

# 我国上市公司可转换债券融资问题研究

刘金全,唐立新,隋建利

(吉林大学数量经济研究中心,吉林 长春 130012)

**摘要:**可转换债券由于具有股权和债权的双重特性而成为公司再融资的重要工具。上市公司利用可转换债券进行筹资,对解决我国资本市场中存在的证券投资品种匮乏、股权融资比例过高等现实问题具有重要意义。本文分析我国可转换债券融资中存在的不足之处,针对这些主要问题,提出进一步完善我国可转换债券融资的对策。

**关键词:**上市公司;可转换债券;融资

**中图分类号:**F832.5      **文献标识码:**A

**文章编号:**1007-7685(2008)11-0068-03

自2001年4月中国证监会颁布《上市公司发行可转换公司债券实施办法》及其配套文件后,发行可转换债券逐渐受到公司的认可并成为融资的重要工具之一。

自2001年下半年开始,可转换债券逐渐成为我国资本市场的一个热点,其发行数量和融资规模均迅速增长。中国证监会的统计数据显示,2002年可转换债券的筹资总额为41.5亿元;2003年发行上市的可转换债券共有16支,总筹资规模达185.5亿元,为2002年发行量的4倍多,接近此前12年187.5亿元的发行总额,占当年再融资总额的49.87%,成为再融资的主要品种,吸引了包括社保基金、投资基金、证券公司等一批机构投资者的热情参与。发行可转换债券的公司涉及钢铁、电力、化工、制造、医药等很多领域。2004年,上市公司发行可转换债券的融资额达209.03亿元,占再融资总额的46.54%。可转

换债券作为一种中间性的融资工具,其繁荣和发展将会促进中国资本市场的成熟和金融风险的化解。因此,解决我国可转换债券融资中存在的问题,进而构建和完善我国可转换债券融资体系,已成为一个亟待研究和解决的课题。

## 一、我国上市公司可转换债券融资存在的问题

由于我国可转换债券融资起步较晚、规模较小、相配套的政策法规不完善,虽然目前正面临着重大的发展机遇,但与西方发达国家金融市场中的可转换债券在市场规模、品种创新及参与主体结构等方面的成熟机制相比,还存在许多缺陷与不足,一些不利因素制约着我国可转换债券融资的进一步发展,主要体现在以下方面:

(一)市场准入的条件较高。目前,对上市公司发行可转换债券所要求的具体条件较高,根据《暂行办法》、《实施办法》及相关配套文件的规

注:本文受国家自然科学基金项目(70471016)和教育部人文社会科学重点研究基地2005年度重大项目(05JJD790078)的资助。

收稿日期:2008-09-06

作者简介:刘金全(1964-),吉林大学数量经济研究中心教授、博士生导师。研究方向:数量经济学。

定,发行可转换债券的主体范围界定在上市公司当中,并且要求具备发行条件。与此相关的条件和要求虽然能在一定程度上防止“圈钱”现象的发生,但同时也加大了上市公司通过可转换债券筹集资金的难度,影响了发行可转换债券公司的积极性,客观上限制了可转换债券市场的进一步发展。具体而言,过高的软指标只能激励我国相对成熟的公司发行可转换债券,而对非上市或非赢利但具有较好业绩增长潜力及良好发展前景的新公司则有所限制。

(二)可转换债券品种匮乏,期限较短。有关政策规定,我国允许发行的仅是带息可转换债券,这一规定虽然在一定程度上提高了可转换债券的纯债券价值,但同时也限制了其他可转换债券品种的使用。如,公司无法发行可以节省更多成本的零息可转换债券。因此,在我国由于单一带息可转换债券品种难以满足公司及投资者的相关需求,将会阻碍我国可转换债券市场规模的进一步扩大。此外,由于现行政策不允许发行较长期限的可转换债券,公司在选择融资开发项目时,为规避风险,只能放弃期限较长但更有利于公司长期发展的项目,这对公司的长期发展不利。

(三)可转换债券定价较困难。由于西方金融学中的很多可转换债券定价模型都以卖空市场机制为前提条件,而在我国证券市场中却缺乏卖空机制。此外,由于我国可转换债券条款的设计过于复杂,许多条款是否可以顺利执行还需商榷,这使条款的价值对投资者来说具有很大的不确定性,这些不确定性从理论上很难定价(陈洁,2007)。<sup>[1]</sup>因此,我们在运用西方金融学中诸如经典 Black - Scholes 模型、二叉树模型以及 Monte Carlo 模拟等常用的期权定价方法来研究我国可转换债券的定价问题,所得出的可转换债券理论价格一般都远远高于其市场价格。这说明,一些目前较成熟的国外期权定价方法并不适用于我国境内发行的可转换债券的定价。

(四)一级市场发行艰难,二级市场交易冷淡。2001年4月中国证监会颁布文件,正式将可转换债券定位为上市公司再融资的又一常规模式,我国可转换债券的发行受到越来越多上市公司的青睐。但与既定的市场预期目标相比,我国

目前可转换债券的发展仍较为缓慢。从一级发行市场角度讲,虽然在发行初期一度受投机气氛烘托,但可转换债券的发行中签率越来越高,甚至出现余额包销的现象(李春蓉,2003)。<sup>[2]</sup>投资者的追捧热情明显降低,而投资者积极性的下降,使可转换债券二级发行市场中的价格大幅下降,很多可转换债券几乎一上市即跌破面值,并普遍出现转换价格始终低于基准股票市价的现象,成交也不活跃。二级市场的冷淡交易将会进一步影响可转换债券一级市场的发行,这将最终影响可转换债券融资的不断发展和完善。

## 二、发展和完善我国可转换债券融资的对策

鉴于我国可转换债券市场的发展尚处于起步阶段,加之缺乏有效的市场竞争,由此产生市场准入制度的管制、可转换债券品种匮乏、期限较短、定价较困难等问题。为加快可转换债券在我国的发展,发挥这种金融工具的筹资优势,尽快解决可转换债券融资存在的问题,提出以下对策:

(一)完善发行可转换债券市场的准入条件,尝试以审核发行可转换债券公司的融资项目及发债公司的成长能力为主要任务。当前的相关政策法规仅重点考虑发行可转换债券公司的现有业绩,忽视了对募集资金项目情况的具体考虑。因此,相关部门应将审核重点由发行可转换债券公司的资格方面转移到发债公司募集资金的具体项目上来。也就是说,相关部门严格规定发行可转换债券募集资金的用途,可通过委托一些科研机构来公正地评估融资项目的具体科技含量,从而将公司通过融资所支持的项目转移到高新技术项目当中,最终为公司科技创新能力的提高服务。此外,相关部门应尽量放宽公司发行可转换债券融资额度的限制。如,允许有高新技术项目的公司发行超过其净资产的可转换债券。这种限制的放宽,能促使投资者或公司通过购买可转换债券在获得价差收益的同时,获得发行公司的控制权,进而完成对发行公司的并购或成为发行公司的股东,最终能参与到公司的经营管理当中。

(二)增加可转换债券的投资品种,促进可转换债券市场金融工具的创新和金融产品的多元化。我国可转换债券经过近些年的发展,已具备推出多种可转换债券品种的成熟条件,而新兴的

可转换债券品种必将会给证券市场增添活力。因此,相关部门应通过制定具体的相关政策法规,设定具有不同特征的转债品种,并对尝试发行可转换债券品种的公司予以优先审批政策,进而激励公司在发行普通可转换债券的基础上,对其发行的可转换债券品种进行不断创新。这样,不仅能为发行可转换债券公司提供更多的资金来源及更低成本的融资方式,而且能为投资者提供更为丰富的投资品种,从而满足众多投资者不同的风险偏好,并能平衡市场多方面的不同利益,最终促进可转换债券市场规模的扩大和发展。在条件相对成熟时,可考虑逐步引入零息可转换债券、可交换可转债等,以进一步丰富市场交易品种,完善可转换债券的产品体系。此外,相关部门应允许发行可转换债券公司根据其融资项目的实际情况来灵活设计可转换债券的期限,并达到逐步延长可转债发行期限的目的。一般而言,可转换债券的期限与公司转股成功的概率成正比,可转换债券的期限越长,发行可转换债券公司的风险就越低。

(三)解决可转换债券定价问题。既要考虑金融工具定价的一般性要求,又要考虑我国正处于转轨经济时期的特殊性要求。因此,在对我国可转换债券进行定价时,既要借鉴国外先进的期权定价研究理论,又要考虑我国证券市场及经济发展的现实。在我国股票市场上,存在许多股票价格严重背离实际价值的案例,尤其在2006年后,股票市场进入牛市以后,很多股票的价值都能增长几倍,股票价格远远高于其价值,而当股市进入熊市以后,情况则完全相反。因此,上市公司完全以股票价格作为制定转股价格的依据有待于进一步探讨。此外,可转换债券能否顺利转换,主要取决于预期股票价格是否高于转换价格,而发行可转换债券公司的股票市价受未来市场和公司经营业绩等诸多因素的综合影响,具有很大的不确

定性。因此,对转换价格的设计尤为重要。为吸引更多的投资者并尽可能减少公司风险,转换价格应尽量设计低一些。如果转换价格过低,又会减少公司筹资总量,进而影响现有股东的实际权益。因此,在设计转换价格时,应充分均衡考虑发行可转换债券公司及投资者双方的多方面利益。

(四)选择合适的发行时机。选择合适的发行时机是确保可转换债券成功发行与转换的重要前提。一般而言,可转换债券的发行以宏观经济发展处于谷底、股票市场由熊市走向牛市时为最佳时机。因为此时的投资者对股票价格的预期较为看好,愿意重新进入股票市场进行投资,作为与股票紧密关联的可转换债券也因此而受到青睐。所以,可转换公司债券在此时发行将会较为顺利。可转换债券发行时机的选择可被视为具有隐含性的发行条件。因为虽然此发行条件不会明确体现在可转换债券的发行条款中,但在可转换债券发行时,既定的基准股票价格水平及市场利率水平对投资者的预期收益及风险结构所产生的影响,与相关政策法规确定的发行条件对其所产生的影响同等重要。此外,合理设计可转换债券发行条款是其能否成功发行与转换可转换债券的关键因素。发行条款的设计不仅要使可转换债券具有一定的投资吸引力,而且还要符合发行可转换债券公司确保其财务结构的安全性、稳健提高经营业绩并最终达到发行可转换债券公司的既定融资目标。

#### 参考文献:

- [1]陈洁.我国上市公司可转换债券融资存在的问题及对策研究[J].会计之友,2007,(12).
- [2]李春蓉.上市公司可转换债券融资问题研究[D].中国优秀硕士学位论文全文数据库,2003.

(责任编辑:闫春英)