

袁振兴 主编

经典财务管理

案例分析教程



立信会计出版社

JINGDIAN CAIWU GUANLI ANLI FENXI JIAOCHENG

经典财务管理 案例分析教程

JINGDIAN CAIWU GUANLI
ANLI FENXI JIAOCHENG

主 编 袁振兴

副主编 王丽娜 毕艳杰 刘春芒



立信会计出版社

LIXIN ACCOUNTING PUBLISHING HOUSE

图书在版编目(CIP)数据

经典财务管理案例分析教程/袁振兴主编. —上海:立信
会计出版社, 2009. 1

ISBN 978-7-5429-2219-9

I. 经… II. 袁… III. 财务管理—案例—分析—教材
IV. F275

中国版本图书馆 CIP 数据核字(2009)第 006789 号

责任编辑 方士华

封面设计 周崇文

经典财务管理案例分析教程

出版发行 立信会计出版社

地 址 上海市中山西路 2230 号 邮政编码 200235

电 话 (021)64411389

传 真 (021)64411325

网 址 www.lixinaph.com

E-mail lxaph@sh163.net

网上书店 www.lixinbook.com

Tel: (021) 64411071

经 销 各地新华书店

印 刷 上海申松立信印刷厂

开 本 787 毫米×960 毫米 1/16

印 张 22.25

字 数 452 千字

版 次 2009 年 1 月 第 1 版

印 次 2009 年 1 月 第 1 次

印 数 1—3 000

书 号 ISBN 978 - 7 - 5429 - 2219 - 9/F · 1941

定 价 32.00 元

如有印订差错,请与本社联系调换

前

言

>>>

FOREWORD

案例教学始于20世纪初期的哈佛商学院。1980年我国开始引入案例教学,并在MBA教育中首先得到发展。目前,在高等职业教育、普通本科教育甚至在硕士研究生教育中得到了较为广泛的推广,而且加强案例教学已经成为高等教育工作者的共识。于是,财务案例教学就越来越多地被高校纳入到其财务学课程体系中。目前,在我国高等教育中的案例教材分两类:一类是国外案例教材,注重对案例本身和决策者主观判断的陈述;另一类是国内案例,注重案例本身长篇累赘的表述及对案例之外资料的分析。这两类书都不能很好地适用于教学,本书力求有所突破。

一、本书的宗旨及特点

财务案例教学是一种体验式和互动式学习,是理论联系与实践的一座桥梁,能够帮助学生感受、体会和把握财务管理知识的真谛和精髓,提高发现、分析和解决财务管理活动中实际问题的能力。

但是,在教学过程中,我们感到教与学的效果并不如意。首先,教师感觉案例教学非常困难,除了案例教学对教师的知识水平、知识结构、实践经验和教学水平等都有非常高的要求外,教师缺乏一个将案例中的诸多启发传授给学生的授业逻辑线索;其次,学生感觉案例学习非常有用,而学过后又觉得收获不大。原因有二:一是案例教学本身涉及的知识非常广泛,平时课堂知识难以满足案例学习;二是当学生拿到案例时,面对繁杂的资料无从下手,缺乏清晰的学习逻辑。最终形成“教师难教,学生难

学”的局面。这时,对教师和学生而言,有一本合适的案例教材无疑是个福祉。为此,本书编写时遵循“让教师好教,学生好学”的宗旨,突出以下特点:

1. 精选案例。本书从国内外的 300 多个案例中选择了 19 个案例作为主题案例,19 个与主题案例相呼应的“案例拓展阅读”案例。这些案例都是真实的企业情况,为相关的管理人员及决策者所熟悉,代表了企业中各种紧要的财务问题,且大多数案例可以在相关公司的网站上查到更为详细的资料,以便教师和学生更好地理解案例。选编的案例既浅显又能反映高等教育(研究生教育以下)水平所涉及的一些基本财务知识,对一些同学们较为陌生的知识性问题,通过“小知识”予以解答。

2. 问题引导,建立授业与学习逻辑线索。本书的所有案例都遵循“本案例学习目标——问题的引出——案例陈述及阅读引导——案例分析——案例讨论——案例拓展阅读”的逻辑顺序。在整个案例中,以问题设计引导案例学习。学习目标使教师与学生有了方向,问题的引出明确了本案例要决策的问题或关注的事项,使学生一开始学习便知道最终要解决的问题,不再一头雾水。在“案例陈述与阅读引导”中,通过问题设计强化了授业与学习的逻辑线索,并提高了学习兴趣。

3. 互动式教学与体验式学习的设计理念。虽然本书作者遵循“案例是写案例者的案例”的理念,但是,本书还是通过主题案例的“案例分析”对案例的主题思想作一阐述,旨在以“抛砖引玉”,紧接着通过“案例讨论”与“案例拓展阅读”来实现教与学的互动,通过学生与学生、学生与教师之间的辩论来实现体验式学习。

4. 体现案例教学的“决策性”。本书选编的案例大多属于“问题”案例,在说明现状及面临问题的基础上,描述了一些也许已经采用的行动方案,并提供了充分的信息,使读者直接处于决策阶段,从而直接面对分析问题决定行动方案的挑战。

二、本书的结构及写作分工

本书从内容设计上,涉及财务管理学中的五项基本内容:筹资、投资、分配、经营和并购与重组。在每一个部分组织了 3~5 个案例,当然,每一个案例的具体内容并非严格地可归入某一项内容,而是这个案例要分析的主题可能与这一部分内容更相关,例如,在筹资的案例中可能涉及公司的并购内容。每一个案例的结构如下:学习目

标、问题的引出、案例陈述与阅读引导、案例分析、案例讨论和案例拓展阅读。

本书由袁振兴任主编,负责组织了案例的选择、写作范式和内容的确定,并总纂最终成稿。由王丽娜、毕艳杰和刘春芒任副主编。焦建玲和马召负责了案例的收集与整理。具体分工如下:

编 者	负 责 内 容	学术顾问
袁 振 兴	1. COX COMMUNICATIONS 公司(1999)筹资方式的选择;2. 伊斯特博格机床公司——股息派发与股票回购决策;3. 福特汽车公司的价值提升计划——资本重组;4. 惠而浦欧洲公司——投资项目的评估;5. 花旗集团公司(Citigroup)收购耐特交易公司(Knight);6. 戴尔公司营运资金管理;7. 用友软件公司的股利分配。	杨淑娥(上海对外贸易学院,教授,博士生导师)
王丽娜	1. 中国国际航空公司境内首次公开发行股票融资;2. 华菱管线公司发行可转换债券;3. 银基发展股票回购;4. 马龙产业:华宁项目;5. 目标负债政策——杜邦公司(1983);6. 讯科公司(1996)——业务板块及风险与回报之间的权衡;7. 希尔顿与 ITT 公司之战——设定收购的竞价策略。	袁春生(山西财经大学,博士,副教授,硕士生导师)
毕艳杰	1. 绿远公司固定资产投资评价;2. 哈丁塑料模具公司长期投资决策——排队问题;3. 克拉克森木材公司;4. 尼利饮料公司的存货管理;5. 四川长虹的应收账款危机。	马春爱[中国石油大学(北京),博士]
刘春芒	本书的编纂、审核与校对。	
焦建玲、马召	案例收集与整理。	

三、本书的使用

1. 在教授每一个案例之前应当提前让学生做好案例的阅读,熟悉案例的内容。
2. 问题的引出是告诉学生本案例主要解决或关注的问题,使其在阅读案例过程中带有更强的针对性,减少盲目性。
3. 在案例陈述及阅读引导部分,我们沿着案例内容的陈述,在认为必要的地方设计了问题和知识点,使学生带着问题阅读案例,以提高学生的兴趣和解决问题的针对性。对于这些问题也只是为教师的教学提供一个逻辑线索。
4. 案例分析是我们做的一个“抛砖引玉”的部分,是作者从案例中得到的一些启

发与看法。教师授课时,完全不必局限于此。

5. 所有收编的案例均作为课堂讨论的素材,为了更有成效,学生必须积极思考并做出决策,向同学们说明其分析,并为自己的见解答辩。因此,不必说明对有关管理问题解答的正误,也无需为防止脱离实际而诱导讨论。在讨论过程中,主观判断必须进入决策过程,因此,不必期望或要求达成全体一致的或最优的决策。但是,讨论结果的模棱两可最初会使许多学生感到无所适从,这与现实相符,不必介意。

本书可作为高等教育案例教学课程教材,特别适合财务学的高等职业教育和本科教育使用,相关专业的研究生读后也会从中受益。

由于我们首次根据自己在教学中的经验与感受编写此书,加上作者水平有限,书中难免有一些不足之处,恳请广大读者批评指正。

编者

2009年1月

目 录 >>>

CONTENTS

第一章 公司的筹资活动案例	1
案例 1 COX COMMUNICATIONS 公司(1999)筹资方式的选择	2
案例 2 中国国际航空公司境内首次公开发行股票融资	18
案例 3 华菱管线公司发行可转换债券	38
案例 4 目标负债政策——杜邦公司(1983)	61
案例 5 克拉克森木材公司	80
第二章 公司投资活动案例	91
案例 6 惠而浦欧洲公司——投资项目的评估	92
案例 7 马龙产业：华宁项目	103
案例 8 讯科公司(1996)——业务板块及风险与回报之间的权衡	133
案例 9 绿远公司固定资产投资评价	157
案例 10 哈丁塑料模具公司长期投资决策——排队问题	168
第三章 公司经营活动财务案例	179
案例 11 戴尔公司营运资金管理	180

案例 12	尼利饮料公司的存货管理	199
案例 13	四川长虹的应收账款危机	206

第四章 公司利润分配活动案例

案例 14	用友软件公司的股利分配	218
案例 15	伊斯特博洛机床公司——股息派发与股票回购决策	230
案例 16	银基发展股票回购	252

第五章 公司并购与重组案例

案例 17	花旗集团公司(Citigroup)收购耐特交易公司(Knight)	278
案例 18	福特汽车公司的价值提升计划——资本重组	298
案例 19	希尔顿与 ITT 公司之战——设定收购的竞价策略	314

参考文献

10	.....	2
20	.....	6
30	.....	7
40	.....	8
50	.....	9
60	.....	10
70	.....	11
80	.....	12
90	.....	13
100	.....	14
110	.....	15
120	.....	16
130	.....	17
140	.....	18
150	.....	19
160	.....	20
170	.....	21
180	.....	22
190	.....	23
200	.....	24
210	.....	25
220	.....	26
230	.....	27
240	.....	28
250	.....	29
260	.....	30
270	.....	31
280	.....	32
290	.....	33
300	.....	34
310	.....	35
320	.....	36
330	.....	37
340	.....	38
350	.....	39
360	.....	40
370	.....	41
380	.....	42
390	.....	43
400	.....	44
410	.....	45
420	.....	46
430	.....	47
440	.....	48
450	.....	49
460	.....	50
470	.....	51
480	.....	52
490	.....	53
500	.....	54
510	.....	55
520	.....	56
530	.....	57
540	.....	58
550	.....	59
560	.....	60
570	.....	61
580	.....	62
590	.....	63
600	.....	64
610	.....	65
620	.....	66
630	.....	67
640	.....	68
650	.....	69
660	.....	70
670	.....	71
680	.....	72
690	.....	73
700	.....	74
710	.....	75
720	.....	76
730	.....	77
740	.....	78
750	.....	79
760	.....	80
770	.....	81
780	.....	82
790	.....	83
800	.....	84
810	.....	85
820	.....	86
830	.....	87
840	.....	88
850	.....	89
860	.....	90
870	.....	91
880	.....	92
890	.....	93
900	.....	94
910	.....	95
920	.....	96
930	.....	97
940	.....	98
950	.....	99
960	.....	100

1 第一章

COX COMMUNICATIONS 公司(1999)筹资方式的选择^①

一、本案例学习目标

通过本案例的学习了解公司筹资的目标、公司的财务目标对筹资决策的影响；掌握公司在筹资决策中的影响因素；掌握不同的筹资形式对公司产生的影响，并了解不同筹资形式的优点与缺点。

二、问题的引出

COX COMMUNICATIONS 公司为了获得重要的有线电视资产，赢得市场和节约成本，在未来拟进行一系列的收购。1999 年 7 月伊始，公司已经表态要在年底前完成超过 70 亿美元的收购。这就要求克莱门特的团队在未来 6 个多月的时间内为公司将来若干年的战略性收购匆忙筹集资金。

目前克莱门特团队面临的任务是为公司如何筹措资金出谋划策。

三、案例陈述及阅读引导

(一) 问题背景

COX COMMUNICATIONS 公司(以下简称 COX 公司)的总部所在地是佐治亚州的亚特兰大市，那里的夏天通常不太热。但是，对于 COX 公司的财务主任达拉斯·克莱门特来说，1999 年的夏天异常干热。1999 年年初，克莱门特和他的团队知道公司将在接下来的三五年内进行几次大收购，可能要花费 70 亿~80 亿美元。然而，竞争对手间为收购

① 本案例选自李常青译：《公司财务管理》，中国人民大学出版社 2005 年版，第 190~207 页。

有价值的有线电视系统进行着前所未有的激烈竞争。这使得许多重要有线电视资产比预期更快地加入到竞争中来。从战略的角度看,COX 公司不能失去这些有线电视资产,特别是那些与公司现有系统联合起来能为公司赢得大量市场份额及成本节约的资产。7 月伊始,公司已经表态要在年底前完成超过 70 亿美元的收购,这将给公司带来分布在 8 个州的超过 160 万的新用户。这些收购交易将对公司结构复杂的资产负债表带来压力,这就要求克莱门特的团队要在 6 个月的时间内为公司将来若干年的收购匆忙筹集资金。

接着,在 7 月中旬,COX 公司得知 GANNETT 公司打算出售它的有线电视资产。COX 公司的母公司 COX ENTERPRISES 公司(以下简称 CEI)和 GANNETT 公司都是有着百年历史的报业公司,并都涉足其他通信业务,包括电视和电台广播、印刷媒体、电影制作与有线电视。GANNETT 之前并没有要将其有线电视系统出售的迹象,但收购方愿意为其有线电视用户支付的高价格显然已让 GANNETT 公司怦然心动。基于近期相近的交易,COX 公司团队估计,要想赢得为 GANNETT 公司 522 000 个用户服务的权利,公司大约要出价 27 亿美元。经过这次和不久前进行了的几次收购活动,COX 公司的用户数将比年初增加 60%。当然,这次收购活动也将给公司的融资能力施加更大的压力,而克莱门特团队要就公司如何筹措资金出谋划策。

为了这些收购活动克莱门特团队必须计算出,公司要发行多少债务、股权或股权连接型证券,或者要出售多少已增值的非战略性资产。他们就收购 GANNETT 公司资产而提出的融资建议要与公司为以后的收购活动筹资的长期能力相一致。他们尤其要注意筹资决策行动对公司投资级债券评级的影响,而这是公司董事会想力保的等级。同时,他们的建议也要考虑 COX 家族的偏好。COX 家族通过私人拥有 CEI 公司而持有了公司超过 2/3 的股权,并且要维持对 COX 公司的绝对控股。COX 公司总部外面的热浪远远不如克莱门特部门内那样热——克莱门特团队持续工作直到深夜。

问题 1: 对克莱门特来说,筹资需要考虑哪些重要因素? 你能说出可能的理由吗?

(二) COX COMMUNICATIONS 公司和有线/宽带业务

从 1898 年成立直到 1962 年,COX ENTERPRISE 的主营业务一直是报业。公司在 1962 年通过购买加利福尼亚州、俄勒冈州、宾夕法尼亚州和华盛顿州各处的有线电视系统而首次进入了有线电视行业。这些有线电视系统通过同轴电缆将电视信号传送到千家万户,为用户提供清晰的接收信号和新的节目选择。到 1977 年,公司的有线电视分部在九个州运营,并为 50 万户提供服务。到 1990 年,公司服务的有线电视用户达到了 150 万户,而到 1999 年年初,有线电视用户数几乎达到了 370 万户。1995 年,CEI 通过成立 COX 公司的形式将公司有线电视业务部分剥离,但仍持有对 COX 公司绝对多数的控制

权与经济上的所有权。

由于技术创新与政府的放松管制,对于有线电视运营商来说,20 世纪 90 年代后期是个巨变时期。有线电视运营商花费数十亿美元将同轴电缆换成光缆,后者提供的容量是前者的 1 000 倍。增加的容量使得有线电视公司(现在被称为“宽带”公司以反映其提供服务的宽度)可向用户提供付费电视与数字有线电视服务、高速互联网接入及数字电话服务。有线电视运营商预期诸如此类及其他的新服务将使得公司利润至少在未来几年内得到增长。电信业务趋同的部分结果是,增加服务宽度使得宽带公司和范围更广的对手进行竞争,这些对手包括卫星系统、电话公司和无线公司。以 1996 年的《电信改革法案》为代表的放松管制允许有线电视运营商和电话公司互相进入对方的业务领域,这使得电信业的业务趋同成为可能。传统有线电视业仍然受到严格的管制,而如今的宽带行业成长及随之而来的竞争则在管制较松的范围内发生。

COX 公司以自身提供的高质量技术和服务为荣,在网络升级和引进新服务方面非常积极。到 1999 年中期,COX 公司 60% 的有线系统已经升级到 750 兆赫的容量(MHz)。由于模拟电视服务只有 550 MHz 的容量,该升级使得 COX 公司能通过 COX@HOME 向其用户提供调整互联网接入服务,通过品牌“COX 数字电话”提供电话服务及通过品牌“COX 数字 TV”提供先进的数字电视节目。数字电视业务预计将带动 COX 公司核心电视收入的快速增长,若没有数字电视业务,公司在未来 5 年内的年增长速度将只有 6%~8%。这一增长速度源于 3%~5% 的预期增长率和用户基数的自然增长。但是高速互联网接入和数字电话业务收入的预期增长速度却远大于此(见表 1-1)。总体而言,这些增值服务预期会使公司经营性现金流每年以 8%~15% 的速度增长。那些仍处于概念阶段的增值服务,如家庭安全等,则并不包括在这一估计中。公司包括网络升级和服务扩展在内的资本性总支出估计在 2000 年为 13 亿美元,在 2001 年则接近 11 亿美元。

表 1-1 有线服务的毛利率和增长率

项 目	每月现金流量 (百万美元)	毛利率 (%)	当前用户渗透率 (%)	目标渗透率 (%)
模 拟 电 视	30	75	67	67
数 字 电 视	16~18	55	2	30
调整互联网	35~40	30	2	25
数 字 电 话	55~60	55	1	25

有线电视运营商意识到,公司要尽可能地增加用户数量以分摊公司运营和网络的固定成本。通过联合实现在区域市场上占有高的市场份额,就能达到区域规模经济,从而有效节约成本。在全国范围内,联合能增强有线电视运营商与制作并提供节目的内容供应商进行讨

价还价的能力。扩张也有助于有线电视运营商通过给更多家庭提供捆绑式服务而增加收入。

因此,COX 公司和它的竞争对手一样都通过收购活动快速扩张用户数。例如,1995 年 COX 公司收购了 TIMES MIRROR CABLE TELEVISION,从而增加了 130 万的用户。仅在 1999 年上半年,COX 公司就宣布了要从 MEDIA GENERAL 收购有线系统、与 TCA CABLE 合并及收购 AT&T 有线资产的消息。这些收购活动预期在 1999 年底完成,但并不是百分之百发生。它们有赖于监管当局的批准及地方社团特许权的转让,而获得必要的批准要花费 3~15 个月的时间。这些收购活动将使 COX 公司用户达到 550 万,分布在 18 个州,这将使得 COX 公司成为全美第五大有线电视公司运营商。

有线电视公司间对用户的争夺导致获得新用户成本骤增。有些分析师认为,当微软公司的保罗·艾伦(Paul Allen)拥有的 CHARTER 公司在 1998 年 4 月购进 MARCUS CABLE 时,竞争白热化了。结果是,在 20 世纪 90 年代的大部分时期及近至 1998 年,有线电视公司在扩张有线电视运营时,为获得每个用户支付大约 2 000 美元,但到 1999 年该数字已经上升到超过 4 000 美元。随着可获得的有线资产迅速减少行业中现有的公司要么支付这些价格,要么就得面临成为二流竞争者的可能。FORRESTER RESEARCH 估计,在 4 年内 5 家最大的有线电视公司所服务用户的占比将从现在的约 56%增加到 70%。

实现规模经济需要付出高昂的代价。在 1999 年上半年 COX 宣布的收购交易中,若全部完成总共需要近 76 亿美元的资金。

当收购 GANNETT 的有线资产成为可能时,1999 年对于 COX 公司来说就变得非同寻常了。GANNETT 公司是一家多元化的媒体公司,由 FRANK GANNETT 于 1906 年创建。GANNETT 公司发行 75 份报纸,是全国最大的报业集团,同时公司 21 个电视台占有美国 17% 的市场份额。1995 年,GANNETT 公司购进 MULTIMEDIA 公司,从而拥有在印第安纳州、伊利诺伊州等几个州的有线系统,该系统在 1999 年大约有 522 000 个家庭用户。GANNETT 公司资产对 COX 公司的吸引力不仅在于用户的数量,而且也符合 COX 公司集中用户的地理分布以实现规模经济和范围经济的发展战略。然而,GANNETT 公司的有线系统价格不菲。GANNETT 公司打算将其有线资产通过拍卖的方式出售,COX 公司估计大约要支付 27 亿美元才能在拍卖中胜出。

问题 2: 如果把收购看作是一项投资的话,克莱门特在筹资决策过程中需要考虑的第一件事是什么?

(三) 为 COX 公司的增长和收购 GANNETT 资产而筹集资金

COX 公司董事会主席詹姆斯·肯尼迪(James Kennedy)和公司总裁兼首席执行官詹姆斯·罗宾斯(James Robbins)在公司年报中写道,“我们一直对潜在的成长机遇进行评估,以非常清晰的测试标准来衡量它们,即它们能否为股东创造大量的价值……部分由于

我们强健的资产负债状况,COX 公司拥有灵活性”。在对当前融资决策进行艰难抉择时,克莱门特和他的团队要考虑的关键问题是如何保持充分的财务灵活性以便能为计划中及未来预期的业务机会持续筹措资金。

显然,为这些收购项目筹资会影响 COX 公司的资产负债表。即使没有对 GANNETT 有线资产的收购,公司内部现金流也不足以为公司当前已经宣布的那些收购项目提供资金。COX 公司对网络升级、收购项目、股权投资及新产品开发等资本性支出所需要资金来自 19 亿美元的内部现金流、19 亿美元的净债务关系发行、3.7 亿美元的股票发行(包括 1995 年的 IPO)和 9 亿美元的非战略性资产出售。由于克莱门特和他的团队必须考虑众多的因素,公司融资和资产出售的选择变得非常复杂。特别是团队清楚地意识到了,市场条件的变化会大大影响公司的融资能力,从而影响其对 GANNETT 有线资产的收购活动。

1. 发行普通股

COX 公司可以通过公开发行股票来筹得全部或部分所需资金。在大约 4 年前的 1995 年 6 月,公司曾进行了首次(也是唯一一次)股票发行。通过这次股票的公募和私募发行,公司募集了将近 4 亿美元的资金。但是,任何发行股票募集资金的建议都要留心 COX 公司独特的所有权结构。COX 公司有两种普通股流通在外: A 股每股有一个投票权, C 股则有着超额投票特权——每股 C 股股票有 10 个投票权。两种普通股都不分红。COX 家族通过 CEI 公司持有 COX 公司 5.338 亿 A 股中的 3.792 亿股及全部 2 760 万股的 C 股。作为 TCA 公司交易的一部分, COX 公司预计要在下一个财政季度发行 3 830 万股普通股,即使这样, CEI 公司仍持有 COX 公司 67.3% 的普通股和 76.8% 的投票权。CEI 的董事会主席和首席执行官詹姆斯·肯尼迪是 CEI 创始人的孙子,也是 COX 公司董事会主席。

COX 公司有许多财务目标。第一个目标就是公司规模 5 年翻一番;其次是保持 COX 家族对 COX 公司的控制权。1995 年公司普通股的首次公开发行使得公司能够通过收购活动扩张公司规模,但 CEI 不希望它对 COX 公司的控制权被进一步稀释。为了保证它们作为公司管理层的利益与其他股东的利益相一致, COX 家族认为应该占绝大多数的股权并对公司实施控制。由于任何股票发行都将降低 CEI 的持股比例, COX 家族的偏好就限制了公司所能进行的股权融资的数量。最后,正如下文讨论的那样,公司并不愿提高公司的财务杠杆比率。

克莱门特也考虑到他在资本市场上发行大量公司股票的策略性能力。CHARTER COMMUNICATIONS 预期于秋天进行首次公开发行。由于 CHARTER 公司和 COX 公司吸引了相似的投资者,克莱门特担心在 CHARTER 公司股票发行之后,投资者对 COX 公司股票的需求就降低了。如果真要发行股票,他会希望在 CHARTER 公司的 IPO 之前进行。克莱门特也要考虑市场的整体条件。由于美国持续的经济增长,美国股票市场有着长达近十年的高收益率,但很多市场权威人士警告市场将随时进行调整。

发行股票的直接成本(包括承销佣金与费用)也是一个值得考虑的必要因素。发行股

票的直接成本大约为所筹资金量的 2%~3%。此外,大规模的股票发行可能会产生“市场影响”,市场往往以公司流通股价格的下跌来迎接公司新股票的发行。学术研究表明,尽管该影响在不同公司和不同的时期都不尽相同,但影响程度通常为公司股票价格 3%~4% 的下跌幅度。

问题 3: 发行股票时克莱门特考虑了哪些因素? 这些因素将对公司目标产生什么影响?

2. 发行债券或借款

作为替代方案,COX 公司也可通过债务形式(不管是发行债券,还是银行借款)为收购 GANNETT 有线资产筹措资金。债务结构可以有多种形式,这取决于债务来源、期限结构、现金息票水平及不同的选择权。1995 年后,COX 公司已经通过债务形式筹集了 19 亿美元。这些债务的到期期限 5~30 年不等,收益率则比同样期限美国国库券的收益率高 65~115 个基点。

但是,COX 公司的高管却担心公司财务杠杆比率的增加。COX 家族在债务的使用方面非常保守。在 CEI 公司全部子公司中,COX 公司已经有了最高水平的债务融资。此外,COX 公司有个公开的明确的目标,那就是保持债务评级的高等级。COX 公司高管声称,“我们要想在债务和股权之间寻求良好的平衡。我们公司仍将是投资级的,而且这非常重要”。保持投资级评级要求公司对若干财务指标进行小心监控,这些指标中最重要的是“债务/EBITDA”比率。目前,COX 公司的“债务/EBITDA”的目标比率为不高于 5 倍,这是公司高管认为维持公司投资级的最大倍数。从公司外部看,投资级公司债券的市场比非投资级公司的更大,也更稳定。非投资级公司可能会发现公司有时很难进入信贷市场,这些时期包括 20 世纪 80 年代后期和最近发生亚洲货币危机和 1998 年的俄罗斯债务危机。此外,比较 BBB 到 BB 级之间的收益率差和 BBB 到 A 级之间的收益率差,可以发现低于投资级的债务成本更高。如此境况可能会严重限制 COX 公司将来的财务灵活性。

除了要考虑 1999 年秋天时信用利差可能扩大的风险之外,克莱门特还要考虑到在过去 6 个月内 30 年期美国国库券收益率已经上升了超过 0.5 个百分点的事实。债券发行的直接和间接成本比股票要来得低。克莱门特认为交易费用低于 2%,学术研究估计,发行债券(对 COX 公司股票价格)的市场影响大约在 1%~2%。

问题 4: 发行债券对克莱门特的吸引力在什么地方?

3. 发行混合证券

另一个可能的选择是发行混合证券,这类证券同时有着债券和股票的特点。最常见

的例子是优先股或可转换债券。在混合证券市场中最近的创新是“强制转换”结构证券和“信托优先”产品,它们试图将债券和股票的最好的特性结合起来。许多投资银行都提供这些产品,但最近提议给克莱门特的一个特定品种是由美林公司开发出来的股权连接型混合证券(FELINE Income PRIDES)。

这个证券同时有着债券和股票的成分。每单位的 FELINE Income PRIDES 含有:① 投资者在 3 年内购买固定金额的 COX 公司 A 股的义务;② 优先股。在税收处理上,COX 公司支付给 Income PRIDES 优先股成分的费用可作为税收扣除额,但由于证券持有者有义务在将来购买公司股票,所以,在财务报告上该证券被视为股票。

能实现如此处理的证券,它的法律结构在某种程度上是复杂的。从本质上说,COX 公司要成立一家法律实体(信托公司)来发行优先股和普通股。COX 公司购买信托公司全部的普通股,并完全控制该信托公司。信托公司的优先股和上述的股票购买义务捆绑在一起,然后,作为 Income PRIDES 卖给投资者。比如投资者支付 50 美元购买一单位 Income PRIDES,在三年内每年可收到基于 50 美元本金的 7% 的优先股股息。在 3 年后,投资者有义务通过:① 将优先股交换的方式;② 以现金的方式购买公司 A 股股票。在这两种情况下,COX 公司向 Income PRIDES 持有者出让的普通股数量取决于到期日时普通股的市价,一般而言,3 年内普通股价格越高,Income PRIDES 持有者将收到的普通股数量就越少。

在发行优先股之后,信托公司将以发行所得资金来购买 COX 公司新发行的债券。债券的 7% 的利息和优先股的支付条件相匹配,因此,信托公司在事实上起到了将支付从 COX 公司转手到优先股持有者手上的作用。也就是说,COX 公司投资将其债券卖给信托公司,信托公司再将其优先股卖给投资者。通过信托公司发行的普通股,COX 公司持有信托公司的剩余部分。

在财务报告上,这种结构对 COX 公司的好处在于,公司发行的债券将不在资产负债表上以债务出现。由于 COX 公司持有信托公司股份,COX 公司在事实上是发行债券给自己,所以,当两家公司的资产负债表合并后,债权和债务就相互抵消了。但在 COX 公司的财务报表上会出现“少数股东权益”这一项目,以反映信托公司发行的优先股。该会计项目出现在负债项目和股东权益项目之间。但在税收处理上,COX 公司可以抵免因这笔债务而支付给信托公司的利息,因此,在财务报告上,FELINE Income PRIDES 看起来好像是股票,而在税收上“背对背”债务的款项支付则被当做普通利息费用处理。此外,由于在 FELINE Income PRIDES 中,投资者有合同性义务在将来购买 COX 公司的股票,评级机构会给债券以权益级评级,因此,FELINE Income PRIDES 使得 COX 公司能在得到评级机构权益级评级和满足会计处理目标的同时,不仅发行了债券,而且得到了利息支出抵减税收的好处。