

# 浅析我国可转换债券的投资价值

湖南衡阳财经工业职业技术学院 马雪金

**【摘要】** 可转换债券是一种介于债券和股票之间的可转换融资工具。我国的资本市场一直存在着股权融资比例过高、投资品种匮乏、金融创新少等问题。本文对可转换债券市场的投资价值及投资策略进行了分析,以期进一步完善我国证券市场。

**【关键词】** 可转换债券 投资价值 投资策略

2003年先后有16家上市公司发行了可转换债券,累计发行额度达185.5亿元。2004年,发行可转换债券的公司虽然只有12家,但其发行额度都比较大,累计发行额度达到204.13亿元。可以预计,随着我国可转换债券市场规模的逐步扩大,可转换债券必将成为我国证券市场的重要组成部分。

## 一、可转换债券的投资价值分析

可转换债券具有两个基本属性:债权性和期权性。因此,可转换债券的价值是由普通债券价值(也称纯债券价值)和买入期权的价值两部分构成。

**1.可转换债券的价值区域。**投资者总是选择转换价值和直接价值中的较高者进行投资和交易,从而发现可转换债券的市场价格。两种价值一旦产生差异,市场就以较高的价值进行交易,这使得两种价值趋于一致。这种价值趋向的一致性使得决定转换价值的股票价格和表现直接价值的可转换债券的市场价格会产生明显的联动效应。这里假定:①转换比例为1,且可转换债券的转换价值在发行年限内不作调整;②发行年限内公司未派股息。以这两个假定来确定可转换债券的价值区域。

如果①②假定成立,则可转换债券的转换价值固定等于转股市价,从而可以确认:① $Z \geq C$ ;② $Z \geq V$ ;③ $Z \leq C+V$ 。

其中, $Z$ 表示可转换债券价值, $V$ 表示普通债券价值, $C$ 表示转换价值。 $Z=V$ 及 $Z=C$ 两条直线共同构筑了可转换债券价值的下限。事实上,基于对股价上涨的预期,可转换债券价值往往高于其下限,但却低于上限,即直线 $Z=C+V$ (见图1)。

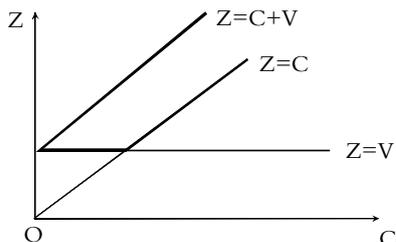


图1 可转换债券的投资价值区间

哈佛商学院的Micheal L.Tennican进一步研究指出,不同的公司债券其价值不同(见图2)。

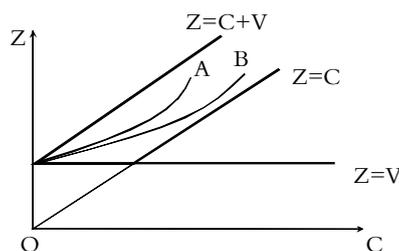


图2 不同可转换债券的投资价值区间

其中,曲线A代表低现金股利、股价易变动或普通债券价值与转换价值相关性低公司的可转换债券价值;曲线B则代表高现金股利、股价稳定或普通债券价值与转换价值相关性高的公司的可转换债券价值。一般而言,B低于A。

**2.可转换债券的投资价值。**假设公司股价每年按给定增长率增长,转换权利被认定在可转换债券到期前某一预定年份实现(见图3)。

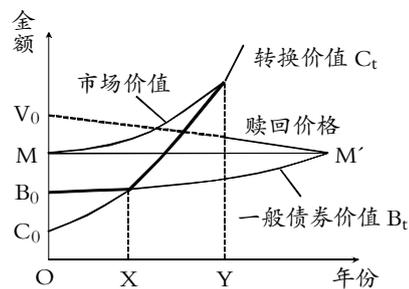


图3 可转换债券的投资价值模型

(1)MM'线为可转换债券的到期值线。

(2) $V_0M'$ 线为可转换债券的赎回价格线。规定在Y年内不能赎回(Y年以前为虚线,表示此期间内不能赎回),Y年后赎回价格逐年递减。

(3) $B_0M'$ 线为该可转换债券的一般债券价值曲线。虽然其一般债券价值的初始值(即上市价格)为 $B_0$ ,但其价格会随着期限的临近而逐渐上升,即其价格将沿着 $B_0M'$ 线向上爬升,其到期日的一般债券价值应等于到期值 $M'$ 。

(4)可转换债券的初始转换价值 $C_0=P_0R$ 。其中, $C_0$ 是指

持有人在 $t=0$ 时行使转换权利所能换得的普通股股票总值,在图中 $C_0C_t$ 线表示可转换债券的转换价值,用公式表示为:

$$C_t = P_0 \cdot R \cdot (1+g)^t$$

其中, $P_0$ 为公司普通股股票初始售价, $g$ 为股价预期增长率, $R$ 为转换比例, $t$ 为时间。由于股票价格的预期增长率为 $g$  ( $g>0$ ),因而普通股价格预计逐年按 $g$ 的速度增长,可转换债券的转换价值也就会随时间的增加而增加。

(5)  $MC_t$ 线为假定的可转换债券市场价值曲线。一般来说,可转换债券的出售价格不会低于普通债券价值,也不会低于其转换价值。因而, $B_0C_t$ 是一条基本价值线,在其以上的价值通常被称为转换最低价。

(6) 可转换债券最初以 $M'$ 的价格出售,投资者愿意接受的原因是可转换债券持有人在股价上涨时可获得较大的资本利得。此外,持有可转换债券比持有普通股更为安全。当然,若市场利率上涨或可转换债券发行公司信誉下降时,则其一般债券价值线 $B_0M'$ 将向下倾斜。

(7) 可转换债券的实际市场价格与转换最低价之间的差价(即投资者愿意支付的溢价部分)将会逐年减少。假定至第 $Y$ 年时,发行者可以随时执行赎回权利,则其差价为0。这是因为:①由于股票价格每年的增长率为 $g$ ,而债息是不变的,因而一年后就会促使可转换债券转换;② $Y$ 年后,发行者通常可按合同规定的赎回价格将可转换债券赎回。此时,转换价值大于赎回价格,显然投资者愿意转换。基于以上两点原因,市场价值线与转换价值线重合。因此,可转换债券的转换时机取决于最初转换价值和普通股价格的预期增长率。

需要说明的是,由转换最低价提供的损失保护并不能很好地解释溢价问题。因为转换最低价也会随利率的变动而变动,如股价下跌,投资者将寻求一般债券价值保护。但利率上升时,一般债券价值将下降,损失保护即为转换最低价。在转换价值等于或大于一般债券价值时,转换最低价提供的保护并不如想像中的那么多。

事实上,股价的增长率不会每年都为 $g$ ,而是具有一定的波动性。实际情况表明,随着股票价格的上涨,可转换债券的价格也在增长,但增长幅度是不同的。在股票价格增长的初期即股票价格相对较低时,可转换债券的价格增幅较大,并迅速达到一个相当高的水平。而到最后,可转换债券的价格增长幅度明显缩小,并小于股票价格的增长幅度(见图4)。

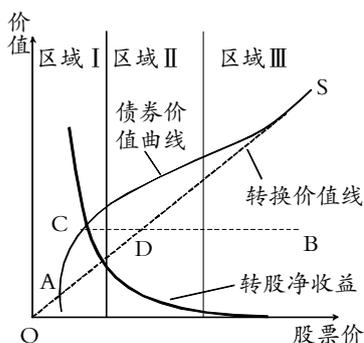


图4 可转换债券的转股价值与转股净收益分析

(1) 转股价值就是以转股比例为斜率的直线 $ODS$ ,代表了随股票价格增长而增长的转换价值变动趋势。

(2) 曲线 $ACS$ 和直线 $ODS$ 之间的面积即是债券转股所实现的利益,两者之间的垂直距离就是实现的持股收益。能获得转股收益最大的时点是债券的价格同转换价值的差达到最大之时。

(3) 根据转换净收益的大小,可把图4划分为3个区域,即低收益区、中收益区和高收益区,图4中的转股净收益曲线表明了不同区域中的转股净收益变化情况:①低收益区(区域III):该区转股净收益低,股票价格相对较高,债券价值的变化几乎同转换价值的变化一致。由于债券价值已小于可转换债券的转换价值,因此债券的利率对债券价值的影响很小。②中收益区(区域II):尽管转换价值仍是主要因素,但可转换债券价值也受到利率变化的影响。在该区域适合发行可转换债券,这是因为在该区域股票价格相对较低,且有较大的上升空间。③高收益区(区域I):此区域股票价格最低,可转换债券的价值变动与普通公司债券相似,在市场利率不变的情况下,可转换债券对股票价格变动的敏感程度很低,也就是联动程度较低,这时可转换债券转股可以获得最大的转股收益。

## 二、可转换债券的投资策略分析

投资可转换债券对于稳健、保守的投资者来说是首选。但如何投资可转换债券并获得较高的投资收益,这就需要从债券因素、股票因素、宏观因素等方面对所投资的可转换债券进行全面分析后再做出抉择,具体措施为:

1. 选择票面利率高的可转换债券。由于可转换债券具有债权性,因此利率高低是衡量可转换债券投资价值最直接的标准。如果可转换债券的票面利率较高或有利息补偿条款,就可以保障债券持有人在没有机会获得股市差价收益的情况下至少能获得按同期银行存款利率计算的正常收益。

2. 在选择可转换债券品种时,要考虑转股价的合理性。要全面预测上市公司股价在未来一段时间内的变化趋势,这是决定可转换债券获利空间的主要因素,一般投资者应选择转股价较低且有上涨趋势的可转换债券。

3. 注重回售条款。回售条款是保障投资者利益的重要依据。因为一旦转股无望,投资者只能长期持有可转换债券,而回售条款的设置使投资者有权将可转换债券以一定的价格回售给发行人。

4. 选择可转换债券要考虑发行公司的股票价格走势。要尽量选择一些行业景气度高、持续盈利能力强、偿债能力强、股价未来走势好的公司所发行的可转换债券,这样便可在转股后获得较高的投资回报率。

5. 可转换债券的持有人需适时转股。持有人可以在可转换债券发行公司净收益不多、每股股息水平不高时选择持有债券,从而获得公司债券的固定利息;也可在公司净收益大幅增长、每股股息水平提高的情况下把债券转换成股票,以获得较多的股息收益。

### 主要参考文献

- ① 吴晓求,季冬生.证券投资学.北京:中国金融出版社,2004
- ② (美)斯蒂格利茨.经济学.北京:中国人民大学出版社,2002