

## 第十二章 期货与期权

### [学习目的与要求]

1. 了解商品期货与金融期货的区别
2. 掌握利用期货控制风险的基本方法
3. 了解期权及其运用
4. 掌握利用期权控制风险的基本方法
5. 了解可转换债券融资及认股权证

随着贸易的全球化、国际化，货币价值的变动必将对公司的销售产生重要影响。因此，如何保护公司销售不受货币价值意外变动并由此产生巨大负面影响，已成为公司财务经理们必须面对的挑战。

### 第一节 期货

期货也许是现今发展最快的金融工具之一。随着期货市场参与者的不断增加，期货合约的种类也越来越多，既有传统的咖啡、大豆合约，又有新型的国债、市政债券合约。

#### 一、什么是期货

期货或期货合约是指在未来某一特定时间按特定价格购买或销售约定商品或金融凭证（如国债）的合约。

期货合约规定其持有者购买或销售某种资产时，可以不管合约期间内资产价值是否发生变化。因此，财务主管能够通过期货合约来锁定某种商品或利率的价格，从而消除由此而带来的风险。例如：假设有一家公司准备近期发行债券，但又担心发行时利率上涨，那么该公司可以售出一份面值与债券发行额相等，交货日

与债券发行日相同的国债期货合约，这样就可以规避利率上涨的风险，即通过运用期货合约锁定利率，由此可能的利率或价格的上升而导致的损失将被期货合约所带来的收益全部抵消。同样，财务主管们可以根据需要，通过为大量的农产品购买期货合约来锁定未来的利率、汇率或价格。

## 二、期货的种类

### （一）商品期货

商品期货就是指非金融期货，它包括农产品、金属、木制品和纤维制品。尽管现在又有一些新型商品期货问世，如果汁、木材等，但大多数商品期货市场交易的商品还是以传统商品（如大豆、玉米和小麦）为主。

对财务主管而言，期货市场为其提供了对冲因未来价格波动而引起风险的技术，即财务主管们可以通过期货市场为目前正在生产的商品固定未来的卖价，或为某些将来需要购买的商品固定未来的买价，从而消除未来销售或购买商品时价格变化所带来的风险。

### （二）金融期货

金融期货初次推出是在 1972 年。芝加哥商品交易所的国际货币市场部于 1972 年引入外币期货业务，于 1975 年又推出了股票指数期货。金融期货的发展非常引人注目，目前已有短期、中期与长期国债期货、抵押担保证券期货、存款单、外币及股票指数期货等多种类型，金融期货的交易量已经支配了整个期货市场。

#### 1. 利率期货

国债期货是所有期货合约中最常见的。尽管国债期货只是多种利率期货合约中的一种，但由于国债的无风险、长期限（大多在 15 年以上）的特性，因此倍受欢迎。

在二级市场中，债券价格与收益率密切相关。当利率下降时，债券价格上升；当利率上升时，债券价格下降。这种逆向关系是

由于债券发行时，它的息票利率就已经固定，债券发行后，它必须在金融市场上与其他金融工具竞争，为了保持其收益率的竞争性，已发行的固定利率债券的市场价格就不得不进行调整。这样，当利率上升时，息票率较低的旧债券必须降低其市场价格来提高收益率，使之能与新发行的高利率债券的收益率竞争。对财务主管来说，利率期货为消除利率风险提供了一种极好的工具。

对投资者来说，利率期货则为其消除利率风险提供了一种非常便宜的手段。银行、保险公司等机构都大量运用利率期货来避免利率意外升高带来的损失。长期国债期货的用途归纳起来有以下几种：

（1）保护证券组合的价值与收益。银行、保险公司、养老金及个人投资者可运用 10 年期国债期货作为套期保值工具来避免市场利率上升和证券价格下降时固定收益证券组合的损失。

（2）控制债务利息成本。计划发行中期债券的公司可通过销售 10 年期国债期货和对冲头寸的方法来控制债券发行时的利息成本。利用国债期货套期保值，发行者可利用当前金融市场的低利率来削减筹资成本。

（3）转移风险。公司债券的承销商可以通过卖出国债期货来转移从买入债券到把债券销售给交易商或投资者期间的利率风险。

（4）规避参与国债发行投标的风险。初级政府债券的交易商可以利用国债期货来规避 7 年和 10 年期发行投标中的风险。

（5）锁定丰厚的回报。证券组合的管理者可以对利息收入的再投资收益率进行套期保值。一般情况下，市场利率下跌，票据持有人的再投资利率也将下跌。但如果在当前购买国债期货作为以后投资的替代品，则可以规避利率下跌造成的再投资收益率损失。即当利率下降时，再投资收益的减少可由国债期货的收益来抵消；如果利率上升，则国债期货的损失可由再投资收益的增加来抵消。

## 2. 外汇期货

在所有金融期货中，外汇期货的历史最为悠久。外汇期货的操作原理、方法、目标与其他期货相同，只不过交易的是外币，规避的是汇率风险。

期货市场杠杆高的特点以及 20 世纪 80 年代汇率的戏剧性波动促使财务主管们进入外汇期货市场，因为通过外汇期货，财务主管只需要很少的投资便可以消除汇率波动产生的正的或负的反应。当然，外汇期货市场是一个风险很高的市场，往上和往下都有着很高的杠杆效应，作为标的物外币价值也会相应发生周期性波动。

出口商是外汇期货市场中的一大参与者，他们利用外汇期货市场来锁定汇率，这样，他们就可以规避在收到货款前汇率波动带来的货款损失的风险。跨国公司也通常利用外汇期货来对国外子公司的收入进行保值。

## 3. 股票指数期货

股票指数已经诞生了数十年，股票指数期货则在 1982 年才出现，但 1984 年就成了仅次于长期国债期货成交量的第二大期货合约。

股票指数期货与其他期货的主要区别是：股票指数期货合约只允许现金结算，因为股票指数期货合约交易的是股票指数的未来价格，而不是股票指数中所包含的股票。

与外汇期货一样，当股票市场剧烈波动时，股票指数期货可能给人带来好运，但也可能是背运。1987 年后，大多数股票指数期货市场都引入了限量系统和交易中断系统。其目的与每日价格涨跌限制相同，但没有那么严格。比如，纽约期货交易所在股市振荡时有 10 分钟、30 分钟、1 小时和 2 小时的交易暂停时间，其目的就是为了让交易者在市场价格巨幅波动时能理智地评价市场。

## 4. 金融期货的优缺点

金融期货的优点在于它们能降低或消除系统风险。与普通股收益率相关的风险分为系统风险和非系统风险。非系统风险在单个证券收益的不确定性中占较大的比例，但大部分非系统风险都可以通过分散投资，即利用证券组合来予以消除，这样，证券组合就只剩下了系统风险，因此说，证券组合收益基本上是由市场波动决定的，并由其 值来衡量。在股票指数期货出现之前，证券组合的管理者如果预测市场方向将要发生变化，那么他就只能调整证券组合的 值。股票指数的推出和运用则避免了为调低值而产生的庞大的交易费用。

然而，不幸的是，股票指数期货虽然能消除市场意外下滑的风险，但同时也消除了市场上扬带来的好处，亦即股票指数期货会使证券组合管理者同时消除市场变化带来的收益和损失。

### 三、期货市场

期货市场起源于中世纪，但直至 1848 年芝加哥期货交易所（CBT）的建立，才使期货市场真正繁荣起来。到目前为止，以芝加哥期货交易所创立为标志的期货市场已经运营了 150 多年，但主要是商品期货，直到 20 世纪 70 年代初期，引入金融期货后，财务主管们才开始参与期货市场。

期货合约是远期合约的特定形式（所谓远期合约是指任何资产在未来交货的合约），它具有以下特征：

#### （一）在期货交易所交易

期货交易所为期货合约提供了集中交易的场所。有组织的交易所通过制定和实施各种规则，收集和发布关于交易活动及交易商品的信息。由交易所带来的合约交易的流动性、有效的规则和信息的流动共同促进了期货交易所的发展与繁荣。如果没有这种集中交易的场所，就无法估量、支持二级市场所需要的交易深度，按照循环方式，二级市场的存在又鼓励了越来越多的交易者参与期货市场，从而进一步提高了流动性。

## （二）具有价格变化限制和保证金要求的标准化合约

证券的标准化是该证券二级市场繁荣的先决条件。期货合约的标准化促进了期货合约的频繁交易，导致期货合约二级市场更具流动性，也将更多的交易者引入了市场。期货合约在交货产品、交货时间和地点等方面都有非常具体的描述，由于合约的标准化，交易中就有了一定数量的同质合约，这就有利于发展出一个强有力、高流动性的二级市场。

为了鼓励投资者参与到期货市场中来，大多数期货合约都设定了每日价格涨停板。这一方面可以使合约的价格波动不超出大多数投资者可接受的程度，保护投资者的利益，维持交易所的秩序；另一方面还可以鼓舞和发展强有力的二级市场所必须的交易量。

另一种保护期货市场的手段是保证金要求。期货保证金是指为了保证期货合约执行而要求期货合约的买卖双方存入的“履约保证”资金。保证金是依据标的商品的历史价格波动而设置的，它避免了交易者发生每天损失的金额超出保证金水平的情况，其目的就是为期货交易提供某种安全措施。

## （三）每个期货市场有一个清算所

期货清算所的主要目的是确保所有的交易都如约履行。清算所使最初的卖出者或买入者不必去寻找最初的买入者或卖出者就可以冲销其头寸，亦即个人只要与清算所作一笔相同或相反的交易，使头寸为零，并了结个人义务。

由于交易只在个人与清算所之间发生，因此期货合约的买入者或卖出者在市场上的盈利是有支付保证的。此外，清算所还为商品发货和有争议的交易的结算提供了一套机制。

## （四）合约必须每日重新清算

每日重新清算就是指所有的期货头寸在每个交易日结束时，必须按照市场价格结算收益和损失。

## 第二节 期权

### 一、期权及其类型

期权或期权合约是指给予其持有者在一定时期内，可以按照特定价格买入或出售固定数量股票的权利。

（一）根据期权赋予购买者的是购买权利还是出售权利，期权可以分为：

#### 1．买入权（简称买权）

买权给予其持有者在一定时期内按特定的价格购买一定数量的股票或其他资产的权力，但不必作出购买的承诺。买权的购买者是在赌标的的股票或资产的未来价格会上升，所以又称为看涨期权。当标的的股票或资产价格上升时，买权的持有者通过行使买权而获得收益；当标的的股票或资产价格下跌时，买权的持有者则放弃行使买权，此时，他损失的只是买权的购买成本而已。

#### 2．卖出权（简称卖权）

卖权给予其持有者在一定时期内按特定的价格卖出一定数量的股票或其他资产的权力，但不作出承诺。卖权的买主是在赌标的的股票或资产的未来价格将下跌，所以又称为看跌期权。

买权及卖权仅仅是买卖股票或资产的权力，它们不像普通股那样在公司中代表所有者身份，实际上公司所有权与期权之间没有直接关系，期权只是两个投资人之间的合约。

由于没有标的的证券，期权的购买者可以被看成是在与期权的卖出者打赌。因此，期权市场通常被认为是零和市场，即有人赚钱，就必定有人赔钱，盈利与亏损相加，所有期权的和等于0，但算上交易佣金，则总值就为负数了。可见期权市场相当复杂并具有很大的风险。

（二）根据期权的交易规则，期权可以分为：

1．欧式期权。即只能在一特定的时日兑现，而不能在到期日以前执行的期权。

2. 美式期权。即可以在到期日或在此之前的任何时候兑现的期权。

美式期权与欧式期权在实质上是一致的。

## 二、期权的特性

期权的特性主要有以下几方面：

1. 具有投资少、收益巨大、损失有限的杠杆效应。一般，财务杠杆具有双刃剑效应，即获得巨大收益或遭受巨大损失的可能性并存。但买入期权给财务主管们提供了以小额投资获取巨额收益的机会，而最大的损失则只限于期权本身的小额投资。

2. 财务保险。对财务主管而言，这是期权最具吸引力的特征。卖权可以看成一份保险单，购买卖权的支出相当于保险费，当卖权的执行价格等于股票当前市价时，购买卖权就保证了卖权持有者在卖权期限内不会因股价下跌而遭受损失。卖权与保险单不同之处在于持有卖权不一定必须拥有股票等资产。买权也可以看成投资保险单，因为它限制了潜在的损失。拥有买权的最大损失就是买权本身的费用，而它远远低于股票价格。

3. 投资渠道的扩展。使用买权、卖权以及它们的组合可以适应投资者风险与收益的不同偏好，从而增加公司投资的金融品种。

## 三、与期权有关的概念

### （一）合约

买入期权后，购买者就持有了一份可以按事先议定的价格和数量买入或卖出标的的股票或资产的合约。买入期权称为做多或持有多头；卖出期权称为做空或持有空头。

### （二）期权费

期权费是指期权本身的价格。它通常以每股美元金额标价，而不是按每份期权合约包含的股份数量标价。

### （三）到期日



期权到期日是期权合约到期的时间。美式期权可以在到期日前的任何时间行使，而欧式期权只能在到期日行使。

#### （四）执行价格

执行价格是实值期权比在当前市场上买进或卖出该股票或资产要多带来的收益额。执行价格对买权而言，它是指买权合约中从期权卖出者手中买入股票或资产时必须支付的价格；对卖权而言，它是指卖权合约中将股票或资产售予期权买入者时应收取的价格。

实际上，只有期权是实值时，期权与公开市场上购买相比才能带来利益，也才会被执行。如果期权是虚值，期权与公开市场上购买相比则并不能带来任何利益，那么执行价格为 0，无疑它就不会被执行。可见，对交易双方会出现的结果而言，执行价格是一个临界点。

#### （五）市场价值、内涵价值与投机价值

期权合同的市场价值是指买卖双方愿意形成期权合同关系的价格，具体地说，它是买方为取得特定期权合同的权利而必须向卖方支付的现金。

内涵价值是指期权的最低价值，即当股票为实值时的价值。对买权而言，其内涵价值是股票价格超过执行价格的部分，如果买权为虚值，即执行价格在股票价格之上，则该买权的内涵价值为 0，通常内涵价值不会小于 0。对卖权而言，内涵价值是卖权能卖出的最低价值，即执行价格减去股票实际价值。

投机价值是期权费超过其内涵价值的部分。它代表了投资者为了获得期权投资的未来预期资本增值而愿意付出的超过期权内涵价值的数额。在期权到期日，期权的投机价值降为 0，此时期权按其内涵价值销售。

#### （六）实值、虚值与平价期权

当执行一份期权要比在公开市场上买进或卖出该股票或资产更有利（即期权的内涵价值为正）时，这份期权是实值期权（又

称价内期权);而当执行一份期权不比在公开市场上买进或卖出该股票或资产更有利(即期权的内涵价值为零)时,这份期权是虚值期权(又称无价期权)。

亦即,当买进期权的标的股票按低于执行价格出售时,买权被称为虚值状态(即无价期权);当标的股票按高于执行价格出售时,买权被称为实值状态(即价内期权);同样,当卖出期权的标的股票按高于执行价格出售时,卖权被称为虚值状态(即无价期权);当标的股票按低于执行价格出售时,卖权被称为实值状态(即价内期权);如果以执行价格出售,则称为平价状态(即平价期权)。

#### (七) 抛补的期权与未抛补的期权

如果一份买权的卖者手中持有所卖出的买权中所标的的股票或资产,则称该卖出者卖出了一份抛补的期权。相反,如果买权的卖出者手中没有所卖出的买权中所标的的股票或资产,则称该买权的卖出者卖出了一份未抛补的期权。二者的区别在于,如果一份未抛补的期权被该期权的买入者执行,则期权卖出者必须拿出他所没有的股票或资产。

### 四、期权市场

期权通过有组织的交易所和场外市场进行交易。在每个期权交易所,各会员在交易时间相聚在交易所大厅的交易场内买入卖出期权。场内经纪人执行其客户的买入指令或卖出指令。每个交易所都雇用一些职员观察交易,并将最新的交易信息传送到全球其他期权交易所和新闻服务机构。

一般期权交易所都拥有期权清算公司,通过期权清算所来清算所有的期权交易。当期权的买家和卖家谈妥价格并成交时,期权清算公司置身其中,既成为期权立权人的买方,又成为期权买方的立权人。当期权持有人执行期权时,清算公司会安排其会员公司(这家公司的客户开立了这张特定的期权)履行期权规定的义务,清算公司则在后台监督合约义务的履行。期权清算公司以

其对交割的承诺替代期权卖出者对交割的承诺。由于可以节约对每个开立期权的人进行信用调查所必须的费用，因此，就降低了交易成本。清算公司的作用可从图 12—1 中反映。

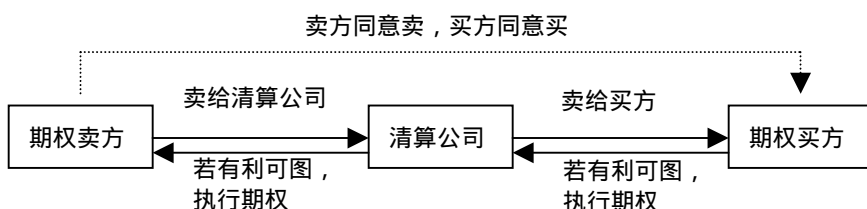


图 12—1 清算公司的作用

在交易所交易的期权在执行价格、到期日、执行的类型（美式的或欧式的）及其结算安排都是标准化的。像股票场外市场一样，期权场外市场是由向投资者提供满足其需求的期权的交易商组成。在这一市场，潜在的期权购买者会给场外市场交易商打电话，商谈一个期权合约的执行价格、到期日、基础证券及双方都能接受的期权价格。

### 第三节 混合性融资

混合性融资是指兼具债务和权益融资双重特性的长期筹资方式，通常包括优先股、可转换证券和认股权证，优先股融资已经论述过，这里重点论述可转换证券、认股权证。

#### 一、可转换证券

就国内外公司融资实务而言，可转换证券一般有可转换债券和可转换优先股。可转换债券有时简称可转债，是指由发行公司发行并规定债券持有人在一定期间内依据约定条件可将其转换为发行公司股票的债券。可转换优先股是指持有人在一定期限内依据约定条件可将其转换为发行公司普通股或债券的优先股，与可

转换债券相类似的还有可交换债券，它允许持有人将其转换为另一公司普通股的债券，通常发行公司在该公司中拥有股东权益。

在公司融资实务中，可转换债券发展很快，而可转换优先股和可交换债券并不多见，因此，这里仅介绍可转换债券。

#### (一)可转换债券的特性

从融资者角度看，可转换债券具有债务和权益融资的双重特性，属于一种混合性融资。利用可转换债券融资，发行公司赋予债券持有人可将其转换为本公司股票的权利。因而，对发行公司而言，转换前需定期支付债券利息，如果在规定期间内未转换，还需到期偿还债券本金，在这种情况下，可转换债券融资与普通债券融资类同，具有债券融资性质；如果在规定期间转换为股票即转化为公司的股东权益，此时可转换债券不复存在，被股票所取代，因而具有权益融资性质。

近年来，可转换债券在国际市场上十分流行，尤其受到亚洲企业的青睐，1990 年亚洲可转换债券的发行量仅为 3 亿美元，而到 1994 年增至 11 亿美元。我国在 1993 年唯有深宝安发行了 5 亿元可转换债券，1997 年我国计划发行可转换债券 40 亿元，同年国务院证券委员会发布《可转换公司债券管理暂行办法》，规范可转换债券的发行、上市和转换。

#### (二)可转换债券的发行条件

根据国务院证券委员会的《暂行办法》，上市公司和重点国有企业具有发行可转换债券的资格，但应经省政府或国务院有关企业主管部门推荐，报证监会审批。

上市公司发行可转换债券，应当符合下列条件：

1. 最近 3 年连续盈利，且最近 3 年净资产利润率平均在 10% 以上；属于能源、原材料、基础设施类的公司可以略低，但是不得低于 7%。
2. 可转换债券发行后，资产负债率不高于 70%。
3. 累计债券余额不超过公司净资产额的 40%。

4. 募集资金的投向符合国家产业政策。
5. 可转换债券的利率不超过银行同期存款的利率水平。
6. 可转换债券的发行额不小于人民币 1 亿元。
7. 国务院证券委员会规定的其他条件。

重点国有企业发行可转换债券，除应当符合上列 3~7 项条件外，还应当符合下列条件：

1. 最近 3 年连续盈利，且最近 3 年的财务报告已经具有从事证券业务资格的会计师事务所审计。
2. 有明确、可行的企业改制和上市计划。
3. 有可靠的偿债能力。
4. 有具有代为清偿债务能力的保证人的担保。

(三)可转换债券的基本要素包括标的股票、票面利率、转换价格、转换比率、转换期限、赎回条款、回售条款、转换调整与保护条款。

1. 标的股票。可转换债券作为期权的二级派生产品与期权一样也有标的物，它的标的物一般是发行公司自己的普通股票，不过也可以是其他公司的股票，如该公司的上市子公司。

2. 票面利率。可转换债券的票面利率一般大大低于普通债券的票面利率，其上限是同期银行存款利息率。可转换债券的持有者看重的是转换为股票获得资本利得的好处，因此，如果发行公司的预期收益增长前景良好，可以将票面利率设计得低一些。我国在 1998 年 8 月以来发行的两种新债都以低利率方式设计，如南宁化工转债利率仅为 1%，以后每年增加 0.2 个百分点。

3. 转换价格。转换价格指的是可转换债券在存续期间内债券持有者据以转换为普通股而给付的每股价格。转换价格一般定在比债券发售日股票市场价格高出 10%~30%。在发行公司股票除权时，可转换债券的转股价格要相应调整。

我国规定，上市公司发行可转换债券的，以发行可转换债券前一个月股票的平均价格为基准，上浮一定幅度作为转换价格。

重点国有企业发行可转换债券的，以拟发行股票的价格为基准，折扣一定比例作为转换价格。

例 1：某上市公司拟发行可转换债券，发行前一个月该公司股票的平均价格经测算为每股 30 元，预计该公司股票未来价格有明显的上升趋势，确定上浮的幅度为 25%，该公司可转换债券的转换价格测为算：

$$30 \times (1+25\%)=37.5(\text{元})$$

可转换债券的转换价格并非固定不变，发行公司发行可转换债券并约定转换价格后，由于又发行新股、送股及其它原因引起公司股份发生变动的，应当及时调整转换价格，并向社会公布。例如在分派股息和增发新股情况下，调整后转换价格可按下列公式计算：

调整后转换价格=[(调整前转换价格 - 股息) × 增发新股前股份数+新股发行价 × 新股份数] ÷ 增发新股后总股份数 公式 12.1

4. 转换比率。转换比率指的是每一份可转换债券在既定的转换价格下能转换为普通股股票数量。在债券面值和转换价格确定的前提下，转换比率为债券面值与转换价格之商。

例 2：某上市公司发行的可转换债券每份面值 1 000 元，转换价格为每股 37.5 元，转换比率为：

$$1\,000 \div 37.5=26.67(\text{股})$$

即每份可转换债券可以转换 26.67 股股票。

有时，可转换债券持有人请求转换时，所持债券面额不足转换一股股票的余额，发行公司应当以现金偿还。例如，前例每份可转换债券面额 1 000 元，转换价格在发行时为每股 37.5 元，某持有人持有 10 份可转换债券，总面额为 10 000 元，决定转换为股票，则其可转换股票 266 股 (10 000 ÷ 37.5)，可转换债券总面额不足转换为一股股票的余额为 25 元。即发行公司对该持有人交付股票 266 股，另付现金 25 元。

5. 转换期限。转换期限指的是可转换债券转换为股票的起始

日至结束日的期间。转换期间的规定通常有四种情形：发行日至到期日；发行日至到期前；发行后某日至到期前；发行后某日至到期日。至于选择哪种，要看公司的资本使用状况、项目情况、投资者要求、可转换债券的期限等。由于转换价格高于公司当前股价，投资者一般不会在发行后立即行使转换权，采取前两种类型能吸引更多投资者；如果公司现有股东不希望过早稀释控制权，可采用后两种类型。

6. 赎回条款。赎回是指在一定条件下公司按事先约定的价格买回未转股的可转换债券。发行公司为了避免因市场利率下降而带来的损失，同时为了避免可转换债券的持有者过分享受因公司收益大幅度提高所产生的回报，通常设计有赎回条款。赎回条款通常包括赎回期、赎回价格、赎回条件等。公司在赎回债券之前要向投资者发出赎回通知，此时投资者必须在转股与售给发行公司之间作出选择。正常情况下，投资者会选择前者。可见，赎回条款最主要的功能是强制可转换债券的持有者积极行使转股权，因此又被称为加速条款。

7. 回售条款。回售是指公司股票价格在一定时期内连续低于转股价格达到某一幅度时，可转换债券的持有者按事先约定的价格将债券卖给发行公司。回售对于投资者而言实际上是一种卖权，有利于降低投资者的持券风险。与赎回一样，回售条款也有回售时间，回售价格，回售条件等规定。

8. 转换调整条款和保护条款。发行公司发行可转换债券之后，其股票价格可能出现巨大波动。如果股价表现不佳，又未设计回售条款，公司可设计转换调整条款以保护公司利益，预防投资者到期集中挤兑引发公司破产的悲剧。转换调整条款又称向下修正条款，允许发行公司在约定时间内将转股价格向下修正为原转换价格的 70%~80%。

#### (四)可转换债券融资评价

##### 1.可转换债券融资优点

(1)可节约利息支出。由于可转换债券的利率大大低于普通债券，使得发行公司在转换前所支付的利息费用很低，转换之后又节约股票发行成本。

(2)稳定股票市价。转换价格通常高于公司当前股价，因此在当前股权融资时机不佳时，发行可转换债券可以延迟当前低价股权融资，从而避免了进一步降低公司股票市价。可转换债券的转换期限较长，对公司股价的影响较温和，也有利于公司股价的稳定。

(3)增强融资灵活性。发行可转换债券不影响公司偿还其他债务的能力，不会受到其他债权人的反对。同时，其投资者是公司的潜在股东，与公司利益冲突较少。如果公司对可转换债券的有关条款设计周到，将有助于公司主动调整资本结构，增强公司财务弹性。

## 2. 可转换债券缺点

(1)增强了对管理层的压力。发行可转换债券之后，如果其股价长期低迷，持券者到期未能转股，会造成公司的集中兑付债券本金的财务压力；或者，债券转股票后股价迅速大幅度下跌，两者都会影响公司的声誉，恶化公司财务形象。因此，管理层须保持公司经济效益的稳定增长，这种压力很大。

(2)回售风险。若可转换债券发行后，公司业绩虽然不错但公司股票却随大盘下跌，或者公司业绩不佳，股价长期低迷。在设计有回售条款的情况下，投资者集中在一段时间内将债券回售给发行公司，公司如果对此准备不足将导致公司陷入财务支付危机之中。

(3)股价大幅度上扬风险。如果可转换债券发行之后，公司股价大幅度上扬，持券者纷纷按较低转换价格行使转换权，这实际上会相对减少公司的融资数量，投资者则获益过多。

## 二、认股权证



认股权证是由股份公司发行的可认购其股票的买入期权。它赋予持有人在一定期间以事先约定的价格购买发行公司一定股份的权利。

### (一)认股权证的特点

对发行公司而言，发行认股权证是一种特殊的融资手段。认股权证本身含有期权条款，其持有人在认股之前，对发行公司既不拥有债权也不拥有股权，而只是拥有股票认购权。尽管如此，发行公司可以通过发行认股权筹得现金，还可用于公司成立时对承销商的一种补偿。

### (二)认股权证的种类

在国内外公司融资实务中，认股权证形式灵活多样，可以区分为不同种类：

1．长期与短期认股权证。认股权证按允许购股的期限分为长期和短期。长期认股权证的购股期限通常持续几年，有时是永久性的。短期认股权证的认股期限比较短，一般在 90 天以内。

2．单独发行与附带发行认股权证。按发行的方式，认股权证可分为单独发行和附带发行。单独发行容易理解，附带发行是指依附于债券、优先股、普通股或短期票据发行认股权证。

3．备兑认股权证与配股权证。备兑认股权证是每份备兑证按一定比例含有几家公司的若干股股票。配股权证是确认老股东配股证书，它按照股东持股比例定向分派，赋予其以优惠价格认购公司一定份数的新股。

### (三)认股权的作用

认股权证在融资中的运用十分灵活，对发行公司具有一定的作用。

1．为公司筹集额外现金。认股权证不论是单独发行还是附带发行，都可为公司额外筹取一笔现金，从而增强公司的资本实力。

2．促进其他融资方式的运用。单独发行认股权证有利将来发

售股票。附带发行认股权证可促进相关证券融资的效率。例如，认股权证依附债券发行，以促进债券的发售。

[复习思考题]

1. 商品期货与金融期货的区别是什么？
2. 举例说明什么是期货期权？
3. 买入买权和卖出卖权的区别是什么？
4. 期权有何特性？
5. 可转换债券具备哪些特征？
6. 可转换债券包括哪些基本要素？
7. 认股权证的特点及其作用？