

企业发行债券融资的财务风险及债券管理分析

■ 童赛

(台州市黄岩交通旅游投资集团有限公司, 浙江台州, 318020)

一、企业发行债券融资的必要性

资金是企业发展的前提,也是企业运行的“血液”。很多企业选择依靠债券融资的方式缓解资金压力,而债券融资会给企业带来较高的财务风险。因此,如何避免债券融资过程中所产生的财务风险便成了亟待解决的问题。融资渠道是企业“血液循环”的“血管”,多数企业的内部融资并不能满足发展需求,而向银行贷款难度较高,股票融资成本较大,对于企业的要求较高。基于此,企业发行债券融资是必然的。对于企业来说,债券融资是主要的融资渠道,属于债务融资。本文就从企业发行债券融资的必要性入手,对企业发行债券融资所承受的财务风险展开分析,并提出相应的措施。

(一) 避税作用

由于企业自身的负债利息是不变的,财务会将利息计入企业成本并进行税前扣除。如果使用股票融资方式进行融资,由于其资本成本是变动的,这便代表企业在融资后需要按照企业所得税的相关规定从企业利润中扣除税费。因此,债券融资便体现出了避税效应,降低了企业的应税所得额,帮助企业合理避税,降低企业的融资成本。

(二) 财务杠杆作用

在固定财务费用不变时,息税前的利润波动使得税后利润增加,体现出了企业的债权资本利用情况。在债券融资中,企业付给债权人的利息是不变的,这便构成了固定财务费用。但如果企业选择的是股票融资,其红利分配是不固定的,这便代表企业进行债券融资时的风险是可控的。企业能在可控风险范围内增加融资规模,利用财务杠杆作用最大限度增加企业利润。

(三) 风险小, 难度低

在股票融资中,企业一旦意外破产,只有先偿还完相应债务、清算破产成本后,才能按照相应比例收回剩余资金。而在债券融资中,企业只有在破产清算后依旧不具备偿债能力时,才承担风险。因此,相较于股票投资,债券投资的风险更小。投资者对于债券投资接受度更高,更愿意将资金投入债券市场中。

(四) 激励作用

债券融资需要企业按照约定期限足额偿还本金及利息,当企业因特殊情况无法偿还债务时,便会面临破产风险或财务风险。而在股票融资中,投资者很可能因企业经营不善而血本无归,但企业破产风险较低。两者对比,债券融资中的避税作用和杠杆作用会提高企业的经济效益,也存在破产风险,这便对企业起到了激励作用,促使企业管理层做出正确的决策。

(五) 解决信息不对称问题

企业在进行融资时,通常需要披露相关信息供投资者参考,此种信息所产生的效果和企业规模大小及成立时间长短有密切关系。一般情况下,企业内部管理人员所掌握的信息是多于投资者的,这便产生了信息不对称。其中部分企业的管理模式不够完善规范,所披露的信息较少。根据信号显示理论,在信息不对称的条件下,企业的破产概率与其负债水平成正比,即企业的负债水平越高,越有可能破产。而在资本市场中,当企业处于负债经营状态时,会给予投资者一种发展前景可观的信号,在一定程度上会吸引投资者将资金继续投资到该企业中。从该角度看,企业负债水平和企业在资本市场中的价值成正比,即高负债代表着企业正在高质量发展,是正面市场信号。根据有序融资理论,当企业经营不善、发展前景较差或企业自身股票被高估时,企业才会发行股票进行融资。因此,在资本市场中,股票融资可以看作是负面市场信号。投资者可以根据此理论分辨企业的实际经营状况,降低资本市场中信息不对称带来的不利影响。另外,对于发行债券进行融资的企业来说,可以利用发行债券的行为向资本市场中的投资者传递积极信号,解决因信息不对称导致投资者的信任危机问题,进一步降低自身的融资难度。

(六) 保护企业控制权

在债券融资中,债券持有人只具备收回本金及利息的权利,无权参与企业的决策及日常经营,也不具有表决权和监督权。因此,企业发行债券进行融资不会分散企业实际控制人的控制权及对企业的

的所有权。

二、企业发行债券融资的财务风险

企业发行债券融资中的财务风险指的是和资本结构有关的风险。企业所承受的财务风险大小和企业的负债总额成正相关，即企业负债越多，代表着其失去偿债能力的概率越大，被并购或者破产的概率也就越大，企业所承担的财务风险也就越大。当企业发行债券融资后，自身的财务状况会产生波动，这给企业的稳定发展带来了以下风险。

第一，企业负债率提高。企业负债率的提高代表企业很难继续进行筹资，这便在一定程度上降低了企业扩大规模的可能性。通常，企业的负债率如果在发行债券融资后处于上升状态，则代表企业很难再利用债券融资扩大自身的经营规模。

第二，如果企业单次发展规模过大，又缺少相应分散风险的管理措施，便会给自身造成较大的财务压力，最终出现债券本息集中兑付的问题。对于企业来说，集中兑付会产生极大的现金流支出。而企业很难承受大规模的现金流支出，一旦不能及时兑付，会损害企业信誉，对企业经营产生不良影响。

第三，如果企业发行债券融资的偿还期限和企业其他的债务期限相重合，就会导致债权集中兑现，就会使企业陷入困境，甚至面临破产风险。

三、企业发行债券融资防范财务风险的管理措施

(一) 加强制度建设，建立自我约束机制

企业传统经营机制的不完善是导致我国债券市场发展滞后的根本原因。在传统经营机制的影响下，企业发行债券融资面临着较高的财务风险。想改变此种现象，就要加强制度建设，建立自我约束机制，实行科学管理，相关管理人员可以从以下几个方面入手。

第一，对法人治理结构进行完善，在管理中发挥出企业的董事会及监事会的作用，尽可能避免发行债券融资过程中出现内部人员控制的现象。

第二，将风险意识融入企业文化中，达到提高风险管理水平的目的，确保企业可以实现融资目标。

第三，摒弃错误的债券管理观念，比如，部分企业认为发行债券进行融资对于企业来说是“免费的午餐”，并没有意识到发行债券的潜在风险。因此，管理人员应当提高对债券融资中所隐藏的财务风险的意识，尽可能理性发债。

第四，建立内控制度。对企业所承担的所有债

务进行梳理分析，明确各类债务的偿还期限，并结合企业发行债券的偿还期限进行综合考量，对其中财务风险进行针对性防范。

第五，发挥财务管理在企业发行债券融资中所起到的作用，在融资中引入资本成本或加权平均资本等，以此进行合理地筹资。

第六，维护企业信用，提高对信用的重视度，将信用看作企业的特殊资本。以这种方式消除投资者的信任问题，降低自身融资难度。

(二) 建立风险预测体系

为有效防范企业发行债券中产生的财务风险，企业可以从以下几个方面入手，建立风险预测体系。

1. 确定财务杠杆率

财务杠杆率是衡量 EBIT 对 EPS 影响程度的指标，也代表着企业进行融资后的盈利能力和债务利息之间的比率。其具体计算方法为：财务杠杆率 = $EPS \div EBIT$ ，或财务杠杆率 = $EBIT \div (EBIT - I)$ ，其中 EBIT 指的是息税前利润，EPS 指的是每股收益。根据公式可知，利息越高，企业自身的债务比率便会越大，和财务杠杆率成正相关，那么 EBIT 的波动对 EPS 的影响也就越大。虽然扩大财务杠杆可以增加企业的经济效益，能给企业带来极为可观的财务固定费用，但此种行为会降低投资者对企业的信任程度。同时，当利息提高时，企业的融资成本会加大，会向资本市场传递一种急于融资的负面信号，使投资者丧失信任，进而影响到企业声誉，加大融资难度。当企业融资难度提高时，势必会影响到企业经营中人力、财力的供给，增加企业的财务风险。而过低的杠杆率则无法发挥出企业发行债券融资的作用，不能实现提高企业经济效益的目的。因此，确定合理的杠杆率是极为必要的。相关人员可以运用下述几种方法确定负债比率。

第一，无差别点分析。此种方法可以帮助企业明确在不同税前利润下选择何种杠杆率，从而达到选择最佳方案的目的，最大限度增加 EPS。此种方法从上述公式的角度来看，就是确定在不同 EBIT 水平下，如何对财务杠杆率进行确认，从而达到最大化 EPS 的目标。

第二，现金流量分析。此种方法是对企业债务增加后所拥有的现金流量进行分析，并将分析结果和企业需要支付的债务本金及债务利息进行比较。如果企业的偿债能力不高，就需要选用较低的财务杠杆率；如果企业偿债能力有提升空间，就可以选用高的财务杠杆率。此种方法需要用到本息偿付

率, 此项指标的计算方式为: 本息偿付率 = 息税前现金流入 ÷ [利息 + 债务本金 ÷ (1 - 税率)]。该计算方法中, 对债务本金进行调整的原因是企业基本上都是在税后偿还本金, 而在税前进行利息支付或者是现金流入。

第三, 资本总成本比较。此种方法指的是在选用财务杠杆率时, 管理人员需要从最小成本的角度出发, 并以此作为选用财务杠杆率的依据。当财务杠杆率提高时, 虽然收益资本化率及负债资本化率有所提高, 但并不能抵消低成本融资带来的收益。因此, 资本总成本在此时是下降的。当财务杠杆率超过企业所能承受的最高点时候, 两种资本化率便会超过低成本融资带来的收益, 此时资本总成本是处于上升状态, 这会影响到企业的经营。因此, 只有在资本总成本的角度下选择财务杠杆率, 才能够对企业产生正面影响。

第四, 其他因素。上述三种方法是在技术的角度对财务杠杆率进行分析。但从企业发展的角度来看, 选用财务杠杆率还和其他一些因素有着密切关系。比如, 企业未来业绩的稳定性及成长率、企业投资项目的性质、企业自身的生产能力、企业具备的核心技术、企业的盈利水平、行业属性及此时资本市场的运转状态等情况。如果企业的业绩提升速度快、盈利能力强且具有核心技术, 那么企业便可以选用较高的财务杠杆率。如果企业的行业属性较为特殊, 不存在破产风险, 并且在国家经济结构中占据主要地位, 也可以采取高负债的经营模式。

2. 利用财务两平点确定风险临界点

两平点指的是当企业利润处于临界值时, 其经营收益及销售收入也被叫做财务风险临界点。利润处在临界值时, 经营收益应当和借入资金所产生的利息持平, 其计算方式为: 销售收入 = 借入资金利息 ÷ (1 - 销售利润率 - 税率)。根据上述内容可得, 当企业经营收益和债券融资所产生的利息持平时, 企业经营处于零利润状态。此时企业是不具备盈利能力的, 因此, 管理人员应当按照风险临界点明确自身的偿债能力, 并对可能存在的财务风险进行预防。

(三) 发行风险管理

为避免企业发行债券时因操作不当而导致财务风险, 企业可以从以下几个方面加强发行风险管理。

第一, 企业在进行财务决策时, 应参照相关部门所制订的发行条件与计划, 明确资本市场中的政

策走向, 并以此为基础做好计划。

第二, 征求企业发行债券主管部门的建议, 确保获得债券发行资格。

第三, 以国际政策为基础进行分析, 并预测国家政策变化对企业发行债券融资带来的影响, 尤其是需要注意国家在特殊时期所施行的货币政策。

第四, 建立风险预警机制, 企业需要加强对债权发行风险的重视, 并结合实际情况打造风险预警机制, 聚焦债务风险, 对风险进行不定期梳理。在全面的排查及评估下, 尽可能在早期消除各类风险隐患。对于外部环境变化, 企业也需要给予高度关注, 如世界局势紧张、逆全球化等, 这些因素对金融不确定性造成的影响极为深远, 企业需要在债权发行前开展针对性评估, 规避相关风险。

第五, 加强法律知识学习, 企业相关人员需要深入了解法律法规, 真正在债权发行过程中守住底线, 保证债券本息偿付资金能够得到合理安排, 进而实现企业信用维护的目的。

(四) 负债风险管理

企业负债风险管理主要分为以下三方面。

第一, 将企业自身的负债率保持在可承受范围内。当企业负债率处于合理范围时, 企业可以选择再次发债, 也可以为了降低负债率放弃发行债券融资, 选用其他融资渠道。第二, 企业在发行债券融资时, 要合理控制发债规模, 从而达到分散还债压力的目的。单次发债规模应当控制在企业年盈利范围之内。除此之外, 企业还可以选择还本付息的分散支付方式, 先行向投资者支付利息, 或者以年度、季度为单位支付利息, 在债券到期后再向投资者支付本金, 以此种方式可将集中支付变为分散支付。第三, 将债券期限和企业所负担的其他债务进行交叉管理, 尽可能避免重叠现象, 并且在偿还时优先支付债券本金。在此基础上保持企业的现金流量分散, 防止集中流入或流出给企业带来的偿债压力。

四、结论

综上所述, 企业发行债券融资时, 会承担较高的财务风险, 管理人员可以从加强制度建设、建立风险预测体系、加强风险管理及负债风险管理这几方面入手对债券进行管理, 从而达到防范财务风险的目的。

【作者简介】童赛(1983—), 女, 浙江台州人, 本科, 台州市黄岩交通旅游投资集团有限公司, 研究方向为融资、国企与发债。