

企业在融资过程中仍然存在很多问题，尤其是现阶段我国企业在多元化实现的过程中，由于横向并购受到很多外部因素的限制，如法律不允许向股权并购发放贷款而影响及时性。同时多元化经营企业融资有其自身的特点，如多元化经营导致了内部资本市场理论的提出，以及合理规避融资风险，是多元经营企业当前的一个难题。正是基于这样一种思考，本文就多元化经营与融资问题展开讨论。

本文的逻辑结构与主要观点如下：

第一部分为引言，主要阐述了文章的研究背景、意义以及国内外研究现状。很多国家的企业都经历了或正经历多元化经营战略，该种经营战略可以分散非系统风险。但是多元化经营战略是建立在坚实的资源后盾之上的，其中资本在其中起到了关键因素。本文就通过对多元化经营融资理论梳理，发现以往的研究中主要集中在中小企业融资方式研究，对多元经营企业融资问题鲜有研究。在这个梳理过程中，作者明确了本文研究的方向，即是从多元经营企业的融资效率、风险等展开研究。同时也确定了文章的研究方法，即采用规范研究方法。

第二部分是多元经营企业融资的相关理论，多元经营企业的融资方式，风险等问题展开论述。

第一章是阐述了多元化经营企业融资的相关理论。主要阐述了企业多元化经营必然性，以及企业多元化分类的界定。其中引用了梅耶斯的新优序融资理论。梅耶斯的新优序融资理论是最早系统地将不对称信息引入企业融资理论研究，同时梅耶斯 (Mayers, 1984) 采用了另一位经济学者唐纳森 (Townsend, 1978) 早期提出的优序融资的概念。

第二章是讨论了多元化经营与其资金需求。我们知道企业多元化经营程度与其资金需求是成同向变化的。在这一章里，首先分析了企业多元化经营的两个基本问题：①多元化经营企业多元经营程度计量指标；②多元化经营发展情况。尤其是我国当前多元化经营企业的状况，其与美国、亚洲其他国家存在的差异。我国由于发展较晚，与发达国家相比存在很大差异。自 20 世纪 80 年代以来，在发达国家企业归核化发展背景下，我国企业却维系了多元化发展的格局。其次分析了多元化经营实现途径以及多元化经营对资金需求；

实现途径以及对资金需求情况关系到企业融资方式选择，所以它是这一章较为重要内容。

第三章讨论了多元化经营企业融资特点。这一章是本文的重点。一般企业采用内源融资和外源融资两大方式。这一章主要是对一般企业所有的融资方式进行阐述与比较，进而讨论多元化经营企业怎么去选择合适的融资方式，同时多元经营企业由于其实现多元化经营战略的方式不同，而导致融资方式有所差异；例如并购融资中的换股并购、员工持股、杠杆收购、现金并购融资等方式是一般企业所不具有的融资方式。其次本章分析中庸性融资策略、积极型融资策略以及保守型融资策略各自的特点与其在多元经营企业的选择应用。在传统的融资优先顺序前提下考虑多元经营企业自身特点而选择新的融资优先顺序，以适应企业多元经营的发展。

而这一章的重点是多元化经营企业融资存在的问题以及他的解决对策。多元化经营导致了内部资本市场的建立，同时由于并购是多元化经营实现的主要途径；多元化融资途径不同会导致融资效率低下，内部资本市场不健全，以及并购融资受到法律限制而影响其融资的及时性等问题是多元经营企业在融资过程中所存在的主要问题。针对这些问题提出了解决的对策：规范内部资本市场发展、建立融资管理体系提高融资效率、提议放宽法律方面对并购融资的限制。

第四章就融资风险角度来看多元经营企业的融资问题。这部分首先从融资风险的评估、影响融资风险因素来分析了融资风险的基础问题。其次，分析了多元经营企业特有的融资风险——并购风险。在并购过程中有资金并购、股票并购、杠杆收购等方式，每种并购方式在现金流上都有其特性；股票并购过程中由于股票股价上下浮动，会影响企业价值，那么收购公司股票过程中，收购公司股票在市场上的当前价格对并购后每股收益率有重大影响；所以在股票收购过程中如果换股不合适就会给企业带来很大风险。那么，针对多元化经营企业特有的风险采取相应的风险规避措施。文中提出：①做好融资安排，使得前后衔接恰当，减少财务风险；②合理确定融资结构，其遵循资本成本最小化原则、债务资本与股权资本要保持适当比例和短期债务资本与长期债务资本合理搭配；③合理安排资金使用结构，在企业并购资金的使用上，企业首先支付并购费用，其次支付目标企业的买价；④选择合理的支

付方式；换股并购对于主并方而言，可以使其免于及时支付的压力，把由此产生的现金流投入到合并后企业的生产和经营；卖方融资，并购方以承诺未来期间的偿还义务为条件，首先取得被并方的控制权，而后按照约定的条件进行支付；⑤加强资金集中管理，以规避融资风险。

本文的主要贡献与创新之处在于：

(1) 从研究角度上来看，以往对企业融资问题研究多集中在中小企业；对于有能力采用多元化经营战略的大型企业的融资问题缺乏研究；本文就是针对多元化经营企业的融资问题来进行探讨。

(2) 在分析角度上，重点分析了多元化经营企业融资存在的问题以及其特有的融资风险，并提出了解决多元化经营企业融资存在问题的对策和风险规避策略。

本文不足之处在于仅仅从理论的角度来探讨这个问题，而没有以一个企业的实际情况作为案例进行分析。

关键词：多元化经营企业      融资策略      融资风险

## Abstract

Diversified business is also named diversifying operations. It means that the enterprises are operating a number of industries. The industries maybe related or non-related at the same time. It is a business strategy. But now, enterprises of foreign contry are coming back to one industry operating. Why change? This change is based on the diverstification of matirals. Because so many things are wasted, such as human resourses, money and so on. And it is so hard for owner to manege their factory. However, at this stage a lot of enterprises are expanding their scale and scope of operation in China, and use diversified business strategy. It will be seen from information, in China more than 2/3 listed companies are using Diversified business. And this number will be increased in the future. The speed of growth is slow.

Financing is very important in the process of developing. And we know that some paper have disscuss the way of ficancing or the scale of financing. Diversified business have many features. They have large scale which improve them get funds much more easier and use their own funds. At the same time, the internal capital market based on diversification. It is an important problem for the maneger to avoid risks. Also it is need to be solve currently. Because of this reason, we disscuss this problem of financing for diversified business.

The Main content of this paper is as follows:

The first part is preface, which inroduced background and significance of researching, and show researching in the past. In the past little person have disscus the problem of diversified business. But we should not ignore this problem. In the part, Mayers

The first chapter is matting of finance theory for diversifed operating.This chapter is analyzing definition and character of finance for diversifed operating. A new financial theory from Mayers have been cited in this part.And it will be used in the next part.

The next part is theoretical introduction of finace for diversified business from three parts including the status of diversitied,funds shortage of diversified business and the way of getting funds. Also discussing the problem and risk.

The second chapter describe the development of diversifed operating for United States and China. Diversifed operating is also an important strategy in China.

The next chapter introduced finance characteristics of diversified business. This chapter is the focus of this paper. This chapter is mainly disscuss problems that exist in the way of finance.Then financing strategy is described, and three type of statagy are compared in this part. By the way, we can choose a right strategy for diversified business.

The chapter four introduce financing risk of diversified business.This chapter contains how to evaluate financing risk, factors which impacting ficancing risk.Then this paper analyz the risk only diversified business have. Then four way which avoid the risk are raised.

In light of these problems,this paper made a number of recommendations and measures.

The main contribution of this paper is as follow:

It is different from other paper which focus on financial problem of small enterprises.This paper talk about financial problem for diversified corporate.Because of the style, some one thought it is easy for diversified corporate to make capital.But we should pay more attention on this problem.

This paper only talk about theory. There are some weaknesses about this paper,it is not only lack of examples but also lack of discussion between the multiple capital markets and external capital markets.

**Key words: Diversified corporate Financing risk Financing strategy**

# 西南财经大学

## 学位论文原创性及知识产权声明

本人郑重声明：所提交的学位论文，是本人在导师的指导下，独立进行研究工作所取得的成果。除文中已经注明引用的内容外，本论文不含任何其他个人或集体已经发表或撰写过的作品成果。对本文的研究做出重要贡献的个人和集体，均已在文中以明确方式标明。因本学位论文引起的法律结果完全由本人承担。

本学位论文成果归西南财经大学所有。

特此声明

学位申请人：

年 月

# 0 引言

## 0.1 研究背景与意义

企业多元化经营一般认为是起步于西方国家，然后在印度、韩国、日本等亚洲国家逐步采用这一理念。至今为止，美国企业的发展历程被人们普遍认为是最具代表性的；同时美国企业同样是多元化的先行者，美国经济史学家钱德勒（A.Chandler, Jr），高特（M.Gort）等人的研究证明，美国企业的多元化经营是从本世纪 20 年代开始起步的。第二次世界大战后，尤其是进入 50 年代，美国企业出现多元化发展的热潮，并且越来越猛，在 60 年代末 70 年代初由于企业技术开发能力的提高、管理技术提高、世界市场形成，为多元化达到最高峰提供了外部条件。<sup>1</sup>但是进入 80 年代以后，美国企业的多元化扩张开始退潮，并出现“反混合兼并”，“反多元化”的呼声，逐渐形成可称之为“归核化”<sup>2</sup>的新潮，大公司纷纷以多种手段清理非核心业务并加强核心业务，形成适度的多元化状态；例如美国通用电气在 1981 年提出“数一数二”经营原则，把所经营的 60 多个行业逐渐归拢为 13 个核心行业，并且获得很好效益。据英国学者马凯兹分析：80 年代美国最大 250 家企业中，仍然采用多元化扩张的企业仅占了 8.5%。美国在不到一个世纪的历程中已经将单元到多元再回归单元走了一个回合。虽然美国作为多元化的领先者在归核化理论的指引下，逐步回归，但是我们不能忽视多元化其作为一个发展阶段的重要性。总的来说，上个世纪初以来，多元化已经成为企业成长的普遍方式之一，在后发展国家企业成长中发挥着更为重要的作用；并且在市场经济中，多元化是大部分企业在成长为大企业过程中所必须掌握的一种能力；与此同时，在不同的市场背景下，企业多元化发展的程度有较大差异。

<sup>1</sup>唐荣平，企业多元经营，经济科学出版社，1999 版

<sup>2</sup>归核化一词源于西方摄影术语，是由英国学者马凯兹（C.C.Markides）在 1990 年的博士论文中首先提出并使用的。马凯兹指出，所谓归核化是指企业通过减少业务活动范围以集中经营核心业务的过程。

虽然提出了“归核化”理论，但是对多元企业用多元化经营战略不能完全有效的规避财务风险，相反可能因为融资额度大，造成企业较大的偿还压力；可以看出多元化企业融资存在一些问题；其次，融资是企业发展过程中的关键，无论是在单元化还是多元化企业中融资都是一项重要的财务活动。第三，“归核化”并不意味着企业回归单一经营，仅仅是减少非核心经营；那么即使在“归核化”理论的指引下，发达国家仍然有企业采取多元经营战略。第四，就中国企业而言多元化经营战略仍然占据重要地位；中国企业属于后发展型，多元化发展起步晚，在 20 世纪 90 年代初才到了多元化的高潮；在 1997 年，中国政府对国有企业实施战略性组改，企业兼并与重组成为经济热点，出现了以企业并购为主要手段的企业多元化发展新高潮。也就是说当美国等西方国家处于多元化反潮阶段，我国企业仍然在大力实施多元化战略。基于这几点就很必要对我国多元化经营企业的融资进行研究分析。

## 0.2 多元经营企业融资研究回顾

企业多元化经营是一种向相关或不相关企业扩张，以实现自身快速成长的经营战略。在外部资本市场非完全的条件下，企业可以通过组建内部资本市场来替代无效率的外部资本市场，提高企业融资效率。

融资是企业发展过程中的关键；多元化经营企业规模大，其融资过程中也具有规模效应，容易从外部资本市场取得资金并且其自身留存收益金额也相对较大。但是并不能因此忽视多元化经营企业存在的问题。尤其是现阶段我国企业在多元化实现的过程中，由于横向并购受到很多外部因素的限制，如法律不允许向股权并购发放贷款而影响及时性。同时多元化经营企业融资有其自身的特点，多元化经营导致了内部资本市场理论的提出，合理规避融资风险，这些都是多元经营企业融资需要研究的问题。

一些文献对此作出了研究，Lewellen 在 1971 年就从企业负债能力角度考察联合企业生产的原因。他认为企业通过并购结合成一个企业，提高企业多元化程度，从某种程度上讲就提高了企业抵抗风险的能力以及企业获取高收益的能力；那么进而提高企业负债能力以及偿还债务能力。<sup>3</sup>而，Li 和 Li 业融资的研究分析还是必要的。首先，“归核化”理论提出可以看出企业采在 1996 年将前一理论进一步正规化，对多元化和企业的最优资本结构及其相互作用作了综合分析，提出了多元化应该和财务杠杆的提高相结合，才能最大

<sup>3</sup> A PURE FINANCIAL RATIONALE FOR THE CONGLOMERATE MERGER. By: Lewellen, Wilbur G.. Journal of Finance, May71, Vol. 26 Issue 2, p521, 17p, 4 diagrams; (AN 4663800)



化企业价值。这主要是从企业的负债能力来分析，可以看出一个企业其负债能力强，那么从外部资本市场融取到资金的能力就强。所以这反向证明了多元经营企业在外部资本市场上比单一经营企业更容易取得资金。

姜付秀、陆正飞在 2006 年分析了多元化经营企业中指出，多元化经营模式可以为公司创造更大价值，多元化经营企业在融资过程中可以进一步增加负债融资。负债融资是企业多元化经营的一项重要融资方式；每个企业其融资不外乎外源融资与内源融资两种方式，但是在不同的企业由于其性质不同，所以有不同的偏好；对于多元经营企业来讲由于其偿还债务的能力比单一经营企业强，所以他有能力从金融机构借入更多的债务资金。<sup>4</sup>

从多元化战略实现途径看，虽然并购不一定会形成多元化战略，但是我们可以知道并购的确是实现企业多元化经营的一项重要的方式。在并购融资方式，由于我国现阶段并购融资的方式跟国外企业相比还存在很多不完善之处。所以对这一方面的研究比较多。同时还有很多学者对并购融资风险有一定的研究。王小英在 2006 年指出要控制和防范并购融资风险的主要方式；其主要有确定正确的融资决策、拓展融资渠道、合理规划并购融资的资本成本等方式。但是这主要是从并购融资前期规划角度来研究，而恰恰并购融资其在融资过程中，例如支付过程中容易出现的问题，应该对这些方面加以控制或规避。<sup>5</sup>

前面学者的研究多是证实了多元经营企业的规模效应使得其更容易从外部资本市场获取资金，从规模效应到企业负债能力强，抵抗风险能力也会提高等角度来分析多元经营企业融资问题。但是对于多元经营企业融资方式、融资存在的问题以及多元经营企业融资过程中存在的风险较少作分析。

### 0.3 本文研究方法和基本思路

一直以来融资问题是财务学的一个重要研究方向，而在多元经营企业的资金的需求和解决方法与传统的融资问题还是有一定差别，有其自身的解决方式即在实现多元化的过程中可以通过并购融资方式来解决资金需求问题，

<sup>4</sup>姜付秀，陆正飞，我国上市公司多元化经营与资本成本研究，《会计研究》2006 年第 6 期

<sup>5</sup>王小英，2006：企业并购融资风险的分析及防范，福建工程学院学报，第 5 期

或者其可以通过内部资本市场获取资金。本文围绕我国多元经营企业融资，立足于我国目前多元化经营企业融资存在的问题和风险等问题，从企业、法律法规等方面提出了推进我国企业多元化经营融资发展的思路与措施。本文主要采取规范的研究方法，通过对数据和现实问题的分析以求取解决之策。

# 1 多元化经营与融资的理论基础

## 1.1 多元化经营融资内涵

多元化经营，也称为多样化经营或多角化经营，指的是企业在多个相关或不相关的产业领域同时经营多项不同业务的战略。近年来，企业多元化经营一直是理论界和企业界研究的课题。从目前看，存在两种截然不同的观点：一种认为利用现有资源，开展多元化经营，可以规避风险，实现资源共享，产生  $1+1>2$  的效果，是现代企业发展的必由之路。另一种认为企业开展多元化经营会造成人、财、物等资源分散，管理难度增加，效率下降；最后，多元化对企业财务问题存在深度影响。其实，多元化作为经营战略和方式而言，其本身并无优劣之分。企业运用这种战略，成败的关键在于企业所处外部环境及所具备的内部条件是否符合多元化经营的要求。

狭义而言，多元化经营融资就是指企业在实现多元化战略或者在多元化经营过程中，企业对资金的筹资活动。它主要分为两个阶段：第一个是企业实现多元化战略阶段，他根据企业实现多元化战略的途径有所不同，例如企业是通过内部实现还是通过并购实现多元化战略。这是实施阶段多元化的融资问题研究。第二个是企业已经由单元经营企业成功转变多元经营企业之后的融资问题研究。该融资有与单一经营企业相同的资金来源，同时可以在其内部资本市场中融取资金，以保证企业的战略实施顺利完成。

## 1.2 多元化经营融资的性质

企业融资可以分为内源融资和外源融资，前者企业利用其自身发展所积累的资金用于其它产业的生产，后者是指发行股票或者债权的方式获得资金。因此外源性融资又可以分为权益性融资和债务性融资，根据传统融资理论，

企业会在投资收益与资本成本之间进行权衡，以求得一个最优的融资方式。

从企业资金来源渠道来看，多元化经营企业利用与单一经营企业有一定区别。企业多元化战略是融资政策的指导方针，融资政策选择是企业多元化战略得以成功实施的基本保证。企业多元化战略要求与之匹配的融资政策，不同经营战略对融资政策的约束条件不同，融资政策是保守还是激进都必须针对其具体条件。只有合理进行融资决策，才能够最优运用财务杠杆，从而降低企业经营风险。多元化经营企业需要将外部资本市场与内部资本市场有效的结合起来，以达到融资风险小，融资效率高。

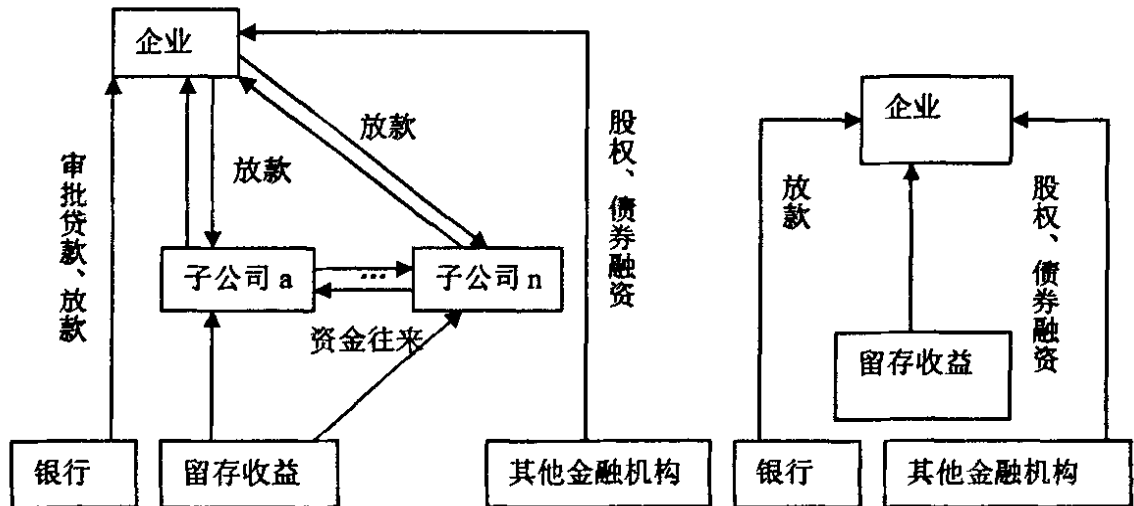


图 1-1 多元经营企业与单一经营企业融资流程区别

### 1.3 多元化经营与融资的理论基础

#### 1.3.1 分散风险理论

多元化经营通常把企业业务分散在不同的行业中，形成“证券组合”的形式，这样有利于规避行业风险。多元化战略的目标是为股东创造价值，价值的创造来源于多元化所产生的协同效应。企业进行多元化可以产生多种协同效应，如管理协同效应、经营协同效应等等。正是这些协同效应所产生的“2+2=5”的效果，多元化为企业创造了更大的价值。总体上讲多元化经营为

企业创造了价值就意味着企业偿还债务的能力加大；不但可以降低经营风险，同时可以降低融资风险。同时通过多元化经营，企业可以在增大各个经营业务价值的同时，一个部门或一种产品上的亏损可以从其他盈利业务或产品上得到补偿；可以通过整体调整运用资金，运用盈利产品获得的利润补偿自身融资债务资金后来偿还亏损产品或业务应该偿还的债务。由于有利于实现企业利润最大化目标，从而增加企业的市场价值。但值得注意的是，多元化经营并不能全面降低企业的风险，因而分散风险理论只可能是企业多元化经营的结果，而非其原因。

### 1.3.2 委托代理理论

现代企业由于企业经营者与所有者相分离，当企业经营者没有持有企业股权时，由于股东太分散而不能对经营者形成有效的监督机制时，对企业的经营将有利于经营者而非股东；也就是说在股权融资契约形成的是股东与经营企业之间的委托代理关系，他们之间的效用函数不完全一致会产生利益冲突。那么在所有者直接约束减弱的情况下，经营者往往是通过降低企业价值的策略以增加自身的利益，同时经营者的权利和福利是随着他们所控制资源的增加而增大，所以，经营者就有不断扩大企业规模的强烈动机；在这种明确的激励机制下，经营者必然热衷于通过多元化经营来扩大企业规模实现自身利益的最大化；而企业兼并特别是混合兼并的出现就能实现这一目的，而企业边界的扩大又是通过兼并收购，实行多元化经营而实现的。

### 1.3.3 优先序列理论

优先序列理论是在信息不对称的基础上发展起来的。我们知道在70年代，对信息不对称现象的研究逐渐渗透到各个经济学研究分支领域，信息经济学、博弈论、委托代理理论等不对称信息研究理论得到重大发展和突破。众多学者也开始从不对称信息的角度来研究企业融资结构问题，把企业融资理论推向一个新的阶段，总体而言，这些理论研究并不是继续延续以前企业融资理论中只注重税收、破产等外部因素对企业最优融资结构的影响，而是试图通过信

息不对称理论中的信号、动机、激励等概念,从企业内部因素来展开对企业融资问题的分析,将早期和现代企业融资理论中的平衡问题转化为结构或制度设计问题,为企业融资理论研究开辟了新的研究方向。

梅耶斯的新优序融资理论是最早系统地将不对称信息引入企业融资理论研究,在这里,梅耶斯(Mayers, 1984)采用了另一位经济学者唐纳森(Townsend, 1978)早期提出的优序融资的概念,其理论基本点是:在信息不对称情况下,(1)企业将以各种借口避免发行普通股或其他风险证券来取得对投资项目的融资;(2)为使内部融资能满足达到正常权益投资收益率的投资需要,企业必须要确定一个目标股利比率;(3)在确保安全的前提下,企业才会计划通过向外部融资以解决其部分融资需要,而且会从发行风险较低的证券开始;考察了不对称信息对融资成本的影响,发现这种信息会促使企业尽可能少用股票融资,因为企业通过发行股票融资时,会被市场误解,认为其前景不佳,由此新股发行总会使股价下跌;因此,其优序融资理论的中心思想就是:偏好内部融资,如果需要外部融资,则偏好债券融资;随后,在与迈基里夫共同合作的企业知道投资者所不知道信息的融资和投资决策一文中建立的梅耶斯—迈基里夫模型,系统地论证了这一观点;这一先后顺序论在美国1965—1982年企业融资结构中得到证实。

#### 1.3.4 财务杠杆理论

财务杠杆又可称为融资杠杆,是指企业在制定资本结构决策时对债务筹资的利用。财务杠杆是由于利息等固定性财务费用的存在,使得企业营业利润的微量变化带来每股利润的较大幅度变化。而财务杠杆效应是指企业资本结构中负债比例的选择对权益资本利润率的影响,通常把负债与自有资本的比例关系称为资本结构。因此负债比例的确定就成了资本结构的核心问题。企业使用负债资金是要还本付息的,在资产总额不变的前提下,不论当期利润实现的多少,从利润中支付的负债成本是固定的;所以当利润增大或减少时,每一元钱的利润新负担的负债成本就会相对地减少或增大,从而给投资者带来额外的收益或损失。

在很多大型企业中,其不仅仅投资于一个产业;他们实施多元化的目的

除了降低企业经营风险和财务风险的同时，更多的是要增加企业的收益，提高企业自身的价值；那么运用财务杠杆是一个有效增大企业收益的方法，利用借入资金来满足多项投入对资金的需求。在多元化经营企业中，财务杠杆发挥的作用比其他只有一项主营业务的企业更明显。因为多元化经营企业由于其投资的产业数大于一个，每个产业需要足够的资金支撑起发展，那么更快的取得资金的途径就是从银行或其他机构借入更多资金；那么其形成的可以抵扣的财务费用额更大。

### 1.3.5 负债能力理解

负债能力理论不是从企业的具体的经营活动来考虑企业的现状，而是单纯从公司的资金上考察多元化与非多元化企业的区别，认为企业多元化的动机就是为了提高总体的负债能力，从而实现企业绩效的改进。Lewellen 在 1971 年就从企业负债能力角度考察联合企业生产的原因。他认为企业通过并购结合成一个企业，提高企业多元化程度，从某种程度上讲究提高了企业抵抗风险的能力以及企业获取高收益的能力；那么进而提高企业负债能力以及偿还债务能力。同时，Li 和 Li 在 1996 年将前一理论进一步正规化，对多元化和企业的最优资本结构及其相互作用作了综合分析，提出了多元化应该与财务杠杆的提高相结合，才能最大化企业价值。

## 2.企业多元化经营与资金需求

### 2.1 企业多元化经营的计量指标

企业多元化经营的资金需求与企业所处行业以及其多元化程度有直接关系。作为多元经营企业融资根据企业的多元经营程度与资金需求来安排融资方式与融资结构。由此而知如何来衡量公司多元化经营的水平是一个重要的问题，总的来讲衡量多元化主要有行业数目、Herfindahl 指数、熵指数等方法和指标。

#### 2.1.1 行业数目

行业数目是指公司经营所涉及的行业的数量，数值越大表示多元化程度越高。在国外，关于公司行业的划分通常是建立根据建立在产业基础上的标准产业分类法来确定的。但用行业数目来衡量多元化水平无法区分相关多元化与非相关多元化，行业具体划分到哪个层次也是一个问题。

#### 2.1.2 Herfindahl 指数

Herfindahl 指数原先用来衡量产业集中化程度，后来才被应用于衡量多元化水平。Herfindahl 指数计算公式如下：

$$\text{Herfindahl} = \sum_{i=1}^n (p_i)^2$$

其中， $n$  代表行业总数。 $p_i$  为各个行业的销售额占企业总销售收入的比重。I 可以以 SIC 代码中第 2 位、第 3 位、或第 4 位来衡量。显然，Herfindahl 指数其值域介于 0~1 之间，数值越大表示公司多元化水平越低。需要指出的



是， $P_i$ 也可以是各个行业的资产占企业总资产的比重，也就是说，Herfindahl 指数可以基于行业收入比重来计算，也可以基于行业资产比重来计算。

### 2.1.3 收入熵

收入熵 (Entropy, EI):  $EI = \sum p \ln(1/p)$ 。该指标与 HHI 指数恰好相反，多元化程度越高，公司主业越不突出，收入熵的数值就越大。当企业专业化经营时，该指标的数值为 0。该指标和 HHI 指数一样更准确地衡量了企业的多元化程度。

## 2.2 多元化经营的发展情况

### 2.2.1 美国企业多元化发展情况

现代企业的形成主要有四个阶段，他们是现代企业的形成、企业多元化经营的起步、多元化发展的高潮以及退潮—归核化。而多元化的发展主要就是后面三个阶段。美国经济学家钱德勤、高特等人的研究证明，美国企业的多元化经营是从本世纪 20 年代开始起步的。这可以从数量和企业的结构两个方面变化来说明。这一阶段企业新产品数量有明显增加；从 1919 年到 1929 年十年间产业种类在 5 个以上的企业所占得比例从 23.6% 上升到 44%。在初步发展阶段，企业战略与结构发生了深刻的变化。在进入 50 年代以后，美国企业出现了多元化发展的热潮，且越来越猛，在 60 年代末 70 年代初期达到最高峰。这一阶段是由于企业技术开发能力的明显提高以及企业管理技术的不断完善，世界市场的形成等等因素，为多元化发展提供了外部条件。进入 80 年代以后，美国企业的多元化进入了从扩张到退潮阶段。出现了很多“反多元化”的呼声。在这一阶段特点是：中度多元化，归核化并不代表单一化，而是多元化程度的降低；其次兼并后的剥离、业务对换、战略联盟明显增加。总之可以看出美国多元化是走了一条先垂直结合再多元化发展的道路。当然在此过程中，多元化发展也是在不断波动的。进入 90 年代，美国企业在掀起新一轮兼并浪潮的同时兴起一股减肥风。企业不再单纯追求多元化和经营规

模的扩大，相反，通过拆离重组，将不相关的业务出卖或变成独立的公司，缩小企业经营范围，使经营业务专业化。如百事可乐在 70 年代曾实行经营业务多样化战略兼并了大量快餐连锁店，但由于全球快餐业竞争激烈，百事众多快餐经营状况不理想，还占用了大量资金，影响到饮料产品及市场的开发，导致在与可口可乐的竞争中市场份额不断缩小。近年来为扭转局面，百事改变经营结构，剥离快餐业务，集中资金保住自己的主体产品，专营百事饮料专业化经营，取得了巨大的成功。但是归核化并不意味着单元经营。同时在美国实现多元化的一个重要方式是并购。这是一个快捷的实现多元化的途径。

### 2.2.2 亚洲国家的多元化经营

从上个世纪 60 年代开始印度就已经广泛的采用多元化战略。在印度 17 家大型企业中只有一家是采用单一经营，而其它 16 家都是采用多元经营战略，而且大多数都是产业在三个以上。那么也就是说印度企业前期阶段的成长中，多元化方式起了非常重要的作用，也可以说是首要作用。韩国企业发展只有短短 50 年时间，但是其发展速度却是惊人的。而多元化在其中发挥了十分重要的作用，总之韩国企业属于高度多元化。

### 2.2.3 国内企业多元化经营发展情况与现状

我国多元化发展主要分为三个部分。首先，初步形成与发展阶段；我国企业真正的多元化经营起源于 20 世纪 70 年代末和 80 年代初。这一时期的主要特点是我国改革开放已运转多年，企业改革已逐渐成为整个经济体制的中心环节，特别是建立社会主义市场经济体制要求企业成为自主经营、自负盈亏、自我发展、自我约束的市场竞争主体。第二阶段是九十年代以后，我国企业在这阶段的多元化经营多表现为求生存发展而采取的主动行为，与之前的多元化经营有着明显的本质差别。以上海宝钢为例，除了继续从事钢铁为主的生产以外，还同时跨行业发展了机械电子、仪器仪表、建筑工程、精细加工、旅馆饭店和教育培训等多个行业。此后，我国的许多大型企业都纷纷搞起了多元化经营，企业的摊子越铺越大；随着我国加入世贸，竞争意识的加

大使得更多企业采取多元化战略。第三阶段，1997年以后，中国企业多元化发展进入新高潮；这一阶段出现了以企业兼并为主要手段的企业多元化发展高潮。<sup>6</sup>但是这一阶段存在一些多元经营问题，近几年许多数据表明，一些企业的多元化经营受到了重挫，如万宝冰箱在80年代就达到了百万台的年产量，当时已跻身于世界最大冰箱生产厂的行列。但万宝由于扩张过快过大，一下子就兼并收购了省内外众多企业，经营领域涉及到洗衣机、电饭锅、微波炉等好几个家电系列，结果因缺乏必要的资金和管理能力使得企业陷入困境。类似的例子还有巨人集团等。大量失败的案例引起了社会各界的讨论与关注。所以并不是所有公司都采取多元化经营模式。

从我国企业多元化发展历程来看与西方发达国家存在一定差异。我国现阶段大多数企业仍然大力采用多元化经营战略；从2001年到2004年我国上市公司部分数据可以看出多元化经营战略仍然被企业广泛使用。具体如下表：

表 3-1 我国上市公司多元化经营情况分布图

		1		2		3		4		≥5	
N	2001	321	35.87%	269	30.06%	190	21.23%	85	9.50%	30	3.34%
	2002	312	34.86%	296	33.07%	187	20.89%	70	7.82%	30	3.34%
	2003	282	31.59%	305	34.09%	186	20.78%	88	9.83%	34	3.81%
	2004	273	30.50%	330	36.87%	190	21.23%	77	8.61%	25	2.79%
HHI		0.4		0.4-0.6		0.6-0.8		0.8-1		1	
	2001	88	9.83%	211	23.59%	159	17.77%	116	12.95%	321	35.87%
	2002	84	9.39%	215	24.03%	160	17.78%	124	13.85%	312	34.86%
	2003	109	12.18%	233	26.03%	156	17.43%	115	12.86%	282	31.59%
	2004	98	10.95%	229	25.59%	163	18.21%	132	14.75%	273	30.50%

数据来源：姜付秀在我国上市公司多元化经营的决定因素研究中，对2001-2004年深沪两市全部非金融类上市公司中895个样本进行分析得出的数据。N代表公司经营行业数，HHI为衡量多元化经营状况指数。

表3-1中显示了2001年-2004年我国行业上市公司的经营状况以他们所触及的行业数目以及销售HHI指数衡量多元化的经营状况。那么就2001年到2004年沪深两市发行的全部非金融类公司看，采用行业数目的衡量方式，选择多元化经营的上市公司所占的比率为：64.13%，65.12%，68.51%，69.5%。

<sup>6</sup>赵涛，企业的多元化战略与归核化战略，中国培训师网，2005.5

可以看出我国上市公司中大约有 2/3 的公司进行多元化经营，而且从趋势上看，多元化经营的公司数目在逐步增加，但是增加的速度比较缓慢。跨两个行业经营的公司与专业化经营的公司的比例相当；过于分散的企业在 2003 年达到 3.81%。而单一经营上市公司由 2001 年的 35.87% 下降到 2004 年的 30.50%。

从以 HHI 指数所反映的公司多元化程度看，小于 0.4 的公司即经营较为分散主业不突出占样本数为 10% 左右；大于 0.8 的公司占样本的 14% 左右；处于 0.4-0.8 之间的公司约为 40% 左右，这部分公司的多元化程度也是比较高的。

从上述数据分析可以看到，虽然在美国等西方国家的企业逐步由多元化向单元化回归时，即归核理论的引用；由于我国市场经济起步比较晚，我国在现阶段还有很多企业在逐步扩大经营规模和经营范围，走多元化经营战略。

## 2.3 企业多元化实现途径

一个企业一旦发展到一定程度，就会选择进入新的行业。那么如何进入新行业呢，要根据具体情况确定。而且这种进入方式的选择将直接影响到企业对资金的需求。因此，本部分将对我国企业展开多元化经营的进入方式进行研究。

### 2.3.1 内部发展

所谓内部发展既是依靠企业自身所拥有的资源和能力进入新行业领域来进行多元化经营，要求企业拥有较强的资金支持。企业进行技术相关多元化经营，内部发展模式用得比较多。由于内部开发主要依靠企业的力量，所以可能从开始研发到正式推出产品需要一段时间，而这段时间将占用大量的资金。内部开发容易管理和控制，能将企业的核心竞争力保留，但是他妨碍了企业向外求得合作，以获取外部的资源或能力的机会，也妨碍了接受外部的新观念；同时内部开发会使资金的周转率降低，占用大量资金。

内部开发的主要形式有两种：一种是企业新建工厂的多元化，指企业自

己独自建厂；另一种是无新建工厂的多元化。从业务的角度看，一般也有两种：（1）垂直链裂变，这是指企业将其价值链环节中的某些环节面向市场推出，为消费者提供了不同于原先最终产品的产品，（2）技术“副产品”的充分利用，即企业的技术资源仍有剩余，还可以开发出别的相关产品等等。

### 2.3.2 并购

所谓并购，就是指通过一个企业与另外一个企业的联合或获得对另一个企业的净资产的控制权和经营权而将各自的独立的企业组成一个经济实体。只要以前彼此独立的企业合成一个会计主体，而他们的经济资源和经营活动处于单一的管理机构控制之下，那么就完成了并购。并购的实质是控制，也就是说并购是指两个或两个以上的企业通过产权交易组成新的企业集团，而不管这个新集团是否存在单一的经济实体和法律实体。并购的主要支付方式有现金购买资产、现金购买股份、股票购买资产。财务协同理论认为并购起因于财务目的，主要是利用企业多余的现金寻求投资机会和降低资本成本。从寻求投资机会的角度看，财务协同理论认为，企业并购的动因并不只是并购方企业发现其内部存在利用不充分的专属资产，而是由于意识到现有的经营领域投资机会有限。这种理论至少能解释这个事实，即并购方企业进入不相关的行业进行多角化经营。这种并购的动机是利用低成本的内部资金通过并购而获得目标企业所在行业中的投资机会，如果目标企业的现金流量较少，那么利用并购方企业现金流量的机会就会增加。因此该理论暗示出一个经济资源重新分配的过程。

在利用并购方式进行多元化经营时，可以降低企业进入新行业的壁垒和风险，也可以节约时间，更重要的是投入的资本能迅速的回笼。如果双方企业的经营领域存在相关或互补的结构时，并购将会使企业产生在生产、经营、财务等方面的协同效应，极大地促进了企业的成长。但是这种方式一般需要企业有雄厚的财力等条件。而一般多元化经营是通过生产经营的产品与服务彼此没有关联的企业之间的并购来实现的（即混合并购）。

在西方发达国家资本市场充分发展的环境里，并购是这些国家企业进行多元化经营的主要途径。在我国并购近几年一度成为热点，企业也热衷于使

用并购方式来实现多元化经营战略。主要是由于新建周期长、成本高、风险亦大，随着我国经济体制改革的不断深入，产权交易市场的形成和完善，将为企业之间的并购创造良好的条件。企业并购不仅使企业能在短期内进入新的产业，而且得到并购企业的多种资产包括有形资产和无形资产，对于非相关型的并购，尤其是被并购企业的无形资产对企业实现跨产业经营成功是非常有利的。此外，从我国企业并购市场上目前供过于求的基本态势看，并购是实现低成本扩张的重要手段，当前也是良好时机。而从宏观来看，企业并购也有利于加快整个产业结构的调整和升级，以及资源合理配置和优化。因此，诸多方面表明通过并购形式实现多元化经营应作为首选途径，只有在并购无望的情况下再考虑采用新建实现方式。当然目前中国的资本市场并不是很成熟，但中国企业在这方面有着良好的前景。随着中国国有企业的改革深化，行业重组力度的加大，以及我国越来越多的企业走向国际资本市场，国内资本市场也日益成熟，中国企业在并购方面将迈出更大的步伐。可以说，在优化我国企业的资本结构，优化资源配置；提高整体经济效益方面，并购将在中国起着越来越重的作用。在我国企业进行多元化经营的过程中，并购这种手段将会愈来愈多。例如，长虹集团公司并购四川绵阳的五洲电源厂，进入电池行业；青岛海尔集团通过并购安徽黄山电视机厂，较大规模地进入电视机行业。

## 2.4 多元化对资金的需求

从实现多元化的途径可以看出，无论企业运用何种方式来实现多元化，但是其都需要足够的资本来实现多元化。企业能拥有足够资金或者能够借入足够资金是企业实现多元化经营的必要条件。

企业进行多元化的最终目的就是为了提高企业的销售收入，提升企业的价值；但是企业在注重销售收入，看重利润的同时要关注企业进行多元化对资金的需求、能否及时取得资金，以及资金投入对企业将产生什么样影响。我国很多多元化经营的企业出现的问题都在这方面，例如“巨人”“爱多”多元化经营的失败，一个很重要的原因就是现金供应不够，资金流出远远大于资金流入，出现了“供血枯竭”，从而使企业的资金运转出现问题。在多元化

经营过程中，就要考虑进入新行业需要投入多少资金，从外部可以筹措多少资金，企业自身能够提供多少资金，以及每个业务单元需要多少资金；就整个集团而言就是要求现金到位。

在从实现多元化角度来看资金需求。内部发展是企业自行投资于某个产业，他所需要的资金主要是投资过程中所需要的资金数量，但是内部发展方式企业的周转速度慢、资金占用时间比较长。而并购方式对资金的需要量在逐步增大。企业并购资金是指并购方企业在完成并购过程中所要支付的资金数量。它同时决定了融资量、融资方式以及融资时间安排的依据。那么资金需要量主要有以下四方面决定：并购支付的对价（即并购方企业为完成收购被并购方企业所付出的代价，即支付的现金或现金等价物的金额或者并购日并购方企业为取得对其他净资产的控制权而放弃的其他有关资产项目或有价证券的公允价值）；承担被并购企业表外负债和或有负债所需支出（这部分是被并购企业过去交易或事项所形成的义务，其转移到并购方企业）；并购直接费用；并购管理费用。依此可以判断并购所需资金比较多。而且随着企业并购活动所涉及的资产数量越来越大，例如，一汽收购沈阳金杯 51%的股权，出资额高达 5 亿元。

## 3 多元化经营企业融资方式及 融资存在问题

### 3.1 多元化经营企业融资方式

企业采用多元化经营战略其融资主要分为两个层次。一个层次企业实现多元化过程中采取的融资方式，这根据多元化的实现方式不同而有所区别；如果是企业内部发展实现多元化，那么其主要采取的融资方式与一般单一经营企业有很多相同；如果企业采用并购方式实现多元化经营，那么并购融资与传统的融资方式有一定的区别。另一个层次是企业转变为多元化经营之后所采取的融资方式。

但是总的来说，企业所采用的融资方式有很多，主要有内源融资和外源融资两大类。首先，内源融资不涉及证券发行过程中以及借款过程中所发生的交易成本；其次内部人员对企业资产价值拥有的信息比外部投资者多，采取有利于目前股东的行动，那么内源融资优于外源融资。然而在选择多元化经营战略的企业中，由于其对资金的需求大，往往仅仅依靠内源融资不能满足其需求，常常是内源融资与外源融资相结合。其融资方式比单一经营企业要广泛。除了传统融资方式外企业多元化经营可以采取的其他融资方式如下：

#### 3.1.1 并购融资

如果并购企业根据自身的资本结构确定一种合理的融资方式，可以达到事半功倍的效果，即以最低的资本成本产生足够大的控制力；如果并购企业选择不当，就有可能背上沉重的财务负担，甚至可能会影响并购企业正常的



生产经营活动,所以如何选择适当的融资方案融资,并购企业必须予以高度重视。西方企业并购融资的方案主要有企业内部融资,普通股融资,发行可转换债券筹资,换股并购,杠杆收购等几种型式。我国企业并购融资主要有债务性并购融资、权益性并购融资和混合并购融资。具体看有换股并购、员工持股、杠杆收购、现金并购融资等方式。

### 1. 换股并购

换股并购是一种较新的融资方式。换股并购,即是指收购公司将目标公司的股权按一定比例换成本公司的股权,目标公司被终止,或成为收购公司的子公司的购并方式。根据换股方式的不同又可以分为增资换股、库藏股换股、母公司与子公司交叉换股等。增资换股即并购公司采用发行新股的方式来替代目标公司的股票;库存股换股即并购公司可将其库存的那部分股票用来替换目标公司股票;母子公司交叉换股是并购公司、其母公司和目标公司之间都存在换股的交叉关系,通常在换股之后,目标公司或消亡,或成为并购公司的子公司,或成为其母公司的子公司。在我国资本市场上,真正的换股并购是始于清华同方与山东鲁颖电子的合并。而且这种融资方式发展缓慢,在截至 2006 年末,才不到二十起换股并购。

### 2. 员工持股

员工持股是指员工参加企业改制,并将经济补偿或对企业的债权积极转股,从享有现金补偿或还债转为股权补偿或偿还的一种方式。目前我国股份公司发行新股,为了反映职工以往的经营成果,可以向职工发行职工股。该公司职工股的数额不能超过发行社会公众股额度(A股)的 10%,且人均不得超过 5,000 股;这部分公司职工股从新股上市之日起,期满半年后可上市流通。这种职工持股在某种程度上可以为企业筹集到一定的低风险资金。同时还可以加强企业自身的经营管理。公司的职工以现金出资组成一个基金,将基金资产委托专业投资公司运作。基金的运作可独立进行,也可与回购计划和职工持股计划结合进行操作。

### 3. 杠杆收购

杠杆收购是以少量的自有资金,以被收购企业的资产和将来的收益能力作抵押,筹集部分资金用于收购的一种并购活动。当企业全部资产收益率大

于借入资本的平均成本时，企业净收益和普通股收益都会增加。这其实是一种混合融资形式，其特征有：可利用的融资方式有银行信用额度、抵押贷款、长期贷款、商业票据、可转换债券、认股权证等多种形式；参与融资的机构有商业银行、保险公司、投资银行等多家部门；投入少量资金就可获得大量银行贷款，财务风险高。

当然并购融资过程中还包括一些其他的传统方式。

### 3.1.2 传统融资方式

#### 1、留存收益

留存收益是指企业从历年实现的利润中提取或留存于企业的内部积累，它来源于企业的生产经营活动所实现的净利润，包括企业的盈余公积和未分配利润两个部分。留存收益融资作为内源融资的一种，是非主流融资。但是从某种角度来看，留存收益在总的资本结构中所占比率越大，那么企业的经营状况越好；留存收益同时也是企业最稳妥、最安全的资金来源，利用留存收益筹措资金，可以完全由自己安排支配；但是融资数额要受企业自身实力的制约。

#### 2、股权融资

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。

#### 3、债权融资

债权融资指的是对方不是以投资者的身份，而是以债主的形式进入你的公司。以债主的形式进入你的公司，这个债主的话从某种程度上不愿意跟你分享你的利润，他拿的是固定收益的，我们现在很多人过去的企业家从银行贷款更多体现的是在债权融资，银行到期你必须还清的，你挣的再多，回报率再高跟银行无关，银行是不跟你风险共享的。

### 3.1.3 内部资本市场获取资金

从融资渠道不同多元经营企业还可以在内部资本市场上，通过财务公司、

资金挂账、转移定价等方式来进行资金融通。他与外部资本市场有一些区别，在内部资本市场中，融资是由企业自身提供的；而在外部资本市场中，融资则是由股票或者债券市场上的外部投资者或者银行等金融机构提供。按照新制度经济学派的解释，单一经营企业缺乏内部资本市场调节，必须外源融资。而多元化企业通过内部资本市场投融资，既可节约信息搜寻成本，又可降低投融资风险。

### 3.2 多元化经营企业融资方式的优先次序

企业在采用多元化经营战略除了，多元化经营企业与一般经营企业所采取的融资方式相差不大。但是从融资侧重点看有所区别。Majuf 和 Myers 在研究过程中得出了“优序融资假说”，其基本内容是：所需的资金首先依赖于内源资金，在内源资金不足的情况下需要外部资金注入时，债务融资为次优选择；而外部股权融资由于成本太高，只是作为一种融资资源渠道的补充来源形式存在。

多元经营企业的融资顺序有所不同。首先，多元经营企业，每个产业的投产会影响到企业整体的投入与产出。而且企业产业选择的过程中，存在互斥或独立关系。即是在资本有限的情况下投资于一个产业必然会失去投资其它产业的机会。而如果多元经营企业投资产业相关程度小，资产专用性强，其清算价值低，那么该公司债务融资的成本就较高，因而多元经营企业在股权融资与债券融资中优先考虑股权融资方式。其次，在企业优先选择股权融资的前提下，企业股权结构分散，股东对企业的控制力微弱；股东对企业经营者的约束力同时下降，在这种情况下如果在债权融资与内源融资中重点采用内源融资，会增加企业的代理成本。通过内源融资虽然不需要融资费用，但是内源融资不需要定期偿还本息，会赋予公司经理更多的随心所欲，提高代理成本。而债券治理的主要作用是通过定期偿还本息，给企业经理更多的监管、压力；所以债权融资从这一角度看优于内源融资。综上所述，多元经营企业融资方式可以是以下次序为优化次序：股权融资，债权融资、内部融资。

在实际情况中，根据对我国上市公司中进行多元化经营的企业融资情况

分析可以看出，我国多元化经营企业以外源融资为主，外源融资在企业融资模式中所占的比重高达 80%以上，内源融资的比重不到 20%，而那些未分配利润为负数的公司几乎完全依赖外源融资。而外源融资中又有 50%来自于股权融资。显然我国多元化经营公司中，融资顺序首先是股权融资，然后是债权融资，最后才是内源融资。

### 3.3 企业多元化经营下的筹资策略

如何安排资金结构，采取怎样的融资手段，这是企业在调度资金实施内部发展、并购等行为时必须考虑的问题。一般来讲，企业在筹集所需资金时，可供选择的有中庸型、积极型和保守型三种不同的策略。

#### 3.3.1 传统筹资策略

##### 1. 中庸型融资策略

很多企业都采用这种融资策略；这一政策的特点是：对波动性资产，用短期负债方式进行筹措；对永久性资产，包括永久性流动资产与固定资产，均用长期负债或股东权益方式进行筹措，以使资产和负债的到期期间能相互配合。采用这种融资政策，可以使公司降低其无法偿还即将到期的负债风险。企业事先要了解新投入产业或收购一家企业所需的资金结构，然后针对该产业投入产出的时间以及维持正常营运资金的多少，使资金投入的不同还款期和借款种类相互配合，如用短期负债来保证企业日常经营中对资金的波动性需求，用长期负债和股东权益来筹措资金投入固定资产和永久性流动资产。

##### 2. 积极型融资策略

积极型融资策略的风险相对较大；这主要是因为公司以长期负债和股东权益筹集永久性资产的一部分，而余下的永久性资产和波动性资产则用短期负债来筹集。所以相比之下这自然是一种更积极的，但是风险更大的融资策略，而且要面临利率上涨而导致更多利息支出的风险。此类公司若能侥幸经营成功，则可赚得比一般公司高得多的利润。但是在实际运用中采用此种融资策略的公司并不是很多。

### 3. 保守型融资策略

保守型融资策略的特点是：公司不但以长期资金来筹集永久性资产所需资金，而且还以长期资金满足由于季节性或循环性波动而产生的部分或全部暂时性资产的资金需求。在公司处于淡季时，由于对资金的下降，公司可以将闲置的资金投资到短期有价证券上。通过这种方式，公司不但可以赚到若干报酬，还可以将其中一部分变成现金存储起来以备旺季时用。但是在旺季时，除了出售公司所储存的优价证券外，仍然还需要使用少量的短期信用才能筹措到足够的资金，以满足其临时性资金需要。

#### 3.3.2 多元经营企业筹资策略选择

企业在决定筹资策略前，必须要先对以下几点因素进行考虑：首先，多元化经营企业筹资要考虑其实现多元化的方式、企业要进入产业的性质、筹资的规模、资金的时间段要求、筹资的时机信息、筹资方式渠道、资金效益性、流动性、安全稳定性、可靠性等等；其次，运用财务杠杆，追求最佳企业资产负债比例；再次、根据企业发展战略规划，投资计划，对资金运营情况进行预测，制定短、中、长期资金需求计划，依此确定筹资总体方案，选择合理筹资结构；最后，企业应提高内部资金使用效率，以减缓对外筹资压力。企业企业不管是并购还是内部发展对资金需求比较大；那么单独的依靠内部留存收益等自由资金是无法满足企业的需求。那么在融资决策过程中我们要考虑采取何种融资方式，是选择股权融资还是债权融资；每种不同方法的选择必然会影响一个企业权益资本与债务资本的结构。所以需要考虑采用何种融资策略适合多元经营企业的发展。

1、多元经营中三种传统融资策略的缺陷如下：

##### (1) 中庸型融资策略

结合如上筹资策略选择过程中考虑因素，那么中庸型筹资策略考虑的基本思想是将资产与负债的期间相配合，以降低企业到期债务的风险和尽可能降低资本成本。但是，事实上由于资产使用寿命的不确定性，往往达不到资产与负债的完全配合。这是一种理想的对企业有着较高使用要求的营运资金筹资政策。在多角化经营的企业中，要达到资产与负债的其间相配合比一般

企业难度就更大。

### (2) 积极型融资策略

就积极型融资策略来看，要关注目标资产的流动性以及目标企业现金流的状态。但是作为多元化经营企业，他之所以采取多元化经营战略其宗旨就是要降低企业的财务风险。所以虽然短期筹资速度快、限制条件少、筹资成本低，但是他们要求偿还的期限短，给企业带来的风险比较大。同时企业的经营风险并不一定由于多角化经营而完全分散；造成企业风险增加。那么与企业采用多元化经营战略的宗旨相背离。

### (3) 保守型融资策略

保守型融资策略中长期债务和股东权益所占比重大，而长期借款等长期筹资方式除了一般性保护条款还受特殊性保护条款的约束，贷款资金只能够使用到指定的项目，而高风险高收益的项目往往被债权人所限制；同时长期借款的资本成本高于短期借款。

## 2、多元经营企业选择合适的融资策略

前面分析了三种融资策略存在的问题。那么多元经营企业适合使用保守融资策略。那是因为综合考虑融资策略以及多元企业对资金需求的特点，选择保守融资策略，更有利于企业的发展。首先，从资金需求角度看，不管是内部发展还是并购，都需要大量资金，这些资金除了部分内源融资形成，还有一部分需要从外部借入；利用长期借款等方式能更好满足企业资金需要。其次，在多元经营企业，企业难以准确预测经营效率，企业的投资回报率不确定，所以选择偿还风险较小的长期借款等方式比较合适。

## 3.4 多元化经营企业的融资存在问题

实行多元化经营的企业一般是规模比较大的企业，自身有雄厚的资金实力并且有较好的信用能够从外部筹集到足够的资金。在企业的负债与权益中，负债融资与权益融资对企业有直接的影响；多元化企业中更多的是通过股权融资来取得企业所需资金，当然同时还运用其他融资方式。但是还存在一些问题：

### 3.4.1 内部资本市场中存在融资劣势

内部资本市场是为了实现企业内部利益最大化,将现金流在企业内部重新分配而形成的。多元化公司采用内部资本市场融资存在诸多优势。例如,多元化公司的整合往往能够带来较大规模的外部融资效应;多元化公司可以凭借内部资本市场可以以较低成本进行融资,同时达到避免在外部资本市场融资的交易成本和潜在风险,也可以避免因为利益相关人增加而导致代理成本增加。虽然内部资本市场存在这些优势,但是我们不能忽略通过内部资本市场融资同样存在很多缺陷。

#### 1、内部资本市场存在代理问题

因为多元化公司内部存在代理问题和公司内部信息不对称,因此其内部资本市场的资金配置并不一定是高效的,这就导致“内部资本市场低效”假说。该假说认为,多元化公司的现金流不遵从传统意义上的资金投入产出比率来进行分配,而是呈现平均化,也就是说多元化公司内部的资金往往会从投资机会多、净现值为正的项目流向投资机会少,项目净现值为负的部门,从而损害公司的整体价值。多元化经营公司经常会过度投资于收益差的部门,从而降低了企业的收益率。

#### 2、资金调配不合理

如果一个公司内部存在较多的自由现金流,公司经营者将会采取过度投资行为,甚至投资于净现值为负数的项目。对于多元化经营公司来说,由于存在着较多的现金流入和融资规模效应的优势,公司内部就有较多的现金流可以支配;因此容易引发企业过度投资,而忽略投资收益是否能够弥补资本成本。

### 3.4.2 企业融资效率低下, 融资容易偏离企业生产经营

#### 1、融资效率低

融资效率的高低主要是从融资成本、所融资金是否被有效利用以及融资给企业所带来的收益等方面来考核。首先,贷款资金效率低下;从企业内部看,由于多元经营企业中各个子公司业务、财务等方面相对独立,资金自主

使用。总的说,存在一些子公司贷入资金过多造成闲置,而一些子公司在需要资金时却缺乏融资渠道,没有形成有效的融资渠道,这种资金在企业内部流转不畅通,导致公司资金使用效率低,融资效率低。从外部看,银行等外部金融机构对贷款的监管不到位会造成融资效率低下。具体看分为两种情况:一方面,由于多元化经营企业内部组织机构相对复杂,银行等外部金融机构很难监控到末级单位;对一些项目挪用资金使用无法及时跟踪;不能保证贷出资金的收益稳定性。另一方面,多元经营企业因为拥有规模效应,更容易从银行获得信用;这些企业往往会与银行建立紧密的关系导致监督效应低下,降低融资效率。其次,由于多元经营企业的组织结构复杂,会赋予公司经理人更多的权利,其留存收益代理成本高,收益难以得到保障。

## 2、资金使用偏离生产使用范围

同时不但融资的效率低下,同时还可能引起筹集资金偏离生产使用范围。从公司角度我们看到,募集资金没有按照招股说明书的承诺投向相应项目,使得资金没有真正发挥其功能。根据中国证券网提供的资料和数据,2001年实施增发的18家上市公司存在募集资金使用效率不高的状况,增发已逐渐蜕变为部分公司过度“圈钱”的工具。增发后改变资金使用时现在上市公司存在的主要问题。<sup>7</sup>而在2001年中报中显示,在A股上市公司中有145家涉及委托理财,其委托理财金额占中期净资产的比例平均达到8.74%。还有些公司,随意变更募资投向,在2001年上半年宣布改变募资投向的就有120家,其中资金总额超过一个亿的就有47家。<sup>8</sup>而且这一数据在逐步上升,2002年有217个募股项目被上市公司变更资金用途,上市公司闲置资金合计超过3000亿元(募集资金及自有资金),其中存入银行资金超过1亿元的上市公司就有811家,由此可知,上市公司融资不但没有促进企业的正常发展,反而造成了资金使用偏离融资目的和低效使用等问题,提高盈利能力更成为空谈,这严重扭曲了证券市场的资源配置功能。所以盲目融资会造成公司资金运用效率低下。

数据虽然是分析了上市公司的经营情况,但是从前面中国上市公司多元经营情况可以看到,上市公司中已经由近2/3是采用多元经营战略,而且这

<sup>7</sup> 李彬,上海证券报,2002年

<sup>8</sup> 陈柳钦,现代融资理论与我国上市公司融资偏好,华北金融,2005.5



一数据在波动上涨。所以它能代表企业多元经营过程中资金使用不合理，导致融资效率降低。

### 3.4.3 并购融资——有待完善的融资活动

并购融资是根据实现多元化经营而采取的一种特殊性融资；它有明确的目的，是并购企业为兼并购或收购企业所进行的融资；它主要也包括内源融资和外源融资。并购融资融资额度大，要求资金到位速度快，对并购后存续企业资本结构和公司治理结构有很大影响。那么在并购过程中选择最佳的融资方式以及支付方式，确保资本结构和公司治理结构合理，并做好周密的融资计划是很重要的。那么从权益资本融资和债务资本融资来看，留存收益融资虽然是企业最稳定和最有保障的资金来源，同时其资金完全可以自由支配，但是融资数额要受到企业自身实力的制约。相比之下，债务融资可以及时地为企业筹措到所需要的资金，并且其资本成本相对较低，缺陷在于企业必须按期还本付息。所以并购融资的资金主要来源于外部。但是并购融资现阶段还存在一些问题：

#### 1、并购融资渠道不完善

企业的并购融资渠道主要有：内部融资、债务融资、股权融资以及由债务与权益衍生的一些融资工具。而目前我国的融资制度不完善，阻碍了各种融资工具在企业并购活动中的灵活运用。首先，内源融资可以减少融资成本，但是普遍不能满足企业对资本金的需求量，其数量是有限的。其次外部融资中，贷款由于要限制银行业的风险降低，所以《贷款通则》第二十条明确则指出不得用贷款从事于股本权益性投资，其目的就是禁止金融机构为股权交易的并购活动提供资金。而公司债券实行审批制度、利率受到一定的限制、筹集到的资金不得用于与本企业无关的风险经营，所以公司债券不能为并购活动提供有力的融资支持；或者筹集到资金只能够解决短期资金需求，不能有效的解决并购的融资需求。

#### 2、法律限制

并购的首要条件是资金，而资金来源需要有法律作保证。我国目前无论银行贷款、发行股票与企业债券等在立法上都受到了一定程度限制。首先《商

业银行法》中没有明确可以为并购提供贷款；而《股票发行与交易管理暂行办法》第43条规定：任何金融机构不得为股票交易提供贷款。《证券法》也规定：禁止银行资金违规流入股市。由于股权并购也是属于股票交易范围，这就限制了银行为涉及股权交易的并购提供贷款的可能性。同时，不排除企业采取替代方式获取资金进入股权并购融资，在实际情况中，银行很难预计企业将如何使用银行贷款。因为企业虽然不能用贷入资金进行股本权益性投资，但是有条件企业可以先进行股权并购，再从银行贷入资金弥补自由资金的不足，这种做法也没有违背相关法律规定。由此，可知银行贷款管理体制对并购贷款的限制缺乏灵活性。其次，在股票融资方面：上市公司并购非上市公司后在解决新增资部分的上市存在障碍，为完成并购而发行股票受到限制。因为现阶段发行股票实行额度控制，并按地方、行业进行额度分配。同时，是否允许为并购融资发行股票，到目前为止还没有明确的法律规定。第三，并购融资在采用债券融资与股票融资一样，存在立法方面的问题。首先，企业债券的发行同股票一样实行计划额度管理，发行需要经过审批，其过程繁琐严格，对于并购融资及时性有影响；同时，《企业债券管理条例》中明确规定：企业发行企业债券所筹资的资金不得用于房地产买卖、股票买卖和期货交易等与本企业生产经营无关的风险投资。但是企业并购过程中很多都涉及到股票买卖，所以该条款对企业利用发行企业债券进行股权并购融资很不利。

### 3、资本市场体系不完善。

在国外，使用公开发行人方式募集并购资金的做法很普遍，由于国外市场普遍地实施注册资本制和发行备案，使得其公开发行的效率很高，可以满足并购发生时的要求。而我国证券市场并购来看，其通过增发新股募集来的资金进行并购很普遍。但是，由于我国公开发行需要中国证监会发行审核委员会的核准，因此效率很低；往往不能满足并购融资的及时性要求。同时并购融资中中介机构不能有效发挥作用，我国直接融资市场起步较晚、规模小，间接融资市场仍然是我国资本市场的主体。而作为重要的投资银行业务也刚刚起步，证券投资银行部门为并购融资安排的业务还未开展。企业在并购中往往忽视了投资银行的指导作用，使得中介机构不能发挥其应有作用。

总之，国内中介机构的评估，监督及并购有关的法律还不完善，中国的

资本市场也不成熟，而且各种投资的法律和规定较为严格，使投资者在这方面没有太多的选择；中国企业参与国际并购市场面临更大的挑战，如对国外法律制度的陌生及缺少经验；中国企业还存在一些固有的问题：如三角债，产权不明晰，管理不善和职工的安置等等。长期以来，国内对并购的理解往往过于简单，多数一味追求规模，追求大规模效应，但是大并不等于强。从根本上讲，并购仅仅是一种手段，在于通过资本的力量使得企业的各种资源得到更合理的配置，从而可以达到企业增值的目的。而我国目前的并购大部分是弱弱并购，强弱并购，强强联合并不多见，这是与欧美及日本很多强强联合这一现象有很大区别。

### 3.5 融资问题解决对策

#### 3.5.1 规范内部资本市场

内部资本市场为多元化企业的发展壮大提供了强大的资金支持，涌现了一批包括海尔在内的较为优秀的企业集团。但是，很多研究指出在集中型股权结构的企业中，控股股东可能利用其对公司的控制权侵占小股东的利益。由于大股东与中小股东之间存在严重的代理问题，大股东倾向于利用自己的控制权，通过各种地下通道的方式从上市公司转移资产与利润，造成对中小股东的侵害。当集团内部存在严重的利益侵占时，内部资本市场的功能实质上已经异化，资金的内部配置功能转化为利益输送的渠道。这种利益侵占现象在我国公司中普遍存在。因此，规范发展多元化企业的内部资本市场就是一个非常急迫的问题。

我国多元化经营企业多以担保贷款、往来款项、财务公司等方式实现内部资金的融通。对于利用财务公司方式统一调配企业资金的多元经营企业，应该要实现资金结算统一，实现有效的资金集中管理；在资金调度、调配前要以预算为前提；同时内部资本市场不能独立于外部资本市场，要实现内外部资本市场互补，加强资金集中管理。

### 3.5.2 加强融资管理以提高融资效率

前面已经提到，融资效率的高低主要是从融资成本、所融资金是否被有效利用以及融资给企业所带来的收益等方面来考核。在大型的多元经营集团企业中，其拥有很多子公司或者项目部，在对外筹集资金的过程中，集团公司很难对每个子公司有力地进行监督。

#### 1、建立融资管理体系

那么需要建立融资管理体系加强多元经营企业融资管理。加强融资管理首先是要建立一个比较完善的融资管理体系，在管理体系中的相关主体有子公司、财务部门、董事会以及资金结算中心(内部资金调配中心)。具体融资管理体系如下：

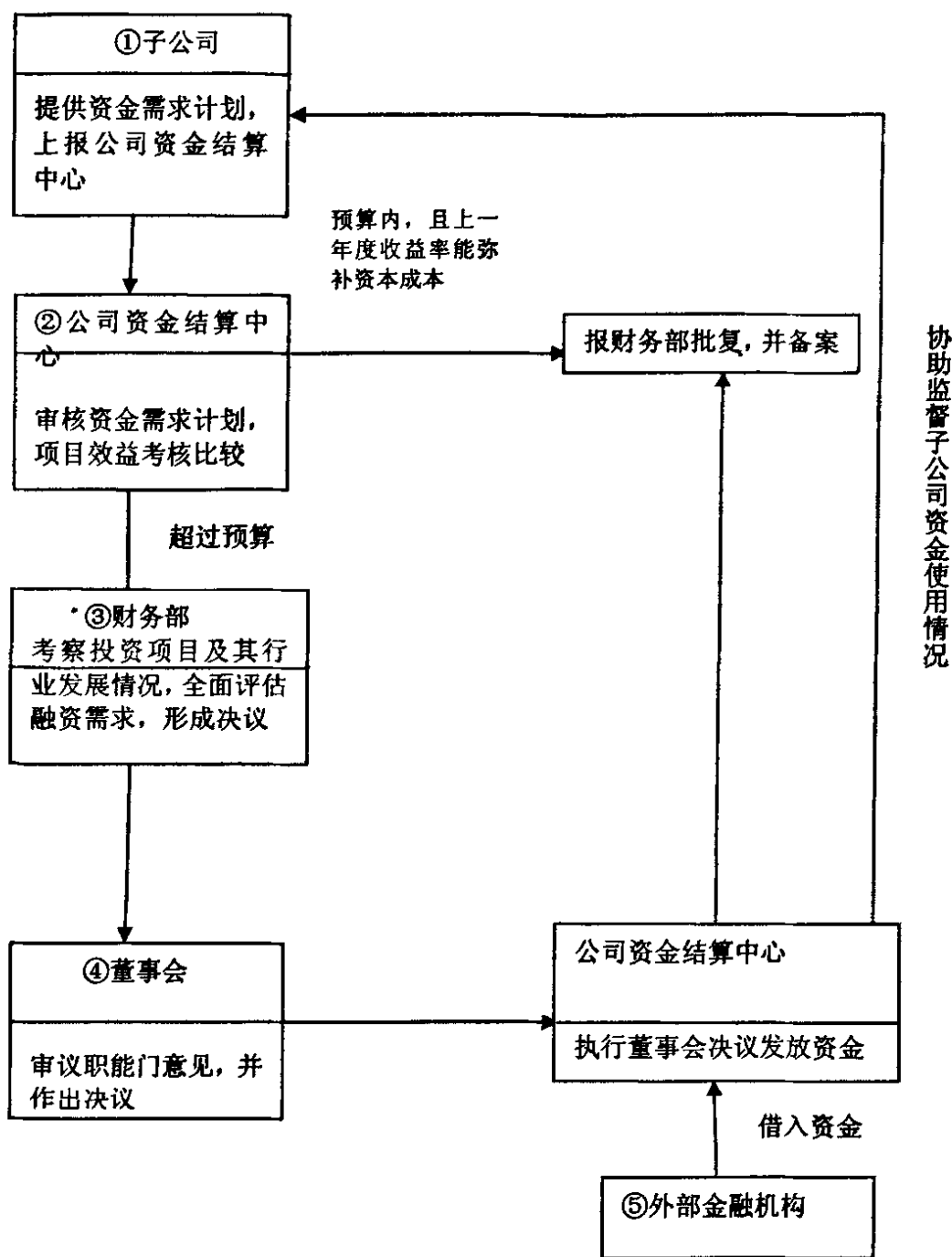


图 3-1 融资管理体系

①子公司。这是企业中资金的需求者，但是在企业由于企业集中管理体制，子公司只能根据经营情况做出资金需求计划，上报资金结算中心；②资金结算中心。资金结算中心是承担多重职责的一个职能部门；资金结算中心通过对各个子公司所报告的资金需求计划进行审核，项目效益考核比较；同时，资金算中心可以代表集团公司从外部金融机构外筹资金；其三，资金结

算中心是具体执行董事会决议，发放资金的部门；③财务部。财务部对资金结算中心审核后的资金需求计划进行批复和备案，但是如果超过资金预算的项目，应该考察投资项目及其行业发展情况，全面评估融资需求，再形成决议；④董事会。审议职能部门意见，并作出决议。这里只对企业通过资金结算中心进行债务、股权筹集到资金进行讨论其控制机制。

从图一可以看出，(1)多元经营公司要求融资集中统一；公司统一对接金融机构，可以充分展示公司的实力，管理团队素质，提升公司在金融界的形象，争取到低成本资金；同时公司统筹对外筹集资金能够有效地控制资金使用风险。因为在多元经营企业中，有较多子公司，多头对接银行等金融机构，不仅会提高融资成本，而且现金流量分散在各个子公司中无法取得集约效应，不能获得银行的高额度信用授权。(2)同时通过融资管理体系，公司可以根据历史数据的分析以及发展规划预期未来年度的融资需求，而不会造成资金的冗余，变相降低了资金资本成本。(3)公司整体从外部融集到资金后再根据各个子公司的资金需求情况以及其经营效益把资金下放到各个子公司，有力保证公司能够将资金运用到净现金流为正的项目或者子公司；当然在资金分配后资金结算中心要协助对各个子公司资金使用情况的监督以提高资金使用效率。

## 2、加强外部金融机构监督

从人员方面金融机构首先要具备拥有融资知识的专业人才，能够熟练操作融资过程，同时对于企业融资状况有深入了解。其次，金融机构需要整理企业信息，建立详尽数据库；各个金融机构的企业信息要整合建立一个较为完整的数据库，为各个金融机构提供共享的信息。以便于实时监督企业的融资情况。为防止企业融资后改变资金使用，或者提高融资效率提供保障。

### 3.5.3 并购融资完善对策

并购融资是企业实现多元化经营比较特殊的融资方式。但是其存在的问题还有待我们去解决。前面已经讲到，并购融资过程中受到法律的限制，其发展空间有限，针对这些问题：一方面从国家政策看应该逐步放宽金融管制，推进金融自由化，融资机制是推动经济增长的重要动力，并购是整合经济的

重要方式。为了推动并购融资的发展，首先就要消除政策、法律壁垒，允许各种资金进入并购融资领域。另一方面，丰富和完善并购融资工具；我国的债券市场有很大的发展潜力，应该挖掘债券融资方式，形成多层债务形式，推动我国上市公司并购业务发展。最后，加强金融中介机构的实力，并促进并购融资的顺利开展；在并购融资中，信息不对称问题非常严重，资金的需求者和供应者所处的位置必然导致各自的利益不同，那么并购所具有的复杂性使得专业机构的全面参与成为必然。对于证券公司而言，不但需要为企业提供连续性的财务顾问，还需要拥有提供但其并购资金的能力。具体对策如下：

### 1、加快债券市场的建设

目前出于金融政策安全考虑，对债券的发行严格限制，导致大多数企业无法通过债券进行融资，即使是资质较好的上市公司也只有发行可转换债券这一条途径。工商联在 2007 年年初就提出了要尽快出台新的《企业/公司债券管理条例》，放宽债券融资的限制条件，如扩大发债额度限制、发债审批程序简化、放宽发行债券条件，以加速整个债券市场的建设与发展，扩大企业融资渠道，为并购活动提供资金支持。

### 2、要逐步把信贷资金引入并购市场。

全国工商联提出修改《贷款通则》第二十条的相关规定，允许商业银行等机构对股权交易的并购发放贷款，允许企业银行考虑并开办并购专项贷款等业务。在市场经济中，银行作为一方应该应对市场中的风险与挑战，而且银行的高风险业务也在逐步扩展，现已开办了股票质押贷款业务、允许券商开展融资融券业务等，那么考虑允许商业银行开办贷款业务势在必行。2000 年中国人民银行和中国证监会发布了《证券公司股票质押贷款管理办法》，允许符合条件的证券公司以自营的股票和证券投资基金券作质押向商业银行借款。这在一定程度上拓宽了证券公司的融资渠道。当然，银行可以采取过渡的方式进入并购融资；如先雇用中介结构或者信用评级机构对并购企业进行信用评级，在其信用范围内给予融资额度。<sup>9</sup>

### 3、完善权益融资渠道，提高融资的及时性。

<sup>9</sup>全国工商联，关于完善我国企业并购融资制度的提案，2007 年 1 月

目前上市公司可以通过发行新股的方式为并购募集资金，或是通过换股的方式进行并购，但是由于审批环节复杂，往往会导致效率低下，使得公司无法在需要并购资金时及时获得资金，往往会错过最佳的并购时机。建议相关管理部门简化审批环节，加快审批步骤，以及时满足公司并购业务需要。

#### 4、提高金融中介机构的实力

在并购融资中，信息的不对称性非常严重，资金的需求者和资金的供应者处于不同的地位具有各自的利益，并购的复杂性使专业中介的全面参与成为必然。对证券公司而言，不仅需要具备提供与企业共同成长的连续性的财务顾问、管理顾问的能力，还应具有提供短期购并资金的能力；同时还要有专业的会计、审计机构、法律顾问、信用评级机构等参与其中，提高并购融资的公开和透明性。

#### 5、加强金融产品创新 丰富并完善并购融资工具

国外很多企业在国际并购融资中广泛使用的垃圾债券、认股权证、可交换债券、优先股、票据等。在我国并购融资中这些融资方式基本是空白；而且一些并购融资方式如杠杆收购尚不完善。应该加强我国金融产品创新问题的研究与开发力度。探索发展综合证券收购方式与多层债务融资收购形式。例如采用私募基金，私募股权投资基金如今已经成为西方发达国家企业并购活动中的主力，他们在企业并购活动中的作用显著。一方面，私募基金集富人之财，具有资金量大、风险承受能力强的特点；另一方面，私募资金的界定可以使大量的基金通过专业人士来管理，使他规范化，并购基金可以促进并购。根据中国新修订的《公司法》<sup>10</sup>以及《合伙企业法》<sup>11</sup>，已经为私募基金的设立提供了依据，但还需要制定具体的实施细则、法规。

<sup>10</sup> 《中华人民共和国公司法》由中华人民共和国第十届全国人民代表大会第十八次会议于2005年10月27日通过，自2006年1月1日起实施。

<sup>11</sup> 《中华人民共和国合伙企业法》已由中华人民共和国第十届全国人民代表大会常务委员会第二十三次会议于2006年8月27日修订通过，现将修订后的《中华人民共和国合伙企业法》公布，自2007年6月1日起施行。



## 4.多元化经营企业的融资风险分析

企业融资风险是企业融资过程中不容忽视的一个因素。融资风险是企业因借入资金等而增加的风险，那么就是筹资决策所带来的风险。各种融资策略，各个融资方式给企业带来的融资风险不尽相同。

### 4.1 融资风险的评估

#### 4.1.1 财务杠杆利益

财务杠杆利益是指企业负债经营能使权益资金获得的额外利益。在企业全部资金息税前利润率高于负债利息率时，负债经营会使权益资金利润率超过全部资金息税前利润率，并且负债比率越高，这种财务杠杆效益越大。但若企业获利能力很差，全部资金息税前利润率小于负债利息率时，负债经营或高负债比率将使权益资金利润率下降，甚至无利可图或发生资本损失。这种财务杠杆负效益应尽量避免。企业全部资金息税前利润率等于负债利息率，这是负债经营的临界点，前者大于后者，提高负债比率将使股东获得更多的财务杠杆效益。

如果用 DFL 表示财务杠杆系数，用 EBIT 表示企业的经营收益额，用  $\Delta$  表示变动数，则财务杠杆系数公式为：

$$DFL = \frac{\sum EBIT}{\sum (EBIT - I)}$$

总之，在企业资金总额一定的情况下，借入资金的比例越大，财务杠杆系数越大，由于企业投资报酬率不确定，相应地融资风险越大；反之，借入资金比例越小，财务杠杆系数越小，相应地融资风险越小。

### 4.1.2 经营杠杆利益

经营风险会影响到企业的偿债能力，加大企业的融资风险，因此对企业融资风险进行分析时，也不能忽视经营风险的影响。经营杠杆利益就是指利用经营杠杆所带来的比销售量增加更多的息税前利润。这是由于企业的固定成本在一定的产销范围内，不会随着销量增减而增减。所以，固定成本比重越大，杠杆作用越明显，经营风险越大。估计经营杠杆利益的大小，评价经营风险高低，一般用经营风险系数来表示。

如果用 DOL 表示经营杠杆系数，用 Q 表示销售量，P 表示销售单价，V 表示单位变动成本，F 表示固定成本，那么经营杠杆系数如下表示：

$$DOL = \frac{\sum Q(P-V)}{\sum [Q(P-V) - F]}$$

当企业销售量、销售单价、固定成本、单位变动成本等因素发生变化时，经营杠杆系数一般也会变化。多元经营企业的销售量、固定成本、变动成本等因素都与其所进入行业有很大联系，这些因素变动会引起经营杠杆系数的变化。那么这就代表不同程度的经营杠杆利益和经营风险。一般而言，经营杠杆系数大，说明对经营杠杆利益的影响越强，经营风险越大。而经营风险越大，说明企业经营收益的变动幅度越大，企业不能保证本金与利息按期偿还的可能性越大，如果此类企业大量借款，则面临的融资风险将迅速上升。

### 4.1.3 总杠杆利益

经营杠杆是由于固定成本这一杠杆支点而存在杠杆效应；财务杠杆反映的是由于存在资金成本这一杠杆支点，从而使企业的经营收益与每股普通股收益的变动之间存在着杠杆效用，但是两者最终都会影响到投资者的收益。同时两种杠杆相互影响、制约。事实上，企业即存在固定资金成本，也存在固定经营成本，如果以两者作为杠杆支点，同时利用财务杠杆与经营杠杆的作用，则销售量对投资者收益的影响就更大，这就是总杠杆效应。但是同时他也扩大了企业的风险。

## 4.2 影响融资风险的因素

### 4.2.1 影响支付风险的因素分析

支付风险产生的直接原因就是企业的支付能力不足；它是相对于融资概念来讲的。而在大型的多元化经营企业更容易发生支付风险。首先影响支付能力的两个因素是支付需求和支付供应；它们是连接资金链条的两个重要环节。一般企业的负债额与负债利息越高对企业的支付能力要求就越高。而支付供应是指企业对债权人还本付息所需资金的来源。一般来讲都是从经营过程中获取的资金。如果能及时地收回企业的风险就小。

### 4.2.2 财务杠杆因素影响融资风险

我们都知道财务杠杆越大企业的收益越高，但是同是企业的风险也在往相同方向变化。而财务杠杆的大小又取决于两个因素：息税前利润和利息；那么由此可以看到财务杠杆受企业收益、借款额度、利息率等因素的影响。

### 4.2.3 综合因素对融资风险的影响

在前两点因素都是负债率的函数，进而可以得出企业融资风险是负债率的函数这一结论，用函数关系表示即为：

$$\sigma = K * f(D/V)$$

公式中， $\sigma$ 表示融资风险； $D/V$ 表示负债率； $K$ 是一个常数，反映企业管理水平对融资风险的影响程度。融资风险与负债率之间的关系可用图表示为：

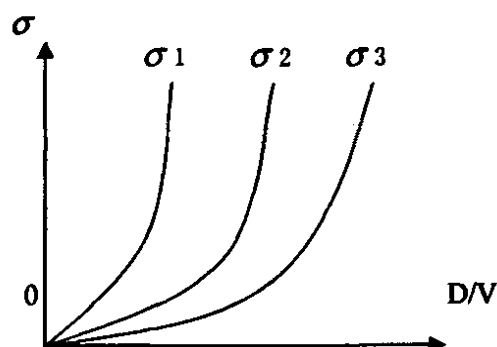


图 4-1 融资风险与负债率之间的关系

图 4-1 画出的是一组风险曲线，它表明：(1) 企业面临的经营风险不同，风险曲线的斜率不同，即经营风险高的企业，其风险曲线的斜率较大；经营风险较低的企业，其风险曲线的斜率较小。(2) 融资风险与负债率成正比。负债率越高融资风险越大；反之亦然。(3) 经营风险较小的企业可以承受较高的融资风险，而经营风险较高的企业则只能承受较低的融资风险。

#### 4.2.4 多元化经营企业的投资项目相关度对融资风险的影响

前面三点分别从支付风险、财务杠杆因素以及综合因素来考察融资风险；但是这几点都是负债率的函数来考察企业的融资风险。在所有经营企业中都适用，都可以用这些因素来考察企业的融资风险高低。但是作为多元化经营企业来讲，不能单纯地从支付风险、财务杠杆以及综合因素来判断他的融资风险。同时多元经营企业的风险要考虑投资各个项目的相关程度。相关度越高的企业其风险分散化效应就越弱，而相关度越低的企业其风险分散化效应就越强。对企业风险可以按照是否可以分散掉，分为系统风险和非系统风险。系统风险是多元化投资无法消除的那部分。那么这里被多元化经营所分散的风险即是非系统风险。而非系统风险进一步分为经营风险和财务风险。经营风险是指因生产经营方面的原因给企业目标带来不利影响的可能性。从狭义定义来看，财务风险是指由于举债而给企业财务成果带来的不确定性，即企业筹资后不能按既定目标取得资金使用效益而无法按原定要求履约，以满足资金供应者预期结果和实现企业财务管理目标的可能性。

那么通过多元化经营可以对财务风险即融资风险有有效的规避作用。而且从理论上讲，多元化经营的相关度与分散财务风险成反向关系；同时多元经营的项目无穷大时，可以完全分散企业的财务风险。

### 4.3 多元经营企业存在的融资风险类型

多元化经营企业具有传统企业融资所有的风险，例如借贷偿还风险、利率风险、无力支付股东红利等风险；这些特性都与单一经营企业所具有的特性一样。但是多元经营企业在融资过程中还有其特有的风险。这里就主要就这几种融资风险展开：

#### 4.3.1 并购融资风险

并购的融资风险主要是指能否按时足额地筹集到资金，保证并购的顺利进行，如何利用企业内部和外部的资金渠道在短期内筹集到所需的资金是关系到并购活动能否成功的关键。

资金的筹措方式及数额的大小与并购方采用的支付方式有关，而并购支付方式又是由并购企业的融资能力所决定的。虽然在短期内并购者在选择金融支付工具时，既可选用本公司的现金或股票去并购，也可选用举债的方式来完成，但无论哪种融资途径，均存在一定的融资风险，该融资风险主要包括现金并购中的融资风险、股票并购中的融资风险、杠杆收购中的融资风险等。

现金并购过程实施后，会减少企业流动资金。并购企业应该根据资产负债的期限结构调整资产负债配比关系，通过建立流动资产组合进行流动性风险管理。

股票并购过程中股权过于分散，股价大幅下跌，会影响企业的价值；从长期看股价下跌后是否能够回升，即每股收益率是否会回到原有水平或达到更高水平。在收购公司股票的过程中，收购公司股票在市场上的当前价格对并购后每股收益率有重大影响；如果当前价格处于历史上的高水平，利用换股并购是有利的选择；如果当前价格比它的理论价格低，换股就不是合适的

选择。而对于股票并购中由于制度准入障碍所带来的风险就不是企业自身行为可以规避的。

杠杆收购的主要特征是财务杠杆率高，风险大。它会使财务结构健康的公司变成高负债比率的公司，从而使目标公司背上过重的利息负担，从而导致很多企业不得不出售部分资产，甚至倒闭。

### 4.3.2 操纵资金

所谓资金操纵它是指资金在内部的流动，缺乏控制机制而对企业融资造成的不利影响。主要表现在资金从净现值为正的项目流向现金流为负的项目，企业融资被转移等方面。这会降低企业融资效率，增加融资成本。例如，项目与项目之间利用内部转移价格等方式，把资金从一个项目让渡到另外一个项目，其有有利的一面也有不利的一面。

这种内部资本市场上资本的再分配，在多元化公司中，这种整合往往能够带来较大规模的外部融资效应。但是对于多元化经营公司来说，由于存在着较多的现金流入和融资规模效应的优势，公司内部就有较多的现金流可以支配，因此容易引发企业过度投资，而忽略投资收益是否能够弥补资本成本。或者高收益项目的现金流入被用于效益差甚至净现值为负的企业，企业投资收益降低，不能够弥补资本成本。

## 4.4 融资风险规避的方法

### 4.4.1 风险回避

风险回避是指事先估计到风险产生的可能程度，在融资活动中尽可能放弃会引起风险损失的方案，从而也就避免了风险可能带来的损失。风险回避是风险控制最彻底的方式，采取有效的风险回避措施能够在风险事件发生以前完全消除某一特定风险来避免损失，而其他风险控制手段仅能通过降低风险发生的概率和损失程度。企业如果要采用此方法来控制风险，就必须对融资活动的资本成本以及筹集到资金所带来的收益率做一个权衡比较，在某一

项融资风险发生概率大且风险一旦发生损失重大，或企业如果运用其他手段来对可能发生的风险进行控制时将会产生更高的成本时，才考虑使用风险回避方法。

#### 4.4.2 损失控制方法

损失控制法，就企业融资看，要合理进行融资风险的控制，需要采取多元化的融资策略，合理安排负债比例与结构，实现风险分散化，降低整体筹资方案的风险程度。这是控制融资风险的关键。并且企业债务资金越多，企业的融资风险越大，但是那种为避免风险而拒绝举债的做法也是不恰当的，这同时会失去财务杠杆利益与债务抵税效应。反之，可以取得财务杠杆利益，但是盲目举债是不可行的，因为这无形中增大了企业的融资风险。因此，企业必须合理安排资金结构，适度举债。同时，为防止企业因为经营行为不当导致资不抵债，企业应该设法实现投资多元化，多生产，经营一些利润率独立或不完全相关的商品，使得高利和低利项目能够在时间上，数量上互相补充或抵消，以弥补因某一方面的损失给公司整体经营带来风险。

#### 4.4.3 融资风险的风险转嫁方法

风险转嫁的方法是将可能由自己承担的风险损失转由他人来承担。在企业融资活动中主要通过保险、寻找借款担保人等方法将部分债务风险转嫁给他人。也可以考虑在企业因负债经营失败陷入财务困境时，通过实施债务重组，将部分债权人转化为股权人，从而避免因资不抵债而导致的破产风险。

#### 4.4.4 选择正确的筹资时机、规模、价格与发行方式

企业在筹集资金时，首先要确定企业的融资规模。资金筹集要与企业投资、日常经营等活动相匹配。如果筹集的资金过剩，会造成资本浪费同时增加资本成本支出；如果企业筹集的资金不能满足投资等活动需要，势必影响企业正常经营活动。因此，企业在筹集资金之初，就要对企业的投资项目、

经营情况、对资金的需求有详细了解，同时根据这些情况合理确定融资规模。同时，选择一个最佳融资机会。

融资风险的具体方法有如上四种，其各有利弊，采用风险回避方式虽然可以把企业筹资风险最小化但是却限制企业的投资；损失控制方法强调多元融资策略，这符合多元经营企业分散财务风险的要求；风险转嫁方式是借助第三方，把风险转嫁他人，这是一个在筹资过程中或者筹资后所附带的要求；需要支付一定的费用，增加企业的融资费用。而第四种方法确定筹资的时机等，它不仅仅受到企业内部条件的限制，同时受到宏观政治经济的限制。

## 4.5 多元经营企业风险规避的主要方式

在多元经营企业其筹资规模大，某一项单一的控制方法都无法达到最好的融资风险规避效果。只有将四种方式有效结合，对高风险低收益的筹资采取回避，对风险收益协调的筹资投资项目采用损失控制、风险转嫁、选择正确的筹资时机等方式。前面已述企业多元经营实现途径主要是并购与内部发展，而并购已经成为企业实现多元化的最重要方式。这里主要讨论并购过程中融资风险的规避问题。

### 4.5.1 并购实现多元经营企业的融资风险规避

选择合理的并购方式是并购计划的重要组成部分。认真研究并购双方资源的互补、关联和协同程度，全面分析影响并购效果的风险因素和风险环节，然后按照风险最小化原则选择并购方式和实现的途径，如先租赁后并购、先承包后并购、先参股后控股等，是防范并购财务风险的关键。

#### 1. 做好融资安排

企业并购可以通过多种方式获取资金；例如自由资金，发行股票、对外举债等等。其中各有利弊，利用自由资金进行并购虽然可以降低财务风险，但也可能造成机会损失，尤其是在企业自由资金流紧张时，将企业流动资金用于并购，就可能影响企业正常周转。融资安排不当或前后不衔接都有可能产生财务风险，甚至可能导致并购失败。



## 2. 合理确定融资结构

单一的融资方式很难满足企业并购所需的巨额资金。但是采取多渠道筹集并购资金,会使企业面临着融资结构风险。融资结构包括债务资本与股权资本结构,短期债务与长期债务结构等。合理确定融资结构一定要遵守以下三个原则:一要遵循资本成本最小化原则;二是债务资本与股权资本要保持适当的比例;三是短期债务与长期债务合理搭配。在以债务资本为主的融资结构中,可能产生利息支付风险和按期还本风险;在以股权资本为主的融资结构中,会增加企业被敌意收购的风险<sup>12</sup>而完全以自有资金支付收购价款,一旦重新融资出现困难,不能及时获取资金,就会造成财务困境。

## 3. 合理安排资金使用结构

企业并购所融资金在使用方面包括三个内容:①并购价格指支付给目标企业股东的买价;②并购费用为完成并购交易所需支付的交易费用和中介费用;③增量投入成本为启动目标企业的存量资源,发挥并购双方资源优势而支付的启动资金和输出管理、输出技术、输出品牌等无形资产支出以及其他配套投入成本。在企业并购资金的使用安排上,企业首先支付的是并购费用,其次是支付目标企业的买价,买价可一次性支付,也可分期支付。采用分期支付方式可以暂时缓解企业融资的压力,并且目标企业也可以在出现不确定性因素而造成使并购方难于承受的损失时,通过毁约以减少损失的程度;最后是支付增量投入资金,尤其是生产经营急需的启动资金、下岗职工的安置费用等。在企业并购所融资金的使用方面,在时间上要按照顺序保证三个方面的资金需要,在空间上要做出合理的分配,兼顾量与结构的要求。<sup>12</sup>

## 4. 选择合理的支付方式

现金收购、换股并购等并购融资方式,一个企业采取适合自身情况的融资方式可以有效的规避风险。如果企业拥有大量的闲散资金那么直接采用现金收购而不用担心资金减少而影响以后支付能力,同时还能避免企业换股等并购融资方式导致的股票价格变动影响企业价值。而对于现金支付能力差,那么如果支付大量的现金实现并购,会导致企业从外部资本市场融取大量资金,提高财务杠杆,同时可能造成企业资金紧张,不能偿还企业的债务;增

<sup>12</sup>王芬、吴文波,企业并购中的财务风险与其规避,新视角,2005.12

加企业的融资风险，那么在这种情况下尽量减少现金支付。所以采取合理的支付方式可以降低企业的融资风险。

#### 4.5.2 加强资金集中管理

从风险回避的角度看减少企业内部各个项目之间的资金往来；这是降低这类融资风险最有力的方法，同时也可以降低内部监管成本。但是企业如果要采用此方法来控制风险，就必须对融资活动的资本成本以及筹集到资金所带来的收益率做一个权衡比较；通常多元经营内部资本市场的融资成本较低，所以不能全面规避这些融资活动。

从损失控制角度看，可以通过资金结算中心对内部资本市场中融资活动进行监控。各个子公司或者项目之间的资金往来超过企业重要性水平需要通过内部资金结算中心或者内部银行的总体规划来部署；在紧急情况，各个子公司或者项目之间需要直接资金往来时，需要在总公司备案。对于异常的往来内部资金结算中心要对其进行监控，保证资金的使用提高融资效率。当然这也涉及到融资成本与融资收益的权衡问题的解决。

## 参考文献

1. 方晓霞：中国企业融资：制度变迁与行为分析，北京大学出版社，1999 版
2. 谷秀娟、沈其云：中国融资结构的演变分析，经济管理出版社，2006 版
3. 卢福财：融资效率分析，经济管理出版社，2001 版
4. 劳平：融资结构的变迁研究，中山大学出版社，2004 版
5. 唐荣平：企业多元经营，经济科学出版社，1999 版
6. 徐宪平、高建：融资与财务结构，中国金融出版社，2000 版
7. 郑磊：企业并购财务管理，清华大学出版社，2004 版
8. 艾建明，2007：多元化企业内部资本市场的建立与发展，经济导刊，第 8 期
9. 陈汉文，2000：企业内部控制理论的发展与启示，会计研究，第 5 期
10. 陈很荣、范晓虎、吴冲锋，2000：西方现代企业融资理论评述，财经问题研究，第 8 期
11. 迟建青，2000：论我国企业多元化经营的条件与策略，博士论文
12. 陈之昶，2006：论企业多元化经营的风险及其规避原则，商业研究，第 3 期
13. 陈耿、周军，2004：企业债务融资结构研究，财经研究，第 2 期
14. 韩忠雪、朱荣林，2005：多元化公司内部资本市场理论研究，外国经济与管理，第 2 期
15. 刘红、黄凯，2003：美国企业与我国企业多元化经营的对比分析，企业论坛，第 5 期
16. 何蓉，2006：企业多元经营的财务风险分析，会计之友，第 11 期
17. 姜明群，2005：大型企业对融资策略的选择，对外经贸财会，第 6 期
18. 姜付秀，2006：我国上市公司多元化经营的决定因素研究，管理世界，第 5 期
19. 李旭冬，2006：论企业融资方式的选择，内蒙古统计，第 5 期
20. 刘中华，2006：企业并购中的财务风险及防范，财会研究，第 3 期
21. 凌文，2004：探索大型企业集团融资的新途径，宏观经济研究，第 2 期

22. 李秉祥, 2003: 我国财务危机公司投资行为的财务特征分析, 中国管理科学, 第 2 期
23. 毛庄中, 2006: 试论企业集团财务管理的核心问题, 财务探索, 第 12 期
24. 纳鹏杰, 2007: 基于资本市场的集团企业财务风险研究, 财会通讯, 第 1 期
25. 彭斌, 2007: 业务多元化集团公司财务管理模式分析, 前沿, 第 1 期
26. 潘昌勇, 2005: 企业多元化融资的财务决策研究, 财经纵横, 第 2 期
27. 邵军、刘志远, 2006: 企业集团内部资本市场最优规模设计, 现代财经, 第 4 期
28. 董盼、陆正飞, 2005: 负债融资、负债来源与企业投资行为, 经济研究, 第 5 期
29. 董士元, 2003: 多元化经营企业的组织机构与财务管理体系, 浙江工程学院学报, 第 3 期
30. 吴书博, 2006: 多元化经营与风险, 石家庄法商职业学院教学与研究, 第 4 期
31. 王小英, 2006: 企业并购融资风险的分析及防范, 福建工程学院学报, 第 5 期
32. 王蕾, 2006: 内部资本市场与多元化的关系, 时代经贸, 第 4 期
33. 新华网: <http://www.xinhuanet.com/>
34. 谢代银, 2001: 现代企业融资策略研究, 博士论文
35. 谢玉琪, 2005: 企业集团融资现状分析及对策, 中国总会计师, 第 3 期
36. 叶弟豪: 财务风险规避, 知识出版社, 1994 版
37. 杨景海, 2008: 企业并购融资存在的问题及对策, 财会月刊, 第 8 期
38. 严京, 2006: 企业多元化战略的财务策略研究, 硕士论文
39. 杨柳、吴泗宗, 2006: 基于多元化的混合并购风险分析, 经济论坛, 第 3 期
40. 曾昕, 2002: 中国上市公司优序融资分析, 硕士论文
41. 赵培文, 2001: 企业融资结构理论与中国企业融资模式的选择, 世界经济研究, 第 5 期
42. 周建平、薄湘平, 2002: 影响我国企业多元化经营战略的内部因素, 湖南大学学报, 第 3 期
43. 中国融资: <http://www.cnf888.com/>
44. 周临生, 2003: 集团公司融资问题探索, 会计之友, 第 8 期
45. 钟冬兰, 2005: 国有企业并购的风险与对策, 审计与理财, 第 8 期
46. 中华人民共和国公司法, 人民出版社, 2005 版

## 后记

选择多元化经营企业融资作为论文的研究对象源于和舒瑾副教授的交流，在舒老师的鼓励下，我结合自己的兴趣，选择了多元经营企业融资展开研究，并且把文章的题目定为《多元经营企业融资研究》。融资本身是一项非常复杂的活动，而在多元经营企业中由于其本身机构组织的复杂性，会使得多元经营企业融资更为复杂。其在融资方式、融资策略等方面有其自身的特点，采用适当的方式可以帮助企业规避风险。但是多元经营企业的融资同样存在很多问题，同时多元经营企业的融资风险又有其特点。带着这些问题，展开了对多元化经营企业融资问题的研究。

论文的整体写作过程是艰苦的。从选题到开题，再到第一稿、第二稿、第三稿以及最终定稿，是一个漫长的过程。但是，例如在途中寻找多元经营企业融资存在的问题，以及怎么解决这些问题，里面充满了挑战和乐趣。首先是一个艰巨的任务，因为文章作为整体，需要将前后贯穿，逻辑严密；融资存在问题，首先是因为企业有资金使用需求，要在对前提的了解基础上来认识这个问题。但是在整个写作过程中不断的加深对相关知识的理解，并在此过程中体会到了自身的进步并对多元经营企业融资有了自己的理解。文章将多元经营企业融资从其多元经营企业形成途径来分析，在不同的实现方式下有不同的融资途径；文中重点强调了并购融资是多元经营实现的一重要方式。

虽然本文在研究多元经营企业融资方面作了大量工作，并取得了一定成绩，但是由于自身对相关知识的理解有限，研究没有达到预期想要的结果。但是还是从研究中得到一些启发，并希望在对以后相关研究者有一定的启发。并希望国内多元经营企业融资存在的问题能切实得到解决，能够有效规避融资风险。

在论文的写作过程中，得到了导师舒瑾副教授的悉心指导，从选题到框架再到内容，舒老师都一一披阅，使我不断对论文的布局、内容有所加深，更在思路得到了开拓。在此向舒老师表示深深的感谢。

冉玲

2007年11月10日于光华园

## 致谢

经过两年半的学习和研究，终于完成了硕士研究生论文。论文的完成不仅仅是我一个人的成果，它是在老师、同学以及朋友的共同帮助下完成的。而在此向他们致以谢意。

首先，我要感谢我的导师舒瑾副教授。舒老师治学严谨、学识渊博、为人师表、诲人不倦；在本文写作过程中得到了我的导师舒瑾副教授的悉心指导，从论文选题到初稿，二稿，三稿到最终定稿，都倾注了舒老师的心血和劳动。如果没有舒老师的指导，我无法认识到论文写作过程中存在的问题，也无法顺利完成论文写作，在此对舒老师致以深深的谢意！

其次，要感谢会计学院的老师。在这两年多里他们辛勤的耕耘让我能够不断前进；他们深厚的理论知识和严谨的治学态度给我留下深刻的印象。

另外，还要感谢我的朋友们。我们一起度过了这两年半，感谢他们在此期间给予的理解与支持，更感谢他们给了我很多快乐。

最后还要感谢我的家人，在这两年多来给予我最大的支持。

冉玲

2007年11月10日

## 在读期间科研成果目录

在读期间科研成果目录（在读期间已发表的专著、论文、课题、教材、工具书等）				
序号	题 目	刊物或出版社	排名情况	备注
1	战略成本管理新发展	财会通讯	第一作者	核心
2	资产概念在会计学 与评估学中的对比分析	财经界	第一作者	普刊