

可转债市场 为何冷清

周琳

自从 2001 年 4 月中国证监会发布了《上市公司发行可转换公司债券实施办法》之后,可转债市场曾一度火爆,然而,2002 年下半年,所发行的可转债随着时间的推移越来越受市场的冷遇,4 月份发行的 8.3 亿元江苏阳光可转债,网上申购中签率仅为 7.19%,但 6 月发行的 15 亿元万科转债中签率就提高到了 38%,到了 8 月,发行仅 3.2 亿元的水运转债中签率已高达 79%,而 10 月份发行的丝绸转债和燕京转债竟出现了滞销。为什么可转债市场会有如此大的变化?其未来发展前景如何?我们应当采取什么措施来促进可转债市场的发展?

●可转债的基本特征

可转换债券(简称可转债)是一种以企业债券为载体,允许持有人在规定时间内按规定的价格转换为发债公司或其他公司股票的金融工具,它赋予了投资者一种权利,即在一定期间内可以按事先约定的价格将持有的债券转为股票的权利,因此,它属于期权的范畴,同时它又不是简单的看涨或看跌期权,可转债的条款已经包含了几个期权:投资者购买可转债便已获得股票的看涨期权;赎回条款是发行人的看涨期权;回售条款是投资者的看跌期权。由于可转债本身的复杂性,对其定价一般会有较高的要求。

●我国可转债市场的发展历史与现状

中国可转换债券市场的发展起步于 20 世纪 90 年代初

期。当时,国内还没有正式的有关可转换债券融资的相关文件,一些企业、包括部分上市公司,出于融资的需要,就已经开始尝试可转债的发行,并且到国际资本市场上筹集了一部分资金。

2001 年 4 月 28 日,《上市公司发行可转换公司债券实施办法》及其三个配套文件正式出台,标志着可转换公司债券将成为我国一种常规的融资品种。事实上,由于增发遭遇市场抵制,上市公司便努力通过可转债来融资,到 2002 年 8 月,已经有 60 家以上的上市公司公布了发行可转换债券的计划,中国证监会也已正式受理了 30 家以上拟发行可转债的申报材料,拟融资的规模在 400 亿~500 亿元之间的青岛海尔、燕京啤酒、新钢钒等一批公司的可转债已经通过了证监会的发行审核,截至 2002 年 10 月 31 日,已经有阳光转债、万科转债、水运转债、丝绸转债以及燕京转债等 5 家陆续在沪深两大证券交易所上市。而在此前,沪深两市共试点发行了丝绸转债、南化转债、茂炼转债、机场转债和鞍钢转债等 5 例可转换公司债券。

应当说,到 2002 年上半年,可转债市场的发展势头还是比较好的,但当前的可转债市场已遭受冷遇,笔者认为,造成这一局面既有市场的原因,又有当前可转债制度设计本身的原因,具体包括以下几方面:

1. 股票市场低迷并且前景看淡。

由于上市公司发行可转换债券的成本一般低于同期的人民币存款利率,因此对于投资者来说,可转债的吸引力就在于它具有能够转换成股票的特性,即投资者希望在股价超过约定价格时将可转债转换成股票来获取收益,但当股市低迷并且前景看淡时,其期权价值很难在市场上实现,从而公司发行可转换债券就很难为市场投资者所看好。如燕京转债,它的初始转股价定在 10.59 元,而燕京啤酒在可转债发行时的市场价格只有 8.5 元左右,当股市低迷时,2 元的落差令投资者感到转股的渺茫,因此,二级市场上的滞销便不足为奇了。

2. 可转债在定价机制等方面的设计不合理。

任何一种金融产品的市场供求状况都反映了其在定价机制等各方面的设计是否合理。当前,可转债的设计存在一些不合理的地方,比如票面利率极低,南化转债和丝绸转债的息票率平均只有 1%,比当期同质的企业债券要低 5 至 6 个百分点,而燕京转债的年利率也只有 1.2%,这使可转债的债性难以吸引投资者,因此,对于可转债在定价方面的设计应当充分考虑当前的市场行情。笔者认为,当前的可转债定价具有一定的困难:一方面,市场利率水平较低,可转债的债性无法吸引投资者,另一方面,股市低迷并且前景看淡,可转债的股性也无法吸引投资者,而定价中如何量化这两方面因素具有一定的难度。

再比如,回售条件严格,除了机场转债以外,其他的可转债均需要在符合一定的条件下才能回售给公司,否则就只有

选择转股,这虽然有利于减轻发行企业还本付息的压力,但投资者的利益却在一定程度上受到了侵害。总体来看,当前可转债的设计更多的考虑了发行者的利益,而在一定程度上忽视了投资者的权益,市场对可转债的反映状况明显说明了这一点。

3. 二级市场上的可转债交易品种和数量较少,并且交易不活跃。

一种金融产品在二级市场上交易的活跃程度会影响其流动性,从而对投资者产生不同的吸引力。我国已上市流通的可转债交易品种和数量较少,难以满足人们的投资需求,从而导致二级市场的交易不活跃,这又进一步影响了其流动性,从而对投资者产生的吸引力又进一步下降。因此,可转债在二级市场上通常会被投资者所遗忘,这便一定程度上导致了其在发行市场上的冷遇。

4. 市场缺乏做空机制。

可转换债券的收益除了有比较固定的利息以外,还有很大一块来自于动态交易中与股票价差的套利收益。在海外,通常的做法是:做多可转换债券同时放空相应的个股,或者相反。这种套利策略的风险相对较低,而报酬较为稳定。而在我国,由于市场不存在做空机制,即使可转换债券与股票之间存在明显的套利空间,这一策略也难以实现,这样便进一步降低了可转换债券对投资者(特别是机构投资者)的吸引力。

●可转债市场的发展前景与对策建议

虽然可转债市场的发展正面临困难,但笔者认为,当前的困难是暂时的,未来的发展前景仍然较为乐观。

发展可转债市场无论对于企业还是个人都具有现实意义。首先,它可以减轻企业的利息负担,使企业能够以较低的成本获取资金。其次,它会有利于企业的长远发展和经济效益的提高。可以满足投入大、建设周期长、见效慢的大中型项目的资金需求,而且如果转换成功,债券便可以转换为股权,这又会起到减少负债和增加自有资本的双重效果,有利于企业的资金使用。最后,可转债可以使投资者在较小的风险下获取收益。可转债是一种灵活的投资方式,进可攻而退可守,符合大多数人保本求利的投资心理,而且,可转债的债券性,使投资者在发债公司破产时,享有优先于优先股,比普通股先获取偿付的权利,这无形中使投资者减少了投资风险性。

但当前可转债市场的冷清状况确实反映了其在诸多方面需要进一步改进。笔者认为,应当从以下几方面采取措施:

1. 改进可转债的条款设计,保护投资者的利益。

当前可转债市场冷清,一方面是由于股市低迷、利率较低等市场原因造成的,另一方面是由于可转债的条款设计更多的偏向发行人,投资者的收益较低,因此,可转债的条款设计应当有所改进,应当更多考虑投资者的收益,把市场因素纳入

可转债的定价体系中,最终要兼顾投融资双方的利益。

2. 改进可转债的转股方法,延长可转债的“存活期”。

从已经进行过转股的可转债“丝绸转债”和“南北转债”来看,其转股期间的生存期很短,分别只有20个交易日和15个交易日,造成这一现象的主要原因有三:一是最初确定的转股价格较低;二是缺乏做空机制;三是实行了“T+1”的转股方式。这三者共同导致了可转债的转换价格在大部分的时间里都超过了二级市场的股价,结果人们纷纷转股,使得当时市场上仅有的两只可转债很快就消亡了,这不利于丰富可转债市场的交易品种和数量。

改革可转债的转股方法:(1)应使转股价格的确定参考二级市场的股价,以缩小转股的利差空间,逐步建立做空机制,并改变“T+1”转股方式,使投资者在转换价值高于股票市价时有无风险套利的机会。(2)权衡股市涨落,选好发行时机。发行时机对转债能否成功影响很大,可转债的发行时机应选择股市上升时为宜。(3)恰当确定期限,长短居中为佳。期限短则可转债利率较低,利息负担轻,期限长则投资者机会多,转换成功性也大。但由于投资者购买可转债缺乏获取利息的动机,而大多是在保本之上的寻利,因此,在确定期限上,应长短兼中,以3至5年中短期可转债为佳。

3. 加紧研究如何实现可转债的套期保值功能。

可转债市场的充分发展需要相关的金融衍生工具的支持,有了这些金融工具(如全国统一的金融市场指数、买空卖空的股票交易机制、股票期货和股票期货指数等),投资者就能在股票市场和债券市场上进行多种反向或套期操作,因此,无论是政府还是机构投资者,都应当研究如何加快金融创新,实现可转债的套期保值功能。

4. 增加可转债的交易品种和数量,活跃二级市场。

当前可转债在交易品种和数量上均不能满足投资者的需求,应当考虑采取措施丰富可转债的交易品种和数量,政府不应当由于当前市场行情不好而减少对可转债发行的审批,相反,对于达到发行要求的可转债应鼓励发行。二级市场交易不活跃的问题可以通过降低交易费用等手段来解决。

5. 完善制度建设,规范操作管理,强化外部监督。

在颁布《转换公司债券管理实施办法》的基础上,进一步完善市场制度建设,具体明确可转债的主管部门、发行规模、中报格式、审批渠道、发行公告、日常管理、违规处罚等内容,使其有法可依,依法办事。同时,规范操作管理,严格业务技术程序流程。此外,强化外部监督,主要包括:(1)中介资信评级的可信度;(2)企业信息披露的透明度;(3)放宽发债条件限制;(4)二级市交易配套制度;(5)市场引导,动态控制过分投机等。

总之,尽管当前可转债市场较为冷清,但只要采取措施加快改革步伐,可转债市场的发展潜力仍然是非常大的。

(作者单位:厦门大学经济系)