

上市公司在发行股票时已募集一定数量的资金,改善了资本结构。但为了扩大生产规模、增强市场竞争力,需要不断地投入资金,这些资金仅靠股票发行时募集的资金是远远不够的。因此,上市公司仍然需要进行大量的融资,其融资渠道比非上市公司要广,主要包括发行新股、配股、银行借款、发行债券(包括可转换公司债券)等。本文将通过债券筹资与银行借款筹资、与发行股票筹资的比较,以及上市公司的财务状况分析,阐明现阶段发行债券是上市公司财务管理策略的较佳选择。

一、债券筹资与银行贷款筹资的比较

上市公司发行债券与争取银行贷款二者各有利弊,其中发行债券的优势主要有:①筹资成本相对较低。我国银行存贷款利率自1996年5月1日以来已连续7次降低,目前的银行存贷款利率已处于历史最低水平,以三年期为例,存款年利率为2.70%,按照1993年8月实施的《企业债券管理条例》规定,企业债券利率不得高于同期银行储蓄存款的140%,债券年利率最高为3.78%,加上发行费用、评估费用等,经三年摊销其综合年利率一般不会超过5%,而同期银行贷款利率为5.94%;②所获资金比较稳定,债券的期限一般较长(3~5年,三峡债券为10年期),且发行额度相对较大;③债券一般为单利计息,到期一次性还本付息,而银行贷款为复利计息(如每季度付息);④有利于提高企业的知名度,由于债券是向全社会公开发行,涉及面不仅仅是股民,发行一次债券如同做一次有效的广告,可以扩大企业的影响,在全社会提高其知名度,有利于企业的经营和发展,所以说发行债券是一个企业经营景气的标志。但发行债券也有一定劣势,如:债券发行审批程序比较复杂、时间不易确定、偿还约束力更强等。

二、债券与股票的比较

债券与股票的最大差异是债券到期需要还本付息,而发行股票不需要偿还。对企业而言,其经营宗旨是为股东创造最大的回报,即使长期净资产收益率最大化。下面首先在理论上对资本结构与净资产收益率之间的关系进行分析:

设 r_A = 资本盈利率 = $EBIT(1 - t_c) / \text{全部资本}$

$EBIT$ = 税息前利润

t_c = 公司所得税率

全部资本 = $D + E$

i = 债务税后利率

K_d = 债务利率

D = 债务总额

E = 净资产

$$\begin{aligned} \text{税后利润} &= EBIT(1 - t_c) - iD \\ \text{净资产收益率} &= \frac{\text{税后利润}}{\text{净资产}} = \frac{EBIT(1 - t_c) - iD}{E} \end{aligned}$$

通过简单运算, 净资产收益率计算公式可以写为:

$$\text{净资产收益率} = r_A + (r_A - i) D/E$$

上式可以看出, 当资本盈利率 r_A 超过债务税后利率 i 时, 财务金融杠杆 D/E 将增加净资产收益率, 从而增加对股东的回报。^A并且, D/E 越大, 对净资产收益率产生的效应越大。

从资本结构与纳税的关系看:

假设有A、B两个公司, A公司无债务, B公司有债务, 除资本结构不同外, 其余条件都相同, EBIT不受资本结构的影响。A公司股东可得到的现金流量 CF_A 为:

$$\begin{aligned} CF_A &= \text{股息} \\ &= \text{EBIT} (1 - t_c) \end{aligned}$$

B公司的投资者可得到现金流量 CF_B 为:

$$\begin{aligned} CF_B &= \text{股息} + \text{利息} \\ &= (\text{EBIT} - K_d D) (1 - t_c) + K_d D \\ &= \text{EBIT} (1 - t_c) + t_c r_A \\ &= CF_A + t_c K_d D \end{aligned}$$

上式表明, 由于杠杆作用, 投资者可得到的现金流量增加了等于利息免税的价值量。

同样地, 可以推导出A公司的市场价值 V_A 与B公司的市场价值 V_B 之间的关系 (公司的市场价值=净营业收入/平均资本成本):

$$V_B = V_A + t_c D$$

也就是说, 有债务公司的价值等于无债务公司的价值加上利息避税现值。

$$\begin{aligned} \text{利息避税PV} &= \frac{\text{公司税率} \times \text{利息支付}}{\text{债务利率}} = \frac{t_c \times K_d D}{K_d} \\ &= t_c D \end{aligned}$$

从上式可见, 公司合理地利用债务融资, 的确可以增加上市公司的市场价值, 利息避税是债务融资的一个有利条件。

因此, 通过对资本结构的研究, 我们可以看到发行债券与发行股票之间的利弊。①当资本盈利率超过债务利率时, 发行债券较为有利, 这将为股东创造更多的投资回报; ②债券的利息支出是一定的, 而债券持有人对公司以后增加的利润无权分配; ③债券利息列入成本, 可以达到少交所得税的目的, 而股息是从税后利润中开支的, 无法享受税务方面的好处; ④从股东的立场看, 由于债券持有人不具备管理权和投票选举权, 这就保证了股东对企业的控制权, 若增发新股, 原股东控制企业的权力会由于新股东的加入而有所削弱; ⑤债务发行成本一般要低于股票发行成本, 发行手续也相对简单。但是, 也必须看到, 如果公司经营不景气, 则债券利息会成为公司的一种负担, 面临到期还本付息的压力, 并且还会增加企业破产的风险, 而发行股票不存在这方面的问题。以上这些好处就是所谓的财务杠杆的作用。财务杠杆是双刃剑, 在资本盈利率超过发行债券而支付的利率时, 不仅股东的利润增加, 而且还在付出有限代价的条件下保证了股东对企业的控制权; 相反, 如果债券利率超过资本盈利率时, 债券的利息要用股东的利润来弥补, 则对股东不利。

如果仅从发债得到好处的角度看,当资本盈利率超过债务利率时,债务越大,则得到的好处越多。但是,从财务安全性看,债务比例越高,财务风险就越大。对于那些负债水平较高的上市公司,如全部资本化比率大于50%,则发行债券的财务风险较大,因此,对发行债券应采取谨慎态度。一般说来,负债水平低于行业平均值,财务上是比较安全的。适度的负债经营,表明公司管理层对企业的前景有信心,行动上也较为积极。但如果不负债或负债水平很低,财务风险小,从另一侧面反映企业管理层经营较为保守(稳健),或者说对前景信心不足。

三、上市公司发行债券是较佳的选择

上市公司在盈利水平及资本结构两方面具有明显优势。

1. 盈利水平方面

根据财务杠杆理论,当资本盈利率超过债务利率时,债务增加将为股东创造更多的投资回报。据统计,截止1999年底,沪深两市949家上市公司资本盈利率的平均值为8.94%,其中

资本盈利率	上市公司数量	占比 (%)
5%~10%	243	25.61
>10%	501	52.79

假若发行债券综合利率按5%计算,则约有78.4%的上市公司可以从发行债券产生的“财务杠杆”中得到好处,这个数字也表明上市公司的经营状况要比非上市公司好得多,发行债券具有更有利的条件。如按目前的盈利水平(资本盈利率为8.94%)和融资成本(5%),在相同条件下,一家全部资本化比率为50%的公司,其净资产收益率将比另一家无债务的公司提高44.07%。

2. 资本结构方面

从国际经验和财务理论来看,负债比率在30%~50%之间、全部资本化比率在15%~35%之间是合理的;负债比率小于20%、全部资本化比率小于5%,则表明财务上是绝对安全的。沪深两市949家上市公司1999年底负债比率的平均值为50.5%,全部资本化比率的平均值为38.0%,其中:

		上市公司数量	占比 (%)
负债比率	<20%	101	10.64
	20%~30%	134	14.12
	30%~40%	196	20.65
	40%~50%	195	20.55
全部资本化比率	<5%	97	10.22
	<15%	223	23.50
	15%~35%	375	39.52
	35%~50%	182	19.18

从上表看,负债比率小于20%的上市公司数量占10.64%,其中汕电力仅为1.84%,东方宾馆为1.9%,龙发股份、浙江东日、虹桥机场等公司的负债比率也很低;全部资本化比率小于5%的上市公司数量也超过10%,其中有23家上市公司全部资本化比率为0,即既无短期债务,又无长期债务,这些上市公司的负债水平很低,基本上无财务风险。在全部上市公司中,全部资本化比率小于35%的占总数的73.23%,这些上市公司的财务风险较小,完全可以适当增加负债,改善资本结构。

如既考虑资本盈利率高于债券筹资成本, 又考虑财务上的安全性, 据统计, 在949家上市公司中, 有454家同时满足资本盈利率 $>5\%$ 、全部资本化比率 $<30\%$ 的条件, 也就是有接近一半的上市公司具备发行债券的条件。

按《公司法》和《企业债券管理条例》的有关规定, 我们假设如下条件:

- 连续3年净资产收益率超过6%, 平均值超过10%;
- 发债后全部资本化比率为30%, 且负债比率不超过50%;
- 发债后债券余额不超过净资产的40%;
- 可发债规模可以超过1亿元。

根据1997-1999年财务数据测算, 在949家上市公司有194家符合上述条件, 其中可发债规模超过5亿元的为29家, 3亿元至5亿元之间的为42家。按目前的融资成本, 假如这194家上市公司按可发债规模发行债券后, 年净资产收益率可平均增长2.83%, 利润总额平均增长613万元, 其中利润总额增长超过1000万元的有24家。

通过以上分析可以看到, 由于目前上市公司具有较高的盈利水平和较低的负债水平, 发行债券应是其财务管理策略的较佳选择。

四、发行债券的时机

在国际资本市场上, 债券市场的规模远大于股票市场。我国从80年代末开始发展企业债券市场, 但从总体上看, 企业债券市场一直没有得到充分发展, 其发展速度明显慢于股票市场, 企业债券市场在规模、品种等方面, 与国内股票及国际债券市场相比存在着较大的差距, 形成了我国证券市场畸形发展的局面。从表1看, 1996年以来, 债券与股票之间的差距有扩大的趋势。

表1

单位: 亿元

	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000
企业债券 发行额	249.96	683.71	235.84	161.75	300.80	268.92	255.23	147.89	200.00	63.00
股票筹资 额	5	94.09	375.47	326.78	150.32	425.08	1293.82	841.52	944.56	1523.73

据初步统计, 前几年曾经发行债券的上市公司不足10家 (约占全部上市公司数量的1%), 这种情况与上市公司的整体经营状况、财务状况是不相适应的。其产生原因: 一是公司经营者对财务管理策略不够重视, 少数企业把上市作为圈钱的目的, 而没有充分发挥财务杠杆的作用, 追求利润最大化; 二是由于股市具有的为国企改革筹措成本、促使国企改制等功能, 我国政府一直把股市作为证券市场的核心, 而商业银行也不希望较大规模的债券市场分流其存款; 三是与我国债券市场存在的问题有关, 这些问题主要包括: ①额度问题。现阶段我国对企业债券的发行还实行计划规模管理模式, 受政策限制, 并不是每家上市公司都可以争取到发债额度; ②利率问题。目前我国对企业债券利率的确定有明确的政策限制, 即企业债券利率不得高于同期银行储蓄存款利率的140%。由于银行存贷款利率的下调以及对债券利率的最高限制, 目前债券的利率水平与投资者期望的投资价值存在较大差距, 与目前资本市场的实际收益率相比也明显偏低, 对投资者的吸收力不大, 使得一些企业债券的发行产生困难; ③所得税问题。按照现有政策, 个人购买企业债券的利息收入应缴纳利息税, 而购买国债和股票交易收入则免缴利息税, 因此, 在2000年出台对银行储蓄存款利息征税政策以后就出现了债券利息纳税的问题, 居民个人购买企业债券的积极性明显下降; ④上市流通问题。我国企业债券的流通市场与股票二级市场相比有非常大的差距, 截止2001年1月12日, 沪深两市上市公司总数 (A、B股) 为1177家, 市价总值为48886亿元人民币, 而上市的企业债券只有11只, 上市总规模不超过150亿元, 债券的日成

交易不足股市的万分之四。另外, 债券的柜台交易市场还没有开设。金融产品的一个重要特点就是具有良好的流动性, 流通性差就意味着风险增加, 债券二级市场的落后, 使其市场功能丧失了一半, 并反作用于债券发行市场, 造成投资者信心不足。

从考虑股票市场和债券市场协调发展的角度看, 管理部门正在加大对企业债券发行的支持力度, 包括进行上市公司发行可转换公司债券的试点, 鼓励企业直接融资。目前国家正在制定新的企业债券发行管理条例, 上述问题将在新的条例中有所解决, 将为债券市场创造一个新的有利环境。而近期央行加息的可能性不大, 即使加息, 也不会有大幅的上升。因此, 目前正是有条件的上市公司发行债券、降低融资成本的最佳时机, 预计企业债券市场将在近一、二年内重新活跃起来。上市公司应调整财务管理策略, 积极争取发行债券。

