



我国上市公司转债融资 若干问题的探讨



山西财经大学 张一贞(教授) 李勇

与西方发达国家相比,我国新兴的可转换债券(简称“转债”)市场仍存在着诸多缺陷,这对我国上市公司(以下简称“公司”)融资以及转债市场的发展都起到了严重的阻碍作用。认真分析导致我国转债市场发展缓慢的原因,对于完善转债融资方式、推进证券市场的发展有着十分重要的意义。

一、市场准入管制问题

1997年发布的《可转换公司债券管理暂行办法》和2001年发布的《上市公司发行可转换公司债券实施办法》对转债发行人的资格作了明确的规定:原则上只有上市公司才可以发行转债,并且要求最近3年连续盈利,且3年的平均净资产收益率在10%以上;能源、原材料、基础设施类公司的平均净资产收益率可以略低,但不得低于7%。由此可见,目前的政策导向是明确的,即发行公司必须具备一定的规模,要有较好的历史业绩,而对能源、原材料、基础设施类公司的要求则相对较低。

上述规定使我国目前的转债市场完全由传统类公司“唱主角”,转债的发行主体明显与企业债券的发行主体相吻合。这是因为传统类公司业绩较好,且大多属于国有控股公司,所

(2)开征生态补偿税、资源税等税种,增加财政收入。在实际操作中可采用弹性税率,根据环境治理边际成本的变化、资源的边际利用率或开采数量合理调节税率。同时,对不同地区、不同部门、不同污染程度的企业实行差别税率,这样做既能遏制生态恶化,又能合理开发资源,同时也拓宽了西部生态重建工程的资金来源渠道。

2.实现生态投资主体多元化,是西部地区进行生态重建的重点。

(1)就西部地区农户而言,增加农户收入、提高农户的生态建设意识以及由政府引导农户从事规模小、见效快的生态工程并给予适当补贴的做法,既能使农户脱贫,又能从实际上改善西部恶化的生态环境。

(2)就西部地区企业而言,我国的财政资金运用效率比较低,这主要是由于财政政策的作用过程没有依靠经济行为主体之间的竞争及基于市场与供求关系的市场机制等。西部企业进行生态投资能够减弱这些影响,国家应允许企业通过多种模式参与生态建设。可以引入BOT融资方式,通过投标、竞标使企业成为某生态工程的主体,并与政府签订特许经营协议,这种途径既可提高资金的利用率,又可加快西部生态重建的步伐。

3.创立西部生态建设基金,引导民间资金进行投资。基金

以能受到政策的“庇护”。科技类公司数量虽多,但由于其规模普遍较小,而且有高波动、高风险的特点,转债发行的门槛对它们来说相对较高。这种发行主体的单一性使转债市场规模受到影响,导致其发展缓慢。

二、转债发行额度、品种与期限规定中的问题

现行政策规定:转债发行后,公司的资产负债率不得高于70%,累计债券余额不超过公司净资产额的40%等。这些偿债能力保障指标,实际上间接地限定了公司融资额度的上限。而“70%”和“40%”的比例偏低,并没有考虑到公司的实际需要,这不利于公司一些好的大型项目的开展。如果一家公司有一个预期收益可观但资金投入较多的高新技术项目,而该公司的净资产额较低,那么这就相应限制了融资额度,导致其无法实施该项目。

我国目前的转债只有带息转债一种。在海外转债市场上,不仅存在狭义的可转换债券,还有诸如可转换优先股、托管可转换证券、零息可转换债券等。品种的多样化使得海外转债市场呈现出一派繁荣的景象。我国转债品种的单一性极大地限制了投资者的选择余地和转债市场规模的扩大。

具有集中资金、专家理财、风险分散的优点。西部生态经济建设基金可以封闭基金的形式上市运作,以提高资金使用效益、降低投资风险来吸引民间资本,为此,需要对民间资金的进入和发展创造特殊环境。例如,国家可以对西部地区从事生态经济建设的中小企业提供信贷担保及对特殊行业的生态经济建设企业提供贴息贷款等。

4.西部地区要引导国外援助项目向西部生态重建倾斜。生态环境的保护和建设是国际组织和发达国家共同关注的问题,它们为此设立了专门的保护建设基金,而且它们有较丰富的经验和充足的资金,这对改善西部生态环境意义重大。目前,西部地区已吸引了一些国外资金,总计约3.6亿元的日本海外协力基金贷款和德国政府无偿援助资金,并将在今后的几年内投入到内蒙古草原的生态建设中,其中涉及黄河中游沿岸的内蒙古10个旗县市。

总之,应调动一切可以调动的力量,吸引一切可以吸引的资金,使之参与到西部生态重建这项伟大而艰巨的工程中去,这具有重要的经济意义和深远的历史意义,也是我们建设和谐、节约型社会,走可持续发展道路的重要环节。西部地区要在国家政府和中西部地区的协助下,加大力度改善本地区生态现状,从而实现西部经济的腾飞,增强国家的综合实力,再造人与自然和谐相处、平衡发展的良好局面。○

现行政策规定:企业发行的转债期限不超过5年。一般来说,转债的期限越长,转股期就越长,而转股比例的高低一般与转股期的长短是成正比的。这个期限过短,对发行公司是不利的。首先,公司转债筹资的投入项目周期一般都较长,新项目产生的效益有的要在若干年后才能体现。而我国规定转债发行半年后即可转股,这就使公司为了尽快使其筹集的资金产生效益以及为了转股成功,被迫放弃一些生产周期较长的项目,而选择一些“短、平、快”的投资项目。这样做虽然使短期效益增加了,但是对公司的长远发展并不利。其次,公司的股票数量增长速度超过利润增长速度,势必造成每股收益的降低,从而对公司股价造成不利影响,进而影响到转债的转股进程。

三、发行公司转债设计上存在的问题

在现行政策的影响下,我国发债方大多是传统类企业,再加上转债品种单一,这些公司在转债条款的设计上互相模仿,缺少差异化,呈现出过度保护转债投资者利益的趋向。与国外转债相比,主要表现在以下几个方面:

1.极低的转股溢价水平。我国在2003年以后发行转债的初始转股溢价水平很低,平均不超过1%。而海外市场转债初始转股溢价一般为15%~30%,尤其是在2003年以后,许多转债溢价幅度上升到50%以上。

2.无限向下修正条款。许多发债公司规定,当公司股价低于转股价一定幅度(一般为80%左右)时,公司有权向下修正转股价,修正的次数不受限制,因此转债向下修正的空间很大,这极大地提高了其期权价值。

3.较高的票面利率。比如2003年发行的5年期的转债,5年平均票面利率约为2%。许多转债还设有利息补偿条款。另外,转债到期时若没有转股,还可以高价回售给发债方。这些条款进一步提高了转债的保底收益。海外市场虽然也是以带息转债为主体,但其票面利率都很低,且有走向零利率的趋势。

4.实力雄厚的担保人。我国要求发行转债必须有担保。现在绝大部分转债都是由四大国有商业银行进行担保的。而海外公司一般为了降低融资成本,很少有转债担保。

我国证券市场还不是一个成熟、有效的市场,股价波动很大,有时会长期脱离基本面运行,股价可能在十多个交易日都远远低于转股价。也就是说,转债的回售条款会被轻易触发。此时公司若不愿回售,只有通过调低转股价来避免回售。向下修正转股价虽可避免回售发生,但转股价调低意味着公司股本的扩张,并可能拖累股价下调,形成恶性循环,影响公司与流通股股东利益。

四、投资者、股东与发债公司的利益协调问题

从现行政策来看,管理层要求转债发行方必须是绩优公司,再加上现有发行方为了使转债顺利发行,都设定了较为有利于转债投资者的条款,从而对他们的利益给予了足够的保护。但是政策上却忽视了发行公司现有流通股股东的利益。为了保护流通股股东的利益,证监会在2004年推出了“分类表决制度”。该制度要求上市公司召开股东大会审议再融资、重大资产重组、以股抵债等重大事项时,都需有参加表决的社会公众股股东(流通股股东)所持表决权的半数以上通过,方可实施或提出申请。该制度是在我国公司普遍存在股权分置的

情形下试行的一项过渡性措施。针对公司非流通股股东(大股东)可以随意“强制侵害”流通股股东利益的状况,该制度赋予了流通股股东一定的“话语权”,在一定程度上保护了他们的股东权益。但该制度的实施又损害了发债公司的利益,对转债市场发展起到极大的阻碍作用。该制度实施后,许多计划发债公司(包括许多绩优公司)的议案纷纷遭到其流通股股东的否决,公司的顺利发债变得愈加困难。政策上对各方利益的保护“顾此失彼”,最终影响了转债市场的发展。

通过以上分析,笔者认为完善我国公司转债融资有以下对策:

1.放宽市场准入条件,降低发行主体资格要求。在转债市场发展初期,出于市场保护和风险防范的考虑,政策上对发行公司的资格进行严格审核是可以理解的。但条件限制过于严厉,会造成社会资源的浪费。我国政策制定部门应修改相关规定,放宽对公司的市场准入条件的限制,比如降低对净资产收益率的要求,同时把研究与开发费用占公司总销售额的比例作为一个重要指标来考核。通过该指标来考核公司的成长性,有利于有发展前景的高新技术公司获得发债资格,从而实现社会资源的有效配置。

2.放宽对发行额度、期限的限制,鼓励开发新的转债品种。建议对现行法规中公司的资产负债率和累计债券余额占净资产额比例的规定进行修订,将条件放宽,甚至可以允许有高新技术项目的公司发行超过其净资产的转债,使转债资金确实为公司的发展发挥作用;建议管理层允许公司发行一些期限较长的转债,比如可将转债的期限分为5年、10年、15年三种,使转债市场中的短期、中期和长期转债相结合,以满足各方的需求;建议管理层允许公司开发一些新的可转换证券类金融产品,以丰富市场的交易品种,促进企业融资规模的扩大。

3.发债公司在转债条款设计上应双向考虑收益、风险和成本。发行转债会面临许多风险,如股价下跌风险、回售风险、转股失败风险等。所以,公司在转债条款设计上,不要为了顺利发行而一味取悦转债投资者,而应考虑成本与风险,力争体现出差异化与创新性,如适当提高转股溢价水平和回售条件、限制修正转股价的次数、逐步调低转债的票面利率、聘请信誉较好的咨信机构对转债进行评级等。这样才能使转债市场逐步趋于合理化、正规化。

4.在保护转债投资者利益的同时,重视发债公司和流通股股东的利益。转债投资者的利益应得到保护,这关系到转债市场的吸引力。过度保护转债投资者的利益是以损害公司流通股股东的利益为代价的,最终会导致股价下跌、转债市场萎缩。分类表决制度看似保护了公司流通股股东的利益,实际上却损害了发债公司的利益,其并没有解决融资中存在的问题。笔者认为,管理层在解决该问题时,在政策上应有所创新。例如,可要求公司发债时推出配套的认沽权证,这样能有效降低因公司发债造成股价下跌而给流通股股东带来的潜在风险,在一定程度上保护流通股股东的利益。这虽然会给公司带来一定的压力,但也会使其更加有效地使用所筹资金,改善公司的业绩,推动其股价上涨,从而实现各利益方的共赢。○