

武汉大学金融系2023春公司金融

第七讲：长期外部融资

授课人：刘 岩

2023年4月3日

本讲内容

- ❖ 企业长期融资的形式
- ❖ 融资方式与证券发行
- ❖ 租赁

长期融资的形式

企业长期融资分类

- ❖ 企业外部融资是企业法人（资金融入方）与出资人（资金融出方）通过金融合约(financial contract)的形式满足融资需求；合约界定了各方的权利与义务
- ❖ 企业融资可以分为长期资本融资和短期流动性融资
- ❖ 按照合约属性，长期融资可以从多个角度进行分类
 1. 合约现金流：股权融资、债务融资等
 2. 合约市场交易性：非公开发行、公开发行
 3. 合约资金来源：直接融资、间接融资
 - 直接融资：企业直接从最终出资方获得资金
 - 间接融资：企业通过金融中介获得资金

股权融资(equity financing)

- ❖ 股权融资是通过发行股票(stock)的方式筹集资金
- ❖ 股票的核心特征是其现金流以股利(dividend)形式发放，股利数额由企业（通常是董事会）决定，而非事先确定；股利支付与利息支付在税收上有很大差别
- ❖ 常见的股票类型
 1. 普通股(common stock): 普通股股东通常享有股东大会表决的投票权（一股一票）
 2. 优先股(preferred stock): 在股利支付和企业破产清偿方面享有优先权，但一般没有投票权

普通股股东权利

❖ 除获取股利支付外，普通股股东还享有一系列权利

1. 企业清算后的剩余索取权

✓ 股东的关键特征之一：residual claim holder

2. 对企业新发行股票的优先认购权

3. 股东大会上的投票权：美国不同类型的普通股可以有不同的投票权（Ford、Google 的 B 类股份），但中国《公司法》（2013 年第三次修正）第 103 条规定股份有限公司每一股份在股东大会上享有一份表决权

✓ 股权作为收益享有权和控制权的差别，同股不同权；阿里巴巴的复杂股权安排

债务融资(debt financing)

❖ 债务融资与股权融资的差别

1. 债权人对企业的运营、管理没有表决权
2. 未付债务是企业的负债(liability)，是一项义务(obligation)；如果企业没有尽到偿付义务，债权人可以通过法律程序（民法、合同法、担保法及**破产法**）向企业索取资产
3. 负债对应的利息支出有抵税的效用

❖ 债务融资的种类：债券、贷款及银团贷款(syndicate loan)

企业债券(corporate bond): 合约内容

- ❖ 债券构成 (F, i, T)
- ❖ 担保(security)——证券质押(collateral)、不动产抵押(real estate mortgage)及第三方担保；不过也有大量的无担保信用债(debenture)
- ❖ 优先级(seniority)——企业违约时的债务偿付顺序，通常有担保负债有最高的优先级，之后时无担保负债，最后是权益
- ❖ 提前赎回条款(call provisions)
- ❖ 保护性条款(covenants)

企业债券分类

- ❖ 在美国，企业债券通常指信用债务合约，无担保中、短期债券也称为票据(notes)，一类重要的短期企业债券称为商业票据(commercial papers)
- ❖ 中国的企业信用类债券分为
 - 企业债——由发改委负责发行审核
 - 公司债——由证监会负责发行审核
 - 中期票据（中票）——由央行负责发行备案
 - 短期、超短期融资券（短融、超短融）——央行备案
- ❖ 2023年的金融监管体系改革，将所有类型的债券发行监管权都集中到新证监会
- ❖ 中国的企业信用类债券多有抵质押或第三方担保

可转换债券(convertible bonds)

- ❖ 可转换债券也是一类常见的债券类融资合约
- ❖ 可转债持有人在债券到期日之前可以选择是否把所持债券份额按约定比例转为企业的股权
- ❖ 可转债等价于一个普通债券加一个认股权证(warrants)；认股权证的持有人可以在约定期限内以约定价格认购企业的股权，与期权类似
- ❖ 近年来还兴起使用可交换债券：A公司以所持有B公司股票为质押，发行债券，并约定若满足一定条件，该债券投资人可将持有债券转换为持有B公司的股票

贷款与银团贷款

❖ 贷款与债券的区别

1. 可交易性——债券可交易，贷款不可交易；
2. 持有者数量——债券通常有大量持有人；
3. 申请、发行差异

❖ 银团贷款：由一家银行牵头，若干家银行共同对一个企业进行贷款；贷款合约规定了资金偿付如何在各个银行间分配

❖ 银团贷款有时也可以进行市场交易

中国历年社会融资增量构成（%占比）

	本币贷款	外币贷款	委托贷款	信托贷款	未贴现汇票	企业债券	股票
2007	60.9	6.5	5.7	2.9	11.2	3.8	7.3
2008	70.3	2.8	6.1	4.5	1.5	7.9	4.8
2009	69	6.7	4.9	3.1	3.3	8.9	2.4
2010	56.7	3.5	6.2	2.8	16.7	7.9	4.1
2011	58.2	4.5	10.1	1.6	8	10.6	3.4
2012	52	5.8	8.1	8.2	6.7	14.3	1.6
2013	51.3	3.4	14.7	10.6	4.5	10.5	1.3
2014	59.6	2.2	15.3	3.2	-0.8	14.5	2.7
2015	73.1	-4.2	10.3	0.3	-6.9	19.1	4.9
2016	69.9	-3.2	12.3	4.8	-11.0	16.8	7.0
2017	71.2	0.0	4.0	11.6	2.8	2.3	4.5
2018	102.4	-2.7	-10.5	-4.6	-4.1	17.2	2.4
2019	90.4	-0.7	-5.0	-1.9	-2.5	17.9	1.9
2020	82.8	0.6	-1.6	-4.6	0.7	18.4	3.7
2021	90.9	0.8	-0.8	-9.1	-2.2	15.0	5.5

私募公司的股权融资

- ❖ 天使投资者(angel investors)
- ❖ 风险投资公司(venture capital firm)——风险投资者(venture capitalists)通常作为普通合伙人(general partner)，而其他机构投资者作为有限合伙人(limited partner)，共同出资对项目进行投资
 - 这两类投资者都是初创型企业(start-ups)的主要外部融资来源
- ❖ 私募股权投资公司(private equity firm)——主要集中于杠杆收购(leverage buyout, LBO)及上市前融资
- ❖ 战略投资者——成熟公司对非上市公司的战略性投资，如 Morgan Stanley 对中金及其他银行的投资

证券发行

股票公开发行

- ❖ 首次公开发行(initial public offering, IPO): 又可分为首次发行(primary offering)和二次发行(secondary offering)
 - 前者以募集资金进行投资为主, 后者可让现有股东公开出售所持股份
- ❖ 增发股票发行(seasoned offering, SEO): 增发股票进行融资
 - 在中国普遍进行定向增发, 即对特定股东增发股票
- ❖ 企业与承销商(underwriter)合作以完成股票公开发行: 估值、路演、监管信息报备或审批
- ❖ 美国的 IPO 折价历史统计, 1960-2011 的平均回报率为20%; 中国 1990-2010 年 IPO 首日平均回报率达 140%

债券发行

- ❖ 债券发行也可分为公开市场发行和私募发行（配售）两种类型
- ❖ 公开市场发行需要向监管当局进行报备
 - 美国：向 SEC 提交债券发行注册文件；
 - 中国：向不同的监管、审批机构进行报备（发改委、证监会、人民银行及银行间交易商协会）
 - ✓ 按照2023年监管改革，监管审核、备案统一由证监会负责
- ❖ 债券的发行同样需要承销商（投资银行、证券公司）的协助，此外还需要信用评级机构、会计师事务所、律所的参与
- ❖ 与股票不同，债券发行存在广泛的一二级负价差，即首周二级市场成交价低于一级市场发行价

租 赁

租赁：另一种融资手段

- ❖ 租赁(lease)是企业增加经营性资产的另一种手段——这里的关键是资产所有权和使用权的分离
- ❖ 企业为扩大经营资产规模，可以使用股权、债务融资手段，获得资金并购买资产；而租赁使得企业可以直接使用所需资产，而避免初期的融资成本
- ❖ 销售型租赁：出租方(lessor)为资产的制造商，而承租方(lessee)可能是产品的潜在买家（汽车制造商的租赁业务）
- ❖ 融资（金融）租赁：出租方专门购买资产再出租（飞机租赁）
- ❖ 售后返租：将名下资产先行出售获得现金流，再反过来租用（商业地产开发商）

租赁的好处

- ❖ 税收差别：租赁费用完全记为成本，可以抵扣税款
- ❖ 降低转售成本：如租赁办公场地、租房
- ❖ 效率提升：汽车租赁公司可以提供更专业的服务
- ❖ 降低财务成本，增加借债能力：飞机租赁
- ❖ 减少资产价值不确定性

融资租赁：飞机租赁vs购买

