

企业筹资决策



陈敏 著

经济科学出版社





中财 B0008166

企业筹资决策

陈敏著

02113/15

中央财经大学图书馆藏书章

图书

藏



441332

经济科学出版社

一九九五年·北京

责任编辑:侯家恒

责任校对:王瑞莲

封面设计:卜建晨

版式设计:戴小卫

企业筹资决策

陈敏 编著

*

经济科学出版社出版、发行 新华书店经销

祥普公司印刷厂印刷

*

787×1092毫米 32开 5.5印张 120000

1995年7月第一版 1995年7月第一次印刷

印数:0001—2500册

ISBN 7-5058-0834-6/F·654 定价:7.00元

作者简介

陈敏女 1954年3月生于天津市。曾于1970年赴黑龙江生产建设兵团任农工；1973年选调入天津财贸学校学习金融专业；1975年在工商银行担任信贷员工作；1982年毕业于天津财经学院企业管理系会计专业，获经济学(会计学)学士学位；1985年获经济学(会计学)硕士学位；1993年获经济学(会计学)博士学位；现任天津财经学院会计系副教授、国际会计教研室副主任及中国中青年财务成本研究会理事。

近年来，主要从事于中西方财务管理研究，在国内率先进行企业筹资问题研究，先后在国际性财会理论研讨会、全国及省市级理论刊物上发表了20余篇论文。主要代表作有《中西方财务比较》、《论企业筹资效益》、《论企业筹资成本》、《论企业资金结构》。另外，还主持编著了《股份制企业会计》、《企业中级财务会计》、《外商投资企业会计》等书。

前 言

筹资是企业的一种财务行为,筹资管理是企业财务管理的重要组成部分。但是,在我国计划经济模式下,企业资金基本上属于供给制,即使在不能保障供给的情况下,企业仍无筹资自主权,加之金融市场的封闭,使得企业无自主选择筹资方式和渠道的可能与外部环境。因此,我国财务理论中留下了筹资的空白。

但是,改革开放的大潮将企业推向了市场经济的海洋,企业作为独立的经营实体必然提出自主筹资的要求。金融市场的改革开放,为企业自主筹资创造了外部环境。随之而来的是:企业如何筹资?企业从何处筹资?在筹资时应围绕着什么中心,应考虑哪些因素?应以什么作为筹资决策的标准?这些问题,既是实践问题,也是理论课题。本书拟就这些问题进行一次理论性的尝试,力求使之系统化、理论化和操作化。

本书根据我国的现状和未来发展趋势,批判地借鉴了西方财务管理理论与方法,提出了一套符合我国国情的企业筹资理论和方法。本文主要提出了有关筹资理论的观点有:1. 企业目标,即最终经济效益指标应以“自有资金利润率”反映;2. 筹资决策的变动将对企业最终经济效益产生影响;3. 筹资成本率,是筹资使用费与筹资净额之比,筹资费是筹资额的抵减;4. 筹资成本可以是筹资企业的机会成本;5. 股票筹资成本是相对股票帐面价值而言的,股票筹资成本不等于股东应得净收益;6. 提出筹资效益概念;7. 驳斥了西方衡量筹资结构的标准是企业价值和筹资成本率;8. 指出衡量筹资结构标准应是筹资效益;9. 指出筹资成本、筹资效益指标的作用;10. 增减自有资金的标准是筹资无差别点;11. 在不考虑其他因素情况下,利润分配

与留存比率取决于未来投资收益率;12. 财产股利可能有利于所有者和经营者;13. 股票股利更有利于经营者而对所有者较为不利;14. 论述了表外筹资的作用;15. 经营者与投资者对表外筹资的态度;16. 对表外筹资形式进行了分类、归纳,并对各种表外筹资形式分别从经营者与所有者角度进行了剖析。

由于本人理论水平和研究能力有限,书中必有缺陷与疏漏之处,恳请财会界的同仁给予批评指正。

陈 敏

1995.2 于天津

内 容 提 要

全文共设七章,即筹资决策与企业最终经济效益、筹资成本、筹资效益、筹资风险、筹资结构、利润分配和表外筹资。第一章提出了本文的课题,即为什么要进行筹资决策、在筹资决策中主要考虑哪些因素;第二、三、四章,分别研究了筹资决策中应考虑的主要因素,即筹资成本、筹资效益和筹资风险;第五章是在前四章的基础上,讨论了如何确定企业的筹资结构,即如何进行筹资决策;第六章与第七章研究了筹资的特殊问题,即利润分配和表外筹资。

第一章筹资决策与企业最终经济效益,共设五节。第一节,讨论了什么是筹资决策;第二节,介绍了企业的筹资方式及渠道;第三节,从历史角度出发,讨论了我国企业的筹资自主性;第四节,指出筹资决策围绕的中心,即企业目标——企业最终经济效益;第五节,指出筹资决策对企业最终经济效益的影响。

在第一节中指出,筹资的主要目的是企业为满足生产经营的资金需要;筹资是企业的一种财务行为,因此,企业筹资问题属于财务管理范畴。筹资决策应考虑的主要因素是筹资成本、筹资效益和筹资风险。筹资决策是选择最优筹资方案的行为或过程。筹资决策是商品经济发展的必然课题。

第二节指出,企业的筹资渠道是指企业资金来源的渠道,它标志着企业产权的归属;筹资方式是指筹资手段,主要有五种,即股份集资、举债筹资、自然筹资、企业留利和租赁筹资。

第三节在论证我国筹资理论空白的原因时指出,我国企业筹资的自主性是伴随着商品经济发展而不断变化的。

第四节针对解决筹资决策与企业目标的关系,对企业目标展开了讨论。企业目标因社会形态和企业经济成份不同而异。西方国家的企业目标是股东财富最大化,其表现有三种观点:利润总额、每股收益、普通股市价。后两种观点基本上淘汰了利润总额观点。但是,每股收益和普通股市价观点也都有其缺陷。

我国企业目标是利润最大化,用“利润率”表现。以何种“利润率”作为企业目标的化身是一个需要从理论上搞清的重要问题。“资金利润率”作为企业目标的化身有四方面的局限与缺陷:1. 企业资金包括所有者投资和借入资金,而利润仅是所有者收益,分子、分母不相配合;2. 混淆了企业主体界限;3. 资金利润率只能作为资金使用效益;4. 不能正确反映筹资决策对最终经济效益的影响。

第五节阐述的内容是,在明确了企业目标后,就需要研究筹资决策对企业目标——最终经济效益的影响。首先,应当建立“经营收益”概念,经营收益是指息税(所得税)前净收益,它的多少,不受筹资行为的影响。而息后税前净收益的多少,则受筹资行为的影响。在企业经营收益和资本总额不变的情况下,改变筹资结构对企业每股净收益、普通股市价和自有资金利润率都会带来相同方向的影响。

第二章筹资成本,共设六节。第一节讨论了筹资成本内容、指标、性质;第二、三、四、五节论述了各种筹资方式的筹资成本的计算方法;第六节介绍了企业综合筹资成本率的计算。

第一节指出了筹资成本的性质,即取得资金所付出的代价;筹资成本内容包括筹资费和筹资使用费;而筹资成本率则应是筹资使用费与筹资净额之比,由于筹资费与筹资额同时发生,故将筹资费作为筹资抵减额。在这一节中,着重论证了筹资成本率

是投资者要求的报酬率,而不是筹资企业支付给投资者的报酬率;在其他因素不变情况下,筹资企业效益越高,筹资成本率越低;筹资使用费可以是筹资企业的机会成本。

第二节股票筹资成本。这一节介绍了,从筹资者与投资者不同角度计算股票筹资成本率不同的计算方法。此外,还强调指出,股票筹资成本不等于股东应得净收益。实质上,股票筹资成本率等于股票筹资成本与股票帐面值之比。

第三节举债筹资成本。在这一节中强调指出,只有在本金与利息同时归还,且没有筹资费用和溢价情况时,举债筹资成本率等于其利息率;但是,当债务额大于或小于举债筹资净额、分期归还本金、分期付款、回存借款和物价变动情况下,举债筹资成本不等于债务利息率,需要对其进行调整,以及如何进行调整。

第四节自然筹资成本。一般情况下,自然筹资是一种无成本筹资。但是,当存在现金折扣时,现金折扣是应付帐款筹资的机会成本。

第五节企业留利筹资成本。企业留利相当于业主将应得收益进行再投资。因此,企业留利筹资成本率与普通股筹资成本率计算相同,但不发生筹资费用,其成本率低于普通股。

第六节企业综合筹资成本。企业综合筹资成本率也称企业资金成本率或企业资本成本率,是加权平均的筹资成本率。在计算综合筹资成本率时,需要将举债筹资成本率调整为所得税后,或将股票及企业留利成本率调整为所得税前。

第三章筹资效益,共设两节。首先讨论了筹资效益指标;然后,介绍了提高企业筹资效益的手段。

第一节何谓筹资效益。筹资效益是本文提出的重要观点之一,在西方筹资理论中没有这一概念。所以要建立筹资效益指

标,是因为,效益指标是评价各种活动结果的综合性指标。但是,不是所有活动的效益都能够直接通过自身的收入与耗费进行衡量的,有些活动的效益是通过对某些效益指标的影响产生出来的。筹资活动不创造价值,但却影响企业最终经济效益。因此,筹资效益是一个相对概念,是在经营收益、筹资规模既定条件下,改变筹资结构对企业自有资金利润率的影响。这里强调了两方面内容,即:筹资效益指标要用自有资金利润率表现;筹资效益的假定是经营收益和筹资规模不变。

第二节如何提高筹资效益。在这一节中,主要介绍了西方财务理论的筹资无差别点和财务杠杆作用,利用筹资无差别点选择筹资方式,利用财务杠杆调整筹资结构以提高企业筹资效益。

第四章筹资风险,共设两节。首先,论述了筹资风险的内容及来源;然后,介绍了避免筹资风险的手段。

第一节何谓筹资风险。筹资风险是指企业改变筹资结构形成偿债能力丧失的可能和自有资金利润率降低的可能。筹资风险主要来源于经营、资金组织和外汇汇率的变动。

第二节如何避免筹资风险。这一节主要借鉴西方财务管理和国际财务管理的方法。利用“财务两平点”避免来自经营方面的风险;合理安排收支,避免资金组织失当带来的临时风险;合理选择筹资币种,避免汇率变动带来的还款损失。在选择筹资币种时,利用了国际金融中的利率平衡理论,确定软硬币平衡点,根据这一点确定筹借软币或硬币。此外,还介绍了一些避免筹资风险的其他手段。

第五章筹资结构,共设三节。第一节批判地介绍了西方筹资结构理论,对最佳筹资结构赋予新义;第二节介绍了长、短期资

金比例的确定；第三节论述了自有资金与借入资金比例的确定方法。

第一节筹资结构概述。筹资结构的实质是指企业资金来源的构成或企业产权的构成。本节对衡量筹资结构的标准进行了深入的讨论。西方企业衡量筹资结构的标准是筹资成本和企业价值。由于企业价值是根据企业筹资成本率进行资本化的。因此，企业筹资成本率最低时的企业价值最大。这两项标准不能正确评价企业筹资结构，因为，企业筹资成本最低时，每股净收益和普通股市价并非最高；企业价值仅是企业在投资者心目中的形象，不能准确反映股东财富；企业价值并非筹资效益指标。衡量筹资结构的标准应该是筹资效益指标，因为，筹资效益指标紧贴企业目标；筹资效益指标较筹资成本指标更为精确。个别筹资成本率是选择筹资方式或渠道的依据；综合筹资成本率主要用于投资决策，它只是评价筹资结构的参考性指标。筹资效益指标主要用来衡量筹资结构。

企业是否存在最佳筹资结构，首先要看对最佳筹资结构的理解。西方筹资理论将最佳筹资结构定义于筹资成本最低、企业价值最大时的财务结构。在这一定义下，存在两种观点。一种观点认为企业存在最佳筹资结构，另一种观点否定最佳筹资结构的存在。最佳筹资结构存在论假设：超过某一点，自有资金利润率将随着负债比重的增加而按递增率上升；再超过某一点，借入资金成本率也可能上升。在这种假设下，综合筹资成本率必然会出现最低点，这一点上的筹资结构，便是最佳筹资结构。最佳筹资结构不存在假设存在一个完美的资金市场。在这个完美的资金市场上：套利活动使得各种投资收益率趋于平衡；投资者个人负债可以代替企业负债；不发生交易成本和破产成本。而实际中，不存在上述意义的资金市场。两种观点的共同缺陷是，都将

筹资成本率和企业价值作为衡量筹资结构的标准。最佳筹资结构应是企业现有条件下,筹资效益最大时的筹资结构。不能脱离现实,去勾画最佳筹资结构。

第二节长、短期资金的比例。这一节主要讨论两个问题:一是长、短期资金需要量的比例;二是长、短期筹资比例。

长、短期资金的比例要根据长、短期资金需要量来确定。长期资金实质上是企业年内资金平均需要量。这些资金需要通过长期借款、发行债券、发行股票、招股集资和长期性流动负债进行筹措。长期资金追加筹资额等于预计长期资金需要量减现有长期负债、现有自有资金和视同自有资金。短期资金需要量实质上是企业最高资金需要量与平均需要量之间的差额,这种资金主要通过短期借款和临时借款筹措。

长、短期筹资的比例不仅取决于长、短期资金的比例,还取决于财务管理者的筹资技巧和对风险的厌恶程度:套头筹资用短期筹资满足短期资金需要量,短期筹资比例适中;保守筹资,用一部分长期筹资满足短期资金需要,短期筹资比例较小;冒险筹资,用一部分短期筹资满足长期资金需要,短期筹资比例较大。

第三节自有资金与借入资金比例。这一节主要讨论增减自有资金与借入资金比例的问题。增减自有资金或借入资金比例的依据都是筹资无差别点,但两者的增减方向相反。在企业未发优先股情况下,筹资无差别点即是全部资金收益率等于债务利息率点。此外,在非极端情况下,当经营收益高于筹资无差别点时,增加借入资金,降低借入资金比例也可以提高筹资效益;反之,当经营收益低于筹资无差别点时,增加借入资金,降低借入资金比例将降低自有资金利润率。

第六章利润分配,共设四节。第一节讨论了利润分配对企业目标的影响;第二节讨论了影响利润分配的因素;第三节讨论了如何确定利润支付与留存比率;第四节对各种利润分配形式进行了剖析。

第一节指出,在不考虑其他因素影响下,利润分配比例对企业目标产生一定的影响,而利润分配比例对企业目标影响的方面取决于企业预计投资收益率。

第二节首先从投资者角度,考虑影响利润分配的因素有股东对股利的偏爱、对股票市价的重视、对股利稳定性的要求及大股东控股的需要。然后又从经营者角度考虑,影响利润分配的因素有股票发行成本、企业财务流动性和借款能力。

第三节从操作方面论证了利润支付与留存比率取决于预计未来投资收益率。对西方的沃尔特股利理论进行了介绍性批判。

第四节对现金股利、负债股利、财产股利、股票股利、股票分割、股票合并及股票再购入等七种利润分配形式逐一进行了剖析。从经营者与所有者的不同角度出发,分析各种分配形式利弊及各种形式的适用条件。

第七章表外筹资,共设三节。第一节论述了表外筹资的作用;第二节分析了经营者与投资者对表外筹资的态度;第三节讨论了各种表外筹资方式。

第一节指出,表外筹资是企业资产负债表中未予反映的负债行为。表外筹资能够调整资金结构,具有开辟筹资渠道,掩盖投资规模,夸大投资收益率,虚张利润等作用。这些作用主要是表外筹资的客观结果。

第二节从经营者与投资者的不同角度出发,分析表外筹资对各自利益的影响。并针对不同情况下的表外筹资,对经营者、

所有者、债权人、潜在投资者的影响及各自采取的态度进行了剖析。

第三节将目前已为企业采取的各种表外筹资方式进行了总结。归纳出直接表外筹资、间接表外筹资和转移表外筹资。同时，分析了各种表外筹资方式对经营者与所有者的利害关系。

目 录

内容提要

第一章 企业筹资决策与最终经济效益	1
第一节 筹资决策	1
第二节 筹资方式及渠道	2
第三节 中国企业筹资自主性	12
第四节 企业目标——最终经济效益	16
第五节 筹资决策对企业最终经济效益的影响	23
第二章 筹资成本	31
第一节 何谓筹资成本	31
第二节 股票筹资成本	33
第三节 举债筹资成本	39
第四节 自然筹资成本	45
第五节 企业留利筹资成本	47
第六节 企业综合筹资成本	48
第三章 筹资效益	53
第一节 何谓筹资效益	53
第二节 如何提高筹资效益	56
第四章 筹资风险	69
第一节 何谓筹资风险	69
第二节 如何避免筹资风险	71

第五章 筹资结构	78
第一节 筹资结构概述	78
第二节 长、短期资金的比例	92
第三节 自有资金与借入资金的比例	99
第四节 投机目的的筹资	106
第六章 利润分配	109
第一节 利润分配对企业目标的影响	110
第二节 影响利润分配的其他因素	113
第三节 利润支付与留存比率	116
第四节 利润分配形式	128
第七章 表外筹资	140
第一节 表外筹资的作用	140
第二节 经营者与投资者对表外筹资的好恶	142
第三节 表外筹资的方式	144
参考文献	152

第一章 企业筹资决策与 最终经济效益

第一节 筹资决策

一、何谓筹资决策

筹资(financing)是指企业为满足生产经营资金需要所发生的筹措资金行为,是企业的一种财务行为。企业筹资的主要目的是满足生产、经营资金需要。在金融市场比较发达的国家中,投机也可能是企业筹资目的,但由于各方面的限制,这一目的不占主导地位。企业筹资需要考虑的主要因素有筹资成本、筹资效益和筹资风险。一般筹资者都希望取得资金的成本较低,能够获取较高的收益,并承担较小的风险。但在实际中,这些方面往往是矛盾的,需要筹资者在诸多的筹资方式与渠道中进行权衡,从中选取成本较低、效益较高、风险较小的筹资方案。这种从诸多筹资方案中,择选最优筹资方案的行为或过程就称为筹资决策。

筹资决策过程既是确定最佳筹资方案的过程,也是确定最佳筹资结构的过程。在筹资方案中包括了各种筹资的比例。最佳比例确定的原则,即是成本低、效益高、风险小。

二、筹资决策是商品经济发展的必然课题

纵观商品经济发展过程,不难看出筹资决策在企业管理中的地位是随着商品经济的发展逐渐显现、突出、重要起来的。

在商品经济发展的初期阶段,人们只用原始资本和剩余资本,即权益资本生产经营商品。由于资本的单一化,也就无筹资