



第20章 长期负债

教师：李连军 博士 教授

基本内容

- § 20.1 长期负债：回顾
- § 20.2 公开发行债券
- § 20.3 债券调换
- § 20.4 债券评级
- § 20.5 其他债券类型
- § 20.6 债券的直接销售与公开发行比较
- § 20.7 长期银团贷款



长期负债的例子与讨论

- 3年，5年，10年期国债
- 长期公司债券
- 长期可赎回债券
- 长期债券投资与基金投资收益比较。
- 讨论：市场上为什么存在长期债券？



§ 20.1 长期负债：回顾

- 长期债务性证券是发行公司对未付本金及利息的偿付承诺。
- 所有的债券协议都规定有保护性条款。
- 大部分的工业债券都有赎回条款。
 - ❧ 公司应该发行可赎回债券吗？
 - ❧ 这类债券应于何时赎回？



§ 20.2 公开发行债券

- 债券公开发行的程序与前一章所述的股票发行程序相一致。
- 但是，公开发行债券的注册报告中还必须包括一份债务契约。
- 发行公司聘请信托公司代表公司债权人行使权利，必须：
 - (1) 确保发行公司遵守债务契约条款；
 - (2) 管理偿债基金
 - (3) 一旦公司不履行支付义务，则代表债权人行使权利



典型的债务契约条款

- 1. 债券的基本条款。
- 2. 担保财产情况。
- 3. 保护性条款详解。
- 4. 偿债基金计划。
- 5. 赎回条款。



§ 20.2 公开发行债券—基本条款

- 债券买方与卖方之间的竞争决定了债券的市场价值。
- ☆ 其他因素中，实际的债券市价还取决于一般利率水平，因此，它不一定等于其票面价值。
- 记名债券与无记名债券
- ☆ 无记名债券的缺点：
 - 1、容易遗失或被盗。
 - 2、由于公司不知道债券的归属，因此无法将重大事项通知债权人。
- ☆ 无记名债券的优点：保密性。



§ 20.2 公开发行债券—担保

- “抵押证券”是以借款人的不动产或其他长期资产作抵押品进行担保的证券。
- ☆ “封闭式”抵押证券和“开放式”抵押证券。
- ☆ 抵押证券的价值取决于担保资产的市场价值。
- “信用债券”就是一种无担保债券。



§ 20.2 公开发行债券—保护性条款

- 保护性条款是债券契约和贷款协议的组成部分，用于限制借款公司的某些行为。
- 消极条款：对公司可采取的行动的的限制。
- 积极条款：则将公司所同意采取的行动或必须遵守的条件具体化。



§ 20.2 公开发行债券—偿债基金

- 偿债基金：是出于债券清偿目的而设立的、由债券信托人管理的账户。
- 偿债基金对债权人具有双刃效应：
 - 1、偿债基金对债权人提供额外保护。
 - 2、偿债基金赋予公司极具吸引力的权利。



§ 20.2 公开发行债券—赎回条款

- 赎回条款：允许公司在某一规定期间内以事先确定的价格购回或“赎回”全部债券。
- 赎回升水：赎回价格与票面价值之间的价差。
- 延期赎回：赎回条款在债券的有效年限初期无效。



§ 20.2 公开发行债券—债券调换

- 债券调换：以新债取代全部或部分已发行在外的债券。
- 债券调换会引发两个有争议的问题：
 - 1、公司应发行可赎回债券吗？
 - 2、假设公司已经发行了可赎回债券，那么，它应于何时赎回这些债券呢？



§ 20.3 债券调换

- 公司应发行可赎回债券吗？
- 赎回条款应该具有价值。
- 在债券调换过程中，公司经常会发行新债以替代被赎回的债券。
- 债权人购买债券时，也会考虑到债券的赎回条款。



§ 20.3 债券调换

- 例：假设Kraus Intercable公司意在发行面值为1 000美元、利率为10%的永久性债券。该债券的年息票支付额是1 000美元。年末，利率将发生如下变动，变动的可能性相同：
 - 1、利率降至6 % 。倘若如此，债券价格将升至1 500美元。
 - 2、利率升至20% 。这样，债券价格降到500美元。



§ 5.3 债券调换

- 不可赎回债券
- 假设不可赎回债券的市场价格是它下年的预期价格与息票支付额之和按10%的利率折现的结果。那么，不可赎回债券的价值为？

$$\begin{aligned} & \frac{\text{第一年息票支付额} + \text{年末的预期价值}}{1 + r} \\ = & \frac{100 \text{美元} + (0.5 \times 1\,500 \text{美元}) + (0.5 \times 500 \text{美元})}{1.10} \\ = & 1\,000 \text{美元} \end{aligned}$$



§ 20.3 债券调换

- 可赎回债券
- 现假设Kraus Intercable公司（以下简称KI）决定发行可赎回债券。赎回升水设定为超过债券面值100美元，且债券只能在一年后方可赎回。
- 在这种情况下，赎回条款允许公司以1 100美元就可购入在没有赎回条款状态下价值为1 500美元的债券。
- 当然，如果利率上升，KI公司则不会考虑以1 100美元赎回债券，因为该债券的市场价值仅为500美元。



§ 20.3 债券调换

- 那么，赎回债券的息票额应为多高时，该债券方能以1 000美元的价格平价发行呢？
- 我们将分为三步解答这个问题。
 - ★ 第一步：确定利率下降时债券的年末价值。
 - ★ 第二步：确定利率上升时债券的价值。
 - ★ 第三步：求解可赎回债券的息票支付额。



§ 20.3 债券调换

- 反论重申
- 现在我们考虑一下公司可能会采用可赎回条款的四条具体的理由：
 - ☆ 1、卓越的利率预测能力。
 - ☆ 2、税收。
 - ☆ 3、满足未来投资机会的财务灵活性。
 - ☆ 4、较低的利率风险。
- 债券赎回：何时更有意义？一提问与讨论



§ 20.4 债券评级

- 债券等级取决于：

- ☆ 1、公司违约的可能性；

- ☆ 2、公司违约时，贷款合同所能提供给债权人的保护。



§ 20.4 债券评级

- 垃圾债券（高收益债券、低级债券）：
 - 投资机构评级低于标准普尔BB级或低于穆迪Ba级的债券。
- ★ 投资者的个人行为能更好地解释垃圾债券迅速发展壮大的原因。
- ★ 当垃圾债券被用于为公司重组活动融集资金时，垃圾债券市场呈现出与日俱增的重要性。
- ★ 到目前为止，我们仍不清楚垃圾债券的高速增长在多大程度上改变了这类融资工具的收益率。



§ 20.4 债券评级

- 最近，垃圾债券融资引起了相当多的争论。
- ☆ 首先，因为使用垃圾债券会增加公司的利息可抵税额。
- ☆ 其次，新闻媒介将焦点都集中在垃圾债券融资形式对公司清偿能力的影响上。
- ☆ 第三，新近的兼并浪潮常常引起社会混乱以及导致失业。
- 但是，无论如何，我们都不应该将垃圾债券融资方式同当前的兼并风潮所造成的社会效益和社会损失过多地牵扯在一起。
- Perry和Taggart指出，不同于一般观点的是，这种垃圾债券融资方式仅在小部分并购活动中发挥功效。



§ 20.5 其他债券类型

■ 浮动利率债券

- 对浮动利率债券而言，它的息票支付额可以调整。其调整率同某一“利率指数”。
- 大多数情况下，债券息票调整会滞后于某些基础利率。
- 大部分“浮动利率债券”都规定有出售条款和息票率上下限条款。
 - ☆ 1、“出售条款”规定，浮动利率债券持有人有权在息票支付日按债券面值兑现债券。
 - ☆ 2、“息票率上下限”规定，债券息票率受上下限的约束。
- 浮动利率债券之所以风行，这同“通货膨胀风险”有关。



§ 20.5 其他债券类型

- 零息债券
- 收益债券
- 公司为什么不发行更多的收益债券呢？主要有两种解释：
 - ☆ 1、“死亡征兆”的解释。
 - ☆ 2、“超额成本”的解释。



§ 20.6 债券的直接销售与公开发行比较

- 直接长期融资和公开发行之间存在着一些重大差异：
 - ☆ 1、直接长期融资可避免因向证券交易委员会注册登记而产生的注册资本。
 - ☆ 2、直接长期融资可能具有更多的限制性条款。
 - ☆ 3、对于中期贷款和私募而言，一旦发生违约，双方更容易协商解决。而公开发行牵涉到成千上万的债权人，违约发生时，谈判会很艰难。
 - ☆ 4、债券市场中人寿保险公司和养老金在私募市场中占据优势地位，而商业银行则是中期贷款市场的重要参与者。
 - ☆ 5、私募市场中债券的发行成本较低。



§ 20.7 长期银团贷款

- 承诺协议
- 银团贷款
- 银团贷款是由一组银行或机构投资者集体提供的贷款，并可以上市交易。

