

案例一：企业筹资决策

南方家具公司筹资决策分析

案例编写者：胡北忠

指导教师：胡北忠

案例性质：用于《财务管理学》课程教学

版权说明：自有版权

本案例是由胡北忠教授根据根据《财务管理学》第六章长期筹资决策的教学要求，选自北京理工大学教师根据 George C. Philippatos & William W Sihler 《Financial Management》，1987 年版，第 346—354 页的资料编译改写的而成。该案例只是用来作为《财务管理学》课堂案例教学的材料，作者的目的是为了论证某公司的经营管理方法和思想的有效与否，纯粹是为满足教学需要。

一、案例基本情况

1991 年 8 月，南方家具公司总经理钟晨先生正在研究公司资金筹措方式问题。为扩大生产规模，公司需要到 1993 年 10 月末筹措 1150 万元，其中 350 万元可以通过公司内部留存收益及提高流动资金利用效果得以解决，其余部分 800 万元需要从外部筹措。在此之前，钟晨先生已经和投资银行设想了几个方案，并将在 1991 年 9 月 2 日的董事会上正式提交讨论。

公司管理部门最初倾向于以发行股票的方式筹资 800 万元。在证券市场上，南方公司普通股每股高达 33 元，扣除发行费用，每股净价为 31 元。但是，投资银行却建议通过借款的方式（年利率 7%，期限 10 年）筹措资金，他们认为举债筹资可以降低资本成本。

（一）公司背景及其规划

南方家具公司是由几个具有丰富专业知识的投资者于 1980 年创立的，经过

十年的发展，到 1990 年，销售收入从刚成立时的 1000 万元增至 1620 万元。利润增加到 74 万元。有关的资料见表 1 和表 2。

南方家具公司资产负债表

表 1 (12 月 31 日) 单位：万元

项目	1988	1989	1990	1991. 8. 2 0
资产				
现金	26	23	24	63
应收帐款	209	237	273	310
存货	203	227	255	268
其他	8	10	11	14
流动资产合计	446	497	563	655
固定资产总值	379	394	409	424
减：累积折旧	135	155	178	189
固定资产净值	244	239	231	235
固定资产合计	244	239	231	235
资产总计	690	736	794	890
负债及股东权益				
应付帐款及应计费用	62	90	102	105
一年内到期的长期借款	10	10	10	10
应付股利	—	—	—	5
应付税金	36	25	26	50
流动负债合计	108	125	138	170
长期负债（5.5%）	105	95	85	80
股东权益（600000 股）	477	516	571	640
负债及股东权益总计	690	736	794	890

南方家具公司利润表

表 2

单位：万元（每股价格除外）

项 目	会计年度末 12 月 31 日					32 周末	
	1986	1987	1988	1989	1990	6/14/90	6/13/91
销售净额	1062	1065	1239	1491	1620	926	1279
销售成本	853	880	1046	1201	1274	724	968
销售毛利	209	185	247	290	346	202	311
销售和管理费用	111	122	142	160	184	109	136
利息费用	8	7	7	6	5	3	3
税前利润	90	56	98	124	157	90	172
所得税	44	27	51	66	83	48	87
非常项目前利润	46	29	47	58	74	42	85
非常项目税后净额	—	15	—	—	—	—	—
净收益	46	44	47	58	74	42	85
普通股每股收益							
非常项目前	0.77	0.48	0.78	0.97	1.23	0.70	1.42
非常项目	—	0.25	—	—	—	—	—
净收益	0.77	0.73	0.78	0.30	0.30	0.23	0.27
每股现金股利	0.27	0.27	0.27	0.30	0.30	0.23	0.27
上述成本中包含折旧	—	—	21	22	22	—	—

根据钟晨先生介绍，南方公司的家具生产线较少，不能向市场推出大量的新产品。1991 年，该公司的生产线仅包括八种卧室家具类型、五种餐厅家具类型以及其他各种系列的家具类型，如有活动顶板的书桌及酒柜等。各类家具一般是按照传统方式，采用木制结构制作的，或采用类似木制材料进行表面装饰，使其既具有实用性，又具有观赏性。

从生产能力看，目前公司拥有四套独立的生产设备，设在东图的分公司占地

面积为 9.7 万平方米，主要生产卧室及餐厅家具；而设在西林的分公司占地面积为 3 万平方米，主要生产其他系列的各种家具。这两个分公司所需要的木制胶合板是由北洼林业局的一家工厂提供；其他各种装饰用材料是由几家工厂分别提供。

为了不断扩充和发展，公司经常组织有关人员进行市场调查，了解消费者的口味与偏好，不断改进产品设计，每年在家具市场上推出二至三种新型家具，并且关闭了相同数量的过时或不受欢迎的生产线，使公司避免了生产线的过度扩张与生产线的低效率

公司的销售人员近 50 人，销售网点遍及全国各地，拥有客户 5000 多家。目前，市场部门致力于组建地区连锁店及平价商店。公司的管理人员确信，只有连锁店或平价商店才有利于在既定价格下大批量地推销家具。1991 年，公司拥有平价商店 14 家，预计到 1992 年可达到 18——24 家。

南方公司拥有 950 雇员，平均人均年生产总值为 50000 元，而同行业的人均生产总值为 16000 元。管理人员认为在公司中存在着剩余劳动力。

1990 年，是家具行业的萧条年，尽管如此，南方公司的销售收入和利润仍比 1989 分别增长了 8.7% 和 27.6%。在今后的 5 年中，预计销售收入将成倍增长，而利润增长幅度相对降低（1991 年—1995 年财务预测如表 3 所示）。为了实现这一目标，公司必须扩大生产规模，到 1993 年末，使生产能力翻一番。预计在北洼附近耗资 800 万元建造一所占地 18.3 万平方米的工厂，这将是家具行业中规模最大、现代化程度最高的一家工厂。此外，还需要 50 万元整修和装备现有的厂房和设备；需要价值 300 万元的流动资金以补充生产规模扩大而短缺的部分；这三项合计共需资金 1150 万元。

南方家具公司以预计息税前收益

表 3

单位：万元

项目	1991	1992	1993	1994	1995
销售净额	2080	2500	3100	3700	4200
销售成本	1574	1800	2347	2800	3179
销售毛利	506	610	753	900	1021
销售及管理费用	223	270	335	400	454

息税前利润	283	340	418	500	567
上述成本中包括的折旧	23	75	100	100	100

（二）家具行业的状况

家具业是高度分散的行业。据了解在 1000 多家家具企业中，雇员少于 20 人的占三分之二。1989 年，家具行业的销售收入为 50 亿元，但其中销售收入超过 1500 万元的公司只有不到 30 家。在过去的 5 年中，家具行业一直经历着兼并和收购的风险，而且这种趋势愈演愈烈。在其他行业的大公司以收购家具公司的形式实现多种经营的同时，本行业中的大公司也在吞并小公司。例如年销售收入 6500 万元的宏远公司被中美合资的科克公司兼并。

家具行业的发展前景是可观的。经济不景气时期已经过去，该行业也随着整个经济的复苏发展起来。

表 4 列示了三个独立的家具公司和南方公司的财务资料。

家具公司其他资料

表 4 (1989 年)

项目	AA 公司	BB 公司	CC 公司	南方公司
销售收入	3713.2	12929.3	7742.7	1490.8
净收益	188.4	1203.3	484.9	58.4
流动比率	3.2	7.2	4.3	4.0
流动资本	1160.7	4565.1	2677.8	372.6
资产负债率%	1.4%	2.0%	10.4%	16.0%
流动资本占普通股权益%	65.4%	64.9%	67.3%	74.5%
净收益占销售收入%	5.1%	8.6%	6.3%	3.95%
净收益占普通股权益%	10.6%	17.1%	12.2%	11.7%
普通股每股收益	0.70	2.00	1.93	0.97
普通股每股股息	0.28	0.80	0.60	0.30
价格收益比率	16.2	17.8	16.2	7.2

（三）公司财务状况及其规划

南方公司现有长期借款 80 万元，其中 10 万元在一年内到期。年利率为

5. 5%，每年分两期偿还本金 10 万元。借款合同规定公司至少要保持 225 万元的流动资金。

南方公司 1986 年以每股 5 元公开发行普通股 170000 股。目前，该公司发行在外的普通股共计 600000 股，其中高级职员和董事会成员持有 20% 左右。其股利分配政策保持不变，年股利率为每股 0.4 元；

公司筹措 800 万元的两种方案如下：

1. 发行普通股

除非在股票发行日之前证券市场情况发生重大变化，公开发行普通股 258065 股将为公司筹措 800 万元。这种方案必须在董事会讨论决定后 90 天，即在 1991 会计年度结束后方可实施。

2. 举债，即向银行举借年利率为 7%，期限为 10 年的贷款

其有关内容为：

- A. 从贷款取得后第 30 个月开始，每半年偿还本金 40 万元；
- B. 第十年末偿还贷款本金的 25%（200 万元）；
- C. 借款的第一年，公司的流动资金必须保持在借款总额的 50%，以后每年递增 10%，直至达到未偿还贷款的 80%；
- D. 股东权益总额至少为 600 万元；
- E. 借款利息必须在每季末支付。

钟晨先生必须准备一份详细的计划，他希望为公司赢得最大的利益，并可以在 9 月 2 日的董事会上向大家解释他的计划。

二、问题

试根据以上案例所提供的资料编制一份分析报告，并回答下列问题：

- 1. 两种不同筹资方式下的资本成本各为多少？
- 2. 不同的筹资方式对公司的财务状况有何影响？
- 3. 你认为应采取哪种筹资方式？是发行股票还是取得银行借款？作出你最终的决策。

三、案例使用说明

1、教学目的与用途

本教学案例主要教学目的是强化学生对第六章长期筹资决策资本成本的理

解和应用。

2、分析路线

运用资本成本原理评价筹资方式和筹资组合方案的选择以及资本结构组合的选择。

3、学生阅读的参考资料

荆新、王化成等主编的，中国人民大学出版社出版的《财务管理学》（第五版）第六章长期筹资决策。