

由我国可转换债券境外发行引发的思考

田光宁
李建军

国务院证券委第六次会议正式提出,要在国内选择一些有条件的上市股份有限公司进行可转换债券的试点发行。这一决定有利于企业进一步拓宽融资渠道,降低融资成本。但是在试点过程中曾经出现操作不规范的问题。随着我国股份制改革的深入和证券融资的进一步国际化,国务院原则同意,从1994年开始允许一些试点企业,尤其是海外上市公司在境外通过发行可转换债券方式融资,以适应它们扩展海外业务的需要。首批试点企业有深圳南方玻璃股份有限公司和上海轮胎橡胶股份有限公司,两家公司分别于1994年11月和1995年3月被批准可在境外发行可转换债券。^①由此,可转换债券步入了我国证券市场的国际化行列。可转换债券本身所具有的债权可向股权相互转换的特性决定了发行主体要承担与其他融资途径相比更大的风险,因而应当引起发行主体与有关主管部门的重视。本文针对可转换债券的特性及其融资优势和发行主体可能承担的风险,探讨对境外发行可转换债券的风险监控与防范措施。

一、可转换债券的特性及其融资优势

可转换债券亦称可转股债券,是一种融债券和股票特性为一体的混合型证券,在发行时就规定可以在以后一定条件下按某种价格转换为公司普通股。具体而言,“在一定条件下”是指按照公司的章程或公司董事会的决定,公司在发行债券时向投资者约定的转换时间和转换比例。转换时间一般指债券到期还本付息前投资者选择的任意时间,或者是公司规定的特定转换期限。转换比例是指债券转换时可获得的股票的数量。“可转换”则指投资者可根据自己的意愿来决定是否将此债券转换成股票。可转换债券是债券与股票相结合的复合形式的金融工具,灵活新颖,是一种比较受欢迎的投融资工具。

采用发行可转换债券方式进行融资对发行人来说有两方面优势:一是可转换债券容易发行。因为可转换债券结构灵活,本质上属于一种股票期权,投资者在购买债券的同时获得了按特定条件转换为股票的权利。在约定期限内,如果股价高过转股价格,持有者可将其转换成股票,再售出股票获得价差收益;反之,持有者亦可持有债券获取利息收入。可见,可转换债券的持有者所获取的收益是两者之中较大的那一个。因此,这种新的投资工具大大吸引了那些既渴望得到较高收益又不希望错过股票升值的潜在收益的投资者。二是发行可转换债券无须担保和评级,能够一次性借入中长期资金,并在融资初始时设定较低的固定利率。这样,对发

行企业来说,如果股价没能达到转换价格,可转换债券并未发生转换时,企业只需在到期日偿还本金,企业还本付息的成本便低于直接发行债券或优先股。亦即,企业可以抵于普通债券的息券利率发行可转换债券。同时,由于可转换债券较单一债券或股票更富有弹性,所以又有可能在股价下跌时以高于发行时的市场价售出股票。鉴于这两方面优势,可转换债券已成为世界上特别是亚洲国家和地区的企业所青睐的融资工具。然而,回报与风险同在,由于可转换债券的可转换特性隐含了融资风险,容易使发行者只见其利而不见其弊,对其融资风险缺乏清楚认识和足够重视。

二、境外发行可转换债券的融资风险

据不完全统计,亚洲地区企业在1993年发行可转换债券数量约为50亿美元,1994年上升至90亿美元,其中地产巨头香港地产公司委托乔丹·弗莱明公司发行4.1亿美元。^②此后市场经过了一段时期的停滞,1995年发行量仅为25亿美元,1996年回升到约35亿美元。在亚洲可转换债券市场经历了市场充斥和市场饥荒的周期起落渐趋平稳上升时,我国于1995年7月,由深圳南方玻璃股份有限公司在瑞士资本市场第一次发行可转换债券,数量为4500万美元,从上市发行起便受到国际投资家的关注,一级市场反应甚佳,二级市场价格始终较为稳定。后约1200万美元的债券转换为股票,转换率达27%。^③而我国另一家试点企业却因其经济效益欠佳迟迟未能实现在境外发行可转换债券。由于我国试点企业为国有企业,境外发行可转换债券面临的情况较为复杂,潜在风险较大。具体分析,其融资风险主要表现在以下几方面:

第一,由于可转换债券发行时为债券形式,发行后在发行企业的财务状况表上反映为负债,只有当可转换债券发生转换之后才会变为股本,所以在尚未发生转换之前,增加了企业的负债从而降低了企业举债能力,在一定程度上限制了企业的短期融资行为。国有企业在经营机制方面还有待进一步完善,如果债务负担过重或负担不均衡可能导致国有资产流失。

第二,可转换债券如果最终没能转换成股票而全部成为债券时,因其事先没有规定分期返还的措施,就可能使风险集中于到期一次还本的资金压力上。可转换债券发行额较一般银行贷款额大,到期还本时企业很可能需要筹措短期贷款来弥补资金的不足。这样,可转换债券较普通债券的低息被短期贷款较中长期商业贷款的高息抵消,融资成本反而更高了。

第三,可转换债券如果最终能够全部转换为股票,则会对公司股本收益起到稀释作用,使公司普通股票发生摊薄效应。公司总股本扩大,每股收益指标下降,会引起股价下跌,影响股东利益。财务指标值下降,也会影响到国有企业的融资信誉和融资能力。

第四,可转换债券有助于境外投资者进入发行企业所在国的股票市场,并通过债股转换实现控股地位的转化。如果投资者对某些公司的投资已达到该国规定的海外投资最高限额时,他们便利用可转换债券市场增加对这些公司的持股。这种隐蔽的方式为某些国际跨国集团实现对我国行业性垄断或规避我国有关国有企业法律规定提供了可乘之机。国有企业是国家经济的主体,有些行业关系国计民生,应当防止外国公司渗透和垄断,有关管理部门应给予足够重视。

第五,境外发行可转换债券须谨慎而行,以防发行失败。在亚洲可转换债券市场曾发生发行失败的先例:1993年在市场看好的情况下,泰国有几笔可转换债券已获批准并已定价,但由于官僚和程序上的拖延,1994年初才开始发行,市场情况已变,发行失败。^④国有企业在境外通

过发行可转换债券融资应作好市场调查,把握时机,力求一次成功,降低融资成本。

三、境外发行可转换债券的风险监控与防范措施

我国企业境外发行可转换债券试点工作还在进行,那么,控制境外发行可转换债券的市场风险,进一步完善我国有关境外发行债券的监管制度是必要的。笔者建议:

1. 按照国务院试点工作的总体部署要求及国家计委《关于对借用国外贷款实行全口径计划管理的通知》的精神,对国内企业在境外发行可转换债券进行总量控制和严格管理。

2. 在选择试点企业时,应注重优先选择整体效益好、业绩优良且行业成长性好的企业。这类企业一方面对可能出现的提前偿还风险有较强应付能力;另一方面其成长性产业便于债券向股票转换,从而减少企业债务负担。

3. 严格审核企业财务效益,选择灵活的发行结构。在不突破总发行额的前提下考虑采取分次发行方式,既可避免因大额转股发生稀释效应,又可缓解债券到期一次还本的巨大资金压力,为企业经营运转留有余地。

4. 针对境外投资者利用可转换债券的债股互换对国内企业进行控股转化,制定特殊条款,限制境外投资者所持可转换债券的转换形式,保证国有股的控股地位不因转换受到威胁。

5. 密切注意亚洲及世界可转换债券市场动态,选择适当时机,设计合理可行的转换债券期限和转换定价,尤其要设定科学适当的转换比例。国有企业要积极参与,慎重入市,利用国际证券市场融资,加快我国证券市场的国际化进程。

可转换债券的债股互相转换的特性使其灵活方便而又隐含风险,运用这一融资工具需要仔细斟酌,以求扬长避短。

(作者单位:东北财大研究生部 大连海事大学国际商务学院)

注释:

① 李雪东:“境外可转股债券发行须审慎”《金融时报》1996年12月25日。

② 欧洲货币“可转换债券”《国际金融发展》,1995年第2期,第32页。

③ 同①。

④ 同②。