

基于“后门权益”理论的可转换债券融资

西安交通大学管理学院 王冬年

可转换债券是以公司债券为载体,允许持有人在规定的时间内按规定价格转换为发债公司股票和金融工具。它形式上是一种可以转换为发债公司股票的特殊债券,但其实质上属于股票期权的变形,即可转换债券的投资者在购买债券时,获得了按一定条件取得公司股票的权利。

一、可转换债券的“后门权益”理论

Modigliani和Miller1958年在《资本成本、公司财务与投资理论》一文中首次提出,在一个理想和没有摩擦的资本市场假设条件下,债务或权益融资选择对公司价值和资金成本没有实质性影响,这就是著名的MM定理,它构成了现代资本结构理论的基础。但现实融资环境比理论假设要复杂得多,加上所得税、财务危机成本和不对称信息因素后,融资工具的选择对公司价值和资金成本有很大影响。

在考虑所得税的情况下,由于利息可以抵税,因而公司的价值会随着债务比率的提高而增加。MM理论的指导思想是,公司的债务越多,其带来的减税收益也越多,公司的价值就越大。但权衡理论强调,债务给公司带来抵税收益的同时

将其与衡量有形资产的指标融合,共同组成一个指标体系,具体包括企业财务状况、市场实力、内部经营管理以及创新与发展,以达到有形与无形、硬性与软性的最佳结合。

三、吸收利益相关者理论中的合理成分,在优先考虑股东利益的前提下,兼顾员工、债权人和顾客的利益

利益相关者是指与企业生产经营行为和后果具有利害关系的群体和个人。利益相关者的分类有很多种,在此,笔者借鉴加拿大学者拉克森森的划分方法,把利益相关者分为主要利益相关者和次要利益相关者。主要利益相关者是指一旦没有他们的参与,企业就无法正常运转,如股东、投资机构、员工、顾客、供应商和政府等;次要利益相关者是指可以影响企业也可以被企业影响的群体,他们不介入企业的经营管理事务,如媒体、社会团体、民族组织、宗教组织和一些非营利组织等。

利益相关者理论的基本出发点是企业社会责任,因此对这一理论的探讨更侧重于企业伦理。但笔者认为,根据西方功利主义伦理学派的观点,利益是道德的基础。由于企业是营利性组织而非慈善机构,所以道德只是企业营利的手段而不是目的。应当说,利益相关者理论中兼顾其他利益群体的思想是值得借鉴的,但这一理论将企业的目标定义为多元的,其中既有社会性的、政治性的,也有经济性的,这样的企业实际上是一个政治、经济目标合一的组织,带有很强的公

也带来了财务危机成本。公司财务危机的大小与其债务的多少呈同方向变化:公司负债越多,发生财务危机的可能性就越大,债权人的风险就越大,公司破产的概率也就相应增大。权衡理论认为,公司存在一个适度的目标负债率,当公司的债务比率达到这一点时,增加负债所得到的边际税收减免价值正好被公司可能的财务危机成本现值的增加所抵消,此时,公司价值最大,达到最佳资本结构。

Myers和Majluf从信息不对称的角度指出,投资者对公司内部情况及投资项目的了解往往不如公司内部的管理者充分,投资者没有足够的信息判断公司的经营状况。如果公司通过发行股票为项目融入资金,由于信息不对称,投资者仅愿支付一个平均价格来购买公司的股票。这时,经营状况不好的公司发现投资者愿意支付的价格超过了公司的价值,纷纷通过发行股票来融资;而对于经营状况好的公司,由于市场对其股票价格低估,发行股票将会使原有股东的利益受到损害,这样经营状况好的公司就不愿采用发行股票的方式筹集资金。信息不对称导致股票融资的逆向选择,使一些好的投资项目往

益色彩,其结果必然引起企业经营效率的降低。为了淡化利益相关者理论中浓厚的公益色彩,更有效地实现企业价值最大化的目标,笔者认为,对企业利益相关者不能一视同仁,而应在优先考虑股东利益的前提下,兼顾其他群体的利益。

由于利益相关者模式所涵盖的主体过于宽泛,不便于实际操作,因此在进行企业绩效评价时,应与主要利益相关者有关的指标纳入评价体系,即应主要侧重考虑股东、债权人、员工、顾客和供应商等的利益。

四、财务维度上应更为重视企业的现金流量

净利润反映上市公司的最终业绩,但若不将其与现金流量结合起来分析,则许多公司的高利润很可能只是“纸上富贵”。据统计,2003年沪深两市上市公司的净利润总额增长了46.4%,但是经营活动产生的现金流量净额反而同比下降了15%。这一增一减之间存在巨大的差额,其中凸显的问题非常值得注意。有学者指出缺乏现金支撑的账面收入、会计利润是“劣质商品”,而通过虚假记录产生的收入、盈余是“假冒商品”。因此,西方企业界将现金流量表(根据收付实现制编制)称为企业经营成果的“测谎器”。鉴于此,无论信息披露还是投资决策都应强化“现金至尊”理念,并提倡使用“经营性现金流量”、“自由现金流量”等衡量利润质量的指标。因此,企业绩效评价体系中也应相应增加有关现金流量指标的数量,以切实保障企业获利的真实性。☐

往无法付诸实施。

Stein的研究表明,在与债务融资相连的潜在财务危机成本与与权益发行(股票发行)相连的不利信息影响之间,公司发现发行可转换债券是具有吸引力的中性行为。在不对称信息使传统权益发行没有吸引力的情况下,公司可以尝试利用可转换债券通过“后门”获得权益资本。发行可转换债券与发行普通股股票相比承担较少的不利价格影响,可作为一种实施权益融资的间接方式,它与赎回条款一起使用能够使可转换债券持有者尽早转换。

Stein对可转换债券作为“后门权益”的解释中,强调两个因素:①可转换债券具有赎回特性,公司可以迫使投资者尽早转换。如果公司发行可转换债券希望在不远的将来获得权益资本,则赎回特性是至关重要的,它是实际迫使投资者尽早实施他们手中转换权的唯一方式。②过多的债务将导致财务危机成本。如果一个公司选择了可转换债券融资,那么它一定对未来股票价格的前景相当乐观,因为如果股价下降,公司不能强迫投资者转换,这将留下较大的需偿付的债务负担。可转换债券的发行与公司同等规模的权益发行相比,仅受到一个较小的不利信息影响。

外国学者对公司使用可转换债券融资是出于“变甜的债务”还是“递延权益”进行了调查。大量的调查结果支持Stein“后门权益”融资的观点。我国新一轮以可转换债券为主的“融资潮”就是资本市场融资监管审核政策调整和上市公司再融资方式演进的结果。我们虽然没有对公司使用可转换债券融资的目的进行问卷调查,但从已公布的可转换债券的发行条款上看,公司将可转换债券发行规模定得很大,主观上希望投资者按期转股的意思表示很明显,没有还本的打算,几乎所有发行可转换债券的公司都把可转换债券看成是股权融资的替代品。

由此可见,国内外公司发行可转换债券的初衷大多是为了出售股票而并非债券,把可转换债券作为递延普通股融资使用。

二、可转换债券的赎回策略

从可转换债券的“后门权益”理论看,公司发行可转换债券是为了获得权益资本,但发行者并不总是能够成功地迫使可转换债券持有者进行转换,只有股票价格足够高,以致转换价值超过赎回价格,投资者才会理性转换,公司才能在不留下任何债务负担的情况下实现递延普通股融资的目的。如果股价下降导致转换失败,就会出现“悬挂问题”,公司需承担特定的财务危机成本。

从理论上讲,当转换价值等于赎回价格时,公司就应采取强制转换措施。在MM理论成立的条件下,在债权人和股东之间分配的“馅饼”的总尺寸是固定的,与非强制转换相比,强制转换实际上是“馅饼”向股东的再分配。但实践中,普遍存在当可转换债券满足赎回条款但长时期不被赎回的情况,即非强制转换。这是因为强制转换通常给可转换债券持有者一个通知期限,由其决定是把可转换债券换为普通股还是按赎回价格换回现金。如果股票价格在通知期限内下降,导致可转换债券处于“虚值状态”,即转换价值低于赎回价格,在这种情况下,可转换债券持有者将会接受现金,这就背离了

强制转换的初衷。

Asquith研究了当转换价值超过赎回价格公司不行使可转换债券赎回权的情况,对这一现象最具解释力的理论是企业享受不赎回的现金流利益。这是因为一些公司宁愿支付较少的税后利息而不愿支付债券转换后的股利。如果转换后支付的股利比债券票面利息多,则这种现金流激励与自愿转换的投资激励相反。因此,投资者的决策和公司的意愿不一致,这就存在公司不愿意赎回和投资者不愿意转换的债券。在公司不行使赎回激励的情况下,投资者的激励是自愿转换,增加投资者的现金流。投资者实施自愿转换决策时,可转换债券初始发行的未偿付的百分比结果证实了现金流激励的重要性。在可转换债券初始发行仅有一小部分未偿付的情况下,对投资者来说,股利超过税前利息,自愿转换产生的现金流增加;反之,则公司有不赎回的现金流激励,税收中性的投资者没有自愿转换的现金流激励。

管理者为了节省现金而不行使转换权,存在许多寓意。当股利低于公司税后利息时,公司不行使可转换债券的赎回权,意味着管理者期望在将来增加股利;当股利高于公司税后利息时,则公司将赎回可转换债券。这有两种含义:一是管理者期望股利或股票价格在将来下降;二是作为一种清除许多持有者已自愿转换的方式。当股利超过公司税后利息时,不赎回可转换债券传递的信息是预期没有不利事件发生,管理者宁愿继续从“睡觉的投资者”身上积聚现金流收益。

三、启示

综上所述,为了最终获得“后门权益”,可转换债券能否成功转换很重要。目前,我国可转换债券只有两种期限——三年和五年,实际发行中又以五年居多,赎回权保护期多在半年和一年之间,已发行的可转换债券中仅有“云天转债”没有赎回权保护。我国可转换债券转换的现实情况如下:一方面,满足赎回条款的可转换债券数量少。2004年1~9月,共有三支可转换债券满足了赎回条款,但仅有“钢钒转债”作为一种清除许多持有者已自愿转换的方式行使了赎回权,这是新中国历史上第一起可转换债券赎回事例。另一方面,在可转换债券市场上,只有少数几支可转换债券如“民生转债”、“虹桥转债”、“阳光转债”等,投资者自愿转股比例较高且表现出转股速度较快的特点,而对大多数可转换债券来说,投资者自愿转换的比率普遍偏低。

我国现在已进入加息周期,这就决定了已发行的可转换债券的纯债券价值下降、股票期权价值上升,转股应是可转换债券持有者明智的选择。如何激励可转换债券持有者尽快转股,避免高昂的转换失败成本,减少财务危机发生的可能,笔者认为:发债公司首先应努力提高经营业绩,拉动股价上升,在满足赎回条款的前提下进行强制转换;其次在现金流许可的范围内,应提高现金分红比例,诱使可转换债券持有者尽快转换;最后应保持充足的现金流以满足转换失败时现金支付的需要。□

