



谈可转换债券能否提高企业融资效率

西南财经大学会计学院 陈琨 雷娟

一、企业融资效率的一般性分析

经济学中的“效率”主要是指成本与收益的关系,以低成本获取高收益是经济行为高效率的表现。判断一个企业融资效率的高低一般有两个标准:一是融资所得资金成本的高低;二是融资所得资金收益的大小。企业筹措资金可以选择不同的筹资渠道和筹资方式,在筹资决策中,资金成本是一个重要的考虑因素。发行股票和债券是企业最常用的筹资方式,股票的资金成本主要表现为支付给股东的股利,债券的资金成本则主要表现为支付给债券持有人的利息。而可转换债券兼具股票和债券的双重特征,其资金成本的计算不同于单一的股票和债券。发行可转换债券能否提高企业的融资效率,取决于发行可转换债券能否降低企业的资金成本。

二、可转换债券与企业的资金成本

1. 可转换债券的资金成本。

《企业债券管理条例》规定,企业债券利率不得高于同期银行储蓄存款利率的40%。目前,银行3~5年(含5年)中长期贷款的利率为5.58%,5年以上的为5.76%。企业债券利率一般为3%~4%,而可转换债券利率较之企业债券利率更低。在我国已发行的可转换债券中,票面利率最高的没有超过2.5%,最低的仅为0.8%。

2. 可转换债券的直接价值和转换价值。由于可转换债券具有“债券+看涨期权”的特征,因而在分析其资金成本时必须考虑将来看涨期权的执行情况,而不能只考虑其发行时的票面利率,即应同时关注可转换债券的直接价值和转换价值。所谓可转换债券的直接价值就是投资人购买企业的可转换债券,按可转换债券的票面利率计算的未来期限内现金流入总量的市场利率贴现值。用公式表示为:

$$\text{直接价值} = \frac{P}{(1+r)^n} + \sum_{t=1}^n \frac{P_i}{(1+r)^t}$$

其中:P为可转换债券的票面金额;i为票面利率;n为债券期限;r为市场利率。

可转换债券的转换价值就是以当前的股票价格进行转股时所能得到的价值。转换价值是由股票价格决定的,不同的股票价格对应于不同的转换价值。

直接价值和转换价值的大小对比决定了可转换债券看涨期权的执行与否,因为投资人总是以直接价值和转换价值的

较大者进行投资和交易,从而发现可转换债券的市场价格,这就是所谓的“保底价值原理”。也就是说,当直接价值>转换价值时,投资人以直接价值交易,不转股;当直接价值<转换价值时,投资人以转换价值交易,转股。

3. 可转换债券是否降低了企业的资金成本。可转换债券成功转股建立在股票价格持续走高、转换价值大于直接价值的基础之上。如果股票价格低迷,可转换债券的投资人会选择不转股,继续享有债券的收益,这对发行企业而言无异于雪上加霜。因为原本是因企业业绩较差而导致股票价格低迷,而现在又要面临可转换债券到期还本付息的压力,这无疑加大了企业的财务风险。另外,正是由于转股未成功,可转换债券作为长期负债会使发行企业出现高负债、低权益的不良资本结构,进一步影响企业价值最大化目标的实现。

由此可见,尽管企业发行的可转换债券的票面利率低于普通债券的利率,但并不能简单地认为发行可转换债券可以降低企业的资金成本及提高企业的融资效率。

三、企业可转换债券融资的动机与募集资金的使用效率

1. 企业可转换债券融资的动机分析。如果市场有效且证券的定价总是准确的(因为有效市场意味着股票总是按照其实际价值出售),那么时机的选择无关紧要。但我国目前的资本市场尚未达到弱式有效,企业的股票价格被高估或被低估的现象十分普遍,这就要求财务决策要充分占有信息。如果企业的股票价格被高估,管理层就可能决定立即发行权益性资本。这样,因为股票的出售价格超过其实际价值,从而为现在的股东创造了价值。反之,如果企业的股票价格被低估,管理层就可能决定等待,希望某一天股票价格可以上升到其实际价值的水平。

但是企业仍有融资需求,等待毕竟不是最好的办法。可转换债券市场价格与股票价格相关,当发行企业认为股票价格不利于发行股票时,则可以通过发行可转换债券融入资金,避免由于直接发行股票对股票价格造成的不利影响。在股票价格被低估的情况下,企业可以发行可转换债券来替代发行普通股,这样既解决了股票价格被低估时的融资问题,又可在股票价格被高估时进行转股,从而达到以较高的价格出售股票的目的。

2. 发行可转换债券与企业募集资金的使用效率。发行可转换债券的目的是将来能成功转股。发行可转换债券既可以避免由于转股失败而给企业增加财务风险,又不违背发行可转换债券的初衷,对改善企业资本结构、降低财务风险有重要作用。但是,企业转股成功与否直接取决于企业经营业绩的好坏。为刺激投资人尽快转股,企业一般会改善经营,带动业绩上升,从而形成对股票价格的支持。为了使可转换债券对投资人更具吸引力,很多企业都制定了许多优惠条款。值得注意的是,由于可转换债券与股票价格具有高度相关性,因而不能排除有些企业会专门关注二级市场的股票价格表现,并想方设法提高股票价格,从而达到转股的目的。这样,由于股票价格是人为操纵的,即使成功转股,转股后企业的真实业绩也会显露出来,从而会给投资人造成更大的损失。这样不但不能提高企业募集资金的使用效率,而且会使使得股市投机氛围浓厚,从而使可转换债券变成另一种“圈钱”的工具。□