

# 关于可转换债券融资

王纪平 梁欣欣 林景取

可转换债券(简称可转债)是一种附有约定条件的公司债券,是在普通公司债券基础上附加一个选择权。如果可转债投资人行使这个选择权,可以在未来一定时间内以事先约定的转股价格将债券转换成股票,从而获取股票价差。当然,可转债投资人也可以选择将可转债持有至到期,获得债券的利息收入。约定条件的实质就是期权,与股票认股权证类似。因此我们可以把可转债视做债券与认股权证相互融合的一种创新型金融工具。

## 可转债的特征

由于可转债特殊的转换权,使得可转债兼具债券、股票和期权等方面的特性。

1、债权性。与普通债券一样,可转债具有面值、利率、期限等要素。投资者可以选择像持有普通债券一样持有可转债,以收取利息并到期兑付本金,发债企业到期还本付息。

2、股权性。可转债在转换成股票之前是纯粹的债券,但在转换成股票之后,可转债投资者就由债权人变成了公司的股东,享有发债企业宣告分配的股利。也可以在股票市价高于转股价时抛售股票,转股价相当于债券成本,市价高于转股价的部分就是价差收益。

3、期权性。投资者拥有是否将债券转换成股票的选择权,这是可转债的重要标志。如果投资者认为持有债券有利可图,则可继续持有债券,直到偿还期满时收取本金和利息,或者在流通市场出售变现。反之,则可以转换为股票。转换前为债权人,享受利息;转换后为股东,获得红利或资本收益。对发行人来说,转换前属债务,转换后属股权资本。

4、低利率。可转债的票面利率通常低于一般公司债券的利率,甚至低于同期银行存款利率。因为在可转债的投资收益中,除了债券的利息收益外,还附加了股票买入期权的收益部分。显然,没有股权转换作为吸引,投资者是不愿接受这么低的利率的。通常投资者享有的买入期权所带来的收益足以弥补债券利率低所带来的机会成本。

5、可回售。指投资者在某一特定日期按事先约定的价

格将债券回售给发行人。大部分的可转债都附有回售条款,债券持有人可以把债券按约定条件出售给债券发行人,这实际上是一种卖出期权。卖出期权的主动权掌握在可转债投资人手中,使得投资人能够得到一份额外保护,在适当的时机及时收回投资成本。

6、可赎回。由于发行人要按期支付可转债的利息,当企业现金流比较紧张时,发债企业在股价大幅高于转股价的情况下希望投资者将债券转换为股票,以降低其付息的财务压力。故一些可转债在发行时附有强制赎回条款。发债企业可按约定条件强制赎回债券,目的是促使投资者尽可能早地将债权转换为股权,提高发行公司的资金使用效率。这时,主动权掌握在发债企业手中。

## 可转债融资的优势

可转债是由普通的公司债券与股票的买入期权复合而成的,特别是一些约束性的附加条款使得可转债的特性结构变得更加复杂。由于可转债包含诸多要素,对各要素进行搭配组合,可适应不同发行者和不同投资者的需要,因此相对于其他融资工具更具优势。

1、无信用评级要求。资料显示,上世纪90年代美国10家发行可转债的公司中,有4家信用评级属于“垃圾债券”,另外3家刚达到投资级BBB。这10家公司可转债的平均利率为6.975%,低于当年美国国库券平均利率7.5%,更低于一般的企业债券。到目前为止,我国还没有从法律上硬性要求发行企业债的公司进行信用评级,发行可转债就更没有这方面的要求。

2、减缓发行人股东权益稀释速度。发行新股和配股等直接的股权融资会迅速扩张股本,稀释老股东的权益。而可转债是先发债后转股,只有当公司股价上涨幅度达到可转债投资者的收益预期时,可转债才将被逐渐转换为公司股票,所以可转债对股东权益的摊薄效应没有直接的股权融资来得急,对公司后续融资的影响相对小得多。

3、资本成本有优势。我国目前发行可转债的融资成本

每年约为发行规模的2.7%，大大低于目前的一年期银行贷款利率5.58%。可转债的票面利率也普遍低于相同期限的公司债券，可转债每年利息支出比普通企业债要低得多，因此如果可转债未被转换，相当于公司发行了较低利率的债券。而且，可转债看涨期权的特性决定了可转债持有人会在公司业绩增长、股票行情向好的情况下将可转债转换为公司股票，减少了可转债到期时公司本金偿还的压力。另外，股票融资的最小成本为发行费用，大致为发行规模的3.5%，每年的红利也是股票融资的实际成本。可见，可转债融资的现金流出压力小于银行贷款、单纯的股票融资和普通债券融资。

4、发行规模受限小。根据证监会最新颁布的《上市公司证券发行管理办法》，“可转债发行后，累计公司债券余额不超过最近一期末净资产额的40%”，即对于没有发行过债券的公司，其发行可转债上限基本可达到公司净资产的40%。与配股融资方式下“拟配售股份数量不超过本次配售股份前股本总额的30%”的规定相比，可转债融资的募集资金规模高出配股规模。而且，更值得提及的是，可转债募集的资金全部是来自于社会的增量资金。

5、税盾效应。可转债在转换前，公司支付的票息作为固定开支，纳入财务费用在税前列支；而股权融资所支付的股息、分红必须从公司缴纳所得税后的净利润中支付。

对于中国的上市公司而言，除了一般的可转债融资的优势以外，可转债转股后可以直接流通，没有锁定期的限制，有利于机构资金的进出。

### 可转债融资应注意的问题

可转债融资并非早涝保收的融资方式，由于可转债转股与否和普通股的价格波动关系密切，当公司股票价格持续低于规定的转股价时，公司就要面临以规定的价格购买可转债持有人手中债券的风险，即回购风险，这必将导致上市公司现金的大量流出，引发财务危机。换言之，可转债的融资将宣告失败。2005年我国可转债市场就经历了一场不小的危机。沪深两市有数家上市公司面临可转债回售风险，如邯郸钢铁、华菱管线、山鹰纸业、华电能源、创业环保等。为了更好地规避可转债融资风险，发债企业应着重做好以下几方面工作。

首先，转债条款的设计要科学合理。作为一种兼具股票和债券双重功能的金融产品，可转债融资成功与否的关键在于其价值转换过程中能否实现两次飞跃——发行和转换是否成功。而发行条款的设计是能否成功发行与转股的关键，也是发行公司所筹措的资金能否取得最佳经济效益的重要因素。因此发行条款的设计不仅要使可转债具备一定的投资吸引力，还要有助于发行公司提高经济效益，保证财务结构安

全，实现其既定筹资目标。转债条款设计要注意以下问题：一是合理确定票面利率。票面利率的确定，要兼顾可转债发行人和其他利害关系人的利益，在符合相关法律法规的条件下，使得可转债风险和收益的组合实现最优。二是合理确定及调整转换价格。可转债能否转换，主要取决于预期股票市价是否高于转换价格，而股价受未来市场和公司经营业绩等多方面的影响，带有很大的不确定性，因此转换价格的设计非常关键，是整个发行方案的灵魂。一般来说，为了吸引投资者，减少公司风险，转换价格应设计的尽可能低一些。但是，转换价格定得过低，会减少公司融资金量，影响现有股东权益。因此在设计转换价格时，应均衡发行公司和投资者双方的利益，以“双赢”为目标。另外，由于配股、增发、送股、分立及其他原因引起发行人股份变动的，有规定可以调整转股价格，即公司可制订特别向上、向下修正条款，作为对转股价格的补充。三是合理设计赎回和回售条款。可转债的赎回是指发行人依据事先约定的条件和价格提前买回未到期的发行在外的可转换债券的行为。可转债的回售是指可转债的持有人依据事先约定的价格将债券卖给发行人的行为。赎回条款有利于发行人，而回售条款有利于投资者。在赎回条款中，发行公司可以规定明确的赎回条件，规定当股票市价达到或超过转换价格一定幅度时公司有权赎回转债；在回售条款中，发行公司可以规定较短的回售期和较低的回售价格，或者设计向下修正条款来限制回售条款的实施，尽量避免这一条款给公司带来巨大风险。

其次，可转债发行时机也是非常重要的因素。一般来讲，可转债的发行以宏观经济由谷底开始启动、股市由熊市走向牛市、市场利率水平较低、行业景气回升、公司股票的市场表现比较好时为较佳时机。因为此时投资者对股票正开始由逃避、害怕转向靠近、欢迎，并对股价预期看好，作为与股票紧密相连的可转债也会因此而受到青睐，这大大增加了可转债发行成功的几率。股市高涨时宜直接增资配股或增发，一是因为此时的溢价水平较高，有利于公司募集到更多的资金；二是由于二级市场交投活跃，配售新股趋于踊跃。股市低迷时宜发行可转债，因为可转债被公认为防守进攻型的投资工具，其市场波动小于其对应的基准股票的市场波动，在股市处于跌势时期投资可转债比较有利。

第三，风险处置预案必不可少。“凡事预则立，不预则废”。在发行可转债时要对以后可能面临的风险因素作出充分估计，以便在出现导致风险加大的迹象时及时应对，必要的时候需进行危机攻关，取得大股东和机构投资者的理解和支持。■

(作者单位：北京工商大学会计学院 对外经济贸易大学)

责任编辑 杨曼