

# 发行分离交易可转债融资 成功范例: 青岛啤酒

赵自强 张冉冉

青岛啤酒股份有限公司(简称青岛啤酒)自上市以来,通过发起人募集资金、进入资本市场发行普通股股票,已经确立了行业龙头地位。但在发展过程中,为了扩大生产规模、维持公司现有的市场地位又出现了融资需求。2008年3月31日,青岛啤酒发布《认股权与债券分离交易的可转换公司债券募集说明书》,称拟发行15亿元分离交易可转债,每张公司债券面值100元,按面值发行,共计1500万张;债券存续期为6年,利率为0.8%,利息每年支付一次,计息起始日为2008年4月2日。同时,投资者凭每张公司债券可无偿获配公司派发的7份认股权证,认股权证共计发行10500万份;认股权证的存续期为自认股权证上市之日起18个月,持有人有权在权证存续期的最后五个交易日内行权。截至2009年10月19日行权日到期,青岛啤酒发行的分离交易可转债所附赠的权证共有8552.9792万份得到行使,行权价为27.82元,债权人行权后,公司实际二次融资11.90亿元。青岛啤酒为何会采用分离交易可转债这种融资工具,其二次融资又为何会成功?

## 一、青岛啤酒发行分离交易可转债的财务决策分析

1. 青岛啤酒的负债结构分析。从表1可以看出,公司的整体债务规模呈下降趋势,且资产负债率总体呈逐年降低

的趋势,说明公司的偿债压力降低,公司应提高财务杠杆的使用效率,利用负债融资促进经营业绩的提升;同时,从公司的负债结构可以看出,公司以流动负债为主,且与行业中其他公司对待长期负债的态度相比(见表2),公司在利用长期负债方面非常谨慎,存在利用长期负债进行融资的空间,以达到完成公司融资需求,优化资本结构的目的。

### 2. 青岛啤酒的偿债能力分析。从

表3可以看出,在短期偿债能力方面,2003~2007年,公司的流动比率始终低于行业水平,说明公司有一定的短期偿债能力风险。在长期偿债能力方面,公司的资产负债率虽仅2005、2006年两年低于行业水平,但公司2003~2007年的利息保障倍数均大于1,能够维持基本的债务偿还,并且从2004年开始呈上升趋势,并始终高于行业平均水平。

### 3. 青岛啤酒负债的可行性分析。负

表1 青岛啤酒的负债结构

| 年份        | 2003年         | 2004年         | 2005年         | 2006年         | 2007年         |
|-----------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| 流动负债      | 3 719 512 398 | 4 272 949 434 | 3 854 397 390 | 3 632 572 562 | 5 326 316 189 |
| 非流动负债     | 1 116 987 502 | 1 422 767 991 | 161 479 212   | 193 872 308   | 230 583 007   |
| 总负债       | 4 836 499 900 | 5 695 717 425 | 4 015 876 602 | 4 015 876 602 | 5 556 899 196 |
| 流动负债/总负债  | 76.91%        | 75.02%        | 95.98%        | 90.46%        | 95.85%        |
| 非流动负债/总负债 | 23.09%        | 24.98%        | 4.02%         | 4.83%         | 4.15%         |
| 资产负债率     | 53.72%        | 57.66%        | 41.87%        | 39.90%        | 48.13%        |

表2 青岛啤酒长期负债状况与行业比较

| 年份       | 2003年   |         | 2004年   |         | 2005年   |         | 2006年   |         | 2007年   |         |
|----------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|
| 指标       | 青岛啤酒    | 行业      | 青岛啤酒    | 行业      | 青岛啤酒    | 行业      | 青岛啤酒    | 行业      | 青岛啤酒    | 行业      |
| 长期负债/总资产 | 0.5975% | 4.5379% | 0.6712% | 5.5354% | 0.2272% | 7.3969% | 0.5554% | 6.4751% | 0.7869% | 5.7125% |

表3 青岛啤酒的偿债能力

| 年份     | 2003年  |        | 2004年  |        | 2005年  |        | 2006年   |        | 2007年   |        |
|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|---------|--------|---------|--------|
| 指标     | 青岛啤酒   | 行业     | 青岛啤酒   | 行业     | 青岛啤酒   | 行业     | 青岛啤酒    | 行业     | 青岛啤酒    | 行业     |
| 流动比率   | 0.8003 | 1.4757 | 0.8120 | 1.3665 | 0.8286 | 1.2993 | 0.9492  | 1.3414 | 0.8881  | 1.4419 |
| 利息保障倍数 | 4.7722 | 7.2091 | 7.7445 | 3.8556 | 8.6208 | 4.4741 | 16.5754 | 5.2683 | 26.4681 | 6.9493 |
| 资产负债率  | 0.5372 | 0.4604 | 0.5766 | 0.5031 | 0.4187 | 0.4994 | 0.3990  | 0.5015 | 0.4813  | 0.4804 |

债最显著的负面作用就是不管公司经营状况如何,必须满足到期还本付息的刚性要求,缺乏灵活性,从而增加了财务危机成本。通常衡量一个公司出现财务危机可能性的指标有很多种,这里笔者采用目前最常用的由Mackie-Mason(1990)提出的计算公式: $Z = (3.3 \times \text{息税前利润} + \text{销售收入} + \text{留存收益} + \text{运营资本}) / \text{总资产}$ ,Z值越大,公司发生财务危机的可能性就越小;Z值越小,公司发生财务危机的可能性就越大。表4很显著地表明,2003~2007年青岛啤酒的Z值呈上升趋势,意味着公司发生财务危机的可能性逐年降低。

4. 青岛啤酒的实际增长率与可持续增长率的比较分析。可持续增长的财务思想,是指公司的实际增长必须与自身资源相协调。增长过快,会引发公司资源的紧张,进而招致公司的财务危机或破产;增长过慢,会使公司资源不能有效利用,同样会引起公司的生存危机。美国财务管理专家罗伯特·希金斯(1977)和詹姆斯·范霍恩(1998)分别用可持续增长财务模型将可持续增长财务思想予以定量描述,模型所确定的可持续增长率是公司资源所能支持的最大增长率的理论值。如果公司的实际增长率超过了可持续增长率,则说明增长过快,公司对资源的需求增加;反之,公司的内部资源则较充裕,没有得到有效利用。表5显示,2003~2007年青岛啤酒的实际增长率一直呈现稳定的上升趋势,并始终高于公司的可持续增长率。这说明

公司自身增长过快,面临资金紧缺,所以此时公司会倾向于增加负债。

基于以上的分析可知,从青岛啤酒的融资需求、偿债能力以及负债可行性角度上看,青岛啤酒的债务结构以流动负债为主,所以短期内面临偿还流动负债的压力较大,同时公司的长期偿债能力比较好,若发行债券则债券安全级别很高;此外,青岛啤酒的实际增长率超过了其可持续增长率,公司应当增加负债。

5. 青岛啤酒发行分离交易可转债与其他融资方式的比较。

首先,增发普通股股票的融资成本。增发股票成本以CAPM模型计算 $R_e = R_f + \beta \times (R_m - R_f)$ ,其中,市场收益率 $R_m$ 选用上证指数2000~2008年9年的指数年收益率加权平均后得到的数值13.64%;无风险报酬率 $R_f$ 选用2008年9月22日发行上市的5年期记账式国债利率3.69%;风险因子 $\beta$ 选用持有期流通市值月收益风险因子的平均数0.9124,因此可计算出 $R_e = 12.77\%$ 。增发股票的成本6年共计 $= 1\,500\,000\,000 \times 12.77\% \times 6 + 1\,190\,000\,000 \times 12.77\% \times 4.5 = 1\,833\,133\,500$ (元)。

其次,借入长期借款的融资成本。根据2007年12月21日公布的金融机构贷款利率来看,金融机构5年以上基准贷款利率为7.83%,3~5年的基准贷款利率为7.74%。若向银行借入长期借款15亿元,则6年的利息 $= 1\,500\,000\,000 \times 7.83\% \times 6 \times (1-25\%) + 1\,190\,000\,000$

$\times 7.74\% \times 4.5 \times (1-25\%) = 839\,382\,750$ (元)。

再次,发行公司债的融资成本。青岛啤酒发行的分离交易可转债的评级为AA+。鉴于此,笔者假定青岛啤酒发行公司债的评级也为AA+,则根据2008年在上海证券交易所发行的期限在5~7年的评级为AA+的债券利率的加权平均值,假定青岛啤酒发行公司债的利率为6.6974%。则若发行公司债,支付给债权人的利息6年共计: $1\,500\,000\,000 \times 6.6974\% \times 6 \times (1-25\%) + 1\,190\,000\,000 \times 6.6974\% \times 4.5 \times (1-25\%) = 721\,058\,827.5$ (元)。

最后,发行分离交易可转债的融资成本。由于附赠的权证在被行权后与增发普通股的效应相同,即都使股本得到了增加,因此将二次融资获得的11.90亿元视作增发新股,产生的成本与增发新股成本相同。则发行分离交易可转债的成本6年共计: $1\,500\,000\,000 \times 0.8\% \times 6 \times (1-25\%) + 1\,190\,000\,000 \times 12.77\% \times 4.5 = 737\,833\,500$ (元)。

通过比较可以看出,发行分离交易可转债的融资成本与发行公司债的成本低于增发普通股和向银行借入长期借款的成本。另外,虽然发行公司债的成本略低于分离交易可转债,然而公司债的利息是每年都需要支付的,而分离交易可转债中附赠的权证得到行权后,其普通股所产生的股权融资成本只是理论上的,即潜在成本,公司在未来可以选择暂时不支付股利,从而减缓了公司现金支付的直接压力。因此,青岛啤酒选择市场上新兴的融资工具——分离交易可转债作为融资手段是明智之举。

## 二、青岛啤酒二次融资成功的原因

1. 啤酒行业有着良好的发展前景。2007年我国啤酒产量达到了3 931万千升,占亚洲啤酒总产量的70.76%,并且连续五年成为世界最大的啤酒生产和消

表4 青岛啤酒发行分离交易可转债前5年的Z值计算结果

| 年份 | 2003年  | 2004年  | 2005年  | 2006年  | 2007年  |
|----|--------|--------|--------|--------|--------|
| Z值 | 1.0193 | 1.0414 | 1.2513 | 1.5213 | 1.5364 |

表5 青岛啤酒的实际增长率与可持续增长率

| 年份     | 2003年  | 2004年  | 2005年  | 2006年  | 2007年  |
|--------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 实际增长率  | 0.0825 | 0.1496 | 0.1628 | 0.1638 | 0.1710 |
| 可持续增长率 | 0.0152 | 0.0115 | 0.0138 | 0.0299 | 0.0478 |

费国以及发展最快的市场之一。这与我国经济的快速发展以及庞大的人口数量有很大的关系,也为我国未来的啤酒发展提供了强有力的后盾支持。虽然2008年的金融危机使外国投资者的积极性降低,但我国三大啤酒集团却在进行着大规模的扩张动作,从中也可以看出中国企业对中国啤酒工业乃至中国经济未来的信心。

2. 青岛啤酒有着良好的成长性。从表6可以看出,2003~2007年,青岛啤酒的营业收入呈稳定增长趋势,也一直保持着较高速度的营业利润增长率,虽然2006年营业利润增长率为负值,但2007年又有了一个非常高的营业利润增长率。所以,可以看到青岛啤酒的净利润也是呈逐年加速增长趋势,说明投资于青岛啤酒还是有一定的收益保障的。事实也恰恰证明了笔者的判断,排除啤酒行业季节性变化因素,青岛啤酒在发行分离交易可转债后,2009年2季度和3季度的营业情况明显好于2008年同期(见表7)。

3. 行权价格确定合理。按照现金流量估值法,青岛啤酒在发行分离交易可转债前的每股理论价格为31.92元,而其实际股价一直处于20元至30元之间。由此可见,青岛啤酒发行分离交易可转债时的股价被低估了,因此投资者看

好青岛啤酒未来的股价涨势并愿意持有青岛啤酒的认股权证。相反,2008年1月7日上市交易的上海汽车分离交易可转债在2009年12月31日行权日到期时,虽连续放出利好消息,但仍陷入二次融资失败的尴尬境地。其主要原因是上海汽车在发行分离交易可转债时,大盘正处于6 000点高位,用现金流量估值法计算出上海汽车当时的股票理论价格为18.56元,低于发行分离交易可转债之前一段时间的市价(23元到29元),可见上海汽车的股价被高估了,投资者持有上海汽车认股权证有较大的转换风险,因此投资者在行权日才会临阵倒戈,导致公司二次融资失败。

### 三、启示

1. 发行分离交易可转债可以为资本市场创造“多赢”。对于发行公司而言,发行分离交易可转债进行融资,既可以很好地享有低成本负债融资和债务利息抵税的优势,又防止了增发新股带来的股权稀释,规避了每股净资产和每股收益摊薄对股价形成的短期冲击。同时,在发行认股权证之后,由于股价与公司业绩相关,认股权证能激励管理者努力提升业绩,将股价提升到一个相应的高度从而促使投资者行使权证,完成二次

甚至多次融资。另外,一旦认股权被行使,发行公司的权益会增加,权益的增加会进一步降低公司的资产负债率,降低财务风险,由此形成了一个公司内部财务结构的良性循环,提高了公司的竞争实力和抗风险能力。对于投资者而言,投资分离交易可转债的固定收益有更强的价值保护,杠杆效应能为投资者提供全新的风险管理和套期保值工具。同时,根据《上市公司证券发行管理办法》规定,上市公司改变公告募集资金用途的,分离交易可转债持有人被赋予一次回售的权利,从而极大地保护了投资人的利益。此外,分离交易可转债两次融资的特点还可避免资金一次性到位,在一定程度上防止资金被挪作其他用途。这也提高了投资者资金的安全性。

2. 公司应根据自身特质来考虑是否适合发行分离交易可转债,并制定出合理的行权价。从本案中我们可以看到,那些需要优化资本结构、长期偿债能力较强且未来成长性很好的大型公司可以选择发行分离交易可转债来进行融资。另外,发行分离交易可转债所附赠的权证定价为发行《募集说明书》公告前20个交易日公司A股均价、前1个交易日A股均价、前20个交易日公司H股均价以及前1个交易日H股均价的孰高值,且不低于公司最近一期经境内审计机构审计确定的每股净资产值。因此,选择良好的发行时机是非常重要的,这就要求公司在制定股票期权行权价时要考虑到市场泡沫,防止制定出不符合实际的行权价,致使公司二次融资失败。

(作者单位:南京师范大学会计与财务管理系)

责任编辑 陈利花

表6 青岛啤酒的盈利增长趋势

| 年份      | 2003年         | 2004年         | 2005年         | 2006年          | 2007年          |
|---------|---------------|---------------|---------------|----------------|----------------|
| 营业收入    | 7 115 844 625 | 8 115 822 058 | 9 426 727 263 | 11 322 866 188 | 12 803 052 818 |
| 营业收入增长率 | ——            | 14.05%        | 16.15%        | 20.11%         | 13.07%         |
| 营业利润    | 423 424 834   | 493 446 757   | 593 838 355   | 516 883 148    | 885 950 347    |
| 营业利润增长率 | ——            | 16.54%        | 20.34%        | -12.96%        | 71.40%         |
| 净利润     | 290 625 049   | 301 653 992   | 339 462 990   | 437 231 546    | 598 000 523    |
| 净利润增长率  | ——            | 3.79%         | 12.53%        | 28.80%         | 36.77%         |

表7 青岛啤酒发行分离交易可转债后的经营情况

|      | 2008年2季度      | 2008年3季度      | 2008年4季度      | 2009年1季度      | 2009年2季度      | 2009年3季度      |
|------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| 营业收入 | 4 321 422 135 | 5 169 575 045 | 2 949 555 404 | 3 813 182 094 | 5 291 807 819 | 5 629 557 859 |
| 营业利润 | 316 293 332   | 425 291 144   | 20 373 214    | 261 972 714   | 519 766 639   | 778 861 996   |
| 净利润  | 271 160 781   | 338 331 591   | -10 114 202   | 205 330 517   | 461 005 838   | 636 372 675   |

