



上市公司应正确识别和控制 可转换债券风险

孙克新 李玉茹

可转换公司债券(以下简称可转债)作为一种新型的融资工具,在某种程度上兼具了债务性证券和资本性证券的功能,是债券向股票转化的桥梁和资本结构调整的杠杆,但它在可能给发行人带来巨大收益的同时,也使发行人面临着巨大的风险。

一、上市公司发行可转债所面临的风险

1. 发行时机选择不当的风险。一是上市公司在股价高位时发行可转债,如果此后存续期内股市下跌幅度较大,股价低于转换价格,投资者就不会选择转股,甚至当股价继续下跌使得回售条件触发时,投资者还很可能把可转债回售给发行人。此时,上市公司将面临两难选择,如果坚守转股价,公司将面临很大的回售压力,一旦触发回售条件,就有可能引发筹资回吐的风险;如果向下修正转股价,日后转股时对股权的稀释比例将会扩大并摊薄每股收益,从而对股价不利并引起股东的不满。二是上市公司在股价低迷时发行可转债,如果此后股价大幅上涨,持续高于转换价格,投资者就可能纷纷选择转股,而转股速度过快会稀释企业业绩;投资者也可能因预期股价继续走强而迟迟不愿行使转换权,此时股价越高,企业可能遭受的损失越大。

2. 偿还风险。很多发债人希望发行的可转债全部转换成股票,而对到期偿还债务不作太多的准备。在可转换债券的存续期内,若企业经营失误或股市低迷,可转债到期就无法转换成股票,公司将面临偿还债券本金的问题,并有可能形成严峻的财务危机。转股未成功的

原因必然是股价低迷,而股价低迷的原因很有可能是公司业绩滑坡,若此时必须偿还可转债本金,公司境况将会进一步恶化,从而导致恶性循环。

3. 回售风险。回售作为投资者的权利会增加可转债的期权价值,因此,许多上市公司设定回售条款的初衷是为了吸引更多的投资者。但当股市持续低迷时,即会触发回售条款,使企业在短期内不得不支付巨额债券本息,此时若企业现金存量不足,就会面临支付困难,实施回售无疑等同于可转债发行的失败。

二、如何规避可转债风险

1. 根据上市公司自身特点选择融资方式。不同的上市公司因为资金需求的紧迫性、资金需求规模、财务状况等的不同,对融资渠道的选择也应有所不同。高风险的企业宜发行可转债,因为可转债是直接债权与普通股期权的结合物,在其他条件不变的情况下,公司现金流入越不稳定,风险就越高,为了吸引投资者就必须支付越高的利息;另一方面,现金流入越不稳定,投机的程度也就越大,可转债持有者手中的期权价值也就越大。因此,当高风险的公司不能以较合理的价格发行普通债券时,就可以通过发行可转债来融资。但风险较小、业绩增长迅速与业绩增长稳定的公司是不宜通过可转债融资的。尤其是对于风险较小、业绩增长迅速的公司来说,未来股价的上升空间较大,这类公司可以先发行普通债券融资,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。

2. 选择有利的发行时机。一般来说,可转债的发行以宏观经济由谷底开始启动、股市由熊走牛、市场利率下降时为较佳时机。因为股市低迷时期往往也是经济周期的相对萧条期,社会资金紧缺,银行利率高。此时若想进行增资配股,由于公司股价较低,配股价也较低,一定的配股额所能筹集的资金就较少,而且股东的配股热情往往不高,即便是低价发行也未必能筹集到足够的资金。此时如通过发行可转债进行融资,则往往容易被市场所认同,公司筹资计划就比较容易实现。同时,随着经济运行速度的加快,股市也会逐步进入牛市,股价高涨,此时投资者便会纷纷将可转债转为股份。市场利率同可转债市价成反比关系,利率下调,可转债市价就会上升,转换的机会增多,债券转换成功的概率较高。

3. 合理设计发行条款。对可转债的发行公司而言,市场股价的变动属于不可控风险,但发行条款的设计却是可控的。因此,合理的发行条款是发行公司取得最佳经济效益的重要因素,发行公司应按自己的特色设计发行条款,吸引不同偏好的投资人,发行条款的设计既要使可转债具备一定的吸引力,又要确保发行公司资本结构的安全。公司应根据市场环境、供需双方等因素的变化来灵活设计发行条款,双向考虑收益、风险和成本,力争体现出差异化与创新性。■

(作者单位:武汉理工大学管理学院
河北经贸大学会计学院)
责任编辑 周愈博