

## 第十二章 长期负债融资

本章提要与目标：长期负债是企业长期资金的重要来源，其形式主要有长期借款、长期债券、租赁。通过学习，了解长期借款、长期债券、租赁的基本分类；了解债券发行的基本内容；掌握债券发行价格的计算；掌握租赁决策的方法；辨析长期借款、长期债券、租赁融资的利弊。

### 第一节 长期借款融资

#### 一、长期借款及其种类

长期借款是指企业向金融机构借入的期限超过一年的借款，主要用于购建固定资产和长期流动资金占用的需要。长期借款的种类很多，企业可根据自身的情况和各种借款的条件来确定具体的融资形式。长期借款的具体分类如下：

1. 按提供贷款的机构，分为政策性银行贷款、商业银行贷款、保险公司贷款、其他金融机构贷款等。

政策性银行贷款，一般是指执行国家政策性贷款业务的银行向企业发放的贷款。如：国家开发银行主要满足企业承建国家重点建设项目的资金需要而提供的贷款；进出口信贷银行则为大型设备的进出口提供买方或卖方信贷。

商业银行贷款，是指由各商业银行向工商企业提供的贷款。这类贷款主要为满足企业建设竞争性项目的资金需要，企业对贷款自主决策、自担风险、自负盈亏。

保险公司贷款，是由保险公司向企业提供贷款，其期限一般比银行贷款长，但利率较高，对贷款对象的选择也较严格。

此外，企业还可以从信托公司取得实物或货币形式的信托投资贷款，从财务公司取得各种中长期借款等。

2. 按有无担保，分为信用贷款和抵押贷款。

信用贷款是指不需要企业提供抵押品，仅凭其信用或担保人信誉而发放的贷款。

抵押贷款是指要求企业以抵押品作为担保的贷款。长期贷款的抵押品，常常是房屋、建筑物、机器设备、股票、债权等。

3. 按照用途，分为固定资产投资借款、更新改造借款、科技开发和新产品试制借款等。

#### 二、长期借款的一般程序

向银行借入长期借款，一般要比短期借款复杂得多。由于长期借款时间长、数额较大，而且在借款期限内，借款人的财务状况可能会发生较大变化，给银行带来较大的风险，所以银行在从事长期贷款业务时，一般都比较小心，要求按一定程序来进行。这些程序可概括为以下几步：

1. 借款企业提出申请

由借款企业向银行提出长期借款的申请，申请内容包括：借款原因；借款期限；借款数额；还款方式与计划等。

2. 贷款机构进行审批

银行接到企业借款申请后，要求借款企业提供必要的财务信息及其他信息，有可能派人对企业进行调查，审核企业提出的借款申请。审核的内容包括：企业的财务状况；企业的信用情况；企业的盈余稳定性；企业的发展前景；借款用途和期限；借款的担保品等。

### 3. 签订借款合同

经过银行审核以后，如果银行决定接受借款合同的申请，双方可进一步协商借款的具体条件，然后签订正式的借款合同。这一合同规定贷款的数额、利率、期限、违约责任和一些限制性条款等。

### 4. 企业取得资金

签订借款合同以后，企业就可按合同规定的期限、利率和数额取得资金。

### 5. 长期借款的归还

长期借款有固定的到期日，必须按时归还。其还款方式主要有三种：（1）到期日一次归还。这种情况下还款数额大，又比较集中，借款公司必须在到期日之前做好准备，以保证足额偿还借款。（2）定期偿还相同数额的本金。即在到期日之前每年（或每2年）偿还相同的金额，到期日还清。（3）分批偿还，但每次金额不一定相等。

由于不同的偿还方式对企业各期的现金流量状况有着不同的影响，企业应在现值的基础上，充分考虑资金的时间价值，认真分析不同偿还方式下的现金流量状况，从而作出对自己最为有利的选择。

## 三、长期借款的保护性条款

由于长期借款的风险较大，贷款机构为确保贷款的安全性，在借款合同正文之外，贷款机构都提出在合同中加入一些有助于贷款按时偿还的保护性条款，主要有以下三种：

1. 一般性保护条款。一般性保护条款应用于大多数借款合同，其内容主要包括：持有现金及其他流动资产，保持合理的流动性及还款能力；限制现金股利的支出和库藏股的购入；限制资本支出，一般限制在一定数额内；限制借入其他长期债务，如果一定要借入其他长期债务，也必须经过贷款机构的同意。

2. 例行性保护条款。例行性保护条款在多数借款合同中都会出现，而且各合同的内容变化不大。其内容主要包括：定期向银行报送财务报表；不能出售太多的资产；债务到期要及时偿付；禁止应收账款的出售和贴现；违约的处罚办法等。

3. 特殊条款。特殊条款是在某些特殊情况下出现在借款合同中的。其内容主要包括：规定公司主要领导人购买人身保险；规定借款的用途不能改变；限制企业高级职员们的薪金和奖金总额等。

## 四、长期借款的利弊分析

### 1. 长期借款的优点

（1）借款所需时间较短。发行各种证券来筹集长期资金所需时间一般都比较长，因为必须做好各项准备，如证券印刷、申请等；证券的发行也需要一定时间。长期借款与发行证券相比，一般所需时间都较短，可以迅速地获取资金。

（2）借款成本较低。利用长期借款筹资，利息可以在税前支付，因而可减轻利息负担，比股票筹资的成本要低得多。长期借款与债券相比，筹资费用较少。

（3）借款弹性较大。公司与贷款机构可以直接接触，通过直接商谈，来确定贷款的时间、数量和利息。在借款期间，如果公司的情况发生了变化，可以与贷款机构再进行协商，修改借款数量及条件，这比与债券持有人协商要方便得多。

（4）与债券一样，具有财务杠杆作用。尤其在下列情况下，采用借款方式更为有利：历史较短的小企业；资金需要量较少的企业；资金需求时间较短的企业，如1—5年。

### 2. 长期借款的缺点

（1）风险较大。与债券一样，长期借款必须定期还本付息，在企业经营不利时，可能会

产生不能偿付的风险，甚至会引起破产。

(2) 限制性条款较多。长期借款一般都有许多限制性条款，这些条款可能会限制企业的活动或影响今后筹资的能力。

(3) 筹资数量有限。金融机构一般不愿出借巨额的长期借款。另外，当企业财务状况不好，负债比率过高时，借款利率会很高。

## 第二节 长期债券融资

### 一、公司债券及其种类

债券是经济主体为筹集资金而发行的，用以记载和反映债权债务关系的有价证券。由企业发行的债券称为企业债券或公司债券。本节主要阐述公司债券问题。公司债券有很多形式，以下介绍几种主要的公司债券类型。

#### 1. 抵押公司债券

抵押公司债券是公司以特定财产为抵押发行的债券。在发行公司不能偿还本息时，抵押债券的持有者对被抵押财产拥有留置权，即出售抵押财产来弥补其未清偿的债权。抵押债券又可分为：一般抵押债券，即以公司产业的全部作为抵押品而发行的债券；不动产抵押债券，即以公司的不动产为抵押而发行的债券；设备抵押债券，即以公司的机器设备为抵押而发行的债券；证券信托债券，即以公司持有的股票以及其他担保证书交付给信托公司作为抵押而发行的债券。

#### 2. 信用公司债券

信用公司债券是发行公司凭借本身的信用能力发行的债券，没有抵押品。只有哪些信誉卓著、经营有方的大公司发行的信用债券才卖得出去。这种债券风险较大，一旦发行人破产清理，受偿顺序列在抵押公司债券之后。因此，发行这类债券往往有许多限制性条款，比如，对发行新债券额的限制、对支付股利的限制、对发行公司与其他公司合并的限制、对发行公司处理资产的限制等。

#### 3. 可转换债券

可转换债券是指债权人在指定的时间内，按规定的条件，可以将债券转换为公司股票。可转换债券的持有者行使其转换权时，意味着公司的一笔负债转变为股东权益，公司的资本结构得以改善，资金实力得以加强。但可转换债券的持有者行使转换权具有不确定性，增加了公司管理的难度。

#### 4. 收益公司债券

收益公司债券是指只有当公司获得盈利时才向持券人支付利息的债券。这种债券不会给发行公司带来固定的利息费用，对投资者而言收益又较高，但风险也较大。这种债券类似于优先股股票，其债权顺序只排在优先股之前。公司一般很少发行这种债券，往往在公司重组时才发行。

#### 5. 附认股权证债券

附认股权证债券是附带允许债券持有人按特定价格认购公司普通股股票权利的债券。这种认购股权通常随债券发放，具有与可转换债券类似的属性。

### 二、发行公司债券的资格与条件

公司发行债券，必须具备规定的发行资格与条件。

### 1. 发行债券的资格

我国《公司法》规定，股份有限公司、国有独资公司和两个以上的国有企业或者其他两个以上的国有投资主体投资设立的有限责任公司，有资格发行公司债券。

### 2. 发行债券的条件

我国《公司法》规定，有资格发行公司债券的公司，必须具备以下条件：

(1) 股份有限公司的净资产额不低于人民币 3 000 万元，有限责任公司的净资产额不低于人民币 6 000 万元。

(2) 累计债券总额不超过公司净资产额的 40%。

(3) 最近 3 年平均可分配利润足以支付公司债券 1 年的利息。

(4) 筹集的资金投向符合国家产业政策。

(5) 债券的利率不得超过国务院限定的水平。

(6) 国务院规定的其他条件。

另外，发行公司债券所筹集的资金，必须用于审批机关审批的用途，不得用于弥补亏损和非生产性支出，否则会损害债权人的利益。

发行公司凡有下列情形之一的，不得再次发行公司债券：

(1) 前一次发行的公司债券尚未募足的；

(2) 对已发行的公司债券或者其债务有违约或延迟支付本息的事实，且仍处于持续状态的。

## 三、发行债券的程序

发行公司债券要经过一定的程序，办理规定的手续。一般程序为：

### 1. 发行债券的决议或决定

我国《公司法》规定，可以发行公司债券的主体有三类：股份有限公司、国有独资公司和国有有限责任公司。三类公司做出发行债券决议的机构不一样：股份有限公司和国有有限责任公司发行公司债券，由董事会制定方案，股东大会做出决议；国有独资公司发行公司债券，由国家授权投资的机构或者国家授权的机构作出决定。可见，发行公司债券的决议和决定，是由公司最高机构作出的。

### 2. 发行债券的申请与批准

公司向社会公众发行债券募集资金，数额大且债权人多，所牵涉的利益范围大，所以必须对公司债券的发行进行审批。

凡欲发行债券的公司，先要向国务院证券管理部门提出申请并提交公司登记证明、公司章程、公司债券募集办法、资产评估报告和研制报告等文件。国务院证券管理部门根据《公司法》的规定和国务院确定的公司债券发行规模等，对公司申请予以审批。

### 3. 制定募集办法并予公告

发行公司债券的申请被批准后，应由发行公司制定公司债券募集办法。办法中应载明的主要事项有：公司名称，债券总额和票面金额，债券利率，还本付息的期限与方式，债券发行的起止日期，公司净资产额，已发行的尚未到期的债券总额，公司债券的承销机构。公司制定好募集办法后，应按当时当地通常合理的方法向社会公告。

### 4. 募集借款

公司发出公司债券募集公告后，开始在公告所定的期限内募集借款。

公司债券的发行方式有公司直接向社会发行和由证券经营机构承销发行两种。在我国，根据有关法规，公司发行债券须与证券经营机构签订承销合同，由其承销。由承销机构发售

债券时，投资人直接向其付款购买，承销机构代理收取债券款、交付债券。然后，承销机构向发行公司办理债券款的结算。

公司发行的债券上，必须载明公司名称、债券票面金额、利率、偿还期限等事项，并由董事长签名，公司盖章。

公司对发行的债券还应置备公司债券存根簿予以登记。其意义在于：一方面起公示作用，使股东、债权人可以查阅了解，并便于有关机关监督；另一方面便于公司随时掌握债券的发行情况。公司发行记名债券的，应在公司债券存根簿上记明债券持有人的姓名或名称及住所；债券持有人取得债券的日期及债券编号，债券的总额、票面金额、利率、还本付息的期限和方式；债券的发行日期。公司发行无记名债券的，应在公司债券存根上记明债券的总额、利率、偿还期限和方式、发行日期及债券的编号。

#### 四、债券的发行价格

债券的发行价格有三种：平价发行、折价发行和溢价发行。平价发行又叫面值发行，是指按债券的面值出售；折价发行是指发行价格低于债券的票面价值；溢价发行是指发行价格高于债券的票面价值。

债券之所以会存在溢价发行和折价发行，主要是由于资金市场上的利率是经常变化的，而企业债券上的利率，一经印出，就不能再进行调整，而从债券的开印到正式发行，往往需要经过一段时间，在此期间内，市场上的利率可能会发生变化，为此，就要靠调整发行价格的方法来使债券顺利发行。

债券发行价格的计算公式为：

$$P_0 = \frac{P_n}{(1 + K_b)^n} + \sum_{t=1}^n \frac{I_t}{(1 + K_b)^t}$$

式中， $P_0$  表示债券发行价格； $I_t$  表示第  $t$  年债券利息额； $P_n$  表示第  $n$  年末应偿还的本金，即债券票面金额； $K_b$  表示市场利率，即债券发行时的市场利率； $n$  表示债券期限； $t$  表示付息期数。

【例 1】A 公司发行面值为 1 000 元，利率为 10%，期限为 5 年的公司债券。采用存本付息方式。到了债券发行时，若市场上的市场利率有三种情况：10%；15%；7%。试计算各种条件下的债券发行价格。

市场利率为 10% 时

$$\text{债券价格} = \frac{1000}{(1 + 10\%)^5} + \sum_{t=1}^5 \frac{1000 \times 10\%}{(1 + 10\%)^t} = 1000 \text{ (元)}$$

市场利率为 15% 时

$$\text{债券价格} = \frac{1000}{(1 + 15\%)^5} + \sum_{t=1}^5 \frac{1000 \times 10\%}{(1 + 15\%)^t} = 832.42 \text{ (元)}$$

市场利率为 7% 时

$$\text{债券价格} = \frac{1000}{(1 + 7\%)^5} + \sum_{t=1}^5 \frac{1000 \times 10\%}{(1 + 7\%)^t} = 1123.02 \text{ (元)}$$

## 五、债券信用评级

### 1. 债券信用评级的意义

公司公开发行债券通常需要由债券评信机构评定等级。债券信用评级是信用评级机构对公司发行债券的合理性和按期偿还本息的能力及其风险程度所作的综合评价。它把企业发行债券的可靠性、风险程度用简单的符号或说明展示给投资者，供投资者进行债券投资选择。其主要作用是向投资者提供债券风险信息，保护投资者免遭由于信息不足而蒙受的损失。

需要注意的是，债券评级并不是向债券市场投资者推荐购买、销售或持有某一种债券，因为它不是对债券的市场价格或者对某种证券是否适合某个投资者进行评估；债券评级也不是对债券发行者的一般评价，而是对发行者的某一特定债券所做的评价。

### 2. 债券信用评级考虑的主要因素

(1) 企业素质。它主要包括：①领导群体素质和综合能力，是指企业领导的业务素质、平均年龄、文化水平、技术结构、领导决策能力等。②现代科学管理，包括企业的质量管理、技术管理和信息管理能力等。③竞争能力，是指企业在原材料资源优势、产品优势、新产品开发、拓展市场方面是否具有竞争力。通过以上考核，大致反映出企业应付各种变化的水平与能力。

(2) 财务质量。它是企业一定时期的生产经营活动体现在财务方面的水平和状态。对一个企业财务质量进行测定，实际上是对企业某个时期的财务状况从静态和动态两方面所做的评价和分析，它包括企业的资金实力、经营管理能力、资金信用状况、经济效益等，这些内容主要是通过若干数量指标进行考核。

(3) 项目状况。它主要是考核项目建设的必要性、建设条件，测定各项目的内部收益率、投资回收期，审核资金的落实情况等，从而对企业所建项目在宏观经济上、财务上进行可行性检查与分析。

(4) 发展前景。它主要是了解企业和建设项目在行业、区域经济中的地位和发展趋势；了解企业和项目的产品属性；了解企业发展战略规划及其主要经济指标的增长变化情况，以及为达到此目的而采取的相应措施等。

(5) 偿债能力。它主要是测算企业债券到期时各项负债总额和偿还资金来源、总额、还债顺序等。

### 3. 等级说明

国际上流行的债券等级是3等9级。目前我国已形成了全国统一的债券信用等级标准，现说明如下，见表12-1。

表 12-1 债券信用等级标准

级别分类	级别划分	级别次序	级别含义
投资级	一 等	AAA	债券有极高的还本付息能力，投资者没有风险
		AA	很高的还本付息能力，投资者基本没有风险
		A	有一定的还本付息能力，经采取保护措施后，有可能按期还本付息，投资者风险较低
投机级	二 等	BBB	还本付息资金来源不足，发债企业对经济形式变化的应变能力差，有可能延期支付本息，有一定投资风险
		BB	还本付息能力脆弱，投资风险较大
		B	还本付息能力低，投资风险大
	三	CCC	还本付息能力很低，投资风险极大

		CC	还本付息能力极低，投资风险最大
	等	C	企业濒临破产，到期没有还本付息能力，绝对有风险

## 六、债券融资的利弊分析

### 1. 债券融资的优点

(1) 债券融资的资金成本较低。其原因在于：债券的发行成本比股票融资低；由于各种限制性条款的存在，债券投资者面临的风险比股票低；债券的利息可以在税前列支，具有抵税作用。

(2) 债券融资不影响股东的控制权。除特殊情况外，债券持有人无权干涉公司的经营管理，这就保证了股东对公司的控制权。

(3) 债券融资具有财务杠杆作用。

### 2. 债券融资的缺点

(1) 债券融资使公司面临的财务风险有所增加。债券具有固定的到期日，并要定期支付利息。若本息支付发生困难，将会影响企业的生存与发展。

(2) 债券发行的限制条件会给公司的经营造成负面影响。在面临有利投资机会的时候，有可能因为某些限制条款使公司坐失良机，使未来的发展受到影响。

(3) 发行债券融资数量有限。公司负债达到一定水平以后，将由于各种条件的限制失去进一步利用债券融资的能力。

## 第三节 租赁融资

### 一、租赁及其特征

租赁是指在合同规定的期限内，出租人将其资产租给承租人使用，同时向承租人收取租金的一种经济行为。现代租赁兴起于 20 世纪 50 年代的西方世界，它是以动产为主，将金融与贸易相结合，由出租方、承租方、供货方以及金融界共同参与的一项新型的信贷活动。租赁业在美国已成为一个拥有几十亿美元的综合行业，成为企业融资的一种主要形式。现代租赁的特征主要表现为：

(1) 租期内，设备的所有权归出租人，使用权归承租人。

(2) 租赁一般采用融通设备使用权的传统租赁方式，以达到融通资金的目的。对出租人而言，它是一种金融投资的新手段；对承租人来说，它是一种筹措设备款的新方式。

(3) 租赁设备的使用范围限于工商业、公共事业和其他事业，排除个人消费用途。

(4) 租金是融通资金的代价，具有贷款本息性质。

### 二、租赁的类型

按租赁业务性质的不同，租赁分为经营租赁、融资租赁两种主要类型。

#### 1. 经营租赁

经营租赁是出租人向承租人提供租赁设备，并提供设备维修和人员培训等服务性业务的租赁形式。其特点主要表现为：(1) 租赁期限较短，一般在 1 年以内或者短于租赁资产的经济寿命；(2) 承租人的目的不在于通过租赁而融资，而在于通过租入设备，取得短期内的使用权和出租人提供的专门技术服务；(3) 租赁合同中一般都含有一个解约条款，该条款赋予承租人在租赁协议到期前停止租赁的权利；(4) 经营租赁的租金要高于融资租赁的租金。基于以上特点经营租赁又称营业租赁和服务租赁，不属于长期融资的范畴。

## 2. 融资租赁

融资租赁又称资本租赁或财务租赁，是指当企业（承租人）需要筹措资金购置设备时，租赁公司（出租人）不是向其直接贷款，而是根据企业的选择，代其购入设备，并在合同规定的较长时期内提供给企业使用的信用业务。它通过“融物”来达到“融资”的目的，是现代租赁的主要形式。融资租赁具有以下特点：（1）设备租赁期较长。按国际惯例，租赁期一般接近资产经济使用年限的 70%—80%。我国有关法规规定，其租赁期不低于经济使用寿命的 50%。（2）不得任意中止租赁合同和契约。一般认为，在租赁双方签订合同后，在规定的期限内非经双方同意，任何一方不得中途中止合同，以维护双方的权益。（3）租赁期满后，按事先约定的方式来处置资产，或退还、或续租、或留购。在多数情况下，一般由承租人支付少量价款，取得其所有权。（4）租金较高。西方经验表明，融资租赁的租金总额一般要高出其设备价款的 30%—40%。（5）在会计核算方面，承租人对租赁的固定资产视同自有资产处理。

融资租赁按业务的特点，具体可分为四种类型：

直接租赁。它是出租方直接将购入设备租给承租人，签订合同并收取租金，它涉及出租人与承租人两个当事人。通常所指的融资租赁，不作说明时即为直接租赁。

转租。它是指租赁公司同时具有承租人与出租人双重身份的一种租赁形式。出租人根据承租人的需要，先从其他租赁公司租入设备，或者向设备制造厂订购设备，然后转租给承租人使用。与直接租赁相比，做转租业务的租赁公司在租赁设备上并不需要投入很多资金。

售后回租。它是由企业（承租人）将所购置的设备出售给租赁公司，然后企业再租回设备并继续使用，租赁业务进行的程序是先做资产交易，然后再做资产租赁交易。在这种方式下，它既可解决承租人资金急需的要求，得到一笔相当于资产市价的现金用于其他资产的购置或现金支付，又可在租赁期内用每年支付的租金换取原来属于自己的资产使用权。

杠杆租赁。它一般涉及承租人、出租人和贷款机构三方当事人。从承租程序看，它与其他形式无多大差别，所不同的是，对于出租人而言，出租人只垫支购置资产设备所需现金的一部分（一般为 20%—40%），其余部分则以该资产为担保向贷款机构借入款项支付。因此，在这种情况下，出租人既是资产的出借者，同时又是贷款的借入者，通过租赁既要收取租金，又要支付债务。由于租赁收益大于借款成本，出租人籍此而获得财务杠杆好处，因此，这种租赁形式被称为杠杆租赁。通常，采用杠杆租赁形式一般适用于金额较大的设备项目。

## 三、租金的确定及其规划

从财务角度来看，融资租赁管理的核心问题是租金确定及其规划。

### 1. 租金的构成

从出租人角度来看，为购置设备需要支付一定的代价，并以此来取得收益。这些代价或收益都需要通过租金收入来补偿或取得。因此，租金的构成主要包括：（1）租赁设备的购置成本，包括设备买价、运杂费和途中保险费；（2）预计设备的残值，租赁期满时可预计的可变现净值（它作为租金构成的减项）；（3）利息，即出租人为承租人购置设备融资而应计的利息；（4）租赁手续费，即出租人办理租赁设备的营业费用；（5）利润，即出租人通过租赁业务应取得的正常利润等。其中：（4）、（5）两项均以手续费方式支付，因此在实务中统称手续费。

影响租金大小的因素，除了租金的构成外，还涉及租期长短、租金的支付方式。一般认为，租期越长，在租金总额一定时，每期支付的租金相对较少；反之则较多。同样，租金支付次数越多，则每次支付的租金越少，反之则越多。

### 2. 租金的计算方法

租金的计算方法主要有以下两种：

(1) 直线法。直线法是按照事先商定的利率和手续费率计算租赁期间的利息和手续费，然后加上租赁设备的成本，最后再根据租金的支付次数计算出平均每次需支付的租金。这种方法的缺点是没有考虑货币的时间价值，其计算公式为：

$$R = [I + F + (C - S)] \div N$$

式中：R 表示每次支付的租金；C 表示租赁资产的购置成本；I 表示租赁期间的利息（根据出租人与承租人商定的利率复利计算，用 C 的终值减现值）；F 表示租赁期间的手续费（根据出租人与承租人商定的手续费率计算，用 C 乘之）；S 表示租赁资产的预计残值；N 表示租赁期（即租金的支付次数）。

(2) 年金法。年金法是将利率和手续费率等因素综合在一起，确定一个租费率，然后以此为贴现率计算等额年金（租金），这笔年金的现值等于租赁资产的应计总现值（即概算成本或总成本）。这种方法考虑了货币时间价值，较为科学，其计算公式为：

$$R = C \div (P/A, i, n)$$

式中：R 表示每次支付的租金；C 表示租赁资产总成本（与直线法中 C 的含义有所不同）；i 表示租赁费率；n 表示租赁期（即租金的支付次数）；(P/A, i, n) 表示普通年金现值系数。

需要指出的是，这里的租金是后付租金，即各期期末支付租金，如果是先付租金，即各期期初支付租金时，相关的系数应进行调整。

#### 四、租赁与贷款购买决策

租赁与贷款购买决策的实质是投资决策。融资租赁的承租方通过签订租赁合同，在租赁期内按期支付租金获得资产的使用权，从现金流量的表现形式来看，与承租方事先借入一笔资金购买资产，然后再逐年归还借款本金的做法是完全一致的。显然，承租方需要在是融资租赁还是贷款购买之间作出决策。

租赁与贷款购买决策首先要保证租赁方案与贷款方案都是可行性方案，在此基础上比较哪一个成本更小。其一般步骤为：确定租赁方案对企业现金流出量的影响；确定贷款购买方案对企业现金流出量的影响；计算两个方案有关现金流出量的现值；比较二者成本现值后，选择成本现值较低者。

【例 2】W 公司因扩大生产规模需要添置一台自动化加工设备，设备价值 20 万元，使用期限 3 年。设备投资方案有两个：

方案一、向银行贷款，贷款利率 10%，期限 3 年，每年年末等额偿还。设备采用直线折旧法，三年后预期残值 2 万元，每年折旧额为 6 万元。企业每年要对设备进行维修保养，费用支出为 2 万元。

方案二、企业可向租赁公司租赁这套设备，每年必须支付 9 万元租赁费，租赁期 3 年，维修保养费由租赁公司承担。

若企业所得税税率为 40%，问哪种方案更合理？

第一步，分析与租赁有关的现金流出

由于租赁费支出可以在税前列支，因而分析对象应为税后现金流出。W 公司租赁税后现金流出见表 12-2。

年份	租赁费	租金抵税	税后现金流出
1	90000	36000	54000
2	90000	36000	54000
3	90000	36000	54000

合计	270000	108000	162000
----	--------	--------	--------

第二步，分析与贷款购买有关的现金流出

贷款购买设备每年与之有关的现金流出涉及贷款本息额、维修费用，同时还要考虑利息、折旧的抵税作用。此项贷款的年偿还额为 80421 (200000 ÷ 2.4869) 元。W 公司的税后现金流出见表 12-3。

表 12—3 W 公司税后现金流出计算表 单位：元

年份	利息支出①	本金支出②	全部债务支出③	借款余额④	折旧⑤	维修费用⑥	税收节约额⑦=(①+⑤)×0.4	税后残值⑧=20000×0.6	税后现金流出⑨=③+⑥-⑦-⑧
0				200 000					
1	20 000	60 421	80 421	139 579	60 000	20 000	40 000		60 421
2	13 958	66 463	80 421	73 116	60 000	20 000	37 583		62 838
3	7 312	73 116	80 428*	0	60 000	20 000	34 925	12 000	53 503
合计			241 270						176 762

\*因四舍五入误差，第三年全部债务支出额与前两年略有偏差。

因第三年末设备有 20000 的残值，扣除 40% 的所得税，税后收入为 12000 元。因此第三年与贷款购买有关的实际现金流出应减去 12000 元。

第三步、分别计算两种方案的现金流出现值。由于利息的抵税作用，贷款购买方案求现值的折现率一般采用税后折现率；融资租赁现金流量具有与长期借款类似的性质，在计算租赁方案相关现金流出的现值时，折现率也采取税后折现率。本例中，税后折现率为 6%=10%×(1-40%)。

与租赁活动有关的成本现值为

$$PV_1 = \sum_{t=1}^3 \frac{54000}{(1+0.06)^t} = 54000 \times 2.673 = 144\,342 \text{ (元)}$$

与贷款购买有关的成本现值为

$$PV_2 = \frac{60421}{1+0.06} + \frac{62838}{(1+0.06)^2} + \frac{53503}{(1+0.06)^3} = 157\,848 \text{ (元)}$$

通过比较可以看出，租赁方案的成本较低，因此应采用租赁的方式取得该项设备。

## 五、租赁融资的利弊分析

1. 对承租人而言，以租赁方式获得资产与其他筹资相比，具有以下优点：

(1) 融资方式灵活

租赁可以避免长期借款融资所附加的多种限制性条款，从而为企业经营活动提供了更大的弹性空间。另外，租赁是融资与购买设备同时进行，比举债购买设备速度更快、更为灵活。特别是经营性租赁可以既不构成负债，也不改变企业的资本结构，由此保存了企业的借款能力。

(2) 降低风险

这表现在两个方面：一是承租人可以免遭资产陈旧过时的风险，因为租赁合同一般规定由出租人承担这种风险。二是破产风险降低。由于租金在整个租赁期间分摊，从而降低了企业不能偿付到期债务的风险；即使企业无力支付租金，根据租赁合同，出租人一般也只能将租赁资产收回，与长期借款和债券融资相比，不会导致企业陷入破产危机。

### (3) 维修方便

在出租方提供全面服务的租赁活动中，出租方负责设备的维修和保养工作。由于出租方有设备维修和保养的专业人员和全套工具，具有丰富的经验，他们能更好地完成这些工作，也使承租方更放心地使用设备。

### (5) 节税作用

一般讲，租金支出要大于购买设备后每年发生的折旧额。因此，租赁比购买能更好地利用税盾的好处。

## 2. 租赁融资的缺点是：

(1) 租赁资金成本较高，租赁费率一般大于债券利息率。

(2) 丧失资产的残值。租赁期满，资产的残值一般归出租人享有。若购买资产，才可享受资产残值。

(3) 难于改良财产。承租人未经出租人同意，不得擅自对租赁资产进行改良。

(4) 租金支付的期限和金额固定，不利于企业资金调度。

## 【案例】北京华远房地产的债券发行

### 一、基本案情

北京市华远房地产股份有限公司是信用等级为 AA 级的一家中外合资股份制的大型综合性房地产开发企业。其前身是北京市西城区华远建设开发公司，1994 年底改组为中外合资的股份有限公司。目前的公司股东中，既有国内大型工商企业、金融机构，又有海外投资人——坚实发展有限公司。发行人股东中还有北京市华远集团公司、中国银行北京市分行等。近三年来，发行人的开复工面积平均为 100 多万平方米，每年的竣工面积平均达 30 多万平方米，年主营业务收入达 7.5 亿元，年均税后利润达 3.1 亿元，截止 1997 年底，其总股本达 13 亿元，总资产 63 亿元，净资产 34 亿元。

筹集资金的目的：弥补其在建的、计划于 2001 年竣工的西区工程（即北京市西城区东冠英小区危旧房改造工程，其投资额约为 19 亿元。该项目是北京市第二批危改小区项目之一，由西城区政府划拨给发行人进行开发建设。）的后期资金缺口。

企业债券发行的有关情况：

1. 债券名称：北京市华远房地产股份有限公司企业债券；
2. 发行总额：1.2 亿元人民币；
3. 债券期限：三年，自 1998 年 8 月 8 日至 2001 年 8 月 8 日
4. 债券利率：7.2%，单利利息，到期一次还本付息，逾期不另计付利息；
5. 发行方式：实名制记账式，使用中央国债登记结算有限责任公司统一印刷的托管凭证；

6. 发行范围和对象：境内的法人和自然人；

7. 发行人：北京市华远房地产股份有限公司；法人代表：任志强；

8. 主承销商：中信证券有限责任公司；

9. 债券托管人：中央国债登记结算有限责任公司。

在本债券公开发行结束后，发行人和主承销商将各级申请，争取在上海或深圳交易所上市流通。

10. 债券的担保人：北京市华远集团公司（以下称保证人，法人代表：任志强）为本期

债券提供不可撤销的连带责任担保。承诺本期债券到期后，在发行人不能兑付到期全部本息时，有义务代为偿还。

北京市华远集团公司组建于 1993 年，其领域涉及面很广，在立足房地产主营业务的基础上，实施多元化经营战略。该公司是发行人的第二大股东，截止 1997 年度，拥有 13.125% 的股份，它目前是新华人寿保险公司的第二大股东（持股 10%）、北京市商业银行的第二大股东（持股 3%）。

保证人同时获得新世纪金融租赁有限责任公司提供的不可撤销的反担保。新世纪金融租赁有限责任公司是一家经中国人民银行批准设立的，在上海市注册的金融租赁公司。

11. 发行人和保证人最近三年的财务状况，参见经审计的附表（表略）。

## 二、案例分析

“北京华远”提出债券融资策略的目标，应该是以最小的成本和最小的风险来获取债券资金和最大的债券融资效益，从而促进该公司的全面发展。

具体讲，这一目标应包括五个方面内容：一是债券数量的适量化；二是债券偿还期限的长期化；三是债券利息费用的最小化；四是债券结构的合理化；五是债券资金用途的效益化。只要仔细分析，不难发现这五个方面的内容至少包含两种矛盾：

第一，债券偿还期限长期化与债券利息费用最小化的矛盾。在现实债券中，长期债券一般是伴随着高利率的。第二，债券利息费用最小化与债券资金用途效益化的矛盾。要使债券利息费用最小化，只能是发行短期债券，而短期债券资金又使企业难以有效地投放于大规模的生产性部门和长期投资。

为解决上述债券筹资方面的矛盾，就必须进行债券筹资的最优化组合，即债券筹资策略的制定与执行。

制定债券筹资策略具体包括以下主要步骤：

### 1. “北京华远”债券筹资规模策略

企业不论采用那种债券筹资形式，首先发行单位应对债券筹资的数量做出科学的判断和规划。由于资金的短缺性和资金的成本性，必须要求债券筹资规模既合理又经济。而确定发行债券的合理数量又是一个较为复杂的问题。首先要以企业合理的资金占用量和投资项目的资金需要量为前提，为此应对企业的扩大再生产进行规划，对投资项目进行可行性研究；其次，应根据企业财务状况，分析其获利能力和偿债能力的大小；最后，应比较各种筹资方式的资金成本和方便程度。不同筹资方式的资金成本不尽相同，且取得资金的难易程度也不同。为此，企业就必须选择最经济、最方便的资金来源。

债券筹资规模主要应根据资产负债结构的定量比，分析企业偿债能力的大小来决定。目前常用的偿债能力指标有两种：第一种为资产负债率，即负债总额与资产总额之比，它是用来分析企业负债筹资程度和财务风险大小的指标；而对于债权人来说，它是用来表明债权安全可靠程度的指标。国际上一般认为 30% 左右比较合适。第二种为流动比率，即企业流动资产与流动负债之比，它是用于分析企业在短期内偿还债务的能力的指标；一般认为企业的流动资产应为流动负债的 2 倍以上，比率越高，说明企业的短期偿债能力越强。从本案例财务状况表可知，“华远房地产股份有限公司”1997 年的资产负债率为 46%，流动比率为 3.3，即企业资产负债结构合理，发行 1.2 亿元人民币债券不会影响企业的偿债能力。

其次，还可根据经营收益分析企业偿债能力的大小来决定。根据经营收益分析企业偿债能力，实际上是通过计算企业在一定期间内还本付息总额与收入总额的比率，分析企业当期偿还债务的能力。这一比率越小越好，说明企业偿债能力较强。一般认为 20% 较适宜。这是一种将债务与营业收入结合起来的思考方式。

### 2. “北京华远”债券筹资期限策略

债券筹资期限，即具体规定一个恰当而有利的债券还本付息期限。要解决这一问题，取

决于策略制定者在综合考虑以下各因素的基础上，对风险和成本的态度如何。

#### (1) 投资项目的性质

不同投资项目是考虑债券本息偿还期的主要依据。一般认为，为生产性投资建设项目筹集资金应发行长期债券，因为这类项目只有投产获利后，企业才有偿债能力；如为设备更新改造或用来满足暂时流动资金不足而发行债券，其期限可适当短一些，甚至为几个月。也就是说，债券期限的长短应与债券资金用途或投资项目的性质相适应，其目的是要以最小的付出，换取最大限度的债券资金使用效益。“华远房地产股份有限公司”筹集资金是为了弥补其在建的西区工程的后期资金缺口。该项目计划 2001 年竣工，正好与债券期限 3 年吻合。

#### (2) 债券本息的等额支付

为避免偿债期中出现，在设计债券偿还期时，就应使企业债券还本付息在年度间均匀分布，以实现债券筹资的良性循环。从这一因素看，“华远房地产股份有限公司”在债券本息偿还上选择了 3 年后一次还本付息的集中做法，这一做法，很可能有损企业的财务运行状况。

#### (3) 债券利息成本的降低

在现实生活中，债券利息与债券期限长短有关。一般认为短期债券成本要比长期债券成本低。

#### (4) 债券交易的方便程度

债券交易的方便程度是决定企业能否发行长期债券的主要原因。

### 3. “北京华远”债券筹资利率策略

债券筹资利率的确定是涉及内容较复杂、综合性很强的工作。其总的原则是既在发行人的承受能力内，尽量降低利率；又能对投资者具有吸引力。根据我国目前的实际情况，确定债券利率主要考虑以下因素：

#### (1) 债券筹资利率的上下限

一般从收益高、风险小两方面考虑，银行储蓄和债券是可供投资者和居民选择的两种投资形式。但由于债券筹资的资信度不如银行储蓄，所以投资者通常要求债券筹资的利率应高于同期储蓄存款的利率水平，使现行同期储蓄存款利率成为企业债券筹资利率的下限。当存在未来资金成本高的预期，发行债券有助于锁定成本。相反，发债企业将因依照银行同期储蓄存款利率而承担较高的资金成本。从 1998 年 8 月这个时点看，“华远房地产股份有限公司”就是如此。因为同期储蓄存款利率为 3.5% 左右，但“华远”仍需要承担 7.2% 的债券利息。

按现行企业债券管理办法规定，企业债券的利率不得高于银行相同期限居民储蓄定期存款利率的 40%，这是企业债券利率的上限。

#### (2) 发行人的承受能力

为了保证债券能够定期还本付息和发行人的筹资资信，需要测算投资项目的经济效益，做到量入为出。投资项目的预计投资报酬率是债券筹资利率的基本决策因素。

#### (3) 发行人的信用等级

发行人的信用等级也是制定债券筹资利率的一个重要方面。如果发行人的信用等级较好，知名度较高，则其发行的债券可相应降低利率；反之，则要相应提高债券筹资利率。另外，如果发行的债券附有抵押、担保等保证条款，债券利率也可适当降低；反之，则应适当提高。

### 4. “北京华远”债券清偿方式选择

清偿方式是指清偿债务所采用的具体形式。如清偿时间的间隔安排、清偿时的付款方式等。一般认为，清偿方式的选择主要依据发行人对成本的考虑。就清偿时间的间隔安排来说，对于一笔借入资金，采用不同的还款方式，会有不同的利息支出。因此，就有必要对不同的还款方式进行分析测算，为最终选择提供可靠的依据。“华远房地产股份有限公司”选择 3

年一次还本付息，在一定程度上看有损财务稳健性，但相对于其他方式，该方式的现值最低。

综上所述，“华远房地产股份有限公司”在债券筹资策略上有值得借鉴之处，也有失误之点。对于一个企业来说，债券融资方式，在成本、股东收益及控制权等方面会有很多优势，有远见的企业不应忽视这个有潜力的市场。

### 三、问题探讨

#### 1. 债券筹资与股权筹资、银行贷款相比较，债券筹资有哪些特点？

(1) 债券融资与股权融资：从筹资成本看，在债券筹资中，首先，债券的利息可计入成本，在税前支付，具有冲减税基的作用；而股权融资中，股利是在税后利润中支付的，具有对公司法人和股份持有者进行“双重征税”的作用。其次，债券的发行费用较低，特别是在发行可转换债券时，由于其所具有的期权特征，可以使其发行的债券利率降低。债券融资还可以锁定成本，尤其是在预期利率上浮时期，效果更明显。

从控制权看，在债券融资中，公司原有的管理结构基本不受影响；而在股权融资条件下，公司的管理结构将因新股东的加入而受到很大的影响，导致控制权的分散。

从资本结构看，企业发行可转换债券，或在发行债券时规定可提前赎回债券，有利于企业调整资本结构，确立负债与资本的合理比例。

(2) 债券融资与银行贷款：从融资的主动权看，企业在银行融资，其主动权掌握在银行手里，如融资方式的选择、融资数量的多少，融资期限的长短，需双方进行长时间的谈判，最终经银行审核后决定；而在债券融资中，融资方式灵活，各项融资条款基本上由企业自己决定。

从融资成本看，银行贷款利率一般高于债券利率，其融资成本相对较高；若是担保贷款或贷款按季支付利息，则需要支付的费用更高。而在债券融资中，如存在未来资金成本高的预期时，债券融资有利于企业锁定资金成本。

从资金运用看，债券融资的资金运用相对灵活，可避免银行对企业财务的安排的监督。

#### 2. 债券融资时的市场环境应怎样？

企业要想在金融市场顺利进行债券融资，就必须对目前金融市场的以下因素进行综合分析：

(1) 目前银行存款利率水平。只有当目前银行存款利率水平非常低的情况下，企业才能顺利取得债券融资。

(2) 债券市场需求情况。根据资产需求理论，关于债券市场需求问题，应当从预期收益率、风险、流动性以及市场上资金总体情况等几个方面综合考虑。企业债券的预期收益高于国债和银行存款，债券市场的风险又小于股票市场，使得债券市场的资金大幅增加；随着债券市场的不断完善，企业债券的流动性也在加强，所以债券市场需求增加。

(2) 企业发债的选择余地增大。1998年以来新发行的企业债券已出现贴现市场的新动向；不同债券之间的利率差异开始出现；期限结构开始向长期转变；记账式发行成为主流。这些都为择优发行企业债券提供了可选择的空间。

#### 3. 如何进行债券融资决策？

企业决策债券融资时，必须首先确立融资策略的目标，然后再围绕具体目标，分别进行债券筹资规模决策、债券筹资期限决策、债券筹资利率决策、债券清偿方式选择等。经综合分析考虑后，确定和执行债券筹资策略。

#### 4. 企业发行债券应符合哪些条件、遵循哪些具体规定？

根据我国《企业证券管理条例》第12条规定，企业发行企业债券必须符合下列条件：

- (1) 企业规模达到国家规定的要求；
- (2) 企业财务会计制度符合国家规定；
- (3) 具有偿债能力；

(4) 企业经济效益良好，发行企业债券前连续三年盈利；

(5) 所筹资金用途符合国家产业政策、

企业经有关方面审核，获准发行企业债券后，在发行债券时还应遵循以下两点原则：

(1) 企业发行企业债券的总面额不得大于该企业的自有资产净值；

(2) 企业债券的利率不得高于银行同期居民储蓄存款利率的 40%。