

# 利用金融市场实现融资成本最小化

普立荣

(邯郸长城会计师事务所,河北 邯郸 056000)

**[摘要]**利用金融市场实现融资成本最小化现越来越多地成为企业实现价值最大化的途径之一,文章从分析金融市场提供的常用融资工具的融资成本入手,然后总结影响企业融资成本的因素,最后探讨吉利汽车的融资路径并得到启示。

**[关键词]**融资策略;融资成本;吉利融资

**[中图分类号]**F830.9 **[文献标识码]**A **[文章编号]**1673-9477(2011)03-0051-03

金融市场上为企业提供了不同的融资工具,不同的融资工具具有不同的融资成本和适用性和风险。企业进行融资时应该在权衡各种融资方式和融资风险的基础上,根据企业自身特点和面临的金融环境,选择最有利于企业价值增长的融资途径。

## 一、金融市场上融资工具成本综述

企业价值是企业金融理论分析框架模型的驱动力,企业所有的金融活动都围绕着企业价值展开。在这个框架体系中,金融市场和金融中介为企业的投资活动,营运资本管理活动,融资活动,风险管理活动提供了一个动态的,开放的平台。融资活动需要持续的取得成本尽可能地的内部或外部资金来源。融资活动的结果形成了不同的资本结构进而影响企业价值。金融市场提供了多种不同的金融工具。企业通过金融工具组合实现资本结构的动态优化和融资成本的最小化。

金融市场上的融资工具按融资来源性质划分为两种,债务融资和权益融资。其中债务融资具体可分为借款融资,债券融资,租赁融资;权益融资具体可分为股票融资,可转换债券融资,认股权证融资,股利融资以及收购兼并融资。

### (一)借款融资

借款融资是企业向银行、非银行金融机构或非正式金融组织介入资金的一种融资方式。其中非银行金融机构主要有:信托公司,租赁公司,保险公司等机构。非正式金融组织的表现形式主要有民间借贷,协会信贷,企业互相担保等。根据借入资金使用期限的长短可将借款融资分为短期借款融资和长期借款融资。

短期借款融资成本主要取决于实际利率。实际利率受名义利率、借款金额、存款利率、最低补偿性余额和担保物变现性因素的影响。在实际操作中,由于名义利率和存款利率受国家法律政策控制,是外生变量。在企业借款金额既定的情况下,企业短期借款融资成本主要取决于最低补偿性余额和担保物变现性。企业可以通过降低最低补偿性余额和使用具有较强变现性的担保物来降低实际利率,进而降低融资成本。

长期借款融资的显性成本主要是指每一期的固定利息费用。实际上在使用长期借款融资时,企业要考虑到它的杠杆效应和保护性条款对企业融资效率的影响。当未来负债年利率要高于总资产报酬率时,长期借款发挥负的杠杆效应,会使企业经营雪上加霜。保护性条款在一定程度上制约了企业经营的灵活性,导致企业经营效率损失。

而且,综合来看,在长期借款和短期借款之间也有分配比例的权衡,不同风险偏好的经营者,会选择不同

的分配结构。另外,在选择融资渠道时,企业应根据自身优势和所处的金融环境做出权衡。

### (二)债券融资

债券融资显性成本主要债券融资是企业作为债务人向债权人发行有价证券并承诺在未来一定时期还本付息的债务融资方法。它主要用来一次筹集大额长期资金。现阶段,企业在发行传统债券之外,还可以发行债券衍生金融工具主要有零息票债券,可提前赎回债券和收益债券。

表现在发行成本上,包括付息额,证券机构的承销费用。隐性成本则包括限制性条款中债权人对企业决策的干预。它会降低企业的经营效率,增加企业融资成本。另外,不同类型的债券融资成本不同,企业可以根据企业经营状况灵活选择不同类型的债券。资信评级影响债券票面利率,企业可以通过提高企业应用评级降低资金使用成本。

### (三)租赁融资

租赁是企业在租约规定期限内获得租赁物使用权和一定范围内的财产处分权,同时定期缴纳租金的融资方式。可分为经营租赁和融资租赁。经营租赁只是为了在短时期内获得租赁物的使用权,不转移租赁物的风险和报酬,一般不具有融资的性质。融资租赁一般伴随着租赁物全部风险和报酬的转移,从经济实质上看以融资为目的。所以主要考虑融资租赁。

融资租赁的成本主要是每期的固定资金。在使用此融资策略时其主要的风险在于租赁资产的专用性,由于融资租赁合同不可撤销,一旦产品面临是市场风险,租赁设备被淘汰,由于租赁设备的专用性,资产的转移就要丧失生产力。因此在签订和同时,企业需要付出很大的监督成本和履约成本。

### (四)股票融资

股票融资是上市公司发行股票获得长期资本的一种权益融资方式。根据股票的权利不同可分为普通股股票融资和优先股股票融资。

优先股股票具有普通股股票和债券的双重特点。它的成本表现在公司需在每年利润中分配固定股利。它与债券不同,因为它没有期限限制。

普通股股票融资成本包括直接成本和间接成本。直接成本按照资本资产定价模型确定,即用市场无风险报酬率加上风险报酬率。根据我国证券市场的现状,间接成本主要包括:取得证券市场再融资所需达到的潜在的资本成本,中国证监会规定,上市公司为获取再融资资格,还必须承担9%以上的潜在资本成本。股票发行费用成本,包括承销商的报酬,发行股票中应承担的法律费,财务咨询费,印刷费,发行中的往年税费

调整等。由此可见,股票融资成本较高。

#### (五)可转换债券

可转换债券是一种金融衍生证券,投资者在规定时间内具有按照规定价格将债权转换成发行公司普通股股票的权利,同时在转换前,投资者仍可以获得定期支付的利息。可转换债券具有转换前属债券,转换后属股票的二阶段特征。

可转债的成本受三部分影响:作为债券的付息成本,转换为普通股股票的市价以及可转债的期权价值。通常情况下,和信用债券相比,可转债的资金成本低廉。并且代理成本会降低,因为,公司向投资者提供了在股权价值提高的情况下通过转换进而分享成果的保证,所以就有了“激励相容”的特性。相应地,随着债务比例的降低,企业的财务困境成本都会减少。

#### (六)认股权证

认股权证是公司发行的允许投资人在一段时期内按约定价格购入公司一定数量的股票的有价证券。按照发行对象的不同,可分为优先认股权和普通认股权。

优先认股权是面向原有股东或职工发行的,也称配股发行。向员工赠与优先认股权证让员工分享企业剩余,会产生激励相容效应。优先认股权的成本就是优先认股权除权后的普通股股票融资成本加上优先认股权的认购价值。

认股权证的发行成本取决于股票价格,认购价格,认购数量,认购期限。使用认股权证融资,企业会丧失一部分机会收益。当股价高于认股权证发行价时会产生EPS的稀释效应。企业在使用此融资方法时,应考虑到它的风险,当企业需要资金,而投资者又不愿意行使认股权时,企业就有可能陷入有筹资来源无资本可用的困境。

#### (七)股利融资

股利融资是指企业把当期净利润作为留存收益留在公司或者作为股利发放给股东的融资决策。

留存收益的成本大约等于普通股股票的成本。在进行净利润分配时,如果股东认为分配所得股利用于再投资的期望报酬率要高于留作留存收益后的预期收益时,他们会分配净利润,反之则不分配,故留存收益的成本约为股东期望报酬率,也即普通股股票的成本。而事实上考虑到股东再投资时,受个人所得税和咨询和交易费用影响,其投资成本会高于留存收益成本。可见,股利融资的资本成本较低。

#### (八)收购和兼并

收购和兼并是从通过控制权市场进行融资的创新形式。收购和兼并本身是企业通过产权交易获得其他企业产权并以控制其他企业为目的的活动。考虑到其经济实质,就是通过较小的代价,获得较大的未来增长现金流,本质上仍是一种融资活动。

并购融资的成本因并购支付方式和所需资金的融资渠道不同而不同。现金并购的融资成本主要考虑资金的变现成本和现金的机会成本。股票交换股票方式的融资成本主要体现为股权稀释效应和回购股票所增加的溢价。此外,并购融资还会产生实际的运作成本包括搜寻成本,审查成本,方案成本,谈判协商成本,整合成本。

### 二、企业选择融资策略应考虑因素

企业进行融资时应该在保持目标资本结构的基础上,根据自己所处的资本市场成熟程度,行业特性,发展战略,所处成长周期,规模大小,盈利预期等因素,权衡各种融资策略和融资风险,选择最适合的融资策略,降低企业融资的加权平均成本,最大限度地提高企业价值。

#### (一)选择融资策略与动态调节企业目标资本结构

相结合

根据后期的权衡模型,通过债务融资可以产生节税效应,从而降低资金使用成本,增加企业价值,但是如果企业负债比率超过行业平均水平,企业破产成本会随之增加,一方面是破产清算时的法律顾问成本和财务咨询成本,另一方面是由于遵守保护性条款而丧失的经营市场盈利机会成本;同时随着负债水平的增加,股权代理成本和债务融资产生的代理成本也会随之而增加。所以综合来看,节税效应和破产成本、代理成本之家的抵消作用会产生一个最佳的资本结构,在此结构水平上企业的加权资本成本取得最小值,而企业的价值达到最大。

由权衡理论和不对称信息理论的最优资本结构理论进而得到的融资优序模式为:首先是内部股利融资,其次是借款、发行债券、可转换债券,保持一定的负债容量,然后是发行新股融资。这只是理论上的优先融资顺序,随着假设条件的放宽,融资顺序也会调整。

#### (二)融资策略选择要与企业发展战略一致

企业融资活动取得的现金流用于企业的投资活动和经营活动,不同的发展战略对资金的额度,使用时间,使用成本,成本回收速度的要求不同,在企业融资时要考虑企业的发展战略。

如果企业在经营活动中使用低成本战略,一般情况下,需要使用融资成本低,使用时间短,数额比较大的资金,此时短期借款融资或者经营租赁比较适合;如果企业采取差异化战略,由于前期的技术研究开发,需要投入大量的资金而且需要承担很大的风险,但是一旦研发成功,其产品会有较高的销售收入回报。因此,可以使用股权融资。如果企业采取国际化战略,则可以使用政府政策性信用融资,降低资金使用成本同时加快本土化进程。如果采用新市场开发战略,为减少进入壁垒造成的成本,可采用并购融资方式,可以在被并购企业的生产系统,销售渠道的基础上进行整合,进而在新市场上取得市场份额。

#### (三)融资策略选择应与企业成长阶段相匹配

在企业的研发阶段,企业前途不明,研发面临技术风险,研发出的产品可能不被消费者认可,面临市场风险,而由于企业发起人员并不具备恰当的管理才能所以会为企业带来管理风险。此时企业家多以个人名义进行融资,资金多来源于自己或者亲友,或者通过民间借贷筹得资金。

在早期成长阶段,产品市场好转,销售收入已经开始弥补前期费用,技术风险在一定程度上得到释放,企业组织结构初具规模,企业主要考虑扩大市场,需要大额的资金,由于经营状况并不能取得银行的金融机构的资本,此时,最好的融资方式为引进风险投资。一方面满足剧增的资金需求,另一方面引进风险投资者的组织和管理经验,可以帮助企业实现价值增值。

在加速增长阶段,企业产品市场进一步扩大,盈利能力有很大提高,销售收入稳步增长,企业考虑扩大市场分额、开发新市场、挑战行业领先者地位,此时需要大额资金,购进生产设备,新建生产分部。可以凭借其企业规模,发展速度优势,发行新股票进行股权融资。在企业成熟阶段,由于企业经营业绩稳定,资产收益率高,资产规模大,符合银行等金融机构的信用借贷条件,此时企业进行债务融资的代理成本也会较小,在所有的融资策略中,总资金成本也最小。另外,企业进入成熟期,其经营利润接近行业平均水平,此时采用并购融资策略,可以提高企业的资金利用水平,并且提前通过多元化降低企业经营风险。

#### (四)融资策略选择需考虑企业所处的融资环境

在我国,由于金融市场起步比较慢,发展尚不健

全。在信用市场上,国有及国有控股企业和集体企业由于其经济性质和国家的政策性扶持导致约束的软化,很容易获得银行信贷借款。而作为中小型企业,其资产规模和盈利水平达不到银行要求的严格信贷水平。其债务融资也只能通过高成本的民间借贷。增加了其创业的艰难程度。在股票市场上,我国股市仅发挥了筹资作用,监督功能受到很大限制,股市尚未形成对资金使用效率的有效监督。对企业的现金股利的发放,投资者期望报酬率未形成规范的约束。所以使得企业大大低估了股票融资的成本。

### 三、结合吉利融资策略进行案例分析

1986年11月,李书福以200万元的创业资金,从车间起步,创立了民营企业——浙江黄岩电冰箱厂。在技术上实现了创新,其发明的“电冰箱蒸发器”得到普及,1994年李书福在台州成立生产车间生产踏板式摩托车,1996年,李书福成立吉利集团,吉利摩托车产销量已达20万辆,走出初期创业阶段,为其进军汽车行业提供了基础资金。

1997年,李书福以扩大摩托车产能的名义征下临海市城东的800亩荒地,采购国有设备,运用自制生产线进行轿车生产,第二年8月第一批汽车“豪情”下线。处于企业研发阶段的吉利融资渠道受到极大限制,技术、资金、人才、生产许可等都成为发展瓶颈。此时李书福的融资策略是依靠自筹资金,运用前期摩托车生产所积累的人力、物力支持汽车生产,同时辅之以低成本战略,以“低档低价”走进市场,加速资金回收速度,度过资金难关。这种定位使吉利迅速找到了细分市场的缝隙,赢得了发展空间。

早期成长阶段的吉利集团需要大笔资金来扩大生产规模,于是李书福开始着手准备上市。2003年3月,国润控股有限公司的全资附属公司——吉利控股、吉利集团附属公司、浙江吉利汽车有限公司三方共同组建了合资企业——浙江吉利国润汽车有限公司,是“吉利借与国润合作逐步实现买壳上市的第一步”,2003年9月19日,国润集资4.6亿元增资吉利国润汽车有限公司,吉利则将宁波北仑之发动机生产线、上海之轿车生产线、休闲运动车设计及生产权以及相应模具,有关资产按账面值加累积开发成本计算,其价值约4.5亿元人民币注入。国润和吉利开始全面合作。2004年1月6日,吉利控股在香港联交所借国润集团成功上市。2005年5月,吉利集团收购海外PROPER GLORY公司100%的股份,控制国润控股60.68%的股份,将公司改为吉利汽车。

上市所带来的充足资金使得吉利于2004年开始采用差异化战略,提高吉利汽车的性能。吉利借全新产品“自由舰”投产之际,投入5亿元,对原有生产线进行大规模技术改造,在关键工序使用了大批国际先进设备,提高了生产自动化程度。吉利发展趋于稳定阶段,伴随着其规模不断扩大,多次成功发行新股和可转换债券融资,以及运用税后利润滚动投资筹集资本金,

形成一条完整的资本链。依靠有力的资金支持,除了在全国建立四间子公司和五间合资公司外,吉利汽车2006年10月24日,与英国锰铜控股签下框架协议,在上海组建新英伦帝华汽车有限公司生产TX4型出租车。2007年吉利投入资金近8亿元,将原来的“老三样”美日、豪情、优利欧全面停产,旧生产线全部拆除,厂房重建,同时积极加大自主创新的力度,将自主技术积极应用到新产品之中。

随着企业规模的进一步扩大,加上2008年经济疲软,汽车行业出现低迷,吉利适时剥离了房地产、商业银行投资等非主营资产,回笼了12亿元现金;同时,清理了2亿元不合理库存,保持了充足的现金流。此时,吉利汽车的战略转型初见成效,在新生产线上的吉利“新三样”产品自由舰、金刚、远景及帝豪等新产品已经占到其总销量的95%以上。

2009年吉利汽车开始着手进军国际市场。2009年3月,吉利汽车宣布成功收购全球第二大汽车自动变速器公司——DSI(澳大利亚自动变速器公司)。2009年9月,吉利汽车通过发售可转换债券和认购权证,获得高盛旗下一家私募基金约2.5亿美元投资。引进战略投资,提高集团的管理和风险控制能力。这笔资金用于补充公司扩张所需的流动资金。这使得吉利控股集团以此支撑其战略转型发展的后续资金,竞标收购福特汽车(Ford Motor)旗下子公司沃尔沃(Volvo)。自2009年10月至2010年3月,吉利成功收购福特旗下瑞典汽车品牌沃尔沃,对于吉利收购沃尔沃的资金融资则通过股权和债务融资双管齐下。

吉利为收购沃尔沃专门设立的吉利万源通过增资和股权质押,解决了71亿元。2010年2月10日向吉利凯旋增资4.8亿,3月2日增资36亿;2010年2月7日,吉利控股、吉利凯盛与大庆国资吉利凯盛签署协议,将向大庆国资提供等值于30亿元人民币的股权质押。

收购资金剩下50亿元需要通过李书福控股的吉利凯旋解决,而李书福巧妙的地方在于,其将融资与国内建厂紧密捆绑。即通过该项目良好的盈利预期向地方政府,地方银行取得低息的银行信贷。早前成都政府已经给成都银行和国开行成都分行下文,要求配合吉利的融资收购。根据融资计划,由国家开发银行和成都银行各提供20亿元和10亿元低息贷款,3年内吉利仅需付约三分之一的利息,三年后酌情偿还。

李书福通过中国市场吸引沃尔沃选择吉利作为新东家,吉利通过沃尔沃项目吸引银行和其他金融机构为其提供成本低廉的收购资金,最终实现了“蛇吞象式”的收购。

### [参考文献]

- [1] 张玉明. 企业金融学[M]. 上海: 复旦大学出版社. 2005.
- [2] 孙光慧. 地区金融市场发展与民族中小企业融资[J]. 西北民族大学学报, 2010, (2): 21.
- [3] 苏华. 吉利收购沃尔沃的冷思考[J]. 新视点, 2010, (3): 39.

[责任编辑: 陶爱新]

## On using financial markets to minimize financing costs

PU Li - rong

(Handan Greatwall Accounting Firm, Handan 056001, China)

**Abstract:** Using financial markets to minimize financing costs more and more become one of the ways to maximize value. This paper provides an analysis of financial markets, financial instruments commonly used in the cost of financing, and then summarizes the factors that affect financing costs, finally discusses Geely car financing and get inspiration.

**Key words:** financing strategy; financing costs; geely financing