

第三章

资金筹集管理

知识目标

1. 掌握资金筹集的概念、动机和要求；
2. 掌握筹资规模的预测方法；
3. 掌握权益资金的筹集方式；
4. 掌握负债资金的筹集方式及其计算。

能力目标

1. 会运用筹资规模的预测方法计算筹资量；
2. 学会运用吸收直接投资、发行普通股股票和优先股票、内部留存收益等筹资方法；
3. 能运用负债原理计算债券的发行价格、融资租赁的租金。

本章导航

筹资管理是财务管理的基本内容之一,是企业开展生产经营活动和投资活动的基础和前提。通过本章的学习,学习者将理解资金筹集的动机和要求、筹资的渠道和方法;掌握筹资规模的预测方法;总结筹资方式的优缺点。

第一节 资金筹集概述

一、资金筹集的概念、动机和要求

1. 资金筹集的概念

筹资是指企业根据其生产经营、对外投资及调整资本结构的需要,通过筹资渠道和资金市场,并运用筹资方式,经济有效地为企业筹集所需的资金。

资金筹集是企业资金运动的起点,它会影响乃至决定企业资金运动的规模及效果。企

业经营者必须把握企业何时需用资金、需要多少资金、以何种合理的方式取得资金。还要考虑为满足企业生产经营、对外投资及调整资本结构的需要,在筹资过程中还应考虑筹资成本、筹资风险、投资项目及其收益能力、资本结构及其弹性等影响因素,并遵守规模适度、结构合理、成本节约、时机得当、依法筹资等筹资原则。筹资、投资和分配构成企业财务活动过程,它伴随着企业生产经营活动过程反复不断地进行,从而构成了企业财务管理的主要内容。

2. 筹集资金的动机

筹资管理的动机是在满足生产经营需要的情况下,以较低的筹资成本付出和较小的筹资风险,获取同样多的资金或较多的资金。每次具体的筹资活动往往受特定动机的驱使。筹资动机对筹资行为和结果会产生直接的影响,在实践中,为实现筹资管理的目标,筹资动机有时是单一的,有时是复合的,企业筹资的具体动机归纳起来有以下四类。

(1) 新建筹资动机。它是指企业在新建时为满足正常生产经营活动所需的铺底资金而产生的筹资动机。企业新建时,要按照经营方针所确定的生产经营规模核定固定资金需要量和流动资金需要量,同时筹措相应的资本金,资本金不足部分即需筹集短期或长期的银行借款(或发行债券)。

(2) 扩张筹资动机。它是指企业因扩大生产经营规模或追加对外投资而产生的筹资动机。具有良好发展前景、处于成长时期的企业通常会产生扩张筹资动机。例如,企业生产经营的产品供不应求,需要购置设备增加市场供应;开发生产适销对路的新产品,需要引进技术;扩大有利的对外投资规模;开拓有发展前景的对外投资领域;等等。扩张筹资动机所产生的直接结果是企业的资产总额和权益总额的增加。

(3) 偿债筹资动机。它是指企业为了偿还某项债务而形成的借款动机。偿债筹资有两种情况:①调整性偿债筹资,即企业具有足够的能力支付到期旧债,但为了调整原有的资本结构,举借一种新债务,从而使资本结构更加合理;②恶化性偿债筹资,即企业现有的支付能力已不足以偿付到期旧债,被迫举借新债还旧债,这表明企业财务状况已经恶化。

(4) 混合筹资动机。企业既需要扩大经营的长期资金又需要偿还债务的现金而形成的筹资动机,即混合筹资动机。这种筹资包含了扩张筹资和偿债筹资两种动机,其结果既会增大企业资产总额,又能调整企业资本结构。

3. 资金筹资的要求

企业筹集资金的基本要求是讲求资金筹集的综合经济效益。具体要求如下。

(1) 合理确定资金需要量,努力提高筹资效果。不论通过什么渠道、采取什么方式筹集资金,都应该预先确定资金的需要量,既要确定流动资金的需要量,又要确定固定资金的需要量。筹集资金固然要广开财路,但必须要有一个合理的界限。要使资金的筹集量与需要量相适应,防止筹资不足而影响生产经营或筹资过剩而降低筹资效益。

(2) 周密研究投资方向,大力提高投资效果。投资是决定应否筹资和筹资多少的重要因素之一。投资收益与筹资成本相权衡,决定着要不要筹资,而投资规模则决定着筹资的数量。因此,必须确定有利的资金投向,才能做出筹资决策,避免不顾投资效果的盲目筹资。

(3) 适时取得所筹资金,保证资金投放需要。筹集资金要按照资金投放使用的时间来

合理安排,使筹资与用资在时间上相衔接,避免取得资金滞后而贻误投资的有利时机,也要防止取得资金过早而造成投放前的闲置。

(4) 认真选择筹资来源,力求降低筹资成本。企业筹集资金可以采用的渠道和方式多种多样,不同筹资渠道和方式的筹资难易程度、资本成本和财务风险各不一样。因此,要综合考察各种筹资渠道和筹资方式,研究各种资金来源的构成,求得最优的筹资组合,以便降低组合的筹资成本。

(5) 合理安排资本结构,保持适当偿债能力。企业的资本一般由权益资金和债务资金构成。企业负债所占的比率要与权益资金多少和偿债能力高低相适应。要合理安排资本结构,既防止负债过多,导致财务风险过大,偿债能力不足,又要有效地利用负债经营,借以提高权益资金的收益水平。

(6) 遵守国家有关法规,维护各方合法权益。企业的筹资活动影响着社会资金的流向和流量,涉及有关方面的经济权益。企业筹集资金必须接受国家宏观指导与调控,遵守国家有关法律、法规,实行公开、公平、公正的原则,履行约定的责任,维护有关各方的合法权益。

二、筹集资金的种类

企业筹集的资金可按不同方式进行分类,这里只介绍几种最主要的方式。

1. 短期资金和长期资金

按资金使用期限的长短不同,企业筹资分为短期资金和长期资金。

(1) 短期资金。它是指供一年以内使用的资金。短期资金主要投资于现金、应收账款、存货等,一般在短期内可收回。短期资金常采用商业信用、银行流动资金借款等方式来筹集。

(2) 长期资金。它是指供一年以上使用的资金。长期资金主要投资于新产品的开发和推广、生产规模的扩大、厂房和设备的更新,一般需几年或几十年才能收回。长期资金通常采用吸收投资、发行股票、发行债券、长期借款、融资租赁、留存收益等方式来筹集。

2. 所有者权益资金和负债资金

按资金的来源渠道不同,企业筹资分为权益资金和负债资金。

(1) 权益资金。它是指企业通过发行股票、吸收投资、内部积累等方式筹集的资金,都属于企业的所有者权益,所有者权益不用还本,因而称为企业的自有资金、主权资金或权益资金。自有资金不用还本,因此筹集自有资金没有财务风险。但自有资金要求的回报率高,资本成本高。

(2) 负债资金。它是指企业通过发行债券、银行借款、融资租赁等方式筹集的资金,属于企业的负债,到期要归还本金和利息,因而又称为企业的借入资金或负债资金。企业采用借入的方式筹集资金,一般承担较大的财务风险,但相对而言付出的资本成本小。

3. 内部筹资和外部筹资

按资金的取得方式不同,企业筹资分为内部筹资和外部筹资。

(1) 内部筹资。内部筹资渠道是指从企业内部开辟资金来源,其主要包括:企业自有资金、企业应付税利和利息、企业未使用或未分配的专项基金。一般在企业购并中,企业都尽可能选择这一渠道,因为这种方式保密性好,企业不必向外支付借款成本,因而风险很小。

(2) 外部筹资。外部筹资渠道是指企业从外部所开辟的资金来源,其主要包括:专业银行信贷资金、非金融机构资金、其他企业资金、民间资金和外资。从企业外部筹资具有速度快、弹性大、资金量大的优点,因此,在购并过程中外部筹资一般是筹集资金的主要来源。但其缺点是保密性差,企业需要负担高额成本,因此产生较高的风险,在使用过程中应当注意。

4. 直接筹资和间接筹资

按筹资活动是否通过金融机构,企业筹资分为直接筹资和间接筹资。

(1) 直接筹资。它是指企业不借助银行等金融机构,直接与资本所有者协商,融通资本的一种筹资活动。直接筹资主要有吸收直接投资、发行股票、发行债券和商业信用等筹资方式。通过直接筹资既可以筹集股权资金,也可以筹集债务资金。按法律规定,公司股票、公司债券等有偿证券的发行需要通过证券公司等中介机构进行,但证券公司所起到的只是承销的作用,资金拥有者并未向证券公司让渡资金使用权,因此发行股票、债券属于直接向社会筹资。

(2) 间接筹资。它是指企业借助银行等金融机构融通资本的筹资活动。在间接筹资方式下,银行等金融机构发挥了中介的作用,预先集聚资金,资金拥有者首先向银行等金融机构让渡资金的使用权,然后由银行等金融机构将资金提供给企业。间接筹资的基本方式是向银行借款,此外还有融资租赁等筹资方式。间接筹资形成的主要是债务资金,主要用于满足企业资金周转的需要。

(3) 直接筹资和间接筹资的区别。

① 筹资机制不同。直接筹资依赖于资本市场机制,以各种证券作为载体;而间接筹资既可运用市场,也可运用计划或行政机制。

② 筹资范围不同。直接筹资具有广阔的领域,可利用的筹资渠道和方式较多;而间接筹资的范围比较窄,筹资渠道和方式比较单一。

③ 筹资效率和费用高低不同。直接筹资的手续较为繁杂,所需文件较多,准备时间较长,故筹资效率较低,筹资费用比较高;而间接筹资手续比较简单,过程比较简单,故筹资效率较高,筹资费用较低。

三、筹资的渠道和方式

企业的筹资活动需要通过一定的渠道和方式来完成,同一渠道的资本往往可以采用不同的筹资方式取得,而同一筹资方式又可以筹集不同筹资渠道的资本。利用多种筹资渠道、选择合理筹资方式筹集企业最佳规模的资金是企业筹资管理的关键。

1. 筹资渠道

筹资渠道是指筹集资金来源的方向与通道,体现资金来源与供应量。我国企业目前筹资渠道主要有以下几种。

(1) 国家财政资金。国家对企业的直接投资是国有企业最主要的资金来源渠道,特别是国有独资企业,其资本全部由国家投资形成,从产权关系上看,产权归国家所有。

(2) 银行信贷资金。银行对企业的各种贷款是我国各类企业最为主要的资金来源。我国提供贷款的银行主要有两个:商业银行和政策性银行。商业银行以营利为目的,为企业提供各种商业贷款,政策性银行为特定企业提供政策性贷款。

(3) 非银行金融机构资金。非银行金融机构主要指信托投资公司、保险公司、租赁公司、证券公司以及企业集团所属的财务公司。他们所提供的金融服务,既包括信贷资金的投放,也包括物资的融通,还包括为企业承销证券。

(4) 其他企业资金。其他企业资金是指企业生产经营过程中产生的部分闲置的资金,可以互相投资,也可以通过购销业务形成信用关系形成其他企业资金,这也是企业资金的重要来源。

(5) 居民个人资金。居民个人资金是指“游离”于银行及非银行金融机构之外的个人资金,可用于对企业进行投资,形成民间资金来源。

(6) 企业自留资金。企业自留资金是指企业通过计提折旧、提取公积金和未分配利润等形式形成的资金,这些资金的重要特征之一是,企业无须通过一定的方式去筹集,它们是企业内部自动生成或转移的资金。

2. 筹资方式

筹资方式是指企业筹集资金所采用的具体形式。目前我国企业的筹资方式主要有以下几种:①吸收直接投资;②发行股票;③利用留存收益;④商业信用;⑤发行债券;⑥融资租赁;⑦银行借款。

企业筹资管理的重要内容是针对客观存在的筹资渠道,选择合理的筹资方式进行筹资,有效的筹资组合可以降低筹资成本,提高筹资效率。筹资渠道与筹资方式存在一定的对应关系,一定的筹资方式只适用于某一特定的筹资渠道,具体的对应关系可用表 3-1 描述。

表 3-1 筹资渠道与筹资方式的对应关系

筹 资 渠 道	吸收直接投资	发行股票	利用留存收益	银行借款	发行债券	商业信用	融资租赁
国家财政资金	√	√					
银行信贷资金				√			
非银行金融机构资金	√	√		√	√		√
其他企业资金	√	√			√		√
居民个人资金	√	√			√	√	
企业自留资金	√		√				

第二节 筹资规模的预测

企业在筹资之前,应当采用一定的方法预测资金需要数量,只有这样,才能使筹集来的资金既能保证满足生产经营的需要,又不会有太多的闲置。资金需要量预测有定性预测分

析和定量预测分析两种方法。

一、定性预测法

定性预测法是指利用直观的资料,依靠个人的经验和主观分析、判断能力,预测未来资金需求量的方法。这种方法通常在企业缺乏完备、准确的历史资料情况下采用。其预测过程是:首先由熟悉财务情况和生产经营情况的专家,根据过去所积累的经验,进行分析判断,提出预测的初步意见;然后,通过召开座谈会或发出各种表格等形式,对上述预测的初步意见进行修正补充。这样经过一次或几次以后,得出预测的最终结果。

定性预测法是十分有用的,但它不能揭示资金需要量与有关因素之间的数量关系。例如,预测资金需要量应和企业生产经营规模相联系。生产规模扩大,销售数量增加,会引起资金需求增加;反之,则会使资金需求量减少。

二、定量预测法

定量预测法是根据相关的历史资料和市场数据,通过建立数学模型等进行数据分析,再进行成本效益比较,从而找出合理筹资数量和方式的方法。以下主要介绍两种方法。

1. 因素分析法

因素分析法又称分析调整法,是以有关项目基期年度的平均资金需要量为基础,根据预测年度的生产经营任务和资金周转加速的要求,进行分析调整来预测资金需要量的一种方法。其优点是计算简便容易掌握,但有预测结果不太准确的缺点。它适用于品种繁多、规格复杂、资金用量较小的项目。因素分析法的计算公式为:

$$\text{资金需要量} = (\text{基期平均资金占用额} - \text{不合理资金占用额}) \times (1 \pm \text{预测期销售增减率}) \\ \times (1 \pm \text{预测期资金周转速度变动率})$$

【例 3-1】 某企业上年度资金平均占用额为 3 000 万元,经分析,其中不合理部分为 300 万元,预计本年度销售增长率为 5%,资金周转加速率为 3%。试计算预测年度资金需要量。

【解析】 预测年度资金需要量 = $(3\,000 - 300) \times (1 + 5\%) \times (1 - 3\%)$
= 2 749.95(万元)

2. 销售百分率法

销售百分率法是以资金与销售额的比率为基础,预测未来资金需要量的方法。应用销售百分率法计算外界资金需要量的基本步骤如下。

(1) 区分变动性项目(随销售收入变动而呈同比率变动的项目)和非变动性项目。通常变动性项目有:货币资金、应收账款、存货等流动性资产。非变动性项目有:固定资产、对外投资等固定性资产。

(2) 计算变动性项目的销售百分率。计算公式为:

$$\text{变动性项目的销售百分比} = \frac{\text{基期变动性资产(或负债)}}{\text{基期销售收入}}$$

(3) 计算需追加的外部筹资额。计算公式为：

外界资金需要量＝增加的资产－增加的负债－增加的留存收益

式中：

增加的资产＝增量收入×基期变动资产占基期销售额的百分比

增加的负债＝增量收入×基期变动负债占基期销售额的百分比

增加的留存收益＝预计销售收入×销售净利率×收益留存率

对于增加的留存收益，应该采用预计销售收入计算，并且我国《公司法》规定企业应当按照当期实现的税后利润的 10％计提法定公积金，5％计提法定公益金，所以销售留存率不会小于 15％。

【例 3-2】 ABC 公司 2016 年 12 月 31 日的资产负债表如表 3-2 所示。

表 3-2 ABC 公司简要资产负债表

2016 年 12 月 31 日

单位：元

资 产		负债与所有者权益	
现金	5 000	应付费用	5 000
应收账款	15 000	应付账款	10 000
存货	30 000	短期借款	25 000
固定资产净值	30 000	公司债券	10 000
		实收资本	20 000
		留存收益	10 000
资产合计	80 000	负债与所有者权益合计	80 000

2016 年 ABC 公司的销售收入为 100 000 元，现在还有剩余生产能力，即增加销售收入不需要进行固定资产方面的投资。假定销售净利率为 10％，如果预计 2017 年的销售收入为 120 000 元，用销售百分率法预测 2016 年需要增加的资金量。

【解析】

(1) 将资产负债表中预计随销售变动而变动的项目分离出来。

在本例中，资产负债表中的现金、应收账款和存货随销售量的增加而同比例增加，据题意可知资产方的固定资产不随销售量的增加而增加，保持不变；在负债和所有者权益一方，应付账款和应付费用也会随销售的增加而同比例增加，但实收资本、公司债券、短期借款不会自动增加。公司的利润如果不全部分配出去，留存收益也会适当增加。具体变动情况见表 3-3，用比率表示的项目是变动项目。

表 3-3 ABC 公司的销售百分率

资 产	占销售收入／％	负债与所有者权益	占销售收入／％
现金	5	应付费用	5
应收账款	15	应付账款	10
存货	30	短期借款	不变动
固定资产	不变动	公司债券	不变动
		实收资本	不变动
		留存收益	不变动
合计	50	合计	15

表 3-3 中的百分率由该项目的数字除以销售收入求得,如存货为: $30\,000 \div 100\,000 \times 100\% = 30\%$ 。该表显示了与销售收入同比例变化的项目与销售收入之间存在的固定比例。另外显示,销售收入每增加 100 元,在资产方必须增加 50 元的资金占用,同时产生 15 元的资金来源。

(2) 确定需要增加的资金。

从表 3-3 中可看出,每增加 100 元的销售收入,必须增加 50 元(现金+存货+应收账款)的资金占用,但同时也自动增加 15 元(应付费用+应付账款)的资金来源。因此,公司每增加 100 元的销售收入必须增加 35 元(35%)的资金来源才能满足资产占用。如销售收入增加到 120 000 元,增加了 20 000 元,按照 35% 的比例预测要增加资金为: $20\,000 \times 35\% = 7\,000$ (元)。

(3) 确定对外界资金需求的数量。

上述预测要增加 7 000 元的资金来源首先可以从内部得到,公司 2017 年的净利润为 12 000 元($120\,000 \times 10\%$),如果公司利润分配的比率为 60% 给投资者,则有 40% 的利润作为留存收益,即 4 800 元($12\,000 \times 40\%$),那么将有 2 200 元($7\,000 - 4\,800$)的资金需要从外界融通。根据上述过程可计算出对外资金需求量。

$$\begin{aligned}\text{外界资金需要量} &= \text{增加的资产} - \text{增加的负债} - \text{增加的留存收益} \\ &= 20\,000 \times 50\% - 20\,000 \times 15\% - 120\,000 \times 10\% \times 40\% \\ &= 2\,200 \text{ (元)}\end{aligned}$$

【例 3-3】 ABC 公司 2016 年的财务数据如表 3-4 所示。

表 3-4 ABC 公司 2016 年的财务数据

项 目	金额/万元	占销售收入(4 000 万元)百分比
流动资产	4 000	100%
长期资产	(略)	无稳定的百分比关系
应付账款	400	10%
其他负债	(略)	无稳定的百分比关系
当年的销售收入	4 000	
净利润	200	5%
分配股利	60	
留存收益	140	

假设该公司的实收资本始终保持不变,2017 年预计销售收入将达到 5 000 万元。

(1) 计算 ABC 公司 2017 年需要补充多少外部融资?

(2) 如果利润留存率为 100%,销售净利率提高到 6%,目标销售收入为 4 500 万元。请问 ABC 公司 2017 年是否需要从外部融资,如果需要,需要补充多少外部资金?

【解析】

$$\begin{aligned}(1) \quad & \text{增加的资产} = 1\,000 \times 100\% = 1\,000 \text{ (万元)} \\ & \text{增加的负债} = 1\,000 \times 10\% = 100 \text{ (万元)}\end{aligned}$$

$$\text{股利支付率} = \frac{60}{200} \times 100\% = 30\%$$

$$\text{收益留存率} = 1 - 30\% = 70\%$$

$$\text{增加的所有者权益} = 5\,000 \times 5\% \times 70\% = 175 (\text{万元})$$

$$\text{从外部补充的资金} = 1\,000 - 100 - 175 = 725 (\text{万元})$$

(2)
$$\text{增加的资产} = 500 \times 100\% = 500 (\text{万元})$$

$$\text{增加的负债} = 500 \times 10\% = 50 (\text{万元})$$

$$\text{收益留存率} = 100\%$$

$$\text{增加的所有者权益} = 4\,500 \times 6\% \times 100\% = 270 (\text{万元})$$

$$\text{外部融资额} = 500 - 50 - 270 = 180 (\text{万元})$$

第三节 权益资金的筹集

权益资金又称自有资金,是企业依法取得并长期拥有、自主调配使用的资金。按国际惯例,权益资金一般包括投入资本和留存收益两部分。企业的权益资金由实收资本(或股本)、资本公积、盈余公积和未分配利润组成。权益资金的筹集主要有吸收直接投资、发行普通股股票和优先股票、利用内部留存收益。权益资金的特点:永久性、无偿还日;筹资风险小,无固定报酬;资金成本较高;可能分散公司控制权等。

一、吸收直接投资

吸收直接投资是指企业以协议合同等形式吸收国家、其他企业、个人和外商等直接投入资金,形成企业资本金的一种筹资方式。它不以股票为媒介,适用于非股份制企业,是非股份制企业筹集主权资本最主要的形式。

1. 吸收直接投资的渠道

吸收直接投资的渠道有:吸收国家投资;吸收企业、事业单位等法人投资;个人投资;外商投资等。由此形成国家资本金、法人资本金、个人资本金、外商资本金。

2. 吸收直接投资的出资方式

吸收直接投资中,投资者可以采用现金、实物、无形资产等形式向企业投资。因此,吸收直接投资的出资方式主要有现金投资和非现金(实物和无形资产)投资两种。

非现金投资应符合以下条件:①符合企业生产经营和研发的需要;②技术性比较好;③作价公平合理。作为出资的非货币资产可以评估作价或按合同协议约定的金额作价。

3. 吸收直接投资的优缺点

吸收直接投资的优点:①所筹资本属于主权资本,能够提高对外负债的能力;②不仅能够筹集现金,而且能够直接取得所需的先进设备和技术,与现金筹资方式相比,能尽快地形

成企业的生产经营能力;③与股票筹资相比,其履行的法律程序相对简单,筹资速度相对较快;④有利于资产组合与资产结构调整,从而为企业规模调整与产业结构调整提供了客观的物质基础,也为产权交易市场的形成与完善提供了条件。

吸收直接投资的缺点:①成本较高;②由于不以证券为媒介,从而在产权关系不明确的情况下吸收投资,容易产生产权纠纷;③由于产权交易市场的交易能力较差,因此不利于吸收广大投资者的投资。

二、发行普通股票

普通股票是股份公司为筹集主权资本而发行的、表示其股东按其持有的股份享有权益和承担义务的可转让的书面凭证。

普通股票作为股份公司发给股东证明其所入股份的一种有价证券,它可以作为买卖对象和抵押品,是资金市场主要的长期信用工具之一。普通股票作为股东向公司入股,获取收益的所有者凭证,持有它就拥有公司的一份资本所有权,成为公司的所有者之一。这种所有权为一种综合权利,如参加股东大会、投票表决、参与公司的重大决策、收取股息或分享红利差价等,但也要共同承担公司运作错误所带来的风险。获取经常性收入是投资者购买股票的重要原因之一,分红派息是股票投资者经常性收入的主要来源。2015年12月27日,国务院实施股票发行注册制改革的举措获得中国最高立法机关的修法授权,于2016年3月起施行股票发行注册制。

普通股票的特点:永久性、流通性、参与性、风险性、收益性。

按不同的标志可以对普通股票进行不同分类:①按股票票面是否记名分为记名股票与不记名股票;②按股票票面有无金额分为面值股票和无面值股票;③按发行对象和上市地区不同分为A股、B股、H股、N股;④按股东享受的权益和承担的义务不同分为普通股和优先股。

(一) 普通股票发行制度概述

1. 普通股票发行制度及其改革

(1) 股票发行制度

股票发行制度是指发行人在申请发行股票时必须遵循的一系列程序化的规范。具体而言,表现在发行监管制度、发行方式与发行定价等方面。

健全的股票发行制度是股份制发展和完善的重要条件,也是证券市场建设的基础环节。我国股票发行制度在短短的10年中几经改革,取得了很大成绩。从审批方式看,由特许方式转变到审核加额度管理方式,再转变到现在的审核方式。

(2) 普通股票发行制度改革

从发行方式看,股票发行制度改革大致经历了以下五个阶段。

① 限量发行认股证,采取抽签的办法确定中签号码。这种方式造成了排队购买认股证和倒卖认股证的问题,很快被废止。

② 无限量发行认股证,消除了排队购买认股证的现象,但使认购成本增加。以最先采

取这种方式的青岛啤酒股票为例,其溢价发行价格为 6.38 元,但由于中签率太低,使发行成本高达 6.39 元,两者相加,使原始股的实际购买价格达到 12.77 元,而同时向香港发行的 H 股股票价格仅为 3.836 港元。

③ 采取专项定期存款方式。如青岛海尔“存款模式”,在规定时间内无限限量发售专项定期存款单,面额 500 元,1 年期,利率 10.98%,中签存单可买 500 股,每股面值 1 元,发行价 7.38 元,另加手续费 0.6 元,中签率 18.98%,共吸收存款 2.63 亿元。又如万国承销的济南轻骑股票,在全国首次以全额保证金定期特种存款方式发行新股,每份记名存单面额 3.340 元,期限 6 个月,每份中签可以购买 500 股,发行价 6.68 元,中签率为 100%,发售成本仅 0.34 元,创最低纪录。

④ 上网发行。其一是股票投资者用自己资金账户上的资金全额认购,资金冻结 4 个交易日,中签的资金转为股票,其余资金解冻;其二是按投资者所购买的股票金额进行配售,每 1 万元可享有一个认购号,中签的再用现金购买新股。

⑤ 在线下向机构投资者进行市场竞价认购,如首钢股份、宝钢股份等,就是先向机构投资者询价,然后再以此价格向社会公众发行股份。

2. 发行股票的询价制度

中国证监会《关于首次公开发行股票试行询价制度若干问题的通知》(以下简称《通知》)及配套文件《股票发行审核标准备忘录第 18 号——对首次公开发行股票询价对象条件和行为的监管要求》。首次公开发行股票试行询价制度于 2005 年 1 月 1 日施行。

询价对象是指符合证监会规定条件的证券投资基金管理公司、证券公司、信托投资公司、财务公司、保险机构投资者和合格境外机构投资者(QFII),以及其他经证监会认可的机构投资者。

询价分为初步询价和累计投标询价两个阶段。发行人及其保荐机构应通过初步询价确定发行价格区间,通过累计投标询价确定发行价格。发行人及其保荐机构应向不少于 20 家询价对象进行初步询价,并根据询价对象的报价结果确定发行价格区间及相应的市盈率区间。公开发行股数在 4 亿股(含 4 亿股)以上的,参与初步询价的询价对象应不少于 50 家。向询价对象配售股票的比例为:公开发行数量在 4 亿股以下的不超过 20%;在 4 亿股以上(含 4 亿股)的不超过 50%。询价对象应承诺将累计投标询价获配的股票锁定 3 个月以上。

3. 普通股票发行制度种类

股票发行制度主要有三种,即审批制、核准制和注册制,每一种发行监管制度都对应一定的市场发展状况。在市场逐渐发育成熟的过程中,股票发行制度也应逐渐改变,以适应市场发展需求,其中审批制是完全计划发行的模式,核准制是从审批制向注册制过渡的中间形式,注册制则是目前成熟股票市场普遍采用的发行制度。普通股票发行制度种类比较如表 3-5 所示。

(1) 审批制。审批制是一国在股票市场的发展初期,为了维护上市公司的稳定和平衡复杂的社会经济关系,采用行政和计划的办法分配股票发行的指标和额度,由地方政府或行业主管部门根据指标推荐企业发行股票的一种发行制度。公司发行股票的首要条件是取得指标和额度,也就是说,如果取得了政府给予的指标和额度,就等于取得了政府的保荐,股票

发行仅仅是走个过场。因此,审批制下公司发行股票的竞争焦点主要是争夺股票发行指标和额度。证券监管部门凭借行政权力行使实质性审批职能,证券中介机构的主要职能是进行技术指导,这样无法保证发行公司不通过虚假包装甚至伪装、做账达标等方式达到发行股票的目的。

表 3-5 普通股票发行制度种类比较

比较内容	审批制	核准制	注册制
发行指标和额度	有	无	无
发行上市标准	有	有	有
主要推(保)荐人	政府或行业主管部门	中介机构	中介机构
对发行做出实质判断的主体	证监会	中介机构、证监会	中介机构
发行监管性制度	证监会实质性审核	中介机构和证监会 分担实质性审核职责	证监会形式 审核中介机构 实质审核
市场化程度	行政体制	逐步市场化	完全市场化

(2) 核准制。核准制则是介于注册制和审批制之间的中间形式。它一方面取消了政府的指标和额度管理,并引进证券中介机构的责任,判断企业是否达到股票发行的条件;另一方面证券监管机构同时对股票发行的合规性和适销性条件进行实质性审查,并有权否决股票发行的申请。在核准制下,发行人在申请发行股票时,不仅要充分公开企业的真实情况,而且必须符合有关法律和证券监管机构规定的必要条件,证券监管机构有权否决不符合规定条件的股票发行申请。证券监管机构对申报文件的真实性、准确性、完整性和及时性进行审查,还对发行人的营业性质、财力、素质、发展前景、发行数量和发行价格等条件进行实质性审查,并据此做出发行人是否符合发行条件的价值判断和是否核准申请的决定。

(3) 注册制。注册制是在市场化程度较高的成熟股票市场普遍采用的一种发行制度,证券监管部门公布股票发行的必要条件,只要达到所公布条件要求的企业即可发行股票。发行人申请发行股票时,必须依法将公开的各种资料完全准确地向证券监管机构申报。证券监管机构的职责是对申报文件的真实性、准确性、完整性和及时性做合规性的形式审查,而将发行公司的质量留给证券中介机构来判断和决定。这种股票发行制度对发行人、证券中介机构和投资者的要求都比较高。

4. 股票发行注册制的特征

(1) 监管机构仍需对股票发行进行审核,审查的核心是信息披露,监管机构不对发行人进行价值判断。监管机构要站在投资者的角度,审查信息披露的针对性、全面性、可读性,不对信息披露的真实性和准确性负责。对于信息披露可能存在的矛盾、遗漏或误导之处,监管机构有权要求发行人进行澄清或者追加披露,甚至要求撤回注册文件或者对注册文件做出不予生效、终止生效的决定。

(2) 投资者是价值判断的主体。投资者需要通过发行人公开披露的信息,最终做出投资决策。投资者是决定发行是否能够成功的关键因素。在美国市场,有上万家各类机构投

资者,如果投资者对该发行人缺乏投资兴趣,或与发行人的期望相差较大,发行人即便通过监管机构的注册,也难以发行成功。

(3) 发行人和中介机构对信息披露的真实性和准确性负责。其中发行人负主要责任,中介机构如果未能履行勤勉尽责义务的,也要承担连带责任。

(4) 股票发行和上市是相互独立的环节。发行环节主要由监管机构把关,审核标准较为统一。而在上市环节,特别是在多层次资本市场环境下,交易所可根据自身的定位和需要设置不同的上市门槛,不同规模、资质的企业,也可选择适合自身发展的交易场所申请挂牌。

(5) 注册制使股票发行过程更加制度化、透明化和可预测,是一种监管机构对市场更为先进、更为现代化的管理方式。注册制改革本质上也是政府和市场关系的再调整。随着监管机构的简政放权,市场的自我调节和供需的自我平衡机制逐步发挥作用。原本不应由监管机构承担的责任将逐步转向交易所、中介机构、发行人和投资者等各类主体,使政府和市场的边界更加分明。世界上一些新兴市场经历过类似的改革,例如,印度和我国台湾市场都经历了一个从管制到放松的过程。

(6) 注册制的实施与市场的法制体系、惩戒机制以及投资者保护水平高度相关,前端放松需要后端加强。从境外经验来看,在实施注册制、放松准入环节限制的同时,需要不断健全配套法律法规,不断加强中后端监管执法和保护投资者权益的力度,这是注册制得以顺利实施的有力保障。

(二) 普通股票发行的目的

股份有限公司发行股票的目的,是公司决定股票发行方式、发行程序、发行条件的前提。公司发行股票的目的主要有以下两个方面。

1. 为筹集资金而发行股票

为筹集资金而发行股票是最基本、最主要的目的。具体来说,主要有以下两个方面。

(1) 设立新的股份公司。股份有限公司成立时,通常以发行股票的方式来筹集资金,满足经营的需要。股份有限公司通过发行股票,吸引投资者购买股票,使其成为公司的股东,以获得长期稳定的经营资金,从而达到预定的资本规模,加强公司的实力。

(2) 扩大经营规模。股份有限公司成立以后,会因为不断扩大生产经营范围和规模、提高公司的竞争力而新建项目或购置先进设备,因而需要筹集资金,这时,也可以通过发行股票来达到目的。通常人们把这类股票发行称为增资发行。如果拟发行的股票在核定的资本额度内,只需经董事会批准;如果超过了核定的资本额度,则需要召开股东大会重新核定资本额。公司新发行的股票应先由目前的股东按一定的比例优先认购,其余部分再向社会公众发售。

2. 为其他目的而发行股票

(1) 扩大公司的影响。发行股票必须经过严格审查,遵循一定的原则,公司的有关重大情况都必须公之于众,这无疑能有效地宣传公司的产品,有力地证明公司的实力,极大地提高公司的信誉,扩大公司的影响力,公司的知名度也会大大地提高。这样发行股票既筹集了资金,又扩大了公司的影响。

(2) 分散公司的经营风险。随着股份有限公司的发展,一般需要不断地扩大经营规模,但是投资者的财力往往有限,而且继续出资往往意味着风险过于集中。在这种情况下,可以通过发行股票,既能满足扩大资本规模的要求,又能吸引更多资本,从而把经营风险分散给其他股东。

(3) 股票分割。股票分割是指股份有限公司将某一特定的新股按一定的比例交换一定数额流通在外的股份的行为,也称为拆股。当公司经营成功,股价迅速上涨时,股票分割可以降低股票的价格。从股份有限公司的角度出发,股票价格高,不利于股票交易活动,只有价格降至一个合适的水平,才便于人们购买和转让,才可以吸引更多的大众投资者,进而提高股票的价值,有利于公司价值的极大化。

此外,发行股票的其他目的还有:①发放股票股利时的股票发行;②将公司发行的可转换证券转换为股票;③将公司资产重估的增值部分转化为资本金;④无偿配股时的股票发行等。

(三) 普通股票发行市场及其股票交易费用

1. 股票发行市场

(1) 一级市场

一级市场(primary market)也称为发行市场(issuance market),它是指公司直接或通过中介机构向投资者出售新发行的股票的市场。所谓新发行的股票包括初次发行和再发行的股票,前者是公司第一次向投资者出售的原始股,后者是在原始股的基础上增加新的份额。

(2) 二级市场

二级市场(secondary market)也称股票交易市场,是投资者之间买卖已发行股票的场所。这个市场为股票创造流动性,即能够迅速脱手换取现值。二级市场通常可分为有组织的证券交易所和场外交易市场,但也出现了具有混合特型的三级市场(the third market)和四级市场(the fourth market)。

证券交易所(Stock Exchange)是由证券管理部门批准的,为证券的集中交易提供固定场所和有关设施,并制定各项规则以形成公正合理的价格和有条不紊的秩序的正式组织。

(3) 三级市场

三级市场是指原来在证交所上市的股票移到以场外进行交易而形成的市场,换言之,三级市场交易是既在证交所上市又在场外市场交易的股票,以区别于一般含义的柜台交易。

(4) 四级市场

四级市场是指大机构(和富有的个人)绕开通常的经纪人,彼此之间利用电子通信网络(electronic communication networks, ECNs)直接进行的证券交易。

(5) 场外交易市场

场外交易市场是相对于证券交易所交易而言的,凡是在证券交易所之外的股票交易活动都可称作场外交易。由于这种交易起先主要是在各证券商的柜台上进行的,因而也称为柜台交易(over-the-counter, OTC)。

场外交易市场与证交所相比,没有固定的集中的场所,而是分散于各地,规模有大有小,由自营商(Dealers)来组织交易;场外交易市场无法实行公开竞价,其价格是通过商议达成

的;场外交易比证交所上市所受的管制少,灵活方便。

(6) 二板市场

二板市场(the second board market)的规范名称为“第二交易系统”,亦称创业板(growth enterprise market),主要是一些小型高科技公司的上市场所,是与现有主板(the main board market)相对应的一个概念。二板市场的特征:①前瞻性市场;②上市标准低;③市场监管更加严格;④推行造市商(Market Maker)制度;⑤实行电子化交易。

2. 股票交易费用

股票交易费用通常包括印花税、佣金、过户费、其他费用等几个方面的内容。

(1) 印花税

印花税是根据国家税法规定,在股票(包括A股和B股)成交后对买卖双方投资者按照规定的税率分别征收的税金。印花税的缴纳是由证券经营机构在同投资者交割中代为扣收,然后在证券经营机构同证券交易所或登记结算机构的清算交割中集中结算,最后由登记结算机构统一向征税机关缴纳。其收费标准是按A股成交金额的1‰计收,基金、债券等均无此项费用。

(2) 佣金

佣金是指投资者在委托买卖证券成交之后按成交金额的一定比例支付给券商的费用。此项费用一般由券商的经纪佣金、证券交易所交易经手费及管理机构的监管费等构成。

佣金的收费标准为:①上海证券交易所,A股的佣金为成交金额的3‰,起点为5元;债券的佣金为成交金额的2‰(上限,可浮动),起点为5元;基金的佣金为成交金额的3‰,起点为5元;证券投资基金的佣金为成交金额的2.5‰,起点为5元;回购业务的佣金标准为:3天、7天、14天、28天和28天以上回购品种,分别按成交额0.15‰、0.25‰、0.5‰、1‰和1.5‰以下浮动。②深圳证券交易所,A股的佣金为成交金额的3‰,起点为5元;债券的佣金为成交金额的2‰(上限),起点是5元;基金的佣金为成交金额的3‰,起点是5元;证券投资基金的佣金为成交金额的2.5‰,起点是5元;回购业务的佣金标准为:3天、4天、7天、14天、28天、63天、91天、182天、273天回购品种,分别按成交金额0.1‰、0.12‰、0.2‰、0.4‰、0.8‰、1‰、1.2‰、1.4‰、1.4‰以下浮动。

(3) 过户费

过户费是指投资者委托买卖的股票、基金成交后买卖双方为变更股权登记所支付的费用。这笔收入属于证券登记清算机构的收入,由证券经营机构在同投资者清算交割时代为扣收。过户费的收费标准为:上海证券交易所A股、基金交易的过户费为成交票面金额的1‰,起点为1元,其中0.5‰由证券经营机构交登记公司;深圳证券交易所免收A股、基金、债券的交易过户费。

(4) 其他费用

其他费用是指投资者在委托买卖证券时,向证券营业部缴纳的委托费(通信费)、撤单费、查询费、开户费、磁卡费以及电话委托、自助委托的刷卡费、超时费等。这些费用主要用于通信、设备、单证制作等方面的开支,其中委托费在一般情况下,投资者在上海、深圳本地买卖沪、深证券交易所的证券时,向证券营业部缴纳1元委托费,异地缴纳5元委托费;其他费用由券商根据需要酌情收取,一般没有明确的收费标准,只要其收费得到当地物价部门批

准即可,目前有相当多的证券经营机构出于竞争的考虑而减免部分或全部此类费用。

(四) 普通股票的发行方式与推销方式

股票的发行方式与推销方式对于及时筹集和募足资本有重要的意义。发行公司应根据具体情况,选择适当的股票发行方式与推销方式。

1. 股票发行方式

股票发行方式是指发行公司采用什么方法、通过何种渠道或者途径将自己的股票投入市场,并为广大投资者所接受。股票发行方式主要有以下几种。

(1) 有偿增资发行股票方式

有偿增资是指投资者须按股票面额或市价,用现金或实物购买股票。有偿增资又可分为公募发行、股东配股发行和第三者配股发行三种。

① 公募发行又称公开招股发行,是指以非特定的多数投资者为发行对象,向社会公众公开招募认股人认购股票。公募发行又可分为直接公募发行和间接公募发行两种:a. 直接公募发行是发行公司通过证券商等中介机构,向社会公众发售股票,发行公司承担责任与风险,而证券商不负担风险,只收取一定的手续费。b. 间接公募发行是发行公司通过投资银行发行、包销,由投资银行先将股票购入再销售给社会公众,投资银行承担责任与风险。这种做法在西方广为流行,美国 90% 以上的新股票都是这样发售出去的。

② 股东配股发行是指发行公司对现有股东按一定比例赋予认购新股的权利,准许其优先认购新股。凡是发行新股时在股东名册上记载的股东,均有优先配股的权利。股东可以优先认购的新股股数与现持旧股股数的比例相同。例如,某股东现持有公司 3.5% 的旧股,则他有权认购新股的 3.5%。股东若不想认购,可转让其认购权。这种办法有利于维护股东在公司的既有地位,不会引起股权结构发生大的变化。

③ 第三者配股发行是指股份有限公司在发行新股时,给予与本公司有特殊关系的第三者以常规认购权。这种办法很少使用,只有在公司经营不景气,筹资困难时才予采用。

(2) 无偿增资发行股票方式

无偿增资是公司不向股东收取现金或实物资产,而无代价地将公司发行的股票配予股东。这种办法的目的不在于增资,而是为了调整资本结构,提高公司的社会地位,增强股东的信心。无偿增资又可分为无偿交付、股票分红和股票分割三种具体做法。

① 无偿交付是指股份有限公司用资本公积金转增股本,按股东现有股份比例无偿地交付新股票。

② 股票分红是指股份有限公司以股票形式对股东进行股利分配,而不支付现金股利。这种做法是为了给公司保留更多的现金,防止资本外流,扩大股本规模。

③ 股票分割是指股份有限公司将原来大面额股票实行细分化,使之成为小面额股票。这种做法只增加了股份总数,但不改变股本总额。

(3) 有偿无偿并行增资方式

采用有偿无偿并行增资办法时,股东只需交付一部分股款,其余部分由公司公积金抵充,即可获得一定量的新股。例如,新股每股面额 50 元,规定其中 25 元为有偿部分,由股东交付股款,其余 25 元无偿部分由公司公积金抵充转入。这样,股东只需交付 25 元现金即可

获取面额为 50 元的一只新股票。这种做法既可以增加资本,又可以调整资本结构。

2. 股票推销方式

股票的发行是否成功,关键取决于能否将股票全部推销出去。股票的推销方式有两种,即自销和承销。

(1) 自销方式

股票发行的自销方式是指股份有限公司自行直接将股票出售给投资者,而不经证券经营机构承销。自销方式可节约股票发行成本,但发行风险完全由发行公司自行承担,一般仅适用于发行风险较小,手续较为简单,数额不多的股票发行。

(2) 承销方式

股票发行的承销方式是指股份有限公司将股票销售业务委托给证券经营机构代理。我国《公司法》规定,公司向社会公开发行股票,不论是募集设立时首次发行股票还是设立后再次发行新股,均应当由依法设立的证券经营机构承销。承销方式具体分包销和代销两种方式。

① 包销方式,是由股票代理发行机构和证券机构,一次性将发行公司公开发行的全部股票承购下来,然后将所购股票转销给社会上的投资者。在规定的募股期限内,若实际招募股份数达不到预定发行股份数,剩余部分由证券承销机构全部承购下来。这种方式可促进股票顺利出售,及时筹足资本,而且可避免承担发行失败的风险;不利之处是要将股票以略低的价格售给承销商,并支付较高的发行费用。

② 代销方式,是由证券经营机构代理股票发售业务。若实际招募股份数达不到发行股份数,承销机构不负责承购剩余部分,而是将未售出的股份归还给发行公司,发行风险由发行公司自己承担。

根据我国有关股票发行法规的规定,公司拟公开发行股票的面值总额超过人民币 3 000 万元或者预期销售总金额超过人民币 5 000 万元的,应当由承销团承销。承销团由两个以上承销机构组成,一般包括总承销商、副总承销商、分销商。主承销商由发行人按照公开竞争的原则,通过竞标或协商办法确定。

(五) 普通股票的发行价格

1. 股票的发行价格

股票的发行价格,是股份有限公司发行股票时,将股票出售给投资者所采用的价格,也就是投资者认购股票时所支付的价格。股票发行价格通常由股票发行者根据股票面额、股市行情、公司的盈利水平和成长能力及其他有关因素综合确定。在以募集设立方式设立公司首次发行股票时,由发起人决定发行价格;在公司成立以后再次增资发行新股时,由股东大会或董事会决定发行价格。

目前股票发行价格通常有平价、溢价和折价三种。① 平价。平价是指以股票的票面金额作为发行价格。② 溢价。溢价是指以超过股票票面金额的价格作为发行价格。③ 折价。折价是指以低于股票票面价值作为发行价格,按这种价格发行股票称为折价发行。

2. 股票发行价格确定的方法

影响股票发行价格的因素有许多,主要包括公司净资产、盈利水平、公司的发展潜力、行业特点和当前股市状况等。股票发行价格既要反映股票自身的内在价值,又要体现市场的供求关系。一般来说,确定股票发行价格的方法主要有以下4种。

(1) 未来收益现值法

这种方法是按照适当的贴现率将股票未来预期的现金流量贴现为现值,测算出股票的内在价值,然后以股票的内在价值为基础来确定股票发行价格,因此,这种方法也称为现金流量贴现法。其计算公式为:

$$V = \sum_{t=1}^n \frac{d_t}{(1+K)^t} + \frac{V_n}{(1+K)^n}$$

式中: V 为股票价值; V_n 为未来出售时预计的股票价格; K 为投资人要求的必要报酬率; d_t 为第 t 期的预期股利; n 为预计持有股票的期数。

【例 3-4】 目前华利公司有一笔闲置资金可用于购买甲、乙两种股票投资,期限2年,两只股票预计年股利分别为2元/股、3元/股,2年后市价可望分别涨至28元、32元。现市价分别为26元、30元。华利公司期望报酬率为12%。华利公司应该如何选择?

【解析】 依据题意,由上述公式得:

$$\text{甲股票价值} = \frac{28}{(1+12\%)^2} + \sum_{t=1}^2 \frac{2}{(1+12\%)^t} = 25.7 \text{ (元/股)}$$

$$\text{乙股票价值} = \frac{32}{(1+12\%)^2} + \sum_{t=1}^2 \frac{3}{(1+12\%)^t} = 30.58 \text{ (元/股)}$$

由于甲股票的价值低于当前市价,如果投资,企业的期望报酬率将无法实现;而乙股票的价值大于当前市价,因此,企业如果投资,其投资收益率将高于企业的期望报酬。

(2) 市盈率法

市盈率法是指根据市盈率和公司每股利润来确定股票发行价格的方法。市盈率是每股市价与每股利润的比率。其计算公式为:

$$\text{市盈率} = \frac{\text{每股市价}}{\text{每股利润}}$$

(3) 市场询价法

市场询价法是一种市场化的定价方法,它既反映了股票的内在价值,也体现了市场对股票价值的认可。这种定价方法主要有三个步骤:首先,根据拟发行股票的内在价值,并结合发行股票时的股票市场状况、同行业股票的市场表现等因素来确定股票发行价格的区间。其次,发行公司和股票承销机构向投资者推介股票,并征询认购者在各个价位上的认购数量。最后,根据市场反馈回来的认购者的预购数量与价格,发行公司和股票承销机构协商确定股票的发行价格。

(4) 市场竞价法

市场竞价法是指由各股票承销机构或投资者以投标方式相互竞争确定股票发行价格的方法。这种定价方法主要有三个步骤:①确定一个股票发行底价,投资者在规定时间内,在限购比例或数量内,以不低于发行底价的价格申购。②申购期满后,由证券交易所的交易系

统计有效认购数量,并按照价格和时间优先的原则,将投资者申购单按从高价位到低价位的顺序排队,高价位者优先,同价位的先申报者优先。③根据累计内购股数恰好达到本次发行的股票数量时的最后一笔申购单的价格,来确定本次股票的发行价格。市场竞价法是一种直接的市场化定价方法,它能够直接反映投资者对股票发行价格的接受程度,从而使最终确定的价格更接近未来上市后的市场价格。但在不成熟的证券市场中,采用这种定价方法,可能会造成股票发行价格定得过高的现象。

上述四种定价方法中,未来收益现值法和市盈率法属于固定定价方法,虽然考虑了股票的内在价值,但是,没有体现市场对股票发行价格的认可程度,因此,增加了股票的发行风险。而市场询价法和市场竞价法是一种市场化的定价方法,能够为投资者所接受,股票发行风险较低。

(六) 发行普通股票的优缺点

1. 发行普通股票的优点

(1) 能提高公司的信誉。发行股票筹集的是主权资金。普通股本和留存收益构成公司借入一切债务的基础。有了较多的主权资金,就可为债权人提供较大的损失保障。因而,发行股票筹资既可以提高公司的信用程度,又可为使用更多的债务资金提供有力的支持。

(2) 没有固定的到期日,不用偿还。发行股票筹集的资金是永久性资金,在公司持续经营期间可长期使用,能充分保证公司生产经营的资金需求。

(3) 没有固定的利息负担。公司有盈余,并且认为适合分配股利,就可以分给股东;公司盈余少,或虽有盈余但资金短缺或者有有利的投资机会,就可以少支付或不支付股利。

(4) 筹资风险小。由于普通股票没有固定的到期日,不用支付固定的利息,不存在不能还本付息的风险。

2. 发行普通股票的缺点

(1) 资本成本较高。一般来说,股票筹资的成本要大于债务资金,股票投资者要求有较高的报酬。而且股利要从税后利润中支付,而债务资金的利息可在税前扣除。另外,普通股的发行费用也较高。

(2) 容易分散控制权。当企业发行新股时,出售新股票,引进新股东,会导致公司控制权的分散。

(3) 会引起股价的下跌。新股东分享公司未发行新股前积累的盈余,会降低普通股的净收益,从而可能引起股价的下跌。

三、利用内部留存收益

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金和未分配利润两个部分,其中盈余公积金是有特定用途的累积盈余,未分配利润是没有指定用途的累积盈余。

1. 留存收益的性质

留存收益从性质上看,企业通过合法有效地经营所实现的税后净利润,都属于企业的所有者。企业将本年度的利润部分甚至全部留存下来的原因很多,主要包括:①收益的确认和计量是建立在权责发生制基础上的,企业有利润,但企业不一定有相应的现金净流量增加,因而企业不一定有足够的现金将利润全部或部分派给所有者。②法律、法规从保护债权人利益和要求企业可持续发展等角度出发,限制企业将利润全部分配出去。《公司法》规定,企业每年的税后利润,必须提取 10% 的法定盈余公积金。③企业基于自身扩大再生产和筹资的需求,也会将一部分利润留存下来。

2. 留存收益的筹资途径

企业实现的税后净利润分配,是企业根据国家有关规定和投资者的决议,对企业当年可供分配的利润所进行的分配。可供分配的利润,按下列顺序分配:①提取法定盈余公积;②提取任意盈余公积。可供分配的利润减去提取的法定盈余公积、任意盈余公积后,为可供投资者分配的利润。

(1) 提取盈余公积金。盈余公积金是从当期企业净利润中提取的积累资金,其提取基数是本年度的净利润,包括法定盈余公积、任意盈余公积等。

法定盈余公积按照净利润(减弥补以前年度亏损)的 10% 提取(非公司制企业也可按照超过 10% 的比例提取),法定公积金累计额已达注册资本的 50% 时可以不再提取。

任意盈余公积主要是公司制企业按照股东会的决议提取,其他企业也可根据需要提取任意盈余公积。

盈余公积用于弥补公司的亏损、扩大公司生产经营或者转为增加公司资本。但是,资本公积金不得用于弥补公司的亏损。法定盈余公积转为资本时,所留存的该项盈余公积不得少于转增前公司注册资本的 25%。

(2) 未分配利润,是指未限定用途的留存净利润。未分配利润有两层含义:①这部分净利润本年没有分配给公司的股东投资者;②这部分净利润未指定用途,可以用于企业未来的经营发展、转增资本(实收资本)、弥补以前年度的经营亏损及以后年度的利润分配。

3. 留存收益的特点

(1) 不用发生筹资费用。企业从外界筹集长期资本,与普通股筹资相比较,留存收益筹资不需要发生筹资费用,资本成本较低。

(2) 维持公司的控制权分布。利用留存收益筹资,不用对外发行新股或吸收新投资者,由此增加的权益资本不会改变公司的股权结构,不会稀释原有股东的控制权。

(3) 筹资数额有限。留存收益的最大数额是企业到期的净利润和以前年度未分配利润之和,不像外部筹资一次性可以筹集大量资金。如果企业发生亏损,那么当年就没有利润留存。另外,股东和投资者从自身期望出发,往往希望企业每年发放一定的利润,保持一定的利润分配比例。

四、优先股筹资

优先股是一种混合证券,有些方面与债券类似,另一些方面与股票相似,是介于债券和股票之间的一种证券。

1. 优先股概述

所谓优先股,是同普通股相对应的一种股权形式,持有这种股份的股东在盈余分配和剩余财产分配上优先于普通的股东。

在企业正常经营情况下,优先股股东的股息率稳定在一定水平上,普通股股东只有在优先股股东股息分配以后,才可以根据公司经营情况,分配到或多或少的红利。一旦企业资不抵债被迫破产,公司应首先偿还债务,再由优先股股东分配剩余资产,然后才能考虑普通股股东。可见优先股股权实际上是安全性相对较高,但有可能放弃了一部分风险或收益的一种股权形式。在企业正常盈利的情况下,它给股东提供的效用近似于债券。购买者一般看重优先股的分红派息,对参与管理不感兴趣。优先股稳定的现金分红对保险基金和稳健的投资者具有很大的吸引力。优先股融资是与国外投资者比较好的合作方式,能满足国外投资者对风险和收益方面的要求。

2. 优先股的基本特征

优先股通常具有以下四个特征:固定收益、先派息、先清偿、权力小。

(1) 优先股收益相对固定。由于优先股股息率事先规定,所以优先股的股息一般不会根据公司经营情况而增减,而且一般也不再参与公司普通股的分红。当然,公司经营情况复杂多变,如果公司当年没有足够利润可以向优先股股东支付股息,优先股股东当年的固定收益也就落空了。

(2) 优先股可以先于普通股获得股息。也就是说,公司可分配的利润先分给优先股股东,剩余部分再分给普通股股东。

(3) 优先股的清偿顺序先于普通股,而次于债权人。也就是说,一旦公司破产清算,剩余财产先分给债权人,再分给优先股股东,最后分给普通股股东。但与公司债权人不同,优先股股东不可以要求无法支付股息的公司进入破产程序,不能向人民法院提出企业重整、和解或者破产清算申请。

(4) 优先股的权利范围小。优先股股东对公司日常经营管理的一般事项没有表决权;仅在股东大会表决与优先股股东自身利益直接相关的特定事项时,例如,修改公司章程中与优先股相关的条款,优先股股东才有投票权。同时,为了保护优先股股东利益,如果公司在约定的时间内未按规定支付股息,优先股股东按约定恢复表决权;如果公司支付了所欠股息,已恢复的优先股表决权终止。

3. 优先股筹资的优缺点

优先股综合了债券和普通股的优点,既无到期还本的压力,也并不必担心股东控制权的分散。但这一种方式税后资金成本要高于负债的税后资本成本,且优先股股东虽然负担了

相当比例的风险,却只能取得固定的报酬,所以发行效果上不如债券。由于优先股股利不是发行公司必须偿付的一项法定债务,如果公司财务状况恶化,这种股利可以不付,从而减轻了企业的财务负担。

(1) 优先股筹资的优点

- ① 与债券相比,不支付股利,不会导致公司破产。
- ② 与普通股相比,发行优先股一般不会稀释股东权益。
- ③ 无期限的优先股没有到期期限,不会减少公司现金流,不需要偿还本金。

(2) 优先股筹资的缺点

- ① 优先股股利不可以税前扣除,其税后成本高于负债筹资。
- ② 优先股的股利通常被视为固定成本,与负债筹资没有什么差别,会增加公司的财务风险,进而增加普通股的成本。

第四节 负债资金的筹集

一、负债筹资及其内涵

1. 负债筹资

负债筹资是指企业以已有的自有资金作为基础,为了维系企业的正常营运、扩大经营规模、开创新事业等,产生财务需求,发生现金流量不足,通过银行借款、发行债券、融资租赁和商业信用等形式吸收资金,并运用这笔资金从事生产经营活动,使企业资产不断得到补偿、增值和更新的一种现代企业筹资经营方式。

2. 负债筹资内涵

负债筹资具体含义包括:①资金来源于举债。②负债具有货币时间价值。到期时债务人除归还债权人本金外,还应支付一定利息和相关费用。③举债是弥补自有资金的不足,用于生产经营,以促进企业发展为目的,而不能将资金挪作他用,更不能随意浪费。

二、负债筹资的作用和优缺点

1. 负债筹资的作用

财务管理是企业的重要组成部分,是有关资金筹集和有效使用的管理工作。也就是说资金的筹集和运用构成了财务管理的主要内容。目前,中国企业筹措资金的渠道分为权益资金和借入资金。随着我国新《证券法》的颁布,企业发行股票及上市的门槛降低,许多企业纷纷通过股票市场融资,毋庸置疑,股权融资具有无到期日,不需归还,没有固定的股利负担(优先股除外),筹资风险小,反映公司的实力,能够提高公司的声誉等优点,但是保持合理的资金结构对实现企业理财目标具有重要的作用,负债水平对企业价值产生重要影响,负

债融资在企业理财中的作用不容忽视。

(1) 负债经营的财务杠杆效应

不论企业营业利润多少,债务利息通常是不变的,息税前利润增大时,每1元盈余所负担的固定财务费用就会相对减少,这能给普通股股东带来更多的盈余;反之,当息税前利润减少时,每1元盈余所负担的固定财务费用就会相对增加,这就大幅度减少普通股股东的盈余。这种由于固定财务费用的存在而产生的财务杠杆效应要求企业保持合理的负债水平,进行适度负债经营。

(2) 负债的节税功能

企业负债按期支付利息,根据现行所得税税法规定,企业的利息支出允许在税前扣除。在获得同样经营利润的条件下,负债经营的企业相对于无负债经营的企业少负担所得税税负,而获得相对收益。

(3) 负债融资对资本结构的影响

现代资本结构研究的起点是美国莫迪利安尼和米勒两位学者提出的MM理论。此后,在MM理论的基础上不断放宽条件,几经发展,提出了税负利益—破产成本的权衡理论,该理论认为:负债可以为企业带来税额庇护利益;当负债比率未超过破产成本变得重要时的负债水平时,破产成本不明显,当负债比率达到破产成本变得重要时的负债水平时,负债税额庇护利益开始被破产成本所抵销,当负债比率达到最佳资本结构时,边际负债税额庇护利益恰好与边际破产成本相等,企业价值最大,达到最佳资本结构。

(4) 负债融资对股东和经理人的激励和约束

股东和债权人都为企业提供了财务资源,所有权与经营权相分离,在此基础上,产生了代理成本。经理人有追求额外消费的积极性,这将给企业带来损失,背离股东目标,而负债融资将增加经理人相对持股数额促使其努力工作,进而降低代理成本。另外,在负债融资中,债权人往往是通过契约和法律来保护自己的权利,如果债务到期,债权不能实现,债权人将通过处理抵押品和申请债务人破产等强制性措施实现权利,这样,经理人为了自己的社会声誉、稳定的职业就要努力工作,保证债务到期时有充足的自由现金流量。

(5) 负债融资的风险与防范

首先,企业要取得负债经营产生的财务杠杆效应就承担财务风险。企业进行负债融资,所投资项目的收益必须大于资本成本,否则,企业的现金流转将不能维持,如果亏损额大于折旧额,不从外部补充资金将很快破产。其次,负债融资还要承担利率变动、负债结构、经营成败等所构成的风险。为实现理财目标,使企业生存、发展、获利,实现其价值最大化,既要恰当运用负债经营给企业带来效益,又要树立风险意识,采取有效措施防范风险:建立有效的风险防范机制;合理确定负债比率,适度负债经营;认真研究资金市场供求关系,分析利率变动趋势,根据自身情况制订债务筹措计划,保持合理的负债结构。

2. 负债筹资的优缺点

1) 负债筹资的优点

(1) 筹资速度较快。与股权筹资比,债务筹资不需要经过复杂的审批手续和证券发行程序,如银行借款、融资租赁等,可以迅速地获得资金。

(2) 筹资弹性大。发行股票等股权筹资,一方面需要经过严格的政府审批;另一方面从

企业的角度出发,由于股权不能退还,股权资本在未来永久性地给企业带来了资本成本的负担。利用债务筹资,可以根据企业的经营情况和财务状况,灵活商定债务条件,控制筹资数量,安排取得资金的时间。

(3) 资本成本负担较轻。一般来说,债务筹资的资本成本要低于股权筹资。①取得资金的手续费用等筹资费用较低;②利息、租金等筹资费用比股权资本要低;③利息等资本成本可以在税前支付。

(4) 可以利用财务杠杆。债务筹资不改变公司的控制权,因而股东不会出于控制权稀释原因反对负债。债权人从企业那里只能获得固定的利息或租金,不能参加公司剩余收益的分配。当企业的资本报酬率高于债务利率时,会增加普通股股东的每股收益,提高净资产报酬率,提升企业价值。

(5) 稳定公司的控制权。债权人无权参加企业的经营管理,利用债务筹资不会改变和分散股东对公司的控制权。

2) 负债筹资的缺点

(1) 不能形成企业稳定的资本基础。债务资本有固定的到期日,到期需要偿还,只能作为企业的补充性资本来源。再加上新增的债务往往需要进行信用评级,没有信用基础的企业和新创企业,往往难以取得足够的债务资本。现有债务资本在企业的资本结构中达到一定比例后,往往由于财务风险升高而不容易再取得新的债务资金。

(2) 财务风险较大。债务资本有固定的到期日,有固定的利息负担,抵押、质押等担保方式取得的债务,资本使用上可能會有特别的限制。这些都要求企业必须有一定的偿债能力,要保持资产流动性及其资产报酬水平,作为债务清偿的保障,对企业的财务状况提出了更高的要求,否则会给企业带来财务危机,甚至导致企业破产。

(3) 筹资数额有限。债务筹资的数额往往受到贷款机构资本实力的制约,不可能像发行债券股票那样一次筹集到大笔资本,无法满足公司大规模筹资的需要。

三、银行借款

银行借款是指企业根据借款合同向银行或非金融机构借入的需要还本付息的款项。

1. 银行借款的分类

按不同标准可将银行借款分为短期、中期、长期借款;信用借款、担保借款和票据贴现;政策性银行借款和商业银行借款。

2. 银行借款筹资的程序

银行借款筹资的一般程序:企业提出借款申请,填写借“款申请书”;银行审查借款申请;双方签订借款合同;企业取得贷款;企业还本付息。

3. 与银行借款有关的信用条件

银行发放贷款时,往往涉及以下信用条款:①信贷额度,信贷额度亦即贷款限额,是借款人与银行在协议中规定的允许借款人借款的最高限额。②周转信贷协定,周转信贷协定是

银行从法律上承诺向企业提供不超过某一最高限额的贷款协定。③补偿性余额是银行要求借款人在银行中保持按贷款限额或实际借用额的一定百分比(通常为10%~20%)计算的最低存款余额。补偿性余额贷款实际利率的计算公式为:

$$\text{补偿性余额贷款实际利率} = \frac{\text{名义利率}}{1 - \text{补偿性余额比例}} \times 100\%$$

【例 3-5】 某企业按年利率 9% 向银行借款 100 万元, 补偿性余额比例 20%。要求: 计算该企业实际借款利率。

【解析】
$$\text{补偿性余额贷款实际利率} = \frac{9\%}{1 - 20\%} \times 100\% = 11.25\%$$

可见, 企业贷款的实际利率由 9% 上升为 10%, 加重了企业的利息负担。

【例 3-6】 某企业与银行签订的周转信贷额度为 2 000 万元, 承诺费为 1%, 该企业年度内实际借款额为 1 600 万元。要求: 计算该企业向银行支付的承诺费。

【解析】
$$\begin{aligned} \text{应付承诺费} &= (2\,000 - 1\,600) \times 1\% \\ &= 4(\text{万元}) \end{aligned}$$

四、发行债券

债券是债务人依照法定程序发行, 承诺按约定的利率和日期支付利息, 并在特定日期偿还本金的书面债务凭证。债券的基本要素包括面值、票面利率、债券期限和发行价格等。发行公司债券, 必须符合《公司法》《证券法》规定的有关条件。

1. 债券的种类

- (1) 按有无抵押担保分类, 可将债券分为信用债券、抵押债券和担保债券。
- (2) 按债券是否记名分类, 可将债券分成记名债券和无记名债券。
- (3) 债券的其他分类, 可将债券分为可转换债券、零票面利率债券、浮动利率债券、收益债券。

2. 债券的付息内容和偿还时间的确定

(1) 债券的付息内容。债券的付息主要表现在利息率的确定、付息频率和付息方式三个方面。利息率的确定有固定利率和浮动利率两种形式。债券付息频率主要有按年付息、按半年付息、按季付息、按月付息和一次性付息(利随本清、贴现发行)五种。付息方式有两种方式: 一种是采取现金、支票或汇款的方式; 一种是息票债券的方式。

(2) 债券偿还时间的确定。债券偿还时间按其实际发生与规定的到期日之间的关系, 分为到期偿还、提前偿还与滞后偿还三类。

① 到期偿还是指当债券到期后还清债券所载明的义务, 包括分批偿还和一次偿还两种。

② 提前偿还又称提前赎回或收回, 是指在债券尚未到期之前就予以偿还。只有在企业发行债券的契约中明确规定了有关允许提前偿还的条款, 企业才可以进行提前赎回。当企业资金有结余时, 可提前赎回债券; 当预测利率下降时, 也可提前赎回债券, 而后以较低的利

率来发行新债券。赎回有三种形式:强制性赎回、通知赎回和选择性赎回。

③ 滞后偿还条款,一般在发行时便订立,主要是给予持有人延长持有债券的选择权。滞后偿还有转期和转换两种形式。

3. 债券的发行价格

债券的发行价格有三种:平价、折价和溢价。

在按期付息、到期一次还本的情况下,债券发行价格的计算公式如下。

复利公式为:

$$\text{债券发行价格} = M \cdot (P/F, i_1, n) + \text{票面金额} \cdot i_2 \cdot (P/A, i_1, n)$$

单利公式为:

$$\text{债券发行价格} = M \cdot (1 + i_2 \times n) \cdot (P/F, i_1, n)$$

式中: M 为票面金额; n 为债券期限; i_1 为市场利率; i_2 为票面利率; $(P/F, i_1, n)$ 为现值系数。

【例 3-7】 某企业发行债券筹资,面值 500 元,期限 5 年,发行时市场利率 10%,每年末付息,到期还本。要求:分别按票面利率 8%、10%、12%计算债券的发行价格。

【解析】 若票面利率为 8%:

$$\begin{aligned} \text{债券发行价格} &= 500 \times (P/F, 10\%, 5) + 500 \times 8\% \times (P/A, 10\%, 5) \\ &= 500 \times 0.6209 + 40 \times 3.7908 \\ &= 462.08(\text{元}) \end{aligned}$$

若票面利率为 10%:

$$\begin{aligned} \text{债券发行价格} &= 500 \times (P/F, 10\%, 5) + 500 \times 10\% \times (P/A, 10\%, 5) \\ &= 500 \times 0.6209 + 50 \times 3.7908 \\ &= 500(\text{元}) \end{aligned}$$

若票面利率为 12%:

$$\begin{aligned} \text{债券发行价格} &= 500 \times (P/F, 10\%, 5) + 500 \times 12\% \times (P/A, 10\%, 5) \\ &= 500 \times 0.6209 + 60 \times 3.7908 \\ &= 537.9(\text{元}) \end{aligned}$$

从上面计算结果可见,上述三种情况分别以折价、平价、溢价发行。在上面的计算中使用的利率是复利年利率,当债权以单利计息,到期一次还本付息时,即使市场利率与票面利率相同,也不应是面值发行。

【例 3-8】 根据例 3-7 资料,改成单利计息,到期一次还本付息,其余资料不变。

【解析】 若票面利率为 8%:

$$\begin{aligned} \text{债券发行价格} &= 500 \times (1 + 8\% \times 5) \times (P/F, 10\%, 5) \\ &= 700 \times 0.6209 \\ &= 434.63(\text{元}) \end{aligned}$$

若票面利率为 10%:

$$\begin{aligned} \text{债券发行价格} &= 500 \times (1 + 10\% \times 5) \times (P/F, 10\%, 5) \\ &= 750 \times 0.6209 \\ &= 465.68(\text{元}) \end{aligned}$$

若票面利率为 12%:

$$\begin{aligned}\text{债券发行价格} &= 500 \times (1 + 12\% \times 5) \times (P/F, 10\%, 5) \\ &= 800 \times 0.6209 \\ &= 496.72(\text{元})\end{aligned}$$

五、融资租赁

融资租赁,又称财务租赁、资本租赁。融资租赁是承租人为融通资金,在契约或合同规定的期限内出租人将其租赁物出租给承租人使用以收取租金为条件的一种经济行为。

1. 融资租赁的特点

融资租赁区别于通常的经营租赁,其主要特点有如下。

- (1) 一般由承租人向出租人提出正式申请,由出租人融通资金引进用户所需设备,然后再租给用户使用。
- (2) 租期较长,一般为租赁物寿命的一半以上。
- (3) 租赁合同稳定,禁止承租方毁约。
- (4) 租约期满后的处理比较灵活,可将租赁物作价转让给承租人。
- (5) 在租赁期间内,出租人不提供租赁物维修和保养等方面的服务,承租人计提折旧。

2. 融资租赁的形式

(1) 直接租赁。它是指承租人直接向出租人租入所需要的设备,并付租金。直接租赁涉及的当事人包括出租人、承租人、制造商。出租人需要按照承租人的要求向制造商订购出租人需要的相关设备,承租人需要在设备承租期向出租人支付租金。

(2) 售后回租。这是资金短缺企业解决资金需求的一种方式。例如,一家企业虽然拥有生产设备,但因缺乏资金而无法进行正常的生产经营,于是,将某设备卖给出租人,然后再将设备租回使用。由此形成售后回租的租赁关系。由于企业的设备所有权已经转化为设备使用权,在此期间,该企业要按期支付租金。企业由于出售设备获得了可以购买原材料等生产物资的资金,企业的生产经营活动可以正常开展。

(3) 杠杆租赁。这种租赁要涉及出租人、承租人、制造商和金融机构四方当事人。由于这种租赁利用了金融机构的贷款资金,使出租人的业务规模扩大,获得了负债经营的杠杆效应,因此称为杠杆租赁。

3. 融资租赁租金计算

融资租赁租金计算方法可以采用平均分摊法和等额年金法。

租金构成 = 设备价款 + 租息(融资成本 + 租赁手续费)

(1) 平均分摊法计算

$$R = \frac{(C - S) + I + F}{N}$$

式中: R 为每次应付租金数额; C 为租赁设备的购置成本; S 为转让价; I 为租赁期间的利息;

F 为租赁期间的手续费; N 为租赁期间租金支付次数。

【例 3-9】 某企业向租赁公司租入一台设备,设备价款 100 万元,租期 5 年,预计租赁期满租入企业支付的转让价为 5 万元,年利率 10%,手续费为价款的 2%,租金每年末支付一次。要求:计算该企业每年应付租金数额。

$$\begin{aligned} \text{【解析】} \quad R &= \frac{(100-5) + [100 \times (1+10\%)^5 - 100] + 100 \times 2\%}{5} \\ &= 31.61(\text{元}) \end{aligned}$$

(2) 等额年金法

$$\text{后付租金 } R = \frac{C - S(P/F, i, n)}{(P/A, i, n)}$$

$$\text{先付租金 } R = \frac{C - S(P/F, i, n)}{(P/A, i, n-1) + 1}$$

【例 3-10】 仍用例 3-9 资料,分别对以下三种情况用等额年金法计算该企业每年应付租金金额:①租赁费为 12%,租金在每年年末支付;②租赁费为 12%,租金在每年年初支付;③租金在每年年末支付,但租赁手续费在租入设备时一次付清。要求:计算租金。

$$\begin{aligned} \text{【解析】} \quad R_1 &= \frac{100-5 \times (P/F, 12\%, 5)}{(P/A, 12\%, 5)} \\ &= \frac{100-5 \times 0.5674}{3.6048} = 26.95(\text{万元}) \\ R_2 &= \frac{100-5 \times (P/F, 12\%, 5)}{(P/A, 12\%, 5-1) + 1} \\ &= \frac{100-5 \times 0.5674}{3.0373+1} = 24.07(\text{万元}) \\ R_3 &= \frac{100-5 \times (P/F, 10\%, 5)}{(P/A, 10\%, 5) + 1} \\ &= \frac{100-5 \times 0.5674}{3.7908+1} = 20.28(\text{万元}) \end{aligned}$$

六、商业信用

商业信用是指商品交易中的延期付款或延期交货所形成的借贷关系,是企业之间的一种直接信用关系。商业信用,又称商业信用融资,是一种形式多样、适用范围很广的短期资金。商业信用的具体形式包括应付账款、应付票据、预收账款等。

1. 商业信用筹资的方法

商业信用筹资的基本方法有以下两种。

(1) 卖方向买方提供赊销而形成的信用,从买方的角度看,是一种利用应付账款的筹资渠道,商品的加价部分是买方筹资的成本。

(2) 卖方给予现金折扣获取买方提前付款而形成的信用,从卖方的角度看,是一种利用预收账款或者减少应收账款的筹资渠道,现金折扣是卖方筹资的成本。

2. 商业信用的影响因素

(1) 商业信用筹资的有利因素:①商业信用容易获得;②企业有较大的机动权;③企业一般不用提供担保。

商业信用筹资的最大优越性在于容易取得,对于多数企业来说,商业信用是一种持续性的信用形式,且无须办理复杂的筹资手续。

(2) 商业信用筹资的不利因素:①商业信用筹资成本高;②商业信用筹资使企业风险控制的难度增加;③商业信用筹资期限短,还款压力大;④商业信用筹资受外部影响较大。

本章小结

(1) 筹资。筹资是指企业根据其生产经营、对外投资及调整资本结构的需要,通过筹资渠道和资金市场,并运用筹资方式,经济有效地为企业筹集所需的资金。

(2) 筹资的动机。筹资管理的动机是在满足生产经营需要的情况下,以较低的筹资成本付出和较小的筹资风险,获取同样多的资金或较多的资金。但每次具体的筹资活动则往往是受特定动机的驱使。筹资动机对筹资行为和结果会产生直接的影响,在实践中,企业筹资的具体动机归纳起来有四类:新建筹资动机、扩张筹资动机、偿债筹资动机和混合筹资动机。

(3) 筹集资金的要求。企业筹集资金的基本要求是讲求资金筹集的综合经济效益。

(4) 筹集资金的种类。企业筹集的资金可按不同方式进行不同的分类,按资金使用期限的长短,分为短期资金和长期资金;按资金的来源渠道,分为权益资金和负债资金;按资金的取得方式不同,企业筹资分为内部筹资和外部筹资;按筹资活动是否通过金融机构,企业筹资可分为直接筹资和间接筹资。

(5) 筹资渠道。筹资渠道是指筹集资金来源的方向与通道,体现资金来源与供应量。我国企业目前筹资渠道主要有以下几种:国家财政资金、银行信贷资金、非银行金融机构资金、其他企业资金、居民个人资金、企业自留资金。

(6) 筹资方式。筹资方式是指企业筹集资金所采用的具体形式。目前我国企业的筹资方式主要有以下几种。吸收直接投资;发行股票;利用留存收益;商业信用;发行债券;融资租赁;银行借款。

(7) 资金需要量预测有定性预测分析和定量预测分析两种方法。定性预测法是指利用直观的资料,依靠个人的经验和主观分析、判断能力,预测未来资金需求量的方法。定量预测法是根据相关的历史资料和市场数据,通过建立数学模型等进行数据分析,再进行成本效益比较,从而找出合理筹资数量和方式的方法。本书主要介绍了定量预测法的因素分析法和销售百分率法。

(8) 权益资金。权益资金又称自有资金,是企业依法取得并长期拥有、自主调配使用的资金。按国际惯例,权益资金一般包括投入资本和留存收益两部分。权益资金的筹集主要有吸收直接投资、发行普通股股票和优先股票、利用内部留存收益。

(9) 权益筹资方式的特点比较如表 3-6 所示。

表 3-6 权益筹资方式的特点比较

项目	资 本 成 本	财务风险	控制权	筹资数额
普通股	最高	无	分散	
留存收益	与普通股类似,只不过无筹资费	无	不影响	有限
优先股	低于普通股	有	不影响	

(10) 权益筹资方式的优缺点比较如表 3-7 所示。

表 3-7 权益筹资方式的优缺点比较

筹资方式	优 点	缺 点
普通股筹资	① 不需要偿还本金 ② 没有固定的利息负担,财务风险低 ③ 能增强企业实力	① 资金成本较高 ② 公司的控制权容易分散
优先股筹资	① 增强企业实力和负债的能力 ② 没有还本的压力 ③ 不会分散企业的控制权 ④ 股利固定,在企业盈利能力较强时,可以为普通股股东创造更多的股利	① 资金成本比负债资金的资金成本高 ② 固定的股利支付会给企业很大的压力
企业留存收益	① 可以避免办理各种筹资手续和节省筹资费用 ② 可以增强企业财务实力,降低资金成本,避免财务风险 ③ 提高企业信誉	筹资数额有限

(11) 负债筹资。负债筹资是指企业以已有的自有资金作为基础,为了维系企业的正常营运、扩大经营规模、开创新事业等,产生财务需求,发生现金流量不足,通过银行借款、发行债券、融资租赁和商业信用等形式吸收资金,并运用这笔资金从事生产经营活动,使企业资产不断得到补偿、增值和更新的一种现代企业筹资的经营方式。

(12) 负债融资与权益筹资特点比较如表 3-8 所示。

表 3-8 负债融资与权益筹资特点比较

区别点	负 债 融 资	权 益 融 资
资本成本	低(利息可抵税;投资人风险小,要求回报低)	高(股利不能抵税;股票投资人风险大,要求回报高)
公司控制权	不分散控制权	会分散控制权
筹资风险	高(到期偿还;支付固定利息)	低(无到期日,没有固定的股利负担)
资金使用的限制	限制条款多	限制少

(13) 长期负债与短期负债特点比较如表 3-9 所示。

表 3-9 长期负债与短期负债的特点比较

区别点	长 期 负 债	短 期 负 债
资本成本	高	低
筹资风险	低	高(期限短,还本付息压力大)
资金使用的限制	限制条款多	限制相对宽松
筹资速度	慢	快(容易取得)

(14) 负债筹资之间特点比较如表 3-10 所示。

表 3-10 负债筹资之间的特点比较

区别点	银行借款	债券融资	融资租赁
资本成本	低(利息率低,筹资费低)	高	最高(租赁费用较高)
筹资速度	快(手续比发行债券简单)	慢	快(能及时获得所租资产的使用权)
筹资弹性	大(可协商,可变更性比债券好)	小	大(可避免长期借款筹资所附加的多种限制性条款,为企业经营提供更大的弹性空间)
筹资对象及范围	对象窄,范围小	对象广,范围大	对象窄,范围小
资产投资的风险	企业自己承担借入资金投资资产的风险	企业自己承担借入资金投资资产的风险	减少对所租资产投资的风险

自测练习

一、单项选择题

1. 下列各项属于优先股的优先权是()。
- A. 优先配股权B. 优先转让权C. 优先经营决策权D. 优先分配股利权
2. 融资租赁实际上是出租人提供给承租人使用固定资产的一种()。
- A. 信用业务B. 买卖业务C. 租赁业务D. 服务业务
3. 根据我国有关规定,股票不得()。
- A. 平价发行B. 溢价发行C. 折价发行D. 市价发行
4. 下列各项中,不能作为银行借款抵押品的是()。
- A. 无形资产B. 固定资产C. 原材料D. 债券
5. 普通股每股净资产反映了普通股的()。
- A. 票面价值B. 市场价值C. 投资价值D. 账面价值
6. 某公司从租赁公司租入一台价值为 4 000 万元的设备,租赁合同规定:租期 10 年,租金每年年初支付一次,利率 8%,租赁手续费按设备价值的 4% 支付,租赁期满后设备无偿交归该公司所有。租金包括租赁资产的成本、成本利息和租赁手续费,其中租赁手续费按租期平均计算。则该公司每年应支付的租金为() 万元。
- A. 588. 24B. 654. 12C. 627. 16D. 567. 96
7. 某企业按年利率 10% 向银行借款 20 万元,银行要求保留 20% 的补偿性余额。那么企业该项借款的实际利率为()。
- A. 10%B. 12. 5%C. 20%D. 15%
8. 下列项目中,不属于融资租赁租金构成项目的是()。
- A. 租赁设备的价款B. 租赁期间的利息C. 资料手续费D. 租赁设备维护费

9. 采用销售百分率法预测资金需要量时,下列视为非敏感项目的是()。
- A. 应付款项 B. 存货 C. 应收账款 D. 公司债券
10. 下列筹资方式中,常用来筹措短期资金的是()。
- A. 发行股票 B. 发行债券 C. 商业信用 D. 融资租赁

二、多项选择题

1. 企业权益性筹资方式有()。
- A. 吸收直接投资 B. 发行债券
C. 发行优先股 D. 发行普通股
2. 下列属于融资租赁形式的有()。
- A. 直接租赁 B. 售后回租
C. 服务租赁 D. 杠杆租赁
3. 普通股的特点是()。
- A. 有经营管理权 B. 有盈利分配权
C. 有优先认股权 D. 有优先分配财产权
4. 向银行借款筹资的优点是()。
- A. 筹资金额多 B. 筹资速度快
C. 筹资灵活性强 D. 筹资成本低
5. 融资租赁租金的构成内容有()。
- A. 租赁设备的价款 B. 利息
C. 租赁手续费 D. 租赁设备维修费
6. 下列筹资方式中属于负债筹资的有()。
- A. 银行借款 B. 发行债券
C. 融资租赁 D. 留存收益
7. 负债筹资在资金结构中产生的影响是()。
- A. 负债的节税功能 B. 加大财务风险
C. 具有财务杠杆作用 D. 分散股东控制权
8. 影响债券发行价格的主要因素包括()。
- A. 债券面值 B. 票面利率
C. 市场利率 D. 债券期限
9. 在下列各项中,能引起企业自有资金增加的方式有()。
- A. 吸收直接投资 B. 发行普通股
C. 利用商业信用 D. 留存收益转增资本
10. 对企业而言,发行普通股的优点是()。
- A. 提高公司信誉 B. 降低财务风险
C. 降低企业资金成本 D. 适应不受限制

三、判断题

1. 企业负债比率越高,财务风险越大,因此负债对企业总是不利的。 ()
2. 被少数股东所控制的企业,为了保证少数股东绝对控制权,一般倾向于采用优先股或负债方式筹资,而尽量避免用普通股筹资。 ()

3. 在计算债券成本时,债券筹资额应按发行价格确定,而不应该按面值。 ()
4. 留存收益是企业经营中的内部积累,这种资金不是向外界筹措的,因而它不会发生资金成本。 ()
5. 债券利息与优先股股息都作为财务费用在税前支付。 ()
6. 吸收直接投资按投资主体不同,可将资本金分为国家资本金、法人资本金、个人资本金、外商资本金。 ()
7. 企业资金的来源只有两种:投资人提供的权益资金、债权人提供的负债资金。 ()
8. 吸收投资中的出资人都是企业的所有者,但他们对企业并不一定具有经营管理权。 ()
9. 融资租赁主要是解决企业短期资金不足的需要。 ()
10. 相对于银行借款筹资而言,发行债券的筹资风险更大。 ()

四、思考题

1. 简述企业筹资的动机与要求。
2. 简述企业筹资的渠道和方法。
3. 什么是权益筹资? 什么是股票? 简述股票筹资的种类及其缺点。
4. 什么是优先股? 有哪些特点? 普通股筹资与优先股的区别是什么?
5. 什么是负债筹资? 债券发行资格有哪些方面的要求?
6. 股票与债券有哪些区别?
7. 银行借款的程序和信用条件有哪些?
8. 什么是商业信用? 商业信用筹资的优缺点有哪些?

五、计算题

1. 某企业向银行协商的借款信贷额度为 1 000 万元,向银行借款年利率 5%,补偿性余额比例为 15%。承诺费率为 3%,该企业年度内实际借款额为 800 万元。
 - (1) 计算企业实际借款利率。
 - (2) 计算该企业应向银行支付的承诺费。
2. 企业拟发行面值为 100 元的债券一批,该债券期限 5 年,票面利率 5%,到期一次还本付息。
 - (1) 按单利计息方式,计算市场利率为 4%、5%、6%时的发行价格。
 - (2) 按复利计息方式,计算市场利率为 4%、5%、6%时的发行价格。
3. 企业向租赁公司租赁一套设备,设备原价 500 万元,租赁期 10 年,期满时企业支付的转让价为 10 万元,借款年利率按 8%计算,租赁手续费费用按设备原价的 3%计算,租金在每年期末支付一次。按下列情况分别计算每年应交租金金额(结果保留 2 位小数)。
 - (1) 采用平均分摊法。
 - (2) 采用等额年金法,手续费在租入时一次付清。
 - (3) 采用等额年金法,手续费摊入租金,租赁双方商定租赁费率为 10%。
 - (4) 采用等额年金法,条件同(2),但每年租金要求在年初支付。

案例分析

互联网巨头的合并案

互联网巨头美国在线(AOL)与传媒巨人时代华纳(Time Warner)在2000年1月10日宣布了合并计划。合并后的新公司命名为“美国在线时代华纳公司”(AOL Time Warner),被媒体称为全球第一家面向互联网世界的综合性大众传播及通信公司。合并方式是采取换股方式(股票对价方式)的新设合并。根据双方董事会批准的合并条款,时代华纳公司的股东将按1:1.5的比率置换新公司的股票,美国在线股东的换股比率为1:1。合并后原美国在线的股东将持有新公司55%的股票,原时代华纳公司的股东将拥有新公司45%的股票。美国在线当前市值为1640亿美元,时代华纳为970亿美元。对美国在线而言,合并对其股票的估值实际上仅是市场价格的75%。而时代华纳在这次合并中的价格已达到了1500亿美元,远远超过其合并前的市值。AOL和Time Warner的合并将成为有史以来最大的一起并购案。

问题:

- (1) 何谓股票对价方式,它的优缺点有哪些?
- (2) 主并公司选择目标公司时应遵循哪些标准?
- (3) 这个案例给你哪些启示?

要点提示:

- (1) 股票对价方式指主并公司通过增发新股换取目标公司的股权的价格支付方式。

优点:①可以避免大量流出现金;②购并后能够保持良好的现金支付能力,减少财务风险。缺点:①可能会稀释主并公司原有的股权控制结构与每股收益水平;②倘若主并公司原有资本结构比较脆弱,极易导致被购并;③若无法掌握控制权,就无法取得购并整合后的综合效应;④不适合非上市公司应用。

(2) 主并公司选择目标公司时应遵循的标准有:①收购目标公司成本较低。②目标公司环境优越。③目标公司与主并公司经营范围相似,购并后有利于增强主并公司的核心竞争力。④目标公司具有较大的发展潜力。

(3) 启示:①购并目标公司应以增强主并公司的核心竞争力为前提。②购并公司应选择恰当的时机进行低成本收购。③股票对价方式进行收购可以避免大量现金流出,是一种高效的方式。

实训操作

ABC公司筹资决策

【实训目的】 增强对企业筹资管理的感性认识;掌握筹资的基本目的;熟练运用筹资渠道和筹资方法;培养计算筹资成本、筹资风险、资本结构及其弹性的能力。

【实训组织】 全班分成A、B、C三个组,模拟公司进行筹资。A、B、C公司计划投资某一项目,原始投资额为100万元,该公司拟采用发行债券和优先股的方式筹集资金,拟平价

发行面值为 500 元,票面年利率为 5%,每年付息一次,期限为 5 年的债券 1 600 张;剩余资金以发行优先股的方式筹集,固定股息率 8%,所得税税率为 40%。

【实训提示】 教师提出活动前准备及注意事项,同时随队指导。要求各组计算债券成本、优先股成本和项目综合资本成本(筹措费率忽略不计)。

【实训成果】 各组汇报,教师讲评。

阅读材料

股票简史

1. 世界股史

股票至今已有将近 400 年的历史,它伴随着股份公司的出现而出现。随着企业经营规模扩大与资本需求不足,需要一种方式来让公司获得大量的资本金,于是产生了以股份公司形态出现的,股东共同出资经营的企业组织。股份公司的变化和发展产生了股票形态的融资活动;股票融资的发展产生了股票交易的需求;股票的交易需求促成了股票市场的形成和发展;而股票市场的发展最终又促进了股票融资活动和股份公司的完善和发展。股票最早出现于资本主义国家。

世界上最早的股份有限公司制度诞生于 1602 年在荷兰成立的东印度公司。股份公司这种企业组织形态出现以后,很快为资本主义国家广泛利用,成为资本主义国家企业组织的重要形式之一。伴随着股份公司的诞生和发展,以股票形式集资入股的方式也得到发展,并且产生了买卖交易转让股票的需求。这样,就带动了股票市场的出现和形成,并促使股票市场完善和发展。1611 年东印度公司的股东们在阿姆斯特丹股票交易所进行股票交易,并且后来有了专门的经纪人撮合交易,阿姆斯特丹股票交易所形成了世界上第一个股票市场。现股份有限公司已经成为最基本的企业组织形式之一;股票已经成为大企业筹资的重要渠道和方式,亦是投资者投资的基本选择方式;股票市场(包括股票的发行和交易)与债券市场成为证券市场的重要基本内容。

2. 中国股史

1916 年,孙中山与沪商虞洽卿共同建议组织上海交易所股份有限公司,拟具章程和说明书,呈请农商部核准。1920 年 2 月 1 日,上海证券物品交易所在总商会开创立会。2 月 6 日交易所召开理事会,选举虞洽卿为理事长。农商部终于在 1920 年 6 月批准在上海设立证券物品交易所,运作模式引用日本所,还聘请了日本顾问。1920 年 7 月 1 日,上海证券交易所开业,采用股份公司形式,交易标的分为有价证券、棉花等 7 类。这就是近代中国最早的股票。

中国股票发行已经历了清政府、北洋政府、国民政府(中间还隔有汪伪政府)、新中国人民政府等几届政府。使用购买股票的币种有银两、法币、中储券、关金券、人民币。如今,收藏界把这百余年发行的股票进行分组:分为清代、民国、解放区、新中国、新时期、上市公司股票再加股票认购证。