

高负债情况下新型融资工具的开发与运用

张 萍 胡奕明

金融工程(financial engineering)研究是近年来国内外理财学领域中的一个热点。作为解决财务问题的手段之一,金融工具正受到人们的广泛关注。然而,运用金融工具解决高负债企业再融资问题的研究目前国内并不多见。在这里,我们将尝试研究一些新型金融工具,作为解决高负债企业的融资问题的手段之一。

一、转换为其它公司股票的可转换债券

转换为其它公司股票的可转换债券,是指可以将债券转换为其他公司的股票的债券。这里的“其他公司”,可以是发行可转换债券公司的关联公司,也可以是非关联公司。关键的一点是,该公司要有很好的经营业绩,股票价格表现良好。

如果是关联公司,通常是发行公司的控股子公司(这些子公司本身要求是上市公司)。由于这些子公司有的是经过优化重组之后产生的,有的是新成立的,因此它们往往是一种成长型的公司,具有很高的投资价值。将对母公司的债权转换为对这些子公司的股权,一来可以较顺利地完成任务,真正做到“债权转股”,二来可以避免债券发行公司为促成转换实现,在股票市场上“翻云覆雨”,操纵股价,引起股票市场的混乱。

如果被转换公司是一家与发行公司无关联的公司,那么一些业绩良好的公司通过这一融资工具,可以实现对发行公司的“兼并”,成为发行公司的股东。设发行公司是A,被转换公司是B。这一转换过程实际上包含两个方面:一方面是转券持有者将债券转换为股票B,成为B公司的股东,另一方面是B公司实现对发行公司A的兼并,成为发行公司A的股东。转券持有人支付给公司A本金,转换后,成为公司B的股东。这笔资金也就相当于公司B对公司A的股权投资。当然,兼并能否实现,取决于转换是否完全。

这样做的好处是,由于可转换为公司B的股票,投资者感到很“安全”,他们将愿意接受较低的债券利率,并愿意进行转换。对于公司A来说,它的筹资成本将比发行转成自己公司股票的可转换债券成本大大下降,发行成功的把握也提高了。对公司B而言,其最大的好处在于它可以用较低的成本实现对公司A的控

股兼并。这里,有两个比较复杂的定价问题,一是转换价格的确定,即一张债券可以换多少B公司的股票,二是债券本金折多少公司B对公司A的股权数。

转换为其它公司股票的可转换债券还有一个显而易见的优点,那就是发行公司本身可以不必是上市公司。从我国《公司法》规定的条件来看,上市公司股本总额要求不少于人民币5000万元,而债券发行要求股份有限公司净资产额不低于人民币3000万元,有限责任公司的净资产额不低于人民币8000万元。如果运用这种融资工具,那么更多的公司将有条件发行可转换债券。

二、可变支付债券

一般情况下,在高负债情况下企业不宜再进行债权融资,股权融资比较好,因为过高的负债率会使企业陷入偿债危机。然而,在股权融资存在一定限制的情况下,债权融资亦未尝不可行,只要投资收益能补偿其融资成本即可。

股权融资相比债权融资,其好处并不在于资金成本,而在于股利支付时的灵活性。这种灵活性使得企业可以更为主动地运用资金,从而避免高负债下的主要危险——偿债危机。因此,现在的问题是,能否开发一种新债券,使债券过去呆板的偿债安排变得更为灵活。

现在我们考察一种能够满足上述要求的债券,称“可变支付的债券”。它是一种本金和利息支付在时间和数量上都不确定的债券,其到期收益可以在事先确定。这样,投资者可以知道他们的投资收益到底是多少。换一个角度讲,就是总利息确定,每次支付的利息不确定,但最终的到期收益是确定的。

可变支付债券能够为企业提供最大的灵活性。支付时间和支付数量不确定,使企业可以在它们认为最恰当的时候进行支付,支付的数量视资金松紧而定。可变支付债券的缺点在于,融资成本会较高。因为在给予企业灵活性的同时,增加了投资者的风险。这一风险表现在两个方面,一是信用风险,二是再投资风险。利息支付不规则,可能会出现一种极端情况,即企业在到期日一次性还本付息。在这种情况下,由于企业已是处于

高负债状态,到期日能否一次清偿无疑是个问题。因此,在这种情况下信用风险问题将变得非常突出。此外,债权人将本金和利息收益进行再投资时,由于企业支付不规则,债权人的这种再投资也随之而不规则。鉴于以上两个原因,投资者将对可变支付债券提出高于一般债券的收益要求,也就是说,这种债券的融资比一般传统证券的要高。

国外债券融资有许多类似的变化,如美国1985年出现的“可变期限债券”、1996年英国市场上推出的“延迟年金”债券等,都改变了传统证券那种固定利率、固定付息的结构。

需要指出的是,可变支付债券并不是唯一为企业提供融资“灵活性”的方法,企业如果能同时发行多种在本金和利息支付期相互错开的债券,只要设计合理,既可达到同样的目的,又可增加持券人的信赖程度,降低信用风险。当然,这种灵活性会次于“可变支付债券”,但资金成本会降低。

三、重组与资产证券化

1. 重组。对于有多种债务的公司来说,公司各项资产上所“承载”的债务并不完全相同。有的资产只与一笔负债相联系,有的则与多笔负债相联系。例如,公司的某台设备是通过抵押得来的,那么这台设备上就“承载”了这笔抵押债务。当公司还发行了信用债券时,这台设备上就“分载”了部分信用债务。对于高负债公司来说,尽管公司有多种债务,但它们在各项资产上的分布不一定完全一样。在公司进行资产和负债重组前,首先要对此进行清理。

对资产和负债的优化重组并不是简单地将它们进行“切割”,而是恰当地进行“匹配”。在不同的债权人之间,有时还需要进行资产或负债的互换。目前,有些公司利用改制、重组,将一些优良资产独立出来成立一家新公司,债务完全由旧公司来承担。这种“金蝉脱壳”的做法是错误的,它严重地损害了债权人的利益。

2. 资产证券化。所谓资产证券化,就是以特定资产的现金流量或资产价值为基础在市场上销售金融工具的过程。它首先是将资产或资产现金流量组成“资产池”,然后再以证券的形式发售出去。

资产证券化对特定资产和负债的隔离主要通过设立特殊目的公司(special purpose vehicle—SPV)来完成。SPV是一个法律实体,它可以是一个企业信托或是一个合资单位。原始权益人将资产未来收入(如应收账款)出售给SPV,再由SPV自身或通过信托中介发行资产支持证券。SPV有两个最大的优点,一是可以起到破产“防火墙”作用,即原始权益人的破产将不会影响SPV,更不会影响到资产支持证券持有者的未来收益;二

是信用评级分开,即评级机构将SPV与原始权益人区别开来评级。这样,SPV就有可能获得比原始权益人更高的信用等级,有利证券的发售。

SPV的这两个优点,对高负债企业来说尤其明显。因为高负债企业破产风险比一般企业要大,利用SPV进行破产隔离,将使投资者感到放心。此外,企业的信用等级一般随负债率的上升而降低。高负债企业的信用等级通常较低,不足以支持新债券的发行。成立SPV后,由于两者信用级别相互独立,原始权益人的信用不能影响SPV,因此,证券将能以较低的成本发行。

然而,SPV很容易与一般的重组相混淆。从组织结构的变动上看两者的确非常相似,但是,SPV通常只与某种单纯的资产或投资项目有关。所谓“证券化”,也就是将这些资产上未来现金净流量的证券化,它们是投资者未来获得收益的基础。这与重组中的“金蝉脱壳”不是一回事,后者是指将企业原有的优良资产分离出来,通过重组进入一家新公司,从而损害债权人的利益。SPV下面的这些资产大多是通过证券化募集的资金新购置的。如果它们为原企业所有,则在进入SPV时,要通过“真实销售”,将所有权从原公司转移到SPV。之后,再设立一个信托结构,即将这些资产设置为信托财产,并以证券投资者为受益人,使所有权、受益权和经营权相分离,这些资产方可组成“资产池”。通常来说,SPV下的资产或投资项目要经过十分严格的资信调查或可行性研究,并由一些特定的人员或采用特殊的方式来管理,如特聘专家或管理公司,以保障投资者的利益。

在信用结构上,SPV与重组也是完全不同的。一般的重组不一定需要担保,例如母公司不一定要对子公司的未来收益进行“担保”。但是,在资产证券化过程中,担保却是一个十分重要的问题。担保有多种形式。例如,当基于同一“资产池”的证券是一个包含高级债券和次级债券的系列债券时,“次级”债券就可以对“高级”债券进行担保,即资产池带来未来现金净流量将首先分配给高级债券持有者,而后才分配给次级债券持有者。又如,SPV还可以请求一些信用级别比自己更高的金融机构出面,给自己发行的证券作担保。担保有多种形式,而且常常并用。此外,SPV还有一定的生命期,它通常随项目的自然结束或有偿转让而结束。

资产证券化中SPV的这些特点,使之与重组有着本质区别。它减少了因资产分离而造成的股东与债权人之间、旧的债权人与新的债权人之间的矛盾,使各方关系简单化。对于高负债企业来说,它一方面隔离了破产风险,保证了新债权人的利益,降低了融资成本,另一方面又可使企业不致因债务负担过重而丧失良好的投资机会。

(作者单位:泉州商业学校等)