

军工企业债券融资的必要性分析及发展建议

贾小漫, 王春青

(北京理工大学 现代组织管理研究中心, 北京 100081)

摘要:随着社会的发展,军工企业资金筹集的渠道和融资结构也在不断变化,由计划经济时期的财政拨款逐步向市场经济体制下的多元融资转化。目前军工企业的发展资金除财政拨款外,多来源于银行贷款,部分来源于股权融资,而从优化融资结构理论及通货膨胀理论来看,债券融资是对企业较为有利的一种融资方式。本文将从军工企业发展需要及融资理论等方面论证军工企业债券融资的必要性,并通过总结近年来军工企业债券融资情况,分析目前存在的问题及相关发展建议。

关键词:债券融资;军工企业;融资结构优化

中图分类号:F830.91 **文献标志码:**A **文章编号:**1671-1807(2013)01-0112-06

资金是企业的血液,是企业得以生存和发展的前提条件,随着社会的不断发展,军工企业资金筹集的渠道和融资结构也在不断发生着变化。计划经济时期,军工企业全部按照指令性计划生产,融资渠道为财政拨款,渠道单一但融资压力小,财政拨款对军工企业计划生产任务的完成给予有力的资金保证。后来随着全球政治局势的日趋缓解,和平、发展成为主题。近几年我国军工企业的指令性计划任务减少,军工企业开始致力于军转民,而民品的发展需要军工企业自筹资金,在这种情况下,融资成为军工企业必须研究的课题。目前随着市场经济的发展,军工企业要提高经济效益、要持续发展,要承担起把国防实力搞上去、把国民经济搞上去的重任,不能仅限于维持正常的生产经营活动,还需扩大生产规模,实现技术创新、产品更新,搞扩大再生产,这些都需要大量的资金支持,如何快速、便捷地筹集资金并尽可能降低资金成本,如何合理地调整融资结构成为中国军工企业融资的重要课题^[1]。

在我国国防科技工业军民融合式发展逐步推进的过程中,军工企业的多元融资问题也逐渐引起相关学者的注意。文献[2]提到在当前总体和平、局部战争的国际局势,我国必须大力发展军工行业,增强军事势力,转变融资方式,有效改善军工企业普遍存在资金匮乏、资金来源渠道单一、利润率低下等问题,并

研究了上市军工企业股权融资偏好问题。文献[3]论证了我国军工企业融资多元化发展的必然性,并给出相关建议。文献[4]从实证角度说明了军工企业由于安全等问题,在股票市场融资并不占优势,而在债务融资方面(银行借款)比其它上市公司更有便利性,导致军工企业的筹资渠道过于单一,企业筹资的风险加大,另一方面也加大了银行贷款的风险,从而加大了金融风险,所以应当拓宽上市军工企业的融资渠道,改变企业大量依靠债务性融资的现状。文献[5]在论证通货膨胀将在可预见的时期内存在的基础上,建议军工集团发行长期企业债券。文献[6]针对不同的融资方式给出了相关发展建议。很多学者已经开始注意到军工企业多元化融资的必要性,但对相关问题的具体研究还比较少。

本文从实践与理论两方面说明了军工企业债券融资的必要性与优越性,通过数据收集以图形方式简明介绍了军工企业近年来发行债券的发展历程及其中存在的一些问题,并针对问题从宏观、中观、微观方面给出系统的发展建议。希望本文的研究能对军工企业的债券融资起到一定程度的促进作用,有效降低融资成本,改善其资本结构,提高资源利用率,扩大社会影响力。

1 军工企业债券融资的必要性

1.1 从实践层面看军工企业债券融资的必要性

收稿日期:2012-11-13

基金项目:博士点基金项目(201111101110033);国家自然科学基金资助项目(71173016)。

作者简介:贾小漫(1986—),女,河北衡水人,北京理工大学数学学院硕士,研究方向:资产证券化;王春青(1989—),山东聊城人,北京理工大学管理与经济学院硕士,研究方向:组织管理。

1.1.1 民品生产的规模化

改革开放以来,军工行业利用自身的技术、装备和人才优势,开发生产了一批市场竞争力较强的支柱民用产品。例如,中国核工业在“两弹一艇”研制成功后适时地转入核能的和平利用,从20世纪80年代初首次引进国外技术建设大亚湾核电站,到现在采用自己的技术批量建设核电站,完成了从引进技术到自创品牌的历史跨越,发展了核电、核燃料、核技术应用三大产业;我国航天工业逐步形成军民互动的科研基础,不仅实现了运载火箭、科学探测卫星、气象卫星、资源卫星、海洋卫星的研制,积极开展载人航天工程、探月工程,也积极研发卫星导航定位系统及提供国际商用卫星服务等;兵器工业在大力发展军品主业的同时,大力推进民品专业化重组和规模化经营,集中力量发展了汽车摩托车及零部件、工程机械、爆破器材、特种化工、光电信息、医用环保、新型材料等具有军工高技术背景的产品系列;军工电子工业在进入20世纪90年代以来,除承担武器装备科研任务、完成重点国防工程各项配套任务外,还承担了一批国民经济领域的电子系统工程、设备和关键元器件的科研生产任务,甚至部分军用电子企业转产民品,开发生产了一大批市场知名品牌,成为国内外市场知名的企业等等^[7]。进入新世纪以来,军民结合型企业的民品生产以年均增长20%左右的速度向前发展,当前已占其总产值的70%以上,部分军工企业的民品生产规模所占比例甚至更高,而民品的发展需要企业自筹资金,因此转变融资方式,进行多元化融资,就变得十分迫切和必要。

1.1.2 融资渠道的多元化

社会发展阶段不同,军工企业资金筹集的渠道和融资结构也随之改变。计划经济时期,军工企业全部按照指令性计划生产,融资渠道为财政拨款,渠道单一但融资压力小,财政拨款对军工企业计划生产任务的完成给予有力的资金保证。后来随着全球政治局势的日趋缓解,我国军工企业的指令性计划任务减少,军工企业开始致力于军转民,军民融合趋势日益明显,而民品的发展需要军工企业自筹资金^[1]。而且随着军工行业的发展,要实现技术创新、产品更新,扩大生产规模,提高经济效益,需要筹集大量的资金。当前,我国军工企业普遍存在以银行借款为主的间接融资模式占主导地位,这种融资方式是导致我国军工

企业融资成本高、资金来源有限、利润率低下等问题,一定程度上限制了军工企业的发展,而且加大了企业筹资的风险,同时也加大了银行贷款的风险,加大了金融风险,对金融市场的健康、稳定造成不利影响,而债券融资有利于从一定程度上缓解此问题^[2,4]。

1.2 从理论层面看军工企业债券融资的优越性

1.2.1 资本结构理论

企业融资理论主要分为三大学派:早期的企业融资理论学派、以MM定理为中心的现代融资理论学派和在信息不对称基础上形成的新企业融资理论学派^[2,8]。

观察表1,由于早期的企业融资理论缺乏实证和对现实的指导性,可以重点考虑现代融资理论与新资本结构理论。其中平衡理论与代理成本理论都说明了股权与债权相互制衡,只有两种融资方式达到平衡时,才能达到最优的资本结构;含税MM定理与新优序融资理论则明确说明了在必须进行外源融资时,应优先考虑债券融资,以达到最优的资本结构。综合来讲,债券融资确实存在不可替代的优越性。

1.2.2 通货膨胀理论

为了抵御2008年以来金融危机的冲击,各国政府相继推出大规模经济刺激计划,然而,宽松的宏观政策环境为通货膨胀重新抬头创造了条件。尽管政府高投资不具有可持续性,但在国家工业化、城市化进程中,投资将继续维持较高增长率,势必带来价格的上涨和货币信贷的投入,在可预见的中长期内,我国经济的较快增长与通货膨胀将相伴而行。

在通货膨胀日益明显的情况下,军工集团的发展将面临较高的原材料价格成本、资本市场泡沫等不利因素。在这样的经济形势下,名义利率不变而实际利率将下降,通货膨胀使货币贬值、财富缩水,对债务人有利。对微观的企业而言,发行固定利率的长期债券将有利于减缓资金压力。军工集团作为国有特大型企业集团,可以发挥主体长期信用等级较高的优势,发行企业债获得较高信用等级可能性更大,债权人在债券到期时收益有保证。在通货膨胀长期存在的情形下,军工集团只要将负债的增长控制在低于资产增长的适度规模内,就可以利用通货膨胀对债权人财富缩水效应,发行企业债券,节约财务费用,以中和通货膨胀对价格成本等因素的影响^[5]。

表 1 各资本结构理论汇总表

学派	理论	主要观点	备注
早期的企业融资理论学派	净收益理论	负债融资可以降低企业的加权平均资本成本,企业的最优资本结构是 100% 的负债。	以大卫·杜兰特为代表,因缺乏实证和对现实的指导性未获得进一步的发展,但为现代企业融资理论的发展打下了基础。
	净经营收益理论	企业无论怎样改变其负债率,加权平均资本成本率总是固定的,资本结构对企业总价值没有影响,企业不存在最优资本结构。	
	折衷理论	介于净收益理论与净经营收益理论之间,认为如果企业负债经营保持在一定适度范围内,企业负债与权益资本风险不会有显著提高,可是一旦超过一定程度,企业所面临的风险将明显增加,在现实中必然存在一个最优资本结构使得企业市场价值达到最大。	
现代融资理论学派	MM 定理及税收理论	MM 定理以早期净营业收益理论为基础,通过严格的数学推导,证明了在没有税收、企业不存在破产风险和资本市场充分有效运作等假定条件下,企业的价值与所采取的融资方式(发行债券或股票)无关。在放宽了无税收的限制条件时,得出企业的最佳资本结构应该是负债率 100%。	美国经济学家米勒和莫迪利安尼(Miller and Modigliani) 于 1958 年发表的经典论文《资本成本、公司财务与投资理论》,是现代企业融资理论发展的标志,相对于早期的企业融资理论,更接近实际。
	平衡理论	平衡理论进一步放宽了 MM 定理的假设条件,其核心内容是,当企业持有负债所获得的税收收益与产生的破产成本现值之间实现平衡时,企业达到最优的融资结构。	
新资本结构理论学派	信号理论	企业经营管理者和投资者之间存在明显的信息不对称,企业的资本结构或负债比例可以充当向投资者传达企业市场价值的信号。	产生于 20 世纪 70 年代后期,打破了 MM 定理的框架,以信息不对称为基础建立的新资本结构理论。
	新优序融资理论	在信息不对称情况下,企业应该尽量避免从外部获取融资,通常采用的融资顺序应当是:① 内源融资;② 发行债券;③ 发行股票。	
	代理成本理论	股权与债权的边际代理成本相等时,总代理成本达到最小值。企业最优资本结构是清偿决策收益与信息搜寻成本间的权衡。	
	激励理论	对企业的控制权与企业价值的权衡决定了管理者持有的最优股权比例。	
	控制权理论	相比起长期债权人而言,短期债权人对企业经营活动的干预更加积极。	

2 军工企业债券融资现状及问题分析

目前我国国防科技工业企业包括航天、航空、船舶、核、兵器、军用电子六大行业,下属中国航天科工集团、中国航天科技集团、中国航空工业集团、中国船舶工业集团、中国船舶重工集团、中国核工业集团公司、中国核工业建设集团公司、中国兵器工业集团公司、中国兵器装备集团公司、中国电子科技集团公司等十大军工集团公司。2005 年以来,我国国防科技工业企业在债券融资方面都取得一些进展,截至 2012 年 9 月的债券融资情况分别通过折线图从不同角度进行分析(绘图所用数据来源于巨潮网及各集团公司网站,数据截止至 2012 年 9 月)。

2.1 各类型债券纵向发展趋势角度

图 1 为 2005 年国防科技工业企业开始发行债券

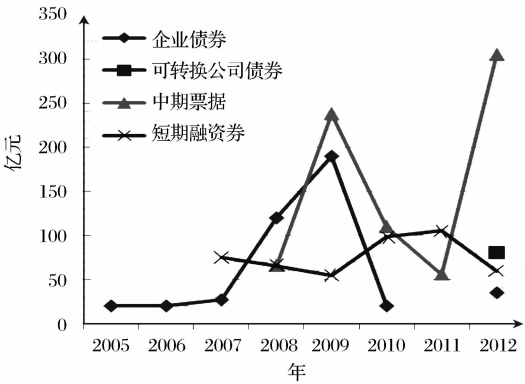


图 1 各类型债券融资趋势图

融资以来,各种类型债券每年的总融资额的趋势图,横坐标表示年份,纵坐标表示各类型债券当年总融资额(亿元)。从时间上来看,军工集团发行企业债券较

早,2007年后逐渐开始发行短期融资券和中期票据,且中期票据的融资额远高出企业债券的融资额,2012年出现了发行可转换公司债券融资,从发行频率及发行规模来看,可转换公司债券发展情况不是很乐观。观察各类型债券的发展趋势,可以发现各类型债券发展并不很均衡,其原因可能是多方面的。

2.1.1 各类型债券的审批程序不同,发行难度各异

为了维护市场的稳定,保护投资者利益,在很长一段时间内,我国的债券发行都要通过严格的发行审批制度,审批时间拉得很长,严重影响了企业债券市场的发展。2005年以后,以市场化原则发行的企业短期融资券等债务工具迅速发展,使企业有了新的市场融资渠道,企业债券不再是唯一的资本市场债务融资工具。2008年全国金融工作会议上提出要扩大企业债券发行规模,进行公司债券试点,在这种背景下,企业债券的发行审批方式进行了改革。一是不再搞两次审批,即取消事先向国务院申报全年发债规模,发债企业一次申报即可;二是取消了强制性的银行担保要求;三是加快了审批速度。这使得企业债券的发行审批发生了很大的变化,向市场化方向迈进了一大步,企业债券的发行规模有了较快增长。与企业债券相比较,公司债券的发行审批更加严格,而短期融资券和中期票据则采取了市场化的备案和注册发行方式,相对宽松。不同的审批程序、发行难度在一定程度上导致了各类型债券的不均衡发展。

2.1.2 债券市场运行冷淡,债券流通性不强

债券市场分为发行市场(一级市场)和流通市场(二级市场),一级市场是整个债券市场的源头,发达的二级市场是一级市场的重要支撑,是一级市场扩大的必要条件,债券二级市场的运行效率会通过影响债券流通性而影响到债券的发行。目前我国债券市场不景气,一级市场发育滞后,二级市场交易惨淡,这对债券融资的发展十分不利。

2.1.3 债券类型较少,可供选择的投资方式缺乏

企业债券的成功发行,将逐渐取决于债券对利率、偿债方式和其他条款的设计是否能吸引投资者的眼球。目前我国债券种类较少,不利于吸引具有不同需要的投资者。为了促进企业债券市场的发展,必须对现有单一的企业债券品种进行创新。随着我国企业债券发行限制的减少和国内券商在投资银行业务方面的逐渐成熟,国内企业债券发行的金融创新将越来越多。

2.2 各军工集团债券融资额度横向比较角度

图2为各集团同年发行债券融资额的横向比较,

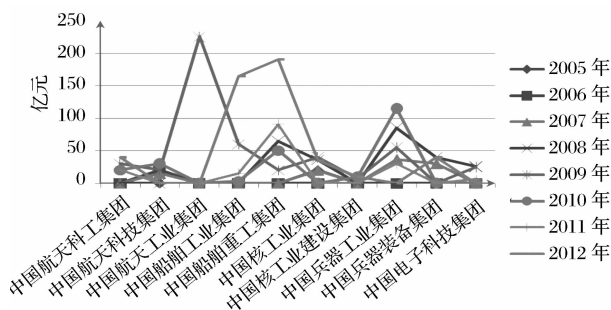


图2 各军工集团历年债券融资额度比较图

横坐标表示各集团,纵坐标表示该集团某年债券总融资额(亿元)。观察融资额,总体融资情况并不乐观,债券融资额占负债比例都相对较低,债券融资情况有待改善,这从一定程度上反映了债券市场的活跃度有待提高。另外,从图2来看,中国船舶重工集团、中国兵器工业集团、中国船舶工业集团的债券融资额度相对较高,其它集团公司相对较低,导致各军工集团债券融资不均衡情况的原因是多方面的。

2.2.1 企业融资观念、人才配置不同

在前期的实地调研中发现,部分军工企业对于融资,多考虑申请国家拨款、银行贷款,也积极进行股权融资,但对于债券融资、资产证券化等考虑较少,而依上述介绍,相对于银行贷款、股权融资等,债券融资有一定的自身优越性,有待于更好地被军工企业加以挖掘、利用。因此,军工企业可以考虑引进、培养财务管理等高级人才,并不断更新企业的融资观念,加快多元化融资的步伐^[9]。

2.2.2 集团产品性质、集团实力有差异

不同的集团公司由于产品性质的差异,在进行社会融资时信息保密程度不同,会造成不同的社会认知度,在一定程度上影响到社会认可度和多元融资难度。另外,由于产品性质不同、盈利能力不同,而且考虑到集团实力的差异,可能会影响社会回报率,也会通过影响公众预期,而影响到债券融资难度。

2.2.3 国家政策环境、经济环境影响不可忽略

企业债券市场的发展需要国家政策的支持、体制的完善,以及经济环境的稳定、公平、公正。目前相关政策的不尽完善、中介机构的不健全也是影响债券市场健康发展的一方面因素。例如,资信评估机构评价指标的不健全,会影响到对发行人的评级结果,一方面影响到债券的收益率,另一方面更是对债券风险的不可靠评估,必然会影响到债券市场的发展^[10]。

3 军工企业债券融资发展建议

在我国国防科技工业行业,债券融资虽取得一定

进展,但仍有一些不足、面临一些问题,导致目前我国国防科技工业企业债券融资比例相对较低,下面将针对这些问题从宏观、中观、微观方面给出系统的发展建议。

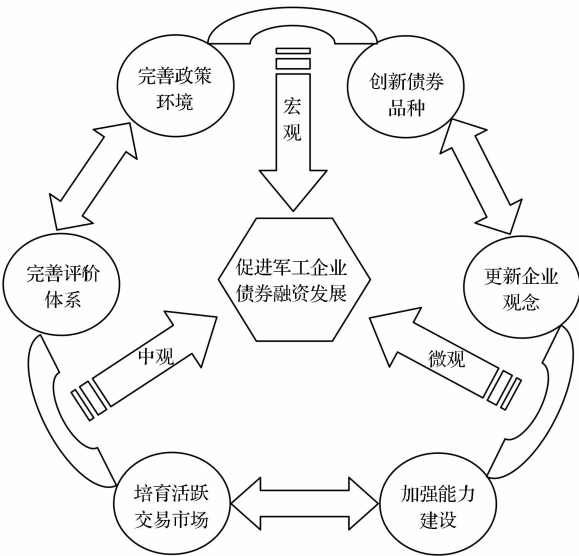


图 3 促进军工企业债券发展系统建议图

3.1 完善政策环境及审批制度,促进各类型债券协调发展

目前我国债券发行的审批方式主要与监管主体相关联,并未完全与债券的类型相联系,即不同的监管者采取不同的发行审批方式。例如,企业债券、公司债券与中期票据,实际上都是企业发行的中长期债券,发行主体是相同的,只是因为监管的部门不同,发行审批的宽严程度就大相径庭,这似乎不尽合理。可以看一下欧盟各国企业债券的发行审批,在欧盟各国,企业发行债券的标准和条件都是完全相同的,不管是在哪个国家发行、由哪国的监管部门审批,都按相同的标准进行审批^[11]。我国企业发行的债券性质基本相同,因此,不管是由哪个监管机构进行发行审批,因为其都是代表国家对市场进行监管的,企业债券的发行条件、审批标准也应基本相同,这样才能防止企业在发债申请时进行监管套利,也能促进各类型债券协调、共同发展,以满足国防科技企业根据特定要求对债券类型的选择。

3.2 创新债券品种,通过债券多样性吸引不同投资者

在国外成熟资本市场几十年的发展过程中,企业债券产生了许多新品种,对我国的企业债券的发展很有借鉴意义。企业债券创新通常从三方面进行:一是利率设定,除了固定利率、浮动利率外,还有延期期权

(即发行人可以在未来对利润进行重新设定)、贴现出售的零息债券(其具有一定税收优势)等;二是赎回条款,如提前赎回条款(使公司需要时可以在到期日之前以一定的溢价赎回债券,再以较低的利率发行新债)、偿债基金条款(发行人每年按规定数量强制抽出并清偿部分债券,这种条款使投资者确信资金正在被用于清偿他们的债权,消除他们对违约风险的部分恐惧)等;三是转换条款,除了我国投资者较熟悉的可转换债券外,还有可交换债券(赋予债券持有人用其债券交换不同于债券发行人的另一家公司普通股的权利)、带认购证的债券(认购权证可脱离债券单独发售)^[6]。债券的多样性有效促进了资本市场的发展,我国资本市场也可以借鉴国外的债券发行经验,创新债券品种,通过债券多样性促进军工企业债券融资进程。

3.3 加强市场中介机构的培育,建立完善的信用评级体系

企业债券市场的发展需要多种中介机构,尤其是资信评估机构的积极参与。企业的信用是企业发行债券的基石,企业信用评级及评价指标的不健全,将严重阻碍企业债券市场的健康发展^[12]。为了改进我国企业债券的信用评级制度,可以考虑以下方面:①通过改造和新设的方法,使我国的债券评级机构成为不依附于政府、银行和证券交易机构,并且也不受企业影响的独立法人。②尽快组织制定统一的评估指标体系和评级方法,并对市场上的企业信用评估行为进行有效的监督,以保证评级的科学性、公正性和一致性。③必须采取强制性的评级方式,并对信用等级进行披露,对信用等级偏低的企业债券从严审批,防止垃圾债券混入市场,保护投资者的利益。

3.4 培育活跃的债券交易市场,提高债券流通性

培育二级市场可以提高企业债券的流动性,建立投资企业债券的风险转移机制。鉴于目前二级市场交易冷淡的情况,可以考虑在努力培育企业债券二级市场的同时,发展企业债券的场外交易市场(OTC),积极鼓励企业债券的场外交易,发展第三市场和第四市场,这样不仅可以节约交易费用,降低投资者的交易成本,而且成交迅速便捷,可以进一步提高企业债券的流动性,促进企业债券市场的发展^[6]。

3.5 加强企业自身能力建设,牢固融资根本

企业自身能力建设及企业盈利能力,是企业融资的根本和基础,国防科技工业企业也不例外。因此,国防科技工业企业需要加强企业自身能力建设,并不断注重在企业发展的同时回报社会,以建立其多元融

资的信用。提高企业运行效率、提高经济效益,加强能力建设是企业及债权人的共同目标,同时,企业也应适当提高利率回报债权人,尤其是在通货膨胀较为严重的情况下,这对提高企业名誉及降低企业以后的融资难度都是有利的。

3.6 更新企业观念,加快吸收、培养财务管理等高级人才

对于国防科技工业发行债券融资,信息披露问题一直是我们所关心的,如何保护国防机密信息、保证国家安全是我们不得不考虑的问题。事实上,我国近年来一直在加大力度进行“军民融合”的改革,我国国防科技工业企业进行军品生产的同时,也在不断扩大民品的研发及生产,对于涉及国家机密的高科技军品研发及生产可以暂时考虑采用原有的融资方式,而对于民品生产可以采用多渠道融资,例如对于企业规模、财务会计制度等达到国家规定的要求且经济效益良好的企业,可以发行企业债券,获得发展资金。另外,对于承担重要武器、战略武器装备科研生产任务的禁止上市的国有独资或国家控股的航天军工企业,发行企业债券也是一种较好的融资方式,毕竟相对于股权融资,债券融资的信息披露要宽松得多。

4 结束语

本文在说明军工企业债券融资必要性的同时,通过数据图表简要介绍了目前军工企业债券融资不足的现状及存在的问题,并进一步给出了相关建议。但是,本文给出的建议仅说明了改进的方向,在改进细

节方面还很不足,期待更细致的研究,对军工企业债券融资的发展给出更详细的实施步骤和措施。

参考文献

[1] 郝军英,杨桂兰. 中国军工企业融资行为研究[D]. 北京:首都经济贸易大学,2005.

[2] 李树生,尚会永. 我国上市军工企业股权融资偏好问题研究[D]. 郑州:河南大学,2011.

[3] 张燕,赵辉. 我国军工企业融资多元化策略分析[J]. 会计之友,2010(7):76-77.

[4] 马睿,付建设. 上市军工企业债务性融资便利性的实证研究[J]. 黑龙江对外经贸,2010(6):117-119.

[5] 黎开颜. 通货膨胀与军工集团债券融资[J]. 航天工业管理,2010(10):13-17.

[6] 刘楠,杨宝臣. 我国军工上市公司资本结构影响因素研究[D]. 天津:天津大学,2009.

[7] 侯光明. 国防科技工业军民融合发展研究[M]. 北京:科学出版社,2009:302-326.

[8] 中国注册会计师协会. 财务成本管理[M]. 北京:中国财政经济出版社,2012:262-278.

[9] 张勇,段振华,姚亚平,等. 四川省军工科技向民用扩散的现状调查分析[J]. 科技进步与对策,2011,29(23):50-53.

[10] 范肇臻. 俄罗斯军工企业的金融支持研究[J]. 社会科学,2009(9):24-29.

[11] 沈炳熙. 我国债券发行审批制度的改革[J]. 中国债券,2009(11):17-19.

[12] 陈锐. 论我国企业债券市场的制度约束转换[J]. 经济视角,2007(10):24-26.

The Necessity Analysis and Development Suggestions about Military Enterprises' Bond Financing

JIA Xiao-man, WANG Chun-qing

(Beijing Institute of Technology, Beijing 100081, China)

Abstract: With the development of the society, military enterprises' financing channels and financing structure is constantly changing from allocation financial under planned economy to diversified financing under market economy system. At present, addition to financial allocations, the development of war industry enterprises mostly fund in the bank loan and in part derived from equity financing, meanwhile, from optimize financing structure theory and theory of inflation, bond financing is a more advantageous financing method to enterprise. This paper will show the necessity of military enterprises' bond financing via the military industrial enterprises' development and financing theory, in addition, it summaries the military enterprises' bond financing cases in recent years and gives several relevant proposals based on the problems.

Key words: bond financing; the military enterprises; financing structure optimization