



可转换公司债券转换失败的原因及对策



雷莉萍 干胜道(博士生导师)
(四川大学工商管理学院 成都 610064)

【摘要】 可转换公司债券是大多数上市公司乐于接受的一种融资工具。但它也有风险,其中包括转换失败给企业带来的财务风险。本文分析了可转换公司债券转换失败的成因,并提出了防范措施。

【关键词】 可转换债券 转换失败 融资

可转换公司债券(简称“可转换债券”)是发行公司依照法定程序发行,在一定期间内依据约定的条件可以转换成股份的公司债券。它是在普通公司债券的基础上发展起来的一种介于债券和股票之间的混合金融衍生产品,其持有人可以在规定的期限内,将债券按既定的转股价格和转换比率转换成公司的普通股。目前,许多公司过分看重可转换债券的融资优势,对它可能给企业带来的风险却认识不足,致使一些公司可转换债券转换失败。本文就可转换债券转换失败的原因及对策进行探讨。

一、可转换债券转换失败的原因

上市公司发行可转换债券的最终目的是实现债券的转换,筹集股权资本。但由于可转换债券转换选择权的存在,发行公司将面临比配股、增发更大的经营压力,面临不能在约定时间内将债券转换为股票的转换失败风险。公司利用可转换债券融资后,资产负债率会增大,股权资本所占比重相对下降,并且要承担利息费用。如果公司的经营状况良好,股票价值增加,市场价格超过转股价格时,可转换债券持有人受利益驱动将行使转换权。发行公司的资产负债率就会因债权转换为股权而逐渐下降,股权资本比重将会逐渐提高,从而缓解公司的偿债压力。

如果公司经营状况不佳,或者是股市低迷,投资者出于投资安全性的考虑将放弃转换权而选择继续持有债券,就可能出现呆滞证券,使公司的资产负债率居高不下;若呆滞证券直至到期日还转换不成,投资人会将债券大量回售给公司,发行公司将必须动用大批资金赎回债券,还本付息,这时发行公司的流动资金会比较紧张,从而导致公司的财务风险和经营压力增大。

可转换债券转换失败的原因主要有:

1. 对发行目的考虑不周全。一些上市公司通过发行可转换债券融资,实际上只是简单地把可转换债券看成一种变相的圈钱工具,而没有在公司经营管理方面下功夫。在直接股权融资受到限制时,上市公司转而采用发行可转换债券这种迂回的方式。他们寄希望于可转换债券的持有者都会将可转换债券转换成股票,以达到他们股权融资的目的,这与我国上市

公司普遍存在的股权融资偏好有关。有的上市公司筹集的资金并没有被投入到国家扶持和鼓励发展、成长性看好的产业或项目,未能为公司创造更多的价值。甚至有的公司通过包装项目骗取发行可转换债券的资格,筹资后因无处可投为应付投资者的监督而出现滥用、乱用所筹资金的情形。这必然导致公司经济效益滑坡,股价下跌而影响转股成功。

2. 发行时机不当。可转换债券发行时公司没有对未来股市和公司股价演变的趋势进行可靠预测,从而选择了错误的发行时机。可转换债券的转股价格往往是以当前股票价格为准,或是对当前股票价格的一定程度的反映。当股价处于高位时发行可转换债券,转股价格较高,未来一段时期内股价下跌的可能性很大,可转换债券转股成功的可能性下降。如果转股不成功,发行公司就会面临预期外的负债。从我国上市公司发行可转换债券的实际情况来看,很多公司的可转换债券是在股市过热、股价偏高的时候发行的,所定的转股价格也偏高。一旦遇到股市低迷或标的股票的股价非理性下跌,则转股失败就成为必然。

3. 发行条款设计不合理。转股价格的高低直接影响可转换债券能否成功转换。转股价格过高,公司业绩和股票市场的走势不能与之配合,转股将会失败。转换期限是投资者可以将债券转换成公司股票的期限。转换期限过短,投资者实施有效转换的机会减少,不利于投资者选择行使转股权的时机,则可能造成转股失败。发行公司未在可转换债券募集说明书中附加适当的赎回条款,在赎回期内以适当的价格赎回债券,可转换债券投资者在转换价值高于转股价格时则可能持观望态度而迟迟不行使转换权利。若公司转股价格定得过高,又未设定向下修正条款对转股价格进行向下修正,或者虽然具有向下修正条款,但转股价修正触及净资产底线或修正条件过于苛刻而无法修正,使转股价格远远高于目前股价,将使转股不能进行。例如,江苏阳光发行的阳光转债某些条款设计不合理,导致到期未能全部转换。阳光转债存续期为三年(2002~2005年),其转股期仅有两年。较短的转股期以及股市低迷给阳光转债的转股带来了许多不利因素。阳光转债在其存续期内适宜转股的时期主要集中在2003年年中和2004年的上半

年股价表现较好的这段时间,但由于时间较短而来不及全面转换。此外,阳光转债满足股价向下修正条款的要求是连续30个交易日中有任意20个交易日收盘价低于转股价的80%,要同时达到时间和股价两个要求太难了,所以向下修正条款不可能被满足。阳光转债条款中转换期限较短,修正条件过于苛刻,又遇上形势不太好,到期没有全部转股,未转换的部分不得不还本付息,这离江苏阳光全部转股的目标还是有一定差距的。

二、对策

1. 讲求财务诚信,加强经营管理。发行公司应端正发行态度,讲求财务诚信。所谓财务诚信是指金融入者按照与资金提供者签订的协议或承诺的内容使用资金,接受监督并予以回报(干胜道,2003)。企业应树立财务诚信观念,善待投资者,维护各利益相关者的合法权益。不能简单地将发行可转换债券视为一种新的圈钱工具,而应在企业经营管理方面下功夫。应有效管理资金,若融资后资金使用不当,包括改变用途、投放进度无章、投资项目失败等都会给企业带来风险,从而影响转换。发行公司应进行投资项目的论证和可行性研究,并把发行可转换债券筹集的资金投向经济效益较好的生产经营项目。选择投资项目必须结合我国产业结构的调整方向、金融改革的趋势及市场利率的变化,保证未来投资项目的盈利性,降低企业风险。在债券未转换为股票时还可以有效地利用财务杠杆效应提高公司净收益,增加公司价值。通过科学的经营管理,提高公司未来业绩和经济效益,增强投资者对发行人的信心。股价上升将使二级市场的股票价格超过预先确定的转股价格,债券持有人将乐于转股,而原有股东的利益也可得到最大限度的保护。

2. 注重可转换债券发行时机的选择。在选择发行时机时,不仅应考虑可转换债券成功发行的问题,而且要考虑日后成功转换的问题。应尽量可靠地预测未来股市和公司股价演变趋势,正确分析和认识公司的目前和未来经营状况及财务状况,科学评估可转换债券对公司的适用性及影响,理性地开展可转换债券融资决策。可转换债券较好的发行时机一般来说应是在市场利率较低、宏观经济由低谷开始恢复、股市由低迷开始活跃的时候,这时市场利率水平较低,行业景气度回升,公司股票的市场表现较好。此时,投资者对股市的态度开始转好,可转换债券可能会受到重视,在此时发行与股票紧密相连的可转换债券将会较为顺利。随着经济形势的进一步好转,股票价格会逐渐走高,债券的持有人将债券转换为股票的可能性也会增大。由此可见,恰当的发行时机可以大大降低转换失败风险。

3. 注重可转换债券发行条款的设计。合理设计可转换债券发行条款,利用发行条款规避转换失败风险。可转换债券条款通常包括转股价格、转换期限、票面利率、赎回和回售条款等。公司应根据实际的经营状况和财务状况,合理确定可转换债券的发行条款。

(1)合理确定转股价格。可转换债券能否成功转换主要取

决于预期股票市价是否高于转股价格。而发行公司股票市价受未来股市和公司经营业绩等多方面的影响,带有很大的不确定性,因此转股价格的设计非常重要。降低转股价格对投资者吸引力甚大,特别是在股市低迷时期,较低的转股价格能带来较高的市场预期。但转股价格定得过低,转股数量相应增多,会加大摊薄每股收益和净资产收益率的风险,影响现有股东的权益。因此,在制定转股价格时,除考虑发行公司和投资者的利益,还应考虑证券市场未来的走势。在实际操作中,可采用“阶梯式渐涨”的转股价格,随着时间的推移,债券所能转换的股数将逐渐减少,从而鼓励债券持有人及早转换其持有的债券。

(2)合理确定转换期限。转换期过短,不利于投资者选择行使转股权的时机,可能会给公司带来转换失败风险。一般情况下,转换期限较长有利于转换成功,也使公司有较长的时间应对市场的变化。但转换期过长,又可能给公司带来持续的财务压力。因此,转换期限应与公司拟投资项目的周期相协调。若项目达到最佳盈利的周期比较长,则转换期也应相对较长。相反,若项目达到最佳盈利的周期比较短,则转换期也应相对较短,以防止在投资者观望的过程中,公司失去最好的转换时机。

(3)合理确定票面利率。票面利率过低可能会导致发行失败,只有在较好的经营状况和市场环境下,公司才能选择以较低的利率发行。票面利率高,有利于债券的顺利发行,可以降低发行风险,但可能增大企业的财务负担,加大企业的利率风险。并且由于有稳定且相对较高的利息收入,债券持有人转股的愿望将不强烈,因而可能在适宜的转股期仍持观望的态度。因此,企业制定票面利率时要综合考虑各方面的因素,可以参照同期企业不可转换债券、政府债券以及定期储蓄存款利率的水平,同时考虑企业的信用状况,在实际操作中企业可采用浮动利率的方式来平衡风险。

(4)合理设计赎回、回售条款及向下修正条款。在赎回条款中,发行公司可以明确规定赎回条件,如:设置随时间推移逐渐降低的阶梯式赎回价格,促使债券持有人为了避免更大的损失而选择转换;规定当股票市价达到或超过转股价格一定比例时企业有权赎回可转换债券,以防止可转换债券持有人在转换价值高于转股价格时持观望态度;约定赎回时可用现金、普通股、认股权证或其他工具支付可转换债券本息,克服现金不足以支付的困难等。在回售条款中,发行公司可以规定较短的回售期和较低的回售价格。另外,事先设定合理的向下修正条款也可防范可转换债券的转换失败风险。

主要参考文献

1. 杨如彦,魏刚,刘孝红等.可转换债券及其绩效评价.北京:中国人民大学出版社,2002
2. 陈豪琳,易曼.可转换债券融资的风险防范探讨.商业会计,2004;2
3. 潘龙萍.可转换债券融资财务问题浅析.改革与战略,2003;4