

第一章

股票融资

股

票是有价证券的一种主要形式，是股份有限公司签发的证明股东按其所持股份份额享有权利并承担义务的书面凭证，是股份有限公司筹集长期资本而公开发行的一种有价证券。

股票概述

股票在本质上代表股东对企业的所有权，如果一位投资者手中握有某一股份有限公司一定比例的股票，那么该位股东就拥有对该企业的一定比例的所有权。

一个股份有限公司可以依据公司的不同需要及投资者的投资意愿，发行不同的股票，不同类型的股票所代表的股东地位和股东权利各不相同。

股票种类

股票可按不同标准进行分类，如果按股票所代表的股东权利的不同进行分类，可以分为普通股、优先股、表决权股票、无表决权股票等。

1. 普通股

普通股是股票最普通的一种形式。普通股股东是企业的所有者，他们有权推选董事和董事会，选定管理人员，再由管理人员实际控制公司的营业。普通股股东每持有一股便拥有一股的投票权。如果股东不参加每年一次的股东大会，他可以委托代理人来行使其投票权。

董事会的选举可采取多数投票制，也可以采取积累投票制。在多数投票制情况下，股东每持有一股便拥有一个投票权，例如一个股东持有 100 股，那么对每个董事的选举他都可投 100 票。由于每个董事候选人都必须得到总选票数的半数以上，因此，这种选举使少数派股东无法当选董事。在积累投票制情况下，每一个股东可以把投票权积累起来，集中投选某一个人。他可以投的总票数，等于所有的股数乘以所要选出的董事数。例如，如果某股东拥有 100 股股票，而要选出的董事有 12 人，那么这个股东总共可投 $1\ 200(100 \times 12)$ 票，他可用这些票全部用来选举一个董事，这样就使少数派的股东有可能集中力量选出一定数目的董事。

普通股股东主要有以下三种权利：

(1) 投票权。普通股股东有出席公司每年或每半年召开的股东大会的权利、对公司的重大问题有表决权，有权选举公司的董事会和监事会，从而对公司的经营管理有一定的发言权。

(2) 公司盈余和剩余财产的分配权。这是股东经济利益的最直接体现。盈余分配权是指普通股股东经董事会决定有从经营净利润中分取股息和红利的权利，剩余财产分配权是指在公司解散清算时，有分配公司剩余财产的权利。

(3)优先认股权。普通股股东是公司财产的所有者和风险的主要承担者，因此公司在增发新股时，普通股股东有权优先认购新股，以保持他们在公司股份中所占的比例，也能使原有股东持有股票的价值不致因发行新股而降低。

在优先认股权制度下，现有的股东有保持对股份公司所有权的现有百分比。如果股份公司增发普通股票，现有股东有权优先购买新发行的股票，以维持其在股份公司权益的比例。例如，假定某一股份公司原有 1 000 000 普通股，而某一股东拥有其的普通股 100 股 占所有股权的万分之一。现在该股份公司决定新增发 10% 的普通股 即 100 000, 那么，这个股东就有权按原持有股票数额的比例购买 10 股新发行的股票，以保持他在股份公司中占万分之一的比例。

具有优先认股权的股东有三种选择。他可以行使认股权 认购新发行的股票 或 他可以出售认股权 因为认股权是可以转让的；或，他也可以不认购新股，听任优先认股权过期而失效（认股权的有效期一般多为三个月）。这种情况只有在股东认为购买新股无利可图时才会发生。如果股东想购买新股而认股权数不够，还可以向其它股东购买认股权。假设某股东拥有 85 股某股份公司的股票，但要认购一个新 股必须要有 10 个 他拥有的 85 个认股权就只能购买 8 个新股。但他可以向别的股东购买 5 个认股权，以便能购买第九股新股。

在提供认股权时，董事会设定股权登记日期。在股权登记日之前购买股票的投资者，有权取得认股权而认购新股。股权登记日之前出售的股票称为附权股。股权登记日

以后出售的股票则称之为除权股，即股票出售时不附有认股权。在股票登记日之后购买股票的投资者无权取得认股权，即无权优先认购新发行的股票。

一个公司的普通股可能不只一种，从股市行情表上可以发现有的股票后面加 A 字。有的则 A 股和 B 股一齐上市。这时，A 级和 B 级普通股可能是按照对盈余的要求权及投票权来划分的。A 级普通股可能没有投票权，B 级普通股可能有投票权，但股利的索取权次于 A 级普通股。在这种情况下公司的发起人及公司管理人员持有 B 级普通股，而 A 级普通股则公开向外发行。但由于许多证券交易所不愿经营没有投票权的股票，所以实际上 A 级普通股通常也具有某种程度的投票权，只是其每股金的投票权不如 B 级股票多。

例如某公司最初以 1 600 000 元发行 80 000 股 A 级普通股，以 400 000 元发行 200 000 股 B 级普通股。总共 280 000 股，筹集资金 2 000 000 元。每股都有一个投票权。但由于 A 级股票的原始发行价格为每股 20 元，而 B 级每股 2 元，所以虽然 B 级普通股的投资额只有 A 级普通股的 1/4，但其投票权数却为 A 级的 2.5 倍。因此，B 级普通股的持有者能对公司实行实际控制。这便是将普通股分级的目的。

利用普通股筹资的优点是：(1) 发行普通股所筹措到的资本是永久性的资本，是公司最稳定的资金来源，是无到期日，不需归还，在公司经营期内能自行安排利用。(2) 以普通股筹集的资本是主权资本，是公司最基本的资金来源，它反映了公司的实力，可作为其它方式筹资的基础，尤其是可以

提高公司的信誉、为债权人提供保障、增强公司举债的能力；(3)公司没有支付普通股股息的法定义务，因而无固定负担。因为股利的分配要视公司经营状况、盈利水平及企业发展情况由董事会决定，有利则分，无利不分，利多则多分，利少则少分。为求得公司的发展，有时即使有利，也可暂时不分，以避免于销售或盈余波动而给公司带来冲击；

(4) 由于预期收益较高，用普通股筹资容易吸收资金，尤其是向社会公众公开发行小金额股票时，筹资速度快，取得资金数额也较大。

(5) 如果公司前景光明，则普通股能以较其他证券为佳的条件销售给股东大众。这是因为：普通股所提供的报酬率（指投资者在投资期间所得到的股利与资本利得的总和除以原始购价后的比率）通常比优先股或债券的报酬率高；②由于普通股代表公司的所有权，故相对于优先股或债券而言，它可以提供投资者一个较佳的屏障，以防止非预期性通货膨胀所造成的损失（通常在通货膨胀发生时，公司所拥有的资产价值也同时增加，而只有普通股股东才能分享此种增值。

(6) 公司发行普通股融通资金，就可以在平时维持充分的举债能力，从而一旦出现周转不灵的现象，就能及时取得资金以解决问题。一些实证研究的结果也表明，维持足够的举债能力，是大多数财务经理制定融资决策（financing decision）时的主要考虑之一。

但利用普通股筹资也有它的缺点，这种缺点是：

(1) 普通股的资金成本较高。这是由于投资人投资于普通股的风险大，所要求支付的投资报酬率也就高；普通股

股利应用税后利润支付，无抵税作用；公开发行人股票需要申报、承购等一系列工作，发行成本高于其它证券。

(2) 普通股的增加发行会使股权分散，股价下跌，新股东坐享收益，获得原有股东拥有的投票权和支配权以及对公司累积盈余的分配权，损害老股东的利益。而如果发行债券，则不管公司盈利多高，债权人都仅能得固定的利息收入。

(3) 公开发行人股票要向社会公布包括公司的投资计划、财务状况等在内的一系列信息，不利于公司保守商业秘密，特别是容易被竞争对手了解公司的行动计划，从而采取针对性措施与公司竞争。

(4) 发行普通股票的承销费用通常要比发行优先股或债券的承销费用高。因为 普通股融资的审查成本较高；普通股的订价通常较债券或优先股低。

(5) 每家公司都有一个能使其平均资金成本达到最低的最佳资本结构 (optimal capital structure)。因为公司的资本结构主要由“普通股股东权益”及“债权人权益”构成 过多的普通股融资会使公司无法达到最佳的、使其平均资金成本最低的资本结构。

(6) 相对而言，公司采用普通股融资越多，其缴纳的所得税也越多。因为在计算所得税时，付给债权人的利息可充当费用于税前扣除，而付给股东的股利需在税后支付。

[案例] 为了避免股东行使普通股的投票权，美国通用汽车公司曾创造了 E 种普通股和 H 种普通股。

1984 年通用汽车公司以 20 亿美元收购电子资料系统

公司 (Electronic Data System) 并创造 E 种普通股, 规定 E 种普通股仅拥有部分的投票权, 股利的支付视电子资料系统公司在成为通用汽车公司的附属公司后经营业绩而定。通用汽车公司使用 E 种普通股的理由是: (1) 限制股东的投票权, 以避免电子资料系统公司成为其他公司的购并对象; (2) 由于股利支付视公司经营的业绩而定, 公司的成败与大家的利益息息相关, 遂使电子资料系统公司的员工和股东能以积极的态度直接参与公司的经营。如果通用汽车公司直接使用该公司的普通股购并电子资料系统公司的话, 就无法达成上述目的了。

通用汽车公司发行 E 种普通股获得成功, 增加了它创造出新型普通股的信心, 接着在 1985 年时, 通用汽车公司又发行价值 50 亿美元的 H 级普通股, 并用以购并了休斯飞机公司 (Hoghes Aircraft)。通用汽车公司所发行的新型普通股, 由于投票权不完全, 故违反了纽约证券交易所的规定。但通用汽车公司自恃其强大的财力, 断然表示: 如果纽约证券交易所不允许它发行具有有限投票权的新型普通股, 从此以后, 它所有的股票将不会在纽约证券交易所挂牌买卖。经过一番审慎的考虑后, 纽约证券交易所认可了通用汽车公司的作法, 并为此还取消了“禁止具有有限投票权的股票上市”的规定。

2. 优先股

优先股是相对于普通而言, 它是股份公司发行的比普通股票享有某些特定的优先权利的股票。这种股票的优先权主要表现在以下三个方面。

(1) 优先股通常固定股息。

(2)领取股息优先。优先股的股息在支付普通股股息以前支付。

(3)债权清算优先。在公司破产、解散而不得不清理剩余财产及债权债务时，虽然优先股的索偿权位于债券持有者之后，但却位于普通股持有人之前。但是，在一般情况下，优先股持有人不能参与公司的经营管理，他们没有普通股持有人那样的投票权。同时，由于其股息是固定的，所以当企业经营景气时，一般不能象普通股那样获得高额盈利。

优先股既可以在公司设立时发行，也可以在公司增资时发行。优先股可以自由转让或买卖，但同样不能退股。优先股的上述特点使它具有债权人的特点，它是介于负债筹资与股权筹资之间的一种筹资手段。公司可以利用优先股风险小的特点，把它卖给不愿过份承担风险的投资者。不过，由于优先股在股份公司利益分配中处于优先地位，所以，为了保障普通股东的经济收入，股份公司一般把优先股的发行控制在一定比例之内。优先股的缺点是由于股息率的固定而使得投资者不能享受企业利润增长的利益。根据优先股的股息和红利分配的方法不同，优先股票又可具体分为：

(1)累积优先股。累积优先股是指在公司经营状况欠佳时，可以把未发或未发足的股息累积起来，待公司经营状况好转时再补发未付的累积股息。累积优先股息发放完毕后，才能将剩余的盈利分配给持有一般优先股和普通股的股东。因而累积优先股东所享有的条件相当优惠，其优惠条件不仅超过普通股东，而且也超过了一般优先股东。

例如，假定某公司的董事会连续三年没有发放 8% 的

优先股息。如果优先股的面额为 100 元 那么 公司对每一优先股积欠 24 元的股息。在还清 24 元的积欠之前，公司不能发放任何股息给普通股的股东。对优先股有积欠，并不意味着积欠的优先股息最后就一定发放。如果公司不想发放普通股股息，也就没有必要非付清所积欠的优先股股息不可。

如果公司已经积欠了优先股股息，而又想发放普通股的股息，公司还可以不付清优先股股息，而允许优先股转换成普通股。例如 对于面额为 100 元的优先股，每股已经积欠了 56 元的股息。且优先股每股的市价为 74 元 而普通股每股市价为 110 元。那么，公司可以允许优先股股东以一个优先股来换一个普通股。

(2) 非累积优先股。它正好与累积优先股相反，虽然有先于普通股股息的分配权，但在公司不景气时少分得的利息，不能累加起来待来年利润上升时补给，而只能按规定的股息率优先分得年度股利。有的非累积优先股东只是按规定的股息率优先分得股息，不参与剩余盈利的分配，但有的则与持有普通股的股东一同等额地分享该年度的剩余盈利。因而非累积优先股的股息发放只限于当年度，对于未发或未发足的股息部分以后亦不再补发。

无论是累积优先股还是非累积优先股，它们之所以带有如此多的优惠条件，就是因为大多是在企业不景气时发行的。当企业盈利不多时，优先股的股东可以享受有一种很现实的利益，企业也可借此多筹集一些资金。但当企业的盈利状况逐渐好转以后，优先股股东相对于普通股东而言就根本谈不上优先了，因为优先股的股息受固定股利率的

限制，而普通股的股息则会伴随着企业盈利的高低而变化。

(3)可转换优先股与不可转换优先股。可转换优先股在发行之前，要根据规定在票面上加注一条可转换条款，允许持有该股票的股东在一定情况下（比如在企业盈利水平上升到约定程度时），可将自己持有的优先股票按规定的比率转换成一定数量的普通股票但是持有该优先股的股东也可不进行转换而保留优先股股票。不可转换优先股是指在任何时候和任何条件下都不能转换成普通股的优先股。

(4)参加优先股与非参加优先股。参加优先股是指优先股除了可以按约定的股息率取得股息外，在公司经营利润增多情况下，还可和普通股一样参加公司盈利的分配，获得额外的股息。假如优先股是面额 100 元的 6% 参加优先股。那么在普通股每股得到 6 元的股利之后，公司在增发任何股利，优先股都可以同样分享。如果普通股得到 7 元股息 那么 每个参加优先股可以得到 1 元的额外股利。不过，这种形式的优先股并不多见。

参加优先股根据参股形式的不同又可分为全部参加优先股和部分参加优先股。而非参加优先股是指无论公司经营利润有多高，都只能按约定的股息率领取股息，而无权参与额外的股息分配。

(5)可调整优先股和非调整优先股。可调整优先股是指股息率不固定，而是定期随其它证券或银行存款利率的变动情况或公司盈利状况进行调整的优先股。非调整优先股是指在任何时候、任何情况下都不能变动股息率的优先股。

(6)回收股。这是一种可以回收的股票，它在发行时就

规定该股份公司在一定情况下，比如将来不再需要此项资金时，可以按照规定的条件将股票赎回。在回购时，价格一般高于票面价值，用以弥补股东因股票被收回而可能遭受的损失或可能减少的收益。这种股票回收后，必须将之存入企业的金库。

利用优先股筹资的好处是：

(1) 优先股筹集的资本是公司的长期权益资本，无到期日，不需要偿还资金，是公司长久、稳定的资金来源；

(2) 通过发行优先股增加股本，可增强公司实力、增强向外举债的能力；

(3) 和债券一样，发行优先股的资金成本固定，在公司盈余较多的情况下，不仅能对普通股盈余起到扩大作用，而且剩余可由普通股股东独享。和债券不同的是：在公司盈余不足或无法支付股息时，优先股股东不能要求公司破产付息。

(4) 优先股股票的发行，一般是在不增加投票权和参与经营的股东人数的情况下筹资的，因而不会导致原有普通股股东对公司的支配、控制能力的下降。

发行优先股股票融资的缺点是：(1) 优先股的资金成本虽然低于普通股，但高于债券；(2) 优先股股息固定，如果发行数额较大时，会给公司带来沉重的负担，又由于优先股在股息分配、资金清算等方面拥有优先权，所以会使普通股股东在经营不稳定时的收益受到影响；(3) 优先股只对稳健的投资者有吸引力，其发售额不会太多，因而，光靠发行优先股筹资一般是不会筹集到公司所需的资金；(4) 优先股的税后资金成本要高于负债的税后资金成本。

[案例]1983年，英特诺斯公司（Inter - Norta）准备收购贝尔可石油公司（Belco Petroleum）时，投资专家指出，如果英特诺斯公司使用大量的现金来收购贝尔可石油公司，则贝尔可石油公司的股金将立刻需要支付大量的资本利得税。然而，如果英特诺斯公司用它本身的优先股来交换贝尔可石油公司的股票，以达到收购后者的目的，则此种换券交易就不必课税。因此，这样不但可使贝尔可石油公司的股东获得固定收益证券，而且同时可使他们得以延续资本利得税的支付。

在本次收购融资中，英特诺斯公司实际上提供了两种优先股——纯粹优先股和可转换优先股）给贝尔可石油公司的股东选择。那些对收益较感兴趣的股东可以接受纯粹优先股，而其他较重视资本利得的股东则能够选择可转换优先股。其中，纯粹优先股的收益率为11%，而可转换优先股的收益率仅为7.5%，但后者还可使持有人有机会享有资本利得。事实上，由于英特诺斯公司的普通股持续上涨，使得该公司到1985年可转换优先股股价从\$100上涨到了\$150，年收益率约高达30%；而由于市场利率上升，英特诺斯公司的纯粹优先股反而由每股\$100下降至\$97，使年收益率不到10%。

3. 表决权股票

它是一种对于特定的股东给予多数表决权的股票。特定股东是指公司的董事和监事，他们持有的每一股股票往往有多于一股股票的表决权，其比例从一股2权到一股100权不等。发行这种股票的目的在于限制外国持股人对

于本国产业的支配权。

4. 无表决权股票

这种股票持有人的表决权在公司章程中被剥夺或受到限制。这种股票在美国比较流行。

□ 股票价值与价格

股票价格也称股票行市，是指在股票市场上买卖股票的价格。股票本身并无价值，它仅仅是用以证明股东持有的公司财产所有权的法律凭证，但持有人又有获得公司收益的权利，即股票能给持有人带来股息和红利，因此，股票就有了价值。股票价值一般有五种表现形式。

1. 票面价值。指股票票面所载明的价值，又称为面值。股票的票面价值是以股为单位，用每股的资本数额表示，表明投资者投入资本的价值，或投资者投资在公司资本总额中所占的份额。票面价值可用来作确定股东权利的依据。

票面价值是企业发行的股票上所标明的金额，有的企业发行的股票上有票面价值，也有的企业发行的股票上则不标明票面价值。票面价值的作用之一是可以确定每一股份对股份公司占有的一定比例。例如一个企业发行在外的总票面价值 1 000 000 元，每一股的票面价值是 25 元，那么，每一股将表示对企业 1/40, 000 元，每一股的票面价值是 25 元，那么，每一股将表示对企业 1/40 000 的所有权。

票面价值的大小，除了企业从其所需资产和投资前景来考虑外，有时还受税收问题的影响。如果是按票面价值的大小征税，企业就会减小其票面价值。

2. 帐面价值。又称为净值，指股票所包含的实际资产

的价值。通常用每股净值表示，计算公式如下：

$$\text{每股净值} = \frac{\text{资产净值总数}}{\text{发行股票的股数}}$$

计算普通股的帐面价值，需要将上市公司的资产帐面净值减去流通在外的优先股的总面值，再以流通在外的普通股的股数来除其余额。计算公式如下：

$$\text{每股净值} = \frac{\text{公司资产帐面净值} - \text{优先股面值}}{\text{普通股总股数}}$$

公式中资产净值是公司全部资产与全部负债的差额，在数值上等于股本、公积金和未分配利润之和。

帐面价值是被证券分析家和其它人所使用的一个会计概念，要计算普通的帐面价值，只要将一个公司的净值减去流通在外的优先股的总面额，再以流通在外的普通股股数来除其余额。假设某一公司资产负债表的权益部分如下所示：

优先股(面额 100 元)	10 000 000 元
普通股(面额 5 元)	5 000 000 元
资本公积	10 000 000 元
保留盈余	16 000 000 元
净值	41 000 000 元

$$\begin{aligned}\text{普通股每股帐面价值} &= \frac{\text{净值} - \text{优先股总面额}}{\text{普通股股数}} \\ &= \frac{41\,000\,000 - 10\,000\,000}{1\,000\,000} \\ &= 31(\text{元})\end{aligned}$$

3. 清算价值。指企业在清算时，每一股份所代表的实际价值。从理论上分析，普通股每一股的帐面价值应与清算价值相一致，这种情况的出现只有当清算中资产的实际折算金额与财务报表上所反映的帐面价值一致时，每一股的帐面价值才与清算价值一致，而且如果考虑到清算成本，则与每股的清算价值仍会小于帐面价值。实际上在大多数情况下，每股的清算价值都小于帐面价值，只有个别公司在正常结束经营清算资产时，才会发生清算价值高于帐面价值这种情形。

4. 内在价值。指股票分析专家认为股票所真正代表的价值，这是一种理论价值，股票内在价值的大小也取决于众多投资者个人的分析。所以，不同的分析家和投资者，由于观察问题的角度不同、个人知识、经营及判断问题的能力不同，致使对同一公司股票的内在于价值可能得出不同的结论。分析股票内在价值包括公司的盈利状况、盈利前景、财务状况以及影响公司收入增长因素。由于它是一种理论分析价值，所以股票的实际市场价格与其内在价值虽然存在着必然联系，但并不会一致。分析股票内在价值的作用在于，让每个投资者都设法寻找内在价值大于市场价格的股票作为参考投资对象。

计算股票的内在价值有许多方法。但这些方法都是将