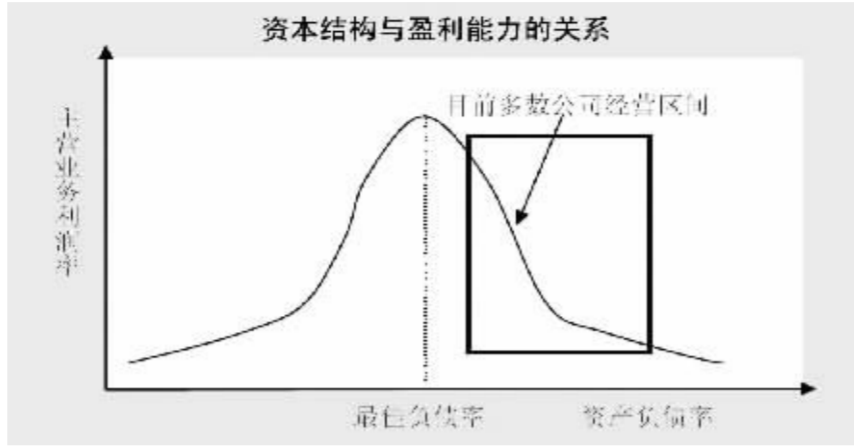
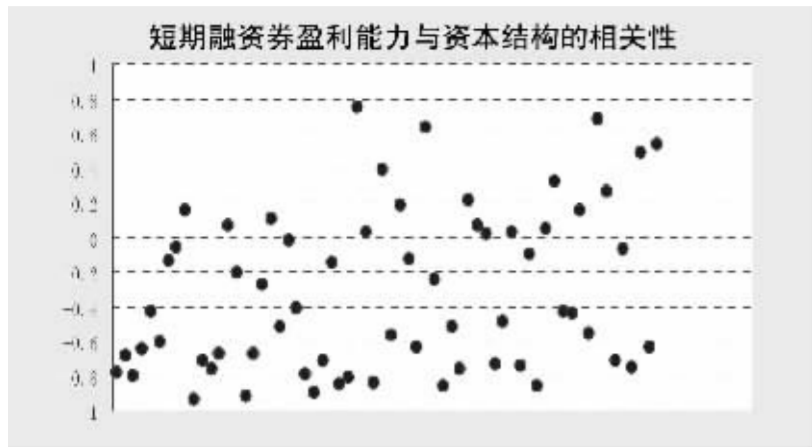


上市公司将更有意愿选择债权融资



- 《公司债券发行试点办法(征求意见稿)》,从试点办法看,最重要的是明确了发行核准制以及发行价格市场化。
- 制定合适的风险策略是一个企业发债能否成功的重要因素,这一策略主要包括企业债券决策时将考虑何种经济及风险因素等。公司债券加快发展以及在股权分置改革之后,企业进行融资时衡量经济风险因素将发生转变。
- 公司债券如何改变股票的估值? 本文从实证出发,站在债权融资对公司治理产生作用的角度,分析什么样的资本结构对公司的经营效率最有效。

□联合证券 张晶

2007年6月12日,中国证监会发布了《公司债券发行试点办法(征求意见稿)》,从试点办法看,最重要的是明确了发行核准制以及发行价格市场化。

1、《试点办法》第二十条提出在中国证监会受理发行申请文件后,“中国证监会作出核准或者不

予核准的决定”。这表明,公司债券将推行发行核准制,且证监会发审委将对公司债按特别程序进行审核,即按照目前定向增发的审核程序审核。

2、发行价格市场化。《试点办法》第九条明确规定了“发行价格由发行人与保荐人通过市场询价确定”。从此,公司债券的价格市场化问题可以得到确定。

3、发行期限要求1年以上,但对存续期上限未作规定。银行贷款的缺点在于融资手续复杂、融资期限受约束,相比之下,《试点办法》对存续期上限未作规定,发债融资将受到对长期融资存在强烈需求的公司的青睐。

此外,关于无担保公司债、试点范围等规定还有待明确。

债券融资更方便快捷

就债权融资而言,制定合适的风险策略是一个企业发债能否成功的重要因素,这一策略主要包括企业债券决策时将考虑何种经济及风险因素等。根据深交所2003年的统计调查显示,从经济因素看,已发债企业在进行债券融资决策时主要考虑的因素,首要考虑的是“相对于银行贷款而言债券融资成本低”,其次是“银行贷款受期限和额度的限制”,再次则是“企业有足够的预期现金流”,最后才是

“不愿意股权被进一步稀释”等。但是,公司债券加快发展以后,由于债权融资的便利性大大提高,一些建设周期较短、风险较低的投资项目完全可以通过债券市场融资来完成;而股票市场将主要面向一些周期较长、风险较高的投资项目。另一方面,股权分置改革之后,股东比以前更加珍惜自身的股份数量和价值,在融资方式选择上,将更加慎重,如果债券市场融资能够更加方便快捷,相信应当能够吸引一

部分企业选择债券融资。此外,债务资本的筹集费用和利息可以在所得税前扣除;而权益资本只能扣除筹集费用,股息不能作为费用列支,只能在企业税后利润中分配。

因此,企业在确定资本结构时必须考虑债务资本的比例,通过举债方式筹集一定的资金,可以获得节税利益。《试点办法》推行后,随着公司债券的扩容,债券市场及其衍生品市场、股票市场都将受到一定的影响。

对债券市场的影响

1、抬升传统企业债的收益。由于目前我国企业债市场的现状是只有大型企业能获得发债额度,且这类企业大多集中于具有垄断性质的基础性产业,存在较好的盈利预期。因此,在现有的投融资条件和市场环境,这些企业不是担心能否融到所需资金,而是要找到融资成本更低的融资方式,这自然使他们在债券融资决策中更加关注融资成本因素,其最高承受利率水平较低。从市场层面看,即便是现有企业债券的信用评级较高,但因为市场规模以及对发行利率的限制,其价格也往往被高估。在公司债券市场扩容后,信用固定

收益类市场的供应量将逐步释放,债券价格将根据发行人的信用等级以及市场环境来确定。从这一点看,结合目前加息周期的宏观背景,传统的企业债收益率可能还存在提升空间。

2、为创新品种打开空间。《试点办法》中提到,股东大会要对公司债的“利率或其确定方式”、“回售条款或者赎回条款”作出决议,这意味着未来公司债市场上将出现浮息债、含权债。除此之外,公司债市场若如预期,初期试点在上市公司中实行,则与股票挂钩的创新债券品种也有望推出,如可交换债券。而

含权公司债与正股的组合将列入创新产品设计的视野。

3、定价机制更完善。通常,给公司债定价时,参照的基准为同期限的、流动性好的国债利率加上相应的利差。从国外的经验来看,国债与企业债的利差存在信用、流动性、功能利差等方面,而我国的企业债还有税收利差。随着不同信用级别的公司债登场,信用产品的收益率曲线将更完善,公司债与国债之间的流动性利差将缩小,而信用利差的层次将更丰富。而更完善的收益率曲线也为未来创新产品的定价提供更好的参照标准。

债券如何改变公司估值

企业获取外部融资主要分为债权融资和股权融资两种方式,其中债权融资会增加公司未来的现金流出,但是融资成本较低;而股权融资虽然不必要付出本金利息等现金支出,但会摊薄原有股东的权益,对原股东而言,其融资成本相对较高。对融资公司来说,无论是股权融资还是债权融资,他们都会产生同样的后果:改变公司的资本结构。而资本结构对公司的经营效率会产生一定的影响,进而影响公司的基本面状况,造成二级市场上股票估值的波动,所以,合理的资本结构对公司和投资者都很重要。

西方财务学对公司债务融资的治理效应的主流研究理论认为,在某个适当的区间内,债务融资比率的上升有助于提升公司的经营绩效,而通过统计国内上市公司的数据,其研究结论是:我国上市公司的经营绩效与债务融资比率的确呈近似倒U型的关系,而非线性关系;30%的资产负债率是上市公

司债务融资比率的最优值。

实证研究也表明,对于处在激烈竞争中的企业来说,财务杠杆过高不仅容易导致后续投资能力不足,而且容易导致企业在产品价格战和营销竞争中财务承受能力不足而陷入财务危机,因此,资产负债率水平较高的企业更倾向于股权融资。

以发行短期融资券的上市公司为例进行实证分析。选取2006年3月至2007年3月一年间由上市公司发行的短期融资券共76支,剔除同公司发行的8支和数据缺失的4支后,计算了剩下的64家发行短期融资券的上市公司在2003年至2006年的资产负债率和主营业务利润率之间的相关性。

经过检验,可以发现,目前发行短期融资券的公司的资产负债率同其盈利能力大都呈现出比较明显的负相关关系。这样的检验结果可能说明两方面的含义:

(1) 由于我国的上市公司资

产负债率相比于合理值偏高,公司的盈利能力受制于资本结构并未得到最大的释放。大量的实证研究表明,对于处在激烈竞争中的企业来说,财务杠杆高不仅容易导致后续投资能力不足,而且容易导致企业在产品价格战和营销竞争中财务承受能力不足而陷入财务危机。这也反映了当前的企业更倾向于股权融资的愿望。

(2) 当前发行短期融资券的企业大多由国有商业银行的贷款客户分离出来。由于国有银行和国有企业之间特殊的裙带关系,加上现有的破产法律制度的欠缺和不足,债务融资的实际约束效力很差,未能发挥较好的治理效果。

因此,在资产负债率较高的情况下,上市公司不倾向于通过发行债券的方式融资。反过来,如果上市公司负债结构已经较高,再发行大量债券或者短期融资券,可能并不能改善公司业绩,也就对公司股价形成负面影响。

公司债有利于资本市场平衡发展

□西南证券 张刚

6月12日,证监会公布了关于《公司债券发行试点办法(征求意见稿)》,其影响在于:

- 一、《公司债券发行试点办法(征求意见稿)》加速了公司债的发行步伐,有利于资本市场的平衡发展。
- 二、截至2006年底上市公司长期借款规模达到7000亿元,应付债券1500亿元,其中大部分是金融债。在美国,外源性资金中来自金融机构和金融市场的资金比例在1:1左右。估计仅上市公司发债的规模可能在2000亿到3000亿之间。
- 三、根据我国目前企业债的情况,估计公司债的期限结构在5到15年的可能性比较大,这将对目前债券市场中、长、短各类品种产生较大的冲击。
- 四、目前交易所市场企业债的流动性不足,公司债的发行可能会加快交易所固定收益产品交易平台运行的步伐。

公司债市场化发行制度框架基本明确

□申银万国 陆文磊

《公司债券发行试点办法(征求意见稿)》终于亮相。与现有的企业债券管理办法相比,该办法在诸多核心环节都取得了突破,体现出了市场化的改革取向,并且更好地实现了与《证券法》、《公司法》这两部基本法律的衔接。

具体来讲,此次颁布的公司债券试点办法(征求意见稿),在市场化改革方面的突破主要表现在三个方面:

一是推行发行的核准制,办法第二十一条明确规定“发行公司债券,可以申请一次核准,分次发行”,同时在发债规模上,除了规定“公司债券余额不得超过最近一期末净资产的百分之四十”以外,对于具体的发债额度也不再需要审批。

二是发行价格的市场化。办法规定公司债券的发行价格由发行人与保荐人通过市场询价确定,这就将定价的权利交给了市场,与目前企业债管理办法中规定的企业债发行利率不得高于同期银行存款利率40%的条款相比,公司债试点办法在定价上的市场化改革是显而易见的。三是为债券的创新预留了较大的空间。比如第十二条中所规定的“回售条款或者赎回条款”、“还本付息的期限和方式”等,为今后含权债、浮动利率债等发行条款的创新创造了条件,这也有利于丰富未来公司债的品种,同时也将更好地发挥Shibor等市场基准利率的作用创造条件。

在信息披露方面,办法规定“在债券有效存续期间,资信评级机构每年至少公告一次跟踪评级报告”。在正常的情况下,这一信息披露的频率对于市场跟踪发债公司经营动态而言应该够用,但在公司发生重大事件并可能增加违约风险时,如何发挥信用评级机构独立第三方的监督和信息披露作用将显得尤为重要。

因此,此次征求意见稿以后,监管部门将根据社会反馈的信息进一步完善试点办法,所以,最终的试点办法与此次的征求意见稿相比,部分条款仍可能会出现一定的改变。但总体来看,公司债发行的制度框架已经基本明确。而随着此次征求意见稿的颁布,公司债市场的正式成立也已经进入倒计时阶段,尽管在公司债市场试点初期,发债的公司和规模可能都会较为有限,但可以相信,公司债市场将成为继短期融资券市场之后,我国信用产品发展最为重要的市场,公司的发债意愿、具体的发行条款、市场的定价模式等都值得密切关注和期待。

发展公司债对银行长期影响偏负面

□中金 彭彬

中国证监会2007年6月12日公布《公司债券发行试点办法(征求意见稿)》,主要包括总则、发行条件、发行程序、债券持有人权益保护、监督管理和附则等六大部分。主要条款简明总结如下:

- 1) 公司债指约定在一年以上期限内还本付息的有价证券;
- 2) 试点公司包括沪深交易所上市的上市公司,以及发行境外上市外资股的境内股份有限公司(H股);
- 3) 发行条件主要包括:公司最近一期末经审计的净资产额应符合法律、行政法规和中国证监会的有关规定,且未被设定担保或者采取保全措施的净资产不少于本次发行后的累计债券余额;最近三个会计年度实现的年均可分配利润不少于公司债券一年的利息;本次发行后累计公司债券余额不超过最近一期末净资产额的百分之四十;金融类公司的累计公司债券余额按金融企业的有关规定计算;
- 4) 发行公司债券,应由保荐人保荐,并向中国证监会申报;
- 5) 发行公司债券,可以申请一次核准,分次发行。自中国证监会核准发行之日起,公司应在六个月内首次发行,剩余数量应当在二十四个月内发行完毕。首次发行数量应当不少于总发行数量的50%,剩余分次发行的数量由公司自行确定。

金融市场结构性转型的深化

中国目前正处于以银行体系为主的间接融资金融体系,向以资本市场和银行体系并重的金融市场转型的阶段。到目前为止,股权融资市场已经取得了长足的发展,而直接融资市场另外一个重要组成部分债券市场特别是公司债券市场因为种种原因发展相对滞后。证监会此次的《公司债券发行试点办法(征求意见稿)》的发布,表明制约公司债券市场发展的制度性约束在逐渐解除,而公司债券市场的快速发展将有望迈出实质性步伐。这可以看作是中国金融市场结构性转型的持续深化。

公司债券的发展长期来看对中国金融市场的影是深远的:

- 1) 逐步壮大的债券市场改变中国金融市场的结构不均衡,减少金融

资产过度集中在银行体系,而总体上减少金融市场对于银行体系高度依赖的风险;

2) 提供多样化的投资、融资渠道,缓解现阶段过多的流动性;

3) 更宏观的层面,将理顺利率传导机制,加快利率市场化的进程:公司债券逐步发展并逐渐与货币市场对接,将理顺利率的传导机制,并逐步实现利率市场化。

短期特别是近半年到一年的期限来看,公司债券市场的发展不会改变股票市场资金充裕的局面。由于目前的“试行办法”只是“试点”,从预期的发行速度和规模来看,不会大幅改变股票市场资金充裕局面。

对银行的长期影响偏负面

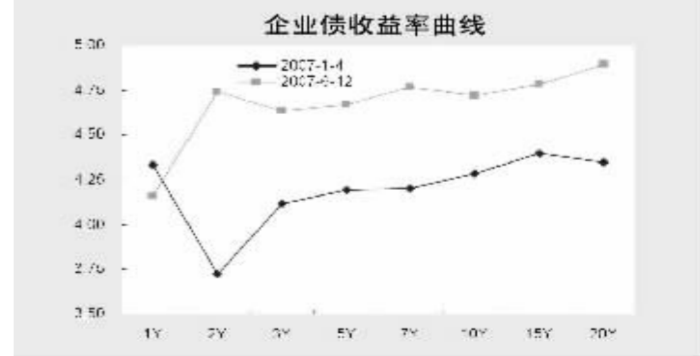
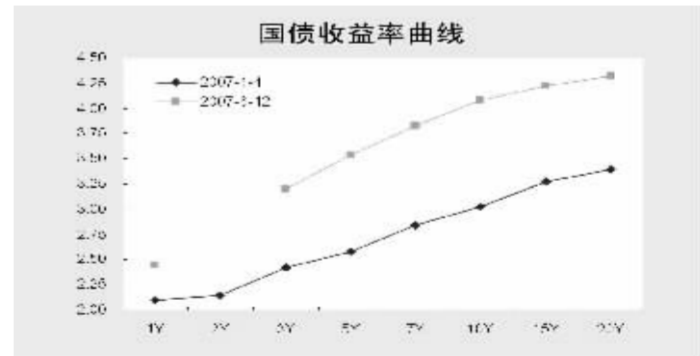
从事投资银行、经纪及资产管理业务的证券公司一直是中国金融市场改革的持续受益者。公司债券市场发展的提速,也将有利于证券公司业务范围的进一步扩展。由于证监会在试行办法中明确规定,发行公司债,应该由保荐人保荐,而预计这里的保荐人将主要是证券公司。投资者可以关注的对象包括中信证券以及香港市场的光大控股。

中国的保险公司由于整个金融市场投资工具的缺乏,目前仍有大部分的资金投资与银行存款,以及收益率较低的债券。公司债券的规模扩张能够为拥有充裕流动性的保险公司提供更多的投资选择,提升投资收益。投资者可以关注中国人寿、中国平安、中保国际以及中国人保。

对于有融资需求的非金融企业,公司债成了它们可选的融资渠道,有利于降低它们融资成本,虽然具体的情况需要具体的分析。

而公司债券市场的壮大,从长期来看对银行贷款形成一定的替代效应。特别是银行的大型客户,一般由于信用记录良好而在债券发行市场比较受欢迎,他们对银行贷款依赖的减轻对银行的经营会形成一定的压力。日本上个世纪八十年代金融改革过程中银行的遭遇也能够证明这一点。在投资策略上,建议投资者关注对贷款依赖程度相对较低、中间业务收入占比

较大且增长较快的银行。



公司债利好保险公司

□安信证券 杨建海

日前,证监会发布了《公司债券发行试点办法(征求意见稿)》,标志着证监会主导的上市公司债券发行基本框架已经形成。这对保险公司构成利好。我国债券市场一直是国债居于绝对主导,占了存量债券的一半以上,其次是金融债占了40%左右,而企业债(含短期融资券)占比只有10%。正是这占比不足10%的企业债是保险公司的最爱,尤其是期限长的企业债。保险公司持有了一半以上的长期企业债。可见保险公司对该类券种的渴求。

保险公司钟爱企业债主要出于两方面原因:一方面,保险公司的负债期限很长,大多在10年以上,长期企业债符合保险公司资产负债匹配的需求;另一方面,企业债与其他券种相比收益率较高。

证监会主管的公司债将主要采用

无担保形式发行,其收益率相应更高。公司债的放行必将带来保险公司债券组合中公司债对国债和金融债的替代。资产配置这个长期性的变化可以用于调整内涵价值假设中的投资收益率假设,从而对保险公司的估值构成正面影响。

从美国的情况来看,企业债是保险公司债券组合中最大的券种。以2005年数据为例,公司债占美国保险公司一般账户债券组合的77%,而我国公司债在债券组合中的比重只有16%。

对公司债的信用风险,保监会曾于2007年1月8日发布《保险机构债券投资信用评级指引(试行)》,规定保险公司投资于国债、中央银行票据以及其他经保监会认可的其他债券应当建立内部评级制度。这对保险公司投资公司债构成了一定的门槛。对中国人寿和中国平安这样的大公司,相对中小保险公司来讲,更有规模优势,从而更有利。