

从期权的视角剖析华平战略投资国美案例

吴虹颖 李东霖

(西南财经大学会计学院 成都 610074 金川集团有限公司 甘肃金昌 737104)

【摘要】 本文从期权的视角对华平投资国美案例进行了分析,指出国美搭配发行可转换债券与认股权证旨在促使华平尽早将可转换债券转换为股票和行使认股权,华平则是看重国美有价证券的极高的期权价值。

【关键词】 期权 可转换债券 认股权证

2004年,由中国鹏润更名来的“国美电器”作为香港联交所经修订的上市规则生效后的第一家成功回避反收购条例实现借壳上市的主角,其达成的83亿港元的市场叫价,拉出了香港证券市场罕见的高峰。国美电器(简称“国美”)的掌门人黄光裕在有香港证券市场“金牌壳王”之称的詹培忠鼎力帮助下,开始了在香港资本市场的博弈,其凶悍度堪比当年李泽楷收购“得信佳”。如今,国美需要一个更大的目标伙伴,即在国际主流资本市场有强大发言权的战略伙伴。

一、华平投资国美

2006年2月5日,拥有百亿美元规模的国际私募投资基金美国华平投资集团(简称“华平”)向国美注入1.5亿美元,认购其发行的1.25亿美元可转换债券及2500万美元认股权证。一旦可转换债券及认股权被悉数转换及行使,华平

施、客户反应等信息;④知识存量和学习成长频道:主要发布企业商誉、商标、专利、人力资源等知识产权和无形资产存量、新技术和新产品研发、人才培养等信息。

另外,根据美国注册会计师协会理事会的财务报告特别委员会提出的企业报告所提供的具体信息类型,又可将会计频道划分为:①财务信息频道:主要提供传统的财务报表,也可以增加多种计价方法核算得出的多套报表;②经营业绩指标频道:主要提供与收入、市场占有率、质量、成本、生产率、关键经营业务、人力资源以及供应商有关的数据;③企业管理部门的分析频道:主要提供传统的财务分析指标以及非财务数据分析、各部分业绩分析、未来或有情况分析等信息;④前瞻性信息频道:主要提供揭示机会和风险、管理部门的计划、实际经营业绩与计划的比较以及与以前披露的机会和风险的比较等信息;⑤背景信息频道:主要提供企业的发展战略和长远规划、经营活动和资产的范围、内容以及产业结构对企业的影响等信息。这就为会计信息的取得和使用创造了条件。

四、结论

信息化条件下会计运行模式的变革是革命性的,而不是修修补补式的。应用软件也必须打破传统会计软件对手工会

将持有国美176680630股普通股,约占国美总股本的9.71%,持股比例仅次于国美第一大股东黄光裕。

华平认购的五年到期(至2011年)的可转换债券的转股价格约为每股6.4港元,较最近30个连续交易日的每股平均收市价溢出16.79%。此次转股条件为,五年后国美股票每股市价超过6.4港元,华平则可以转股套现,否则五年后收回本息。此外,华平还将支付300万美元认购总值2500万美元、为期五年的国美新普通股认股权证。华平有权以每股0.9927美元(约合7.7港元)的初始价格行使认股权。这一行权价较最近30个连续交易日的每股平均收市价溢出40.51%。此次交易完成后,国美将通过发行可转换债券募集约9.8亿港元的资金,在认股权被悉数行使后,国美将再集资1.92亿港元。

计的仿真,因为计算机信息处理技术的“随机寄存”能力可以在系统中随机地存入或取出任何信息而不受技术上的限制,这就从根本上消除了信息处理过程中诸多分类与再分类所产生的影响,从而实现会计信息和管理信息系统共享同一个数据库,也就是利用同一基础数据便可实现信息的多元重组。

从信息的输出形式看,传统的财务报告只提供通用的会计信息,而不提供专用的会计信息和个性化用户需要的特殊会计信息。数据库导向、语义化导向和结构化导向的数据库模型为会计频道提供了有力的技术支持,同时,也为生成各种形式的信息化视图(如报表式、图示式和文字报告式等)提供了基础数据。

主要参考文献

1. 井尻雄士. 姜尔行译. 三式记账法的结构和原理. 上海: 立信图书用品社, 1989
2. 霍兰德等. 杨周南等译. 现代会计信息系统. 北京: 经济科学出版社, 1999
3. 袁明哲. 数理会计学. 济南: 山东大学出版社, 1999
4. 杨占生, 杨颜僮. 模式变易: 数字经济运行. 北京: 中国经济出版社, 2001

二、期权解读

(一)可转换债券的期权分析

可转换债券是一种公司债券,持有人有权在规定的期限内将其转换成确定数量的发行公司的普通股。从其定义可以看出,可转换债券具有期权的性质(隐含的转换期权)。在可转换债券到期日,债券持有人要么立即转股,成为发行公司的股东,要么接受发行公司支付的债券本息。因此,可转换债券向债券持有人提供了一种在未来是否将债券转换成一定数量的普通股的机会或选择权,即转换期权。

1. 与可转换债券相关的各种价值的关系。可转换债券价值涉及直接价值、转换价值和期权价值三部分。直接价值取决于一般利率水平和发行公司的偿债风险,可转换债券价值不可能低于直接价值。转换价值是立即转换为普通股的当前价值,与发行公司价值呈线性正相关关系。转换期权的时间价值也即期权价值。在到期日,转换期权的时间价值为零,可转换债券的价值就是转换价值和直接价值中的较大者。而在到期前则不然,因为可转换债券的持有人不必立即做出选择,他们可以等待获得最高收益的机会。在可转换债券的存续期内,转换期权的时间价值总是大于零。所以在到期前,可转换债券的价值总是大于其最低值(直接价值、转换价值)。在到期前,转换期权一旦被执行,持有人就必须放弃可转换债券的直接价值。因此,转换期权实质上就是基于发行公司价值,执行价格等于可转换债券的直接价值,到期日与可转换债券相同的美式股票期权。期权的有效期为约定的某一时期,标的资产为发行公司的股票。可转换债券价值的计算公式为:可转换债券价值=Max(直接价值,转换价值)+期权价值。可转换债券各种价值之间的关系如图1所示。

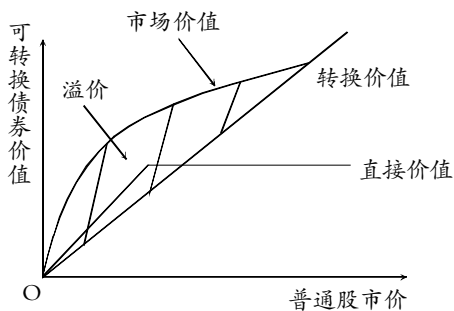


图1 可转换债券各种价值之间的关系

2. 国美发行可转换债券的动因。国美之所以发行可转换债券,其动因主要有两个:一是使用可转换债券代替普通债券融资,利用隐含其中的转换期权吸引国际投资者,可以获得成本较低的资金,减轻利息负担。从投资者的角度来说,华平之所以愿意投资这种低息可转换债券而不直接购买国美的普通股,是因为可转换债券的转换期权将可转换债券的最低价值固定在其直接价值之上,从而降低了价值下降的风险。二是与直接立即发行股票相比,发行可转换债券有可能使发行公司以较高的价格间接推迟出售股票。目前,股票市场低迷,国美股价被低估,此时直接以股权融资是不恰当的,因为股本的扩张不仅会稀释每股收益,导致股价进一步下

跌,而且此时股权融资尚未开禁,即便融资成功,筹集一定数量的资金也需要发行更多的股票,同时高额的发行费用对国美而言也极为不利。通过发行可转换债券,既满足了国美当时的资金需要,又可以将股票推迟到市场行情好转时发行。

3. 启示。可转换债券具有一般债券和股票期权的双重性质,其价值也由一般债券价值和股票期权价值两部分组成。根据期权原理对公司价值的解释,债券资本拥有一项隐含的卖出期权,是无风险资产与卖权空头的组合。由此,可转换债券可解读为贷出无风险资产、出售卖出期权和购入买入期权的组合。

可转换债券给华平既提供了部分下跌保护的好处,又使其获得股票价格上涨的好处,因此其潜在的收入总是偏向正收益。国美股价现被低估,其波动越大,则可转换债券隐含的期权价值就越大。所以,风险使得可转换债券的直接价值和普通股的期权价值反向变动,如图2所示。

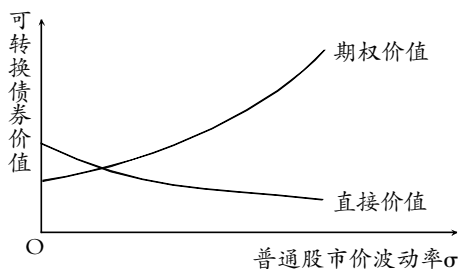


图2 直接价值与期权价值反向变动

华平投资于国美的可转换债券,其定价并不是基于国美股票的价值,而是国美可转换债券本身依附的期权价值。如图1所示,当国美股票价格比较低时,可转换债券价值明显受其直接价值的影响,反之则主要受其转换价值的影响。在其他条件不变的情况下,公司现金流量越不稳定,或者说公司的财务风险越高,股票价格波动就越厉害,为了吸引投资者,就必须支付更高的利息,直接价值就越低。而国美的可转换债券年利率为1.5%,按半年期支付,到期收益率为3.26%。按照这个利率水平,如果在五年后国美股票的每股市价没有达到6.4港元,那么华平仅将收回本息,不将其转换为股票,对于华平来说这一风险投资的收益率就太低了。显然,按照16.79%的高溢价水平,华平并非对国美股票没有信心,才采取曲线投资策略,相反,华平看中的就是国美可转换债券极大的潜在期权价值。

(二)认股权证的期权分析

认股权证是指其持有者可以在某一个时间段内,按预定价格认购一定股数普通股股票的权利证书,相当于公司授予持有人一项看涨期权。从本质上看,认股权证包含有期权条款,它是股票或其他类型证券为标的资产的一种长期美式看涨期权。认股权证既可以与其他证券结合发行,也可以单独发行。

1. 认股权证的期权价值。认股权证的期权价值取决于履约价格与股票市价之间的差额。在有效期内,如果股票价格涨到履约价格之上,则持有人就会行使认股权;反之,则不会行

使。认股权证被各国证券市场广为接受的根本原因在于其风险较低、结构简单、易于运作。从产品结构来看,认股权证是一种最简单的期权。从投资风险来看,认股权证的最大损失是权证买入价,其风险锁定,便于投资者控制。从经济功能来看,认股权证除具有衍生金融产品共有的风险对冲功能外,还可以为上市公司提供灵活的筹资机制,将发行市场和交易市场有效地连接起来。

从持有人角度来看,认股权证类似于同一标的资产的看涨期权,而从发行公司角度来看,认股权证与同一普通股的单纯看涨期权存在很大差异。执行认股权证时,公司被注入了新的资本,为公司带来新的现金流。权益资本的比重上升,债务资本的比重相对下降。公司发行新股增加了公司的总价值,却稀释了每股收益,因此,在公布财务报告时,发行公司必须报告稀释后的每股收益。而当看涨期权被执行后,公司的流通股股数并未发生任何变化。所以,从对每股收益稀释的角度来看,认股权证的价格低于同一公司标的股票相同的单纯看涨期权的价格。

2. 国美发行认股权证的动因。国美的股价被低估,股票市场融资禁令尚未取消,国美不可能将股票直接按市价贱卖给华平,故采用高溢价 40.51% 的认股权证方式,希望藉此令市场明白国美的真实价值,从而对股价产生支持。而从华平亚洲区总经理孙强的如果国美或者其大股东肯再出让股份华平还会继续购买的言论中可以看出,华平对这只被低估的股票充满兴趣。

认股权证的存在增加了对未来现金流规划的难度。认股权证只有执行的权利,而没有执行的义务,认股权证被执行,就会有新的现金流流入。如果发行公司对这笔资金进行规划,一旦到期时认股权证不被执行,那么发行公司就会十分被动;相反地,如果没有对这笔资金进行规划,一旦到期时认股权证被执行,就会造成资金闲置,存在无形损失。国美选取高溢价的认股权证方式显然是经过通盘考虑的。国美此举就是为了展示对其股价会高涨有绝对的信心,且华平也一定会行使认股权证。而其将取得的大量现金流不可能闲置,计划用来进行国美高调的店面扩张、海外市场拓展以及房地产企业的上市。

3. 启示。对于国美来说,采取可转换债券与认股权证搭配的方式筹资,显然是在与华平进行短期套现走人和长期战略投资之间的博弈。如果国美五年后股价没有达到合约要求,华平收回本利,国美将失去这个国际投资人。当搭配有认股权证时,华平必然会考虑权证买入价的损失,希望与国美合作使其股票至少溢价 40.51%,行使认股权。而这样的溢价水平远远超过可转换债券 16.79% 的溢价水平,自然可转换债券也会被全部转换。可转换债券尚未转换前,对于华平来说,如果国美为原股东利益而降低公司价值,比如发放股利,进而降低相应的权证价值,这样就损害了华平的利益。虽然华平是尊贵的国际投资者,管理参与度很强,但其仅仅作为债权人,要名正言顺地融入国美强势的家族式管理体制中去,难度颇大。此次投资搭配了可转换债券和认股权证,充分表

明了华平投资的重心在其期权价值,即投资国美最终成为其第二大股东,这样,华平的话语权才会有分量。

三、期权价值分析的其他启示

1. 期权价值总是大于零的,在企业存续期内总有价值。期权价值在任何情况下都是大于零的,其原因就在于在期权到期之前的这段时期内,由于标的资产价值的变动使得期权总有可能处于实值状态,因而总是有价值的。同样,一个公司的股票在公司的存续期间,即便是公司处于困境甚至资产价值低于负债价值,也仍然不会一文不值,关键就在于存在这种可能性,使得公司避免破产和摆脱危机。而与这种可能性对应的选择权是有价值的。

国美稳居国内零售业龙头地位,但是也仅占国内市场份额的 30% 不到,而国外零售业寡头通常占据本国市场份额的 80% 左右,且家电连锁已被公认为未来家电行业的主流模式,并一直被称为具有“类银行”性质,拥有巨大规模的现金流,其可转换债券和认股权证的期权价值极大。现在从各方面情况来看,国美不会陷入困境,期权始终处于实值状态,国美卖出期权为的是吸引战略投资伙伴和汲取先进的管理经验,华平买入期权则是为了期权价值的高回报。这对双方都是保险且具有高效益的。

2. 在其他条件不变的情况下,公司股票价格波动率越大,股权价值也越大。公司拥有债务时,股东和债权人之间会产生利益冲突。股东往往会不顾债权人利益而寻求利己的策略,这就是代理问题。当公司发生财务困难时,这个利益冲突会被放大,由于股东只承担有限责任,他们往往会选择一些高风险的投资项目放手一搏,有时甚至有可能选择一些净现值为负的项目,以期获得更高的投资回报。这时,在理想的状况中股东权益将会获得增长,而如果情况不利,则把损失留给公司的债权人承担。

从期权的角度可以清楚地描述这一点,当公司股票价格波动率 σ 增大时,股东权益的价值也随之增大,这可以说明为什么股东会偏向于风险较大的投资项目。2006 年黄光裕入主中关村,国美将零售业上市公司筹集的资金用于高风险的房地产业,其实就是变相地损害债权人利益。随着房地产资产价格的波动性增加,国美股票含有的看涨期权的价值将上升,股东必然从中受益。另外,国美选择向房地产业投资,并没有增加公司的总价值,股东权益的价值增加了,而这部分价值的增加只能来自债权人的利益。因此,公司股票价格波动率 σ 增大,虽然对公司的经营风险几乎没有什么影响,也不会增加公司的市场风险,并且会增加股东权益的市场价值,但是公司的财务风险增大,其破产风险也随之增加,而对于股东来说,他们的损失只限于其在公司的投资额。国美的这一投资部署,也旨在促使华平尽早地行使认股权,将可转换债券转换为股票。

主要参考文献

1. 叶永刚等. 股票期权. 武汉: 武汉大学出版社, 2000
2. 黄本要, 唐登山. 企业融资风险的期权控制策略. 武汉理工大学学报, 2002; 4