

408

5275003

516

2

■ MBA 自学教材(核心课程系列) ■

# 财务管理速成

(下 册)

MBA 自学教材编写组

企业管理出版社

# 下册目录

365	第十五章 短期融资
365	第一节 商业信贷
370	第二节 商业银行的短期融资
379	第三节 商业票据
380	第四节 银行承兑汇票
382	第五节 有担保的短期融资
382	第六节 应收账款融资
387	第七节 存货融资
	<b>第五篇 资本成本和评价</b>
395	第十六章 财务结构和杠杆作用
395	第一节 财务杠杆
404	第二节 财务杠杆和风险
409	第三节 追加投资的财务杠杆
412	第四节 股票融资和债券融资的交叉分析
414	第五节 影响财务结构的因素
418	第十七章 资本结构与资本成本
418	第一节 资本成本基本理论
427	第二节 个人所得税与公司税并存情况下的资本成本
430	第三节 破产成本的影响
433	第四节 权衡模型中的最佳资本结构
436	第五节 最佳资本结构决策方法
445	第六节 外部权益资金成本与留存收益成本

448	第七节	折旧基金的成本
449	第八节	计算各资金成本的成本
457	第九节	计算加权平均资本成本
460	第十节	项目或部门的资本成本
467	<b>第十八章 股息政策</b>	
467	第一节	股息支付程序
468	第二节	影响股息政策的因素
471	第三节	通用的股息模式
477	第四节	股息政策理论
484	第五节	股息政策最优化的决定因素
493	第六节	送股、拆股和回购
497	<b>第十九章 评 价</b>	
497	第一节	价值的定义
499	第二节	债券评价
508	第三节	优先股评价
508	第四节	普通股收益及评价
510	第五节	引起市价变化的因素
512	第六节	不同增长模式下的评价
513	第七节	零增长股价
513	第八节	正常或持续增长股价
514	第九节	超速增长股价
517	第十节	股息贴现模型中的参数估计
519	第十一节	增长机会分析
522	第十二节	市盈率计算
	<b>第六篇 财务政策的确定</b>	
527	<b>第二十章 外部融资:机构及其行为</b>	
527	第一节	企业融资的来源

528	第二节	直接融资
532	第三节	投资银行的作用
534	第四节	投资银行的运营
541	第五节	不同证券发行成本比较
542	第六节	证券交易管理的原因及评价
545	第二十一章	普通股融资
545	第一节	收益、控制权和风险的分摊
547	第二节	普通股融资的特征
551	第三节	以普通股作为资金来源的评价
552	第四节	融资中认股权的作用
553	第五节	增资发行分析
558	第六节	对股东地位的影响
562	第七节	融资中利用认股权的优点
563	第八节	初始融资
564	第九节	选择不同的融资方式
575	第二十二章	债券和优先股
575	第一节	长期债券的重要术语
581	第二节	有担保债券
582	第三节	无担保债券
590	第四节	债券价值及其波动
593	第五节	长期债券成本
594	第六节	长期债券的特性
596	第七节	使用长期债券的决策
598	第八节	优先股的特性
599	第九节	发行优先股的主要条款
602	第十节	优先股评价
604	第十一节	使用优先股的决策

604	第十二节	各种证券的合理分配
605	第十三节	清偿债券或优先股
610	第二十三章	租赁融资
610	第一节	租赁融资的形式
613	第二节	租赁与会计处理方法
616	第三节	租赁的税收效应
617	第四节	租赁融资的评价
623	第二十四章	期权工具融资
623	第一节	期 权
634	第二节	认股权证
638	第三节	认股权证在筹资中的应用
641	第四节	可转换证券的特征
644	第五节	可转换证券的定价
647	第六节	可转换证券融资的评价
	<b>第七篇</b>	<b>财务专题讨论</b>
653	第二十五章	兼并、收购和公司重组
653	第一节	兼并的价值来源
656	第二节	企业兼并成本计算
662	第三节	兼并的会计处理方法
664	第四节	兼并及防御策略
666	第五节	对兼并的评价
669	第六节	战略联合
669	第七节	剥 离
671	第八节	财务危机
674		参考文献



## 第十五章 短期融资

营运资本管理讨论的最后主题是短期融资。短期信贷定义为安排在一年内付款的债务。企业可以利用各种短期信贷,财务负责人必须了解各种短期信贷的优势和劣势。在本章内,我们评估三种主要的短期资金来源。按提供信贷额的大小下降的顺序排列,他们依次为:①企业间的商业信贷;②商业银行的贷款;③商业票据。

短期信用经常以某种形式的抵押品作担保。因此,我们还有两种担保贷款的常用方法——应收账款融资和存货融资。

### 第一节 商业信贷

按照正常的程序,企业从其他企业赊购供应品和原料,同时将债务记录为应付账款。应付账款,即商业信贷,是短期信贷中数额最大的一类,约占非金融公司流动负债的1/3。这个百分比对小企业而言更大一些。因为这些企业可能没有资格从其他渠道筹资,所以他们主要依赖于商业信贷。

商业信贷产生于一般的商业交易中,是一种自发的融资渠道。例如,假定某公司每天平均购买2 000美元,条件为净30。平均而言,它将欠供应商( $30 \times 2\,000$ 美元)60 000美元。如果公司销售增加,从而其购买将翻1倍,则应付账款也将增加1倍——达到120 000美元。公司将自然而然地产生60 000美元的追加融资。同样,如果信贷条件从30天延伸到40天,那么应付账款将从60 000美元扩大到80 000美元;因此,延长平均付款期产生了追加

融资。

## 一、信贷条件

销售条件,或者信贷条件,说明了买者的付款义务。下面的讨论总结了影响信贷期限长短的四个主要因素:产品的经济特征;销售者的背景;购买者的背景以及现金折扣。

### 1. 产品的经济特征

销售额周转快的商品以相对短的信贷期限销售;购买者再迅速地卖出产品,取得现金,从而能够支付给供应者。食品杂货店周转快,但商品的易坏性也起了作用。对新鲜水果和蔬菜延伸的信贷可能从5天~10天,而对罐装水果和蔬菜延伸的信贷期限极可能是从15天~30天。像珠宝这样的零售周转慢的商品的信贷期限可能为6个月或者更长。

### 2. 销售者背景

财力不强的销售者必须要求现金或者特别短的信贷期限。例如,农场主向肉类罐头公司以现金交易为基础出售家畜。在许多行业中,信用条件的变动可以用作推销的手段。虽然运用信贷作为销售手段可能有损正确的信贷管理,但是的确有这种做法,尤其是当销售者行业生产能力过剩时。还有,大销售商可以利用他们的位置强制实行相对短的信用期限。但是,在实践中也经常出现相反的情况;这就是说,财力雄厚的销售商是小企业资金的供应者。

### 3. 购买者背景

一般而言,财力雄厚、经营赊销业务的零售商反过来可接到稍长一些的信用期限。某些被认为是在特别冒风险的行业(如服装)可得到延长的信用期限,但是常提供大额的扣除来鼓励他们提前付款。



#### 4. 现金折扣

现金折扣指的是在某一规定期限内付款的一种减价。不利用现金折扣的成本常常超过买方的贷款利率,因此企业在运用商业信贷作为融资来源时必须小心慎重是十分重要的;它可能代价很大。如果企业借款并利用现金折扣,那么应付账款留在账簿上的时期会减少。信贷的有效期限长度因此受到提供的折扣规模影响。信用条件通常说明现金折扣的数量、截止期以及最终到期日。我们早就注意到最常碰到条件之一是 2/10,净 30。(如果支付在发票日 10 天以内进行,那么允许 2% 的现金折扣。如果不利用现金折扣,那么支付在发票日后 30 天到期)。不利用现金折扣的成本可能会很大,如表 4-15-1 所示。

### 二、净信贷的概念

商业信贷对企业具有双重的意义。它是筹资购买的信贷来源,也是企业向客户赊销融资的一种资金运用。例如,如果企业平均每天销售价值 3 000 美元的商品,平均收款期为 40 天,那么在资产负债表的任何日期,它都将有大约 120 000 美元的应收账款。

表 4-15-1 不利用现金折扣时的信贷成本

$r_c = \frac{\%}{100 - \%} \times \frac{365}{\text{天}}$ 复利( $r_c$ ) 信贷条件	(%)	每年按 36.5 次或 18.25 次 复利的有效利率 (%)
1/10, 净 20	36.87	$r_c = (1 + \frac{0.3687}{36.5})^{36.5} - 1 = 44.32\%$
1/10, 净 30	18.43	$r_c = (1 + \frac{0.1843}{18.25})^{18.25} - 1 = 20.13\%$
2/10, 净 30	74.49	$r_c = (1 + \frac{0.7449}{36.5})^{36.5} - 1 = 109.45\%$
2/10, 净 20	37.24	$r_c = (1 + \frac{0.3724}{18.25})^{18.25} - 1 = 44.58\%$

如果同一企业每天购买价值 2 000 美元的原料,并且余额 20 天未偿付,那么应付账款将平均为 40 000 美元。企业因此扩大了净信贷 80 000 美元——应付账款和应收账款之间的差额。

大企业和各种规模的筹资有方的企业,常常是商业信贷的净供应者;小企业和各种规模的资本化不足的企业常常是商业信贷的净利用者。不可能一概而论是净供应者还是净利用者哪一个更好,这一选择依赖于企业的状况以及接受和利用商业信贷的各种成本和收益。

### 三、延迟应付账款

在前面,我们曾提到,如果企业放弃现金折扣,但却又在信贷期的最后日期日付款,那么商业信贷可能是一种十分昂贵的短期融资形式。

不取得现金折扣的成本的百分比形式可简化为:

$$\text{大致的年利息成本} = \frac{\% \text{折扣}}{100\% - \% \text{折扣}} \times \frac{365 \text{ 天}}{\text{支付期限} - \text{折扣期限}}$$

从中我们可以看出,放弃现金折扣的成本,随着支付期限相对于折扣期限变长而下降。如果我们的例子中的条件是 2/10 净 60,放弃折扣而在信用期末付款的大致年成本将是:

$$(2/98) \times (365/50) = 14.9\%$$

商业信贷的隐含年利息成本从折扣期末到信用期末之间的天数的关系见图 4-15-1。我们假定折扣条件为 2/10。在最后到期日付款的条件下,我们发现商业信贷的成本随信用期限的延长以递减的速度下降。其含义是,如果企业不取得现金折扣,则它的商业信贷的成本,随着它能推迟付款的时间长度而下降。因此,企业不一定在最后到期日付款,它也可能将付款推迟到信用期之后。我们将这种推迟称为“延迟应付账款”。延迟应付账款可以通过负债的额外积累,而为企业产生额外的短期融资。但是,必须将这一

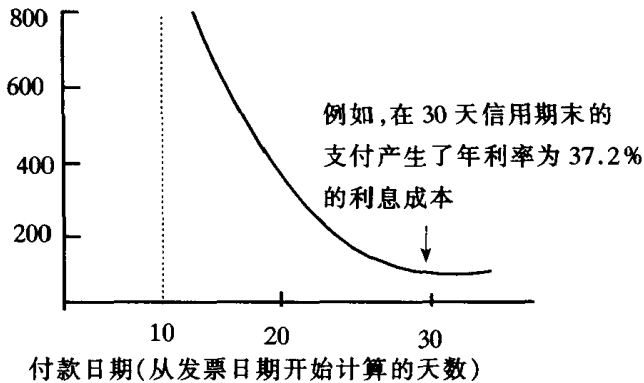


图 4-15-1 信用日期为“20/10,净一”的应付账款的年利率

“收益”与相关成本进行权衡。延迟应付账款的可能成本包括：可能放弃的现金折扣的成本；推迟付款的惩罚或利息，这取决于行业的惯例；对企业的信用评级，以及将来取得信贷的能力的损害。

#### 四、商业信贷作为融资来源的优点

商业信贷是大多数行业从事经营的一种惯例活动，方便但不正式。没有资格从金融机构中取得信贷的企业可能接到商业信贷，因为以前的经验已经使销售商熟悉了客户的信誉。销售商知道该行业的推销惯例，通常处于有利位置可以判断客户的能力和赊销的风险。商业信用量要受经营的信贷范围影响，随买方购买的多少而波动。

商业信贷成本比其他形式的筹资高还是低这个问题尚无定论。买方常常没有其他形式的筹资可得到，筹资成本可能和卖方承担的风险对等。但是在某些情形下，运用商业信贷只是因为买方不清楚其费用有多高。在这种情况下，细致的财务分析可能导致企业不同融资方式的替代。

在另一极端，商业信贷可能表示销售商提供的实际补贴或者促销手段。例如，作者知道这样的一些情况，制造商在其信贷期限

大大长于新企业信贷期限的基础上进行销售,从而向新企业提供全部融资。在某种情况下,制造商急于在某一特定领域获得商品经销业务,因此在新企业开业阶段,对它贷款以弥补经营费用并且使其支付应付账款同现金收入挂钩。但是即使在这样的情况下,买方企业也必须小心慎重,不要实际上以比别处可得的产品价格更高的形式来支付隐性筹资资本。信贷扩张涉及销售方企业的成本,因此该企业可能提高产品价格来冲销它扩张的无条件信用的成本。

### 五、通货膨胀时期良好的供应商关系的重要性

在通货膨胀和银根紧缩时期,企业提高向客户扩张信贷的标准。既然结清应收账款是获得更为有利流动性状况的一种方法,那么供应商在扩大商业信贷时更要进行选择。这表明企业取得供应商的信任是十分重要的。财务比率健康、付款及时是达到这一目的的有效方法。但是即使这些指标都是不利的,企业仍旧可以通过提供其改善现状的实际计划来取得商业信用。

## 第二节 商业银行的短期融资

商业银行的贷款在资产负债表上以应付票据(Notes Payable)出现,在短期融资来源中其重要性仅次于商业信贷。银行在短期和中期货币市场上处于关键地位。他们的影响比它所贷款金额所示的作用要大,因为银行提供了非自然产生的资金。随着企业筹资需求的增加,它要求从银行追加资金。如果这种要求被否定的话,那么企业可以选择的是降低增长率或者压缩业务。

### 一、商业银行贷款的特征

在随后的部分,我们将简要描述商业银行贷款方式的主要

特征。

### 1. 贷款形式

厂商从银行取得的贷款同个人从银行取得的贷款原则上没有什么区别。事实上,常常很难区分银行对小企业的贷款和银行对个人的贷款。通过在普通期票上签字就可以得到贷款。(当票据到期时),欠款一并归还或者在贷款期限内分期偿还。

信贷额度是银行和贷款人之间关于银行允许借款者最大贷款余额的正式或非正式协议。例如,银行贷款工作人员可能向财务负责人表明,银行认为企业在下一年信贷额度合适值为 80 000 美元。随后,负责人在期票(金额 15 000 美元,期限 90 天)上签字,从而记下了 80 000 美元总信贷额度中的 15 000 美元。这一数值贷给企业在银行中的支票账户。在到期日,支票账户要索取贷款的金额。利息可以提前扣除或者在到期时支付。在支付 15 000 美元之前,企业可以追加借款,直至 80 000 美元的总数。

### 2. 可以采用更为正式的方法

为说明起见,现举例说明。克莱斯勒公司(Chrysler Corporation)同一组银行安排了 10 000 万美元的信贷额度。银行正式答应给该公司贷款,如果他们需要的话。反过来,该公司则要支付占未使用承诺额余额的约 2.5% 的承诺费,以补偿银行储备资金,满足资金的需求。

### 3. 客户规模

银行给各种规模的企业贷款。就美元数而言,商业银行贷款的主要比例部分由大企业获得。但是从贷款次数看,小企业约占银行贷款的半数以上。

### 4. 到期日

商业银行集中注意短期贷款市场。短期贷款从美元数方面看约占银行贷款的 2/3,而长期贷款(贷款期限比一年要长)只占 1/3。

## 5. 本 票

当银行同意贷款给借款人时,借款人必须开出一张本票给银行,银行才会履行贷款协定。本票上记录的是贷款金额、贷款利率、贷款偿还方式、是否有抵押品及其他一些条款。当贷款人在本票上签名后,银行就立即将一笔金额等于贷款数额的资金贷记在借款人的银行账户。借款企业的资产负债表上资产方的现金和负债方的应付票据同时增加相等的数额。

## 6. 担 保

如果潜在的借款者具有信用风险问题,或者如果企业的融资需要超过了银行贷款官员所认为的不用担保的谨慎金额,那么就需要某种形式的担保。银行贷款的美元价值中有一半多受到了担保。(担保的形式在本章后面说明。)从银行贷款的次数来看,有 $\frac{2}{3}$ 的银行贷款通过第三者的背书来担保,第三者保证在借款人拖欠时偿还贷款。

## 7. 补偿性余额

银行通常要求普通的借款人平均保留占未偿付贷款 15% ~ 20% 的支票余额。这些余额通常称为补偿性余额,是提高有效率的一种方法。例如,如果企业需要 80 000 美元来偿还所欠的负债,但是必须维持 20% 的补偿性余额,那么它必须借款 100 000 美元以得到所需要的 80 000 美元。如果规定的利率为 5%,那么有效的成本实际上是为 6.25% (5 000 美元除以 80 000 美元)。这些贷款补偿余额当然要加到企业银行所要求的任何形式的劳务补偿性余额中去。

## 8. 偿还银行贷款

因为大多数银行存款可以随时提取,所以商业银行力图阻止企业使用银行信贷作为长期融资。因此,银行可能要求它的借款者每年至少有一个月进行结算他们的短期银行贷款。如果企业不能至少在每年的某一段时间偿还银行的债务,那么它在利用银行

融资满足长期的需要的同时,应该开拓长期或者永久性融资的新渠道。

### 9. 循环贷款协定

循环贷款协定是银行给予最高达某一信用金额的,正式的法律上的承诺,经常被一些大公司所采用。承诺一旦生效,只要总借款额不超过所规定的最大数额,在借款者需要的任何时候,银行都应当提供信贷。

### 10. 交易贷款

如果企业仅仅为了某一个具体目的而需要短期资金时,通过信贷限额或循环贷款协定借款都不合适。一个承包商可能为完成一项工程而需向银行借款,当承包商取得工程的款项后就可以偿还贷款。对于这类贷款,银行将借款者的每一项要求当作一笔单独的交易进行评价。在这类评价中,通常借款者偿还贷款的现金流转能力被看作是绝对重要的。

### 11. 商业银行贷款的成本

从商业银行取得的大多贷款近来成本处于从10%~20%左右,有效利率依赖于企业的特征和整个经济社会的利率水平。如果企业因为其规模和财力有资格称得上低风险者,那么利率将只比联邦储备银行向商业银行索取的贴现率高0.5~0.75个百分点。这叫做最优利率(The Prime Interest Rate)。另一方面,低于平均财务比率水平的小型企业可能被要求提供抵押担保,所付的有效利率比最优利率高2~3个百分点。

### 12. “简单”利率

确定贷款的有效或实际利率依赖于规定的利率和贷款人收取利息的方法。如果利息在贷款到期时支付,那么规定的利率就是有效的利率。例如,20 000美元贷款1年,利率为10%,那么利息为2 000美元。

$$\begin{aligned}
 \text{“简单利率”贷款,到期日支付利息} &= \frac{\text{利息}}{\text{借款数量}} \\
 &= \frac{2\,000 \text{ 美元}}{20\,000 \text{ 美元}} \\
 &= 10\%
 \end{aligned}$$

### 13. 贴现率

如果银行提前扣除利息(对贷款贴现),那么有效利率上升。对为期1年利率为10%的20 000美元贷款而言,贴现额是2 000美元,借款者只利用了18 000美元。有效利率为11.1%(而“简单”贷款利率为10%):

$$\begin{aligned}
 \text{贷款贴现率} &= \frac{\text{利息}}{\text{借入数量} - \text{利息}} \\
 &= \frac{2\,000 \text{ 美元}}{18\,000 \text{ 美元}} \\
 &= 11.1\%
 \end{aligned}$$

### 14. 分期偿还贷款

上面的“简单”利率贷款和贴现利率贷款的特征都是在到期日偿还贷款的本金。在分期付款这一方式下,本金的偿还在贷款期间定期地进行(例如,按月);对1年期贷款而言,借款者仅仅在第一个月具有全部的贷款货币额,到最后一个月已偿还了贷款的11/12。因此,分期还贷的有效利率(这就是说,年百分比率,即APR)实际上比规定的利率要高。分期还贷可以两种方式安排。在预加分期还贷方法中,净贷款收入同贷款的面值一样,但是利息被加到贷款本金上来计算月支付款项。在贴现分期还贷方法中,利息从本金中扣除以得到净贷款收入,而分期支付以贷款的全部面值为基础。预加分期还贷导致较高的月付款,但是有效利率较低;贴现分期还贷方法导致较低的月付款,但有效利率较高。一



些例子将说明一年分期还贷的 20 000 美元的贷款,名义利率为 10%,在两种方法下有效利率的计算过程。

① 预加分期还贷

借款数量	20 000.00 美元
规定的利率	10%
预加利息	2 000.00 美元
总计值	22 000.00 美元
每月支付金额(22 000 美元/12)	1 833.33 美元

隐含在这些项目中的计算出来的利率  $r_c$  可求出来:

$$\text{借款金额} = \text{定期付款} \times PVIFA(r_c, n \text{ 期})$$

把数值代入并利用 PVIFA 的公式,我们就得到:

$$20\,000 \text{ 美元} = 1\,833.33 \text{ 美元} \left[ \frac{1 - \frac{1}{(1 + \frac{r}{q})^q}}{r/q} \right]$$

解出  $r/q$ (用编程的简易计算器),我们发现  $r/q$  每月约等于 0.015,这表明按每月复利计算的年利率为 18%,有效的年百分比比率为 19.56%,是从  $(1 + 0.015)^{12} - 1$  计算得来的。

② 贴现分期还贷

借款数量	20 000.00 美元
规定的利率	10%
减去利息	2 000.00 美元
收入金额	18 000.00 美元
月付款额(20 000 美元/12)	1 666.67 美元

可以求计算出来的利率: