

# 可转换债券在股权激励中的运用

张 玲 赵 峰

**摘 要:** 本文尝试将可转债引入上市公司治理机制,从而建立有效的公司股权激励制度。同时提出理论上的可行措施,将可转债拆解形成金融互换产品,从而既有效解决了上市公司管理人员激励问题,又进一步活跃了证券市场。

**关键词:** 可转换债券;股权激励;股票期权

**中图分类号:** F830.96 **文献标识码:** A **文章编号:** 1006-1894 (2005) 03-0045-03

可转换债券是指发行人依照法定程序发行、在一定时期内依据约定的条件可以转换成股份的公司债券。正因为该种债券赋予投资人在一定条件下将债券转换为公司股票的选择权,所以可转换债券被视为一种兼具股票和债券双重特性的金融衍生工具。我国可转换债券的发展始于1992年深宝安发行的可转债,至今证券市场的参与者对可转债的认识还有待进一步加强。现今几乎所有上市公司发行可转换债券的目的仅仅是解决资金困境,其在股权激励方面的作用还尚未被认识到。实际上,若将可转换债券引入公司的激励机制,则不仅可以解决公司的资金困境,而且对有效解决公司管理人员的激励问题亦有所帮助。

## 一、将可转债引入公司激励机制的益处

**1. 过往措施的弊端** 随着社会主义市场经济改革的不断深入,如何完善企业尤其是国有企业的公司治理结构自然成为改革的热点问题,而由委托—代理理论引发的公司激励与约束机制建设问题则是完善治理结构的重点。在激励机制的探讨与实践过程中,已经有了不少的经验与教训。股权激励与MBO是现今主要探讨的两种方式,但在实践中,上述两种激励方式都存在无法克服的缺陷而无法推广实施:(1)对股票期权而言,按照美国的做法,股票期权行权的股票来源主要有两个,即公司发行新股票和通过库存股票账户回购股票。如果按照这两个来源取得股票期权,则与现行《公司法》第83条和第149条相违背。如果对《公司法》不作相应修改,则推行股票期权时,可能导致许多不规范现象。(2)对于MBO来说,由于法律法规的缺位,导致交易过程不透明、不规范,进而出现了定价不合理和内部人控制等问题,造成国有资产大量流失。

### 2. 引入可转换债券的益处

(1) 可以解决行权股票来源的问题。股票期权是公司给予管理人员的一种购买本公司股票选择权。持有这种权利的人员可在规定时期内以行权价格购买公司一定数量的股票。有

可供行权的股票是有效实施股权激励的重要前提条件。对于我国上市公司而言,行权股票来源的限制正是其无法有效进行股权激励的根本原因。虽然现行法律对股票来源有着严格的规定,但对公司管理人员持有可转换债券却没有明文的限制性条款。上市公司完全可以通过向管理人员发行可转债,管理人员到期行使转股权来解决股票来源问题。这样既可以解决激励机制的合法性问题,又可以有效激励管理人员,从而最终达到提高公司运营效率和效益的目的。

(2) 可以加强对管理层的监督约束。对发行可转债的上市公司而言,债券的发行不仅解决了公司资金困难的问题,而且通过引入债权人的监督加强了对公司管理人员的监督约束。由于可转换债券可以在交易所上市交易,所以管理层必须及时准确地公布相关信息,不断提高公司的运营效率,以良好的业绩面对债权人,否则投资者将用“以脚投票”的方式抛售债券,或对上市公司的欺诈和不当行为提出赔偿诉讼等。证券市场的表现是外部利益相关者衡量公司经营情况的标尺之一,而且证券市场有着其特有的扩散效应,所以说可转债持有人的市场行为对管理层的压力和监督作用远比股东和其他债券人的制约效果明显。

同时可转换债券的交易和转换有着明确的法律规定,管理人员要行使转换权,必须经过一定的公开程序。这样就使得他们通过出售股票获取利益的时间相对延长,从而给予市场参与者充分的时间以判断他们的行为含义,进而防止公司管理人员人为操纵股价以获取不当利益的行为。所以说通过上述的过程,投资人和股东可以有效监督管理人员在二级市场的交易行为。

(3) 可提高股东和投资者对公司的信心。我国证券市场长期股权分裂,导致控股股东利用配股和增发等各种方式通过上市公司套取大量资金,这严重损害了广大流通股股东的利益。正是上市公司的此种“圈钱”行为和投资者无奈的“以脚投票”行为导致现今股市的惨淡情景。可转换债券由于拥有债券的特性,所以对投资者而言其资金安全性可以得到充分的保证,这样有利于建立他们对公司的信心。同时若向公司管理人员或其他员工发行可转换债券,既可以实现对于员工的有效激励,又可以避免公司“圈钱”的恶名,这进一步改善和树立了公司的良好形象,提高了公司对投资者的吸引力等。

## 二、引入可转换债券的可行性与可行措施

**1. 引入可转债的可行性** 相对于股票期权方面的法律限制,我国规范可转债发行的法律法规已相当完备。中国证监会2001年颁布了《上市公司发行可转换公司债券实施办法》,对可转换债券的发行条件、程序和信息披露都做出了详细而严格的规定,这既确定了上市公司发行可转债的合法性,又使得可转债的交易和转换有法可依。同时现行法律无明确条款限制公司员工持有本公司的可转债,这样就解决了引入可转债的法律可行性问题。其次,在可转换债券的会计处理方面,相关法规也做出了详细的规定,这增强了现实措施的可行性和可操作性。最后,对于可转债所有人因持有债券所获收益的税收处理问题,《税法》对此亦有着明确的规定,这进一步提高了将可转债引入公司激励机制的可行性。

**2. 引入可转债的可行措施** 可转换债券是一种兼具股票和债券双重特性的金融衍生工具,因此我们可以借助一个中介体将可转债拆解为纯债券和期权两种金融产品,然后由此中介体分别将两种产品销售给不同的投资者,从而形成一种类似于互换的金融产品。针

对我国经济的现实情况,此间的中介体可以由证券公司或商业银行担任,理由如下:现今的证券市场交投惨淡,市场缺乏活力,为挽回颓势需要新的产品和新资金的引进。证券公司和商业银行在产品设计和风险管理方面有其自身的优势,尤其商业银行吸引新资金的作用不容忽视。拥有证券交易账户的投资者相对于银行的储户毕竟是少数,银行可以利用自己的信用将纯债券产品或期权产品销售给自身的客户,这既给银行带来了中间业务的收入,同时又给了那些想投资于证券市场但缺乏经验的银行客户一种新的投资机会,最终通过上述交易将新资金引入证券市场,从而有望带动我国证券市场的进一步发展。

金融交易的中介体确定后,下一步就是明确债券和期权投资者。出于本文的激励初衷,期权的投资者应当包括上市公司的管理人员。由于此种期权价格相对于股票和可转债的价格要低,所以对管理人员而言在经济上是可以承受的。这样既可以有效形成他们的转移成本,又可以在激励的同时形成有效的经营压力。除了上市公司的管理人员,期权的投资者自然还应包括银行储户和其他中小投资者。至于债券的投资者,我们认为应该包括那些由于受法律法规的限制而无法投资股市的投资者,或者包括出于风险原因不愿直接投资股市的投资者。这其中的保险公司和社保基金是值得关注和吸引的机构投资者。保险公司根据现有规定可以持有上市的可转债,但不可以实行债转股,上述产品正可以满足他们的需求。对于社保基金而言,基于风险控制的原因,投资于现今的股市风险过大,而投资基于银行信用的债券则不失为一种稳健的投资方式。

上述的金融拆解产品形成后,就其价值评定而言,现有的金融理论可以有效给出各部分的价值估算。至于产品互换实施过程中的合同细节,则有待在具体的实际基础上不断明晰和深化。

(作者单位:湖南大学)



#### 参考文献:

- [1] 曾显荣.我国ESO的制度环境的完善[J].渝州大学学报(社会科学版).2002,(4).
- [2] 郭俊.可转换公司债在公司股权激励中的运用[J].证券市场导报.2003,(12).
- [3] 刘增喜.可转换公司债券[M].上海财经大学出版社,1999.
- [4] 张志强.期权理论与公司理财[M].北京:华夏出版社,2000.