

对于 1999 年年内由原国有企业直接改组公布上市的某些公司, 由于其以前年度的净资产已按规定折为股本, 还由于这些上市公司以前年度法律或会计主体并不存在, 如何调整上年未分配利润, 在合法性和操作性方面都将遇到困难。

#### 四、计价原则面临的问题

由于采用四项减值准备, 上市公司在会计政策上再以历史成本为计价原则应当说是失允当的。将这一变化体现在 1999 年度的财务报告上, 应当引起上市公司的重视。

#### 五、实际操作中面临的其他问题

一是所得税如何处理。《股份有限公司会计制度》与老制度相比, 一个明显的变化就是初步确立了会计与税收相分离的原则。按补充规定采用追溯调整法, 势必影响以前年度的会计所得, 从而影响纳税所得, 因此所得税问题必须考虑。然而以前年度的所得税按规定都已汇算清缴完毕, 看来在贯彻补充规定时, 各上市公司还得向主管税务机关“讨个说法”。

二是有子公司的上市公司如何执行补充规定。上市公司的子公司是否需要执行补充规定, 文件没有明确。如果按照本文开头提到的财政部财会字[1998]63号文规定, 显然上市公司有权要求子公司也一起执行, 但从该文件的规定来看, 不执行也是允许的。问题是如果不执行, 由合并会计报表调整而引起的相关问题处理可能会相当困难。

三是时间上如何把握。按照规定, 上市公司的年度财务报告必须在年度终了后四个月内报出, 然而根据补充规定, 应收款项的核销需经过董事会或股东大会批准; 根据中国证监会证监会计字[1999]17号文, 损失准备和核销金额巨大的需要经过股东大会批准。董事会和股东大会能否按照年报需要按期召开, 困难看来是不小的。

(作者单位: 浙江天健会计师事务所)

责任编辑 温彦君

# 可转换公司债券 融资的风险与防范

蒋伟东 杨玉凤

可转换公司债券(以下简称转债)是指一种发行人依照法定程序发行、在一定期间内依据约定条件可以转换为股票(通常为普通股)的公司债券。它是 70 年代后期诞生于西方证券市场上的一种金融衍生工具, 是公司债券与股票的融合与创新, 兼具债券和股票期权双重属性。一方面它具有公司债券的一般特征, 持券人可以得到稳定的利息收入和到期收回本金的权利; 另一方面它又具有股票期权性质, 投资者在购入“转债”的同时也获得了在一定时间按一定价格将“转债”转换为股票的权利。

## 一、可转换公司债券的融资风险

任何一种金融衍生工具, 在为人们带来收益的同时必然伴随着风险, “转债”也不例外。对此发行企业必须有清醒的认识, 绝不能只看到“转债”融资优越性的一面, 而无视它可能给企业带来的风险。对“转债”发行企业而言, 利用“转债”融资存在着如下风险:

首先是转债发行失败风险。尽管“转债”对投资者有相当大的吸引力, 但投资“转债”尤其是未上市国有企业发行的“转债”也存在着很大的风险。一是“转债”利率远低于同期普通公司债券利率和银行存款利率, 投资者利息收益相当低; 二是企业未来股票市价如果低于转换价格, 投资者转股后将遭受转换损失; 三是发行“转债”的未上市企业没有上市公司那样严格的信息披露制度, “转债”投资者与发行企业存在着严重的信息不对称问题; 四是发行“转债”的未上市企业未来能否上市存在一定的不确定性。这些风险的存在, 使投资者在投资“转债”之前持谨慎态度, 从而有可能使“转债”发行失败。目前我国证券一级市场异常火爆, 从已发行的三只“转债”来看, 投资者交易十分踊跃, 转债发行失败的风险似乎不存在。但随着我国证券市场的发展和完善, 投资者日趋成熟和理性, 成长潜力不大的企业发行“转债”, 失败的可能性还是存在的。

其次是股票上市失败风险。这是针对股票未上市重点国有企业而言的。未上市重点国有企业发行“转债”, 从发行到股票上市存在一定的时间间隔, 在这段时间里, 可能会发生种种不利于企业的情况, 致使其股票不能按计划上市。一是企业未能真正进行股份制改造, 不能满足股票上市条件; 二是国内外经济形势发生突变, 企业经营环境恶劣, 财务状况恶化, 使股票无法上市;

三是企业因种种原因未能申请到股票发行额度,而使股票上市失败。股票未能按计划上市所带来的后果是非常严重的。一方面,投资者因转换权利不能行使,预期的转股利益不能获得而蒙受损失;另一方面,发行企业的债务不能按计划转为股权,会造成债务负担过重、资本结构失衡、财务风险增加等不良后果,严重的甚至会导致企业重组或破产倒闭。此外,企业发行转债,实际上暗含着对投资者股票上市的承诺,如今承诺不能兑现,会严重损害企业的形象和信誉。

再次是“转债”转换失败风险。“转债”发行后,发行企业资本结构中的债务资本比例增加,股权资本比例相对下降。如果以后“转债”在约定期限内顺利转股,债务和股权资本的比例则会发生相反的变化。从长远来看,企业发行“转债”的最终目的是转换债券筹集股权资本,因此“转债”的股权特征要多于债务特征。但是有如下因素会影响企业转股计划的成功。一是在“转债”转换期内企业股票市价持续低迷或涨幅很小,股价低于转换价格,投资者为了避免损失不愿行使转换权利,这时就会出现“呆滞转债”。“呆滞”债券的存在,使企业资本结构中债务资本比例居高不下,大大增加了企业的财务风险。轻则企业的股价与资信等级下降,导致未来融资成本增加,增大了经营困难;重则将被迫进行企业重组,甚至被兼并或破产,代价是巨大的。二是在企业经营不佳,股票市价远低于转换价格时,投资者不仅不选择转换,而且还根据“转债”发行契约规定的回售条款将债券回售给企业,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,将会面临支付困难而陷入困境。三是在转换期内企业股票市价持续上升,涨幅高于转换价格,这时投资者会预期股价继续走强而迟迟不愿行使转换权,将会使企业蒙受损失。股价越高,企业可能遭受的损失越大。在这种情况下,企业还不如当初直接发行普通公司债券筹资。而在此时发行普通股票,以所得资金赎回债券,筹集的资金量必然会多一些。另外,如果企业此时依据“转债”发行契约中的赎回条款以现金赎回“转债”,可能会导致企业资金周转上的困难。

## 二、可转换公司债券融资风险的防范

防范“转债”融资风险,应从以下几个方面着手。

第一是谨慎选择发行时机。发行时机选择不当,会直接导致“转债”发行和转股失败,因此企业在选择发行时机时既要考虑“转债”发行的成功,又要考虑日后转股的成功。一般来说,“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“转债”也会因此而受到青睐,因而“转债”在此时发行会较顺利。随后随着经济运行速度的加快,股市也逐步进入牛市,股价高涨,此时投资者便会纷纷将“转债”转为股份。市场利率同“转债”市价成反比关系,利率下调,“转债”市价就会上升,从而使转债易于为投

资者所接受。要特别注意的是,企业应避免在经济繁荣、股市处于牛市顶峰时发行“转债”,因为随后的经济衰退、股市下滑很可能会导致“转债”在到期前转股的困难。在国内首次发行“转债”的深圳宝安公司就是失败的一例,“转债”发行时正处于股市大牛市,尽管在投资者狂热的投机心理驱使下发行取得了成功,但随后股市的长期低迷使宝安“转债”的转换率最终只有2.7%,债转股彻底失败。

第二是合理设计“转债”要素。这包括以下几个方面。

(1)合理确定转换价格。“转债”能否转换,主要决定于预期股票市价是否高于转换价格,而发行企业股票市价受未来市场走势和企业经营业绩影响,带有很大的不确定性,因此转换价格的设计就显得很重要。一般来说,为了吸引投资者,减少企业风险,转换价格应设计得尽可能低一些。但要注意的是,转换价格定的过低,会减少企业融资量,影响企业现有股东权益。因此在设计转换价格时,应均衡发行企业和投资者双方的利益,以“双赢”为目标。(2)合理确定票面利率。因为“转债”附有股票期权,其票面利率要低于不可转换债券,从而减少了发行企业融资成本。但票面利率过低会使“转债”吸引力下降,相应增加了发行和转股风险。企业应依据未来证券市场行情和投资者的期望市场收益率来设计票面利率,使“转债”风险和收益的组合实现最优化。(3)合理确定转换期限。转换期限较长,有利于持券人选择时机行使转换权,也有利于发行企业比较主动地应付期限之内的各种情况,从而有利于吸引投资者,回避风险。(4)合理设计赎回和回售条款。在赎回条款中,发行企业可以规定明确的赎回条件,如设置随时间推移逐步降低的阶梯式赎回价格,促使持券人为了避免更大损失选择转换;规定当股票市价达到或超过转换价格一定幅度时企业有权赎回转债;约定赎回时以现金、普通股、认股权证或其它工具支付“转债”本息以防范现金支付困难等等。在回售条款中,发行企业可以规定较短的回售期和较低的回售价格,以尽量避免这一条款给企业带来的巨大风险。

第三也是最为重要的,是发行企业必须具备良好的经营业绩和乐观的发展潜力,这是“转债”融资风险防范的根本。企业尤其是未上市重点国有企业发行“转债”融资的最终目的,是转换股份获得股权资本,以降低资产负债率,优化资本结构,壮大企业实力,而“转债”的发行风险、转换风险及未上市国有企业上市失败风险的存在,使企业可能无法实现这一目标。“转债”发行时机的选择和要素的设计可以有效防范风险,但并不能阻止风险的产生。为了铲除风险产生的土壤,实现企业的终极目标,企业必须致力于增强自身的经营能力、盈利能力和偿债能力,努力改善经营环境,提高经营业绩,这些才是治本之道。具体来说要做到:(1)建立规范的现代企业制度和公司治理结构,真正转变经营机制,改善管理质量,提高企业整体素质。尤其是未上市重点国有企业,按照有关规定,有明确可行的企业改制和上市计划,也就是说必须进行公司制改造。企业如果只是简单地将

# 对国有企业债转股财务评价

申文田

目前,国家为了实现国有企业三年脱困目标,处置银行不良债权,对重点企业(尤其是512户国家重点企业,一般为亏损企业)实施债转股措施。债转股对整体搞活国有企业、实现国有企业三年整体解困等方面的作用不可置疑,但具体到每个企业由于在偿债能力、获利能力、资产管理能力和变现能力等方面的差别,所以评价债转股不能一概而论,要从企业的资本成本、资本结构、企业的价值等方面综合考虑、分析。

债权转股权是金融资产管理公司作为投资主体,将商业银行原有的不良信贷资产转为金融管理公司对企业的股权,以及国家开发银行对企业的股权,它不是将企业的债务变为国家资本金(即“贷改拨”),更不是将企业的债务一笔勾销,而是由原来的债权债务关系,转变为金融资产管理公司和国家开发银行与实施债转股权企业之间的持股与被持股或控股与被控股的关系,由原来的还本付息转变为按股分红。债转股后,金融资产管理公司与开发银行实际上成为企业阶段性持股的股东,依法行使股东的权利,参与公司重大事务的决策,但不干预企业的日常生产经营活动,在企业经营情况好转后,最终还是要通过上市、转让或企业回购等形式,把这笔资金收回。

但是,从国家角度看,并非所有国有企业都符合债转股条件,从企业本身看也不是一转就灵,债转股对具体企业也不是都有利。所以实施债转股要有基本条件,企业要从有利于实现企业的长远目标角度来看待债转股。只有符合条件,并对企业长期发展有利的情况下才能考虑实施债转股。下面从企业(主要是国有

控股的有限责任公司和上市公司)的角度,利用现代财务分析评价方法来分析评价债转股。

## 一、债转股的条件和范围

实施债转股的企业必须具备五个条件:一是产品品种适销对路,质量符合要求,有市场竞争力;二是工艺装备为国内、国际先进水平,生产符合环保要求;三是企业管理水平较高,债权债务清楚,财务行为规范,符合“两则”要求;四是企业领导班子强,董事长、总经理善于经营管理;五是经营机制符合现代企业制度的要求,各项改革措施有力,减员增效、下岗分流的任务落实并得到地方政府的确认。可实施债转股的企业主要是:在国民经济发展中起举足轻重作用的,在“七五”、“八五”和“九五”前两年承担国家重点项目的较大、特大型企业,尤其是512户国家重点企业。

从以上范围和条件来看,可实施债转股的企业,是管理基础较好、产品有竞争力、工艺设备先进、领导班子有经营能力和改革受地方支持的由于缺乏资本金或改扩建使负债过重而造成亏损或虚盈实亏,通过优化资产结构可扭亏为盈的国有重点企业。

## 二、债转股对企业的利弊分析

从债转股的作用看,它不仅是企业一次难得的减债降负、降低资产负债率的举措,更是促使企业切实改变股东结构的举措,但是转与否、转多少要根据企业的具体情况来确实,并非转的越多越好。从转股企业角度看,既有有利的一面,同时又有不利的一面。

发行“转债”视做“圈钱”解困,而不认真地转机建制,提高效率,那么上述风险将无法回避,企业目标也将无法实现。(2)企业“转债”资金投向应符合国家产业政策应是国家扶持和鼓励发展、前景看好的朝阳产业。因“转债”期限较长,很适应一些资金投入量大、建设周期长、见效较慢的大中型投资项目的资金需求。这就要求企业在选

择投资项目时,必须结合我国产业结构的调整方向、金融改革的趋势及市场利率的变化等考虑投资项目的市场风险,保证未来投资项目的盈利性,降低企业风险。(3)企业应保持一定的资产规模,主业明确,股本较大,资产负债比例适中,净资产收益率高于同期银行储蓄存款利率。如此可以使企业保持一定的抵御风险的能力,在债

券未转换为股票时还可以有效利用财务杠杆效应提高企业净收益,增加企业价值。总之,企业只有经营业绩优良,发展前景乐观,股票才可能上市,“转债”发行和转换才可能成功。

(作者单位:中国矿业大学工商管理学院)

责任编辑 王教育