



我国可转换债券市场发展的理性思考

西安交通大学管理学院 郑秀杰 河北经贸大学会计学院 王相君 董丽英

【摘要】 近期我国可转换债券市场发展极为迅速,但在其快速发展中还存在着一些问题。本文在对可转换债券的基本理论及其在我国的发展情况进行探讨的基础上,针对可转换债券发行过程中存在的非理性因素进行分析并提出改进建议。

【关键词】 可转换债券 融资 转股价格 利益保护

融资政策向来是企业财务政策的一项重要内容。西方的融资优序理论,即企业融资顺序按照融资成本的高低排列,应首选内源融资,其次是债权融资,最后才是股权融资,股权融资的成本最高。但是由于我国的特殊国情,我国上市公司融资行为并没有遵循融资优序理论,而是先内源融资,再股权融资,最后才是债权融资。个中原因,近几年来已有财务理论家和实务工作者对此进行了探索。这里,我们主要对2003年以来盛行于我国资本市场的可转换债券融资行为进行探讨。

一、可转换债券的特点

可转换债券是兼具债券、股票、期权特性于一体的金融创新产品,持有者可以在特定时间、按特定条件依照自己的意愿转换为普通股股票(简称“转股”)。一个典型的可转换债券契约包含五个组成部分,即纯债券、认股权证、赎回条款、回售条款、转换价修正条款。其基本特点是兼具债权、股权和期权的性质。

与一般公司债券一样,可转换债券是规定了一定期限和利率的债券,具有债权性质。不同于一般债券的是:可转换债券的期限比较短,一般为3~5年;由于可转换债券契约中包含认股权,具有较高的潜在预期收益,所以可转换债券的票面利率比一般债券低。同时,可转换债券也具有股权性质。可转换债券在转换成普通股股票之后,其持有人的身份也随之发生改变,即从享受利息与本金偿还的债权人,转变为享受股利与资本利得并承担股权风险的股东。可转换债券的期权性质体现在可转换债券持有者享有转股权,可以在规定的时间内以约定的价格将其转换成公司普通股股票。实际上这相当于一种股票期权,如果投资者放弃转股,到偿还期满时将获取本金和利息,或者在可转换债券二级市场出售变现。

二、我国可转换债券的发展现状

可转换债券在我国出现于20世纪90年代初期,基本与股票发展同步。由于第一支可转换债券“宝安转债”没能成功转股,这种融资方式在当时采用较少,其后的发展也较为缓慢。2001年4月,中国证监会颁布了《上市公司发行可转换公司债券实施办法》(简称《实施办法》),此办法在《可转换公司债券暂行管理办法》的基础上,对上市公司发行可转换债券的行为作了进一步规范。此后尤其是2003年以来可转换债券在我

国发展非常迅速,国内对可转换债券的研究也逐渐深入。

据中国证监会的统计,在2003年共有16家公司发行了185.5亿元的可转换债券,为2002年5家公司41.5亿元发行额的4倍多,相当于前12年187.5亿元的发行总额。从横向比较来看,可转换债券筹资额占到2003年证券市场筹资总量的22.86%,首次超越了新股增发和配股,在上市公司再融资中排名首位。当年,配股融资额为67.83亿元,新股增发融资额为114.59亿元,两者合计仍小于可转换债券的融资量。可转换债券以其筹资规模不受限制、筹资成本低以及对发行主体的约束性较小等优势取代配股和增发成为备受我国上市公司青睐的再融资工具。而且投资者也对可转换债券表现出极高的热情,资本市场上出现了可转换债券热销的局面,瑞士银行和花旗银行等外资银行也竞相进入我国的可转换债券市场。瑞士银行甚至在2003年12月份超过所有国内机构,成为北京首钢股份有限公司20亿元可转换债券的最大买家。

三、我国可转换债券市场发展中的非理性因素及其改进建议

可转换债券是证券市场高度发展的产物。我国的可转换债券市场近两年发展极为迅速,表明我国的资本市场逐渐成熟。但同时,我国部分企业在可转换债券融资的具体操作中还存在以下一些非理性因素:

1. 发行主体定位的非理性。

由于可转换债券包含转换条款,使其价值在一定意义上独立于公司风险的变化——当公司从事高风险投资时,可转换债券的债券价值下降了,但股权的价值可能上升,而且考虑到公司股价波动程度的加大,可转换债券内含的期权价值也增加了。可转换债券所特有的低息条款,使得公司通过减少利息的支付,降低了其遭受财务危机的可能性,进而在一定程度上缓解了处于财务困境的公司所容易发生的“投资不足”的情况,促进了公司的长远发展。可转换债券的这种“风险中性”特征,决定了可转换债券的发行主体主要是各类成长型、高风险



的公司。因此,这就决定了在我国可转换债券绝对不是所有公司筹资的最佳渠道,比如风险较小、业绩增长迅速的公司以及收入稳定、成长性一般的公司发行可转换债券就并不能有效促进公司价值的提高。风险较小、业绩增长迅速的公司,未来股价的上升空间较大,甚至可能出现猛涨的情况。如果通过可转换债券融资,由于未来股价猛涨,可转换债券的投资者因此将获取超额利润,而企业原有的股东则不能充分享受股票增值的好处。因此,这类公司可以先通过发行普通债券融资,然后待未来业绩上升、股价上涨后再增发新股,用增发新股筹集的资金赎回已发行的普通债券,这样在同样的股本稀释程度下,可以筹集更多的资金。但实践中,我国可转换债券的发行还存在一定的盲目性。新政策一出台,符合发行可转换债券资格的公司都在积极准备,大有一哄而上之势,其中相当一部分没有进行周密的可行性分析,而是把可转换债券作为一种“圈钱工具”,这是一种极为典型的非理性融资行为。针对此种情况,企业应认真分析企业的成长性,考虑企业是否适合通过发行可转换债券来融资。

2. 可转换债券发行时机的选择不当。

可转换债券的发行时机,直接影响公司原有股东、投资者的利益分配以及发行活动是否成功。一般而言,经济处于高峰时发行可转换债券对上市公司的原有股东最为有利——此时股价很高,还可以加上一个溢价,在发行规模确定的情况下,筹资金就大。但是这时发行的可转换债券一般到期时很难转换,因为未来股价可能达不到经济高峰时的水平,进而引致转股的失败,可能带来较大的财务压力,这种情况在20世纪90年代的日本就非常明显。当市场处于经济低谷时,发行可转换债券对投资者比较有利——股价上扬的空间非常大,但就上市公司而言,由于低股价带来的筹资金较小,一般觉得出让利益过大,不太情愿发行。因此,市场可接受的可转换债券发行时机被认为是市场从经济周期底部走向复苏的时候。这时候,市场利率比较低,股市也往往处于低迷阶段,上市公司可以以很低的利率发行可转换债券。当行情回升时,公司股价有可能大幅上涨,转股可以顺利实现,对投资者而言则存在很大的投资机会和获利空间。另外,企业也要考虑自身的发展前景,存在较大成长空间时,发行可转换债券和转股都容易成功,适宜发行可转换债券融资;如果相反,经营前景不佳的话,则不适宜发行可转换债券融资。

3. 忽视对发行可转换债券带来的企业风险的评估。

对发行人来说,可转换债券的风险主要在于回售和转股失败后,会给企业带来巨大的到期还本付息的压力,并有可能进一步引发企业的财务危机。这个问题的关键是转股定价。价位太高有可能造成转股失败,如果没有充分的现金准备,则有因现金流断裂而破产的风险,而太多的现金准备则影响资金的使用效益。价位太低则会造造成对原有股东利益的侵蚀。

另外,制订向下修正条款对转股的顺利实施也很重要,当年“宝安转债”的失败一是因为转股价格不合理,二是因为没有向下修正条款,不能根据市场变动情况对转股价格进行调整。但为保护原有股东的利益或杜绝发行人的恶意圈钱行为,《实施办法》要求可转换债券契约中要对向下修正幅度给

予一定限制。以“机场转债”、“鞍钢转债”为例,都要求连续20个交易日(一个月)内该公司股票收盘价格的算术平均值低于当期转股价格的80%时,发行人可以降低当期转股价格,向下修正,但降低后的转股价格不得低于公司普通股的每股净资产和降低前一个月公司股票价格的算术平均值。

4. 对可转换债券持有人的利益保护不够。

经过了“宝安转债”的失败后,监管部门为保护投资者的利益采取了严格信息披露、要求制订回售条款及向下修正条款并限制下调幅度、提供担保等措施,防范发行人将风险转嫁给可转换债券持有人。但是在企业可转换债券发行条款的设计中,仍然存在过多的倾向于发行者的利益,而对投资者利益保护不够的情况,因而不利于可转换债券发行和转股的成功。这主要表现在发行条款中有关价格的设计上。一是票面利率的设定普遍偏低;二是发行价格的确定,溢价过高;三是转股价格的设定过高,不利于转股的顺利完成,这就需要设计合理的向下修正条款予以补充。

5. 发行公司在可转换债券发行中对原有中小股东的利益保护不够,不利于发行的顺利进行。

企业决策层在做出可转换债券融资决策时,过多的偏向大股东的利益,而很少考虑中小股东的利益甚至侵害中小股东的利益。这方面的典型案例是2003年10月的招商银行可转换债券风波,这次风波足以引起拟进行可转换债券融资的企业关注。在2002年刚刚上市筹得107亿元资金的招商银行,仅时隔一年,又推出百亿元可转换债券融资方案,而且可转换债券发行额中只有6%左右向流通股股东配售。招商银行的这一方案遭到了以基金为代表的中小投资者的坚决反对。最终招商银行的管理层和董事会作出了让步,降低了可转换债券的融资金额。

6. 配股、增发、普通债券与可转换债券选择的误区。

作为四种不同的再融资渠道,配股、增发、普通债券以及可转换债券有着各自不同的特点,对上市公司也有不同的影响,因此如果我们基于经济理性假设的话,就如前面所讨论的,不同类别的企业以及企业发展过程的不同阶段,应该基于公司发展战略、市场状况以及各种融资渠道的成本收益来分析,选择适合公司长远发展的不同的再融资方式。但是在我国,迫于融资的强烈愿望,各种再融资渠道的发展几乎都呈现出盲目跟风状况,而在某种融资方式火爆之后,常常伴随出现一种市场盲目恐慌的状况,2003年下半年的“股市边缘化”即是一个明显的例证。如此来选择再融资渠道,对于上市公司的长远发展,对于我国证券市场的规范,很可能是一种巨大的障碍。

主要参考文献

- ①苏莹.我国可转换债券市场发展问题的探讨.南方金融,2003;3
- ②刘立喜.可转换公司债券.上海:上海财经大学出版社,1999
- ③高远红.可转换债券融资的市场状况及制约因素分析.新疆财经学院学报,2003;1