

我国企业债务融资的探讨

——基于企业债务融资工具的发展

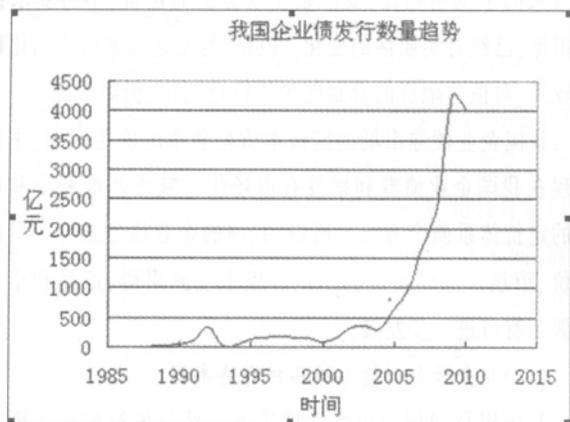
■ / 戴成莉

摘要:本文介绍了债务融资工具在我国的发展现状,通过对企业债务融资的优势进行分析,提出完善债务融资的措施,并认为非金融企业债务融资工具的丰富和市场的高效将带动我国企业的健康发展。

关键词:债务融资 融资工具 债务效应

一、我国企业债务融资工具发展现状

2008年4月12日,银行间市场交易协会对非金融企业债务融资工具发行进行注册管理,正式获得中国人民银行授权,标志着企业直接融资工具发展的新起点。自此以后,企业债、公司债、长、中、短期融资券及信托理财、信托保险等债务融资工具蓬勃发展起来。截至2010年底,企业通过债务融资工具融资达3.90万亿元,2010年内共发行901只,发行额为1.72万亿元,是目前我国债券增幅最大的品种。下图为我国企业债发行数量趋势,从图中可以发现2008年以来我国企业债发行数量的快速增长趋势。



2011年5月4日,中国五矿集团等三家公司首批推出非公开定向发行债券融资工具,规模达130亿元,为企业融资提供了新途径,拓宽了企业特别是资信较低银行信贷融资困难的中小企业的融资渠道,增强了竞争力,为企业的发展带来了新的契机。

目前市场上存在的债务融资工具按照发行监管主体不

同,可以简单的分为三类:企业债券,由发改委核准;公司债,由证监会核准;短期融资券和中期票据,由中国银行间市场交易商协会注册。由于企业债和公司债的发行管制较为严格,在不作特别说明的情况下,本文的债务融资工具一般指短期融资券、中期票据及定向发行债券等在中国银行间市场交易商协会注册的非金融企业债券。目前,我国的各类债务融资工具发行现状如下:

债券类型	发行家数	发行金额(亿元)	债券期限	平均利率(%)
公司债	12	349.00	5-10	5.24
企业债	154	3,162.63	5-15	5.49
短期融资券	353	5,653.85	1	3.18
中期票据	196	4,518.70	2-10	4.2
非公开定向券	3	130	—	—

*数据来源于CSMAR数据库,非公开定向发行债券期限与利率由双方协商确定,故不确定。

企业短期融资券是在银行间债券市场面向投资人发行的企业直接融资工具,其本质上是一种商业票据,具有固定收益,到期偿还,发行期限在1年以内的货币市场产品特征,期限一般不超过365天;中期票据是指具有法人资格的非金融企业在银行间债券市场按照融资计划分期发行的,约定在一定期限内还本付息的债务融资工具,期限一般为3-5年。

定向发行债券,即非公开定向发行债券融资工具,针对特定的投资者发行的最新的债务融资工具,目前仅有中国五矿集团等三家公司发行。

企业融资债券除期限灵活、内容双方协商及发行便捷等特点外,还有如下特点:1. 企业必须在交易商协会注册,有效注册期限为2年,可分期发行;2. 债券融资工具的定向投资人(购买者)采用实名制;3. 融资双方可针对期限、利率及募集资金的投向等进行协商;4. 仅仅对定向投资人进行信息披露,不公开,披露要求简化。

二、债务融资工具对我国企业发展的积极效应

(一)改善企业的资本结构,拓宽融资渠道

我国的企业受宏观调控影响很大,一旦银行控制信贷规模,可能导致企业流动资金不足,偿债压力加大;资信稍低的企业信贷额度本来就受到限制,所以企业的股本资金占总资本比例很大。债务融资工具扩大了企业的资金来源渠道,使其受宏观调控的影响较小。可以根据需要,在市场上通过债务融资工具进行融资。

近年来短期融资债券、中小企业集合票据及中期票据等债务融资工具的发展,有效解决了企业依靠银行信贷融资的融资渠道单一、风险集中的问题。通过债务融资工具,企业有更大的融资灵活性,可以提高企业融资比例,优化融资结构,增加企业现金流的流动稳定性和抗风险能力。

(二)增大企业自由现金流量效应

通过债务融资能够给管理者增加偿付未来现金流的压力,有效约束管理者的资金使用,避免自由现金流量的低效使用。由于当今企业的经营权和所有权分离的特征,管理者宁愿把自由现金流投资在低收益的项目,也不愿意向所有者分发股利,返还所有者。

通过债务融资,可以有效减少管理人对自有现金流量的支配,缩小了资金投向低效项目的空间。管理者必须通过提高投资效益归还债务,约束了企业管理者过度投资的倾向,有助于防止资源的低效配置,从而提高经营绩效。

(三)降低融资成本,延长使用期限

企业短期融资债券采用注册制,通过在银行间市场交易商协会注册,在两年有效期内可分期发行。注册制给企业很大的方便,只要市场接受,符合中国人民银行的办法及注册规则的要求,符合国家经济管理的需要,都可以注册。企业可以利用该特性,通过滚动发行的方式,增大募集资金的使用期限;同时,债券的利率可根据市场情况由发行企业与主承销商协商确定,通常为shibor基准利率加上基本利差,所以利用债务融资工具的利率低于商业银行信贷利率,可以有效降低融资成本,延长资金使用期限,减少财务支出。

(四)提高企业的市场认可度,改善中小企业融资难的问题

通过发行企业债务融资工具,企业可以借助媒体的宣传,增大市场影响力,知名度和市场认可度也可得到进一步的提高。同时,在评级机构及承销商的合作中,企业领导可以发现公司的优势和管理中存在的不足与潜在风险,从而及时制定策略加以解决,提升企业的管理水平。

由于中小企业资产规模小,单个企业发债较为困难,2007年北京市与深圳市中小企业被作为集合发债试点,通过统一担保,统一组织,捆绑发债,分别负债,使得中小企业突破了市场知名度低和规模较小等带来的市场融资障碍,发行中小企业集合债券,降低了发行成本,提高了集合发行债券的信用等级,同时,也受到了政府的支持,缓解了中小企业融资难的问题。

其次,债务融资工具的产生,使得资信较好的大企业可以直接通过债券市场融资,减少商业银行信贷,迫使银行改变信贷政策,重新进行市场定位,发现和支持发债能力差的中小企业,使得中小企业融资难的问题得到进一步缓解。

(五)企业债务融资的财务效应明显

企业债务融资每期支付的利息,可以计入财务费用,在税前成本中予以抵扣,从而降低实际筹资成本,债务融资额越大,节税作用越大;其次,在投资报酬率大于负债偿还利率时,债务融资可以提高权益资本净利率,财务杠杆效应明显;最后,债务融资可以减少通货膨胀带来的货币贬值的损失,在当前负利率的市场形势下,利用债务融资可以将货币贬值的风险转移到债务融资工具的购买者身上,减少通货膨胀损失。

三、制约企业债务融资的因素分析

(一)我国企业债务融资的制度缺陷

目前,我国银行间债券市场对企业发行的融资债券实行注册制,与之前的行政管制为主、发行数量与规模受国家影响很大的审批制相比,要求根据双方协商定价,不再要求银行担保,已经有实质性的变化。但是,与发达国家的市场化程度较高,对债券融资的管制较少的特点相比,仍需改进。

我国企业债券市场的定价本质是利率的确定问题,主要表现在我国企业债券利率没有市场化与缺乏基准利率和科学的定价体系两个方面。所以,我国的企业债务融资工具的定价、市场产品创新等都不同程度上受到阻碍,产品和市场的繁荣有待进一步发展。

(二)非金融企业债券的品种有待丰富

我国银行间债券市场发展迅速,债券发行规模不断增加,结构不断优化,但是企业债券融资的比重依旧很小,发行规模较小。2010年我国债券流通市值为202915.4亿元,约为GDP数量的51%,美国早在2003年债券余额就约为GDP的2倍多。我国债券市场有待进一步发展壮大。

目前,我国银行间债券市场企业融资券仅有短期融资券、中期票据、非公开定向发行债券及中小企业集合票据等

品种,期间上也仅有270天、360天、3年及5年四种不同期限,与发达国家高度的市场化相比,存在较大的差距。

(三) 债券市场活跃性低、流动性差

我国债券市场的发展,历来存在着“重发行轻流通”的现象,相对于一级发行市场的较大规模,二级流通市场的发展滞后得多。我国的债券市场相比股票二级市场明显存在缺乏交易场所,一般情况下,投资者持有企业融资券都要持有到期,到期前一般找不到接手的买家。

(四) 债券发行企业的风险管理有待加强

企业通过债务融资工具等负债经营,必须在投资收益大于资金成本的基础上,否则,将面临收不抵支,甚至发生亏损。企业亏损越多,偿债能力越低,财务风险也随之加大。所以,较高的负债额,不仅使企业需要支付大量的利息,同时也降低了企业的安全性及市场竞争能力,危及企业的生存发展,严重的将导致企业倒闭。

高额的融资债券利息及本金导致企业债务负担加大,债券到期时,企业如不能按期足额还本付息,将会减弱企业的信誉。此时,企业再向市场发行融资债券时,就不会有投资者购买,金融机构也不愿给予信贷支持,再筹资能力下降。另外,利息支出将加大企业的经营成本,在还款期限比较集中的情况下,短期内的巨额偿债将影响企业资金的周转和适应。所以,企业必须加强自身风险管理,化解负债经营产生的风险,提高企业的盈利能力,是我国企业债务融资进一步得到市场认可的必要前提。

四、完善我国企业债务融资的措施

(一) 加强对非金融企业债务融资的监管和市场约束

我国目前的非金融企业债券市场监管受发行制度不同,而对其进行监管的主体也不同,企业债和中小企业集合债由发改委对其进行监管,短期融资券、中期票据、非公开定向发行债券由银行间市场交易商协会管理。市场准入不同,监管规则也不同。所以,为了债券市场的健康发展,必须制定有差别的监管规则,加强各个监管主体的协调与沟通。

当企业出现违约,不能及时偿还债券本息时,市场将限制其再次发行债券融资,企业债务融资工具在完善的市场条件下必将越来越规范。

(二) 推进企业融资债券的利率市场化

企业债务融资工具的定价由发行企业与主承销商协商制定,但必须在利率市场化的基础上才不会出现盲目定价。基准利率的选择显得特别重要。目前的利率期限结构有多种,有效的债券市场化利率还没有完全形成,致使企业债务

融资工具的定价不够准确。所以,推进企业融资债券的利率市场化,有利于债务融资券的健康规范发展,有利于企业通过市场直接融资。

(三) 丰富企业债务融资工具的期限及品种

目前,企业债务融资工具存在品种少、期限不灵活等缺陷,不能满足我国企业融资的需要。可根据高、中、低信用等级不同的企业为其设计长、中、短不同期限结构的产品。这样,企业可根据自身经营管理状况,制定不同的融资策略,发行不同的融资债券,可满足市场上不同投资者的投资需要。

(四) 加快建立企业融资债券的二级交易市场

市场投资者在购买企业发行的债务融资产品后,如果缺乏有效的二级交易市场,流动性就会降低。企业融资债券就满足不了投资者的需求,必然影响一级市场的发行,进而企业通过债券融资的能力就会下降。我国的债券流通市场存在银行间债券市场与交易所市场分割,需要将两者连通,加速债券的流动性。当我国企业债券发展到一定程度,可以借鉴发达国家市场的经验,尝试将企业融资债券在沪深上市,增加流动性,进一步规范债券流通。

总之,只有完善的外部市场环境提供高效的流动性和准确的定价,丰富的企业债券品种满足投资者的投资需求,才能使市场投资者接受企业债务融资产品;只有投资者接受企业债券,市场能够满足企业的融资需求,我国企业通过发行债券融资才能持续下去,才能促进我国企业的健康发展。

参考文献:

- [1] 黄智锋, 欧阳令南. 我国中小企业债务融资研究[J]. 财经研究, 2000(03).
- [2] 蒋琰. 权益成本、债务成本与公司治理: 影响差异性研究[J]. 管理世界, 2009(11).
- [3] 肖宇, 罗滢. 中国债券市场的发展路径[J]. 宏观经济研究, 2009(02).
- [4] 刘星, 彭程. 负债融资与企业投资决策: 破产风险视角的互动关系研究[J]. 管理工程学报, 2009(01).
- [5] 李广子, 刘力. 债务融资成本与民营信贷歧视[J]. 金融研究, 2009(12).

◇ 作者信息: 山东枣庄烟草有限公司财务科

◇ 责任编辑: 闫树北

◇ 责任校对: 闫树北 王生国