

的关键,分配活动是基于投资成果进行的,体现了公司投资与筹资的目标要求。

1. 筹资活动

筹资活动是公司财务管理的首要环节,公司发行股票、发行债券、取得借款、赊购、融资租赁等都属于筹资活动,筹资是公司投资的基础。在筹资活动中,公司应根据发展战略和投资计划确定各个时期公司总体的筹资规模,以保证投资所需资金;同时,要通过筹资渠道、筹资方式或工具的选择,合理确定资本结构,降低筹资成本和风险,提高公司价值。

2. 投资活动

投资活动是指公司资金的运用,是为了获得收益或避免风险而进行的资金投放活动。例如,购建厂房、设备,形成生产能力;采购原材料、物资等保障生产顺利进行。公司可以将货币资金、原材料、机器设备等投入其他单位,以达到扩大经营、分享利润、分散风险等多种目的。公司还可以通过金融市场投资于股票、债券,以取得收益或实现对其他公司的控制。投资是财务活动的关键环节,它不仅对资金筹集提出要求,还决定着企业的未来经济效益。在投资过程中,公司必须考虑投资规模;同时,公司还必须通过投资方向和投资方式的选择,确定合理的投资结构,以提高投资效益、降低投资风险。

3. 资金营运活动

公司资金的周转是伴随着日常生产经营循环来实现的。具体表现为,公司在运用资金采购原材料、物资并由生产者对其进行加工,直至将其加工成可供销售的商品,同时向生产者支付劳动报酬以及各种期间费用。当公司用资金补偿生产经营过程所发生的这些耗费时,会引起资金流出公司。当产品实现销售、收回货款时,会使资金流入公司。在生产经营过程中,由于公司出现临时资金短缺而无法满足经营所需时,需要通过借入短期债务等方式获得所需资金,这会引发资金流入公司。因此,由公司的日常经营活动而引起的各种资金收支活动就是公司的资金营运活动,资金营运活动是公司日常资金管理的重要环节。公司可通过对货币资金、应收款项、存货等流动资产进行科学管理,避免流动资产周转过程中产生流失和沉淀,提高资金营运效率。

4. 收益、利润分配活动

公司的产品通过销售,取得销售收入,使成品资金又转化为货币资金,从而实现了产品的价值,这不仅可以弥补产品成本和费用,又可实现公司净收入,使资金得以增值。公司获得投资收益,使货币资金经历投资过程实现增值,即资本增值。利润分配一般指公司对其所实现的净利润进行的分配活动。利润分配要解决的问题是在公司获得的税后利润中,有多少分配给投资者、有多少用于公司职工的奖励、有多少留在公司作为再投资之用。如果利润发放过多,留存于公司的利润就会减少,这样会影响公司再投资能力,使未来收益减少,不利于公司长期发展;如果利润分配过少,可能引起投资者以及职工不满。因此,公司必须根据实际情况制定出公司最佳的利润分配政策。

1.1.3 公司财务关系

公司的财务活动是以公司为主体进行的,公司作为法人在组织财务活动过程中,必然与公司内部、外部有关各方发生经济利益关系,这就是公司的财务关系。公司的财务关系可概括为七个方面。

1. 公司与国家行政管理者之间的财务关系

作为国家行政管理者的政府,担负着维护社会正常秩序、保卫国家安全、组织和管理社会活动等任务。政府为完成这些任务,必然无偿参与公司利润的分配。公司从事生产经营活动所取得的各项收入应按照税法的规定依法纳税,从而形成公司与国家税务机关之间的财务关系。在市场经济条件下,任何公司都有依法纳税的义务,以保证国家财政收入的实现,满足社会公共需要。因此,公司与国家税务机关之间的财务关系体现为公司在妥善安排税收筹划的基础上依法纳税和依法征税的权利、义务关系,是一种强制和无偿的分配关系。

2. 公司与投资者之间的财务关系

公司与投资者之间的财务关系是指投资者依法向公司投入资金,形成公司实收资本,公司向其投资者支付投资收益所形成的财务关系。公司投资者主要有:国家、法人单位、外商、个人,它具体表现为独资、控股和参股关系。公司作为独立的经营实体,独立经营,自负盈亏,实现投资者资本的保值与增值。投资者以出资人的身份,参与公司税后利润的分配。公司与投资者之间的财务关系体现为所有权性质的投资与被投资关系。

3. 公司与债权人之间的财务关系

公司与债权人之间的财务关系是指公司按照合同、协议向债权人借入资金,并按规定还本付息所形成的财务关系。公司除了利用投资者投入资本进行生产经营活动外,还要借入一定数量的资金,弥补公司资金的不足,扩大生产经营规模。公司的债权人主要有:银行等金融机构、商业信用提供者、其他出借给公司资金的单位或个人、公司债券持有者。公司同债权人的财务关系在性质上属于债权与债务关系。在这种关系中,债权人一般不能直接参与公司经营管理,对公司的重大活动不享有表决权,也不参与公司剩余利润分配,但在公司破产清算时享有优先求偿权。因此,债权人投资的风险相对较小,收益也较低。

4. 公司与被投资者之间的财务关系

公司与被投资者之间的财务关系是指公司以购买股票或直接投资的形式向其他公司投资所形成的经济关系。随着市场经济的不断深入发展,公司经营规模和经营范围的不断扩大,这种关系将会越来越广泛。公司向外单位投资应当按照合同、协议的规定,按时、足额地履行出资义务,取得相应的股份从而参与被投资公司的经营管理和利润分配。被投资公司接受投资后必须将实现的税后利润按照规定的分配方案在不同的投资者之间进行分配。公司投资的最终目的是取得收益,但也存在一定的投资风险。投资风险越大,要求的收益就越高。

5. 公司与债务人之间的财务关系

公司与债务人之间的财务关系是指公司将资金以购买债券、提供贷款或商业信用等形式出借给其他单位所形成的经济关系。公司将资金借出后,有权要求其债务人按约定的条件支付利息和归还本金。公司在提供信用的过程中,一方面会产生直接的信用收入;另一方面也会发生相应的机会成本和坏账损失的风险,公司必须在两者之间进行权衡。

6. 公司内部各单位之间的财务关系

公司与内部各单位之间的财务关系是指公司内部各单位之间在生产经营各环节中相

2) 财务管理与公司各方面具有广泛联系。

在公司中,一切涉及资金的收支活动,都与财务管理有关。事实上,公司内部各单位与资金不发生联系的现象是很少见的。因此,财务管理的触角伸向公司经营的各个环节。每一个单位都会通过资金的使用与财务部门发生联系。每一个单位也都要在合理使用资金、节约资金支出等方面接受财务部门的指导,受到财务制度的约束,以此保证公司经济效益的提高。

3) 财务管理能迅速反映生产经营状况。

公司的财务状况是经常变动的,而对公司的经营状况具有很强的敏感性。各种经济业务的发生,特别是经营决策的得失、经营行为的成败,会及时在财务状况中表现出来。成品资金居高不下,往往表明产品积压严重;资金周转不灵,往往反映销售货款未及时收回,以至于不能按时支付购货价款或到期债务。财务管理部门通过向相关公司管理者提供财务信息,以便对生产经营活动进行适时控制。

2. 财务管理的内容

财务管理是基于公司再生产过程中客观存在的财务活动和财务关系而产生的,是组织公司财务活动、处理公司财务关系的一项经济管理工作,是公司管理的重要组成部分。公司生产经营活动复杂多样,决定了公司管理必须包括多方面的内容,例如,生产管理、技术管理、人力资源管理、总务管理、营销管理、信息管理和财务管理等。各项管理活动是相互联系、密切配合的,同时又有科学的分工,具有各自的特点。根据公司财务活动的内容,公司财务管理主要包括:筹资管理、投资管理、资金营运管理、成本费用管理、收益分配管理。此外,还包括公司重组与清算财务管理、国际财务管理、集团财务管理。它们是构成公司财务管理的不可分割的统一体。

1.1.6 财务管理的产生与发展

财务管理是从人类生产经营活动中分离出来的一项独立的管理工作,成为一门独立的学科则较晚。财务管理的概念、理论和方法的形成经历了较为漫长的过程。

在西方,财务管理的萌芽可以追溯到15~16世纪。那时,地中海沿岸的一些城市商业得到了迅速发展,商业公司的产生和发展需要商业资本,因此出现了一些商业组织,它们向社会公众筹资入股,按股份分红,这就是最原始的公司财务活动。17~18世纪,随着资本的原始积累和生产规模的扩大,股份公司逐渐发展成为一种典型的公司组织形式。尤其是19世纪50年代以后,随着西方国家产业革命的完成,制造业的迅速崛起,公司规模不断扩大,公司生产经营发展所需的资金越来越多。股份公司迅速发展,专业化的财务管理应运而生。财务管理实践的发展,促使财务管理的理论和方法逐渐成形。美国财务学者格林(Thomas Green)于1897年出版了《公司财务管理》(Corporation Finance),阐述了公司资本筹集问题。1910年,米德(Edward Meade)也出版了《公司财务管理》(Corporation Finance),进一步研究了与公司外部筹资有关的其他问题,例如,公司发起、出售证券、公司合并、租赁等。这些财务管理专著的出现,标志着财务管理理论的初步形成。西方国家的财务管理发展主要经历了三个阶段。

1. 筹资财务管理阶段

19 世纪末 20 世纪初,随着资本主义发展,公司迅速发展壮大,竞争更加激烈。为了扩大规模,应对竞争,公司面临的主要问题是:如何为日益扩展的业务规模筹集生产经营所需的资金,于是,筹资决策就成为财务管理的核心问题。财务管理所要解决的问题是:公司有哪些资金来源?应当通过何种方式筹集资金?与公司成立、兼并和证券发行等有关的财务活动如何展开?这一阶段公司财务管理的主要任务是如何有效筹集公司发展所需要的资本以及合理安排资本结构。

2. 资金营运管理阶段

20 世纪 30 年代,西方经济大萧条,公司资金周转困难,支付能力下降,大量公司相继破产。为了公司的生存与发展,财务管理的重心从外部扩张的资本筹集转到内部财务管理上。在这一阶段,公司财务管理更注重合理运用公司拥有或控制的经济资源,提高公司的偿债能力,加强财务分析和规划,提高资金的使用效益。

3. 投资财务管理阶段

20 世纪 50 年代末,尤其是 60 年代后,西方经济迅速恢复,生产技术高度发展,产品产量迅猛增加。为寻找产品出路,拓宽原材料和人力资源渠道,降低生产成本,公司逐渐向国外发展,跨国公司开始形成。世界市场日益繁荣,公司之间的竞争也日益剧烈。在此条件下,财务管理从方法到内容均发生了根本性变革,即财务管理从单纯的筹资管理和资金营运管理,发展为涉及多方面经济利益的投资和收益分配管理。资本预算技术日益完善,货币时间价值受到普遍关注,随着项目投资评价方法的发展,资本与资产在公司内部的有效配置也受到高度重视。财务管理逐渐形成以公司价值为目标,以风险收益分析和时间价值计算为基础,以预算管理、投资评价和财务分析为内容的一整套方法体系。财务管理随着信息技术的快速发展而日趋先进,各种数学模型也被运用于处理各种复杂的财务问题中。当前,西方财务管理活动已渗透到公司生产经营的各个方面,已扩展到包括筹资决策、投资组合、风险管理、公司估价、并购与重组、跨国公司财务管理等关系公司生产与发展的重要方面。

我国财务管理的发展分为两大阶段。第一阶段,1978 年以前,公司财务管理工作是在高度集中的计划经济体制和相应的财政体制下建立和发展起来的,政府对公司财务管理工作的开展起直接作用。第二阶段,1978 年之后,随着经济体制和公司经营机制改革的不断深化,财务管理逐步回归公司,财务管理的内容也日益丰富。

1.2 财务管理的目标

1.2.1 财务管理目标的特征

财务管理的目标是指公司在特定的经营环境中,通过组织财务活动,处理财务关系所要达到的目的。它具有稳定性、多元性、层次性和可计量性四个基本特征。

1. 稳定性

任何一种财务管理目标,都是一定政治、经济环境的产物。随着财务管理环境的变

经营者与投资者目标的不完全一致,导致经营者有可能为了自身的目标而背离股东目标,例如,不愿意为提高股价而冒险,因为股价上涨的好处将归于股东;加大公司开支为自己谋福利,如装修豪华的办公室,购买高档汽车等;蓄意压低股票价格,再以自己的名义买回,导致股东财富受损,自己从中获利。

2) 协调投资者与经营者的矛盾

为了协调投资者与经营者的矛盾,防止经营者背离股东目标,采用的方法主要有以下三种。

一是股东监督。经营者掌握公司实际的经营控制权,对公司财务信息的掌握远远多于股东,因而容易出现“内部人控制”的现象。为了协调这种矛盾,就要加强对经营者的监督,并采取必要的措施。例如,要求经营者定期公布财务报表,及时向投资者通报公司的经营情况和财务状况;实行定期审计制度,若发现经营者有损害公司利益的行为,及时予以纠正。但监督只能减少经营者违背股东意愿的行为,另外股东是分散的,得不到充分的信息,全面监督实际上做不到,还会受到监督成本的制约。

二是经营激励。将经营者的经营绩效与其所得报酬联系起来,使经营者分享公司增加的财富,鼓励他们自觉采取符合股东目标的行为。例如,允许经营者在未来某个时期以约定的固定价格购买一定数量的公司股票,股票价格提高后,经营者自然获取股票涨价利益;以财务指标,如每股收益、资产报酬率、净资产收益率、资产周转率等指标对经营者的绩效进行考核,给予经营者以现金、股票奖励。但激励作用与激励成本相关,报酬太低,起不到激励作用;报酬太高,又会加大股东的激励成本,减少股东的自身利益。可见,激励也只能减少经营者违背股东意愿的行为,不能解决全部问题。通常情况下,公司采用监督和激励相结合的办法使经营者的目标与公司目标协调起来,力求使监督成本、激励成本和经营者背离股东目标的损失之和最小。

三是外部督导。除了股东监督和经营激励之外,由于外部市场竞争的作用,也促使经营者把公司价值最大化作为公司的财务目标。这种外部作用主要来源于两个方面:其一是经营者人才市场评价。经营者人才作为一种人力资源,其价值是由市场决定的。来自资本市场的信息反映了经营者的经营绩效,公司股价高说明经营者经营有方,股东财富增加,同时经营者在人才市场上的价值也高,聘用他的公司会向他付出高报酬。此时经营者追求利益最大的愿望便与公司价值最大化的目标一致。其二是公司被兼并的威胁。如果经营者管理不善或决策失误,将导致股票价格下跌,当股票价格下跌到一定水平时,就会有被其他公司兼并的危险。一旦被兼并,经营者在合并公司的地位一般都不高,有的甚至被解雇。这使得经营者为保住自己的地位,会竭尽全力使公司的股价最大化,这是和股东利益一致的。

2. 投资者与债权人的矛盾与协调

1) 投资者与债权人的矛盾

债权人把资金借给公司,希望能安全、及时地收回本金和利息。由于利息一般是固定的,因此债权人不希望公司投资高风险项目,也不希望公司因为举新债而降低偿债能力。投资者由于追求自身利益的需要可能未经债权人同意,要求经营者投资于比债权人预计风险要高的项目,这会增加公司违约风险。若高风险的项目一旦成功,超额收益由股东独

指在多种利率并存的条件下起决定作用的利率。所谓起决定作用是说,这种利率变动,其他利率也相应变动。在西方,基准利率通常是中央银行的再贴现率,在我国是中国人民银行对商业银行贷款的利率。套算利率是指各金融机构根据基准利率和借贷款项的特点而换算出的利率。

(2) 按借贷期内是否做调整,利率可分为固定利率和浮动利率。固定利率是指在借贷期内不随金融市场资金供求状况变化而波动,保持固定不变的利率。固定利率的好处是简便易行,其问题是当借款期限较长或市场利率变化较快时,借款人或贷款人会承受利率变动的风险。浮动利率是指在借贷期内随市场变化而做定期调整的利率。调整期限和调整所依据的市场利率的选择,由借贷双方在借贷关系发生时议定。采用浮动利率的好处是借贷双方承担的利率变化风险较小,但不足之处是利率确定和利息计算比较困难。

(3) 按利率变动与市场的关系,利率可分为市场利率和官定利率。市场利率是指在金融市场上有资金的供求双方通过竞争而形成的利率,随资本市场供求状况而变化。官定利率是指一国政府通过金融管理部门或者中央银行而确定的利率,它是由政府根据货币政策的需要和市场利率的变动趋势加以确定的。官定利率的确定体现了政府调节经济的意向。西方发达国家一般以市场利率为主,同时也有官定利率,但二者一般不会显著背离。

(4) 按是否包含通货膨胀因素,利率可分为名义利率和实际利率。名义利率是以名义货币表示的利息与本金之比。实际利率是以货币能够交换到的商品或劳务表示的利息与本金之比,即在物价不变从而货币购买力不变情况下的利率。名义利率包含了通货膨胀的影响,实际利率则剔除了通货膨胀的影响。在通货膨胀条件下,实际利率等于名义利率与通货膨胀率之差。市场表现出来的各种利率只能是名义利率,而实际利率却不能直接观察到,只能利用它与名义利率及通货膨胀之间的关系进行推测。

2) 利息率的决定因素

在金融市场上,利率是资金使用权的价格。其计算公式为

$$\text{利率} = \text{纯利率} + \text{通货膨胀附加率} + \text{风险附加率}$$

纯利率是指没有风险和通货膨胀情况下的平均利率。在没有通货膨胀时,国库券的利率可以视为纯利率。

通货膨胀附加率是指由于通货膨胀会降低货币的实际购买力,为弥补其购买力的损失而在纯利率的基础上加上的附加率。

风险附加率是指由于存在违约风险、流动性风险和期限风险而要求在纯利率和通货膨胀之外附加的利率。其中,违约风险附加率是指为了弥补因债务人无法按时还本付息而带来的风险,由债权人要求附加的利率;流动性风险附加率是指为了弥补因债务人资产流动性差而带来的风险,由债权人要求附加的利率;期限风险附加率是指为了弥补因偿债期长而带来的风险,由债权人要求附加的利率。

岛的电力供应商香港电灯公司的 34.9% 的股权,并于 1989 上半年时把鸭脷洲发电厂重建为香港岛大型屋苑,并命名为“海怡半岛”。1987 年,他收购加拿大石油公司赫斯基能源的股权,并首次登上《福布斯》富豪排行榜。1989 年,当外资企业大举撤资的时候,李嘉诚反而大举进军中国大陆市场,成为中国香港在中国大陆的最大投资者。北京的大型综合物业项目“东方广场”就是他的“得意杰作”。后来李嘉诚把中国大陆的投资项目组成长江基建。长江基建在中国的能源建设占有很重要的分量。

李嘉诚的成功不是偶然的,其成功固然与其勤奋努力分不开,最主要还是李嘉诚的经营理念。没有好的经营理念,再勤奋刻苦也可能遭受失败。李嘉诚最有名的座右铭是“发展中求稳健;稳健中求发展”。这句名言充分体现了李嘉诚在经营公司中特别关注公司的发展成长和风险均衡协调。公司高速发展成长必然要面临很大风险,发展过快可能使公司遭受灭顶之灾,墨守成规;不求进取,公司又不能成长,最终被竞争对手淘汰。所以,经营公司从财务管理角度来看就是要均衡“风险—收益”问题。本章将带您理解风险,达到化敌为友,化风险为收益,均衡风险与收益,为公司发展提供持久的动力。

(资料来源:百度百科. <http://baike.baidu.com/>)

【学习要点】

1. 了解风险的含义与分类;
2. 掌握证券收益与风险的度量方法;
3. 熟悉投资组合理论和资本资产定价模型的内容;
4. 掌握证券市场线的应用以及 β 系数的度量方法。

3.1 风险以及度量

3.1.1 风险的概念

1. 风险的概念

一般意义上,风险是指在一定条件下、一定时期内,某一项行动发生多种不同结果的可能性。人们一般可以事先估计采取某种行动可能导致的各种结果,以及每种结果出现的可能性大小,但无法确定最终结果是什么。例如,掷一枚硬币,我们可以事先知道硬币落地时有正面朝上和反面朝上两种结果,并且每种结果出现的可能性各一半,但谁也无法事先知道硬币落地时究竟是正面朝上还是反面朝上,这就是风险。

从财务管理角度而言,风险是指公司在财务活动中由于各种难以预料或无法控制的因素,使公司的实际收益与预期收益发生偏离程度。对公司而言,如果投资方案实际收益向正的方向偏离预期收益,公司获得比预期收益更多的收益,公司与期望收益已超额实现;当实际收益向负的方向偏离预期收益,公司可能会蒙受损失。例如,公司的预期收益率是 10%,而实际收益率是 25% 时,公司的预期收益率已超额实现;而当实际收益率是 -5% 时,公司遭受损失。可见,实际收益偏离预期收益的幅度越大,公司有可能遭受越大的损失,也有可能获得越大的收益。

风险有其自身的特点。首先,风险具有客观性。对于特定的投资活动而言,其风险大小是客观存在的,但是人们可以选择是否冒风险或者冒多大的风险。例如,投资国库券,其收益的不确定性较小;投资股票,则收益的不确定性大得多。到底是投资国库券还是投资股票,这是由人的主观意识决定的。但是一旦决定下来,风险的大小就无法再改变了。

其次,风险的大小会随着时间延续而变化。例如,某投资项目的成本,事先的预计可能不是很准确,实际成本与预计成本的差异可能较大,风险也较大,但越接近项目完工,预计的成本越准确。随着时间的延续,不确定性在缩小,风险也在缩小,项目完成,其结果也就完全肯定了。因此,风险是“一定时期内”的风险。

2. 财务决策

公司的财务决策,几乎都是在风险和不确定性的情况下进行的。离开了风险,就无法正确评价公司投资报酬的高低。按照风险的大小,公司的财务决策可分为确定性、风险性和不确定性三种。

1) 确定性决策

决策者对未来的情况是完全已知并确定的决策,称为确定性决策。例如,某公司用100万元购买年利率为4.27%的国债,由于国债是国家发行的债券,到期得到4.27%的报酬几乎是肯定的。因此,一般认为这种投资决策称为确定性投资,也称无风险资产。

2) 风险性决策

决策者对未来的情况不能完全确定,但知道可能出现的结果及每种结果出现的概率(概率的具体分布是已知的或者能作出大致的估计),这种情况下的决策为风险性决策。例如,投资项目在经济繁荣时能获得25%的收益率,在经济状况一般时能获得10%的收益率,在经济萧条时为-5%的收益率。现根据各种资料分析,明年经济繁荣的概率为25%,经济状况一般的概率为50%,经济萧条的概率为25%。这种决策便属于风险性决策。对于这项投资,其相应的收益率可能是25%,也可能是10%或-5%,到底是哪一种结果,决策者并不能完全肯定,但是决策者知道每一种情况出现的可能性:有25%的可能获得25%的收益率;有50%的可能获得10%的收益率;有25%的可能遭受-5%的收益率。

3) 不确定性决策

决策者对未来的情况不但不能完全确定,而且对其出现的概率也不清楚,这种情况下的决策为不确定性决策。例如,某房地产投资,如果房地产继续繁荣,价格上涨可获得100%的收益率,如果受到政府宏观调控则可能价格大幅下跌,损失50%,但房地产未来几年是繁荣还是调整,其各有多少可能性事先很难预料,这种投资决策便属于不确定性决策。不确定性决策在实际决策当中一般都是转换为风险性决策来进行决策的。这时需要通过市场调研、广泛收集资料等手段获取相关信息进而判定各自发生的概率,把不确定性决策转换为风险性决策。

3.1.2 风险的类型

风险可以从不同角度进行分类。

1. 从公司自身的角度分类

从公司自身的角度风险可分为经营风险和财务风险。

1) 经营风险

经营风险是指由于公司生产经营的不确定性所造成的营业利润(税息前利润)的不确定性。在公司生产经营中,由于公司内部和外部的各项因素具有不确定性,会造成公司营业利润的波动。这些因素主要包括市场销售的波动、成本费用的波动、生产技术的不稳定、新产品研究开发的成败、外部环境如经济周期和国家宏观调控政策的变动或不可预知的自然灾害等。总之,凡是导致公司营业利润发生变动的各项因素的不确定性,就是经营风险。

2) 财务风险

财务风险是公司由于债务融资导致净利润的不确定性,也是公司到期不能还本付息的可能性。财务风险也称筹资风险。产生财务风险的根源在于举债融资后,预期实现的总资产收益率是否大于债务的利率的不确定性。当预期实现的总资产收益率大于债务的利率时,资产获取的收益补偿债务的利息后尚有剩余,能够增加归属于股东的剩余收益,又由于举债融资相对较少地使用了股东的资本,故此时净资产收益率或每股收益会提高;但是当总资产收益率不足以补偿债务的利率时,意味着股东资本部分的资产报酬要补偿一部分利息,净资产收益率或每股收益就会相应降低,这种债务可能提高也可能降低净资产收益率或每股收益的作用,称为财务杠杆,其不确定性称为财务风险。此外,举债融资加大了公司破产的概率,这也是财务风险。

2. 从投资者的角度分类

从投资者角度风险可分为系统性风险和非系统性风险。

1) 系统性风险

系统性风险(又称为不可分散风险)是指那些对所有的公司产生影响的因素引起的风险。以证券投资为例,这类风险的特点是:其影响不是作用于某一种证券,而是对整个证券市场发生作用,导致证券市场上所有证券出现风险。由于系统性风险对所有证券投资总是存在的,并且无法通过投资多样化的方法加以分散、回避与消除,故称为不可分散风险。它包括市场风险、利率风险、购买力风险等因素导致的风险。

(1) 市场风险。市场风险是指引起所有证券价格波动的非预期事件,如经济增长、通货膨胀、利率、汇率与物价波动等。当市场风险发生时,所有证券都受到影响,只是受影响程度不同而已。

(2) 利率风险。利率风险是指由于市场利率变动引起证券投资收益变动的可能性。因为市场利率与证券价格具有负相关性,即当利率下降时,证券价格上升;当利率上升时,证券价格下降。由于市场利率变动引起证券价格变动,进而引起证券投资收益变动,这就是利率风险。市场利率的波动是基于市场资金供求状况与基准利率水平的波动。不同经济发展阶段市场资金供求状况不同,中央银行根据宏观金融调控的要求调节基准利率水平,当中央银行调整利率时,各种金融资产的利率和价格必然作出灵敏的市场反应,所以利率风险影响是全面的。

(3) 购买力风险。购买力风险又称通货膨胀风险,是指由于通货膨胀所引起的投资者实际收益水平下降的风险。由于通货膨胀必然引起公司生产成本、管理成本、融资成本的提高,当公司无法通过涨价或内部消化加以弥补时,就会导致公司经营状况与财务状况

2. 融资方式

融资方式(Financing Way)是指公司筹集资本所采取的具体形式和工具,体现着资本的属性和期限。这里,资本属性是指资本的股权或债权性质。融资方式取决于公司资本的组织形式和金融工具的开发利用程度。目前,我国公司资本的组织形式多种多样,金融工具得到比较广泛的开发和利用,为公司融资提供了良好的条件。认识公司融资方式的种类及其特点和适用性,有利于公司准确地开发和利用各种融资方式,实现各种融资方式的合理组合,有效地筹集资本。

一般而言,公司融资方式主要有以下几种:

(1) 吸收直接投资。吸收直接投资是公司以协议形式筹集政府、法人、自然人等直接投入的资本,形成公司投入资本的一种融资方式。吸收直接投资融资方式不以股票为媒介,适用于非股份制公司,是非股份制公司取得股权资本的基本方式。

(2) 发行股票。发行股票融资是股份公司按照公司章程依法发售股票直接融资,形成公司股本的一种融资方式。发行股票融资要以股票为媒介,仅适用于股份制公司,是股份制公司取得股权资本的基本方式。

(3) 公司内部积累。它是公司在公司内部通过留存收益而形成股权资本的一种融资方式。利用留存收益因为它一般无须花费融资费用,是在公司内部“自然”形成的,其数量通常由公司可分配利润的规模和利润分配政策所决定。

(4) 银行借款。银行借款融资是各类公司按照借款合同从银行和非银行金融机构借入各种款项的融资方式。它广泛适用于各类公司,是公司获得长期和短期债权资本的主要融资方式。

(5) 发行债券。发行债券融资是公司按照债券发行协议通过发售债券直接融资,形成公司债权资本的一种融资方式。在我国,只要是公司制的公司都可以通过发行债券融资。

(6) 融资租赁。融资租赁融资是公司按照租赁合同租入资产从而筹集资本的特殊融资方式。各类公司都可以采用融资租赁,租入所需资产,并形成公司的债权资本。

(7) 商业信用。商业信用融资是公司通过赊购商品、预收货款等商品交易行为筹集短期债权资本的一种融资方式。这种融资方式比较灵活,为各类公司所采用。

(8) 发行商业本票。发行商业本票融资是大型工商公司或金融公司获得短期债权资本的一种融资方式。它是一种新兴的短期融资方式,目前我国还不普遍。

在上列各种融资方式中,吸收直接投资、发行股票和公司内部积累融资方式可以为公司取得股权资本;发行债券和融资租赁融资方式主要为公司获得长期债权资本;商业信用和发行商业本票融资方式通常为公司筹集短期债权资本;银行借款融资方式既可以用于筹集长期债权资本,也可以用于筹集短期债权资本。

4.1.3 融资分类

1. 按照资金的来源渠道分为权益融资和负债融资

公司资金按其来源渠道可分为所有者权益和负债两大类。所有者权益是投资人对公司净资产的所有权,包括投资者投入公司的基本及持续经营中形成的经营积累,负债是公

司所承担的能以货币计量,需以资产或劳务偿付的债务。

公司通过发行股票、吸收直接投资、内部积累等方式筹集的资金都属于公司的所有者权益。所有者权益一般不用还本。公司采用股权融资方式筹集资金,财务风险小,但付出的资金成本相对较高。

公司通过发行债券、向银行借款、融资租赁的方式筹集的资金属于公司的负债,到期要归还本金和利息。公司采用债权融资方式筹集资金,一般承担较大的财务风险,但相对而言,付出的资金成本较低。

2. 按照所融资金使用期限的长短分为短期融资和长期融资

短期资金一般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。短期资金通常采取利用商业信用和短期银行借款等方式筹集。

长期资金一般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。长期资金通常采用吸收直接投资、发行股票、发行公司债券、取得长期借款、融资租赁和内部积累等方式来筹集。

3. 按照资金的取得方式分为内部融资和外部融资

内部融资,是指公司利用自身的储蓄(折旧和留存收益)转化为投资的过程。内部资金具有原始性、自主性、低成本性和抗风险性等特点,是公司生存与发展不可或缺的重要组成部分。其中,折旧主要用于重置固定资产,留存收益是投资或债务清偿的主要资金来源。留存收益作为融资工具,不会减少公司的现金流量,也不需要支付融资费用。

外部融资,是指吸收其他经济主体的闲置资金,使之转化为自己投资的过程,包括股票发行、债券发行、商业信用、银行借款等。外部融资具有高效性、灵活性、大量性和集中性等特点。

4. 按照融资是否通过金融中介机构分为直接融资和间接融资

直接融资,是指资金供求双方通过一定的金融工具直接形成债权债务关系或所有权关系的融资形式。直接融资的工具主要是商业票据、股票、债券。直接融资的优点在于资金供求双方联系紧密,有利于资金的快速合理配置和提高使用效益。直接融资的局限性主要表现在资金供求双方在数量、期限、利率等方面受的限制比间接融资多,且融资的便利程度和融资工具的流动性均受到金融市场发达程度的制约。

间接融资,是指资金供求双方通过金融中介机构间接实现资金融通的活动,如向银行借款。间接融资的优点在于灵活便利、规模经济。间接融资的局限性主要是割断了资金供求双方的直接联系,减少了投资者对资金使用的关注和对融资者的压力,且中介机构要收取服务费用,从而增加了公司的融资成本。

5. 按照融资的结果是否在资产负债表上得以反映分为表内融资和表外融资

表内融资,是指可能直接引起资产负债表中负债与所有者权益发生变动的融资,如向银行借款、发行债券等。

表外融资是指不会引起资产负债表中负债与所有者权益发生变动的融资,表外融资又可分为直接表外融资和间接表外融资。直接表外融资是公司以不转移资产所有权的特殊借款形式直接融资,如经营性租赁、代销商品、来料加工等。间接表外融资是用另一个公司的负债代替本公司负债,使得本公司表内负债保持在合理的限度内。公司还可以通

表 4-2

2013 年预计利润表

单位: 万元

项 目	2012 年实际数额	2012 年各项目占销售额的百分比(%)	金 额
销售收入	12 000	100.00	15 600
减: 销售成本	8 400	70.00	10 920
销售费用	50	0.42	65
销售利润	3 550	29.58	4 615
减: 管理费用	3 000	25.00	3 900
财务费用	50	0.42	65
税前利润	500	4.17	650
减: 所得税	125	—	162.5
税后利润	375	—	487.5

$$2013 \text{ 年留存收益} = 487.5 \times 60\% = 292.5 (\text{万元})$$

2) 编制预计资产负债表, 预测外部融资额

预计资产负债表是运用销售百分比法的原理预测外部融资额的一种报表。通过提供预计资产负债表, 可预测资产和负债及权益有关项目的数额, 进而预测公司需要外部融资的数额。

运用销售百分比法要选定与销售有基本不变比率关系的项目, 这种项目称为敏感项目。敏感资产项目一般包括现金、应收账款、存货等项目; 敏感负债项目一般包括应付账款、应付款项等项目。至于固定资产是否属于敏感资产, 要看该公司的生产能力是否已经达到饱和, 如果已经达到饱和, 则视固定资产为敏感资产; 如果公司尚有剩余生产能力, 则视固定资产为非敏感资产。留存收益不宜列为敏感项目, 因为它除了受销售额的影响之外, 还受公司所得税和利润分配政策的影响。

续例 4-1 甲公司 2012 年度资产负债表如表 4-3 所示, 尚有剩余生产能力, 试编制 2013 年预计资产负债表并预测外部融资额。

表 4-3

2012 年资产负债表

单位: 万元

项 目	金 额
资产:	
现金	80
应收账款	2 200
存货	2 800
固定资产净值	300
资产总额	5 380
负债及所有者权益:	
短期借款	450
应付账款	2 700
应付款项	100
长期借款	50

土地使用权作为出资额时,一般应符合以下条件:

- ① 公司科研、生产、销售活动所需要的;
- ② 交通、地理条件比较适宜;
- ③ 作价公平合理。

3. 吸收直接投资的优缺点

1) 吸收直接投资的优点

① 有利于增强公司信誉。吸收直接投资所筹得的资本属于公司的股权资本,与债权资本相比,它能提高公司的资信和借款能力。

② 有利于尽快形成生产能力。吸收直接投资不仅可以筹集现金,而且能够直接获得所需的先进设备或技术,与仅筹集现金的融资方式相比,它能尽快形成生产经营能力。

③ 有利于降低财务风险。吸收直接投资可以降低公司的资产负债率,缓解偿债压力,降低财务风险。

2) 吸收直接投资的缺点

① 资本成本较高。一般来讲,公司采用吸收直接投资方式所负担的资本成本较高,特别是公司经营状况较好和盈利较强时更是如此,因为向投资者支付的报酬是根据其出资额和公司实现利润的多少来计算的。

② 不便于产权交易。吸收直接投资融资由于没有证券为媒介,产权关系有时不够明晰,不便于产权的交易。

③ 容易分散公司控制权。以吸收直接投资方式融资会增加新股东,这可能会分散公司的控制权。

4.2.2 发行普通股

1. 普通股概述

股票(stock)是股份有限公司为筹集股权资本而发行的有价证券,是持股人拥有公司股份的凭证。股份有限公司将资本划分为等额的股份,购买股票的投资者即成为公司的股东,股票实质上代表了股东对股份公司的所有权。股东凭借股票可以获得公司的股息和红利,参加股东大会并行使自己的权利,同时也承担相应的责任与风险。

1) 股票的种类

根据不同的标准,可以对股票进行不同的分类,常见的类型有以下几种。

(1) 按股东享有权利和承担义务的不同,可分为普通股和优先股。普通股是股份有限公司发行的无特别权利的股份,也是最基本、最标准的股份。通常情况下,股份有限公司只发行普通股。普通股的股利完全随公司盈利的高低而变化。

优先股是股份公司依法发行的具有一定优先权的股票。优先股的股息率是固定的,但公司对优先股不承担法定的还本义务,是公司自有资金的一部分。

(2) 按股票有无记名,可分为记名股和不记名股。记名股是在股票票面上记载股东姓名或名称并将其记入公司股东名册的一种股票。记名股要同时附有股权手册,只有同时具备股票和股权手册,才能领取股息和红利。记名股的转让、继承都要办理过户手续。

不记名股是指在股票上不记载股东姓名或名称的股票。不记名股的转让、继承无须

办理过户手续,只需将股票交给受让人,就可发生转让效力,移交股权。

(3) 按股票是否标明金额,可分为面值股票和无面值股票。面值股票是在票面上记载每股金额的股票。持有这种股票的股东,对公司享有的权利和承担义务的大小,依其所持有的股票票面金额占公司发行在外股票总面值的比例而定。

无面值股票是在票面上不记载每股金额,只载明所占公司股票总额的比例或股份数的股票。无面值股票的价值随公司财产的增减而变动,而股东对公司享有的权利和承担义务的大小,直接依股票标明的比例而定。目前,我国《公司法》不承认无面值股票,规定股票应记载股票的面额,并且其发行价格不得低于票面金额。

(4) 按股票发行时间的先后,可分为始发股和新股。始发股是公司设立时发行的股票,新股是公司增资时发行的股票。无论是始发股还是新股,其发行条件、发行目的、发行价格都不尽相同,但是股东的权利和义务却是一样的。

(5) 按投资主体的不同,可分为国家股、法人股和个人股。国家股是有权代表国家投资的部门或机构以国有资产向公司投资而形成的股份。

法人股是公司法人依法以其可支配的财产向公司投资而形成的股份,或具有法人资格的事业单位和社会团体以国家允许用于经营的资产向公司投资而形成的股份。

个人股是社会个人或公司内部职工以个人合法财产投入公司形成的股份。

(6) 按发行对象和上市地区的不同,可分为A股、B股、H股和N股等。

A股是供我国内地个人或法人买卖的,以人民币标明票面金额并以人民币认购和交易的股票。

B股、H股和N股是专供外国和我国港澳台地区投资者买卖的,以人民币标明票面金额,但以外币认购和交易的股票(注:自2001年2月19日起,B股开始对境内居民开放)。其中,B股在上海、深圳证券交易所上市;H股在我国香港联交所上市;N股在美国纽约证券交易所上市。

2) 普通股的特征及股东权利

(1) 普通股的特征。作为代表股东投资并拥有所有者权益的凭证,普通股的特征主要有长期性、有限责任性、剩余收益性和清偿附属性。

① 长期性。普通股是公司最基本的资金来源之一。只要公司不解散或清理,作为权益资本的普通股一般不能退还给投资者。如果股东要收回资本,可通过股票市场公开转让其股票,或者在法律允许的范围内私下转让。但无论怎样都无权向公司索回投入的资本。

② 有限责任性。股东对公司承担的义务仅以其出资额为限。一旦公司实施清算,股东应承担偿还公司负债的责任,但只限于股东的出资额,超过出资额部分的债务,股东不负责偿还。

③ 剩余收益性。公司在生产经营中创造的收益应当首先满足清偿债务、支付利息、支付税款、优先股股息和提取各种公益金的要求。自此之后,如果仍有剩余才能支付给股东作为股利。股利的支付没有固定的标准,应由公司根据营运规划和财务状况等条件自行确定。

④ 清偿附属性。当公司进入破产清算后,要首先偿还除普通股股东以外的公司所有

债权人的债务、未支付的税款工资等。只有当这些清偿完毕,如果仍有剩余,才允许将剩余的财产偿还给普通股股东。

(2) 普通股股东的权利。普通股股东一般具有以下几项权利。

① 公司决策参与权。普通股股东有权参与股东大会,并有建议权、表决权、选举权和被选举权,从而参与对修改公司章程、决定公司经营战略、董事会成员的任免等公司重大决议。股东也可以委托他人代表其行使其股东权利。

② 利润分配权。普通股股东有权从公司利润分配中得到股息。利润的分配方案由董事会根据公司财务状况和规划提出预案并提交股东大会决定。普通股股东必须在优先股股东取得固定股息之后才有权享受股息分配权。

③ 转让股份权。股东持有的股份可以在法律规定的条件和程序下自由转让。

④ 优先认股权。如果公司资本需要扩充而再次发行普通股股票时,现有普通股股东有权按其持股比例,以低于市价的某一特定价格优先购买一定数量的新发行股票,这主要是为了使现有股东保持其在公司股份中所占有的比例,以保证其相应的控制权。

⑤ 剩余财产分配权。当公司破产或清算时,若公司资产的变价收入支付清算费用并偿还所有欠债后还有剩余,其剩余部分按先优先股股东、后普通股股东的顺序进行分配。

⑥ 检查监督权。普通股股东是公司的最终所有者,承担同公司所有权相联系的最终风险。因此普通股股东有权监督公司经营状况、查阅相关的会计报告等资料,对公司的管理提出质询等权利。

2. 股票发行

股票的发行,实行公平、公正的原则,必须同股同权、同股同利。同次发行的股票,每股的发行条件和价格应当相同。同时,发行股票还应接受国务院证券监督管理机构的管理和监督。股票发行具体应执行的管理规定,主要包括股票发行条件、发行程序和方式、销售方式等。

1) 股票发行的规定与条件

按照我国《公司法》和《证券法》的有关规定,股份有限公司发行股票,应符合以下规定与条件:

(1) 每股金额相等。同次发行的股票,每股的发行条件和价格应当相同。

(2) 股票发行价格可以按票面金额,也可以超过票面金额,但不得低于票面金额。

(3) 股票应当载明公司名称、公司登记日期、股票种类、票面金额及代表的股份数、股票编号等主要事项。

(4) 向发行人、国家授权投资的机构和法人发行的股票,应当为记名股票;向社会公众发行的股票,可以为记名股票,也可以为不记名股票。

(5) 发行记名股票,应当设置股东名册,记载股东的姓名或者名称、住所、各股东所持股份、各股东所持股票编号、各股东取得其股份的日期;发行无记名股票,应当记载其股票数量、编号及发行日期。

(6) 发行新股,必须具备下列条件:具备健全且运行良好的组织结构;具有持续盈利能力,财务状况良好;最近3年财务会计文件无虚假记载,无其他重大违法行为;证券监督管理机构规定的其他条件。

② 承销方式。指股份公司将股票销售业务委托给证券经营机构代理。按照我国《公司法》的相关规定,当公司采用募集设立方式向社会公开发行股票时,必须由证券经营机构承销,承销期最长不得超过 90 天。承销方式又含包销和代销两种。

包销是由股份公司与证券经营机构签订承销协议,全权委托证券经营机构代理股票的发售业务。这一方法下,证券经营机构会买进股份公司公开发行的全部股票,然后将所购股票转售给投资者。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,剩余部分由证券经营机构全部承购。可见,包销可以及时筹足资本,免于承担发行风险。但要將股票以略低的价格出售给承销商,会损失部分溢价,发行费用偏高。

代销是指由承销机构代理发行股票,承销机构不负责承购剩余额,而将未售完部分全部归还发行公司的销售方式。这种销售方式下的发行风险全部由股份公司承担,因而发行风险大,且融资时间较长,但其融资成本较低,通常仅为包销方式的 30%~50%。

(3) 定价方式。股票价格是指公司发行股票或将股票出售给投资者时所采用的价格。股票发行价格通常是股票发行者根据股票市场价格水平和其他因素综合确定的。自 2003 年 3 月我国股票发行体制由审批制转向核准制后,我国 A 股新股发行先后采用过市盈率定价法、固定价格方式、累计投标询价方式和竞价方式等。

① 市盈率定价法。市盈率定价法是根据拟发行上市公司的每股净收益和所确定的发行市盈率来决定发行价格的一种新股定价方法。其计算公式为

$$\text{发行价格} = \text{每股净收益} \times \text{发行市盈率}$$

发行公司在确定市盈率时,应考虑所属行业的发展前景、同行业其他公司在股市上的表现以及近期二级市场的规模、供求关系和总体走势等因素,以便确定一个较为准确的发行市盈率。这种定价法程序相对简单、成本较低。2000 年以前我国一直根据市盈率法确定新股的发行价格。

② 固定价格方式。固定价格方式又称为公开发售方式,是指承销商根据对发行公司的价格评估,在估价结果范围内与发行公司协商确定一个固定的发行价格。

由于在固定价格方式下发行价格的形成过程缺乏承销商与投资者的互相博弈,因此一般认为此方法与累计投标询价方式和竞价方式相比市场化程度不足。其优势主要体现在两个方面:一是避免了累计投标询价方式中高昂的路演成本,对于发行量较小的 IPO 是一种节约成本的有效机制;二是预先缴款的特点保证了申购成本的及时到位,同时可以为发行人带来利息收入。正因为如此,固定价格方式在世界各国使用十分普遍。

③ 累计投标询价方式。累计投标询价方式是当前国际证券市场中最为常用的股票发行方式之一。这一方式包括确定价格区间、累计投标询价和价格支持三个步骤。在发行时,承销商通过路演等方式向潜在的投资者推介发行公司的情况,并根据法律规定披露公司的相关信息。与此同时,承销商与一些可能有购买意向的机构投资者接触,并要求其申报认购价格和数量,这一时期即累计投标询价期。累计投标询价期结束后,承销商将所有投资者在同一价格的申购量累计计算,得出一系列在不同价格之上的总申购量。最后,按照总申购金额超过发行筹资额的一定倍数确定发行价格并对投资者配发股份。因此,累计投标制度可提供较佳的价格探索功能。

在累计投标询价方式下,发行价格由市场供求决定,更贴近上市价格。此外,发行人

有权选择理想的股东结构,有助于上市公司改善治理结构,提高公司质量。

④ 竞价方式。竞价方式是指股票发行人将发行股票的有关资料向投资者公告,由各股票承销商或者投资者以投标方式相互竞争确定股票的发行价格。

由于竞价方式是一种“直接”的市场化定价方式,因此它更能够直接反映出投资主体对新股价格的接受程度,最终确定的价格更接近于新股未来上市后的市场价格。但在不成熟的证券市场中,有可能造成新股发行定价过高、上市公司筹资额过大、市场资金使用效率低下等现象。

3. 股票上市

1) 股票上市的目的

股票上市,指的是股份有限公司公开发行的股票经批准在证券交易所进行挂牌交易。经批准在交易所上市交易的股票称为上市股票。

股份公司申请股票上市,一般出于以下的目的:

① 资本大众化,分散风险。股票上市后,会有更多的投资者认购公司股份,公司则可将部分股份转售给这些投资者,再将得到的资金用于其他方面,这就分散了公司的风险。

② 提高股票的变现力。股票上市后便于投资者购买,自然提高了股票的流动性和变现力。

③ 便于筹措新资金。股票上市必须经过有关机构的审查批准并接受相应的管理,执行各种信息披露和股票上市的规定,这就大大增强了社会公众对公司的信赖,使之乐于购买公司的股票。同时,由于一般人认为上市公司实力雄厚,也便于公司采用其他方式(如负债)筹措资金。

④ 提高公司知名度,吸引更多顾客。股票上市公司为社会所知,并被认为是经营优良,会带来良好声誉,吸引更多的顾客,从而扩大销售量。

⑤ 便于确定公司价值。股票上市后,公司股价有市价可循,便于确定公司的价值,有利于促进公司价值最大化。

但股票上市也有对公司不利的一面。这些缺点包括:公司将负担较高的信息披露成本;各种信息公开的要求可能会暴露公司的商业秘密;股价有时会歪曲公司的实际状况,丑化公司声誉;可能会分散公司的控制权,造成管理上的困难。

2) 股票上市的条件

公司公开发行的股票进入证券交易所交易必须受严格的条件限制。我国《证券法》规定,股份有限公司申请股票上市,必须符合下列条件:

① 股票经国务院证券已公开发行人;

② 公司股本总额不少于人民币 3 000 万元;

③ 公司发行的股份达到公司股份总数的 25% 以上;公司股本总额超过人民币 4 亿元的,公开发行股份的比例为 10% 以上;

④ 公司在最近 3 年内无重大违法行为,财务会计报告无虚假记载。

此外,公司股票上市还应符合证券交易所规定的其他条件。

由具备上述条件的股份有限公司经申请,经国务院或国务院授权的证券管理部门批准,其股票方可上市。股票上市公司必须公告其上市报告,并将其申请文件存放在指定的