

地方国有企业 利用资本市场再融资的方式选择

葛效宏

十七大报告提出要“优化资本市场结构，多渠道提高直接融资比重”。如何优化企业负债结构、降低企业融资成本，已成为当前国有企业面临的重要课题。本文着重对近年来山东省国有企业利用资本市场融资方式进行分析 and 总结，提出地方国有企业如何利用资本市场再融资的建议。

一、地方国有企业利用资本市场再融资的优劣分析

的主要结论如下：

第一，资产运营效率的下降并且低于康佳，是长虹净资产报酬率低于康佳的主要原因，但因其权益乘数有较大幅度的上升并且销售净利润率也略有增加，抵消了资产运营效率下降的不利影响，使长虹的净资产报酬率相对于2006年略有增加。

第二，销售净利润率变动，受到彩电产品的毛利率下降和管理费用下降的双重影响。彩电产品毛利率的下降，主要原因在于上游企业的垄断导致的利润沿产业链条向上转移，管理费用的

(一)配股

配股是上市公司向原股东进一步发行新股、筹集资金的行为。这是我国上市公司最早采取的融资方式，由于面向老股东，不涉及新老股东之间的利益平衡，操作简单，审批快捷。

上市公司乐于配股有多方面的原因。一是扩大资本规模，我国有关证券的法律、法规对配股间隔期为1年的规定正好为上市公司在资本和股本规模每年上一个台阶创造了条件。二是改善企业财务结构，配股所筹资本为权益

下降主要由于长虹研发支出的资本化。这两种因素综合作用的结果在2007年表现为销售净利润率的微增。研发支出的增加必将带来未来的盈利，而长虹向产业链上游延伸其竞争优势，也将进一步强化其竞争优势。综合而言，我们认为，长虹销售利润率增长的趋势在未来是可以持续的。

第三，长虹资产运营效率的下降，主要由存货与应收账款、应收票据占用的资金上升所导致，为此四川长虹成立了专门的资金控制机构负责未来的资金控制工作，因此我们预计其资产运营

资本，筹资能降低公司资产负债率。三是通过配股进行资产重组，配股时大股东一般以实物资产认购配股，可以提高上市公司资产质量，改善资产结构。但配股筹资的缺陷也非常明显。由于配股是针对原有股东的配售，其价格一般是按照发行公告发布时的股票折价10%~25%，发行后在二级市场会有除权过程，因此对不愿意参与配股的流通股原股东而言，配股后市价的下跌会给他造成损失，因此配股具有一定的“强买强卖”性质。

效率的下降也是暂时的，在可预期的将来亦存在大幅提高的可能。

第四，长虹的权益乘数增加主要缘自其应付账款、应付票据水平的上升，而这一上升也应该是短期的，因此导致其权益乘数上升的原因亦可能在未来消失。

第五，四川长虹的商业风险水平相对于2006年有一定程度的下降，财务风险水平略有上升但仍处于较低范围内，这一趋势未来仍然有可能延续。

综合地看，我们预期，虽然四川长虹的权益乘数可能下降，但其产业调整、产品调整战略和资金控制策略，有可能抵消乘数下降的不利影响，其未来的净资产报酬率有可能持续增长，风险水平可能持续下降，而这两点将导致公司的价值趋于上升。

(作者单位：中央财经大学会计学院)

责任编辑 王贵一

表7

四川长虹的风险分析

金额单位：万元

	四川长虹		深康佳
	2007年	2006年	2007年
营业利润	62 237	49 953	28 781
固定成本	396 948	465 045	291 312
财务费用	19 583	15 017	4 085
商业风险程度	86.45%	90.30%	91.01%
财务风险程度	31.47%	30.06%	14.19%

随着配股的弊端逐渐显现,近年来配股形式已日趋减少。自2002年以来山东省国有控股上市公司通过配股融资的仅有4户。但目前市场上也出现了一些配股的创新做法。譬如山东省国有控股上市公司山推股份在2007年就推出了通过大股东按入股比例参与配售,一般限售流通股放弃配售的创新方式。2008年2月18日,该公司发布配股说明书:此次配股按每10股配1股的比例向全体股东配售,配股价格为7.62元/股。第一大股东山东工程机械集团有限公司以现金全额认购其可认配的股份。本次配股共筹集资金5.08亿元,其中大股东认购1.06亿元。通过配股在筹集社会资金的同时,大股东持股比例也有所提高(提高了近1%),这在一定程度上增强国有大股东对上市公司的控股地位。

(二)定向增发

定向增发是上市公司通过非公开发行方式(私募)向十家以内的特定投资者(包括基金公司、保险公司、法人公司等)发行证券(大多是具有股权性质的股票、可转债等)的行为。

定向增发审核程序简单、发行成本低、信息披露要求低、发行人资格要求低(定向增发并无盈利要求),发行速度较快,公开发行人市场风险小。定向增发不仅可以吸引机构投资者,优化股权结构和治理结构;还有利于优质资产的注入,实现整体上市。定向增发的缺陷是其市场定价完全取决于二级市场的价格,在市场价格高涨时期,大股东将以较高的价格注入资产,换取较低的投资比例,这样不利于提高大股东控股比例。同时参与定向增发的机构投资者由于不参与企业经营,在禁售期满后基本会选择抛售股票换取差价收益,不利于上市公司股价的长期稳定增长。

近年来,山东省的国有企业先后有金岭铁矿等4家企业以定向增发方式实现了并购重组、整体上市、资产注入和

再融资。上市公司资产规模得到有效放大,不仅增强了企业持续经营能力,更提高了上市公司竞争力。正因为定向增发有着其他增发方式无可替代的优点,相信在不久的将来会有更多的上市公司采取定向增发。

(三)企业债

企业债是由发改委审批,国有独资和国有控股企业发行,在银行间债券市场流通交易的中长期债券。企业债的优势在于:一是融资成本低,企业债券的综合融资成本(票面利率和发行费用)平均比同期限的银行贷款利率低1.5%~2%左右。二是前期投入风险小,企业债额度申请阶段基本不需要投入费用。三是使用期限长,目前企业债券一般都在5年以上,最长可达30年。四是降低财务风险,企业可以利用市场利率水平低谷期发行固定利率的长期企业债,能够锁定财务成本。五是优化负债结构,企业债券的用途主要限制在固定资产投资和技术革新改造方面,并与政府部门审批的项目直接关联,筹集长期资金可以整体上优化企业的负债结构。企业债的劣势在于:一是企业债券实行额度审批制,审批时间较长。二是需要现成可用的项目,发改委对项目的要求:符合国家的产业政策,取得有关机关的批文,最好是在建项目或拟完工项目,申请额度不超过项目总投资的20%~30%。所以企业有没有成熟可用且足够规模的项目是企业债券额度申请能否成功的关键。

山东省国有企业山东高速集团2006年、2007年分别两次成功发行了企业债券,累计融资25亿元。通过发行企业债券,一方面降低了融资成本,节省利息4.04亿元;另一方面拓宽了融资渠道,有助于建立市场品牌,尤其是债券发行前后的路演、推介以及持续的信息披露对于企业来说相当于市场营销,大大提高了社会知名度,有助于树立品牌和形成忠实的投资者团体。

(四)公司债

公司债是由证监会审核,由股份有限公司和有限责任公司(初期局限于上市公司)发行的,在证券交易场所交易买卖的中长期债券。

公司债与企业债从本质上属于同一类型的债券,与企业债的有关规则相比,公司债的定价、担保、利率、发行程序等更加市场化。其优势在于:一是发债主体范围扩大,可由股份有限公司或有限责任公司发行。二是降低了融资门槛,公司债券不强制要求提供担保,募集资金用途不再与固定资产投资项目挂钩。三是发行价格更加灵活,发行定价完全市场化,由董事会决议并由股东大会通过。四是发行过程简洁,与现行的上市公司IPO发行体制较为类似。公司债的劣势在于:一是目前我国公司债的发行尚在运作初期,试点公司范围仅限于沪深证券交易所上市的公司及发行境外上市外资股的境内股份有限公司,故大多数国有企业目前还无法发行公司债。二是由于公司债采取固定利率,在市场处于加息周期时,不利于公司债券的发行。三是由于不采取担保形式,社会公众投资者的认购还不够理想,影响了公司债的进一步扩大发行。推出一年多来,全国的发行规模仅有188亿元。

公司债对于需要大量中长期资金的大企业来说,显然具有相当大的吸引力,就风险和收益来说,公司债将是国债和股票等投资产品的补充。2008年山东国有控股的莱钢股份首次成功发行了10年期固定利率、总额20亿元的公司债。通过发行公司债,莱钢股份优化了债务结构,降低了公司融资成本。由于莱钢债属于固定利率公司债券,有利于锁定公司财务成本,在目前银行负债水平较高、资金相对紧张的情形下,为公司的经营扩张需要提供了稳定的流动资金。

(五)短期融资券

短期融资券是指发行主体为非金融企业,发行场所为银行间债券市场,发行对象为机构投资者(包括银行、证券、保险基金、财务公司、企业等)且发行期限不超过365天的短期企业债券。

短期融资券是一种期限和利率近似于银行贷款的短期融资手段。但与银行贷款相比,其优势在于:一是融资成本较低,加权综合发行成本(含利息、中介费用)比银行1年期贷款利率低1.5~2个百分点。二是发行门槛较低,企业只要具有稳定的偿债资金来源,流动性良好,最近一个会计年度盈利就具备了发行短期融资券的核心要件。三是审批程序比较简单,从材料准备到审批通过一般为3个月左右。短期融资券的劣势:一是作为一种无担保或抵押的以信用为基础的市场工具,代表的是公司信用,发行难度较大。二是只能在银行间债券市场发行和流通,交易主体为银行间债券市场的机构投资者,限制了短期融资券的流通范围,降低了短期融资券的流动性和灵活性。

2005年中国重汽、济南钢铁集团成为山东省首批短期融资券发行企业,到2007年年末,山东省已有27家企业获得短期融资券发行资格,累计发行427.8亿元。从企业性质和规模看,以大型国有企业为主,国有及国有控股企业占80%。

短期融资券为绝大多数企业提供了除传统的银行贷款之外的其他短期融资渠道,节省了企业财务费用,提高了企业的商誉和信誉,也为银行调整和优化客户结构创造了条件。

(六)中期票据

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计划分期发行,约定在一定期限还本付息的债务融资工具。中期票据和短期融资券属于同一类型的债券,其发行程序、交易场所、发行主体、发行要求都

完全一样。中期票据的优势在于:一是融资期限适中,期限在3~5年,与短期融资券期限1年以内、公司债和企业债期限5年以上相比,更适合国有企业合理安排负债结构。二是融资成本低,资质好的企业发行中期票据融资成本明显低于银行贷款,如果考虑到发行费用,中期票据有可能低于公司债、企业债。三是产品创新,中国人民银行发布的《银行间债券市场非金融企业中期票据业务指引》指出,“在中期票据发行计划内可灵活设计各期票据的利率形式、期限结构等要素,主承销商可与企业协商发行符合特定需求的中期票据。”条款设置对管制的放松为中期票据创新打下基础。中期票据与短期融资券的劣势完全一样。另外,由于中期票据才刚刚开始,初期只受理了少数大型央企的申请,其他企业包括地方国有企业短期内还无法实现发行。

(七)交易型分离式可转换公司债券(简称分离式可转债)

分离式可转债是上市公司公开发行的认股权和债券分离交易的可转换公司债券。

分离式可转债的优势在于:一是赋予发行人两次融资的机会,第一次是发行附认股权证公司债,这属于债权融资;第二次是认股权证持有人在行权期以事先确定的价格认购公司股票,这一特点是其他融资方式所不具备的。二是从财务角度考虑,企业发行可分离债比发行单纯可转债更为划算,年利率低于单纯可转债,甚至低于银行存款利率。以2008年发行的赣粤高速分离可转债为例,其债券成本仅为年利率0.8%,期限为六年,与银行贷款相比,其债券成本几乎可以忽略不计。分离式可转债的劣势在于:一是属于衍生金融产品,产品设计较为复杂,普通投资者很难读懂设计条款。二是仅适合成长性好、预期股价会上涨的上市公司。三是给外部收购者提供了恶意收购的新方式。四是

一旦预期股价下跌,会由于行权价高于市价导致二次融资无法实施。

作为股权分置改革后推出一种创新融资方式,分离式可转债极大丰富了转债市场的投资品种,2008年以来全国有10家上市公司发行了分离式可转债,发行规模达564.85亿元,成为除增发以外的大型上市公司青睐的再融资工具。

二、地方国有企业利用资本市场再融资建议

以上融资方式主要在证券市场(即上海、深圳证券交易所)和银行间债券市场发行和交易。有些融资品种只对上市公司,有些融资品种则可扩展到全部国有企业。地方国有企业可以根据企业规模、股本结构、未来盈利状况、负债结构选择各自适合的融资品种。首先,应利用国家大力发展债券市场的时机,提高债券融资的意识,减少对银行信贷的高度依赖。其次,国有企业应利用债券融资调整负债结构,利用企业债和公司债来满足企业的长期资金需求,利用短期融资券、中期票据解决企业短、中期资金需求。第三,国有股权比例相对稳定的国有控股上市公司应积极利用公开增发、定向增发、短期融资券、分离式可转债等融资形式。对于国有大股东拥有充沛资金、持股比例相对适中的上市公司,可考虑公开、定向增发方式;对于国有大股东资金相对有限的上市公司,可优先考虑短期融资券和分离式可转债形式,特别是对分离式可转债,应充分加以利用。第四,国有股权比例相对较低的国有控股上市公司应积极利用配股、定向增发等形式,将优质资产注入上市公司,在做强做优上市公司的同时提高国有股权持股比例。■

(作者单位:山东省国有投资控股公司)

责任编辑 李斐然