



可转换债券融资中存在的问题

山西财经大学会计学院 李勇

【摘要】从2002年起,发行可转换公司债券已经成为我国上市公司融资的重要方式,可转换债券市场也呈现出一派欣欣向荣的景象。但从近三年的实践来看,可转换债券融资中存在的一些问题严重阻碍了债券市场的发展。本文将通过对相关问题的研究,提出完善可转换债券融资方式的一些建议与对策。

【关键词】上市公司 可转换债券 建议

可转换债券是一种介于债券和股票之间的混合债券。自1843年美国纽约的Erie Railway公司发行世界上第一张可转换债券(简称“转债”)至今,转债逐渐为筹资者和投资者所熟悉并受到广泛的欢迎。目前,在美国、欧盟、日本和东南亚等国家和地区,转债市场已经成为金融市场中不可或缺的重要组成部分,转债市场为这些国家和地区金融市场的繁荣和企业竞争力的提升起到了积极的推动作用。

与西方发达国家相比,我国转债市场尚处于起步阶段。1992年11月,深宝安(000009)发行的“宝安转债”上市。这是我国首家由上市公司(以下简称“公司”)发行的转债。在这以后,由于“宝安转债”转股失败,导致了我国转债市场陷入多年的沉寂。2001年,我国证监会颁布《上市公司发行可转换公司债券实施办法》(简称《实施办法》)及其配套文件后,发行转债逐渐受到公司的青睐并成为融资的重要工具。2002年公司发行转债41.5亿元,2003年公司发行转债增加到185.5亿元。虽然国内转债市场已有一定的发展,但与国外成熟市场相比,仍存在诸多缺陷与不足。本文将通过分析我国转债市场中存在的若干问题,提出一些完善该种融资方式的建议与对策。

一、现行法律法规存在的若干问题

我国与转债有关的法律法规主要有《证券法》、《可转换公司债券管理暂行办法》(简称《暂行办法》)、《上市公司发行可转换公司债券实施办法》等。随着时间的推移和市场环境的变化,与转债有关的法律法规的不足开始显现。

1. 市场准入管制。除了原则上规定只有公司可以发行转债,现行法规还规定:发行公司需在最近3年连续盈利,且最近3年的净资产收益率平均在10%以上;能源、原材料、基础设施类公司的净资产收益率可以略低,但不得低于7%;发行人最近三年平均可分配利润足以支付转债1年的利息等。这些规定虽然比较安全,可降低转债投资者的风险,但随着时间的推移,其缺陷逐渐显现。

(1)政策倾斜与强调“安全性”,导致发行转债主体呈现明显的单一化。从规定看,现有政策明显倾向于能源、原材料、基础设施类公司。这类公司一般规模较大、历史业绩较好、偿债能力较强,并且绝大部分属于国有控股公司。从2002~2004年发行转债公司的情况来看,金属冶炼、能源、造纸、化工类公

司已在融资企业中唱主角,占到发行转债公司总数的80%以上,这与我国非上市公司债券的发行主体呈现高度一致性,而高科技企业(如光电技术企业、生物制药企业)相对较少,不到10%,明显处于转债市场中的配角地位。这一点,与发达国家鼓励高风险高成长的高科技企业发行转债的做法形成了鲜明的对比。我国公司中的一些规模不大、尚处于成长期、通过其他途径融资较为困难的高科技企业更急需资金来发展,而如今发行转债对它们来说又是可望而不可即的,这不能不说是一种遗憾。因此,政策的倾斜性虽出于鼓励绩优公司的良好愿望,但不免有“嫌贫爱富”之嫌。

(2)考核指标过于简单化。首先,从规定来看,净资产收益率的高低直接关系到公司是否具备发行转债的资格,单独用该指标来评价公司是否具备发行转债的资格值得商榷,因为净资产收益率是一个极易被操纵的指标,而且过去的净资产收益率高并不能代表公司未来的盈利能力就强。其次,考核指标难以考核出公司是否具备成长性。一个刚处于衰退期的公司,也许其净资产收益率能达标,而一个刚处于成长期的公司,其净资产收益率却不一定能达标,前者具备发行转债资格而后者不具备。再次,利用这样的指标对公司进行考核,实质上隐含这样一个假设:一个公司过去的业绩好,它对募集资金的使用效率也高。而大量事实证明并非如此。

2. 融资额度与用途。《暂行办法》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%;转债的发行额不少于人民币1亿元等。这些偿债能力保障指标仍偏重于降低投资者风险的考虑。转债的发行额不少于人民币1亿元的规定,是为了考虑转债上市后的流通性,这是有必要的,而规定其他指标,实际上间接限制了公司融资额度的上限。笔者认为,“70%”和“40%”的比例偏低,没有考虑到公司的实际需要,不利于公司一些好的大型项目的上马。例如,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,由于该公司的净资产较少,相应地限制了其融资额度,从而无法实施该项目。

另外,政策规定,只要公司募集资金的投向符合国家的产业政策,具有良好的投资回报,该公司就可以发行转债。但笔者认为,这样的规定不利于企业科技创新能力的提高。众

所周知,我国企业最缺乏的就是科技创新能力。例如,我国钢铁生产居世界第一,但生产出的多是科技含量不高的二三流产品,一流的产品仍然需要大量进口。许多钢铁公司通过发行转债筹集了大量资金,但这些融资支持项目中很少有高新技术项目,融入的资金对企业的科技进步和核心竞争力的提高没有起到很大作用。对募集资金的投向要求过低,会导致一些公司的融资额仅仅是用于低水平的重复建设,而对提升其科技创新能力并没有多大帮助。这说明转债募集的资金没有得到有效配置,从某种意义上说,它对社会资源造成了浪费。而国外公司转债的融资额大量用于高新技术项目,极大地增加了这些国家的社会财富。

3.发行品种与期限。政策中虽没有明确规定转债的品种,但有如下规定:转债的利率不超过银行同期存款的利率水平;转债应每半年和一年付息一次,到期后的5个工作日内应偿还未转股债券的本金及最后一期的利息等。可见,我国允许公司发行的仅是带息转债。这一规定在一定程度上提高了转债的纯债券价值,但同时也限制了其他转债品种的使用。比如零息转债,由于不带息,可为公司节省更多的成本,在海外市场非常受欢迎,而在我国现行条款约束下,公司却无法发行。海外转债市场规模很大,是其多种可转债类产品共同交易的结果。单一带息转债品种,难以满足公司及投资者的需求,不利于我国转债市场规模的扩大。

按规定,公司转债的期限最短为3年,最长为5年。这比国外转债的期限大都在10年以上明显短得多。笔者认为,管理层这样规定,可能认为转债的期限越短,给投资者带来的风险就会越小。但这样规定却加大了发行转债公司的风险,也有可能迫使公司在选择融资项目时存有短期行为。由于《实施办法》中规定了转债自发行之日起6个月后就即可转股,许多发行公司都把转股锁定期设为6个月。如果公司融资项目的建设期较长,效益在发债前几年难以体现,随着股本的不断增加,“稀释”作用开始体现,势必造成股价下跌,这样不仅不利于转股,而且会导致回售条款被轻易触发或使公司被迫下调转股价,从而给发行公司带来风险。即使在以后几年效益被体现出来从而引发股价上涨,也会因转换时间较短而不利于转股的实现。由于现行政策不允许发行更长期限的转债,公司在选择融资开发项目时,为了规避风险,有时被迫“忍痛割爱”,放弃期限较长但更有利于公司发展的项目,而选择一些短期的见效快的项目。这对公司的长期发展是不利的。

4.担保与评级。《实施办法》还规定:发行人应依法与担保人签订担保合同,担保应采取全额担保;担保范围应包括转债的本金及利息、违约金、损害赔偿金和实现债权的费用等。而国外对公司发行转债一般不要求有担保。我国要求发行转债公司必须有担保,其初衷是为了降低转债投资者的风险。但这样规定,把大量业绩一般但处于成长期的公司拒之于发行转债的大门之外,这类公司由于具有高风险的特点而无法获得担保,最终只能对发行转债“望而却步”。另外,要求有担保也增加了发债方的融资成本。

二、对存在问题的分析

受转债市场现行政策、法规的影响,我国公司发行的转债不仅品种单一,而且发行公司出于急切融资的心理,在条

款设计上也大同小异,呈现出高度的趋同性,其特点是:

1.极低的转股溢价水平。2002年我国转债的初始转股溢价平均为4.8%,2003年平均为0.77%,2004年平均为0.8%。而海外市场转债初始转股溢价一般为15%~30%,集中在20%~25%之间。尤其是在2003年以后,许多转债初始转股溢价幅度上升至50%以上。比如新浪、搜狐两家公司在美国发行的20年期零息转债的初始转股溢价都为30%。

2.无限向下修正条款。按规定,当发行公司股价低于转股价一定幅度时(一般为80%左右),公司有权向下修正转股价,修正的次数不受限制,因此国内转债向下修正的空间很大。这极大地增强了转债的股性,提高了其期权价值。而在海外市场,即使转债出现这种修正,其修正后的转股价也不得低于初始转股价的80%,而且修正次数也受到一定的限制。

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行转债的公司。这些条款进一步提升了转债的保底收益。而在海外市场虽然带息转债仍为主体,但票面利率都很低,且有向零利率发展的趋势。比如近年来海外零息转债大量增加,其占转债市场的比重已从2002年的3.5%上升到2003年的21.8%。

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由四大国有银行进行担保,而海外公司一般为了降低融资成本,很少对转债进行担保。

由于国内转债的条款极其优厚,并且发行转债公司业绩优良,这极大地保护了转债投资者的利益。在比较了我国和美国的转债之后,国际金融家索罗斯不禁感叹:“中国的转债被低估得不可思议”。正由于我国转债的收益与风险呈现出极大的不对称性,导致转债在上市交易首日一般都有不菲的涨幅,在一级市场申购转债的投资者均可轻松地实现套利。因此,在转债的一级市场上出现了投资者(尤其是机构投资者)“哄抢”的局面,而1%左右的申购中签率足以反映出其火爆程度。表面的繁荣最容易掩盖实际存在的问题,这种状况一旦形成刚性,对我国转债市场的发展将极为不利。

从以上分析可以看出,我国“独特”的转债的形成和转债市场的畸形发展,都与管理层过度强调转债的安全性、过于保护转债投资者的利益有关。在转债市场发展初期,保护投资者的利益是必要的,但随着市场环境的变化,某些条款已经丧失了必要性。这是因为:首先,我国转债投资者的构成已经发生了很大变化。随着我国证券市场的发展,证券投资基金、境外合格机构投资者、证券公司、保险公司等机构投资者逐渐发展壮大,并在证券市场中占有举足轻重的地位。机构投资者现在已是转债一级、二级市场的主力军。据统计,他们共持有市场上流通转债的90%以上。他们一般都有专业的研究队伍和丰富的投资经验,对不同金融产品的风险与收益能够进行详尽的分析,从而做出投资决策。换言之,他们已经具备很强的抵御风险的能力。由于转债投资者已从原先的以个人投资者为主转变成以机构投资者为主,管理层再要求公司推出安全系数如此之高、风险如此之低的转债已经没有必要。其次,不同投资者对不同的金融衍生产品有不同的偏好。即使允许一些业绩一般的高科技企业为一些高新技术项目

发行转债,也会吸引一些偏好高风险、高收益的投资者来投资。只允许绩优公司发行单一品种的带息转债,不仅不利于转债品种的创新,而且难以吸引更多如风险投资基金等机构投资者们的青睐。事实上,我国的风险投资发展缓慢,与我国缺乏更多的高风险、高收益的衍生金融品种有直接的关系。

公司发行转债也特别考虑了转债投资者的利益,这与政策的规定、公司的自身素质和偏好等有关。首先,国外公司在转债条款设计中设定较低的利率、较高的转股溢价和有限制的向下修正条款等,是建立在公司具有高成长潜质基础之上的。投资者因为看好公司的未来,才愿意接受较为苛刻条件的转债。我国转债发行公司大多数是国有企业改制而来的公司,他们之所以推出一些几乎没有信用风险却有较高收益的转债,是因为这些公司对自身的成长性缺乏信心,或说明其在政策的约束下只能如此。其次,为了能够顺利筹集到资金,公司在给投资者提供低风险投资品种的同时,自身却承担较多的融资成本和融资风险,这反映出公司对资金的极度“饥渴”和对股权融资的高度偏好。

发行公司设计降低转债投资者风险的发行条款,是以自身承担较多的融资成本和较大的融资风险为代价的。以回售条款为例,我国发行公司虽说仿照了国外转债的一贯做法,但没有过多考虑我国证券市场的实际情况,从而给自身带来较大的风险。比如华菱管线的转债条款规定:在公司转债转股期内,如果公司A股股票收盘价连续15个交易日低于当期转股价格的85%时,转债持有人有权将持有的全部或部分转债以面值107%的价格回售给公司。许多转债都规定了类似的条款。但我国证券市场还不是一个成熟、有效的市场,再加上公司的流通市值偏小、股价容易被操纵等特点,公司股价波动很大,有时会长期脱离公司基本面运行,股价在区区十多个交易日低于转股价的一定幅度是常有的事情。这也就是说,转债的回售条款很容易被触发。比如在2005年5月,华菱管线就因其股价下跌险些成为首家履行回售义务的公司。而此时公司只能通过不断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扩张加大,并可能使得股价下调,形成恶性循环,影响公司与流通股股东利益。另外,大多数公司规定转股价不得低于每股净资产,向下修正也受到了限制。现在许多转债的初始转股价多次向下修正后,已经逼近了每股净资产,使得转股价已无下调的余地,于是,回售风险陡然增加。

三、建议

1.修改市场准入条件,以审核发行公司项目和公司成长性为主。原先法规中过多考虑了发行公司的业绩,而对募集资金项目考虑得较少。管理层应修改相关法规,将审核重点从发行公司的资格转到募集资金项目上来。对业绩优良的公司,如果项目的科技含量不高,就不应该允许其发行转债;对业绩一般的公司,如果其项目属于高新技术项目,能获得较大的经济效益,应允许其发行转债。这就是说,对转债募集资金的用途进行严格规定,将其融资支持项目转到高新技术项目上来,为企业科技创新能力的提高服务,至于融资项目的科技含量,可以通过委托一些资深科研机构来评估。

2.放宽公司发行转债融资额的限制。建议将法规中规定

“转债发行后,公司的资产负债率不得高于70%”和“累计债券余额不超过公司净资产的40%”中的比例提高。比如允许有高新技术项目的公司发行超过其净资产的转债,这样,一些机构投资者或企业不仅可以通过购买转债获得价差收益,而且可以通过购买大量转债转股来隐蔽地获得发行公司的控制权,从而完成对发行公司的并购或成为发行公司的重要股东,以参与其经营管理,改善其公司治理。

3.鼓励公司对发行品种进行创新,逐步延长转债的发行期限。首先,我国转债经过近些年的发展,已经度过市场的启蒙阶段和教育阶段,推出多种发行品种的条件已经成熟。新的转债品种可为市场带来活力。管理层应鼓励公司在普通转债的基础上,通过具体条款的变化,形成不同特征的转债品种,并对这些发行转债的公司予以优先权审批。推出更多的转债品种,不仅能给发行公司提供更多的资金和成本更低的融资方式,而且能为投资者提供更丰富的投资品种,满足投资者不同的风险偏好,平衡市场各方的利益,促进转债市场规模的扩大。不同品种的转债会不会扰乱我国新兴的转债市场?笔者认为,只要完善转债评级制度,这种情况就不会发生。其次,延长转债的发行期限,可使发行公司根据项目的实际情况来灵活设计转债的期限。转债的期限越长,公司转股成功的概率就越大,发行公司的风险就越低。不同期限的转债上市,也有利于不同偏好的投资者的选择。

4.取消必须要求担保的条款,完善转债评级制度。建议取消要求发行公司必须有担保的条款,使更多的公司有发行转债的资格,降低发行公司的融资成本。当然,这并不表示放松对发行公司的要求。考虑到某些公司(尤其是高科技公司)融资风险高的特点,政策上可在保险公司增设“转债融资保险”这一险种,由发债公司投保,以此来降低投资者的风险。

当不同业绩的公司发行转债后,发行公司及转债的信用评级就显得必不可少。政策上应建立与完善我国的信用评级体系,建立一批诸如标准普尔公司那样的信用评级机构,同时要求对发行公司及其转债进行评级,并对评级机构进行有效监管,防止发行公司与评级机构“合谋侵害”转债投资者。

5.公司在发行转债时必须注意风险的防范。首先,鉴于我国公司在设计转债条款时总是把如何顺利融资放到第一位,而没有考虑融资风险的情况,因此应强化风险意识。要清楚地认识到,公司一旦发行转债,就会面临诸如利率风险、回售风险、股价下跌风险、转股失败风险等风险。防范这些风险,要求发行公司在选择项目时充分权衡项目的收益与风险,有了好的项目再发行转债,否则,虽然融资成功了,却有可能将公司拖下泥潭。深宝安在转股失败后的一蹶不振就是一个典型的例子。其次,在设计转债条款时,过度迁就转债投资者的做法并不可取,发行公司应根据市场环境、供需等因素的变化来灵活设计条款。最后,不要盲目地照搬国外企业转债的做法,要考虑我国证券市场的实际情况,灵活借鉴。

主要参考文献

①杨如彦,魏刚等.可转换债券及其绩效评价.北京:中国人民大学出版社,2002

②吕玉芹.中小高科技企业R&D融资问题探讨.会计研究,2005;4