

融资之道： 从马钢股份看分离交易可转换公司债

杨小舟 黄庆

可转换公司债(简称可转债)是指发行人依照法定程序发行,给予持有人在一定期间内依约定条件和转换比例将债券转换成本公司股份的一种公司债券形式。目前,我国发行的可转债有两种:不可分离交易可转债和可分离交易可转债(简称分离式可转债)。1992年,深宝安(000009)发行了我国A股市场上的首只不可分离交易可转债,融资总额5亿元。2006年11月13日,马钢股份发行了我国首只分离式可转债,此后发行分离式可转债的还有攀钢钒钛、中化、云天化、武钢等,截至2007年9月14日,上市公司通过发行分离式可转债共融资201亿元。由此可见,我国分离式可转债发行势头迅猛,在上市公司融资中起到了重要的作用。笔者拟以马钢股份发行的可分离交易可转换公司债为例,从资本成本、期限结构、现金流以及融资便利程度等多方面进行分析,以期对企业财务管理者能有所裨益。

一、马钢股份分离式可转债的融资特点

分离式可转债的特点:一是可转债中的债务部分与认股权证分离,符合条件时两者可以独立上市交易。二是债券持有人不能将债券转换成股票,只能由发行人在到期日还本付息。三是认股权证仅是一种期权,不能定期取得

利息和本金,持有人可按约定在一定期限内行使认股的权利,即以现金购买发行公司的股份。四是对发行人来说,分离式可转债是一次发行、两次融资。第一次是债权融资,在不摊薄每股收益的前提下,获得了现金流;第二次是股权融资,也就是持有者行使认股权时带来的现金流。当然,发行企业在债券到期时还需要向持有者偿还本金。

马钢股份(600808)是我国的大型钢铁生产企业,主要生产线材、板材、型材和轮环件等钢材产品,是国内唯一的火车车轮、轮箍生产企业,此外,其还兼营工程设计、水陆运输、水电气供应等。2006年公司实现主营业务收入343亿元,净利润22亿元。截至2006年9月30日,公司资产负债率上升至60.31%,其中长期负债全部为长期借款和专项应付款,融资渠道相对单一。2006年11月,马钢股份发行了分离式可转债,筹集资金55亿元,分离交易的认股权证达12.65亿份。其分离式可转债的主要特点如下:

1、期限。分离式可转债的期限包括债券的存续期限和权证的期限以及行权期。按照《上市公司证券发行管理办法》(以下简称《管理办法》)的相关规定,分离式可转债的期限最短为一年,认股权证的存续期间不超过公司债券的期限,自发行结束之日起不少于六个月。募集说明书公告的权证存续期限不得调整。认股权证自发行结束至

少已满六个月起方可行权,行权期间为存续期限届满前的一段期间,或者是存续期限内的特定交易日。马钢股份分离式可转债中权证的期限为两年,行权期有两段特定的时期,分别是可转债上市后12个月和24个月满之日前10个交易日。可转债上市12个月后,马钢股份“十一五”总体规划工程募集项目已建成投产,如果权证持有者在此时行权,相对于直接在2006年增发新股来说,分离式可转债对每股收益的稀释作用更小,可避免每股收益的大幅波动。由此可见,马钢权证的行权期与项目的进程配合很好,即使权证行权后也不会对净资产收益率等关键财务指标产生重大冲击,不会对企业的后续融资产生负面影响。

2、利率。《管理办法》没有给出可转债票面利率的具体限定区间,只规定可转债的利率由发行公司与主承销商协商确定,但必须符合国家的有关规定。由于在发行时派发权证,分离式可转债票面利率不仅比同期银行贷款利率低,而且比不可分离交易可转债的利率也低一些。但考虑到投资者的心理承受能力,分离式可转债利率一般不低于当期活期存款利率。马钢股份分离式可转债在确定票面利率时采用了发行人和保荐人(主承销商)根据网下申购的簿记结果在区间内询价的办法,询价区间为1.40%~2.00%,最后确定的利率为1.40%,远低于同期银行

贷款利率及其后推出的长江电力公司债的票面利率5.35%，这对公司降低资本成本、稳定利息支出有着非常重要的作用。

3、配售。可转债的发行短期内会提高公司的资产负债率，转换或行权后还会对股权有稀释作用，对原有股东会产生不利影响，因此，发行公司一般会选择原有股东享有优先认购权的方式配售，以保护原有股东利益。以马钢股份分离式可转债为例，原无限售条件A股流通股股东可优先认购的数量上限为其股权登记日持有的股份数乘以2元，再按1000元一手转换成手数，不足1手的部分按照精确算法原则处理，配售比例为56%（按收盘价3.56元计算），这种高配售比例有利于原有股东分享可转债，尤其是权证的丰厚投资收益。分离式可转债所附的权证不属于备兑权证，目前还不能由券商创设，供应量相对固定，市场炒作氛围较重，这也间接提高了分离式可转债对投资者的吸引力。

4、行权价格。《管理办法》规定，分离交易可转债认股权证的行权价格应不低于公告募集说明书日前20个交易日公司股票均价和前一个交易日的均价。因此，发行公司在设计具体条款时要考虑每股净资产、预期市盈率等，以使行权价格既对投资者有足够吸引力，又有利于公司筹到较多的资本。马钢股份分离式可转债发行所附每张权证的认购价格为人民币3.40元，为公告募集说明书日前20个交易日公司A股股票均价的110%、前1个交易日A股的均价、前20个交易日公司H股股票均价的110%、前1个交易日H股的均价的孰高值，且不低于公司最近一期经境内审计师根据我国企业会计准则审计确定的每股净资产值。马钢权证在到期后投资者若按照行权价转股，预计市盈率为6.96倍，具有相当大的市场吸引力。与增发股票相比，分离式可转

债的权证融资更有优势。一般来说，增发股票需要折价，而分离式可转债权证部分的行权价格通常是溢价。这样，发行人在募集相同资金的情况下，发行分离式可转债对股本的稀释作用更小一些。当然，考虑到除权、除息的影响，可转债发行方还需要对行权价格进行调整。

5、赎回和回售。不可分离可转债一般附有赎回条款，而分离式可转债权证单独交易，不设赎回条款。当正股价格大幅上涨并远远超过行权价时，投资者无需担心公司赎回权证。如马钢股份在2007年股价大幅高于行权价格的情况下（10月12日收盘价已达12.5元）也无法赎回可转债，这在一定程度上降低了该种筹资方式的灵活性。分离式可转债由于对权证进行了分拆，回售条款一般只对上市公司的募集资金投向做了约束，马钢股份可转债的回售条件是发行人改变募集资金投向，这对投资者的保护相对较弱，投资者不得不接受价格波动的风险。

二、分离式可转债融资对企业财务的影响

与一般的公司债或股权融资方式相比，分离式可转债融资对企业财务有以下影响：



1、筹资成本较低。由于在发行时派发权证，分离式可转债票面利率不仅低于同期银行贷款利率或普通的公司债，而且也低于不可分离交易的可转债利率。马钢分离式可转债的利率为1.40%，远低于长期的银行借款利率。

2、便于快速筹集资金。分离式可转债一方面可使投资者获得固定的利息收入，另一方面又向投资者派发权证，在股市比较活跃时对潜在投资者具有较大吸引力，有利于企业快速筹集经营所需资金。

3、对企业现金流管理的影响。分离式可转债的债券部分在到期时需要还本付息，而权证是否行权一般在两年内就可以确定，且权证行权期集中在较短的时段（马钢权证分别在上市后12个月和24个月满之日前的10个交易日），因此，发行人能够准确地估计公司未来的现金流需求，有利于企业加强现金流管理。

4、对资本结构和税收的影响。发行分离式可转债和不可分离交易可转债都会增加企业的长期负债，其中分离式可转债在确认权证价值的同时增加了企业的所有者权益，相应也增加了所得税递延负债。另外，发行可转债不会过多地增加公司的财务费用，同时，可转债中配售条款的设计也可以解决现有股东与潜在股东的利益冲突。

5、对盈利与每股收益的影响。发行可转债所筹资金可用于偿还利率较高的银行贷款，有利于企业节省财务费用，对企业的盈利有正面影响。并且，分离式可转债要在发行后相当长的一段时间后投资者才可行权，此时发行企业的工程已基本完工并开始产生效益，可避免工程未完工就配股或增发对每股收益的稀释作用。■

（作者单位：财政部财政科学研究所研究生部）

责任编辑 林燕