

# 可转换债券的融资风险及其控制研究

严复海, 甘 婷

(兰州理工大学 国际经济管理学院, 兰州 730050)

**[摘要]**可转换债券作为我国证券市场的一种新型融资工具,有其自身的特点,本文研究发现,上市公司利用可转换债券融资时会产生各种风险,通过分析这些风险的形成和来源,在此基础上提出防范对策,以规避和减少风险。

**[关键词]**可转换债券;融资风险;对策

**[中图分类号]**F830.91 **[文献标识码]**A **[文章编号]**1673-0194(2009)08-0063-03

可转换债券是一种介于债券和股票之间的可转换融资工具,由于持有人有权在规定的期限内依据约定条款将其转换成一定数量的发行公司的普通股票,这种筹资方式成为上市公司直接股权筹资出现障碍时有效的替代筹资工具。从可转换债券自身的特性来看,除了具有债权性、股权性和期权性的特征外,因其融资成本较低,已成为上市公司极具吸引力的筹资工具。充分认识可转换债券融资时的各种风险,并采取有效的防范措施,对企业充分使用这一新型复合筹资工具,避免筹资风险,具有一定的现实意义。

## 一、问题的提出

近几年以来,随着市场的不断发展和制度的不断完善,我国证券市场上发行可转换债券的上市公司数量迅速增加,可转换债券的发行规模迅速扩大,其融资数额所占证券市场筹资总额的比重也越来越大(参见表 1)。

**表 1 我国上市公司发行可转换债券一览表**

年 度	募集资金合计(亿元)	发行家数
1998	3.50	2
1999	15.00	1
2000	28.50	2
2001	0	0
2002	41.50	5
2003	181.50	15
2004	213.03	13
2005	0	0
2006	43.87	7
2007	106.48	10
合计	633.38	55

(数据来源:wind资讯,数据经过整理)

从 1998年至 2008年 2月,共有 57家上市公司发行了可转换债券,募集资金累计 646.98亿元。同期证券市场再融资和

**[收稿日期]**2008-10-14

**[作者简介]**严复海(1966-),男,甘肃武威人,兰州理工大学国际经济管理学院副院长、教授、硕士生导师,主要研究方向:公司治理、财务管理。

负债融资总额 23 070.22 亿元,其中负债融资总额 9 400.78 亿元,可转换债券融资规模已占负债融资的 6.88%。可转换债券已成为再融资市场中负债融资的重要工具,正越来越被我国资本市场所接受并受到企业的重视。可转换债券作为一种新型的金融工具,它与股票、债券等相比更为复杂。可转换债券融资存在的风险,也更具特点。在发行过程中,若股价下跌转股失败,将会威胁到公司的正常经营活动;发行结束,可能面临诸如利率风险、回售风险、股价下跌风险、转股失败风险等。

## 二、可转换债券的融资风险分析

可转换债券作为一种成熟的国际金融品种,在我国资本市场的运用只有 10 余年时间,通过分析可转换债券在我国实际运用的情况,发现可转换债券作为企业的融资“新宠”,具有多重融资优势。但是任何一种融资行为都有风险,在为人们带来收益的同时必然伴随着风险,“可转债”也不例外。目前从我国的实践来看,上市公司利用可转换债券进行融资存在的风险主要有以下几种:

### 1. 发行风险

由于上市公司选择发行可转换债券的时机不对所形成的风险,它可能会导致公司发行失败。可转换债券的转股价格的确定至关重要,关系到未来的转股成败。转股价格一般是以当前股票价格为准,或对当前股票价格的一定升水。通常,发行契约规定,未来的存续期间内,如果出现股票价格在一段时间内异常波动,可以根据股价的变化特别向下修正条款,也就是修改转股价格。

发行可转换债券的公司希望这些证券未来被转换成普通股,以达到预期的利用低成本债券筹资的目的。但可转换债券转换权的选择取决于债券持有人,既可能偏向股权方面,也可能转向债权方面,未来的股价水平是决定这种偏向的关键因素。当股价处于高位时,未来一段时期内股价下跌的可能性很大,债券转股成功的可能性下降,会引致风险的

产生。

## 2 信用风险

可转换债券是一种仅凭信用发行的无担保无追索权的债券,其信用等级低。公司在发行可转换债券后,由于存在着一些不可控的复杂因素,可能无法兑现某些承诺而导致风险的产生。

(1)发行公司未上市。茂炼转债(中国石化茂名炼油化工股份有限公司发行的可转债,简称茂炼转债)是唯一没对应上市公司的可转换债券,茂炼公司的上市之路可谓坎坷。在近5年的可转换债券存续期内,虽然一再提出发行A股的计划,因为众多因素的制约使得茂炼公司未能在存续期内发行A股股票,最终茂炼转债于转债到期前的一年被迫启动回售条款,导致发行失败,由此产生了信用风险。

(2)转换失败。可转换债券在转换期内未能转换是一种违约的表现。可转换债券像其他债券一样,也有偿还风险。若转股不成功,公司就会面临偿还债券本息的巨大风险,并有可能形成严峻的财务危机。转股不成功的主要原因是如果公司业绩不良,若此时必须偿还可转换债券的本金,公司境况将会进一步恶化。深宝安转债转股失败就是一个典型的案例。深宝安转债于1992年10月发行,期限3年,发行前股票均价每股28元,转股价格每股25元。转换期为1993年6月1日至1995年12月29日。进入转股期后,由于在可转换债券的存续期内按转债价格折算的实际股票价格始终高于股票市场价格,所以多数持有人没有选择转股,仅有2.7%的可转换债券实施转股,导致深宝安不得不筹措4亿多资金还本付息,元气大伤。

## 3 财务风险

一旦涉及转换失败、发生回售和赎回,发行公司必然会支付大量现金。公司利用可转换债券融资后,资本结构有所调整,这时负债比率会增大,同时公司在各期将承担一笔固定的利息费用。如果公司经营状况良好,股票价值增值,市场价格超过转股价格时,可转换债券的持有人会执行股票期权,这样,公司的资本结构在投资者的投资决策过程中得到自然优化,债务资本在资本结构中的比重逐渐降低,而股权资本的比重逐渐提高。如果公司经营状况差或股市行情低迷,投资者不愿行使转换权,宁可继续持有可转换债券,甚至将其大量回售给公司,此时将导致公司财务风险和经营压力的增大。

2004年发行的创业转债(天津创业环保股份有限公司发行的可转换债券,简称创业转债),发行后仅半年时间被迫启动回售条款,成为国内第一只未到期就回售的可转换债券。根据创业转债回售条款的约定,在创业转债的转股期间,如公司A股股票在连续30个交易日中任意20个交易日的收

盘价低于当期转股价格的70%时,可转换债券的持有人就有权将其持有的可转换债券全部或部分回售给公司。创业转债的初始转股价格为7.7元,而其正股价格因为国内股市连续下跌,已从转债发行时的7.5元跌到回售前前的3.5元,低于转股价格46%,由此触发了回售条款。最后共有823.902万张创业转债进行回售,导致年内公司财务费用增加了1647.804万元,给创业公司造成了一定的财务压力。

## 4 经营风险

可转换债券作为发行公司向社会公众筹集资金的一种金融工具,关系到公司的未来发展潜力,与公司的经营业绩密切相关,公司未来经营业绩的好坏直接关系到能否促成可转换债券顺利转股。上市公司发行可转换债券的目的是为了成功地实现预期转换,并保证转换后,不会使股价下跌,由于可转换债券转换后其低资本成本的优势消失,因此经营者所面对的经营压力会加大。可转换债券最大的风险仍然是经营风险。一旦发行人因为拥有大量的低成本资金而过度投资,并且投资于一些低收益或高风险的项目,此时公司将面临着较高的经营风险。

由于可转换债券本身极具复杂性,其价值包含期权价值,涉及公司未来的股价变化,若发行公司在发行后不积极地提高公司经营业绩,一旦未来的股价低于转换价格,投资者宁愿持股观望,也不愿在良好的转股时机转股,这时很可能导致转股失败,不但会加重企业偿债负担,而且对企业的声誉会有较大影响,新的融资将较为困难,企业可能会面临流动资金的严重不足。

## 5 利率风险

利率风险又称为资本市场风险。由于发行可转换债券所筹集的资金不能马上完全投入到生产经营活动中,当期可转换债券的发行,可能会丧失其将来市场利率降低后能以较低的资本成本再筹资的机会,这种可能丧失的机会就是市场风险。市场风险的高低同普通债券和股票的风险大致相同。由于可转换债券属于享有固定收益的金融产品,同样具有因市场利率上涨而引起的其价值下跌的风险。但相对于其他风险而言,利率风险对可转换债券价值的影响是最小的。

## 三、可转换债券的融资风险控制对策

综上所述,由于发行公司利用可转换债券融资将会产生各种风险,这些风险又会对公司造成一定的影响,如何控制和规避这些风险成为我们所关注的重点。对此发行企业必须要有清醒的认识,如何将风险降到最低,是保证可转换债券成功发行的必要条件之一。考虑到可转换债券的融资风险产生的特性,笔者认为,针对它的这种特性,根据融资风险发生的可能性,将融资风险分为事前、事中和事后分别进行控制。

### 1 融资风险的事前控制

利用可转换债券融资,公司在发行前要全盘考虑,作好规划,综合分析各种影响因素,既要考虑宏观的外部环境,也要考查具体的内部状况。相对于融资风险的事中和事后控制而言,它的事前控制是最重要的,只有在事前作好各方面的计划和防范,才能将可能的风险降到最低。

(1)慎选可转换债券的发行时机。发行时机的确定,关系着未来可转换债券能否成功转股。为了能够预期顺利转股,发行公司应该对整个证券市场的未来趋势有个详细的分析和预测,以便把握好发行时机,且对公司的经营发展进行规划,评估公司发行可转换债券后可能会对公司造成的影响,重点考查公司的承受能力。

可转换债券较好的发行时机一般来说应是证券市场较繁荣、股市由熊市转牛市这一时机。由于经济形势朝着好的方向发展,利好消息会使股价上升,使得可转换债券转换权的实施能够顺利进行。由此可见,发行时机的确定极其重要,可以大大降低转换失败风险。

(2)着重关注可转换债券发行条款的设计。由于可转换债券发行条款的设计合理与否,关系到发行公司可转换债券筹资成功与否,可见其重要性。通常,可转换债券发行条款设计越合理,对于发行公司而言,转换失败风险就越有可能规避。可转换债券条款一般包括转换期限、转换价格、赎回和回售条款,还有特别向下修正条款等。

合理确定转换期限。设定可转换债券的转换期限,不宜过长或过短,应该选择适中。一般情况下,转换期限较长有利于转换成功,也使公司有较长的时间来应对市场的变化,并且有利于持有者选择行使转换权的时机,能够促成转股成功以避免转换失败风险的发生。因此,公司应该适时地调整内部治理结构,提高其经营业绩,才能达到转换成功的目的。

合理确定转股价格。由于发行公司的股票市价受未来股市和公司经营业绩等多方面的综合影响,带有很大的不确定性,而可转换债券能否成功转换主要取决于未来股价是否高于转股价格,因此转股价格的设计是否合理至关重要。一般而言,转股价格的确定是根据当前的市场股票价格进行某种程度的调整。因此,在制定转股价格时,要综合考虑各方面的因素,除考虑筹资者和投资者双方的利益外,还应考虑宏观环境的变化趋势,最好能够预测未来的股价发展水平。

合理设计赎回、回售条款及向下修正条款。赎回条款的设计是可转换债券回购性的体现,设计此条款是主要为了保护发行公司的利益。回售条款中规定倘若未来公司的股票价格一段时间内持续低于转股价格,债券的持有者有权可以按规定的价格向公司出售可转换债券。另外,上市公司为了促使可转换债券的持有人转股或避免回售,大都设计了转股

价格向下修正条款。

### 2 融资风险的事中控制

对于融资风险的事中控制,主要途径是提升公司的经营业绩,以此来增强公司的抵抗风险能力。将公司的业绩发展与经营管理、发展战略联系起来,密切关注可能会引发风险的重大事项。由于公司发行可转换债券后,业绩的变化会引起股票价格的下降,将对公司造成负面的影响,进而导致财务风险、转换失败风险的发生。对此,公司管理层有必要根据风险情况来调整和纠正公司的经营管理活动,对公司的潜在风险进行管理。

随着证券市场的日益规范化和投资者的逐渐理性化,为了降低发行可转换债券公司的财务风险和转换失败风险,公司应该从其内部的实际经营状况着手,综合考虑各方面的影响因素,对治理状况及时进行调整,以保证实现未来的发展目标。只有从整体上提升公司的经营绩效,切实地做到实质上公司绩效的提高,才能降低风险发生的可能性,对于公司树立良好的社会形象很有帮助,可以增强社会公众投资者对公司的信心。

### 3 融资风险的事后控制

可转换债券融资风险的事后控制主要是对公司的治理状况以及资本结构的合理性进行评价,并且分析公司的财务状况以及非财务状况,通过构建风险管理体系,应对各种风险的发生。构建风险管理体系过程中,分析风险产生的来源,并进行风险辨识评估,同时制定风险的度量指标、风险模型和承受度标准,遵循风险管理的基本原则,最后初步形成公司风险管理体系框架。

发行可转换债券后,公司管理层应该积极面对融资风险所产生的影响,做好各项控制措施工作,并且采取各种对策,试图将这种风险所导致的损失降到最低,以维护公司的利益,确保公司经营的良好运作,提高抵御风险的能力,实现企业价值最大化。从一般意义上讲,事后控制主要是回顾过去,总结经验,积极制订计划,为指导公司今后的工作打下基础。

### 主要参考文献

- [1]姚浩.可转换公司债券风险及对策探讨[J].经营与管理,1999(4).
- [2]黄爱玲.可转换债券的风险防范与会计处理[J].江苏商论,2000(1).
- [3]陈豪琳,易曼.可转换债券的风险防范探讨[J].商业会计,2004(2).
- [4]雷莉萍,干胜道.可转换公司债券转换失败的原因及对策[J].财会研究:综合版,2007(3).