



第七章

长期融资

股权融资

长期债务融资

混合融资

有效市场假说



长期筹资的类型

企业的长期筹资按资本来源的范围不同，可分为内部筹资和外部筹资两种类型。

企业的筹资活动按其是否借助银行等金融机构，可分为直接筹资和间接筹资两种类型。

按照资本属性的不同，长期筹资可以分为股权性筹资、债务性筹资和混合性筹资。



第一节 股权融资



私募股权融资



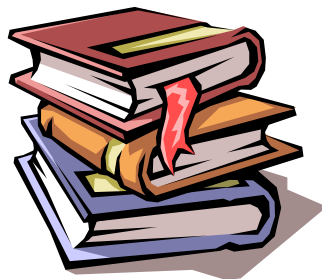
新股发行 (IPO)



股权再融资 (SEO)



股票融资的优缺点





一、私募股权融资

私募股权融资是指公司以非公开方式向特定投资者筹集股权资本的行为，它是无法发行股票的企业筹集股权资本的一种基本方式。

与公募股权融资相比，私募股权融资优点是审批简单一些，可以帮助企业解决急需股权资金，融资的条款设计上灵活性较大，缺点是发行范围小、筹集资金有限、变现差。



风险投资也是私募股权的一种，它的主要特点是：

- 风险投资对象主要集中于高科技、高成长潜力的行业和企业。
- 风险投资往往侧重于早期和初创企业。风险投资具有较高的风险承受能力。风险投资公司在投资过程中，更注重企业的成长潜力和市场前景，而不是短期的财务状况。
- 风险投资追求的是通过企业的高速增长和未来的成功退出获取超额高回报。常见的退出方式包括首次公开发行（上市）、股权转让、并购、清算等。
- 投资规模有所不同。风险投资的单笔投资规模相对较小，因为初创企业的资金需求通常有限。



二、新股发行 (IPO)

按是否首次发行，股权融资可区分为首次发行和再融资。

首次公开发行股票 (IPO) 是指企业首次公开向公众发行股票并上市的过程。原股东持股数量不变，但持股比例会被稀释。

(一)首次公开发发行中的行为主体

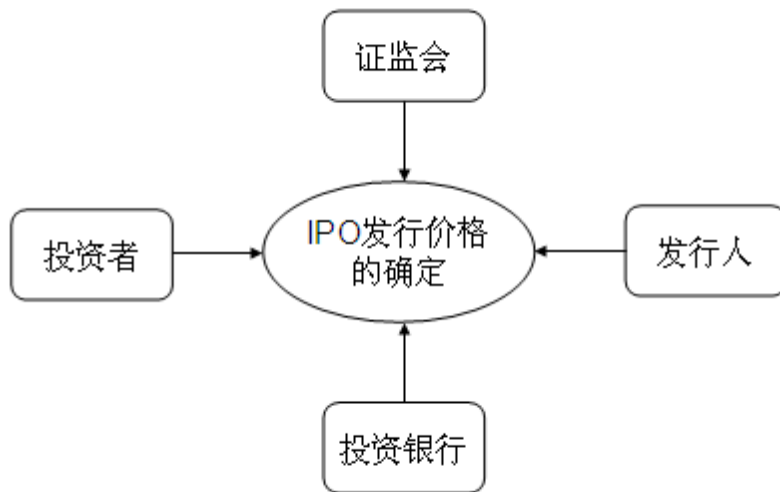


图9-1 首次公开发发行中的行为主体



（二）IPO发行制度-市场化方向

- 审批制。
- 核准制。
- 注册制。

IPO发行制度不仅影响IPO的发行速度和发行量，也影响IPO的定价机制。

（三）股票的发行价格

我国上市公司股票发行经历了行政定价向市场化定价演变的过程。

（四）股票的发售方式：

- **包销**：是指承销商将发行人的股票按照协议全部购入，或者在承销期结束时将售后剩余股票全部自行购入的承销方式。**承销商承担的风险大及要求的发行费高。**
- **代销**：是指承销商代发行人发售股票，在承销期结束时，将未售出的股票全部退还给发行人的承销方式。**承销商承担的风险低及要求的发行费低。**



股票上市的优势

- 便于确定公司的价值，利于促进公司实现财富最大化目标。
- 提高公司股票流动性和变现性，便于投资者认购、交易，方便原始股东套现；
- 促进公司股权的社会化，明晰公司产权，规范公司治理和管理；
- 提高公司信用度
- 提高公司在投资者、消费者心目中的知名度
- 拓宽融资渠道，有助于后期募集资金及确定公司增发新股的发行价格；



股票上市的弊端

- 合规成本增加：上市公司需要遵守更多的法规和披露要求，增加了运营成本。
- 决策自由性受限：上市公司的决策需要考虑到股东和市场的反应，可能导致决策过程更加复杂和耗时。
- 控制权风险：上市后，公司控制权可能面临被恶意收购的风险，大股东需要面对更多的不确定性。
- 信息泄露：提高透明度的同时，公司内部机密也可能被曝光，可能对公司的竞争地位产生不利影响。
- 被恶意控股的风险：上市公司的股权结构较为分散，有可能被恶意控股，影响公司的正常运营和发展方向。
- 股价波动影响：上市公司的股价受市场情绪和投资者行为影响较大，可能导致公司股价异常波动，影响公司的融资能力和市场信誉。



三、股权再融资 (SEO) *

目前股权再融资的主要形式有：**配股**和**增发新股**。

(一) 配股

配股是上市公司获得证券管理部门批准后，向**现有股东**按其持股的一定比例，以低于市价的某一特定价格配售股份的行为。其**实质**是上市公司增发股票，原有股东享有优先认购权并享受一定幅度的价格优惠，配股融资不会改变原有股东对公司的控制权及持股比例。

理论上配股除权后股票价格：

$$P = (\text{配股前每股价格} + \text{配股价格} \times \text{股份变动比例}) / (1 + \text{股份变动比例})$$



（二）增发新股

增发新股是指已经历过IPO并已挂牌交易的上市公司，经证券监管部门批准，再次通过证券市场向社会投资者发售股票的融资行为。

- **公开增发**：向市场募集。市场上所有投资者均可认购。
- **非公开增发（定向增发）**：向特定投资者发行。

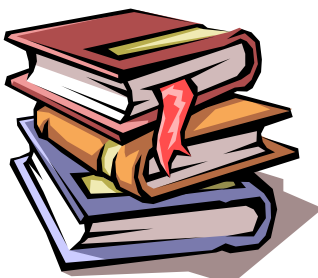


四、股权融资的优缺点

优点：	<ul style="list-style-type: none">• 财务风险小。没有固定利息负担，使企业在经营困难时可以灵活调整利润分配政策；无需偿还本金，没有固定到期日，投资者成为企业的股东，与企业共同承担经营风险；• 能增加公司信誉；• 筹资限制条件少；• 在通货膨胀时普通股较债务容易筹集资金
缺点：	<ul style="list-style-type: none">• 普通股资本成本高；• 影响公司的控制权；• 上市公司信息披露成本大，也增加了公司保护商业秘密的难度；• 发行费用高• 增发股票会稀释每股收益，可能引起股价下跌



第二节 长期债务融资



长期借款融资



公司债券融资



债务融资是指企业通过向债权人借入资金，并按照约定的期限和利率支付利息、偿还本金的一种融资方式，主要包括银行借款、发行债券，融资租赁也是一种类似债务融资行为。



一、长期借款融资

▶ 长期借款是指公司向银行等金融机构以及向其他单位借入的、期限在一年以上的各种借款。主要用于购建固定资产、科技开发、新产品试制和满足长期流动资本占用等方面。

常见偿还方式：

- (1) 一次性偿付法
- (2) 等额本金法
- (3) 等额本息法



长期借款合同的限制条款

一般性限制性条款。在流动性、分红、投资、融资等方面予以设限。主要包括：企业必须持有一定额度的现金及其他流动资产，以保证其资产的合理流动性及支付能力，限制企业支付现金股利规模，限制资本支出的规模，限制企业增加其他长期借款等等。

例行性限制条款。一般包括企业报送财务报表，债务到期及时偿还方式，不能出售太多的资产，禁止应收账款的转让，等等。

特殊性的限制性条款。规定借款的用途不得改变、要求企业领导人购买人身保险，等等。

限制性条款会对债务企业的经营自主权产生一定限制。



二、公司债券融资

债券是指公司依照法律程序发行，承诺按约定的日期支付利息和本金的一种书面债务凭证。

(一) 债券品种与创新

(1) 抵押债券

- ❖ 以公司财产作为担保而发行的一种公司债券。
- ❖ 抵押品：不动产、动产和公司持有的债券、股票



抵押信托债券



(2) 信用债券

- ❖ 没有抵押品，完全靠公司良好的信誉而发行的债券。
- ❖ 信用债券的利率要比同一时期发行的抵押债券利率略高，其间的利差反映了风险程度的高低。

(3) 次级信用债券

- ❖ 是指资产或收益的求偿权次于其他债务的债券。
- ❖ 其求偿权顺序仅居于优先股和普通股之前。



(4) 零息债券

(5) 浮动利率债券

(6) 指数债券

(7) 双重货币债券

(8) 可转换债券

。 。 。



(二) 债券的偿还与收回

债券除到期一次性偿还外，还有其他方式：

- 1. 分批偿还债券。偿债基金**
- 2. 赎回条款**
- 3. 债券调换**
- 4. 转换成普通股**



债券调换

▲发行新的债券来调换原有的债券。

▲债券调换的原因：

(1)以较低利率的新债券替换利率较高的旧债券，从而减少债务的利息；(2)消除债券原契约中某些限制性条款，以利于公司的进一步发展；(3)推迟债务的到期日，以改善公司的现金流量；(4)将公司多次发行且尚未清偿的债券予以合并，从而便于对债券的统一管理；(5)保持当前最佳的资本结构和赋税效果。



(三) 债券发行价格

❖ 公司债券的发行价格是发行公司（或其承销机构）发行债券时所使用的价格，也是投资者向发行公司认购其所发行债券时实际支付的价格。

❖ 影响公司债券发行利率的因素：

(1) 发行人的信用等级

(2) 偿还期

(3) 内嵌选择权(赎回：发行人有权赎回

- 回售：持有人有权回售

- 转换：持有人有权转换为普通股)



(四) 债券评级

- 采用定性和定量分析相结合的方法，一般针对以下几个方面进行分析判断。
 - 1) 公司发展前景
 - 2) 公司的财务状况
 - 3) 公司债券的约定条件
- 此外，对在外国或国际性证券市场上发行债券，还要进行国际风险分析，主要是进行政治、社会、经济的风险分析，作出定性判断。



目前，国际上主要的评信机构分别是穆迪投资服务公司（Moody's）、标准普尔公司（S&P）。按照国际惯例，债券信用等级一般分为三等九级，具体分为AAA、AA、A；BBB、BB、B；CCC、CC、C三个等次九个级别。按照债券等级排列，依次反映了债券违约风险的大小。

3A和双A债券是非常安全的，单A和3B债券也足够安全被称为投资等级债券。双B以及更低级别的债券是投机性债券，这些债券的违约风险较高。

通常违约风险较高债券支付利率越高，以吸引投资者。



三、债务融资的优缺点

优点

- 成本较低
- 可利用财务杠杆
- 保障股东控制权

缺点

- 财务风险较高
- 限制条件较多
- 融资规模有限：受到自身资产规模、偿债能力等因素的限制。



小结

区别点	债务筹资	普通股筹资
资本成本	低（利息可抵税；投资人风险小，要求回报低）	高（股利不能抵税；股票投资人风险大，要求回报高）
筹资风险	高（到期偿还；支付固定利息）	低（无到期日；没有固定的股利负担）
资金使用的限制	限制条款多	限制条款少
公司控制权	不分散控制权	会分散控制权



区别点	银行借款	债券筹资
资本成本	低	高（有发行费）
筹资速度	快（手续相对简单）	慢
筹资弹性	大（可协商、可变更）	小
筹资对象及范围	对象窄、范围小	对象宽、范围大
筹资规模	较小	较大



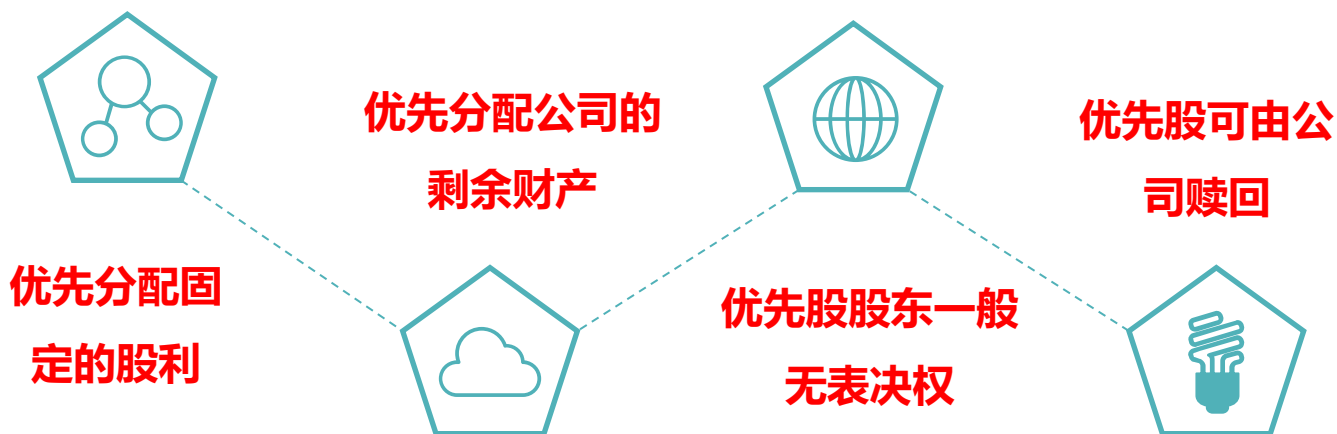
第三节 混合融资*



一、 优先股

优先股的特点

优先股是较普通股具有某些优先权利，同时也受到一定限制的股票。优先股的含义主要体现在“优先权利”上，包括**优先分配股利和优先分配公司剩余财产**。





优先股筹资的优点：

- 1.增强公司信誉，有利于公司股权资本结构的调整、提高股权资本基础，提高举债能力；
- 3.不分散控制权，有利于保障普通股收益和控制权；
- 4.与负债筹资相比，有利于降低公司财务风险。

优先股筹资的缺点：

- 1.融资成本较高，优先股资本成本相对于债务较高，
- 2.股利支付有一定的固定性，形成财务压力。



二、可转换债券

可转换债券是指可转换为普通股的债券。这种转换只是将负债转换成普通股，不增加额外的资本。可转换债券具有债务与权益筹资的双重属性。



可转换债券筹资的优点：

- 前期债券利息成本更低。
- 有利于筹集更多股权资本。转股溢价。
- 有利于调整资本结构。

可转换债券筹资的缺点：

- 股价低迷风险。股价低迷导致可转换债券持有人不愿转股，发行公司将承受偿债压力。在订有回售条款时，发行公司财务风险会加大。
- 股价上涨风险。若可转换债券转股时股价大幅高于转换价格，发行公司利用可转债进行股权融资的成本将会上升。
- 可转换债券票面利率虽然较低，加上转股成本后，总的筹资成本高于普通债券。



三、认股权证

认股权证的含义

认股权证(Warrant)是由公司发行的凭证，赋予持有者在一定期限内以事先约定的价格购买发行公司一定数量股票的权利，实质是一种股票期权。

通常与低利率债券捆绑发行（附认股权证的债券筹资），也可单独发行（作为奖励员工手段）。



第四节 有效市场假说*



有效市场假说

以股东财富最大化为目标

股东财富最大化

有效市场

股票价格最大化

有效市场是指在一个市场中，资产价格能够充分、及时地反映所有可用信息的市场状态。信息效率是有效市场的核心特征。

有效市场假设：

最早是由Fama提出，根据历史信息、全部公开信息和内幕信息对股票价格的不同影响，将市场效率分为弱式有效市场、半强式有效市场和强式有效市场。在强式有效的资本市场上，股东财富最大化目标可以用股票价格最大化来替代。



证券的价格包含了所有历史信息，投资人不能通过分析**历史信息**来获取超额利润

弱式有效市场

证券的价格包含了所有公开信息，投资人不能通过分析**公开信息**来获取超额利润

半强式有效市场

证券的价格反映了**所有公开和未公开信息**，任何人无法获取超额利润

强式有效市场

公开信息不仅包括证券价格序列信息，还包括公司财务报告信息，经济状况的通告资料和其他公开可用的有关公司价值的信息，公布的宏观经济形势和政策方面的信息。