV将资产池内的资产进行结构性重组，设计成各种期限不等、利率高低不一的证券。

第四，进行证券信用增级。信用增级有多种方式：

（1）破产隔离。由于实行破产隔离，使证券化的资产与原始权益人自身的信用水平分开，投资者不受原始权益人信用风险的影响。

(2) 卖方信用增级。一是直接追索权，即SPV对资产遭到拒付时有权向原始权益人追索；二是资产储备，即原始权益人持有证券化资产之外的足以偿付SPV购买金额的资产储备；三是购买或保留从属权利，即由原始权益人向SPV提供一笔保证金。

(3) 第三方信用增级。即由信用较高的金融担保公司提供担保。

第五，进行发行评级。SPV聘请信用评级机构对ABS进行发行评级，并对外发布。投资者据此对投资风险进行判断。在信用增级之前，SPV已聘请信用评级机构进行初步评级。

第六，进行证券销售。SPV发行的证券可采用包销或委托销售的方式由证券承销商负责销售。由于ABS进行了信用增级，已具备较高的信用等级，因此能以较好的条件售出。

第七，SPV获取证券发行收入，向原始权益人支付购买价格，向聘用机构付费。

第八，实施资产管理，建立投资者应收积累金。原始权益人或其他受委托的公司作为服务人对证券化的资产进行管理，负责收取、记录由该资产产生的现金收入，全部存入设在受托管理机构的SPV收款专户，建立投资者应收积累金。SPV向服务人支付服务费用。

第九，还本付息。到了规定期限，由托管机构将积累金拨入付款账户，对投资者还本付息。由证券化的资产产生的收入扣除本息、支付各项费用之后，若有剩余，按协议在原始权益人和SPV之间进行分配。

从理论上讲，大多数流动性较差但能够在未来产生可预见的稳定现金流量的资产经过特别组合后都能证券化。从美、日等国家资产证券化的实践看，适合证券化的资产主要有：

第一，住房抵押贷款。住房抵押贷款是银行贷给购房者的以所购住房作抵押的应收款项，期限较长，流动性很差，但能产生稳定的现金流。美国、日本资产证券化的实践都是从住房抵押贷款证券化开始的。

第二，应收账款。应收账款一般没有利息收入，期限很短，是否能产生现金流量取决于债务人的信用和支付能力。所以对单个应收账款而言，其现金流量是不确定的；但对一组应收账款而言，由于大数定律的

作用，整个组合的现金流却呈现出一定的规律。因此应收账款可以证券化，并成为信用中下的企业融资的重要方式。

第三，汽车抵押贷款和其他消费贷款。

第四，高速公路收费、版权专利费等项目。这些项目能够在未来产生可预见的稳定现金流量，以此为偿债担保发行的债券，也是ABS的一种形式。这种方式在美国已有了广泛实践。在我国，1995年铁道部门利用年收入超过300亿元现金流量的“铁路建设基金”作为偿债担保发行的铁路建设债券就类似于这种类型。

中小企业融资难已经成为一个不争的事实，那么如何才能解决这一难题呢？对此，有专家撰文指出，要解决中小企业融资难的问题，就必须打破金融瓶颈，需要金融创新，创新需要提高整个金融体系的资产流动性，进而拓宽抵押资产来源。创新的关键步骤在于实现资产证券化。资产证券化实现了资金、技术与管理的结合，把投资者、风险资本家（中介机构）和企业管理层三方纳入同一系统，建立一套以绩效为标准的激励机制，从而有效避免了股权融资中所有权对经营权的弱化而产生的“内部人控制”现象，同时也摆脱了债权融资中投资者对企业激励的弱化，大大降低了企业的“逆向选择”与“道德风险”，在机制上更好地解决了信息不对称问题，显著提高了融资效率。通过资产证券化，货币流动性将得以提高，金融与实体经济两大齿轮间才会注入充足的润滑剂，“宽货币、紧信贷”的金融困境才能逐步舒缓。因此，要解决中小企业融资难的问题，业内专家撰文指出，发展我国中小企业资产证券化融资必须做好以下几点。

第一，加大政府支持力度。我国中小企业的融资结构比较单一，就股权融资而言，没有发达国家的天使资金、风险基金和公众资金。在债务融资方面，我国中小企业所能得到信贷资金品种也比较单一。政府已经开始对中小企业融资给予高度关注，从1999年到现在发布了一些文件如：《关于建立中小企业信用担保体系试点的指导意见》、《关于加强和改善对中小企业金融服务的指导意见》等。国家经贸委正在重点抓全国中小企业信用担保体系联网和国家、省两级中小企业信用再担保机构的

建设工作。

第二，促使信用升级。

(1) 应建立有政府背景的中介机构，充当中小企业证券化融资的中介机构。在市场上收购中小企业用于证券化的各种无形资产，并对其进行证券化。政府有关部门出面组建这类中介机构，一方面可以广泛收购中小企业用于证券化融资的资产，实现资产更加充分的组合，使各类成分的资产的风险得到最充分地对冲；另一方面，在起步阶段组建有政府背景的中介机构，能够有效地推动新的融资手段在国内的发展，同时也有利于资产支持证券信用等级的提升。

(2) 设立专项投资基金。在国内，由于金融市场的不健全，通过资产证券化为中小企业融资，还是一项金融创新业务。在起步阶段，不仅在一级市场上需要政府部门给予扶持和推动，在二级市场上同样需要政府部门给予有力的扶持和推动。为此，有必要建立专项中小企业投资基金，专门买卖为中小企业融资而发行的资产支持证券，活跃资产支持证券二级市场。专项投资基金，以政府部门出资为主，同时吸收金融机构、大型工商企业的资金，甚至自然人的资金。国家通过制定有关税收优惠政策，支持专项投资基金发展，鼓励更多的机构和个人投资专项基金，壮大专项基金实力。

(3) 健全信贷担保体系。为了使资产证券化能够较好地解决中小企业融资问题，必须保证资产支持证券享有较高的信用级别，具有投资价值，才能广泛调动各方面资本。提高资产支持证券信用等级很重要的一个环节，就是要从外部对所发行证券进行信用担保，实现信用升级。在国内成立由财政部门出资的、覆盖面较广的信用担保体系，为所发行的资产支持证券提供担保，提升证券的信用等级。政府组建机构提供信用担保，只是为资产证券化提供信誉支撑，并不是借此让政府为中小企业的失败买单。

(4) 推广优先/次级结构证券，提升投资者对中小企业贷款的信心。中小企业资产证券信用升级可采用内部增级和外部升级的方法。内部增级包括划分优先/次级结构、设立利差账户、备付金账户等；外部升级包

括寻求保险公司担保、中介机构评级、要求政府设立中小企业发展保护局或保护基金等机构或公司。其中优先/次级结构是将发行的证券按本金的偿还次序分为两档，优先级和次级。优先级证券先获得本金偿付，只有优先级证券本金偿付完后，次级证券才可以偿付本金。如果发生违约损失，则在次级本金额内的损失都由次级的持有者承担。

第三，完善相关法律法规。我国应当结合金融市场发展的特点，根据资产证券化运作的具体要求出台一部资产证券化法规，并对现有的与实施资产证券化有障碍的法律法规进行修改、补充和完善。如对设立特殊中介机构的性质、破产清算等做出专门规定，同时明确资产证券化过程中的会计、税务报批程序等一系列政策问题。建立完善的评级制度、设立正规的评级机构等。建立完善的资产证券化制度。我们必须为其创造良好的法律环境，使其运行在法制的轨道上，从而发挥其应用作用。

事实上，20世纪70年代始于美国的资产证券化极大的改变了西方发达国家的资本市场及人们融资的观念。从某种意义上说，证券化已经成为全球金融发展的潮流之一。因此，资产证券化既不是洪水猛兽，也不是免费的午餐，资产证券化这一新型融资工具在我国的发展还面临着许多问题，中小企业能够顺利应用资产证券融资还需要经历一个漫长的过程。只有通过中小企业自身和国家的共同努力才能推动资产证券化的正常发展，也为中小企业融资开辟了一条新道路。

经典案例

20世纪90年代初我国沿海各地出现开发区房地产热，使海南省的房地产急剧增值，如何进一步加速三亚的开发，实现地产的增值，成为海南省政府当时关注的问题之一。1992年，三亚市开发建设总公司发行了三亚地产投资券，以投资券的形式，通过预售地产开发后的销售权益，集资开发三亚地产。

三亚地产投资券以三亚市丹州小区800亩土地为发行标的物，所筹资金用于该片土地的规划设计、征地拆迁、土地平整、道路建设及供电、

供水、排水等五通一平的开发。土地的每亩折价为25万元，其中17万为征地成本，5万为开发费用，3万为利润。这样发行的总金额为2亿元。市政府下属的三亚市开发建设总公司（也就是丹州小区的开发商，简称三亚开建）是该投资券的发行人，它对土地进行开发建设，负责按时保质完成施工，并承诺对因开发数量不足引致的损失负赔偿责任。投资管理人由海南汇通国际信托投资公司担任，在开发期间，它要负责控制向发行人支付发行收入的节奏，以确保与地产的开发节奏大体同步，同时它还要监督三亚开建按规划设计标准及预定时间完成开发；在开发完成后，管理人要组织销售地产，并保证地产售价的公正性、合理性及竞争性。地产销售的方式分两种：若三年之内，年投资净收益率不低于15%，则管理人代表投资人行使销售权；否则，则在三年之后由拍卖机构按当时市价拍卖。本次发行工作所聘请的顾问是中国管理科学院投资与市场研究所，它负责为投资券的发行提供可行的方案，其中何小锋教授为总顾问。三亚地产投资券于1992年10月20日至10月31日在三亚、海口两地向持有三亚市身份证的居民（含郊区居民）以及海南的法人团体发行，每张身份证限购一张投资券（面值1000元）。在1993年3月13日的上市公告书中公布的个人股为19124万股，占总发行额的956%，其余皆为法人股。当时预计1992年12月动工开发丹州小区，1995年8月5日前完成开发，清盘日期为1995年11月10日，清盘时一次兑付。开发后地产销售收入及相应的存款利息在扣除了管理费（按销售收入超出发行基价部分的5%计算）、应付税金、手续费、土地过户费以及地产销售或拍卖费（按投资券额的13%计算）之后，就是投资人的投资收益。

案例评析

从实质看，三亚地产投资券已经具备资产证券化“一个核心，三个基本原理”的本质特征。首先，三亚地产投资券是以未来的地产销售收入为支撑发行的，符合资产证券化过程中资产支撑证券以该项资产未来的现金流为基础的“一个核心”。其次，作为投资管理人的汇通国投承担

了担保责任、降低了债券违约风险。除此之外，汇通国投还持有清盘前不得动用的3000万股法定冻结户，并控制着向三亚开建支付发行收入的节奏，这些措施提高了证券发行人——三亚开建的信用等级，起到了信用增级的作用。再次，尽管在三亚地产投资券案例中没有独立的SPV，但汇通国投的担保措施实际上发挥着与破产隔离同样的功能。最后，投资券的基础资产是地产收入，并且具有一定规模，通过发行债券，实现了现金流的重新分割与组合。这些措施都满足“资产重组”的原理。从产品对象上讲，“三亚地产投资券”可以看做是实物资产房地产证券化。这类似于美国的房地产信托凭证（REMIC）。“三亚开建”既是原始权益人也是交易发起人，它直接面对投资者，我们可以称之为载体型证券化。

从上面三亚的案例中，我们看到这也是一次不规范的证券化融资过程。首先，筹资过程中没有一个机构明确承担SPV的角色，以规范地实现地产的真实销售与破产隔离。其次，由于当时金融市场建设严重滞后，三亚地产券未经信用评级即面向市场发行，发行人与投资者对信用增级的认识不够。尽管这并没有影响到投资券的顺利发行，但从深层次讲，它间接影响了该证券后期二级市场的价格以及收益的按时分配。第三，政府在这次证券化中起到了积极作用，营造了一个宽松的外部环境，没有政府这种非制度性支持，证券化的早期尝试不可能成功。制度的不确定性，但反过来讲，加大了我国推行资产证券化的难度。

第 6 章 民间直接融资

实战技巧

直接融资是指拥有暂时闲置资金的单位（包括企业、机构和个人）与资金短缺需要补充资金的单位，相互之间直接进行协议，或者在金融市场上前者购买后者发行的有价证券，将货币资金提供给所需要补充资金的单位使用，从而完成资金融通的过程。直接融资的基本特点是，拥有暂时闲置资金的单位和需要资金的单位直接进行资金融通，不经过任何中介环节。毋庸置疑，中小企业的民间直接融资是一种可行的办法，特别是在金融危机下。目前多数中小企业存在融资难的问题，尽管造成这种问题的原因是多方面的，既有企业自身存在的不足，也有金融机构外部因素。对此，业内专家认为，有以下几点原因。

第一，部分中小企业经营效益相对低下，管理水平有待进一步规范，资信普遍不高。由于中小企业经营规模较小，技术落后，难以适应不断更新的市场需求和日益激烈的市场竞争，经营风险增大，中小企业原有的优势已逐步丧失，亏损企业增加。中小企业普遍存在自身经营管理不完善的问题。由于缺乏现代企业经营管理理论和实践，导致生产效率低、成本高、销售不稳定、企业变数大、风险大，且易受经济环境的影响，发展不理想。由于部分中小企业的财务报告制度落后，信息不透明，缺乏审计部门确认的财务报表和良好的经营业绩，增加了银行对企业财务

信息的审查难度，银行经营面临的风险较大。另外，中小企业资产较少，负债能力有限，可供抵押的资产不够，且提供的抵押物变现能力较差。这些原因造成企业很难得到银行的信贷支持。

第二，银行的信贷管理体制存在内在缺陷。商业银行加强风险管理以后，在信贷管理中推行的授权授信制度以及资信评估制度主要是针对国有大中型企业而制定的，使信贷资金流向国有企业和其他大中型企业的意愿得以强化。同时，由于中小企业贷款具有金额小、频率高、时间急等特点，银行对中小企业贷款的管理成本相对较高，在商业银行尚未将盈利最大化作为主要经营目标的前提下，这就影响了银行的贷款积极性。商业银行的经营是企业行为，只青睐那些资信相对良好的大企业，而对管理不甚规范、效益不稳定、信用难以掌握的中小企业往往是冷漠疏远。同时，宏观调控收缩贷款额度，首当其冲的是减少对中小企业的贷款，从而造成了中小企业融资困难。商业银行推行集约化经营和授权经营，贷款额度由总行直接进行分配，实行了严格的责任追究制，贷款审批权限逐渐上收。这种高度集中的信贷管理模式严重制约了信贷资金对中小企业的投放。

第三，直接融资市场体系不健全。由于经济发展水平的限制，中小企业普遍还不具备现行证券管理所要求的上市规模及投资回报，即使能够上市的在中小企业总量中所占比例也极小，所以它们基本上是被主板证券市场忽略不计的一类群体。另外，从现行上市融资、发行债券的法律法规和政策导向上看，对中小企业不利，因此中小企业很难通过债权和股权等直接融资渠道获得资金。

第四，企业贷款担保难、费用高，民间借款利息高、风险大。在某市虽然成立了近200家担保企业，但贷款担保企业规模小，贷款担保费用高，运作不规范。目前成立的贷款担保企业规模普遍偏小，注册资本上亿元的只有1家，以担保为主业并列入当地经委统计范围的只有33家，其他的担保企业规模普遍偏小，有的担保企业注册资本只有几百万元，户均注册资本2940万元。担保企业规模小与合作银行合作的难度也大。一是银行不愿意共担风险。二是银行不肯放大担保倍数。这样，担保企业

往往要求客户提供苛刻的反担保条件，增加了相关的费用。客户要从贷款担保企业获得担保，要承担除银行利息外的综合担保费、违约保证金、咨询费、公证费等各种费用，实际费用是向银行直接贷款利息的2倍多。这一利率超出了多数企业的承受范围，风险大增。一些注册资本较少的贷款担保企业，采取借款入股或高息揽股的方法，来扩充担保资本金，有的甚至非法吸收存款。不少贷款担保企业无良好的信用记录，不被银行认可，担保业务很少甚至没有开展。为追逐利润，担保企业将注册资金用于投资房地产、股票、典当和短期债券投资。有的直接从事所谓的“过桥贷款”或“协助贷款”。一些客户银行贷款到期，转贷资金困难时，由贷款担保企业借款或直接贷款周转。有的需要资金注册企业时，由担保企业直接借给，从中收取高额的手续费和利息。据了解，这种“过桥贷款”月息有的高达4~5分。

因此，在目前中小企业融资困难的情况下，中小企业要急需解决资金之困，民间直接融资就显得非常必要，调查显示，资金成为50%以上的中小企业发展的首要制约因素，80%以上的中小企业主要依靠民间融资的办法来解决流动资金的周转，不难看出，民间直接融资已经成为中小企业发展过程中一个重要的融资方式。一般地，直接融资的种类有以下几种：

(1) 商业信用。商业信用是指企业与企业之间互相提供的，和商品交易直接相联系的资金融通形式，其主要表现为两类：一类是提供商品的商业信用，如企业间的商品赊销、分期付款等，这类信用主要是通过提供商品实现资金融通；另一类是提供货币的商业信用，如在商品交易基础上发生的预付定金、预付货款等，这类信用主要是提供与商品交易有关的货币，以实现资金融通。伴随着商业信用，出现了商业票据，作为债权债务关系的证明。

(2) 国家信用。国家信用是以国家为主体的资金融通活动，其主要表现形式为：国家通过发行政府债券来筹措资金，如发行国库券或者公债等。国家发行国库券或者公债筹措的资金形成国家财政的债务收入，但是它属于一种借贷行为，具有偿还和付息的基本特征。

经典案例

(3) 消费信用。具体而言，消费信用指的是企业、金融机构对于个人以商品或货币形式提供的信用，包括：企业以分期付款的形式向消费者个人提供房屋或者高档耐用消费品，或金融机构对消费者提供的住房贷款、汽车贷款、助学贷款等。

(4) 民间个人信用。它指的是民间个人之间的资金融通活动，习惯上称为民间信用或者个人信用。

直接融资所使用的有价证券，通常是非金融机构，如政府、企业、个人所发行或者签署的公债、国库券、公司债券、股票、抵押契约、借款合同，以及其他各种形式的借据或者债务凭证，这些借据或者凭证一般又称为直接证券。

北京的东方爱婴如今已经很有名气，但是几年前，它却在损益平衡点上艰难地维持。贾军是东方爱婴的老板，在著名风险投资机构IDG任职时，一次偶然的机会使她受到启发：是否可以像超市那样，把婴幼儿服务项目进行打包式组合，放在爱婴中心供家庭选择。在当时，中国0~3岁婴幼儿教育高档消费市场是一个空白，几乎没有人进入。先知先觉的贾军经过一番认真的市场调查以后，认定这是一个前途无限的市场，于是她欣然辞职下海。

创业之初，家里的存折、朋友的金库都成了她的融资对象，她先后筹资70万元投入这项事业。然而就像很多投资事例一样，从1999年3月开业到1999年9月的半年时间，她的东方爱婴中心不仅没有马上产生巨大的利润，甚至半年的营业额没有超过6万元，而中心每月的支出就达到6万元。刚开始贾军每月至少亏5万元，加上前期投入（新闻发布会、办营业执照、注册服务商标等），半年下来巨亏69万元。

面对只出不进、哗哗往外流钱的局面，很多人都会感到惶恐，贾军自己也有些紧张。这时候，该不该坚持，能不能坚持就看个人的魄力了。贾军说：“那时的感受真的像黎明前的黑暗，因为对于一个禁不起风雨

的小公司来说,对这个亏损不揪心是不正常的。”但是,她毫不动摇地在心里告诉自己要坚持下来,因为当时的亏损挡不住顾客逐渐增多、场地慢慢变好、人员也越来越专业的变化。她预感自己不会失败,成功只是一个时间问题。所以,她又四处筹钱,从亲戚、朋友处融得第二笔资金。

贾军经历了借钱——亏损——借钱——盈利的过程后,1999年9月份终于达到了盈亏平衡点。在达到盈亏平衡之后,贾军的东方爱婴中心迎来了资金流良好的局面。如今,如果不算特许经营的话,一个中心的营业额大概是一年100万元,北京的五个中心,一年就是500万元。平均下来,每个中心要支出60万元,纯收入是40万元,五个中心纯收入就是200万元。

案例评析

其实,像贾军一样直接民间融资的中小企业非常多,因为民间直接融资已成为中小企业一种不可忽视的融资渠道,是一种直接融资渠道、民间资本的一种投资渠道、民间金融的一种形式。当然,民间直接融资与非法集资有着本质的区别。其主要的区别如下:一是民间直接融资募集资金的对象是确定的;“非法集资”是向公众募集资金,募集对象是不确定的。二是民间直接融资的对象一般都是同乡或认识的人,而且周期短、数额小,利率都是在当地大家认可的。而“非法集资”就不同,被集资者与集资人原来绝大多数都是不认识的,“非法集资”时间也长、利率也高、金额也大,而且用途也不一定。三是民间直接融资一般的运营活动都是合法的,而“非法集资”来的集资款往往是用来进行非法运营活动或挥霍、转移等。研究发现,民间直接融资有四种形式。

第一,低利率互助型民间直接融资。这种形式也就是民间常见的“帮困济贫”,主要是城乡居民、个体私营企业主之间用自有闲置资金进行的无偿或有偿的相互借贷行为。相互熟悉、相互信任的借贷双方直接见面,约定借款金额、期限、利息,由口头约定、或打个借条,用于个人之间,主要是亲友之间临时性资金调剂,金额从几百元到数万元,企

业之间金额由数万元到数百万元，有的甚至单笔达上千万元。此种借贷借款期限灵活，有不定期、几天、几个月，借贷双方私交好时期限可以长达几年。互助型借贷基本不考虑盈利或只有微小利益。借款的用途主要是解决生活、生产急需。

第二，企业集资型民间直接融资。企业集资型民间直接融资主要分为企业集资和社会集资。企业集资，主要是企业向股东、职工借债或以入股的方式筹措资金，以满足生产经营的需要。也有部分企业向员工收取所谓“工作保证金”，一方面稳定员工工作和防范经营风险，另一方面也达到集资的目的；还有些企业委托职工以个人名义，用个人房产作抵押取得贷款后由企业使用，利息由企业支付；企业集资的利率、股息一般相当或略高于银行同期贷款利率。社会集资，主要是一些规模较大的民营企业由于暂时资金周转不灵，面向社会进行季节性集资。也有个别房地产开发企业，为逃避一些正规的规费，或因为不具有开发资质，将社会购房者编造为本企业职工，进行虚假集资建房，购房者所交首付款成为建房的集资款项。还有基层政府出面融资，是指为保证行政区域属下的重点项目建设正常进行，以政府名义向特定对象集资。

第三，发放高息型民间直接融资。这种民间直接融资的融资主体主要是个体及民营中小企业，以关系和信誉为基础，筹措资金多用于生产资金的周转。资金相对比较富裕的个体户和中小企业主，在暂时没有新的资金投向的情况下，为了给闲置资金寻求新的“出路”，向一些资金匮乏且又急需资金的企业及个人提供高息借贷。这种以信用交易为特征、利率水平较高的借贷是民间借贷的最主要方式。这种借贷利率根据借款的主体、借款的用途、借款的时间长短、借款的急缓程度而定，大部分在商业银行同期利率四倍以内，月利率从8‰~30‰。

第四，不规范的中介民间直接融资。这些中介公司对外公开的身份是“投资咨询”、“投资顾问”、“投资管理”、“财务管理”和“财务顾问”公司等，它们借助于正规中介机构的融资行为或以非正规中介机构为依托进行民间借贷。另外，民间注册成立担保公司，为企业（多为中小企业）、个体私营业主、自然人借款提供担保。

确实，市场经济主体的多元化，使单一的向银行抵押借款解决生产经营资金的渠道，不能适应形势发展的需要了。因此，中小企业之间融资拆借不可避免地大量出现。

企业甲和企业乙为实现合法避税，他们以相互间融资的形式相互提供投资资金，企业甲为乙提供1000万元资金，企业乙为企业甲也提供1000万元资金，双方各为对方提供资金，企业甲投资的回收期为10年，企业乙的投资回收期为8年，企业甲向企业乙收取的融资利息为年息31.25%，企业乙向企业甲收取的利息为年息25%，企业甲10年中年平均盈利100%，企业乙8年中盈利为100%。当时企业甲、乙运用下列所得税税率。

企业甲乙适用所得税税率表		企业甲乙利润收入（万元）		适用税率（%）	
10 以下	15	10-3030	30-7050	70 以上	75

我们来分析一下：

(1) 企业甲在未付息前应纳税额： $(100\text{万}-70\text{万}) \times 75\%$ $(70\text{万}-30\text{万}) \times 50\%$ $(30\text{万}-10\text{万}) \times 30\%$ $10\text{万} \times 15\%=50\text{万元}$

税负为： $50\text{万}/100\text{万} \times 100\%=50\%$

企业甲在付息后应纳税额为：企业甲年利润-年息= $100\text{万}-25\text{万}=75\text{万}$

$(75\text{万}-70\text{万}) \times 75\%$ $(70\text{万}-30\text{万}) \times 50\%$ $(30\text{万}-10\text{万}) \times 30\%$ $10\text{万} \times 15\%=31.25\text{万元}$

税负为： $31.25\text{万}/68.75\text{万} \times 100\%=45.45\%$

企业甲从企业乙得到融资利息收入的应纳税额为（利息、股息均按15%纳税）： $31.25\text{万} \times 15\%=4.6875\text{万元}$ 。

(2) 企业乙在未付息前应纳税额：

$(125\text{万}-20\text{万}) \times 75\%$ $(70\text{万}-30\text{万}) \times 50\%$ $(30\text{万}-10\text{万}) \times 30\%$ $10\text{万} \times 15\%=68.75\text{万元}$ 。

税负为： $68.75\text{万}/125\text{万} \times 100\%=55\%$

企业乙付息后应纳税额为：企业乙年利润-年息=125万-31.25万=93.75万

$(93.75\text{万}-70\text{万}) \times 75\% (70\text{万}-30\text{万}) \times 50\% (30\text{万}-10\text{万}) \times 30\% 10\text{万} \times 15\% = 45.3125\text{万元}$

税负为： $(45.3125/93.75) \times 100\% = 48.33\%$

企业乙从甲企业得到融资利息收入的应纳税额为： $25\text{万} \times 15\% = 3.75\text{万元}$

(3) 将企业甲、乙分别付息后的利润收入及应纳税额作一调整，企业甲、乙的税负、应纳税额和利润分别为：

①企业甲调整利润为： $100\text{万}-31.75\text{万} 25\text{万}=93.75\text{万}$

应纳税额为： $31.25\text{万} 4.6875\text{万}=35.9285\text{万元}$

税后利润额为： $93.75\text{万}-35.9285\text{万}=57.8215\text{万元}$

税负为： $(35.9285\text{万}/93.75\text{万}) \times 100\% = 38.32\%$

与未付息前多留利润： $57.8125\text{万}-50\text{万}=7.8125\text{万元}$

少纳税额： $50\text{万}-37.9285\text{万}=14.0715\text{万}$

②企业乙调整利润为： $125\text{万} 31.25\text{万}-25\text{万}=1313.25\text{万元}$

应纳税额为： $45.31\text{万} 3.75\text{万}=49.0625\text{万元}$

税负为： $(49.0625\text{万}/1313.25\text{万}) \times 100\% = 37.88\%$

与未付息前多留利润： $82.1875\text{万}-68.75\text{万}=13.4375\text{万元}$

少纳税额： $68.75\text{万}-49.0625\text{万}=19.6875\text{万元}$

(资料来源：财软论坛)

显而易见，企业之间相互拆借资金的效果明显好于完全靠自己筹资进行投资，也好于银行等金融机构贷款。它不仅使企业的税后利润的相对值增加，也使得企业税后利润的绝对额增加，它不仅使企业缴纳的税额、税负的相对值减少，也使缴纳的税额、税负的绝对值减小。一般来说，金融机构计算利息的方法比较稳定，浮动幅度比较小，而且由于金融机构自身的性质，金融机构与企业之间实行某种形式的默契和互利要比企业间实行融资互利困难一些，特别是在避税问题上。因而，从金融机构筹资避税余地不大，而企业间融资拆借在避税上会有十分明显的

好处。

“恒源祥”创建于1927年，是一家具有70多年历史的老字号传统纺织企业，主要以毛纺织品为主，集针织、服饰和家用纺织品为一体，生产绒线、羊毛衫、西服、家用纺织品等十几个大类近万个品种，是国内大型纺织品企业。“恒源祥”是近代中国的一个老字号羊毛品牌，但是，随着解放后的公私合营和计划经济对于品牌的忽视，人们日渐淡忘了这个曾经辉煌一时的品牌。但是，有一个年轻人没有忘记，他就是1987年上任上海黄浦区百货公司南京路毛线商店经理的刘瑞旗。他早就为“恒源祥”品牌的沉寂和埋没而焦虑。过去恒源祥是万象集团的一个部分，虽然利润已经是万象集团的支柱，但始终只是万象集团的一个配角，双方的战略冲突始终解决不了，刘瑞旗甚至想要放弃“恒源祥”，另创一个国际化的品牌。但这次实施MBO之后，不再存在恒源祥与母公司的战略冲突，刘瑞旗决定一心一意把这个创立已经60多年的中华老字号继续发扬光大。可见MBO不仅解放了刘瑞旗这样一个杰出的企业家，还保护了民族品牌。2001年3月，刘瑞旗和他的收购团队斥资9200万元，从上市公司万象股份手里收购冠以“恒源祥”商号的七家公司的股权，如愿以偿地完成了一次MBO，把“恒源祥”商标的实际控制权收回到自己的手中。这次收购的外部融资是由加盟恒源祥的四个核心骨干企业老板提供的。在恒源祥投资发展有限公司中，刘瑞旗持61%的多数股份，31%的股份由这四家企业的老板持有。刘瑞旗对恒源祥的收购资金来源于民间借贷，一些浙江老板把9200万资金借给刘瑞旗个人时，这些民营企业老板其意不在获取利息，而是要求和刘瑞旗一起购买股份，他们的投资收益主要来自收购恒源祥以后每年高达30%左右的资产回报率。这种投资的成功概率之高，让以往钟情于风险投资的海外基金也不由得心动——跟着管理层一起投资，起码可解决一个信息不对称的问题，没有谁比管理层更了解被收购企业的情况，他们最清楚企业哪些部分最值钱，甚至能够了解那些不良资产产生的历史原因，就更有筹码和政府谈判如何将其剥离。因此，在跟随管理者进行投资的过程中，可在合法的范围内拿到最

低的价格，并且成功率高。投资者对单个企业的投资回报率要求并不高，不像风险投资那样，要求企业的价值增长特别迅速，但对退出机制要求很高。

刘瑞旗的MBO融资模式是简洁的，从法律的角度看是完美的，但是它对管理者的个人素质以及被收购企业的素质有相当高的要求，并不具有普遍性。很多国有企业的经理、董事长并不十分愿意帮助他们的“富亲戚”，即使有这样的亲朋，被收购企业的状况、加上被收购者的经营能力多难以给人们足够的信心；而没有这种信心，就意味着要求利息成本增加，收购者就不愿意选择这条变得昂贵的融资渠道了。

事实上，民间借贷作为一种古老的融资方式，其存在由来已久，即使在市场经济高度发达的现代社会中，民间借贷仍然大量存在。据中国人民银行温州市中心支行监测的数据显示，2008年1月份，温州地区的民间借贷的平均年息在14.124%以上，这一利率水平比目前银行贷款7.47%的年利率高出了一倍，而据台州市发改委的监测，2008年2月份民间借贷年利率加权平均高达17.42%，短期临时性的周转资金的年利率更是高达36%~60%，有些甚至达到了120%~300%。江浙一带，向来有藏富于民的传统，而且市场经济发达，这些先富起来的人群同样面临着困扰，就是如何保证资金的保值增值，所以才会出现温州炒房团、温州挖煤团，后来又介入了艺术品收藏品领域，2006年、2007年的大牛市让这些民间财富又找到了一个新的投资渠道，但是目前这些渠道要不就是被封堵，要不就是已经有非常高的风险，使得民间资本不得不在众多行业和领域中左冲右突，哪里有超额利润就追随到哪里去。据不完全统计，我国民间信贷规模已经接近万亿，民间融资规模占正规途径融资规模比重达到28.07%。这就反映出一个新问题，即政府为什么不能有效地利用好这些巨额的民间资本？建立起合理的秩序，给予全面的产权保护，帮助这些信贷规模巨大的地下钱庄逐渐阳光化。小额贷款公司的成立将给我国中小制造业带来资金上的支持。经历了数十年的改革后，民营企业、民间资本仍然是最为活跃的，目前民营企业由于我国宏观调控以及二元经济

体制的特殊性遇到了困境，民间资本的作用就凸显出来。此外，除了民间资本的支持，更加希望管理层能够因势利导，提高中国的资金使用和配置效率。虽然小额贷款公司今后的路还很曲折，但是它的成立是一个好的开端，希望小额贷款公司的成立能给正在困境中挣扎的中小制造业带来一丝甘露。

第 7 章 企业债券融资

实战技巧

“企业债券是对中小企业完全敞开的，关键是你们能不能够得上发债的条件。如果一家企业的信用度不够，可以像浙江那样尝试多家中小企业联合发债。”中国银监会监管一部主任杨家才在东莞表示，中小企业融资可以考虑发行企业债。在直接融资中，债券作为一种标准化的融资合同，有以下优点。

第一，合同标准化。有利于明确出借人和借款人的权力和义务，有利于理清借贷双方的关系。同时，在标准化的合同中利率、期限等关键要素的确定将更加明确，能够有效避免约定中的模糊不清及不合法现象。

第二，操作规范化。由于债券发行要经过审批或备案手续，可以将一部分不符合条件的企业在一开始就予以排除。

第三，风险透明化。债券发行后必然要求企业建立相应的信息披露制度，可以使企业经营更加透明，起到净化民间借贷市场，降低民间借贷整体风险程度的目的。

第四，发展规范化。债券可转让、交易的特点，能使民间借贷市场更加活跃，有助于民间借贷的进一步发展。

第五，法律地位明晰化。债券可以明确界定股本性投资与债权性投资的差别，使双方地位得到更有力的法律保障。

由于债券融资的上述优点，但大开中小企业发债融资之门，就一定能缓解中小企业急迫的融资难问题吗？当前，中小企业信用评级缺失，是中小企业发债融资面临的障碍。我国中小企业多是民营企业，财务制度不规范，抗风险能力较弱，而企业债券是纯粹以企业自身信用为担保、无第三方担保的融资方式。尽管在进入门槛上并没有对企业性质的歧视，但中小企业往往由于财务核算、审计报告等的缺失，其信息透明度和资信评级还不完善，中小企业发行的债券也就很难靠信用支撑得到市场认可。应当看到，金融市场一直存在中小企业“风险较高”这一观念，中小企业发债融资会遭遇成本高的困扰，因为风险偏高，对风险溢价的要求自然升高，这就导致了企业所发债券成本高于其他机构，一旦发债融资企业中某一家出现问题，即会引起债券市场的恐慌，从而加深了市场对企业债券认购的疑虑，影响到投资者对后续发债者的信用认定，必然会形成多米诺骨牌效应。而这种市场选择也将是中小企业发债的最大挑战，也决定了企业发债融资的成败。按照《证券法》规定，公司发行债券应该符合以下条件：

第一，股份公司的净资产额不低于人民币3000万元，有限责任公司净资产额不低于人民币6000万元。净资产是指公司所有者权益，也是股东权益。股份公司要发行公司债券，其净资产额不低于3000万元，这样，发行债券的公司的资产数额比较大，从而保证它在发行公司债券后，有足够的偿还能力。有限责任公司不同于股份公司，它具有封闭性的特征，社会公众无法了解其具体情况，对其业务难以实施监督，为了保障投资者权益，降低有限责任公司发行债券风险，规定其净资产额不低于人民币6000万元。

第二，累计债券总额不得超过公司净资产额的40%。累计债券总额是指公司设立以来发行而未偿还的所有债权金额的总和。累计债券数额较大的公司，其所负的债务就较多，如果再发行公司债券，就容易出现无力偿债的情况，损害投资者的利益。要求发行公司债券的公司，其累计债券总额不得超过公司净资产额的40%，就使得购买公司债券的社会公众的债权能够得到保障。

第三，最近三年平均可分配利润足以支付公司债券一年的利息。可分配利润是指公司依法缴纳各种税金、依法弥补亏损并提取公积金、法定公益金后所余的利润。如果在发行公司债券之前的三年中公司所有的可分配利润，平均之后一年的可分配利润足以支付公司债券的一年的利息，那么公司就可以按照约定的期限向债券持有人支付约定的利息，而不会发生迟延支付利息的情况，从而保障投资者的利益。

第四，筹集资金的投向符合国家产业政策。公司筹集资金的投向符合国家的产业政策，要使公司资金流向国家急需或者要大力发展的产业，有利于国家经济在总体上的发展。

第五，债券利率不得超过国务院限定的利率水平。公司在发行债券时，债券的利率越高，它所要偿还的债务就越多，如果公司债券的利率过高，就会因为负债过多而可能无法清偿其债务，损害债权人利益。所以公司发行债券的利率不得超过国务院限定的利率水平。根据《企业债券管理条例》的规定，企业债券的利率不得高于银行同期居民储蓄存款利率的40%。

第六，国务院规定的其他条件。国务院可以根据经济发展的情况，规定其他一些条件。一旦国务院予以规定，公司就必须符合这些规定才可发行企业债券。

经营机制灵活、富于创新精神的中小企业在我国经济发展中发挥着重要作用，是我国经济发展的主要增长点。然而，中小企业在发展过程中始终面临着诸多的制度障碍和资源约束，外部金融资源的获得障碍是中小企业发展最主要和最普遍的制约因素，融资难成为中小企业发展的主要障碍。对此，“针对当前中小企业融资难的问题，央行将采取针对性的支持举措，灵活应用货币政策信贷工具，加强政策引导，加大对中小企业的支持力度”。中国人民银行副行长、上海总部主任苏宁在“应对金融危机，服务中小企业”为主题的2008上海中小企业融资峰会上表示，允许符合条件的中小企业直接发行短期融资券，发行小企业债券，初步推进商业银行信贷资产证券化业务，促进中小企业证券化。国家允许中小企业发债融资，是中小企业缓解融资难的一种现实脱困的选择，也是

中小企业应对席卷全球金融危机的一种现实突围的要求。企业债券通常又称公司债券，是指依照法定程序向投资者发行，约定在一定期限内按既定利率支付利息并按约定条件偿还本金的有价证券。它有三层含义：一是公司债券是依法定程序发行的有价证券。公司发行证券要由董事会制订方案，股东会（或国家授权机构、部门）做出决议同意，报请国务院证券管理部门批准。二是公司债券是还本付息的有价证券。发行债券的公司，在债券到期时，无论公司是否盈利，都应向债券持有人（债权人）支付债券本金和利息。三是公司债券是必须记载偿还期限的有价证券。偿还期限由公司在发行时根据生产经营情况决定，可以是短期的，也可以是长期的，短期债券的利率较低，长期债券的利率相对较高，并且往往在到期前支付利息。企业债券代表着发债企业和投资者之间的一种债权债务关系。债券持有人只是企业的债权人，不是所有者，无权参与或干涉企业经营管理，但债券持有人有权按期收回本息。企业债券与股票一样，同属有价证券，可以自由转让。由于企业主要以自己的经营利润作为还本付息的保证，因此，企业债券风险与企业本身的经营状况直接相关。如果企业发行债券后，经营状况不好，连续出现亏损，可能无力支付投资者本息，投资者就面临着遭受损失的风险。从这个意义上来说，企业债券是一种风险较大的债券。所以，在企业发行债券时，一般要对发债企业进行严格的资格审查或要求发行企业有财产抵押，以保护投资者利益。另一方面，在一定限度内，债券市场上的风险与收益成正相关关系，高风险伴随着高收益。企业债券由于具有较大风险、它们的利率通常也高于国债和地方政府债券。事实上，企业债券按不同标准可以分为很多种类。最常见的分类有以下几种：

第一，按照期限划分，企业债券有短期企业债券、中期企业债券和长期企业债券。根据我国企业债券的期限划分，短期企业债券期限在一年以内，中期企业债券期限在一年以上五年以内，长期企业债券期限在五年以上。

第二，按是否记名划分，企业债券可分为记名企业债券和不记名企业债券。如果企业债券上登记有债券持有人的姓名，投资者领取利息时

要凭印章或其他有效的身份证明，转让时要在债券上签名，同时还要到发行公司登记，那么，它就是记名企业债券，反之称为不记名企业债券。

第三，按债券有无担保划分，企业债券可分为信用债券和担保债券。信用债券指仅凭筹资人的信用发行的、没有担保的债券，信用债券只适用于信用等级高的债券发行人。担保债券是指以抵押质押、保证等方式发行的债券，其中，抵押债券是指以不动产作为担保品所发行的债券，质押债券是指以其有价证券作为担保品所发行的债券，保证债券是指由第三者担保偿还本息的债券。

第四，按债券可否提前赎回划分，企业债券可分为可提前赎回债券和不可提前赎回债券。如果企业在债券到期前有权定期或随时购回全部或部分债券，这种债券就称为可提前赎回企业债券，反之，则是不可提前赎回企业债券。

第五，按债券票面利率是否变动，企业债券可分为固定利率债券、浮动利率债券和累进利率债券。固定利率债券指在偿还期内利率固定不变的债券；浮动利率债券指票面利率随市场利率定期变动的债券；累进利率债券指随着债券期限的增加，利率累进的债券。

第六，按发行人是否给予投资者选择权分类，企业债券可分为附有选择权的企业债券和不附有选择权的企业债券。附有选择权的企业债券，指债券发行人给予债券持有人一定的选择权，如可转换公司债券、有认股权证的企业债券、可返还企业债券等。可转换公司债券的持有者，能够在一定时间内按照规定的价格将债券转换成企业发行的股票；有认股权证的债券持有者，可凭认股权证购买所约定的公司的股票；可返还企业债券，在规定的期限内可以退还。反之，债券持有人没有上述选择权的债券，即是不附有选择权的企业债券。

第七，按发行方式分类，企业债券可分为公募债券和私募债券。公募债券指按法定手续经债券主管部门批准公开向社会投资者发行的债券；私募债券指向特定的少数投资者为发行的债券，发行手续简单，一般不能公开上市交易。

江苏阳光是具备可转债发行资格的上市公司。2002年公司为其技术改造项目和并购项目募集资金，发行8.3亿元可转债。公司根据其项目投入期短、见效快、回报高的特点，选择了合适的发行时机、转股期，同时有效地降低了投资者风险，保证了投资者利益，并选择中国银行无锡分行长达5年的全额担保，规避了风险。公司发行可转债，有效地利用可转债延迟股权融资的特性，等到投资项目产生效益时计入股本，优化公司的资本结构，减缓对每股收益的摊薄压力，甚至可获取转换的溢价收入。

阳光转债发行一年后即进入转股期，投资者可以自由选择将持有的阳光转债换为公司股票，这时公司本次募集资金投资项目已基本开始产生效益，完全建成后，每年可为公司贡献1.3亿元净利润，保证每股收益和净资产收益稳定增长。

本次发行的基本情况：

- 债券类型：可转换公司债券。
- 发行总额：8.3亿元。
- 发行数量：830万张。
- 票面金额：100元。
- 债券期限：三年。
- 发行价格：按面值平价发行。
- 利率和付息日期：可转债按票面金额由2002年4月18日起开始计算利息，年利率为1%。2003~2005年每年的4月18日为付息登记日。发行人在付息登记日后5个交易日内完成付息工作。已转换为股票的可转债不再支付利息。
- 初始转股价格：11.46元。
- 转股起止日期：2003年4月18日~2005年4月18日。
- 可转债担保人：中国银行无锡分行。

- 发行方式：上网定价。

- 发行对象：本次发行对象为在登记机构开设人民币普通股股东账户的境内自然人和机构投资者（国家法律、法规禁止者除外）。本次发行不向原股东安排优先配售。

- 承销方式：余额包销。

- 本次发行预计实收募集资金：80574.50万元。

- 本次发行可转债的上市流通：本次发行结束后，发行人及主承销商将与上交所协商安排本次发行的可转债尽快上市。

案例评析

阳光集团在利用债券融资的计划中，对未来债券持有人的利益给予了充分的重视，公司希望通过有效的资本运营发挥资本的最大投资价值。

（1）阳光转债发行的条件适当

江苏阳光2001年末其资产负债率仅为6.24%，公司本次发行8.3亿元可转债后，资产负债率预计约为42%，一方面公司保持了足够的偿债能力，另一方面公司的财务杠杆运用比较充分，每股收益和净资产收益率都将有较大幅度的上升。

江苏阳光本次募集资金的投资项目大都是投入期短、见效快、回报高的项目，几个项目平均内部收益率都在20%以上。新投项目在三年内即可产生5.12亿元的营业现金流量，从而使得公司在资金运用上游刃有余。同时，阳光转债期限为三年，投资者如果不选择转股，就可以较快地收回本金，避免因投资期长而承担较高的风险。

阳光转债利率为1%，利息每年一付，高于当时活期存款年利率0.27%的水平，尤其是投资者如果通过一级市场申购，其持有成本是每单位1000元，投资者的风险得到了很好的控制，就算是投资者将来选择不转股，其投资风险也相当低，且投资者可享受公司股价上涨带来的收益，考虑到银行三年期定期存款利率仅为2.52%，三年后才偿还本息，阳光转债1%的利率是充分和恰当的。

(2) 转股期安排的时间恰当

阳光转债发行一年后即进入转股期，投资者可以自由选择将持有的阳光转债换为公司股票，此时公司本次募集资金投资项目业已开始产生效益，完全建成后，每年可为公司贡献1.3亿元净利润，保证公司每股收益和净资产收益稳定增长。

(3) 没有本金损失的风险

阳光转债年利率为1%，由中国银行无锡分行承担全额不可撤销担保，投资者每年都有固定的收益，对到期未转股的阳光转债，公司偿还本息，而且阳光转债由中国银行提供全额担保，确保投资者没有本金损失的风险，非常适合投资者保值增值的投资要求。

(4) 转股溢价比例适度，转股价格调整方式对投资者有利

阳光转债的溢价比率为7%，在公司股价已经处于历史最低位的情况下，公司设置的溢价比例并不高，保证阳光转债投资者有充足的获利空间。

(5) 有效降低阳光转债风险

阳光转债条款规定：阳光转债转股期第一年内，如公司A股股票连续20个交易日的收盘价高于当期转股价格的140%，公司有权赎回未转股的阳光转债。

该条款意味着，当公司股价超过转股价，并且在40%的涨幅之内时，投资者可以通过阳光转债市场价格的上涨来享受这一增长，获得很高的投资收益。

条款还规定，当赎回条件首次满足时，若公司不实施赎回，当年将不再行使赎回权。通过赎回条件的变化，在给予投资者充分选择权和获利空间的情况下，可降低阳光转债被机构或庄家操纵的风险，保证阳光转债的顺利转股。

(6) 有利于投资者的回售条款

如果在江苏阳光转债到期日一年内，公司股票收盘价持续20个交易日低于当期转股价格的70%时，转债持有人有权将持有的全部或者部分转债以面值的102%的价格回售给江苏阳光。

虽然可转换债券与其他融资方式相比具有很大的优势，但这并不代表这种金融工具是完美无缺的。事实上，任何理论上无懈可击、设计精巧的金融工具都会有它的不足，都有一定的风险。

虽然可转换债券的收益率比国债要高，但它在转换之前仍是企业债券，风险自然比国债要大。尽管上市公司为了消除投资者担忧，可以采取很多规避风险的措施，比如在转换比例方面定价更为合理，寻找银行提供部分或全额的担保（江苏阳光选择的的就是中国银行的长达五年的全额担保）。但是，即使是这样，可转换债券仍然存在一定的风险。

阳光转债发行上市的第一天就跌破了名义发行价。当天，阳光转债以全日最高价101.40元开盘后，转债价格一直降低到98.00元，最终收在98.58元，与面值申购相比下跌了1.5%。

企业债券的发行情况主要受两方面的影响，即基准股票未来价格的上涨和转债价格的设置。虽然当转债未进入转股期时，股价与转债价不是同步涨跌，但股价的下跌必然连带转债价格的下降。由此可见，无论何种金融工具，都具有一定的风险性。

在阳光转债发行的当天，基准股票江苏阳光的股价已经跌至10.25元，阳光转债的转换价值相应降为89.44元，根据阳光转债收盘价98.58元计算，可以得出转换溢价为10.2%，高于发行价格的转换溢价。同样投资一家相同的上市公司的可转换债券的价格相对基准股票价格是上涨的。然而，从绝对意义上来说，无论基准股票还是可转债的价格都下降了。形成这种评价的原因大致有两个：

一是虽然可转换债券在理论上已经为很多人所熟知，但是实践中一般的投资者对这种金融工具还很不了解，这就造成投资者对其产生怀疑和担心。

二是阳光可转换债券上市当天大盘出现较大下跌，下跌近50点，跌幅超过3%，阳光转债也和大盘一样，走出一个高开低走行情，虽然跌幅小于大盘，这在一定程度上也给可转换债券的发行蒙上了阴影。

第8章 典当融资

实战技巧

典当融资，指中小企业在短期资金需求中利用典当行救急的特点，以质押或抵押的方式，从典当行获得资金的一种快速、便捷的融资方式。典当行作为国家特许从事放款业务的特殊融资机构，与作为主流融资渠道的银行贷款相比，其市场定位在于：针对中小企业和个人，解决短期需要，发挥辅助作用。正因为典当行能在短时间内为融资者提供更多的资金，目前正获得越来越多创业者的青睐。中小企业融资贷款额度比较小、周期短、频率高、需求急的特点与典当行小额性、短期性、安全性、便捷性等本质特点相吻合，作为融资伙伴有着天然的血缘关系。典当的社会功能就是救急解难，能为中小企业提供其需要的融资服务。夏雨峰说，现在中小企业发工资、买原材料、定货，要钱找银行根本来不及，“10万的贷款和办1000万的贷款，走的程序都一样，很多小企业等不了。”不少需要资金流动的小企业都有体会：银行的大门虽然敞开着，但“门槛”高高在上，令创业者望而却步。因此，对大部分有意创业的人来说，“找米下锅”是创业的头等大事。而典当融资作为一种新型的融资方式，更是一种特殊的融资方式，弥补了银行融资的不足。研究发现，典当融资有以下几个特点：

（一）具有较高的灵活性

典当融资方式的灵活性主要表现在以下四个方面：

（1）当物的灵活性。典当行一般接受的抵押、质押的范围包括金银饰品、古玩珠宝、家用电器、机动车辆、生活资料、生产资料、商品房产、有价证券等，这就为中小企业的融资提供了广阔的当物范围。

（2）当期的灵活性。典当的期限最长可以半年，在典当期限内当户可以提前赎当，经双方同意可以续当。

（3）当费的灵活性。典当的息率和费率在法定最高范围内灵活制定，往往要根据淡旺季节、期限长短、资金供求状况、通货膨胀率的高低、当物风险大小及债权人与债务人的交流次数和关系来制定。

（4）手续的灵活性。对一些明确无误、货真价实的当物，典当的手续可以十分简便，当物当场付款；对一些需要鉴定、试验的当物，典当行则会争取最快的速度来为出当人解决问题。

（二）融资手续简便、快捷

通过银行申请贷款手续繁杂、周期长，而且银行更注重大客户而不愿意接受小额贷款。作为非主流融资渠道的典当行，向中小企业提供的质押贷款手续简单快捷，除了房地产抵押需要办理产权登记以外，其他贷款可及时办理。这种经营方式也正是商业银行不愿做而且想做也做不到的。

（三）融资限制条件较少

典当融资方式对中小企业的限制较少，主要体现在以下几个方面。

（1）对客户所提供的当物限制条件较少。中小企业只要有值钱的东西，一般就能从典当行获得质押贷款。我国2001年8月正式实施的《典当行管理办法》对典当行收当财产的限制较少，不得收当的财产包括四个方面：

- 1) 依法被查封、扣押或者已被采取其他保全措施的财产；
- 2) 易燃、易爆、剧毒、放射性物品及其容器；
- 3) 赃物和来源不明的物品或者财产权利；
- 4) 法律、法规及国家有关规定禁止买卖的自然资源或者其他财物。

中小企业所拥有的财产，只要不在上述范围之内，经与典当行协商，经后者同意，便可作为当物获得典当行提供的质押贷款。

(2) 对企业的信用要求和贷款用途的限制较少。通常，典当行对客户信用要求几乎为零，对贷款用途的要求很少过问。典当行向企业提供质押贷款的风险较少。如果企业不能按期赎回和交付利息及有关费用，典当行可以通过拍卖当物来避免损失。这与银行贷款情况截然不同。银行对中小企业贷款的运作成本太高，对中小企业贷款的信用条件和贷款用途的限制较为严格。

典当是以实物为抵押，以实物所有权转移的形式取得临时性贷款的一种融资方式。与银行贷款相比，典当贷款成本高、贷款规模小，但典当也有银行贷款所无法相比的优势。

首先，与银行对借款人的资信条件近乎苛刻的要求相比，典当行对客户信用要求几乎为零，典当行只注重典当物品是否货真价实。而且一般商业银行只做不动产抵押，而典当行则可以动产与不动产质押二者兼为。

其次，到典当行典当物品的起点低，千元、百元的物品都可以当。与银行相反，典当行更注重对个人客户和中小企业服务。

第三，与银行贷款手续繁杂、审批周期长相比，典当贷款手续十分简便，大多立等可取，即使是不动产抵押，也比银行要便捷许多。

第四，客户向银行借款时，贷款的用途不能超越银行指定的范围。而典当行则不问贷款的用途，钱使用起来十分自由。周而复始，大大提高了资金使用率。

典当也有一定的缺点，除贷款月利率外，典当贷款还需要缴纳较高的综合费用，包括保管费、保险费、典当交易的成本支出等，因此它的融资成本高于银行贷款。因此，作为中小企业融资来说，还必须注意我国典当融资所面临的法律问题。

(一) 典当行的立法体系和监管体制不够完善

典当行发展初期没有进行行业立法，各部门职责不明确，监管不力。1996年，人民银行发布《典当行管理暂行办法》，形成以人民银行为主，

公安、工商为辅的监管体制。但由于出台仓促,《暂行办法》与典当行业的发展还有不少不相适应的问题。2001年,典当行监管职责移交国家经贸委,后者制定并颁布了《典当行管理办法》(以下简称“办法”),与前者相比“办法”有了新的突破:减少了审批环节;降低了注册资本,取消了股本限制;扩大了经营范围,明确规定可以经营财产权利和房地产典当业务;可以从银行贷款,允许负债经营;可以设立分支机构等。

(1) 由于没有制定完整严格的担保法规,加之民间传统上也是质典不分,从而导致概念模糊不清。“办法”把典当定性为临时性质的质押贷款,将质押贷款与典当等同,这不能不说是一大缺陷。因为作为一种金融制度,它与质押贷款本来就有同等功能。而将其定位为质押贷款,既是制度的功能重叠和浪费,又扭曲了典当的固有价值,将用益物权与价值物权混同。

(2) 由于缺乏一些相关的实施细则和配套规定,致使有些“办法”规定的业务成为空中楼阁,没有得到很好的具体实施。比如根据国家对于办理房地产抵押的程序规定,房屋抵押权转让必须向当地房屋管理部门办理房屋他项权证登记手续,而国家建设部没有明确规定可向典当行提供此项服务。而且“房产典当”死当后,房管部门只办理房产的买卖、继承和赠予的过户手续,典当关系不能据以移转房产所有权。“车辆”的典当也是如此。车管所只办理车辆买卖、赠与与调拨关系的过户手续,使典当关系因无法律规定而无法真正成立。

(3) 除了由经贸委履行主要监管职责外,还要由公安机关按特殊行业进行管理。多重管理必然造成多重审批,不可避免地将会出现管理矛盾。

(4) 未建立统一的典当行财会制度和考核评价指标体系,监管部门难于掌握典当行的真实情况。这会影响监管工作的科学性和有效性。另外,典当行业管理的政府主管部门(执法主体)的执法和行政处罚行为缺乏与《典当行管理办法》配套的相关政策性规定,难以会同公安、工商等部门实现共同执法。

(5) 典当业协会未起到其应有的作用。在美国全国有典当行业联合

会，各州、地区有典当行业协会对典当活动自我约束。目前我国现有的全国性的典当协会仅为旧货协会下面的二级协会，其权威性和会员参与程度均有限，没有真正起到联合、规范、协调全国典当行业的作用。地方性典当协会虽然成立了一些，但由于缺乏统一的管理和指导，对典当行自律作用也十分有限。同时由于典当行业协会力量不足，本应由典当协会承担的职能却由政府部门承担了。

(6) 中央与地方立法相矛盾。比如尽管2001年下半年国家经贸委出台了《典当行管理办法》，允许房地产典当，可日益增长的房地产抵押业务在许多省市中却没有有效开展。如《广东省典当管理条例》并不允许房地产典当，加之广东省人大常委会于2003年2月才正式废止了《广东省典当管理条例》，使房地产典当这一业务一直没有得以开展。

(二) 市场准入过严

“办法”对典当行规定了严格的设立条件和审批程序，监管部门还有意限制典当行的数量和规模。第四十五条规定：国家经济贸易委员会依据“统筹规划，合理布局，适度竞争，规范经营”的原则，对各省、自治区、直辖市及计划单列市的典当行数量及布局进行调控。而且在其设立条件中规定的符合国家对典当行合理布局，统筹规划的要求，这一条件无法量化，有强烈的主观色彩，仅凭管理机构的主观意志，它觉得符合就符合，并没有一个具体的标准，也为腐败埋下了隐患。

而典当质押业务在西方发达国家和港台地区的国民经济中均占相当比重，该行当甚至成为某些从事转口贸易的“袖珍国家”的支柱产业。此外，在改革国有大中型企业，建立现代企业制度的试点中，采用典当方式盘活生产存量，使企业实物资产流动起来，减少“无形”流失亦有明显效果。由此可见，典当业这种便利市场主体融资兴业的第三产业门类，在我国经济中的地位不是高了，而是低了，典当行开办的不是多了，而是少了。（李善兰、冯玉军：《典当业的法律思考》，《发展》1996年第4期刊载。）

典当行作为一种主要以自有资金为贷款来源，不吸收公众存款的金融机构，其风险较其他金融机构要小得多，且不存在保护存款人利益问

题。因此其市场准入条件不必过严，但要加强对其经营活动的监管。

（三）典当行的经营范围问题

“办法”增加了财产权利和房地产典当业务，经营范围有所扩大，但仍十分谨慎。

对于金融机构来讲，经营范围越大，金融机构获利的机会就越大，同时风险也越大。反之，经营范围越窄，其获利机会也越小。典当行如今发展不起来的原因之一就是其经营范围过窄，获利机会减少，使广大投资者提不起兴趣，也使典当行本身无法发展、壮大起来。像在美国和加拿大，其典当行的经营范围非常广、综合性很强，“典当行不仅经营典当业务，还做一些商品零售业务，包括旧货出售和卖新商品，一家典当行可拥有多个许可证”，因为“多种经营可以降低经营风险增加其盈利点有利于典当行经营稳定，也更加便民”。（谢丽：《外国典当考察报告》，《中国经贸导刊》2003年第3期刊载）

（四）关于业务规则的规定有漏洞，不够详尽

美国、加拿大等国家在法律上对典当行的业务规则如费率、贷款期限、绝当物处理和典当行接收盗窃财产的处置等方面都有详细的规定。“办法”规定的业务规则主要在以下方面有欠缺：

一是典当关系主体资格未做明确规定。不仅对典当行，尤其是对出典人的年龄及行为能力未加限制，埋下了典当无效和典当违反公序良俗原则的隐患。

二是典当期限太短。一般规定其典当期限为六个月。实际上限制典当行的业务范围仅为短期贷款，是不是可以适当延长呢？也可考虑由典当双方自行决定。

三是没有“找贴”与“别卖”的相关规定。虽然“办法”规定当物估价由双方当事人协商，但实际上多由典当行自行确定。由于用户一般急需资金，低典价也都接受。在这种情况下，有的企业要求“找贴”，也就是要回典价与实际价值的差额，但典当行却以合同未规定不允。有的企业在当期内想转让当物所有权即“别卖”，得款以赎当，典当行也百般阻挠。有些物品，典押人不需要，但却受到典当行的青睐。而且，典押

人又缺资金，所以典物在典当期间卖给典当行的情况较多。因此有必要在立法中考虑建立典当物的公估找贴和别卖制度以解决此类问题。

四是死当物的处理方法不当。如果按营业质的法律特征来讲，死当物应当归典当行所有。但“办法”规定三万元以上的当物仅能获得拍卖当物中的贷款本息，剩余部分仍退还当户。这个规定使其丧失了营业质的性质，类同于一般的质押贷款，也使典当行的获利机会更小，影响其积极性。既不同于传统的典当，也与实践中的做法相悖。

另外，对三万元以上的死当物一律公开拍卖在现实中操作起来十分困难，许多典当行与拍卖行联系不便，而且现阶段有关公开拍卖的规定也亟待完善。这不仅使交易成本增加，也由于死当物不能及时处理使资金受到占压。

五是对典当物灭失的风险责任规定的不合理。“办法”规定：遇有不可抗力导致质押当物损毁的，典当行不承担赔偿责任。这样加大了借款人的责任，减轻了典当行的责任。因为典当物在典当行手中，典当行的责任应大于借款人的责任，这样才能使典当行更注意其保管义务。而且“办法”规定了要为当物购买保险，如得到保险公司的保险金，典当企业的利益就能够得到补偿。

六是对典当价格未做一些限制性规定。在实践中，由于借款人大多急需资金，相对典当行来讲属于弱者，典当行往往乘机故意狠狠地压低价格。“虫吃鼠咬，光板没毛，破棉袄一件”的现象依然会发生，故现行办法规定当物价格由当事人自由协商，虽然充分体现了契约自由，但却有可能导致显失公平。比如房产这种高价值物品，当价过低的话，当事人万一不能按期赎当，肯定引发纠纷，也可能造成借款人无家可归。

（五）法律责任规定得太轻

如果说对典当行的事前监管过严的话，那么对其事后监管却是软弱乏力的。对其违规经营的罚款最高限额才三万元，有些违法责任仅仅处以1000元以下罚款，这相对于其放高利贷等违规经营所获利益相比，太不具有威慑力。

一位从事建材生意的小企业主介绍，公司刚成立半年多，为了融资几乎跑遍了本市所有银行，但是最后都是因为自己是小企业的缘故，被拒之门外。而银行界人士也有苦衷：“嫌贫爱富也是银行没办法的事情，中小企业虽然有融资需求，但是贷款风险大，可控制性小，你怎么知道他拿到贷款之后干什么去了。”一位负责银行贷款的人士无奈地说。而据记者了解，即使目前银行有专门为中小企业融资出台的贷款办法，也大多流于政策面的条文多，具体可实际操作的办法少。

“今年我买了一辆大宇车跑运输，东挪西凑向同行借了15万元钱，可到了期限因为一时资金周转不过来，还不上钱了，这可让我犯了愁。从银行贷款太难，后未经朋友介绍来到典当行，一狠心就把崭新的大宇车留在了典当行，当天就拿到当来的10多万元钱，周转了10多天我就把车赎了回来。”做客运生意的张培新说起典当，他的话里充满了赞许。

像张培新这样的个体工商户有很多，再加上一些中小企业，构成了典当行的主要客户群，在上海典当行，他们占典当行总客户的90%以上。在典当行，可以用手中闲置的物资、设备、厂房等资产，押取一定的资金，然后投入到生产经营中，将死物变成活钱，利用融资的时间差，获得经济效益。尤其是对那些急需小额资金的企业和个人来说，典当行比银行方便了不少。从贷款类型上看，典当行与银行一样，均为经营货币的机构，尤其在发放质押贷款方面，与银行大同小异。但是典当贷款接受的抵/质押物更为宽泛，银行贷款一般只接受房地产作为抵押物。而同样是质押贷款，典当行接受动产质押和内容比较丰富的权利质押，而银行不接受动产质押，只接受内容十分单一的权利质押。

第9章 信贷融资

实战技巧

信贷融资是指企业为满足自身生产经营的需要，同金融机构（主要是银行）签定协议，借入一定数额的资金，在约定的期限还本付息的融资方式。

信贷融资的种类有以下几类：

- (1) 按期限分类:短期贷款，中期贷款，长期贷款；
- (2) 按有无担保品分类:信用贷款，担保贷款；
- (3) 按资金来源分类:政策性银行贷款，商业银行贷款，保险公司贷款等。

信贷融资的方式主要有：

- (1) 银行抵押贷款，直接贷给企业；
- (2) 对个人的抵押贷款和消费信用贷款，贷款给企业股东个人；
- (3) 有担保的信用贷款，主要贷款给附属于大企业，为大企业提供服务和配套产品的中小企业。

信贷融资的条件有：

- (1) 必须经过国家工商银行行政管理部门批准设立，登记注册，持有营业执照；
- (2) 实行独立经济核算，自负盈亏；

(3) 有一定的自有资金；

(4) 遵守政策法令和银行贷款，结算管理制度，并按规定在银行开立基本账户和一般存款账户；

(5) 产品有市场；

(6) 生产经营有效益；

(7) 不挤占挪用信贷资金；

(8) 诚信为本。

债券融资与股票融资一样，同属于直接融资，而信贷融资则属于间接融资。在直接融资中，需要资金的部门直接到市场上融资，借贷双方存在直接的对应关系。而在间接融资中，借贷活动必须通过银行等金融中介机构进行，由银行向社会吸收存款，再贷放给需要资金的部门。债券融资和信贷融资不同之处在于：

(1) 资金的需求者不同：在我国，债券融资中政府债券占有很大的比重，信贷融资中企业则是最主要的需求者。

(2) 资金的供给者不同：政府和企业通过发行债券吸收资金的渠道较多，如个人、企业与金融机构、机关团体事业单位等，而信贷融资的提供者，主要是商业银行。

(3) 融资成本不同：在各类债券中，政府债券的资信度通常最高，大企业、大金融机构也具有较高的资信度，而中小企业的资信度一般较差，因而，政府债券的利率在各类债券中往往最低，筹资成本最小，大企业和大金融机构次之，中小企业的债券利率最高，筹资成本最大。与商业银行存款利率相比，债券发行者为吸引社会闲散资金，其债券利率通常要高于同期的银行存款利率；与商业银行贷款利率相比，资信度较高的政府债券和大企业、大金融机构债券的利率一般要低于同期贷款利率，而资信度较低的中小企业债券的利率则可能要高于同期贷款利率。此外，有些企业还发行可转换债券，该种债券可根据一定的条件转换成公司股票，灵活性较大，所以公司能以较低的利率售出，而且，可转换债券一旦转换成股票后，即变成企业的资本金，企业无需偿还。

(4) 信贷融资比债券融资更加迅速方便：我国企业发行债券通常需

要经过向有关管理机构申请报批等程序，同时还要做一些印刷、宣传等准备工作，而申请信贷可由借贷双方直接协商而定，手续相对简便得多。通过银行信贷融资要比通过发行债券融资所需的时间更短，可以较迅速地获得所需的资金。

(5) 在融资的期限结构和融资数量上有差别：一般来说，银行不愿意提供巨额的长期贷款，银行融资以中短期资金为主，而且在国外，当企业财务状况不佳、负债比率过高时，贷款利率较高，甚至根本得不到贷款，而债券融资多以中长期资金为主。因此，企业通过债券融资筹集的资金通常要比通过银行融资更加稳定，融资期限更长。

(6) 对资金使用的限制不同：企业通过发行债券筹集的资金，一般可以自由使用，不受债权人的具体限制，而信贷融资通常有许多限制性条款，如限制资金的使用范围、限制借入其他债务、要求保持一定的流动比率和资产负债率等。

(7) 在抵押担保条件上也有一些差别：一般来说，政府债券、金融债券以及信用良好的企业债券大多没有担保，而信贷融资大都需要财产担保，或者由第三方担保。

经典案例

北京某生物医药技术有限公司成立13年来，首次获得银行贷款，虽然获得的贷款额很少，但是知识产权质押贷款打破了传统的担保模式，使知识产权的商业价值首次被市场认可，这是一个重要的突破。该公司凭借其蛋白多糖生物活性物质的发明专利权从交通银行北京分行成功获得了150万元的贷款。

案例评析

中小企业融资是一个世界性的难题，而知识产权质押贷款更是各国

商业银行尚未完全破解的难题。知识产权作为无形的资产首次得到银行的认可是在交通银行北京分行，该行推出的“展业通”小企业知识产权质押贷款打破了这层坚冰，它可以将小企业名下所拥有的、合法有效的知识产权变现。

从上面的小案例可以看出几个特点：

- (1) 主要融资对象为小型研发型企业；
- (2) 融资金额相对较小；
- (3) 专利权为发明专利权（评估价值较高）。

专利权质押贷款在各国来说都是难题，主要需要解决的是专利权评估的问题，一旦企业无法还款，银行将通过拍卖专利权的方式收回投资，银行的风险，将主要集中在专利权的实际价值上，而这正是银行方面所无法把握的，因此，国内外也很少有金融机构愿意开展这方面的业务。对此，业内专家指出，中小企业要运用好信贷融资就必须做好以下四点。

第一，小企业要高度重视银企关系，与银行建立彼此信任，长期稳定，风雨同舟的发展关系。小企业中，无论条件好坏，大都遇到过贷款难的问题。原因是多方面的。就企业自身看，如何获得银行的信任，调动起银行对企业长期支持的积极性，从企业成长初期就得到银行关心支持，是需要认真思考的问题。企业应从市场经济规律和原则出发，重视并建立与银行的良好发展关系。一是要牢固树立诚信观念。小企业诚信问题是长期困扰银行信贷支持的关键性问题。由于小企业与银行常处于信息不对称的局面，企业要获得银行的支持，首要是取得银行的信任。企业特别是企业经营者要很强的诚信意识，要在自身风险承受和偿还贷款能力的限度内，考虑申请贷款这一融资途径，并主动为银行信贷资产提供安全保证。要有倾家荡产也要偿还贷款和维护自身信誉的精神，这是能得到银行支持的创业者应具有的首要品质，也是大多成功者的重要标志。国际惯例表明，银行对小企业的贷款考核，一般都把借款企业与企业经营者家庭合并为一个经济单位进行信用分析，全面分析其还款能力和信用情况。二是要与银行建立长期合作和相互促进的关系。许多小企业抱怨，银行只顾锦上添花而不雪中送炭，嫌贫爱富。但也不能否认，

一些小企业在银行支持下，渡过难关，茁壮成长起来后，一阔脸就变，开始向曾经给予自己极大帮助的银行提出苛刻条件，或根本招呼不打就另投东家。银行为此也十分心寒。如果小企业成长起来后，银行的服务跟不上，或达不到要求，企业另选人家也无可非议。但有些小企业成为“小巨人”或进入“壮年”后，很快忘记以前帮助过自己的银行，不能不说有见利忘义之嫌。小企业长大后怎样办，是放飞，还是继续合作，是困扰许多银行的一个难题。特别是对一些服务大中型企业能力较强的银行来说，花了大气力，冒了较大风险支持小企业，养大孩子却被人家拖走，这种局面不改变，将影响银行对小企业发展初期支持的积极性。为此，广大小企业应高度重视银企关系的发展，自觉与合作的银行保持长期相对稳定、相互促进和双赢的关系。

第二，银行应充分认识对小企业信贷支持给自身创造的市场潜力。以往舆论谈及小企业的意义和作用，大都停留在其创造就业和对经济增长的作用上，而对银行的作用关注较少。银行对小企业的支持也似乎是一种应尽的政策性义务，是为社会就业和促进经济增长做贡献，没有从银行自身发展去考虑问题，这种观念值得商榷和纠正。一是应正确认识小企业的风险。目前银行普遍存在一种观点，认为只有大企业稳健，风险都出在小企业身上。但事实并非完全如此，已经暴露的一些大型企业集团关联贷款风险，银行损失非常严重，动辄上亿和数十亿。这又可给多少小企业解决贷款问题。但银行贷款却不断向大企业和某些行业集中，银行越来越脱离广大小企业，成为大企业的私人银行，某种程度上暴露出银行的经营发展仍然没有完全摆脱粗放的模式。的确，小企业存在不少问题，对银行风险管理是一种考验。但正因为此，大力开展小企业金融服务，可以改变银行傍大款、垒大户、过独木桥的经营发展思路，促进银行积极调整信贷结构，促进银行完善风险管理机制，推动银行风险管理理念、手段、技术以及方法等一系列的创新建设，提升银行风险管理能力，走持续协调发展之路。二是正确看待对小企业贷款的成本、风险与收益的平衡问题。小企业贷款普遍利率上浮水平较高，但不少银行对小企业贷款的整体收益率却不高甚至亏损。问题的症结之一还是对小

企业贷款重视程度不够，对小企业贷款简单停留在传统的业务流程上，没有实现专业化的业务发展模式，包括没有独立有效的会计核算体系。所以即便对企业贷款上浮幅度较大，经风险调整后，整体也难以实现预期效益。这恰恰需要银行积极改革对小企业贷款的业务流程和风险管理模式，提高贷款投放效率，提高风险管理能力，从而提高对小企业贷款整体的效益水平。部分对小企业贷款效益较好的金融机构实践证明，小企业贷款利率（以A+级为例）上浮一定水平后，经过风险与成本调整后的贷款效益性明显好于其他贷款。虽然目前20%的大客户创造80%利润的黄金戒律还没有打破，但与争抢大客户时动辄下浮10%的利率比，小企业贷款的利润空间显然大得多，小企业贷款很可能成为银行新的利润增长点。三是对银行整体业务的促进作用。小企业成为“小巨人”和优质小企业过程中，随着企业成长，对银行各种服务和产品需求也不断扩大，如从公司业务扩展到企业员工的个人金融服务等。小企业的成长也是银行市场拓展的过程。在长期的合作中，银企双方了解程度不断加深，关系不断密切，不仅有利银行业务发展，而且有利风险的防范。

第三，银行要加强对小企业的融资营销服务，要增强主动意识。由于种种原因，不少银行只对大中型和行业重点骨干企业开展主动的营销服务，对小企业往往坐等上门，为此银行失去了不少潜在的优质小企业客户，被民间融资夺去了市场。这种局面须尽快改变。一是要主动挖掘小企业市场的潜力。一方面银行应及时将有关担保体系、信用环境、税收政策、信息沟通方面的问题向地方政府有关部门反映，加强与地方小企业促进中心、工商联、财税部门、人民银行和监管部门的联系，共同推进小企业融资外部环境的改善。一方面，银行应制定并落实资金营销计划，主动寻找、选择和培养客户，满足产品有市场、有效益、守信用的小企业的贷款需求。要针对小企业产品变化和贷款需求特点，加强营销能力建设，建立对小企业贷款的快速反应机制。要重点加强对符合地区产业发展方向的小企业信贷营销服务，包括劳动密集型、资本密集型与科技型的小企业，与大型骨干企业有产业关联的小企业。二是加强创新，通过创新服务去努力满足小企业的服务需求，通过创新去创造新

的服务需求。银行应对小企业市场进行必要的细分，制定符合小企业客户特点的市场策略，推出符合小企业实际需求的贷款产品和金融服务，包括固定资产贷款和周转资金贷款，提供个性化信贷服务。根据客户经营需要，积极办理银行承兑汇票、票据贴现等业务。要开发新的结算工具和银行交易系统，为客户提供实时、高效、快捷的资金汇划和支付服务。三是要加强对企业金融服务的宣传。特别是对针对小企业的创新产品要加强宣传。小企业贷款泛指各类贷款、贸易融资、贴现、保理、贷款承诺、保证、信用证、票据承兑等表内外授信和融资业务。随着对小企业信贷产品创新产品的推出，银行应及时跟进对企业的宣传，使企业能充分了解各种服务和产品的特点，能及时有效利用。四是增加对小企业的贷款延伸服务。应充分利用银行具备的优势，通过财务顾问、咨询服务等措施，帮助企业提高自身管理能力并创造新发展机会。

第四，银行应发挥各自优势，树立自身小企业信贷业务的特点，实现小企业贷款的差异化发展。目前，银监会正着力推动银行加强对小企业信贷支持力度，银行也都积极采取措施，加强了对小企业信贷服务的力量。但应注意的是，银行开展对小企业信贷业务，应结合各自优势，制定有特色、有重点和针对性的服务措施，树立小企业信贷服务的品牌，推出各自的拳头的产品，实现差异化发展。避免千篇一律，更应防止形式主义和“撒胡椒面”式的工作方式。一是要选择重点支持的小企业群体。小企业几乎涉及所有行业，类型繁多。不同地区、行业和成长阶段的小企业都有各自的特点，对银行的贷款和服务需求也有差异。银行应有所选择，根据自身特点发展趋势，准确市场定位，确定重点支持的小企业群体，确立长短期结合的小企业服务计划。积极开展制度创新，建立符合服务对象特点的信用评级、业务流程、风险控制、人力资源管理和内部控制等制度。二是营造自身的小企业服务文化。如在审核小企业贷款申请时，有些银行可重点依据财务报表、商业计划或各类书面文件；有些银行可根据小企业的实际现金流状况；有些银行还可以根据产品市场情况开展调查。但都应注重现场调查，注意收集非财务信息和软信息。要了解借款人经营动态和资信情况，从多方面、多渠道收集有关借款企

业及其经营者家庭收支和信用情况的第一手信息，尽量减少借贷双方的信息不对称。要重新构建激励约束机制，制定专门的业绩考核和奖惩机制，建立与小企业贷款业务相适应的信贷文化。

我们再回到前面的案例中，“知识产权质押贷款”业务已经在交通银行北京分行开展起来，据交行北京分行个人金融风险管理部负责人介绍：企业只要是在北京注册，信用良好，总资产在4000万元以内，年销售额在3000万元以内的小企业，都可以申请这项业务。企业可凭借其拥有的有效期不少于8年的发明专利权，有效期不少于4年的实用新型专利权，或者使用期至少在两年以上、有盈利能力的商标专用权，根据银行聘请的专业评估机构对知识产权的评估价值，从银行获得一定数量的贷款金额，用于满足企业生产经营过程中的资金需要。银行的贷款采用综合授信方式，发明专利权的授信额不超过评估值的25%，实用新型专利权的授信额不超过评估值的15%，商标专用权的授信额不超过评估值的30%，最高贷款金额为1000万元，最长期限可达3年。此次北京某生物医药技术有限公司的发明专利权经过评估价值为600万元，因此，银行发放其150万元的贷款，利率在央行规定的贷款基准利率上上浮10%。

不过，向银行申请贷款，企业需要负担评估、律师等各项中介费用，其综合费率一般在贷款金额的15%左右。但交通银行北京分行的“展业通”中介费用低于一般水平，但也要在12%~13%之间，这对小企业也是一笔不小的负担。高科技企业希望将来能够获得政府贴息，或者利用政府提供的资本准备金用来支付这些担保费用。另外上海某制药技术有限公司通过专利质押方式，也成功向中国工商银行张江支行贷款200万元。确实，从2007年次贷危机爆发以来，国际经济增速放缓，国内宏观调控结构有所调整，相当部分的中小企业面临资金链断裂的危险，我国中小企业的发展遇到了前所未有的挑战。因此，解决中小企业融资困难的问题刻不容缓。事实上，中小企业融资难主要体现在以下几点。

第一，中小企业融资难的表现：融资渠道缺乏。目前正规金融机构主要面向大型企业开展业务，以中小企业为服务对象的金融机构发展滞后，而且其向中小企业主要提供的是流动资金以及固定资产更新资金，

很少提供长期信贷。而在我国资本市场上正式的千余家上市公司中，中小企业只占10%左右，同时可以直接融资的二板市场也尚未建立起来，因此依靠证券市场进行融资并不是中小企业融资的主要渠道。长期以来，中小企业主要依靠自行融资来开办和扩张，70%以上的初始资本来源于其主要的所有者、合伙发起人以及他们的家庭。

第二，中小企业融资难问题的本质：信贷融资难。当前我国不允许中小企业发行债券，因此中小企业通过债券融资比例为0；由于中小企业上市困难，通过发行股票进行融资比例仅为0.8%；通过金融机构发放贷款进行融资的比例约为30%；中小企业建立和扩张的70%的资金需要所有者自行融通。然而在中小企业发展的过程中，自行融资程度日益趋近饱和，融资困难问题逐渐凸显。因此，中小企业融资困难问题主要在于外部融资困难，即通过金融机构信贷融资困难，解决中小企业融资难的问题，必须从分析信贷融资入手。

第三，中小企业融资困难的不利影响：生命周期缩短。由于缺少长期发展的融资渠道，主要是缺乏外部的信贷融资，中小企业在先进技术的研究、高素质人才的获得、营销体系的建立，管理制度的形成和抗风险能力的提高等方面均由于缺乏资金的支撑，经受不住时间的考验，在经过几年的高速发展之后便骤然跌入低谷，生命周期日益缩短。有关调查表明：美国企业的平均寿命大约是40年，而我国中小企业的平均寿命只有5.7年。

因此，正视中小企业融资难的问题，深入分析其产生的原因，并积极找出相应的破解对策势在必行。对此，业内专家指出，中小企业融资应该多元化，比如，有些中小企业采用信贷融资就可以了。

第10章 动产抵质押贷款融资

实战技巧

融资难一直困扰着中小企业，谈及原因，一位在银行负责信贷业务的经理表示，许多中小企业的信用级别低，也难以得到大企业提供的担保，而可抵押的固定资产也普遍较少。“尤其对一些大部分资产集中在原材料、半成品或成品的企业来说，贷款尤为困难。”他说。通过质押流动资产贷款，无疑为企业尤其是中小企业开辟了融资新途径。业内人士介绍，动产质押实质为“物流银行质押贷款业务”，是物流业和金融业结合的产物。尽管企业在进行动产质押后，其原料或产成品处在物流企业的监管和控制下，但并不会影响企业的生产和销售。企业完全可以根据需求分批交款提货，不占用资金、不耽误采购、不影响生产。不仅如此，“动产质押还能顺利解决供货方资金回笼的难题”。某物流融资部经理付先民解释，“不少货主企业均担心下游购货企业有购买欲望但无法保障回款时间。购货企业在将购买的货物进行动产质押后，供货企业将货发给客户，但货权交给银行，银行将给供货方开出承兑汇票，货物由物流企业监管，按照银行指令根据购货企业的交款情况分批发货。”

我们先看一个例子：

2009年2月11日，田家庵洞山东路上的一家工贸公司，第一次拿到20万元贷款，使得这家小企业在新一年谋划发展如鱼得水，可想业主是何

等高兴。这家公司原来没有向银行贷过款，这次申请贷款是在田家庵工商分局的帮助下，采取了“动产抵押”方式解决了贷款难。公司的生产设备经过评估确认为43万元，作为银行贷款的抵押，很快办理了贷款手续。

据了解，这是田家庵工商分局自2008年开始办理的第19笔动产抵押贷款。到目前贷款总额已达1.3亿元。

企业应对国际金融危机需要经济实力，而不少企业虽然谋划抢抓机遇，扩大生产规模增加产品份额占领市场，但存在资金不足的困难。田家庵工商分局树立“服从大局、为企业服务”的观念，按照《动产抵押施行办法》要求，积极为企业破解难题。按照规定，企业、个体工商户、农业生产经营者在借贷、买卖等民事活动中以及在货物运输、加工承揽、补偿贸易民事活动中而产生的债权债务关系，均可以以现有的以及将有的生产设备、原材料、半成品、产品设立抵押权。让企业、个体工商户和农业生产经营者以动产做抵押向银行贷款，更加盘活了流动资产，拓宽了融资渠道。在办理过程中，工商管理部门不收取任何费用，该分局一位负责人说：“我们现在不讲收费只讲服务。”

2009年年初，田家庵工商分局办理了一笔最大的动产抵押贷款，贷款额超过1亿元。这是一家上规模的生产企业，急需资金运作，经过评估公司评估确认后，该企业动产价值为4.6亿元，于是该分局随即为企业办理了相关手续，让其尽快拿到贷款投入生产。

有些小企业，特别是民营小企业融资更难，他们想贷款又没有什么资产可进行抵押，而用“动产抵押”，让他们争取贷款有了新的希望，下面就是两个例证：

田家庵一家服装厂急需资金扩大生产，2008年11月中旬用价值208万元的生产设备作为动产抵押，从银行贷款106万元，很快解了燃眉之急。

田家庵西部一家玻璃制品公司，以废玻璃为原料生产玻璃杯，产品打入几个省市，但缺乏资金去拓宽市场。公司就以价值80万元的生产设备，办理了动产抵押贷款40万元，用这笔资金增加新产品，发展新客户，使这家小企业出现了生机。

在农村，一些种植户、养殖户和农产品加工生产企业，原来融资只能靠信用社的小额贷款，远远不能满足扩大生产规模的需要。如今有了“动产抵押”这个门路，他们来找工商管理部门和银行寻求贷款。2008年12月下旬，曹庵镇一家米面加工厂，想扩大规模但资金不足，他们用价值388万元的生产设备抵押，一笔就拿到贷款150万元。还有一家养殖场，用动产抵押获得贷款100万元。

据了解，田家庵工商分局下属的各工商所，都主动为企业和农户办理动产抵押贷款。曹庵工商所已为2家农业生产经营户，采用动产抵押解决贷款近20万元，这在当地农村成了新鲜事。

“2009年申请动产抵押贷款的企业和经营户将会更多。”这是工商管理人员的预测，他们表示将尽职尽责做好服务，为城乡经济社会发展注入更多的“血液”。（本案例来源于：《淮南日报》）

动产抵押贷款是破解企业融资难的有效方法之一。对此，业内专家指出，中小企业在动产抵押贷款应注意以下几点。

第一，明确契约自由、当事人自治原则。应给予担保融资交易各方最大限度的契约自由，使其可以根据自身情况来订立担保合同。担保合同不应是要式的，内容也无须在法律中预先详细设定。担保合同也不应对担保物的种类、状态、数量附带任何限制，允许一般性描述，允许以未来可获动产设定担保。发生违约事由，也应以担保合同的有关内容为依据来认定是否违约，并追究违约责任。在担保权实现方面，不应单纯依赖法院执行，而应以担保合同为依据，由信贷人单方采取措施直接控制担保物，予以公开拍卖、变卖，拍卖、变卖所得优先偿还信贷人。

第二，尽快建立全国统一的动产抵押系统。建立全国统一的电子化、网络化登记体系，是保证抵押登记高效、低成本的基础，也是促进动产担保融资业务快速、健康发展的前提。中国国土面积大，行政区划多，可以参照美国、加拿大的经验，在省一级政府区域内成立动产抵押登记机构，登记网络覆盖到县一级。目前，人民银行信贷登记咨询系统覆盖企业、个人信用情况，而工商行政管理部门的企业动产抵押登记系统也有相当基础，将来可考虑依托以上任一个系统，建立中国动产担保登记

查询系统。信贷人等经常用户可以通过自己的电脑直接登录数据库进行登记、查询，普通公民、法人或其他组织等非经常用户可亲自到登记机构由工作人员登录或通过有服务关系的中介组织登录，进行登记和查询。

第三，立法统一，简化司法程序，提高效率。如何建立既能充分保护信贷人权利，又不侵犯善意第三人合法权益，在交易效率与交易安全之间取得平衡的动产抵押登记公示制度，是动产抵押制度是否有效的关键。这里，可以借鉴国际最新经验，立法上引用“书面契约成立——登记对抗主义”作为公式手段，并统一动产登记机构和程序。同时，还要大力简化司法执行程序，探索采用简易程序，不断降低执行成本，保证信贷人权益在执行环节中得到充分保护。

经典案例

时隔一个多月，说起自己用设备作抵押，从银行拿到69万元贷款的事，丹阳市鸿达灯具厂老板罗英俊仍然觉得不可思议：“没想到《物权法》还给我们的融资带来了好处。”随着《物权法》的实施，越来越多的个体工商户将会通过动产抵押贷款解决自己的资金瓶颈。

早在2007年9月，为扩大生产，罗英俊想为自己的灯具厂再添置一台注塑机，需要107万元，但厂里流动资金本就紧张，除了首付38万元，剩下的钱从哪来？他尝试着找到了当地一家农村合作银行，对方建议他用设备进行抵押贷款，并表示自己的贷款额度较紧张，不能操作。几经周折，通过设备生产商的介绍，深圳发展银行宁波北仑支行终于同意为鸿达灯具厂进行动产抵押贷款。

仿佛万事俱备，只欠东风了。然而罗英俊到丹阳市工商局一问，根据当时的《动产抵押物登记》办法，作为个体工商户，鸿达灯具厂不属于可抵押的范围。自己明明有偿还能力却无法获得必需的贷款，罗英俊有些着急。

《物权法》确实已将个体工商户纳入了动产抵押登记的范围，但《物

权法》2007年10月1日才正式实施，而且在很多方面都还没有明确的工作规程和具体的操作方法，怎么办？丹阳市工商局当即开会商讨，决定借鉴企业动产抵押物登记的要求和方法，建议罗英俊国庆之后再来办理抵押物登记，并提醒其提供相应的申请资料 and 单位信息。

国庆长假后的第一天，罗英俊和深圳发展银行宁波北仑支行的代理人早早等在了工商局的门口，并最终顺利拿到了抵押物登记证。事后，罗英俊兴奋地谈到，创业多年，以前要贷款只能用房产或土地证作抵押，而且贷款额较小，制约了企业的发展。“现在好了”，《物权法》无疑为个体工商户带来了商机和活力。（本案例来源于：《江苏经济报》作者：杜颖梅、黄莉）

案例评析

确实，丹阳市鸿达灯具厂老板罗英俊利用动产抵押，不仅贷到急需的运营资金，而且还帮企业扩大规模提供了机会，对此，江苏省工商局合同处处长谭阿宁介绍说，江苏省工商部门2006年通过抵押登记帮助企业获得了400亿元融资，但以前个体工商户是不在其中的。截至2006年底，江苏省已有187.01万个体工商户，位居全国第二。然而个体工商户由于规模小，仍然被挡在用动产实现抵押贷款的大门之外。《物权法》第181条规定，经当事人书面协议，企业、个体工商户、农业生产经营者可以将现有的以及将有的生产设备、原材料、半成品、产品抵押，债务人不履行到期债务或者发生当事人约定的实现抵押权的情形，债权人有权就实现抵押权时的动产优先受偿。这扩大了动产抵押的范围，为个体工商户和农业生产经营者拓宽了融资渠道。在国外，动产抵押贷款非常普遍，设备、存货、应收账款等动产都可以作为抵押而取得贷款，并且手续简便，费用低廉。现在招商银行、民生银行等股份制银行以及部分私营经济发达地区的国有商业银行均陆续推出了动产抵押贷款业务。办理动产抵押贷款的手续非常简单，只要将自己的汽车、货物、设备、首饰等银行认可的物品进行抵押，贷款人就可以轻松获取一定额度的贷款。

这种贷款的抵押模式有点儿典当的味道，但其贷款利率却大大低于典当行的利率。动产抵押贷款多是短期借款，一般不超过6个月，非常适合缺乏抵押资源、具有短期借款用途的中小企业和个人创业者。中国人民银行进行的一项调查表明，以动产为基础的现代融资方法是解决中国中小企业融资难的有效“处方”。随着WTO过渡期后国内金融业务的逐步放开，信贷营销和服务的竞争将更加激烈，国内开办动产抵押贷款的银行将越来越多，中小企业和个人创业者办理动产抵押贷款也会越来越方便。

第 11 章 库存商品融资

实战技巧

库存商品融资业务是一种新型的金融服务，表现为企业将其拥有的生产原料、存货、商品等可流动的货物，交给专业物流仓储公司保管，并由银行、企业和专业物流公司三方签订相关的协议，银行为企业提供短期贷款。当然，库存商品融资与抵押或质押担保方式有所不同，根据我国《担保法》规定，抵押担保方式中不转移债务人财产物理占有，一般用于抵押的财产多数为不动产。质押担保方式重在对某项资产的物理占有，对于用动产担保银行一般要求做质押，资产要交给银行占有保管。而在库存商品融资业务中，申请贷款企业通过库存商品融资方式取得融资，只需要把动产放到第三方的专业仓储公司或物流企业的仓库中，在专业仓储公司或物流企业的监管下，该企业可以适当地加工、销售。这种方式可以在不影响申请贷款企业生产经营的情况下，确保银行资金回收，同时也使得申请贷款企业用于担保的财产范围拓展了，融资方式变得更加灵活和易于实施。申请贷款企业基于自身业务就可以采用各种灵活的方式来取得资金支持，而不再受限于不动产和担保方的缺乏以及信誉贷款的难于获得。同时由于库存商品融资业务抵押物大多具有很强的变现性和集中于申请贷款企业自身业务控制风险的特性，反倒降低了贷款银行的风险，并且大大降低了银行贷款变为不良资产的发生率，也促

使申请贷款企业更为重视自身的规范经营和管理，以及自身的信誉维护，减少了恶意贷款和恶意拖欠的发生比率。

事实上，库存商品融资是有效解决中小企业融资的一个有效的措施，当然库存商品融资区别于传统银行贷款集中在不动产抵押或第三方信誉担保的模式，该类业务专门针对企业以自身经营项目采用动产质押的模式获得金融贷款服务。在我国，现阶段条件下，根据现行法律规定和金属行业管理规定，库存商品融资业务比较集中的表现为社会企业需要向银行贷款，而又没有足够的不动产或有价证券或第三人提供担保的情况下，企业可以将其所拥有的生产原料、存货、商品等可流动的货物，交给专业物流仓储公司保管，并由银行、企业 and 专业物流公司三方签定相关的协议，银行为企业提供短期贷款的业务。这种新型金融服务原本属于金融衍生工具的一种，之所以称为库存商品融资业务，而不是传统的抵押贷款或者质押融资，是因为在其发展过程中，逐渐改变了传统金融贷款过程中银行——申请贷款企业双方面的责权关系，也完全不同于担保贷款中担保方承担连带赔偿责任的三方关系。它越来越倚重于第三方物流企业，目前主要表现为仓储企业的配套管理和服务，形成了银行——物流企业——贷款企业的三方密切合作关系。这里，物流企业真正成为第三方，它在整个业务过程中越来越成为关键的枢纽环节。正是因为物流企业的存在，延长了银行的服务之手，物流企业的管理、控制和服务水平直接成为决定此业务能否开展和开展方式、灵活性、融资效率、风险管理的核心，表现出不同于传统银行业务的特色。总体上说，库存商品融资业务将成为给社会、企业带来不可估量价值的业务模式，在我国具有广阔的发展前景。

因此，传统的库存决策模型往往会忽略企业的资金约束问题，而企业的资金约束以及融资方式都会对企业的库存决策产生影响。研究发现如果银行对于质押库存给予的贷款价值比较低，企业只有在自有资金不足的情况下，才会向银行申请贷款。如果贷款价值比较高，企业就有可能保留部分资金，以贷款来继续追加库存。当然，库存商品融资并不是什么新事物，早在20世纪90年代末期，库存商品融资业务就已经在我国

物流领域和金融领域刚开始。而随后短短的两三年里，库存商品融资业务在我国物流及物资流通领域得到飞速发展，形成广阔的市场空间。据中国物资储运协会2002年7月在新疆乌鲁木齐召开的库存商品融资业务研讨会消息，开展库存商品融资业务的某仓储物流中心在2001年开始仅办了5笔库存商品融资业务，就为申请贷款企业融资1亿元；2002年1月~7月份，办理了16笔库存商品融资业务，为物流中心增加吞吐量7万吨，储运业务收入增加89万元。2002年据央视报道，深圳发展银行的该类业务已覆盖钢铁、建材、石油、化工、家电等十几个行业，授信额度仅深圳发展银行广州分行一家就已达25个亿，授信企业100多家。

经典案例

根据大庆地区民营企业及中小企业固定资产小，贷款抵押不足的特点，广东发展银行设计了以库存商品为主要抵押物的动产质押业务，企业进货时向银行申请开具银行承兑汇票，销售时向银行存入足额保证金后，银行释放相应的货物，此类业务满足了企业的进、销、存全过程。近两年，银行先后为市内的Q汽车经销公司等五户汽车经销企业、B农资等两户化肥经销企业、H酒业等十多户民营中小型企业累计授信额度达到17300万元，有力地促进了地方中小企业及民营经济的发展，取得了良好的经济效益和社会效益。

案例评析

毋庸置疑，库存商品是促进中小企业要想发展，积极解决融资问题的重要手段，因为库存商品相比其他抵押贷款，库存商品融资业务操作程序并不复杂，用于质押的财产范围比较广，企业、专业仓储公司与银行之间业务关系纯粹是企业行为，其融资效率高。因为库存商品融资业务具有更为广泛的社会需求，更好的灵活性和可操作性，更低的风险，

因而受到了金融机构和众多社会企业的热烈欢迎和重视，从出现之日起就显示出巨大的增长潜力，日益成为金融领域增长最快的业务内容。同时，该类业务也成为推动社会整体经济运转效率的有力动力，在一定程度上改变了企业运用资金的方式，拓宽了广大中小企业的融资模式，成倍提高了企业利用资金的效率，创造出巨大的经济价值，并且日益表现出不同于以往金融业务的特点，越来越倚重于现代物流企业的管理和风险控制水平，变成现代物流产业的一项极具发展潜力的新型业务，在世界范围内正获得飞速的发展。在我国开展和推广库存商品融资业务对解决中小企业融资难等问题具有很重要的现实意义，库存商品融资为广大中小企业开辟了新的融资渠道。

中小

战
精
要

第 12 章 融资租赁

实战技巧

融资租赁又称设备租赁或现代租赁，是指实质上转移与资产所有权有关的全部或绝大部分风险和报酬的租赁。资产的所有权最终可以转移，也可以不转移。它的具体内容是指出租人根据承租人对租赁物件的特定要求和对供货人的选择，出资向供货人购买租赁物件，并租给承租人使用，承租人则分期向出租人支付租金，在租赁期内租赁物件的所有权属于出租人所有，承租人拥有租赁物件的使用权。租期届满，租金支付完毕并且承租人根据融资租赁合同的规定履行完全部义务后，租赁物件所有权即转归承租人所有。尽管在融资租赁交易中，出租人也有设备购买人的身份，但购买设备的实质性内容如供货人的选择、对设备的特定要求、购买合同条件的谈判等都由承租人享有和行使，承租人是租赁物件实质上的购买人。

融资租赁是集融资与融物、贸易与技术更新于一体的新型金融产业。由于其融资与融物相结合的特点，出现问题时租赁公司可以回收、处理租赁物，因而在办理融资时对企业资信和担保的要求不高，所以非常适合中小企业融资。此外，融资租赁属于表外融资，不体现在企业财务报表的负债项目中，不影响企业的资信状况。这对需要多渠道融资的中小企业而言是非常有利的。

融资租赁和传统租赁一个本质的区别就是：传统租赁以承租人租赁使用物件的时间计算租金，而融资租赁以承租人占用融资成本的时间计算租金。融资租赁是市场经济发展到一定阶段而产生的一种适应性较强的融资方式，是20世纪50年代产生于美国的一种新型交易方式，由于它适应了现代经济发展的要求，所以在六、七十年代迅速在全世界发展起来，当今已成为企业更新设备的主要融资手段之一，被誉为“朝阳产业”。我国20世纪80年代初引进这种业务方式后，20多年来也得到迅速发展，但比起发达国家，租赁的优势还远未发挥出来，市场潜力很大。融资租赁的主要特征是：由于租赁物件的所有权只是出租人为了控制承租人偿还租金的风险而采取的一种形式所有权，在合同结束时最终有可能转移给承租人，因此租赁物件的购买由承租人选择，维修保养也由承租人负责，出租人只提供金融服务。租金计算原则是：出租人以租赁物件的购买价格为基础，按承租人占用出租人资金的时间为计算依据，根据双方商定的利率计算租金。它实质是依附于传统租赁上的金融交易，是一种特殊的金融工具。一般地，融资租赁的种类有以下几种：

第一，简单融资租赁

简单融资租赁是指，由承租人选择需要购买的租赁物件，出租人通过对租赁项目风险评估后出租租赁物件给承租人使用。在整个租赁期间承租人没有所有权但享有使用权，并负责维修和保养租赁物件。出租人对租赁物件的好坏不负任何责任，设备折旧在承租人一方。

第二，杠杆融资租赁

杠杆租赁的做法类似银团贷款，是一种专门做大型租赁项目的有税收好处的融资租赁，主要是由一家租赁公司牵头作为主干公司，为一个超大型的租赁项目融资。首先成立一个脱离租赁公司主体的操作机构——专为本项目成立资金管理公司提供项目总金额20%以上的资金，其余部分资金来源则主要是吸收银行和社会闲散游资，利用100%享受低税的好处“以二博八”的杠杆方式，为租赁项目取得巨额资金。其余做法与融资租赁基本相同，只不过合同的复杂程度因涉及面广而随之增大。由于可享受税收好处、操作规范、综合效益好、租金回收安全、费用低，

一般用于飞机、轮船、通讯设备和大型成套设备的融资租赁。

第三，委托融资租赁

一种方式是拥有资金或设备的人委托非银行金融机构从事融资租赁，第一出租人同时是委托人，第二出租人同时是受托人。出租人接受委托人的资金或租赁标的物，根据委托人的书面委托，向委托人指定的承租人办理融资租赁业务。在租赁期内租赁标的物的所有权归委托人，出租人只收取手续费，不承担风险。这种委托租赁的一大特点就是让没有租赁经营权的企业，可以“借权”经营。

第四，项目融资租赁

承租人以项目自身的财产和效益为保证，与出租人签订项目融资租赁合同，出租人对承租人项目以外的财产和收益无追索权，租金的收取也只能以项目的现金流量和效益来确定。出卖人（即租赁物品生产商）通过自己控股的租赁公司采取这种方式推销产品，扩大市场份额。通讯设备、大型医疗设备、运输设备甚至高速公路经营权都可以采用这种方法。其他还包括返还式租赁，又称售后租回融资租赁；融资转租赁，又称转融资租赁等。

融资租赁的风险来源于许多不确定因素，是多方面并且相互关联的，在业务活动中充分了解各种风险的特点，才能全面、科学地对风险进行分析，制定相应的对策。融资租赁的风险种类主要有以下几种：

（1）产品市场风险。在市场环境下，不论是融资租赁、贷款或是投资，只要把资金用于添置设备或进行技术改造，首先应考虑用租赁设备生产的产品的市场风险，这就需要了解产品的销路、市场占有率和占有能力、产品市场的发展趋势、消费结构以及消费者的心态和消费能力。若对这些因素了解得不充分，调查得不细致，有可能加大市场风险。

（2）金融风险。因融资租赁具有金融属性，金融方面的风险贯穿于整个业务活动之中。对于出租人来说，最大的风险是承租人还租能力，它直接影响租赁公司的经营和生存，因此，对还租的风险从立项开始，就应该备受关注。货币支付也会有风险，特别是国际支付，支付方式、支付日期、时间、汇款渠道和支付手段选择不当，都会加大风险。

(3) 贸易风险。由于商品贸易在近代发展得比较完备，社会也相应建立了配套的机构和防范措施，如信用证支付、运输保险、商品检验、商务仲裁和信用咨询都对风险采取了防范和补救措施，但由于人们对风险的认识和理解的程度不同，有些手段又具有商业性质，加上企业管理的经验不足等因素，这些手段未被全部采用，使得贸易风险依然存在。

(4) 技术风险。融资租赁的好处之一就是先于其他企业引进先进的技术和设备。在实际运作过程中，技术的先进与否、先进的技术是否成熟、成熟的技术是否在法律上侵犯他人权益等因素，都是产生技术风险的重要原因。严重时，会因技术问题使设备陷入瘫痪状态。其他还包括经济环境风险、不可抗力等等。

经典案例

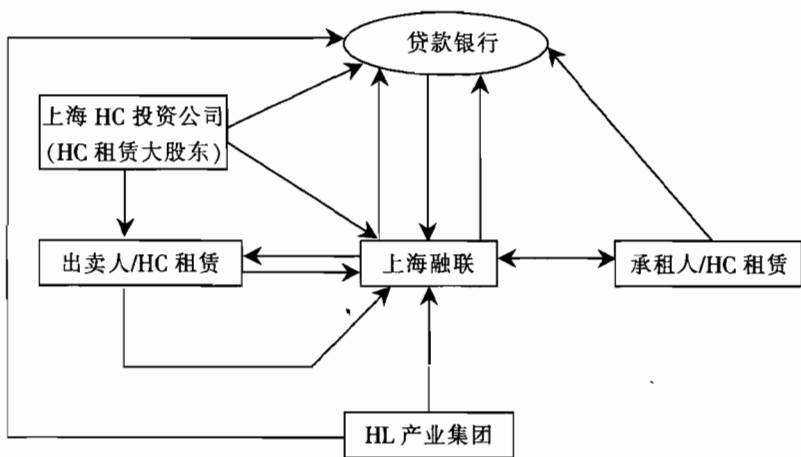
在租赁行业里，“资金”和“风险控制”一直是融资租赁公司的两大主要矛盾和永久话题。在传统上，融资租赁公司的资金来源主要是自有资金、股东资金、委托资金、客户保证金等，在国内最主要的还是银行贷款。但受银行管理机制的约束，众多的银行只能对辖区内的租赁公司贷款，并且必须用于本辖区的承租人客户。这对租赁公司开展异地业务是一个很大的障碍，这个问题一直以来在国内都未得到很好的解决。另外，租赁公司对作为由投资性的分成、租赁收益作为还租来源的经营行业一直未敢涉深进入，银行对租赁公司信用心有余悸。上海融联公司为了在这些问题上有一些突破，一直在不懈地努力，寻求可以异地贷款的合作银行，试图在冰封中撕开一条资金暖流畅行的口子，针对使用灵活性极强的投资分成租赁的经营主体的融资需求有所作为。可喜的是在坚持不懈地努力下，终于迎来了令人欣慰的收获。

由上海融联租赁股份有限公司（简称“上海融联”）牵头，由地处福建省厦门市的某银行（以下简称“XM银行”）为贷款（保理）人，承租人为地处杭州市的浙江HC租赁有限公司等（简称“HC租赁”）的1630万元（总额2.33亿元，首批1630万元）PET/CT医疗设备的融资租赁（回

租) 贷款业务在国庆节前经XM银行总行贷审会审批通过并发放。据悉, 该笔贷款是XM银行在国内的第一笔异地融资租赁贷款业务。据全国人大融资租赁立法顾问俞开琪和租赁专家朱梁生说, 该笔业务是中国内资租赁界首例两头在外(出租人与承租人均在贷款银行所在地以外的地方), 并以投资分成作为还租即还本付息来源的典型案例, 可以推而广之。

浙江HC租赁有限公司是一家传统的租赁公司，无融资租赁资质。2005年末购置GE公司价值1810万元的PET/CT设备，并投资租赁给杭州解放军三甲医院，收益与该医院二八分成，HC租赁公司获得80%的收益，其余20%归医院所有。

HC租赁的大股东上海HC投资公司（简称“HC投资”）为了盘活该医疗设备的资产，进行新项目的投资，提出了对该设备进行售后回租的设想，并选定上海融联租赁股份有限公司作为设备出租方，HC租赁有限公司作为设备出卖方和承租人，而后上海融联与HC租赁公司共同选择XM银行作为贷款融资方，HC投资公司为回购担保方，HL产业集团为担保方（拥有80多亿元的资产）。



案例评析

本融资性回租业务涉及出卖人（即承租人）、出租人、贷款（保理）人、回购人及担保人四类法人客户，涉及回购、抵押、保证三种担保方

式，同时涉及固定资产项目的评估，而且两头在外（出租人在上海，承租人即用款人在杭州，均在贷款人以外的地方），并以设备投资分成回报为还款来源。上海融联与XM银行商定，在承租人租金正常进行偿付6个月后，由XM银行对余下的30个月的租金进行保理，上海融联获得的保理资金唯一用于偿还XM银行的贷款本息。本业务有机地将担保、抵押、贷款、租赁、保理等各种业务结合起来，创造了一个综合性强、法律关系复杂、操作环节多，两头在外，银行贷款、保理支持异地租赁业务的融资租赁经典案例。融资租赁业务在XM银行尚属新业务，没有相应的管理办法和操作流程，因此操作此笔业务，难度可想而知。在上海融联、HC公司、XM银行总行、XM东区支行的共同努力下，历经3个多月的不懈努力和探索，终于敲定了对该项业务的操作流程和应把握的主要环节：

在满足XM银行与HC投资公司签订回购合同，与HL产业集团签订保证合同，与上海融联、HC投资（HC租赁的大股东）签订账户监管合同的情况下，XM银行与上海融联公司签订项目贷款合同，发放贷款1630万元给上海融联；在上海融联获得XM银行贷款，从HC租赁公司购买到PET/CT设备并支付HC租赁公司设备款后，将该设备在使用地杭州工商局办理设备抵押登记，并与XM银行补充签署设备抵押合同，将该设备抵押给XM银行；上海融联再将该设备回租给HC租赁公司；HC租赁公司每月初支付50.04万元租金给上海融联用于归还XM银行贷款本息；如果还租出现问题，则启动担保（设备抵押、HC投资、HL产业集团）还款程序。在还租正常的情况下6个月后，XM银行对上海融联的应收租金进行保理，上海融联租赁公司有可能实现表外融资。

该医疗设备回租购置成本1630万元，租赁价款1921.56万元，租期3年，按月等额支付，租赁利率按人民银行同期基准利率上浮5%支付，HC租赁公司按约定一次性支付上海融联租赁手续费。该笔业务对于当事人四方都带来很大的好处：

①鉴于回租业务中，出卖人与承租人为同一人，首先HC租赁公司作为出卖人，获得现金，盘活了资产，加速了资产的流动性，获得新项目所需要的投资资金；同时HC租赁公司作为承租人，通过租赁形式，保持

合理的财务结构，可以按照《企业会计准则第21号——租赁》的有关规定，采用加速折旧，实现合理避税的目的。

②对于出租人租赁公司来说，目前我国租赁公司大部分注册资本较小，自身的资金实力较弱，而每笔租赁业务动辄几千万、甚至几个亿，租赁公司迫切需要通过外部融资满足自身业务发展的需要。银行对上海融联的应收租金进行保理，可防止租赁公司的信用风险。XM银行理念先进，而且严密控制风险，可以成为租赁公司的一个很好的合作伙伴。

③对于担保方，由于该业务现金流强，完全覆盖还租即还本付息的资金需要，且该医疗设备容易处置、变现能力强，担保收益稳定，风险可控。

④对于银行来讲，通过这一产品创新，实现了资产、负债和中间业务的全方位受益：

一是融资租赁参与的各方均在XM银行开立监管账户，能较好地避免贷款被挪用，保证资金的合理使用和租金或保理资金优先用于还贷。由于租金的支付周期按月约定，实际是按月还本付息，从而加速了贷款货币资金的收回。

二是融资租赁设备的使用权和所有权相分离，加强了银行的风险控制能力。由于租赁期内，产权在租赁公司，租赁公司将设备抵押给银行，银行间接控制了租赁资产的所有权，而且该医疗设备容易处置、变现能力强。按合同法规定，租赁资产不属于承租企业的破产财产，这显然要比银行直接对客户进行抵押贷款形成的保障力度大得多。

三是HC租赁公司的大股东提供租赁物余值回购承诺，特别是当HC租赁公司不能按时支付租金本息时，HC投资公司要按原设备购买价值回购设备余值，使租赁物的所有权保障与租赁物的退出变现渠道结合起来，另外还有第三方的HL产业集团的信用保证，更加强了银行风险控制。

四是XM银行对租赁公司的应收租赁款进行保理，用于租赁公司优先还本付息，可以有效地规避租赁公司的信用风险。在承租人还款能力强、有保证时，银行更看重最终客户的信用，而不用计较租赁公司的强弱。

第 13 章 项目融资

实战技巧

项目融资是指贷款人向特定的工程项目提供贷款协议融资，对于该项目所产生的现金流量享有偿债请求权，并以该项目资产作为附属担保的融资类型。它是一种以项目的未来收益和资产作为偿还贷款的资金来源和安全保障的融资方式。项目融资始于20世纪30年代美国油田开发项目，后来逐渐扩大范围，广泛应用于石油、天然气、煤炭、铜、铝等矿产资源的开发，如世界最大的、年产80万吨铜的智利埃斯康迪达铜矿，就是通过项目融资实现开发的。项目融资作为国际大型矿业开发项目的一种重要的融资方式，是以项目本身良好的经营状况和项目建成、投入使用后的现金流量作为还款保证来融资的。它不需要以投资者的信用或有形资产作为担保，也不需要政府部门的还款承诺，贷款的发放对象是专门为项目融资和经营而成立的项目公司。一般地，项目融资有以下几种：

第一，无追索权的项目融资

无追索的项目融资也称为纯粹的项目融资，在这种融资方式下，贷款的还本付息完全依靠项目的经营效益。同时，贷款银行为保障自身的利益必须从该项目拥有的资产取得物权担保。如果该项目由于种种原因未能建成或经营失败，其资产或受益不足以清偿全部的贷款时，贷款银

行无权向该项目的主办人追索。

第二，有追索权的项目融资

除了以贷款项目的经营收益作为还款来源和取得物权担保外，贷款银行还要求有项目实体以外的第三方提供担保。贷款行有权向第三方担保人追索。但担保人承担债务的责任，以他们各自提供的担保金额为限，所以称为有限追索权的项目融资。

项目融资用来保证贷款偿还的依据是项目未来的现金流量和项目本身的资产价值，而非项目投资人自身的资信，具有以下特点。

第一，有限追索或无追索

在其他融资方式中，投资者向金融机构的贷款尽管是用于项目，但是债务人是投资者而不是项目，整个投资者的资产都可能用于提供担保或偿还债务；也就是说债权人对债务有完全的追索权，即使项目失败也必须由投资者还贷，因而贷款的风险对金融机构来讲相对较小。而在项目融资中，投资者只承担有限的债务责任，贷款银行一般在贷款的某个特定阶段（如项目的建设期）或特定范围可以对投资者实行追索，而一旦项目达到完工标准，贷款将变成无追索。无追索权项目融资是指贷款银行对投资者无任何追索权，只能依靠项目所产生的收益作为偿还贷款本金和利息的惟一来源，最早在20世纪30年代美国得克萨斯油田开发项目中应用。由于贷款银行承担风险较高，审贷程序复杂，效率较低等原因，目前已较少使用。

第二，融资风险分散，担保结构复杂

由于项目融资资金需求量大，风险高，所以往往由多家金融机构参与提供资金，并通过书面协议明确各贷款银行承担风险的程度，一般还会形成结构严谨而复杂的担保体系。如澳大利亚波特兰铝厂项目，由5家澳大利亚银行以及比利时国民银行、美国信孚银行、澳洲国民资源信托资金等多家金融机构参与运作。

第三，融资比例大，融资成本高

项目融资主要考虑项目未来能否产生足够的现金流量偿还贷款以及项目自身风险等因素，对投资者投入的权益资本金数量没有太多要求，

因此绝大部分资金是依靠银行贷款来筹集的，在某些项目中甚至可以做到100%的融资。由于项目融资风险高，融资结构、担保体系复杂，参与方较多，因此前期需要做大量协议签署、风险分担、咨询顾问的工作，需要发生各种融资顾问费、成本费、承诺费、律师费等。另外，由于风险的因素，项目融资的利息一般也要高出同等条件抵押贷款的利息，这些都导致项目融资同其他融资方式相比融资成本较高。

第四，实现资产负债表外融资

即项目的债务不表现在投资者公司的资产负债表中。资产负债表外融资对于项目投资者的价值在于使某些财力有限的公司能够从事更多的投资，特别是一个公司在从事超过自身资产规模的投资时，这种融资方式的价值就会充分体现出来。这一点对于规模相对较小的我国矿业集团进行国际矿业开发和资本运作具有重要意义。由于矿业开发项目建设周期和投资回收周期都比较长，如果项目贷款全部反映在投资者公司的资产负债表上，很可能造成资产负债比失衡，影响公司未来筹资能力。

由于项目融资的结构复杂，因此参与融资的利益主体也较传统的融资方式要多。概括起来主要包括以下几种：项目公司、项目投资者、银行等金融机构、项目产品购买者、项目承包工程公司、材料供应商、融资顾问、项目管理公司等。

项目公司是直接参与项目建设和管理，并承担债务责任的法律实体。也是组织和协调整个项目开发建设的核心。项目投资者拥有项目公司的全部或部分股权，除提供部分股本资金外，还需要以直接或间接担保的形式为项目公司提供一定的信用支持。金融机构（包括银行、租赁公司、出口信贷机构等）是项目融资资金来源的主要提供者，可以是一两家银行，也可以是由十几家银行组成的银团。

项目融资过程中的许多工作需要具有专门技能的人来完成，而大多数的项目投资者不具备这方面的经验和资源，需要聘请专业融资顾问。融资顾问在项目融资中发挥重要的作用，在一定程度上影响到项目融资的成败。融资顾问通常由投资银行、财务公司或商业银行融资部门来担任。

项目产品的购买者在项目融资中发挥着重要的作用。项目的产品销售一般是通过事先与购买者签订的长期销售协议来实现。而这种长期销售协议形成的未来稳定现金流构成银行融资的信用基础。特别是资源性项目的开发受到国际市场需求变化影响、价格波动较大,能否签订一个稳定的、符合贷款银行要求的产品长期销售协议成为项目融资成功实施的关键。如澳大利亚的阿施顿矿业公司开发的阿盖尔钻石项目,欲采用项目融资的方式筹集资金。由于参与融资的银行认为钻石的市场价格和销售存在风险,融资工作迟迟难以完成,但是当该公司与伦敦信誉良好的钻石销售商签定了长期包销协议之后,阿施顿矿业公司很快就获得银行的贷款。

项目融资一般要经历融资结构分析、融资谈判和融资执行三个阶段。在融资结构分析阶段,通过对项目深入而广泛的研究,项目融资顾问协助投资者制定出融资方案,签订相关谅解备忘录、保密协议等,并成立项目公司。

在融资谈判阶段,融资顾问将代表投资者同银行等金融机构接洽,提供项目资料及融资可行性研究报告。贷款银行经过现场考察、尽职调查及多轮谈判后,将与投资者共同起草融资的有关文件。同时,投资者还需要按照银行的要求签署有关销售协议、担保协议等文件。整个过程需要经过多次的反复谈判和协商,既要在最大限度上保护投资者的利益,又能为贷款银行所接受。

在融资执行阶段,由于融资银行承担了项目的风险,因此会加大对项目执行过程的监管力度。通常贷款银行会监督项目的进展,并根据融资文件的规定,参与部分项目的决策程序,管理和控制项目的贷款资金投入和现金流量。通过银行的参与,在某种程度上也会帮助项目投资者加强对项目风险的控制和管理,从而使参与各方实现风险共担,利益共享。

随着国内资源企业走出去的步伐加快,项目融资的多元融资和风险分担优势越发显现出来,因此企业有必要尽快了解项目融资的特点、优势,并不断摸索、掌握项目融资的流程和步骤,提高融资能力,为境外

矿产资源的顺利开发及自身的迅速发展获取资金保障。

经典案例

目前我国尚没有一家电信运营商明确采用项目融资。但是，有学者认为，项目融资应成为电信运营商的融资新渠道。电信业既是技术密集型也是资本密集型行业，电信基础建设耗资巨大的特性使得运营商的融资问题成为投资者关注的热点问题。下面，笔者就以中国联通集团公司的资本支出为例来简要分析项目融资在我国电信运营商的应用前景。

一方面，联通集团目前的网络，无论是GSM网还是CDMA网，都还没有完全成熟，因而大量的网络建设投入几乎是不可避免的，而其他基础建设项目所需资金也是巨大。据一位联通内部人士估计，联通CDMA一期、二期、三期工程加起来需要650亿人民币，整个网络升级到CDMA1X大概则需要700个亿。中国联通股份有限公司2002年年报披露股份公司2003年的资本开支计划为200.6亿元，重点完善GSM网、增值业务及支撑系统、服务基础设施等。随着3G牌照的发放日益临近，联通的基建投资将更为巨大。

另一方面，相对庞大的资本开支需求而言，联通集团的资金实力显得较为薄弱。从联通股份公司2003年中报来看，截至2003年6月31日，股份公司本年经营活动产生的净现金流入为113亿元，而现金及现金等价物本年净减少42.24亿元、期末余额为102.1亿元。至于联通新时空等联通集团的成员企业，由于财务报表未向社会公开披露，笔者难以获知其资金状况。但从CDMA的发展期较短等情况来推测，其他成员企业的资金实力远远不能弥补联通集团的资金缺口。

激烈的市场竞争要求联通提供更好的网络、更多的业务，而这些都需要巨额的投资做支撑。所以，联通集团要保持业务和利润的高速增长，就必须再向外部筹集巨额资金。

目前，我国运营商的融资方式主要有：向银行借款；上市发行股票；发行企业债券；融资租赁；引入战略投资者。联通集团是融资策略最为

广泛的运营商，上述5种方式皆有采用，而其他运营商则分别有所欠缺（例如网通和铁通集团尚未在股市融资）。但是，从目前的情况来看，采用传统的借款、发债、配股、引入战略投资者方式来融资，对联通集团而言均出现了难度。

首先，联通股份公司截至2003年6月31日的资产负债率为41%，而正常的资产负债率一般为30%左右。过高的负债率带来的是整个股份公司资信度下降、利息负担重、财务风险加大。

其次，我国债市规模太小，难以满足需求。每年审批下来的企业债规模总共不过四、五百个亿，联通难以在短期内争取到充足的企业债券发行额度。虽然许多专家不断呼吁扩大债市，但债市的成长壮大仍是难以预期。对于联通来讲，远水救不了近火。

第三，在国际电信市场持续低迷、尚未走出低谷的态势下，对于中国电信企业，投资者普遍认为中国电信市场已度过高速发展期、进入了产业整合时代。投资者对于电信行业早已采取了谨慎态度。

第四，国内股市的整体复苏来看较为缓慢，这也影响了战略投资者和其他投资者的信心。投资者对长期投资风险的反感，既直接影响了战略投资者加盟联通，又反过来影响了其他投资者进入。50亿以上的新股发行对于疲软的国内股市而言每次几乎都是一次浩劫。宝钢股份、中国石化和招商银行上市后，全都呈现高开低走的特征，尤其是中石化，被套牢的战略投资者“苦海无边”。这些都令联通等运营商在国内股市的融资活动受到很大的负面影响。

案例评析

以项目融资，对于公司而言不是接受股本投资，但又不是普通的公司贷款。比较项目融资与公司贷款，分别有如下特点：

项目融资方式在风险分担和财务待遇方面通常具有独特的优势。一方面，当项目贷款人完全或部分丧失对借款人和发起人的追索权时，贷款人必须全部或部分承担在项目不能产生足够的现金流量情况下的风险。

如果项目失败，不至于造成项目发起人破产。另一方面，一般的借款必须体现在资产负债表中，会造成项目发起人的资产负债率上升，影响其再融资能力，而项目发起人则不一定需要将项目融资作为一项负债记录。另外，项目融资可以结合融资租赁或经营租赁的方式。

业内专家为联通集团设计项目融资的基本思路：

(1) 为拟发起的项目设立一家新公司。

(2) 以项目公司为借款人筹集资金，联通集团某一家公司可以为其提供一定额度的担保。

(3) 制定明确的资金偿还计划，以项目公司的现金流量和收益作为还款来源。

(4) 以项目公司的净资产作为抵押，设定有限追索权或者无追索权。

(5) 项目公司以融资租赁或者经营租赁的形式把建成后的项目租给联通集团使用。这样，项目融资至少可以为联通股份公司带来四个好处：

第一，避免了股份公司负债率过高，降低财务风险。

第二，降低经营风险。

第三，灵活选择租赁形式。因为融资租赁和经营租赁对财务报表的影响方式与程度是不同的，联通股份公司可以根据需要进行选择。

第四，支撑联通的高速扩张，避免市场份额的丢失与业务开发的滞后，这也是最重要的一点。

上述分析，许多方面不仅适用于联通集团公司，也适用于其他电信运营商。据专家估计，我国2001~2010年间电信网络建设市场的投资需求为24000亿元。这单靠电信运营商的自有资金是难以满足的。但是，债市规模小、股市低迷，令运营商的两大融资渠道受阻。而银行借款这一方式由于成本过高，在经营风险与财务风险方面都对电信运营商产生较大不利影响。所以，电信运营商必须扩大融资渠道、采用多种融资方式，才能达到充分融资的目的，保证业务和市场的持续发展。

第 14 章 夹层融资

实战技巧

夹层融资是指在风险和回报方面介于是否确定于优先债务和股本融资之间的一种融资形式。对于公司和股票推荐人而言，夹层投资通常提供形式非常灵活的较长期融资，这种融资的稀释程度要小于股市，并能根据特殊需求做出调整。而夹层融资的付款事宜也可以根据公司的现金流状况确定。

夹层融资是一种无担保的长期债务，这种债务附带有投资者对融资者的权益认购权。夹层融资只是从属债务的一种，但是它常常作为从属债务同义词来用。夹层融资的利率水平一般在10%~15%之间，投资者的目标回报率是20%~30%。一般说来，夹层利率越低，权益认购权就越多。

夹层投资也是私募股权资本市场的一种投资形式，是传统创业投资的演进和扩展。在欧美国家，有专门的夹层投资基金。如果使用了尽可能多的股权和优先级债务来融资，但还是有很大资金缺口，夹层融资就在这个时候提供利率比优先债权高但同时承担较高风险的债务资金。由于夹层融资常常是帮助企业改善资产结构和迅速增加营业额，所以在发行这种次级债权形式的同时，常常会提供企业上市或被收购时的股权认购权。融资企业一般在以下情况下可以考虑夹层融资：

- (1) 缺乏足够的现金进行扩张和收购；

- (2) 已有的银行信用额度不足以支持企业的发展；
- (3) 企业已经有多年稳定增长的历史；
- (4) 起码连续一年（过去十二个月）有正的现金流和EBITDA（未减掉利息、所得税、折旧和分摊前的营业收益）；
- (5) 企业处于一个成长性的行业或占有很大的市场份额；
- (6) 管理层坚信企业将在未来几年内有很大的发展；
- (7) 估计企业在两年之内可以上市并实现较高的股票价格，但是现时IPO市场状况不好或者公司业绩不足以实现理想的IPO，于是先来一轮夹层融资可以使企业的总融资成本降低。

夹层融资的回报通常从以下一个或几个来源中获取：

- (1) 现金票息，通常是一种高于相关银行间利率的浮动利率；
- (2) 还款溢价；
- (3) 股权激励，这就像一种认股权证，持有人可以在通过股权出售或发行时行使这种权证进行兑现。并非所有夹层融资都囊括了同样的特点。举例而言，投资的回报方式可能完全为累积期权或赎回溢价，而没有现金票息。

一般地，夹层融资的优势有如下几个：

第一，借款者及其股东所获的利益

夹层融资是一种非常灵活的融资方式，这种融资可根据募集资金的特殊要求进行调整。对于借款者及其股东而言，夹层融资具有以下几方面的吸引力：

- (1) 长期融资。亚洲许多中型企业发现，要从银行那里获得三年以上的贷款仍很困难，而夹层融资通常提供还款期限为5~7年的资金。
- (2) 可调整的结构。夹层融资的提供者可以调整还款方式，使之符合借款者的现金流要求及其他特性。与通过公众股市和债市融资相比，夹层融资可以相对谨慎、快速地进行较小规模的融资。夹层融资的股本特征还使公司从较低的现金票息中受益，而且在某些情况下，企业还能享受延期利息、实物支付或者免除票息期权。
- (3) 限制较少。与银行贷款相比，夹层融资在公司控制和财务契约

方面的限制较少。尽管夹层融资的提供者会要求拥有观察员的权利，但他们一般很少参与到借款者的日常经营中去，在董事会中也没有投票权。

(4) 比股权融资成本低。人们普遍认为，夹层融资的成本要低于股权融资，因为资金提供者通常不要求获取公司的大量股本。在一些情况中，实物支付的特性能够降低股权的稀释程度。

第二，夹层融资提供者的受益之处

夹层融资提供者的受益之处也是区分夹层投资和典型的私有股权投资的主要特征：

(1) 比股权风险较小的投资方式。夹层投资的级别通常比股权投资为高，而风险相对较低。在某些案例中，夹层融资的提供者可能会在以下方面获得有利地位，比如优先债务借款者违约而引起的交叉违约条款、留置公司资产和/或股份的第一或第二优先权。从“股权激励”中得到的股本收益也可非常可观，并可把回报率提高到与股权投资相媲美的程度。

(2) 退出的确定性较大。夹层投资的债务构成中通常会包含一个预先确定好的还款日程表，可以在一段时间内分期偿还债务也可以一次还清。还款模式将取决于夹层投资的目标公司的现金流状况。因此，夹层投资提供的退出途径比私有股权投资更为明确（后者一般依赖于不确定性较大的清算方式）。

(3) 当前收益率。与大多数私有股权基金相比，夹层投资的回报中有很很大一部分来自于前端费用和定期的票息或利息收入。这一特性使夹层投资比传统的私有股权投资更具流动性。

夹层融资作为融资发展的总体战略的一部分，夹层融资应该作为融资发展的总体战略的一部分来考虑，虽然夹层融资的成本相对并不便宜，但是有时候它却是最合适的融资方式。夹层融资最适合于MBO，有并购计划，能够快速成长，而且即将股票上市的企业。大部分美国投资银行家相信，企业必须发行50万~100万股流通股以上，才能保证活跃的股票交易量并支持较高的股价。同时股票价格必须在10~20美元以上，才能吸引大的机构投资者，而低于5美元的股票一般不具有吸引力。由于股票的数量很容易通过分拆或缩股来改变，所以股票的价格就主要取决于企业

的市场价值了。

由于企业的市场价值取决于企业的规模，也就是企业的历史业绩和预期业绩，如果夹层融资能够在一年之内使企业的营业额大大增加，同时也给与公众对企业盈利能力的信心，那将使企业的IPO处于一种更有利的位置。在这种条件下，企业可选用夹层融资来完成过渡，直到实现和证明自己的市场价值，而不是在现在以低估的价值进行IPO或股权私募。如果企业可在将来以更高的股票价格进行IPO，那将降低企业总体的融资成本，这就是为什么企业愿意支付较高的利息在IPO之前先来一轮夹层融资。

经典案例

阿斯加德创建于1973年，总部位于得克萨斯州首府休斯敦，是美国最大的投币真空设备生产商和经营商，公司除了生产真空设备，还拥有经销渠道、提供机器保养和经营真空吸尘服务。其产品和服务主要分布在加油站和洗车场。最初，阿斯加德专注于生产，通过经销商销售其机器。销售商提供维护、服务并获取收入（即顾客投入的硬币）。由于服务一条线路的主要成本来自于为收集硬币而配备的卡车，在某一区域内服务新增真空吸尘设备不会添加太多成本。阿斯加德从经销商那里发现此服务有利可图之后，于1993年收购了第一家经销商，并在同一年又收购了6家经销商。此后，阿斯加德不断收购。

1998年，雷纳合伙人（Rainer Partners）通过管理者收购（MBO）计划购买了阿斯加德，目的是进一步合并阿斯加德的经销渠道。这次收购包括大约400万美元的权益价值、350万美元的从属债务。同时，一家地方银行答应为阿斯加德提供周转性贷款以确保管理者收购的成功，并使得阿斯加德得以实施收购经销商的计划。雷纳合伙人的目标是在收购阿斯加德4~5年后卖掉公司，它对阿斯加德的评估大约在1400万美元，或者是过去12个月的EBITDA的5倍。

在完成管理者收购之后，阿斯加德加速了其购买经销商的步伐，并

迅速成长为美国一家全国性的公司。阿斯加德打造两块业务：真空设备服务，即布点、维护机器、收集硬币以及设备制造。阿斯加德的主要终端市场是加油站和全国连锁的便利店，其10个最大的客户为阿斯加德贡献的收入占全部经营收入的17%。阿斯加德的大客户包括埃克森美孚石油、7-11便利店和英国石油等。到2002年每年生产大约6500台机器，在全美运营275万台机器。

阿斯加德业主雷纳合伙人果然按照当初的打算，从2002年12月起实施出售阿斯加德真空设备公司的计划，并已聘请一家投资银行寻找潜在的投资方。欧米茄投资在接到竞标邀请之后，立即制定收购阿斯加德公司的方案。欧米茄的方案包括三个部分：优先债务、夹层债务和阿斯加德的普通股本。2003年1月，“第一合伙”收到欧米茄投资的邀请去参加阿斯加德真空设备公司的管理层报告会。“第一合伙”的负责人杰克·福西瑟在参加了阿斯加德公司的管理层报告会之后，开始考虑是否以夹层投资者身份参与欧米茄收购阿斯加德的计划以及向欧米茄投资提交一个什么样的投资协议。

夏普林斯基教授从公司状况、行业特点开始，分析欧米茄投资为什么对阿斯加德真空设备公司感兴趣。从许多方面看，阿斯加德公司都很吸引私人股本投资，例如，阿斯加德公司的管理层在这一行业拥有丰富经验，有能力带领阿斯加德获得更大的业务增长；这一行业的后勤效率很高；加油站的真空吸尘服务很稳定，不受商业周期影响。另外，加油站的吸尘服务业的进入门槛很高。一旦阿斯加德的机器已经占据了某个加油站或洗车场，竞争对手很难在那里复制阿斯加德的生意。同时，投币真空吸尘服务的顾客对价格不是很敏感，不会在需要给机器再投一个25美分硬币的时候左思右想，而这25美分对于公司的纯利意义不小。可以说，阿斯加德看来是收购中的收购。

夏普林斯基教授分析了欧米茄邀请其他投资机构参与其收购阿斯加德的计划的原因。作为收购阿斯加德计划中的领衔投资方和首要的权益投资者，欧米茄投资通常在一个收购协议中投入30%~40%的资本，投资回报率要求在25%~40%之间。优先债务贷方则为杠杆收购（LBO）计划

所需的全部债务提供50%~70%的资本。优先债务贷方介入杠杆收购，可获取利息和手续费。扣除权益投资和优先债务之后，剩余的资本缺口则来源于夹层投资。

在收购阿斯加德时，欧米茄打算投资3000万~4000万美元购买阿斯加德的普通股本或权益，这一投资金额占欧米茄管理基金的5%~6%；欧米茄然后筹集4000万~5000万美元的优先债务。即便如此，欧米茄还需要一部分夹层投资来填补资本缺口，第一合伙人是夹层投资的候选投资方。

案例评析

作为美国私人股本投资领域的专家，夏普林斯基教授回顾了夹层投资的发展历史和特点。夹层融资指的是优先债务和普通股本之间的那层融资。当今，夹层融资的贷方主要是银行、投资银行、夹层投资专业基金和杠杆收购基金。作为私人股本投资者使用的一种工具，夹层投资大致跟随杠杆收购市场和总体经济。夹层投资从1988年的不足100万美元猛增到2000年的29亿美元；由于其灵活性，夹层投资合同从1988年的58个上升到2000年的396个。随后，股票市场的跌落影响到私人股本投资的各个层面，夹层投资急剧减少。

夏普林斯基教授强调夹层融资的优点在于灵活性，可以量体裁衣满足一项特定的融资需要。夹层融资可以以优先从属债务、从属债务或优先股的形式出现，而这取决于收购方案中使用的其他金融工具和所建议的资本结构。

夹层投资的回报率要求与优先债务和高利息债券（垃圾债券）均不相同。后两种工具收取现金利息，而夹层贷款通常有权益成分1或非权益成分2，或两者兼有。这些成分使得夹层投资方可以赚得额外的收入，又不会危及用来偿还优先债务的现金流以及向夹层投资和垃圾债券偿付的现金利息。如果夹层投资的利率很高，它具有长期债务的特点；如果降低夹层投资的利率，但引入认股权等条件，夹层投资具有股本或权益的特点。

在欧米茄投资决定哪些优先债务贷方和夹层投资方参与其阿斯加德收购计划的过程中，欧米茄投资将比较各投资方提供的条件，选择最能满足各方利益的夹层投资者。

作为夹层投资候选者的第一合伙，欧米茄的阿斯加德收购计划正是它的理想交易。第一合伙寻找的是投资额占总投资15%~20%的机会，目标回报率为16%~19%。夏普林斯基教授指出，在做投资决定之时，第一合伙需要考虑几方面的因素。

一方面，第一合伙知道，它的资本成本（即贷款利率）较高，这将显著降低欧米茄投资的回报（因为利息越高，权益持有者欧米茄的所得越低），但夹层投资将使得欧米茄拥有充足的资本从而更快地增长阿斯加德的业务、帮助欧米茄为其有限的合伙人赢得较好的回报率。

另一方面，第一合伙必须设计好夹层投资的结构，目的是在阿斯加德万一不能实现业务增长的情况下保护自己的底线不受伤害（与优先债务不同，优先债务贷方可要求获得阿斯加德的资产）。由于第一合伙不是欧米茄收购阿斯加德计划中惟一的夹层投资候选人，第一合伙将与其他夹层投资机构竞争欧米茄的投资机会。为此，第一合伙的负责人杰克·福西瑟现为赢得这一投资机会，需要设计一个既能满足第一合伙的回报率要求，又能满足欧米茄投资回报率目标的投资结构。

夏普林斯基教授说，夹层投资注入多少资本，这取决于公司价值评估和使用的优先债务资本量。从投资方的角度，对公司价值的评估越高，投资方的回报越低。另外，第一合伙的委托人杰克·福西瑟在准备标书的时候，注意到优先债务人对全部债务设了限制：在协议达成之日全部债务不得超过调整后的EBITDA的4倍，在第一年终不得超过3.75倍，在第二年终不得超过3.25倍，之后继续递减。欧米茄曾建议，夹层投资的利息可达到15%。

第一合伙考虑到市场竞争激烈，要想在这笔投资上挣得特大回报相当困难。20世纪90年代末期，相当多的企业收购未能达到收购前的运营和经营收入目标。在临终关怀和干洗等行业，管理层竞相收购地方运营业务，却因未能按照全国品牌经营战略来改组重复的内勤业务、合理使

用设备或提高定价能力，最终被迫破产。因此，福西瑟必须在赢得交易的“贪婪”与丢掉本金的“担心”之间找到一个平衡点。

夏普林斯基教授为阿斯加德收购案例提供了一个公司价值评估和融资结构模型，并请学生设计各自的融资方案，如决定EBITDA倍数、优先债务比重、夹层投资的利息和认股权等，模型将自动计算欧米茄的权益内部回报率和第一合伙的夹层投资内部回报率等指标。表2是5位学生提供的数据。夹层债务内部回报率对应于第一合伙将获得的回报率，权益回报率对应于欧米茄私人股本投资将获得的回报率。

夏普林斯基教授提供了一组数据，即欧米茄在收购阿斯加德中使用的大致投资结构。

夏普林斯基教授指出，阿斯加德是夹层投资中的一个典型案例，对于从事夹层投资的机构具有很大的参考价值。她同时表示，如今，由于美国的银行倾向在杠杆收购中承担更多的优先债务，夹层投资日渐被挤出杠杆收购。但是，在优先债务较难获取的市场，如某些崛起中市场，夹层投资将大有用武之地。

第 15 章 国外银行融资

实战技巧

任何一个企业创建高新技术企业、开发高科技产品，客观上都需要资金的支持。因为通过正常的金融渠道，从极其谨慎的银行那里很难得到融资。因此，国外商业银行贷款就弥补了这个缺憾。研究发现，国外商业银行贷款有以下六个特点。

第一，国外商业银行贷款是非限制性贷款，其决定和使用灵活简便，没有什么限制条件，不指定贷款用途，不限制贷款数额，借款人可以自由选择币种；

第二，国外商业银行贷款利率一般都按国际金融市场的平均利率计算，所以较高；

第三，外资金融机构基本上不承担“政策性”服务功能，所以国外商业银行贷款比较看重借款人的信誉；

第四，与中资银行的贷款服务相比，国外银行的贷款期限较长。如东亚银行对房地产开发商的房地产商业贷款甚至可以长达10年，酒店贷款的贷款期为5年，而在中资银行，对公贷款期限很少超过5年；

第五，在还款方式上，国外银行贷款相对灵活——贷款方可以与银行协商，根据企业的现金流状况，按月、按季或者每半年归还。

第六，中资银行的还款方式不一，在大多数中资银行，贷款可以提

前还，但是不能分期还，相对于国内银行注重抵押、质押，国外银行普遍强调企业的现金流，企业由经营产生的现金流才是企业的第一还款来源。

当然，中小企业要想获得国外银行贷款，还是必须做一些准备工作。必须先提交项目建议书，经过一系列审批程序，然后向国外商业银行提出贷款申请，同时提交借款人法律地位证明文件、律师意见书、项目可行性研究报告和公司资产负债表以及外国金融机构需要的其他文件等。然后借贷双方就有关贷款金额、期限、利率、费用、偿还方法等问题进行谈判，达成协议后，双方签订借款合同，借款公司按借款合同的规定分期或一次提取贷款。目前花旗银行、渣打银行等一些国外银行，都把眼球转向了中小企业，正如有经济学家所言，“国外银行实际并没有什么神秘”，中小企业要解放思想，放开眼光，善于把握外资银行进入中国的机遇，利用充足的国外资本来做好自己的事情。

经典案例

资本手段是易于设计的，但有几家地产公司的财务和管理能经得起海外资本的审视呢？作风一贯稳健的万科这回抢着吃了个螃蟹。万科A发布公告称，已与Hypo Real Estate Bank International（以下简称“HI”）签订合作协议，为即将开发的中山万科城市风景花园项目（以下简称“万科中山项目”）融得3500万美元。项目回款之后，万科将以同业拆借利率再加几个点的利息赎回股权。

121文件出台后，银行收紧对房地产公司的贷款，窥伺中国市场许久的海外资金得到了最好的进入机会。在万科与HI公司合作之前，国内房地产商与海外资金合作大多是以股权融资，海外房地产基金以资金入股房地产项目，共享利润。万科开了房地产企业从海外银行贷款的先例。对于此笔贷款的利率，万科与HI公司方面都三缄其口，但是声称比国内现在海外房地产基金的利率要低很多。

方案一出，它受到的关注不只来自房地产业界，很多大型公司的

CFO都对这种融资创新感到兴奋好奇。业内将其称为“变相”贷款：以FDI（外国直接投资）之名，行商业贷款之实。万科是如何躲开外汇管制、获得海外银行的贷款的？其间奥妙，还需要谈判双方详细道来。

德国HYPO集团主要从事不动产金融业务，其重要机构HI核心资产达12亿欧元，资本充足率8.5%，主要业务为国际大型房地产商提供金融信贷服务。作为专注于房地产投资的银行，HI在全球化的过程中得到一条经验：“必须抢在别人前面进入才能抢占先机。”HI执行董事Mr Fenk把与万科的合作称为“两年迈出的第一步”。

这两年，HI对中国房地产市场做出了自己的判断：“住宅市场的发展潜力最大，商业办公项目已经有点过热了。”在中国寻找合作伙伴，HI条件是“最大的房地产开发商。”做住宅项目又要是国内大型开发商，万科很自然地出现在HI的谈判对象名单中。

“HI先找万科的。”万科总经理郁亮很愿意强调这一点。事实上，自称除了H股和海外资金，已经试遍各种融资渠道的万科，早就开始了和海外资金的接触。和其他房地产商不同的是，万科主要寻找的是海外的商业银行，而不是现在在国内房地产业风头正劲的房地产基金。“从房地产基金那里拿钱成本太高。现在惯例是不低于20%的复利率，一个项目两年下来就是44%。”基本放弃了房地产基金的万科遇到了HI，看上去很是门当户对，舍我其谁，但两者能否最终契合，还需要一个合乎现行法律法规政策的架构来支撑。

经过9个月的谈判，万科与HI公布了合作方案：此次融资的载体万科中山公司是一家中外合资公司，由万科和其附属公司香港永达投资公司共同设立，万科实际持控其100%股权。万科将所持有万科中山公司80%的股权转让给一家名为Best Gain Investment的公司（以下简称“BGI”），后者由HI公司与万科共同设立，HI占股65%，万科占35%。

经过这一轮股权转换，万科直接和间接持有万科中山公司的权益只有48%（ $20\%+80\%\times 35\%$ ）。形式上，HI取得了万科中山公司的控股权。实际上，尽管HI公司拥有中山项目52%的股权，但并不拥有实际控制权，项目的运作方是万科。根据双方约定，在中山项目回款之后，万科将以

同业拆借利率再加几个点的利息赎回股权。也就是说，在法律上，这是一笔以股权换资金的股权融资，实际上，却是一笔商业贷款。这个合作方案的核心在于选择万科中山公司作为投资载体。由于商业贷款属于资本项目，直接的境外信贷有违目前的外汇管制。中外合资的企业性质，为以股权形式取得境外融资打开了方便之门，避开了相关的管制要求。但是对于外界为这笔融资扣上一个“变相贷款”的帽子，郁亮却有自己的看法：“我一直很纳闷为什么大家称之为‘变相贷款’，典型的国际融资都是这样安排的。”HI公司Mr.Fenk对此也做出相同回应：“我们在与万科合作的贷款文件基本上适用公司标准条款，并没有新增其他附加条款。”

案例评析

无论新或者旧，变相或者标准，万科与HI的合作为中国房地产业融资辟出一条新的路径，“在这个方案的基础上，以后万科或者其他房地产商，再和海外银行合作的谈判都应该会比我们这次用的9个月时间短。作为先行者，我们付出比后来者更多的成本，但是也获得先机。”郁亮对此次与HI合作如此评价。那么，万科能从这次合作中得到什么？其他房地产商能不能复制万科的融资模式呢？

万科与HI的谈判，持续了9个月，用21个文件和9个附件达成了协议。回忆谈判过程，郁亮说：最困难的还是框架的问题。

HI是一个银行，不能直接投资，所以要先成立BGI作为投资载体。万科是国内公司，直接接受外资银行贷款有政策限制，所以成立万科中山公司作为贷款载体。“最后确定架构花了很长时间，因为要通过构建海外、香港、国内多层次的控股构架，适应多国、多地区（英国、中国香港和内地）的法律政策。”郁亮向《中国企业家》介绍，单就实现贷款的公司构建，我们就讨论了不下10种方案。“这些讨论并不是白费时间，很多方案可能会适合将来项目的合作。”郁亮还透露，万科与HI有就新项目的合作的可能。

谈判的另一个焦点是监管。每个与海外资金达成合作的房地产商都不会忘记合作背后的反复争执是多么的头疼。郁亮坦言：“不可能满足外资对工程项目的要求，否则我们就死掉了。”

不和外资接触，国内的房地产商大概还不知道自己的项目管理水平和国外的差距。以环保为例，国内做过环境评估，就开始建设。在国外，要求做完一期，评估一期建设完后对周边的影响，得出报告以后才可以拿到贷款。对此，国内开发商会觉得这是重复环评。国内项目细节经常改变，海外资金又会觉得任何调整都算是违约，等等。这样，对工程管理要求的不同造成双方对于风险的认识不一样，就很难达成共识。

万科要拿到HI的钱，就要与后者相互解释，相互让步。“这种让步当然是值得的，通过我们和HI的合作，除了资金，提升项目管理水平也是我们很重要的目的。”郁亮说。

对于万科此次的融资成本，郁亮说：“万科2004年上半年的负债率是54%，距离全国房地产企业平均高达74%的资产负债率还有很大的距离，如果HI资金的成本过高，我不如去银行贷款。”但是从银行贷款，恐怕已经没有郁亮说的这么容易。万科2004年中报显示，万科在银行的短期借款从2003年年底的16.8亿元猛增至32.39亿元，长期借款也由1.6亿元增至7.49亿元，分别增长92%和368%。可以说已经将银行借贷的能力发挥到了较高的程度。从以上数据不难看出，万科在努力控制短期贷款在银行贷款中的比例，已经将2003年91%的危险数字降低到81%，但是总体看来，如果不是万科债转股顺利实现，在减少债务的同时扩充了总资产，2004年猛增的银行贷款将会大大提升万科的负债率，并进而增加其在银行的贷款难度。所以业内对万科中山项目的融资成本并没有郁亮描述的如此乐观，华夏证券的房地产分析师张燕称：“究竟融资成本有多高，只有万科自己知道。毕竟在宏观调控的背景下，万科也有资金压力。”不过，张燕也表示：这笔资金的获得不是简单的一笔钱的问题，对于提高企业资本运作水平和降低短期负债率都有好处。

对万科来说，与HI的合作只是与海外资金合作的开始。郁亮表示有可能会与HI就其他项目展开合作，也不排除和其他海外银行合作的可能。

对于其他房地产商是否可以复制万科此次的融资模式，郁亮比较保守：“很多人觉得我们这个方案是对制度的突破，认为最难克服的制度问题被解决了。其实，吸收海外资金的最大困难不在于制度，而在于公司本身的透明度。”郁亮认为，海外资金要投资给一个公司，最大的要求是能够看清楚被投资公司和项目的风险，但是国内很多房地产企业在财务、项目运作等方面并不透明，挡住了资金的来路。

香港房地产资本资产服务有限公司主席高广垣也支持郁亮的看法：“很多房地产商在和海外资金谈项目的时候，总喜欢向对方介绍项目的回报率，但是海外资金更关注项目的风险预期。”事实上，风险高的项目不一定不是好项目。银行的贷款利率是5%，没有必要接受高风险的项目。但是海外房地产基金是20%的复利，自然有自己控制风险的措施，关键是它要求自己知道风险究竟有多大和在什么地方。高广垣向《中国企业家》介绍：“一方面，海外基金投入资金的同时，会将管理方法带入，用合同的方式严格项目操作，让项目变得可控。一方面，会在合同中有抵押担保股权回购等项目，保证资金的安全。比如万科中山项目就是采用了股权回购的方式。”

通过与多家海外房地产基金的合作，高广垣发现，海外基金并非仅仅青睐大型房地产开发商，更注重的是开发商的项目操作能力，“如果你有好项目，而且有成功的开发经历能证明自己的操盘能力，那就不难找到海外资金。”宏源证券房地产分析师陈新莓证实了这一说法：“现在，北京很多小型房地产开发商都在与海外房地产基金接触，有的已经进入合作。”

现在，进入中国的海外资金的形式非常多样，更为主流的是股权融资的形式。2003年，美国房地产同业公会房地产基金与华润置地合作，在北京北部开发项目；德意志银行房地产投资基金锁定京沪两家房地产企业，在北京东四环和小汤山附近开发项目；2004年6月，荷兰国际集团和北京首创集团在海外共同成立的中国房地产开发基金在北京的首个控股项目“丽都水岸”入市；天津顺驰、上海国际、深圳金地等先后与著名投资银行摩根士丹利联手合作……即使对这些房地产基金高达20%复

利的资金成本表示难以接受，郁亮还是对这些项目给予了很高的评价：“和房地产基金合作的多是外销楼盘，海外资金除了提供资本，还会带来大批优质客户。”据高广垣预测，在未来的3年~5年内，海外房地产基金将在国内投入300亿美元，可谓“小试牛刀”。房地产公司，只要有好的项目，都有机会和海外基金合作。

第 16 章 股权融资

实战技巧

2005年上市成功的案例不胜枚举，从IT业巨头百度成功登陆纳斯达克募集资金1.09亿美元，缔造了首日市值就已接近40亿美元远远超过四大门户网站的股市神话；到交通银行香港B股市场成功上市，揭开其他国有商业银行纷纷登陆海外上市的序幕。这些无不昭示着上市融资依然是股权市场融资最有效的方式，同时也是投资者退出的最常见方式。而这所有IPO的成功，上市前融资的作用不可磨灭。蒙牛上市前融得的两笔合计4.77亿港元的资金，可谓是其整个资本运作链条中不可或缺的重要一环，对于蒙牛起飞的助推效果，甚至要超过上市融资得到的10亿港元。可以说，这两笔上市前融资，使蒙牛后来的上市融资水到渠成。由此证明了上市前融资的意义所在。股权融资在企业投资与经营方面具有以下优势：

第一，股权融资需要建立较为完善的公司法人治理结构。公司的法人治理结构一般由股东大会、董事会、监事会、高级经理组成，相互之间形成多重风险约束和权利制衡机制，降低了企业的经营风险。

第二，在现代金融理论中，证券市场又称公开市场，它指的是在比较广泛的制度化的交易场所，对标准化的金融产品进行买卖活动，是在一定的市场准入、信息披露、公平竞价交易、市场监督制度下规范进行的。与之相对应的贷款市场，又称协议市场，亦即在这个市场上，贷款

者与借入者的融资活动通过直接协议。在金融交易中，人们更重视的是信息的公开性与可得性。所以证券市场在信息公开性和资金价格的竞争性两方面来讲优于贷款市场。

第三，如果借贷者在企业股权结构中占有较大份额，那么他运用企业借款从事高风险投资和产生道德风险的可能性就将大为减小。因为如果这样做，借款者自己也会蒙受巨大损失，所以借款者的资产净值越大，借款者按照贷款者的希望和意愿行事的动力就越大，银行债务拖欠和损失的可能性就越小。

经典案例

即使最大胆、最有想像力的投资者，这次也很少窥见奇迹的征兆。仅仅几个星期前，中国的互联网公司和投资银行家们还在为纳斯达克平淡的2005年而忧心——似乎所有中国公司的股票都表现不佳，有的业绩下滑，有的遭遇财务传闻。一些原本排在上市通道的公司悄悄推迟了登陆的时间，截止到2005年7月，只有华友世纪和分众传媒在纳市上市。“也许这里的中国互联网公司已经太拥挤了。”一位资深投行人士对《财经》说。然而，奇迹就这样发生了。

美国东部时间2005年8月5日早上11时许，百度（Nasdaq代码：BIDU）在纳斯达克挂牌上市，开盘价为每股66美元，比发行价高出39美元。甫一开盘，股价便一路狂飙，不到三个小时即突破了每股100美元，之后的一小时又直冲过150美元。至当天收盘，百度股价为122.54美元，较发行价上涨了354%。这一数字不仅刷新了中国公司在纳斯达克的股价记录，也创出美国股市五年来新上市公司首日涨幅之最。它成为历史上上市当日收益最高的十大股票之一，这足以使百度在日后无数次被人提起。

“既在意料之中又是意料之外。”一周之后，百度CEO李彦宏在北京的办公室接受《财经》采访时说。意料之中出于对自己一手创立的公司的自信，意料之外源于如此涨幅已远超出人们的想象。上市当日，很多中国的银行家走过来对李彦宏说：百度很争气，打破了华尔街“中国概

念都要打折”（Chinese discount）的不成文铁律。

面对百度上市首日创造的惊人涨幅，业界一时纷纷质疑承销商在定价时判断失误：即使忽略开盘后个人投资者哄抬而造成的高价部分，27美元/股的发行价与上市当天66美元/股的开盘价之间也存在巨大落差。这意味着承销商未能充分估计投资者对百度的追捧程度，未能帮助公司获得最大化利益。

事实上，27美元的价格已是经过百度管理层与负责承销的高盛与第一波士顿在IPO过程中几番谈判后达成的结果。百度此轮上市共发行了404万股，占发行后总股本的12.5%；发行价为27美元，融资达109亿美元。

据悉，在预路演初期，主承销商建议以相对保守价格为起点，但公司管理层认为未达理想。在预路演结束时，主承销商同意公司的意见，将公开价格区间定在19~21美元/股，高于预路演开始时的估计。

当路演进行到最后一个星期时，距离定价只剩下两天，由于机构投资者需求极其旺盛。主承销商再次建议提高发行区间至23~25美元/股。到定价当天，公司路演所见的基金经理有95.5%都下了单，最后公布定价为27美元/股。此价值使对百度2006年市盈率的估值已经凌驾在Google和Yahoo!之上。

一位熟知百度IPO内情的投行界人士介绍，与其他公司一样，在为百度定价时，主承销商已充分考虑了公司的基本面，包括商业模式、财务指标成长前景、今后可能遇到的挑战、在中国市场可能遇上的各种困难等。

“投资者目前的热情很可能是被价格激发的。现在判定是否被低估了还为时过早，这至少要六个月左右才能看清楚，不能看短期的股价。”这位人士举2004年10月上市的梦工场动画公司（Dreamworks）为例。其IPO价格为28美元/股，上市之初价值被普遍认为低估，但由于公司上市后业绩不如人意，现已跌破发行价。

李彦宏承认，到了最后阶段，公司与投行对公司价值的认识已经没有什么差距。

在IPO之后，李彦宏一人持股22.9%，另一创办者徐勇持7%，机构投资者DFJ、Integrity Partners、Peninsula Capital各占25.8%、9.7%和8.5%。

据上述投行人士称，由于受美国股市有关规定限制，在未来六个月，百度不会进行第二次招股。

百度2004年的营业收入为1420万美元，以上市当天股价计算，市值已经高达39.6亿美元，是其营收的279倍。相比之下，Google的市值也只是其营收——2004年为32亿美元——的26倍。

一位资深投行人士指出，百度目前的股价与其实际收入基本不挂钩，200多倍的市盈率简直“不可思议”。他认为，对百度的管理层而言，股价过高并非好事。如果短期业绩与预期相距太远，意味着现在购入百度股票的投资者很有可能会亏钱。

对于百度股价的“超常发挥”，和讯网CEO谢文认为，在商业模式上，投资者愿意拿百度跟Google相比，它确实是互联网历史上与国际模式最接近的“中国概念”。Google的股价由于涨势太猛，现已没有太大空间。因此投资者会把热情转移到百度上；而百度本身确实是中国第一搜索引擎，成长速度不错，商业模式也很清晰。

其次，2005年以来并没有重要的中国互联网公司上市，虽有分众传媒在前，但不足以消化市场的投资要求，“此时上市，物以稀为贵”。

尽管如此，谢文判断，百度的股价已达不可思议的高峰，不可能再涨了。下季度随着百度的利润有所增长，市盈率也会随之下跌。“总体而言，百度上市显得较为单薄。收入模式上完全依赖竞价排名；管理团队偏重技术，上市后处理各种各样的问题可能会有难度。”

更有悲观者如美国佛罗里达大学教授杰里特尔（Jay Ritter）称：“根据过去的经验，任何一家上市首日股价大涨300%以上的首次公开招股企业，最后都成了投资者的噩梦。上市三年之后，这些企业的股价都跌破了发行价。”

在百度上市之后不到十天，股价开始回落至90美元/股以下。

究竟谁被追捧？一条很容易被误读为“百度人民银行”的标语喜气洋洋地张贴在公司各处，定睛一看才发现是“百度人民很行”——无论

股价是否含有“泡沫”成分，百度创造的奇迹点燃了员工的梦想，中国互联网界也为之一振。而人们追捧的究竟是“中国的Google”还是搜索引擎市场本身，确是一个颇富争议性的问题。

“百度这样的公司本不是投资人眼中的理想对象，因为它只有一个业务；但搜索这个业务正在颠覆人们获取信息的方法，也在颠覆这个市场的价值评判标准。”一位不愿透露姓名的百度投资人的想法正是支撑百度股价400%涨幅的基础：“搜索很基本，基本得有点枯燥，就像水和电一样，但它代表着安全，重要得不可或缺。”

案例评析

百度上市之前数月，全球最大的搜索网站Google股价一直高达近每股300美元，市值大于当年AOL和时代华纳合并后的价值，这无疑是搜索引擎在商业上成功的有力佐证。

据艾瑞咨询（iResearch）发布的2005年一季度中国搜索引擎研究报告显示：百度在中国的市场份额仍稳居第一位置，比2004年四季度略有上扬，占37.4%；第二名雅虎系（雅虎/一搜/3721）的份额则为32.2%，Google只位列第三，占19.1%，下降了3.3%。

根据招股说明书，百度2002年的营收为130万美元，2004年全年营收1340万美元，两年间多了十倍。

在博客动力的创始人卢亮看来，百度的每一个搜索背后都暗含着商机。在搜索营销方面浸淫多年的杜刚更看好百度的未来发展，“我觉得这是一个比较正常的数字，而且有可能再扩大。因为在整个中国，中小企业推广的主要方式，就是买搜索引擎的计价排列名和计价广告，到2005年有426万企业购买搜索引擎进行推广。也就是说，少于3%的企业做搜索引擎，而在美国做搜索引擎的企业远远超过了15%——即使按10%，中国还有两三百万企业加入搜索引擎的推广市场，那个市场在五年内会是现在的六七倍以上。”公司融资分为股权融资，债权融资和其他融资，股权融资包括发行股票，配股，债转股等，债权融资包括借款，

发行公司债券等。股权融资作为私募的一种，上市前融资为众多企业上市的成功奠定了坚实基础。广义的上市前融资不仅包括首次公开上市之前的准备工作，而且还特别强调对企业管理、生产、营销、财务、技术等方面的辅导和改造。相比之下，狭义的上市前融资目的仅在于使企业能够顺利地融资成功。风险资本市场的出现使得企业获得外部权益资本的时间大大提前了，在企业生命周期的开始，如果有足够的成长潜力就有可能获得外部的权益性资本，这种附带增值服务的融资伴随企业经历初创期、扩张期，然后由投资银行接手进入狭义的上市前融资，逐步稳固地建立良好的运行机制，积累经营业绩，成为合格的公众公司。这对提高上市公司整体质量，降低公开市场的风险乃至经济的增长都具有重要的意义。

第 17 章 美国上市融资

实战技巧

金融危机下，如何推动企业顺利融资、做大做强？企业上市成为最直接、最主要的融资方式。研究发现，企业为上市主要有以下几点。

第一，用最低成本，筹取最大资金。银行贷款须有资产作抵押，筹得有限资金、须归还本金和利息、日后再筹款时须重新申请。股票发行上市依据企业成长潜力，理论上可筹得无限资金、没有偿还本金和利息的压力，只需企业有盈余时，分发红利给股票持有人；需要再筹款时，只需再发行股票即可。

第二，充分发挥企业创造财富的功能。通过上市，可以打破企业和金融市场之间资讯的不平衡，使企业的价值得到真正的反映。上市后扩股可以筹集大笔资金，从根本上解决成长型企业普遍面临的资金不足问题。上市后能赚取两种利润——产品收入、资本市场利润收入。能利用发行新股和换股扩展业务，开发新产品和进行多元化商业活动，购买最好的设备、置产和兼并其他企业，扩大业务而不需动用生产资金。

第三，建立企业实质价值。相对于贷款投资而言，投资者的资金具有更大的流动性。对企业而言，能筹集大笔永久性投资，并能利用发行新股偿还债务，减少债务负担。

上市企业必须披露企业的经营情况，接受董事会、股东、工会和证

券市场的监督，有利于改善企业的经营管理。

第四，企业管理层和股东权益保障。对于企业的管理层和股东，上市后企业的价值和个人在企业的权益更加明确，其对投资具有更大的流动性，企业的债务也和个人分离。上市后如果企业股票的后市运作良好，则企业管理层和股东的财富递增。企业管理人员和股东的利益不仅来自红利，还来自股市的回报。企业可用股票奖励吸引优秀的人才，增加员工的向心力。

华能国际电力公司发行了6.25亿美元的股票并于1994年11月在纽约证券交易所挂牌上市。这是当时以美元为面值股票发行数额最大的一家中国公司。莱曼兄弟公司是这次发行的国际协调人和牵头经理。

华能国际电力公司是一家中国最大的电力公司，总部在北京，下辖5个发电厂，分布在河北、辽宁、江苏、福建和广东五个省。公司希望建立三个新项目，以提高供电能力，因而需要建设资金。为此，华能国际电力公司到纽约交易所进行了初次公募。市场认为华能国际电力公司具有良好的管理队伍和宏伟的发展计划。

华能国际电力公司在发行之前进行了重大改造。华能公司原是政府下属国有企业，为一些地方电力部门共有，它们各持有不同的股份。在股票发行前，这些必须划定清楚。在这笔业务中，莱曼兄弟公司作为投资银行、阿瑟·安德森公司作为审计师、贝克·麦肯兹公司作为律师共同设立了一个控股公司，即华能国际电力发展公司（HIPDC），将公司股份的25%出售。华能国际电力发展公司持有40%的股份，仍保留控股权，地方政府的投资公司拥有的股份共占35%。公司25%的股份以3125万份美国股票存托凭证的形式出售，这代表着12.5亿N股，即纽约股。

在进行公司资产估值时，牵头投资银行与公司密切合作，它们比较了同类公司的股票价格，然后根据预定的1995年盈利水平确定了一个价格范围。由于首次发行这类股票，且发行规模较大，各承销投资银行在向投资者推销时格外谨慎。莱曼兄弟公司派出公共事业分析家和经济学家与投资者接触、交流。紧接着进行了范围广泛的推介活动，横跨美国、

加拿大、新加坡、香港和东京五个国家和地区。

莱曼兄弟公司认为这次推介与营销效果良好，但投资者接受的股价较低。投资银行曾希望价格能达到1995年收益预测的16~20倍之间，但随着发生日临近，国际市场不看好来自新兴市场的公司，结果它们仅以每股20美元售出，发行市盈率为14倍。

高素质的民营企业到美国资本市场上市融资是毋庸置疑的战略选择，但是并不是所有的企业都适合到美国上市。对于中国企业而言，到美国纳斯达克上市（我们特指通过美国NASDAQ-OTCBB市场借壳上市，在符合NASDAQ或AMEX美洲股票市场时申请转板主板挂牌交易）的风险和机遇并存。一些民营企业决策者对境外上市的相关法规和具体过程缺乏必要的了解，偏信某些中介机构的片面之词，在上市过程中上当受骗、融资失败的案例也频频出现。我们分析原因主要有以下两个：一是企业自身素质不行，业绩平平，成长性不佳，没有发展前景，自然吸引不到美国资金青睐，美国投资人欢迎拥有高科技含量或拥有较大市场份额前景的公司。生物医药、新型材料、环保、能源、有机肥料等类企业，在美国市场看好。而传统行业，公司则必须具有相当规模 and 市场份额，并有可行的发展规划，才会有国际基金和投资人购买该公司的股票。二是中介机构选择不当。比如说选择了没有经验，没有实际成功案例的财务顾问，也没有正规的美国证券公司参与完成上市工作，无法将公司股票推销给国际基金，造成企业无法融到资金。

因此，聘请专业的、系统完善的在美上市中介服务机构为企业寻找合适的壳公司，并充分指导企业进行财务和法律等方面的清理对企业来说至关重要，也是企业在美成功上市的关键所在。美国华纳国际投资集团公司总结多年为国内企业提供在美上市服务的经验，提出企业在美成功上市四要素：

- (1) 企业的主体产业概念好；
- (2) 企业有成长性；
- (3) 在同行类具有一定的市场份额及影响力；

(4) 选择既了解中国企业现状，又熟悉美国资本市场运作的中介公司。

在实际操作中严格筛选上市企业，同时依托专业的金融报告撰写人才、律师和审计师团队，为企业在美国纳斯达克资本市场的上市提供专业服务。同时，我们也要提防一些不良企业或中介机构，利用企业美国上市做不实宣传，比如，说该公司到美国上市，公司原始股可以很快涨十倍或更高，利用国内一级半市场或股权转让，筹集资金。对于这种宣传，国内民众必须小心谨慎。一个企业到美国上市，股票可能涨10倍或更高，也可能一文不值，只要取决于国内企业本身的业绩和发展前景。总之，在美上市是机会和挑战并存。优秀的企业应该接受挑战，争取机会！那么在美上市需要什么样的条件呢？具体见下表17-1。

表17-1美国纳斯达克证券交易市场上市条件

NYSE	Nasdaq-NM	Nasdaq-SC	AMEC	OTC.BB	
Exchange	纽约证交所	纳斯达克 全国市场	纳斯达克小 资本市场	美国证交所	OTCBB 交 易所
最低有形资产净值	6000万美元	1500万美元	500万美元	400万美元	否N/A
税前净利润要求	250万美元(三 年650万美元)	100万美元	或75万美元	75万美元	否N/A
最低发行市值要求	6000万美元	800万美元	500万美元	300万美元	否N/A
最低发行股数要求	110万股	110万股	100万股	100万股	否N/A
最低股东人数要求	2000 (外 国 公司五千人)	400人	300人	400人	否N/A
MarketMakers	4美金以上	3美金以上	3美金以上	3美金以上	3美金以上
财务审计要求的年 限	三年财签 二年财报	三年财签 二年财报	三年财签 二年财报	三年财签 二年财报	三年财签 二年财报
注册后预估核准时 间	注册 后4-10周	注册 后4-10周	注册 后4-10周	注册 后4-10周	反向合并 最快120天
(Marketplace Rules) 上市监督的相关法令	R4350 R4351	R4350 R4351 R4420 (a)	R4310 (c) R4350 R4351	R4350 R4351	

通过换股操作，深圳比克挺进美国资本市场。在反向收购的同时，比克电池以私募的方式以接近12倍的市盈率融资1700万美元。

北京时间2005年1月22日（美国时间1月21日），深圳比克电池有限公司通过反向收购登陆美国柜台交易市场（OTCBB），从而成为中国首家实现在美国上市的锂电池企业。

当日美国上市公司Medina Coffee INC 发布公告称，公司与香港比克国际有限公司换股成功。香港比克为深圳比克的全资控股的子公司，通过换股操作，深圳比克挺进美国资本市场。在反向收购的同时，比克电池以私募的方式以接近12倍的市盈率融资1700万美元。

据了解，深圳比克成立于2001年，成立之后企业保持了每年近100%的增长幅度，短短几年的锂离子电池的生产能力已经达到月产能1700万只，成为国内产能最大的锂离子电池生产企业。目前其月产量接近1100万只，居国内第二，仅次于与其毗邻的深圳比亚迪的月产1600万只。在中国手机电池的二级市场，深圳比克占据了70%的市场份额。

深圳比克CEO李向前介绍，这次通过私募融资的1700万美元主要投资于购置生产笔记本电脑使用的圆柱电池的设备和混合动力电池的研究开发。比克电池计划在今年10月份以后把圆柱电池的生产能力提升到月产20万只的产能。李向前充满信心地表示，随着融资资金的到位、新的生产线的上马和新产品的推出，尤其是摩托罗拉认证的加速推进，公司在未来几年内仍然能够保持高速发展。

案例评析

2005年1月21日，深圳比克电池赴美借壳上市并成功以私募方式融回资金，该公司以接近12倍的市盈率取得1700万美元融资。此过程历时3个多月。从比克电池本身来看，具备一定的优势：

(1) 行业领先。中国锂电池行业是最容易也是最应该产生世界性行业巨头的行业。而中国比克电池有限公司是国内最大的液态锂离子电池生产基地之一。

(2) 高增长幅度，具有良好的前景预期。公开资料显示，在2002、2003年和2004年，该公司几乎保持了每年近100%的增长速度。

这两项成为比克上市以私募方式融回资金的基本资质。中国企业赴美借壳上市并不罕见，而在OTCBB上市的同时又融得1700万美元的大笔资金，实属首例。比克自身的资质优异是前提，其精妙的资本运作方式更是值得我们细细剖析。

比克融资之路简而化之为：借壳上市——OTCBB——私募融资，而下一步比克将会赴美国纳斯达克市场上市，再度融资。比克融资之路本有多种选择，上市方式即有IPO上市、借壳上市、NON-IPO上市等方式，上OTCBB之后，也有权益性融资（新股增发、二级发售、远期凭证、资本私募）和债券融资（银行贷款、债券发行）等选择方式。比克的选择也许不是最优的，而如此成功的融资之路也值得我们细细推敲其每个过程，给广大欲赴美上市企业提供借鉴。

第一，借壳上市——上市的捷径

借壳上市，是反向收购的俗称，是指企业在资本市场上并购一家已上市公司，将自身的业务和资产并入上市公司，获得上市公司的资格。

将借壳上市称之为上市捷径的原因在于：

(1) 时间短，成本低。在美国IPO通常需要一年，成本一般为150万美金。而通过借壳上市整个过程3~6个月，壳成本在10万~50万美元。壳公司一般指零负债、零资产的公司。

(2) 风险小。IPO若不成功，前期的巨额费用作为沉没成本无法收回。而借壳上市则不存在这方面问题。并且，主体公司在上市前也容易私募融资成功，投资者往往愿意投资以图上市成功后转为上市公司股票而获得收益。

正因为上述原因，广大中国企业纷纷赴美借壳上市。越来越多的企业选择借壳上市作为进入美国资本市场的通道。尤其在OTCBB上的中国

企业无一例外都是通过借壳上市的方式进入。

第二，OTCBB——驿站还是终点

OTCBB市场的全称叫做Over The Counter Bulletin Board，即场外柜台交易系统，是一个能够提供实时的股票交易价和交易量的电子报价系统，开通于1990年。OTCBB具有真正的创业板特征：规模小、门槛低、费用少，没有上市标准；不需要在OTCBB进行登记，但要在SEC登记；上市费用非常低，无需交纳维持费；在股价、资产、利润等方面没有维持报价或挂牌的标准。只要经过SEC核准，有三名以上做市商愿为该证券做市，就可以向NASDAQ申请挂牌。挂牌后企业按季度向SEC提交报表，就可以在OTCBB上面流通。在OTCBB上很少有大机构投资者，而多以小型基金与个人投资者为主。

现在对OTCBB的态度有两种倾向，一种将OTCBB等同于NASDAQ，将其神化；另一种将OTCBB视为“垃圾股市场”，将其妖魔化。我们要正视OTCBB市场。OTCBB市场上包括从主板市场退市的、达不到主板市场挂牌条件的企业。其中多为中小型企业，不乏一些具有成长潜力的优秀企业，在达不到于主板挂牌条件的情况下，先在OTCBB上发展，微软就是从OTCBB挂牌升级至纳斯达克；而OTCBB上的股价平均为0.09美元，存在大量所谓的“垃圾股”，这也是不争的事实。2005年2月4日的数据显示，48家在OTCBB上市的中国企业中，有10家股价在4美元以上，30家公司的股价在1美元之内。有良有莠，有发展的机会也有停滞的可能，这就是OTCBB。

在OTCBB挂牌交易的公司，只要净资产达到400万美元，年税后利润超过75万美元或市值达5000万美元，股东在300人以上，股价达到4美元/股的，便可直接升入纳斯达克小型股市场。净资产达到600万美元以上，毛利达到100万美元以上时公司股票便可直接升入纳斯达克主板市场。对大多数企业来说，他们的目的是主板上市，OTCBB只是一个驿站，并非终点。

中国汽车系统（CAAS）是一个从OTCBB升级至NASDAQ的范例。中国汽车系统于2003年3月5日在OTCBB上市，于2004年8月24日在美国纳斯

达克股票市场挂牌交易。这是第一家通过反向收购从美国柜台交易市场(OTCBB)升至纳斯达克的中国企业。2005年2月的股价保持在9.5美元左右,市值约2亿,市盈率约40倍。

升级到主板的企业,绝非用幸运一词可以概括。每一家借壳上市企业的挂牌股价和市盈率都会有差异。与之密切相关的是企业的财务状况,市场状况等。而在主板市场上高手林立,业绩好、成长性好的公司比比皆是,想在OTCBB脱颖而出,绝非易事。对某些企业来说,OTCBB是一个驿站,对于更多的企业,OTCBB则是无奈的终点。

深圳明华集团,2001年8月借Panagra International Corp上市,其股价将近3美元,四个月之后即跌至0.9美元,2005年的股价在0.14~0.30美元之间。尽管有过股价飙升至3美元的辉煌,但最终也只能长叹一声。“曾经拥有”难,“天长地久”更难。没有持续增长业绩支持,在OTCBB维持高股价实在是困难重重。

资料显示,2005年1月21日,MCFF与比克换股成功后,股价立即飙升,最高价位到达6.0美元,而最低也是在4美元之上。只要再维持4美元以上的股价,比克进入NASDAQ指日可待。而难度就在于此,借壳之后,优质资产注入壳中,通过做市商机构的交易股价自然会上涨,而是否可以维持高位,而非昙花一现?对于比克来说,维持高位应该并非难事,一方面比克优异的资质,另一方面比克现在已获得投资者的青睐,获得1700万美元的资金支持,投资者若要取得最大收益,必将进一步追捧至NASDAQ达到4美元/股是升级至主板的必需条件,这成为绝大多数企业的最大的门槛,也是值得企业细细思量的地方:到OTCBB上市,究竟能否升级主板?升级不成,又有何种融资方式?

第三,上市公司私募——锁定成功

在OTCBB上市后有多种融资方式,分为两大方向:权益性融资和债券融资。权益性融资有新股增发、二级发售、远期凭证、资本私募等方式;债务性融资有银行贷款、债券发行等方式。

理论上从OTCBB融得资金是没有问题的,现实是绝大多数企业都无法在OTCBB获得资金。从实际操作上来看,PIPE(上市企业的资本私募)

越来越成为中小型企业的主要资金募集方式，PIPE也是企业融资的一个突破点。

在主板交易的公众公司以及在OTCBB上的公司，都可进行PIPE。在OTCBB市场上私募融资不需要任何审批，融资次数和数量没有硬性规定，主要看企业的业绩和发展前景。PIPE融资对象主要为机构投资者。PIPE无前期费用，但需要承销商一定的折扣，而且私募的股价只有公开市场价的80%左右。

深圳比克融资1700万美元，就是属于PIPE。私募的投资者，回报巨大。投资的1700万美元，短短的时间，比克的市值已飙升至2.3亿美元。对于比克来说同样获益匪浅：一方面融得了巨额资金，一方面私募资金的投入又给了外部投资者更多的信心，公司的价值在投资者心中有所提升，为进一步融资或升主板奠定了基础。

获得私募资金，企业升级主板的几率加大。而企业没有升级主板的自身优异的条件，又很难获得投资者的青睐从而私募成功。这是否是一个“先有鸡还是先有蛋”的问题？好像我们转了一个圈，又回到了起点。实际上，公司优异的自身条件是一切问题的核心所在。公众公司的筹资能力主要与公司规模和流动性密切相关，而与上市方法和所在交易市场无关。

中国在美上市的公众公司，自2001年以来共完成28个PIPE交易，共融资7.5亿美元。其中有9个OTCBB公司共完成14次PIPE交易，融得资金0.57亿美元。并且这几年美国市场的私募金额也是大大超过公募。企业的目的是融资，只要可以融得资金，完全可以采用资本私募等方式。比克给我们的启示是：在OTCBB以私募方式融得巨额资金绝非不可能，只要运作得当，完全可以达到良好的效果。

美国资本市场是世界上最严格的市场。欲来美国上市，首先须审视自己：是否具备健全的财务制度、良好的业绩等。成为美国的公众公司并非易事，也有其负面因素。不适合在美国上市的企业即便得以上市也是得不偿失，起码必须负担审计等各项维持费用。不要将美国资本市场视为圈钱的场所，而应当利用海外资本市场的资源发展壮大自己。如果适合，要选择最佳的资本运作方式。实业为虎，资本为翼！

第18章 香港上市融资

实战技巧

对内地民营企业来说，香港市场的吸引力非常大，中国人民大学金融与证券研究所所长吴晓求教授分析认为，“香港作为中国的特别行政区，在很多方面都享受一些特别的待遇，金融市场是独立的，有自己独立的货币政策。但我认为，从总体上和更加长远的发展角度来看，香港与内地的上海、深圳两地，在金融市场的建设方面需要有一个整体战略安排。当然，这种战略安排不能是过于行政化的，因为香港是一个高度市场化的经济体。但从总体上看，还是需要这样一个战略安排，否则就可能会相互地牵制。深、沪、港三方应该有各自的发展重点，并选择与自身资源相匹配的市场战略。具体而言，香港市场的国际化程度比较高，是一个高度透明和自由的经济体，它更多地是利用智力资源和人力资本来发展经济，所以在资本市场的发展战略上，应避免与内地两个市场产生同构。香港市场更多地适合人力资本密集的、外向型的、科技含量高的企业来上市；上海市场更适合产业相对传统的国有大型企业上市；深圳市场则适合中小型、高科技、成长型企业，包括民营企业。总之，这三个市场在资本市场的发展战略安排上要强调一种相互协同、发挥各自的优势的原则。目前来看，中国的资本市场特别是创业板市场，在发展上还受到很多约束，所以很多民营企业就忍不住了，纷纷到香港去上市。



— 号 —



但我们应该看到，到香港上市，相对来说成本是比较高的，收费比较昂贵，再加上它的市盈率比较低，所以，它能在多大程度上反映一个企业的真实市场价值，一时还难以确定。所以，内地民营企业到香港创业板上市，能否实现上面4个目标，还是一个有待观察的问题。我个人认为，实际上从某种效率来看，内地市场可能更好一些；而香港市场作为一个国际窗口，用来观察国际经济的走势、产业未来的走势，更具有它的优势。目前民营企业纷纷选择香港市场上市，显然是因为内地市场尚未开放，企业做出的不得已的选择。”

对准备上市的民企，吴晓求教授告诫中小企业业主：从长远来看，究竟是等待一下，还是积极上市，这对内地民营企业的发展来说是非常重要的问题，需要企业做出慎重的选择，而不能过于匆忙地去行动。千万不要把上市变成一种时髦，不要简单地为了上市而上市。企业要综合考虑一个问题：上市是否对民营企业的未来发展真的具有非常重要的作用？在规模基本达到内地市场要求的标准下，也可以在内地上市，企业要进行一个综合性的比较。前两年，有两家民营软件企业上市——金碟和用友，前者是在香港创业板上市，后者是在内地的主板市场上市。这两个企业在上市之前的差别不是特别大，比较而言，用友稍微强一些，但是在上市之后，由于两个市场的融资效率不一样，它们的起跑线在后来逐渐拉大了。这是一个值得研究的案例。这也告诉民营企业，不要为上市而上市，而要与企业未来整体的发展，特别是要与资金渠道的畅通以及市场评价和企业资本结构的优化的结合角度来考虑。因此，企业在上市之前要有一个正确的预测和估价。上市是需要巨大成本的，除了直接成本外，包括上市之前各种中介机构的手续费、上市期间的上市费用，这些费用都是很高的成本，同时还要求有足够的回报。所以，募集资本本身需要很大的成本。内地民营企业到香港上市前，一定要做一个成本收益的分析，从来都没有不要回报的资金，因为这是商业性的资金。

数年以来一直瞄准国际资本市场的广东志高空调，如今终于成行。记者昨日获悉，志高控股有限公司发行股票已获得香港联交所批准，预计发售7250万股，每股发行价在1.50港元至2.27港元之间，融资总额在1.087亿至1.645亿港元之间。志高控股（449.hk）2009年7月13日在香港联交所上市交易，至此，包括格力、美的、志高在内的广东专业空调企业，已悉数完成登陆资本市场的目标。

据悉，昨日有150多名全球投资者和机构代表出席了志高香港推介会，该公司董事长李兴浩称，志高可以藉此进入国际资本市场，从而获得更宽广的融资渠道，并提升知名度。记者采访获悉，在本月中旬于北京举行的空调节能补贴发布会上，李兴浩已透露，有关志高在香港上市的程序实际上早在2008年7月已经完成，香港联交所当时已批准了其上市的申请，并且确认了股票号；后因雷曼兄弟事件所引发的全球金融海啸，股票上市并不具备良好的融资能力和交易条件，因此决定暂时不挂牌上市。

“选择现在启动上市交易程序，是因为全球宏观经济形势好转，资本市场也明显回暖。”负责志高上市的副总裁胡正富表示。事实上，志高登陆资本市场之路可谓一波三折，早在2003年前后已酝酿该计划。2004年和2005年成为最紧锣密鼓的时间段，2004年底曾有消息称志高将通过IPO或以更快捷的“买壳”方式赴港上市，整体融资金额高达20亿元；2005年底志高空调在南海召开核心经销商高峰会期间，李兴浩亦向本报记者透露，登陆香港股市的方案已经确定。

据了解，2005年志高的原始股东超过200个，现任的210多个中高层管理人员都持有股份，目前这一数字有多大程度扩容尚不得而知，不过可以肯定的是，随着融资额从20亿元减少到10亿元，再到现在的不超过1.6亿港元，上述管理层所持股份的价值将不会很大，批量制造百万、千万富翁的效应将不明显。

消息人士告诉记者，志高此前曾提出将商用空调业务单独上市的计划，在志高空调上市后，这部分资产是否划归其间尚未得知，因此这一单独上市计划是否终止或将重新启动，尚待志高方面进一步解释。另外，香港资本市场长期以来对包括彩电和空调等在内的消费电子资产不甚热衷，志高在港上市大幅缩减融资额，在很大程度也应是由此所致。同时，完成上市后如何不被主流资金长期漠视，这也是李兴浩等一千高管需要正面应对的难题。

行业人士看到的一个明显迹象是，2009冷冻年度以来，志高正展开激进的扩张攻势，其目标是力图赶超近年来在空调领域进步不大的海尔，以求进入到国内空调行业第三的位置。如果得以实现，届时，中国空调业的前三强都将是广东企业，而排在前两位的格力电器和美的电器也早在内地上市，志高此次完成了在资本市场三大空调粤企的汇合。（资料来源：金羊网—羊城晚报，吴江）

案例评析

“在金融危机还没过去，志高空调成功上市传递佛山企业界率先突围的信号。”7月13日，志高空调在香港联交所成功上市，融资1.85亿港元引起了业界的关注。志高空调董事长李兴浩接受记者采访时表示，2008年受金融危机的影响，企业的利润虽略有下滑，但目前并不缺钱，选择在香港上市除了实现融资国际化战略外，是将志高“放进”国际视野提升企业品牌。

佛山金融办昨日透露目前有4家企业已做好上市前期准备，2009年预计还会有10家左右企业递交申报材料。佛山金融有关负责人表示，志高“逆势”成功上市，在香港地区甚至全国都引起了轰动，传递出佛山企业界率先突围的信号。

志高空调的加入，佛山上市企业数量达到21家（包括两家去年已过会未发股的公司）。“创业板启动佛山企业拥有更多机会，政府部门对企业上市工作也越来越重视。”曾昭武说，虽然目前佛山上市工作取得明显

进展，但与其他资本市场成熟的城市相比有一定差距，佛山具备上市规模的优质企业并不少，但企业上市的积极性并不高。

曾昭武透露，目前有4家企业已做好上市前期准备，等待有关部门的审批，另外，2009年预计还会有10家左右企业递交申报材料。

为了帮助和扶持企业上市，佛山有望全市启动上市“绿色通道”。曾昭武介绍，就是在涉及税务、土地等行政审批时杜绝“扯皮”的情况，另一方面给成功在创业板上市的企业予以政策奖励，以减少企业的负担。

“在金融危机下，志高上市更受投资者的关注。”佛山金融办召开上市工业宣传会，通报未来上市工作安排。佛山金融办副主任曾昭武也同赴香港，见证了志高空调的上市过程。

曾昭武认为，目前金融海啸的影响还未过去，志高空调此次在香港成功上市，传递出佛山企业界率先突围的信号，“以前去香港中环等地方，都是人头涌动，但现在不再像以前热闹，说明经济危机的影响不小，此时上市在香港甚至内地都引起了轰动”。

第 19 章 国内上市融资

实战技巧

根据《中华人民共和国证券法》的规定，公司公开发行新股，应当符合下列条件：

- 第一，具备健全且运行良好的组织机构；
- 第二，具有持续盈利能力，财务状况良好；
- 第三，最近三年财务会计文件无虚假记载，无其他重大违法行为；
- 第四，经国务院批准的国务院证券监督管理机构规定的其他条件。

以上是目前主板和中小板企业发行的条件，未来开设创业板的发行条件将会有所降低，但不会低于《证券法》规定的最低条件。

企业公开发行股票除了满足上述条件外，还需满足中国证监会规定的合规性要求，如2006年5月17日中国证监会颁布的《首次公开发行股票并上市管理办法》（中国证券监督管理委员会令第32号）。

《首次公开发行股票并上市管理办法》共七十条，对在中华人民共和国境内首次公开发行股票的条件给予了明确详细的界定。其中，第三十三条规定，发行人应当符合下列条件：

- 第一，最近三个会计年度净利润均为正数且累计超过人民币3000万元，净利润以扣除非经常性损益前后较低者为计算依据；
- 第二，最近三个会计年度经营活动产生的现金流量净额累计超过人

民币5000万元；或者最近三个会计年度营业收入累计超过人民币3亿元；

第三，发行前股本总额不少于人民币3000万元；

第四，最近一期末无形资产（扣除土地使用权、水面养殖权和采矿权等后）占净资产的比例不高于20%；

第五，最近一期末不存在未弥补亏损。

根据《中华人民共和国公司法》、《中华人民共和国证券法》、中国证监会和证券交易所颁布的规章和规则等，企业公开发行股票并上市应该遵循以下程序：

第一，改制与设立股份有限公司。拟定改制重组方案，聘请保荐机构（证券公司）和会计师事务所、资产评估机构、律师事务所等中介机构对改制重组方案进行可行性论证，对拟改制的资产进行审计、评估、签署发起人协议和起草公司章程等文件，设立规范的股份有限公司。

第二，保荐机构和其他中介机构对公司进行辅导。具体包括尽职调查、问题诊断、专业培训和业务指导等，完善企业组织结构和内部管理，规范企业行为，明确业务发展目标和募集资金投向，对照发行上市条件对存在的问题进行整改，准备首次公开发行申请文件。

第三，申请文件申报和受理。企业和所聘请的中介机构，按照证监会的要求制作申请文件，保荐机构进行内核并负责向中国证监会尽职推荐。中国证监会在5个工作日内受理符合申报条件的申请文件。

第四，申请文件的审核。中国证监会对正式受理的申请文件进行初审，同时征求发行人所在地省级人民政府和国家发改委意见，并向保荐机构反馈审核意见，保荐机构组织发行人和中介机构对反馈的审核意见进行回复或整改。初审结束后至发行审核委员会审核前，进行申请文件预披露，最后提交发行审核委员会审核。

第五，路演、询价与定价。发行申请经发行审核委员会审核通过后，中国证监会进行核准，企业在指定报刊上刊登招股说明书摘要及发行公告等信息，证券公司与发行人进行路演，向投资者推介和询价，并根据询价结果协商确定发行价格。

第六，发行与上市。根据中国证监会规定的发行方式公开发行股票，

向证券交易所提交上市申请，办理股份的托管与登记，挂牌上市。上市后由保荐机构按规定负责持续督导。

上述程序适用于拟在主板市场或深圳中小企业板市场上市的公司。

根据上文陈述的中小企业上市的条件和程序，要成功培育地方中小企业国内上市，应该采取以下对策措施：

第一，提前改制、设立和培育有上市潜力的中小企业。地方政府有关部门和证监局应该积极行动起来，按照《首次公开发行股票并上市管理办法》第三十三条的硬指针，有准备有条件的中小企业提前开展改制与设立股份有限公司的工作。

第二，选择本地区有竞争力的重点培育对象。以本地区有竞争优势的行业为依托，改制现有中小企业，或者设立股份有限公司，进行重点培育，降低培育成本和风险，提高培育效率和上市成功率。

第三，与保荐机构结成战略同盟。由地方政府出面，尽快与信誉好、实力强的保荐机构结成战略伙伴和同盟关系，加大对本地区有条件的中小企业的培育力度，提前对具备上市潜力的中小企业进行有针对性的、规模化的系统辅导。

第四，制度和政策保障。成立专门的中小企业上市培育机构，出台相关的激励政策，构建适合本地区的有效的培育制度体系，在本地区形成良好的培育氛围和外部环境。

第五，中小企业管理者的系统培训。组织专家学者对本地区有上市潜力的中小企业管理者进行系统培训，并且倡导这些企业的管理者到其他中小企业上市工作经验丰富的地区和已经成功上市的中小企业进行实地考察学习，使中小企业自身具备积极准备上市的动力和能力。

第六，有针对性地探讨本地中小企业上市前的重组路径和方法。组织本地有实力和专业优势的专家形成专项课题研究小组，针对本地区的产业优势和中小企业特点开展专项研究，提出本地中小企业改制重组和设立以上市培育为目的的股份有限公司的方案和规划。这样的专项研究，可以寻找优化配置本地企业资源的方法，提高本地区中小企业上市的数量和成功率，更重要的是，可以统筹规划本地区的产业布局和支柱产业，

将中小企业培育上市工作与本地区支柱和优势产业集群的发展有机结合起来。

经典案例

北京光线传媒有限公司自2008年7月29日与北京银行签署战略合作协议，获得北京银行提供的金融服务及1亿元的贷款支持之后，有关光线传媒上市的进展一直是业界关注的重点。2008年8月21日，光线传媒创始人兼总裁王长田表示，公司最早计划2009年在A股上市，预计至少融资5亿元。也就是说，除了银行贷款之外，光线传媒正在积极进行上市前的私募。

王长田2008年8月21日接受采访时表示，光线传媒目前正在进行上市前私募融资，预计会很快完成，以改善股东结构并融资1亿元。王长田透露：“此次私募涉及光线传媒15%股份，已吸引了多家国内私募基金及3家上市媒体公司的关注。目前，公司还未指定上市承销商。公司最早计划明年在A股上市，预计届时至少融资5亿元。我们希望利用IPO融资实施公司战略，并扩展公司业务，例如电影拍摄等。”

由于2008年3月份与纳斯达克上市公司华友世纪的合并搁浅，光线传媒开始转向国内资本市场融资。王长田认为，在国内上市将使得公司获得比海外上市更高的估值，因为国内上市媒体公司的市盈率一般为50倍。

光线传媒刚刚获得了北京银行超过1亿元的混合贷款额度，这是国内节目制作公司迄今为止获得的最大额度贷款。据王长田介绍：“光线传媒在这次接受北京银行的1亿元贷款前既未做过私募融资也未贷过款，此次北京银行的贷款正是为我们解决电视节目制作、经营以及部分电影投资的资金需求。”

王长田表示，光线传媒此轮私募将会采用集中路演的形式完成，计划募集的资金规模并不是很大。“这一次我们要求选择的范围是纯粹的境内股权人民币基金。”王长田介绍，目前已经有多家投资机构表示出了兴趣。其中包括证券、保险公司的投资机构，也有传媒上市公司和部分

快速消费品企业。此轮私募的财务顾问是华兴资本。2007年，华兴资本也曾经服务于光线传媒与华友世纪（纳斯达克代码：HRAY）的合并，但是双方在合并之后很快就宣布分手，光线传媒由此再次回到了独立上市的道路。

若无意外，此轮私募也将会是光线传媒上市前的最后一轮融资。王长田坦言其真实的想法是希望后年上市，那个时候业务更成熟，目前打造的一些业务能使光线迅速增长几倍，后年的时候轮廓会更清晰。当然，也不排除2009年上市。

王长田说：“光线的定位是要做传媒与娱乐集团巨头，我们已经从地位上实现了，规模有待扩大。下一步是娱乐，可以说，光线下一步在娱乐上会有很大突破。光线在娱乐领域有比以前更大的投资与发展计划，明年开始我们有可能是国内最大的电影公司，电视剧也在稳步推进；公司已经组建了艺人经纪部门，九十月份会有初步的成果。音乐市场目前不太看好，我们把它放到经纪业务那块做。”

“选择国内上市有几个原因，其中最主要的是政策因素。”王长田表示，“我们这个行业外资不能介入，有些同类国内企业，通过变相的方式，进行法律结构的调整实现海外上市，但光线比较尊重产业的价值，决定首选国内资本市场”。

王长田分析说：“像光线传媒这类传媒公司赴海外上市有一定的政策限制。当然也有一些公司选择在美国上市，在法律上可想办法避过政策障碍。但在本质上，上市相当于变相的外资介入，而电视节目制作行业目前外资还是不能介入的，这是我很重视的。光线这么多年一直遵守国家政策，不希望有关部门对我们不放心。而且，在国内上市也不影响我们的发展，我看国内一些传媒概念的公司PE在60倍以上，我们可以做到平均PE，在美国不一定能得到结果。”

王长田说，光线传媒作为一家民营传媒公司，从业务上看是传媒+娱乐，目前核心是以传媒概念上市。如此看来，光线传媒有可能成为国内A股市场第一家上市的民营传媒公司。（本案例来源于：《北京商报》，作者：吴颖）

据国外媒体报道，光线传媒创始人兼总裁王长田表示，该公司最早计划2009年在A股上市，预计至少融资5亿元。

“我们希望利用IPO融资，实施公司战略，并扩展公司业务，例如电影拍摄等。”王长田在接受国外媒体采访时透露，公司还未指定上市承销商。

据悉，光线传媒正在进行上市前私募，以改善股东结构并融资1亿元。王长田透露，此次私募涉及光线传媒15%股份，已吸引了多家国内私募基金及三家上市媒体公司的关注。由于2008年3月份与纳斯达克上市公司华友世纪的合并搁浅，光线传媒开始转向国内资本市场融资。

王长田认为，在国内上市将使得公司获得比海外上市更高的估值，因为国内上市媒体公司的市盈率一般为50倍。他估计，光线传媒今年销售额将达5亿元，利润率至少为15%。

第20章 银行贷款融资

实战技巧

中小企业需要资金可以向银行申请贷款。中小企业贷款是银行业务的一种，主要面向的对象是具有一定生产经营能力或者正在从事生产经营活动的个人，因中小企业业主提出资金需求申请，经银行认可有效担保后而发放的一种项贷款。符合条件的贷款人，根据个人状况和偿还能力，可获得银行的贷款支持；对中小企业达到一定规模的，还可提出较高额度的贷款申请。

中小企业申请贷款的基本条件有以下几个。

第一，身份及营业场所证明。贷款申请人必须具备合法有效的身份证明和在贷款行所在地合法居住的证明，以及固定的住所或营业场所。固定住所的证明可以是房产证（父母名字的房产证也可），营业场所的证明应该持有工商行政管理机关核发的营业执照及相关行业的经营许可证，说明正在从事正常的生产经营活动。

第二，资金证明。贷款申请人的投资项目要求已经有一定的自有资金。这是银行衡量是否借贷的一个重要条件，因为贷款金额要求一般最高不超过贷款人正常生产经营活动所需流动资金，以及购置（安装或修理）小型设备及特许连锁经营所需资金总额的70%。

第三，结算账户。贷款申请人必须在所贷款银行开立结算账户，营

业收入要经过银行结算。而且贷款用途符合国家有关法律和本行信贷政策规定，不允许用于股本权益性等其他投机性投资项目。

第四，贷款担保。贷款申请人需要提供一定的担保，包括房产抵押、存单质押以及第三方担保三种形式，另外尽可能提供一些自己的信用状况、还款能力以及贷款投资方面的信息给银行，这样会增加贷款诚信度，以便于顺利地获得贷款。

申请贷款应注意以下几点：

第一，银行利率变化要了解。因为按照金融监管部门的规定，各家银行发放商业贷款时可以在一定范围内上浮或下调贷款利率，比如许多地方银行的贷款利率可以上浮30%。相对来说，国有商业银行的贷款利率要低一些，但手续要求比较严格，如果你的贷款手续完备，可以对各银行的贷款利率以及其他额外收费情况进行比较，从中选择一家成本低的银行办理。

第二，合理选择贷款期限。银行贷款一般分为短期贷款和中长期贷款，贷款期限越长利率越高。如果中小企业经营者资金使用需求的时间不是太长，应尽量选择短期贷款，比如原打算办理两年期贷款可以一年一贷，这样可以节省利息支出。

第三，中小企业融资也要关注利率的走势情况，如果利率趋势走高，应抢在加息之前办理贷款，这样可以在当年度内享受加息前的低利率；如果利率走势趋降，在资金需求不急的情况下则应暂缓办理贷款，等降息后再适时办理。

经典案例

卓津蜂业是海南省海口市著名的蜂蜜加工企业，对每年收购蜂蜜资金的及时性要求非常高。企业主陈昌卓每年根据花期、蜂群等的变化估算资金的使用量和使用时间，“时间差必须把握得很准。”陈昌卓曾从农信社获得多笔个人贷款，全部及时还清，有很好的信用记录，但其年龄已超过60岁，不符合银行个人贷款的条件。担保公司将贷款转入陈昌卓

的儿子名下，并设计了陈昌卓及其企业承担连带还款责任的反担保方案，仅用一周多时间就完成50万元贷款程序。

“拿到钱的时候我差点就哭了。”陈昌卓说，“如果资金再晚到两天，我在蜂农中的信誉就会受到损害。”

案例评析

中小企业要想发展下去，融资问题显得非常关键，就像上述的案例中，如果不是银行贷款的支持的话，陈昌卓的养蜂事业就很难开展下去，从这个案例我们很容易明白，银行贷款是新兴中小企业融资业务的最大优势。完成一笔担保贷款一般需要2周左右，传统的银行贷款则可能需要两个月，而多付出的成本仅仅是相当于银行利率一半的担保费。目前，担保费一般在3%~3.5%之间。对于以短期贷款需求为主的中小企业相当有吸引力。目前，中小企业向银行融资还是一条主要的渠道，银行业内人士指出，对中小企业而言，筹措渠道比较狭窄，目前可行的一般有两条路：一是投资基金，寻求合作方、投资方；二是银行融资。前者中小企业要付出较多的股份予以回报，对于有实质性技术性优势的中小企业来说不合算，后者对中小企业而言只需付出利息费用，不涉及股权，但由于中小企业多自身实力不强，亦未能提供有力担保，一般难以操作，怎么圆满解决这样的问题呢？银行建议企业的一种思路是：有实质性优势，特别是有技术优势的中小企业在融资时，首先确定向银行借款。然后，借用银行所掌握的信息，寻找愿意提供担保的合作方。最后，利用自身优势借用他人信用为自身融资提供担保。

从银行借款是企业最常用的融资渠道，但银行有自己的风险控制原则，这是由银行的业务性质决定的。对银行来讲，一般不愿冒太大的风险，因为借款对企业获得的利润没有要求权，所以对风险大的企业或项目不愿借款，哪怕是有很高的预期利润。相反，实力雄厚、收益或现金流稳定的企业是银行欢迎的贷款对象。因为这些特点，对于中小企业来说，银行借款跟其他融资方式相比，主要不足在于：一是条件要求高，

限制性条款多，手续复杂；二是借款期限相对较短，长期贷款较少；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比较难的，特别是在起步和创业阶段的中小企业。

对于中小企业来说，通过信用担保的方式获取银行贷款是一种可行手段。信用担保是一种介于银行与企业之间的中介服务。由于担保的介入，分散和化解了银行贷款的风险，银行资产的安全性得到保证，企业的贷款渠道也变得通畅起来。大多数信用担保机构都实行会员制管理的形式，属于公共服务性、行业自律性、自身非盈利性组织。会员企业向银行借款时，可以由中小企业担保机构予以担保。另外，中小企业还可以向专门开展中介服务的担保公司寻求担保服务。在国家政策和有关部门的大力扶植下，信用担保贷款将会成为中小企业另一条有效的融资之路。



第21章 仓单融资

实战技巧

仓单融资又称为“仓单质押融资、仓储融资”，是指申请人将其拥有完全所有权的货物存放在商业银行指定的仓储公司（以下简称仓储方），并以仓储方出具的仓单在银行进行质押，作为融资担保，银行依据质押仓单向申请人提供用于经营与仓单货物同类商品的专项贸易的短期融资业务。

贷款按照有无担保一般分为信用贷款和担保贷款，其中担保贷款又分为保证贷款、抵押贷款和质押贷款。一般来说，银行认可的抵押物主要是不动产如房屋、厂房、机器设备等，质押物主要是银行存单、国债等有偿证券。尽管生产企业或商业企业的存货也具有一定的价值，理论上也可以进行抵押，但是由于银行难以对存货进行有效的监管，同时缺乏对存货市场价值的评估，一般银行不愿意接受存货抵押借款的方式。这样，对于那些缺乏合适抵押品的企业，尽管其拥有大量的存货，却难以从银行获得贷款支持。大多数中小企业都存在这种尴尬的局面。

仓单融资实质是一种存货抵押融资方式，通过银行、仓储公司和企业的三方协议，引入专业仓储公司在融资过程中发挥监督保管抵押物、对抵押物进行价值评估、担保等作用，实现以企业存货仓单为抵押的融资方式。仓单融资适用于流通性较高的大宗货物，特别是具有一定国际

市场规模的初级产品，如有色金属及原料、黑色金属及原料、煤炭、焦炭、橡胶、纸浆以及大豆、玉米等农产品。任何特制的商品、专业机械设备、纺织服装，家电等产品，一般难以取得银行仓单融资的机会。

目前香港、新加坡等银行及国内外资银行主要是向国外贸易商或国内公司设在境外的窗口公司提供保税货物仓单融资。近年来，国内也有一些外资银行与国内银行合作，以在国内非保税仓库暂时存仓的进出口货物为抵押，向国内企业设在境外的窗口公司提供仓单融资，并最终贷款给国内企业。仓单融资的主要特点有如下几个：

(1) 仓单融资与特定的生产贸易活动相联系，是一种自偿性贷款。一般地，贷款随货物的销售实现而收回，与具有固定期限的流动资金贷款、抵押贷款相比，周期短、安全性高、流动性强。

(2) 适用范围广。仓单融资不但适用于商品流通企业，而且适用于各种生产企业，能够有效地解决企业融资担保难的问题。当企业缺乏合适的固定资产做抵押，又难以找到合适的保证单位提供担保时，就可以利用自有存货的仓单作为质押申请贷款。

(3) 质押物受限制程度低。与固定资产抵押贷款不同，质押仓单项下货物受限制程度较低，货物允许周转，通常可以采取以银行存款置换仓单和以仓单置换仓单两种方式。质押物受限制程度低，对企业经营的影响也较小。

(4) 仓单融资业务要求银行有较高的风险监控能力和较高的操作技能。仓单融资中，抵押货物的管理和控制非常重要，由于银行一般不具有对实物商品的专业管理能力，就需要选择有实力、信誉高的专业仓储公司进行合作。同时，银行需要确认仓单是否是完全的货权凭证、银行在处理仓单时的合法地位、抵押物价值的评估等问题。

仓单融资是现代生产经济条件下企业物资流动、经营活动与银行融资活动有机融合在一起的、多方得益的一种融资模式。

(1) 对融资企业的作用。通过以存货作抵押，解决了中小企业缺乏固定资产作抵押、担保难的问题，盘活了存货资金，有助于企业获得银行贷款支持；存货资金的盘活，使企业的存货周转速度加快，有助于企

业获取采购的主动权，同时能够使企业增加销售客户，扩大市场份额；存货资金的盘活，也就是经营资金的节约；通过与银行的融资活动，能够为后续的融资活动奠定良好的基础。

(2) 对仓储公司的作用。通过与银行的合作协议，通过提供保管、监管、保证服务，为企业获得银行融资提供了保证，从而能够加深仓储公司与服务企业的业务合作关系；通过提供金融服务功能，可以增加仓储公司的客户数量。

(3) 对银行的作用。通过三方合作，解决了存货抵押监管难的问题，通过仓储公司的保管、保证，有助于实现信贷风险控制的目标，扩大业务范围，增加客户规模。质押融资与信用融资相比，有仓储公司负责监管，质押物变现能力强，因此，信贷资金风险较低。而且在贷款收益之外，还可以获得包括结算、汇兑差价等中间业务收入。

通过仓单融资开展金融服务，对于中小企业、银行、第三方仓储公司（或物流公司）都具有重要作用，不仅有助于提高企业的资金使用效率，而且能够有效地解决中小企业担保难、抵押难的贷款问题，提高银行的资源分配效率。

仓单融资在实践中有多种做法，为了满足企业的需求，便利企业融资和经营，银行也在不断创新，不断在仓单融资模式的基础上拓展新的融资模式。目前国内外金融机构的仓单融资模式主要有以下四种：

(1) 仓单质押贷款的基本模式

仓单质押贷款，是制造企业或流通企业把商品存储在仓储公司仓库中，仓储公司向银行开具仓单，银行根据仓单向申请人提供一定比例的贷款，仓储公司代为监管商品。开展仓单质押业务，既解决了借款人流动资金不足的困难，同时通过仓单质押可以降低银行发放贷款的风险，保证贷款安全，还能增加仓储公司的仓库服务功能，增加货源，提高仓储公司的经济效益。

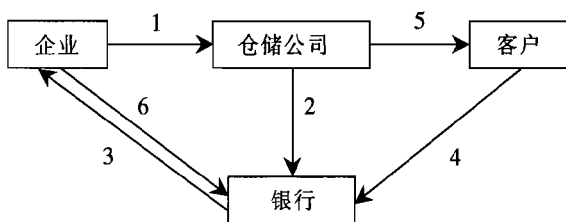


图1 仓单质押贷款流程

流程说明：

1) 企业向银行提出贷款申请，按照银行要求把货物存放在银行指定的仓储公司；

2) 仓储公司向银行提交企业交存货物的仓单，进行质押，承诺将保证货物的完好，并严格按照银行的指令行事；

3) 银行向企业发放贷款；

4) 企业实现货物的销售，购买方（客户）将货款汇入银行的企业账户；

5) 仓储公司根据银行的指令，向购买方移交货物；

6) 企业归还银行的贷款本息。仓单质押贷款实质是存货抵押贷款，由于银行难以有效地监管抵押物，就需要借助第三方仓储公司形成的仓单，以及仓储公司提供的保管、监督、评估作用实现对企业融资。在实践中，以仓单质押模式为基础，通过拓展仓储仓单的范围、强化仓储公司担保职能、以未来仓单作质押等，又可以形成异地仓库仓单质押贷款、统一授信担保贷款和保兑仓融资模式。

(2) 异地仓库仓单质押贷款

异地仓库仓单质押贷款是在仓单质押贷款融资基本模式的基础上，对地理位置的一种拓展。仓储公司根据客户需要，或利用全国的仓储网络，或利用其他仓储公司仓库，甚至是客户自身的仓库，就近进行质押监管，提供仓单，企业根据仓储公司的仓单向银行申请借款。

异地仓库仓单质押贷款充分考虑客户的需要，可以把需要质押的存货等保管在方便企业生产或销售的仓库中，极大地降低了企业的质押成本。

(3) 保兑仓融资模式

保兑仓或称买方信贷，相对于企业仓单质押业务的特点是先票后货，即银行在买方（客户）交纳一定的保证金后开出承兑汇票，收票人为生产企业，生产企业在收到银行承兑汇票后向银行指定的仓库发货，货到仓库后转为仓单质押。在这一模式中，需要生产企业、经销商、仓储公司、银行四方签署“保兑仓”合作协议，经销商根据与生产企业签订的《购销合同》向银行交纳一定比率的保证金，申请开立银行承兑汇票，专项用于向生产企业支付货款，由第三方仓储公司提供承兑担保，经销商以货物对第三方仓储公司提供反担保。银行向生产企业开出承兑汇票后，生产企业向保兑仓交货，此时转为仓单质押。

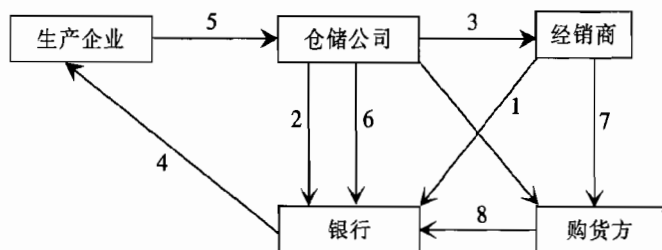


图2 保兑仓融资流程

流程说明：

- 1) 经销商向银行提出借款申请，并支付一定保证金；
- 2) 仓储公司向银行提供承兑担保；
- 3) 经销商向仓储公司提供反担保；
- 4) 银行向生产企业开出银行承兑汇票；
- 5) 生产企业按照汇票要求，向仓储公司交货；
- 6) 仓储公司提货、存仓，并向银行签发仓单；
- 7) 在仓单融资期限内，经销商向购货方销售货物；
- 8) 购货方将货款汇入银行的企业账户，归还经销商的质押贷款；
- 9) 根据银行指令，仓储公司向购货方移交货物。

(4) 统一授信的担保模式

统一授信的担保模式是指银行根据仓储公司的规模、经营业绩、运

营现状、资产负债比例以及信用程度等，把一定的贷款额度直接授权给仓储公司，再由仓储公司根据客户的条件、需求等进行质押贷款和最终清算。仓储公司向银行提供信用担保，并直接利用信贷额度向相关企业提供灵活的质押贷款业务。银行则基本上不参与质押贷款项目的具体运作。统一授信的担保模式有利于企业更加便捷地获得融资，减少原先向银行申请质押贷款时的多个申请环节；同时也有利于银行充分利用仓储公司监管货物的管理经验，通过仓储公司的担保，强化银行对质押贷款全过程监控的能力，更加灵活地开展质押贷款服务，降低贷款风险。

仓单融资的具体程序有如下几个：

(1) 供货商与贸易公司签订购货合同。

(2) 贸易公司作为借款人向融资银行缴纳保证金，请求该银行开出信用证。

(3) 融资银行开出以供货商为受益人的信用证，并由供货商所在地银行通知信用证。

(4) 供货商审证后发货。

(5) 供货商将包括提单在内的全套L/C要求的单据交至供货商所在地银行。

(6) 供货商地银行向开证行即融资银行交单。

(7) 融资银行作为开证行在审核单据无误后付款。

(8) 供货商所在地银行向供货商划拨款项。

(9) 融资银行将代表货物所有权的单据——提单交给物流公司。

(10) 物流公司提货，存仓，并签发仓单给融资银行。

(11) 在仓单融资期内，贸易公司向境内进口商转售货物；

(12) 境内进口商向贸易公司支付货款。

(13) 贸易公司用该货款偿还银行贷款。

(14) 融资银行向物流公司发出指令，要求放货给贸易公司。

(15) 贸易公司结清有关仓储费用。

(16) 物流公司向贸易公司放货。

(17) 贸易公司向进口商放货。

在这种仓单融资方式下，在融资开始前，融资银行、贸易公司与物流公司签订保税仓库抵押物管理协议，融资银行与贸易公司签订仓单融资协议。

经典案例

章小双先生从事个体机械加工5年了，由于机械加工的设备老化，使得他最近比较烦恼。他算了下，购买新设备最少也需要10万元，才能进行正常的加工经营，但是手头缺钱。申请贷款吧，他也没什么可抵押，手头仅有的、可用于抵押只是仓单而已，他不知能否申请到贷款？

附：贷款案例基本情况描述			
客户基本情况			
公司名称：	德文世纪商贸公司	法人代表：	章小双
公司类型	个人贷款	经营模式	
公司注册地	北京	公司注册时间：	2004年7月
贷款需求情况			
贷款类型：	企业贷款	贷款金额：	10（万元）
贷款用途：	个体户经营贷款	贷款期限：	6月
担保方式情况			
主要担保方式：	仓单质押		

案例评析

本案例中的章小双先生可用仓单作为质押物，向银行申请仓单质押贷款。章小双先生在贷款申请中填写的贷款期限为6个月，符合仓单质押贷款期限的要求（最长不超过一年）。在贷款金额方面，仓单质押贷款的金额最高为质押仓单项下储物价值的7成。贷款额度高低视存储物的价值而定，一般来说，储物价值稳定，易变现，可获得的额度较高。

第 22 章 供应链融资

实战技巧

国际贸易融资的对象从大企业转到供应链中的中小企业。随着社会生产方式的不断深入，市场竞争已从单一客户之间的竞争转变为供应链与供应链之间的竞争。由于同一供应链内部的各企业相互依存，不论是供应链中的核心企业还是处于弱势的中小企业，其资金的运作能力和效率都将影响着所在供应链的整体运转与管理成本。以往考虑到风险、成本等因素，银行的国际贸易融资业务往往青睐于优质企业或大集团，尤其是那些具有垄断优势的企业，享尽种种政策优惠的同时，能从多方渠道获得资金，真正需要资金支持的中小企业却寻贷无门。随着银行经营理念和思路的转变，中小企业的贸易融资开始为银行所关注，并有了专门为之设计的创新产品，如“供应链融资”就是其中之一。所谓供应链融资是银行在掌握整个供应链情况的前提下，对核心企业的上游和下游企业提供的融资（由于除核心企业之外，供应链中的其他企业基本上都是中小企业，所以供应链融资的实质就是面向中小企业的金融服务）。与传统融资方式不同的是，银行不再看重某个单独企业的财务和经营状况，而是关注其交易对象，看其所处的产业链是否稳定及整体管理水平，如果供应链体系完整，银行就会对这些中小企业提供融资安排。如中国银行的“融易达”就是一种供应链融资，它是在以赊销为付款方式的交易



中，在买方签署书面文件确认基础交易及应付账款无争议、保证到期履行付款义务的情况下，银行在占用买方授信额度的前提下，不再占用卖方授信额度而为卖方提供的贸易融资。此种融资方式充分利用了作为核心企业的买方的额度资源，为周边的中小企业卖方提供便捷的融资服务，从而提升了供应链整体的竞争实力。在国外供应链融资已经被广泛使用推动下，我国也在近两年加快了供应链融资方案设计和推行的力度。因此，广州南华工商学院李齐教授认为，根据我国的供应链融资方案在融资功能、运行模式、担保方式等内容发生如下三点变化：

第一，融资模式的整合与扩展。跳出传统银行承兑和抵押贷款的思维，通过整合与扩展，将融资方案打造成一种与供应链时代相适应的融资模式，是2008年物流金融发展的基本任务之一。保兑仓作为联结企业与金融机构的综合性服务平台，它不仅为银企间的合作构架新桥梁，也将金融机构有机地融入产业供应链体系之中，成为供应链管理中的金融服务提供者。作为我国目前使用最广泛的供应链融资方案——保兑仓融资模式，2008年向以下两个方面扩展：其一，融资与监管的整合。金融机构直接授予仓储企业一定信贷额度，仓储企业通过输出管理，派人员对货主企业的原料或成品实施抵押监管，银行凭仓储企业指令放款。金融机构授予保兑仓一定的授信额度后，只负责监督和调控授信额度，具体融资事宜完全由保兑仓自行决定。保兑仓直接同需要融资的客户企业接触、沟通和谈判，代表金融机构同需要融资企业签订融资合同和监管服务协议，向企业提供抵押融资的同时，对企业抵押的货物提供仓储监管服务，从而将申请融资和货物监管两项任务整合操作，再造一种仓储货物融资模式，提高了抵押融资业务的运作效率。其二，仓储与使用的整合。在授信额度内，融资企业在货物仓储期间需要的补库和出库的仓单和凭证，由金融机构的审核，改为保兑仓的确认。即保兑仓确认的过程就是对这些凭证进行审核的过程，中间省去了金融机构逐笔确认和处理环节，缩短补库和出库操作的周期，在保证金融机构融资安全的前提下，提高融资企业产销供应链运作效率。

第二，单项融资转向综合服务。从金融发展的角度分析，保理融资

中小

融资实战精要

是一项金融创新业务，而这种金融创新业务有一个明显的弊端：存在融资无法收回的风险。既然保理融资风险体现在收购企业应收账款方面，那么，我国保理融资的未来走向应向非融资综合服务业务方面发展，即保理融资的最后结果——收购企业应收账款将更多作为一种承诺的概念而非现实的业务。如同现在流行的期货交易，其交易最后结果是期货的到期交割，但是在全部交易中，最终进行交割的不到交易量3%，到期交割多数是作为期货交易的概念使用，而很少实际操作。这也正是期货快速发展的原因和魅力所在。所以2008年保理融资方案是：围绕应收账款所展开的一系列综合金融服务。企业必须明白，保理融资先要按照协议规定适当选择保理的某些服务项目，如金融机构提供的财务分析服务和协助应收账款催收服务等等。只有在企业履行规定义务，接受一定服务后，才能真正获得金融机构的融资保障。保理融资不是单一贷款业务，而是金融机构综合服务业务。其实，在国际上保理融资开展比较好的地区都把工作重点放在服务方面。在欧洲，保理融资一直被当作银行的中间业务来开展，服务费是欧洲各家金融机构办理保理融资的主要收入来源。

第三，担保方式的转变。与供应链融资的快速发展相适应，2008年我国在融资担保方面发生了两个明显的转变：其一，信用担保向外担保转变。在我国传统融资担保主要分为人（主要是指法人）和物的担保，其中物的担保就是最常用的抵押和质押，而人的担保主要是指政府、官方信贷机构、金融机构开出的保函，即信用担保。随着政府职能的转变，政府直接为企业融资担保已经不多见，更多是通过出台政策来间接体现。在我国金融机构信用担保虽然比较常见，但是其实质不是化解而是转嫁金融风险，随着我国金融机构改制进程加快，金融机构对信用担保方式发生了转变，更多是通过金融结算和金融创新来实现。所以从构建供应链融资下的担保体系来看，委托第三方专业担保机构负责担保的外担保替代传统信用担保已成为一个必然发展趋势。其具体担保方式有三种：政府出资建立担保基金委托专业机构管理方式。政府在预算中安排一部分财政资金组建共同担保基金。互助基金委托专业机构代理担保方式。

由行业协会或担保协会会员单位共同出资建立企业互助担保基金，形成一定规模的互助基金，担保对象同样是协会会员企业。互助担保基金委托专业担保机构代理担保，实现了互助担保基金与商业担保机构的结合，分层次再担保方式。此模式前提是要成立再担保公司，再担保公司可由政府直接出资建立，也可在前述第一种方式的担保基金基础上构建。其二，狭义担保方式向广义的担保方式转变。不管是抵押、质押还是信用担保，物还是人的担保，都可归为狭义的担保。如果我们从担保的目的分析，担保是为保证融资时金融资产的安全，如果我们能找到一个不需要物和人来进行担保也能防范和化解融资的金融风险方式，那么，它也应属于担保方式的范畴，我们称之为服务担保，是广义的担保。服务担保是指金融机构提供的综合融资服务项目，包括：资产评估、财务服务与分析、不良资产处理等一系列融资服务。这些综合融资服务项目开展的好与坏，决定了供应链融资的融资成本和融资期限。

供应链融资既可以让中小企业得到实惠，提升了供应链整体的质量和稳固程度，也改变了银行一味依赖大客户的局面，培养出一批处于成长期的优质中小企业，同时银行可以掌握供应链企业的全部信息，真实地了解企业的经营情况，从而可以更深入地制定个性化服务方案，最终形成银行与供应链成员的多方共赢。

从国际上看，近几年，国际贸易融资业务在融资方式、市场组织形式等方面发生了很大的变化，其创新的步伐远在中国银行业之前。从总体上看，不仅强调和重视流动性、风险性及对国际贸易发展的适应性，而且积极借鉴其他市场的做法，使国际贸易融资更为灵活和方便，如移植了辛迪加这种组织形式，由多家银行或机构联合对大额交易共同提供融资；采纳了证券市场的管理经验，运用诸如资本资产定价模型来评估融资风险；通过地域分散化来降低整体风险；采用出售、贷款证券化等方式优化融资组合；甚至出现了二级市场，一改贸易融资缺乏流动性和透明的弊端。可见，我国的国际贸易融资还是刚刚起步，任重道远，必须不失时机地创新，方能融入世界潮流。

经典案例

有一家汽车零配件生产厂商A公司，专门负责营销汽车的零配件。A公司处于整个汽车生产销售链条的上游，其下游的采购商多为大型的汽车生产厂家。鉴于下游生产厂商比较强势的地位，A公司长期以来都为其采购商提供不同账期的销售结算模式。这样一来给A公司造成了大量稳定的应收账款，且余额基本上能够维持在一个固定的数额上。对A公司来说，大量的应收账款扩大了企业的销售量，但是同时也加大了企业资金的占用量。另外A公司作为一家规模和实力都一般的中小企业，由于资信水平不高，很难通过银行的保证担保、抵押担保等传统授信渠道来获得融资支持。

一方面手头上有大量的应收账款，另一方面A公司急需资金来扩大生产，维持正常的生产和发展。在这个时候A公司就急需一些融资手段来帮助其缓解短期流动资金压力。

当前的供应链金融就能很好的解决A公司这方面的需求。在供应链金融中，A公司不再是一个单独的个体，它在申请银行融资的时候，银行会审视整条供应链，特别是下游企业的资信程度来提供相应的融资服务。

案例评析

在这个案例中，A公司提供零件的客户都是大型的汽车生产厂商，它们的资金实力雄厚，因此A公司可以向银行转让这部分的应收账款，来缓解流动资金短缺的困境。

我们以A公司与车厂B的交易为例，具体操作流程如下：

- (1) A公司与B公司签订销售合同；
- (2) A公司送货，B公司验收货物并确认收到货物；
- (3) B公司根据送货单明细定期生成电子收货单（Purchase Order，简

称PO)，送至A公司和银行；

(4) A公司收到PO后开出增值税发票，并交给银行申请保理授信出账（同时在增值税发票备注栏注明应收账款债权转让事项）；

(5) 银行根据B公司发来的PO和A公司交来的发票，确定、核实应收账款的具体金额后，将发票送达B公司；

(6) 银行根据核实的应收账款金额放款给A公司；

(7) B公司按时付款到A公司在银行的付款账号，A公司偿还保理授信。

应收账款融资是银行依据供应商与核心企业之间的真实交易关系和付款约定，以订单或应收账款所产生的现金流作为还款来源，向中小企业提供的融资产品。银行通过以企业自身的流动资产（企业应收账款）作为支持、提升企业信用的方法，为中小企业提供了全新的融资渠道，很好地解决了中小企业融资困境。

参考文献

- 1.周锡冰:《牛根生教你创业》,中国经济出版社,2009年04月;
- 2.周锡冰:《史玉柱教你创业》,中国经济出版社,2009年04月;
- 3.周锡冰:《马云教你创业》,中国经济出版社,2009年03月;
- 4.周锡冰:《俞敏洪教你创业》,中国经济出版社,2009年03月;
- 5.宋炳方:《商业银行供应链融资业务》,经济管理出版社,2008年05月;
- 6.周春生:《融资、并购与公司控制(第二版)》,北京大学出版社,2007年03月;
- 7.吴瑕:《融资有道——中国中小企业融资操作大全》,中国经济出版社,2007年10月;
- 8.姜仲勤:《融资租赁在中国问题与解答(第二版)》,当代中国出版社,2008年07月;
- 9.房西苑:《突破企业融资瓶颈》,鹭江出版社,2008年11月;
- 10.王铁军,胡坚:《中国中小企业融资28种模式成功案例》,中国金融出版社,2006年07月;
- 11.张极井:《项目融资》,中信出版社,2003年11月;
- 12.张朝元,梁雨:《中小企业融资渠道》,机械工业出版社,2009年01月;
- 13.陈雪松:《商品融资与物流监管实务》,中国经济出版社,2008年06月;
- 14.李心愉,冯旭南:《公司融资》,中国发展出版社,2007年01月;
- 15.陈晓峰:《企业投资融资法律风险管理与防范策略》,法律出版社出

版时间：2009年03月；

16.蒋先玲：项目融资（第三版），中国金融出版社，2008年10月；

17.谢小梅：中小企业融资的38种方式与实操技巧，中国纺织出版社，2008年07月；

18.赵尚梅，陈星：中小企业融资问题研究，水利水电出版社，2007年02月；

19.罗丹阳：中小企业民间融资，中国金融出版社，2009年01月；

20.王铁军：中国中小企业融资28种模式，中国金融出版社，2004年10月；

21.施莉莉：留存盈余融资 亿新利润争夺战，《中国商业评论》，2005年12月；

22.孙景安：夹层融资——企业融资方式创新，互联网；

23.佚名：万科海外贷款变形记股权融资实际上是商业贷款，华尔街电讯

24.胡中彬：借反向收购赴纳斯达克上市亚洲生物制药示范后来者，经济观察报，2009-6-1；

25.吴颖：光线传媒：融资两亿助上市 会选择国内A股市场，《北京商报》，2008年08月24；

26.樊彦波，吴春耀：工行漯河分行办理首笔商品融资1000万元，中国金融网；

27.张帆：百度：完美风暴之后，《财经》杂志，2005年第17期；

28.张建营：中小企业融资实战，中华工商联合出版社，2007年1月；

29.程剑鸣，孙晓岭：中小企业融资，清华大学出版社，2006年03月；

30.刘曼红：中国中小企业融资问题研究，中国人民大学出版社，2003年06月；

31.施莉莉：亿新利润争夺战，全球品牌网；

32.邱志承，范坤祥：浦发银行：发债仅是过渡方案，利润留存重要性上升，证券之星；

33.李常青、黄建洪：债务融资的公司治理效应：农乐公司案例研究，

《财会通讯》，2006年第12期；

34.佚名：“大宗商品贷”为“商品融资”注新解，工商银行珠海分行贸易融资部；

.....

走向卓越

—中小企业领导者经营管理必备文库

总策划人 孟涵
总主编 赵涛 曾强

经

- 《中小企业国家经济政策解读》
- 《中小企业危机应对策略》
- 《中小企业法律风险与防范》
- 《中小企业合理避税指南》

史

- 《中小企业领导常犯的20个致命错误》
- 《中小企业领导应知的16个管理诀窍》
- 《中小企业商务社交与礼仪精要》
- 《中小企业商用心理学精要》
- 《中小企业员工管理艺术》
- 《中小企业制度执行力监控》

子

- 《中小企业财务报表精要速读》
- 《中小企业信息化与电子商务》
- 《中小企业资本经营实战精要》
- 《中小企业融资实战精要》
- 《中小企业投资实战精要》
- 《中小企业谈判实战精要》

集

- 《中小企业财务管理文案》
- 《中小企业生产管理文案》
- 《中小企业物流管理文案》
- 《中小企业行政办公管理文案》
- 《中小企业人力资源管理文案》
- 《中小企业营销管理文案》

走向卓越

——中小企业领导者经营管理必备文库

Towards Excellence

在全球金融危机、经济衰退的大环境下，中小企业应当如何成长？

经营管理的“新·四库工具全书”，为中小企业领导者全新诠释《经》《史》《子》《集》！

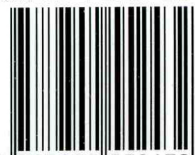
经：解读与您的企业息息相关的政策法规，合理应对内外危机，审时度势，以史鉴今，帮您的企业掌握市场先机，提供最为可行的实操办法！

史：针对全国5000家中小企业主调查，进行针对性素质提高辅助，总结实践经验，分享管理诀窍！

子：从企业主的角度针对中小企业实际经营领域最关心的问题，进行简单、直接、一针见血的处理，凝结关键核心，缩短管理流程，简化管理层级！

集：超过400个实用中小企业管理模版，支持时时在手，做到拿来就用！

ISBN 978-7-80255-243-2



9 787802 552432 >

定价：485元（全11册） 本册定价：45元