

# 中外可转换公司债券发行条款比较研究

赵 岚<sup>1</sup>, 张 焱<sup>2</sup>, 余 凯<sup>3</sup>

(1. 中国银行上海虹桥支行公司, 上海 200042; 2. 清华大学 人文学院政治学系, 北京 100084;  
3. 四川大学 管理学研究所, 四川 成都 610065)

**摘要:** 2002 年 4 月 28 日经中国证监会批准, 江苏阳光股份有限公司最终成为了首家在核准制下经批准可推出可转换公司债券(可转债)的上市公司. 但对于中国的资本市场是否已具备了发行可转换公司债券的条件、其发售条款与国外类似条款相比, 有什么不同, 目前尚无定论. 本文结合阳光转债(2002 年 4 月)和美国 GM 公司(2002 年 3 月)发行可转债的实际条款对比, 清晰地反映出中国在这方面存在的问题, 为今后继续探讨如何科学、合理的设计可转债发行方案, 从而顺利实现企业的资金融通和资本市场结构优化提供了基础.

**关键词:** 可转换公司债券; 阳光转债

中图分类号: F831 文献标识码: A 文章编号: 1007-855X(2003)04-0159-05

## Comparative Study on Issuing Items Between China's and Oversea's Convertible Bonds

ZHAO Lan<sup>1</sup>, ZHANG Yan<sup>2</sup>, YU Kai<sup>3</sup>

(1. Bank of China Shanghai Branch, Shanghai 200042, China;

2. School of Humanities and Social Science, Tsinghua University, Beijing 100084, China;

3. Management Institute, Sichuan University, Chendou 610065, China)

**Abstract:** Approved by Chinese Security Exchange Commission, JiangSu YangGuang Co. Ltd became the first qualified listing company that offered the Convertible Bond (CB) on Apr. 28th, 2002. However, it's still in question whether Chinese capital market satisfies the requirement of offering the CB, and whether there is any differences in items between China and foreign countries. Through a comparison between the actual items of YangGuang CB with GM CB, the problems existing in china's CB market are clearly reflected. The aim is to base on a deep ground for the further discussion about how to design the CB items scientifically and reasonably so as to develop the company finance smoothly and optimize the structure of china's capital market.

**Key words:** convertible Bond(CB); Yangguang CB

## 0 引言

可转换公司债券(以下简称可转债)是一种公司债券,其持有人有权在规定期限内将其转换成确定数量的发债公司普通股票,其最重要的特征就是:高回报、低风险.具体而言,可转债有如下特点:

1) 因其含有预期转股获利的灵活功能,利率水平一般较低,从而使资金使用成本低,企业财务费用支出少.

2) 在可转债被转换成公司普通股之前,公司支付的债券利息可作为固定开支,打入成本,避免缴纳公司所得税,而募股后的分红则必须从缴纳公司所得税后的净利润中支付.

3) 如果最终可转债被转换成公司的股票,那么原先的债务因转为股权而消失或减少,固定偿还的债务本金转为永久性的资本投入,降低了公司的资产负债比例,既改善了公司的财务结构,也减轻了利息负

收稿日期: 2003-01-10.

第一作者简介: 赵 岚(1979~),男,学士;主要研究方向:应用数学. E-mail: daisy-zhao@hotmail.com

担,使公司省去了一笔固定的财务支出。

4) 发行可转债的成本一般比发行股票的成本低,并且日后通常只是逐步地转换成公司的股权,慢慢地稀释公司股本,从而舒缓了公司股本在短期内急剧扩张的压力。

5) 发行可转债可促使发行公司实现多元化筹资,并为国际筹资打下良好的基础。

可以看出发行可转债是一种筹资在当前,扩股在将来,一次筹得巨资,逐步稀释股权的融资方法。

由于兼有债务性和期权性,可转债作为一种中长期混合金融工具,能给投资者带来如下的预期“利好”效应。可转债投资人是以目前牺牲部分利息收入为前提,换取日后一定时期内由于股票二级市场价格上升到事先约定的转股价格之上而获取差价利益的机会。首先,投资者享有最低收益权。当可转债的基准股票的股价上涨,债券持有人可以将手中的债券转为股票,享受股价上涨带来的盈利;当股价下跌,则可以不执行转换而享受债券的固定利息收入,并可以在到期后拿回本金。其次,投资者还享有转换权。这是可转债赋予投资者的一种无可替代的选择权。可转债一旦进入转换期,投资人就可以随时行使转换的权利。一旦将可转债换成股票,投资者就改变了债权人的身份而成为公司的股东,并开始分享公司的增长利益,同时原有的固定利率收益也被不固定的公司增长收益所替代。一方面,投资者可在不断增长的股票交易价格中随时兑现获取收益;另一方面,投资者也可在年终获得公司的股权分红。以上两点再加上具有保护作用的“回售条款”,使可转债的发行吸引了众多的市场投资者。但是,无论中国资本市场上推出可转债的最终目的是什么,发行可转债也并非有百利而无一害。对公司而言,发行可转换债券可能会增加公司还本付息的压力、增加公司的经营压力、提高公司对股市的预期、甚至可能恶化公司的债务结构。另一方面,对投资者而言,购买可转债存在的风险是二级市场交易损失、转换差价损失和条款风险,有时转换失败也会给投资者造成损失。

由此可见,可转债作为一项金融证券,它的风险与收益是并存的,而对于风险与收益的选择,则要看不同投资者与发行者对于收益和风险的偏好程度。

在2001年4月28日中国证监会发布《上市公司发行可转债实施办法》及三个配套文件后,经激烈角逐,江苏阳光股份有限公司于2002年4月发行8.3亿元可转债,最终成为中国证券市场上首家在核准制下经批准可推出可转债的上市公司。但作为国内一项新兴的投资工具,其与国外同类金融产品相比较有何差异,对国内股市的影响究竟如何,以下我们将主要从募股说明书的某些关键条款分析来进行阐明。

本文的比较分析研究所选择的对象,国内我们采取中国证券市场核准制下第一家发行可转债的上市公司,江苏阳光股份有限公司的募股说明书(详见《中国证券报》);而国外则采用通用汽车公司(GM)于2002年3月在纽约证券交易所发行可转债时的募股说明书作为比较标准(详见GM网站公布内容, www.gm.com)。其中中文中引号部分为引用条款原文。

## 1 价格分析

“转股价格的调整方法及计算公式:在本次发行之后,当公司因送红股、增发新股或配股、派息使股份或股东权益发生变化时,按下述公式进行转股价格的调整:

送股或转增股本:  $PI = P_0 / (1 + n)$ ;

增发新股或配股:  $PI = (P_0 + Ak) / (1 + k)$ ;

两项同时进行:  $PI = (P_0 + Ak) / (1 + n + k)$ ;

派息:  $PI = P_0 - D$

其中:  $P_0$  为初始转股价,  $n$  为送股率,  $k$  为增发新股或配股率,  $A$  为增发新股或配股价,  $D$  为每股派息,  $PI$  为调整后转股价。”

可转债之所以要进行转换价格的调整,是因为可转债具有隐含的股权性质,即可转债持有人一旦行使转换期权,就成为公司股东,和原公司股东享有的权利无任何差异。因此,当公司进行送红股、配股等非经营性行为时,引起公司股价下降,公司的原股东可以以送红股、配股中得到补偿;而可转债持有人在转换前无权接受红股,无法参与配股,这样他们将蒙受潜在的损失。基于保护债权人的利益,有必要对转换价格进行调整,从而调整可转债持有人潜在的未来股权。

现在, 让我们来看看江苏阳光的调整价格是如何得出的, 在以下分析中, 由于篇幅有限, 本文暂不考虑国有股减持对其造成的影响。

设调整前转换价格为  $P_0$  调整后转换价格为  $P_1$ ,  $N$  为原发行股数,  $N_1$  为送红股数,  $N_2$  为配股数(新股数),  $A$  为配股价(新股价)。

#### 1) 送股或转增股本的情形:

调整前公司股东按转换价格计量的股权为  $P_0N$ , 而调整后公司股东按转换价格计量的股权为  $P_1(N + N_1)$ , 根据调整原则, 有  $P_0N = P_1(N + N_1)$ , 所以

$$P_1 = P_0N / (N + N_1) = P_0 / (1 + N_1/N) = P_0 / (1 + n) \quad (1)$$

( $n$  为送股率,  $n = N_1/N$ )

#### 2) 配股或增发新股情形:

调整后公司股东按转股价格计量的股权为  $P_1(N + N_2)$ , 如果将调整前公司股东按转股价格计量的股权视为  $P_0N + AN_2$ , 根据调整原则, 有  $P_0N + AN_2 = P_1(N + N_2)$ , 因此,

$$\begin{aligned} P_1 &= (P_0N + AN_2) / (N + N_2) \\ &= (P_0 + AN_2/N) / (1 + N_2/N) \\ &= (P_0 + Ak) / (1 + k) \end{aligned} \quad (2)$$

( $k$  为配股率或增发新股率,  $k = N_2/N$ )

#### 3) 同时进行送股或转增股本及配股或增发新股情形: 结合(1)和(2)有:

$$P_1 = (P_0 + Ak) / (1 + n + k) \quad (3)$$

这就是江苏阳光调整价格得出的思路。然而, 值得注意的是, 实际上  $P_0N + AN_2$  并非调整前按转换价格计量的公司股东持有的股权。具体地说, (2)式的前一部分  $P_0N$  是调整前原有股份按转换价格计量的股权, 但是后一部分  $AN_2$  并不表示调整前接受配股或增发新股的股东持有的按转换价格计量的新股权。因此, 两部分由于计量标准不同, 不具有可加性。我们知道, 配股价(或新股价)的确定通常是以配股前一段时期的股票收盘价的平均值(这里假设为30d)作为参照, 稍低于这段时间股票收盘价的平均值。而调整前的转股价格一般是较长一段时间前已确定好的, 与配股前的30d股票收盘价的平均值几乎无关。因此, 为确保前两部分的一致性, 我们必须对配股价(或新股价) $A$ 进行适当的调整, 从而使配股权益也按转换价格来计量。我们可以试想, 如果调整前转股价格  $P_0$  大于配股前30个交易日股票收盘价的均值  $P$ , 则配股价应调高; 如果调整前转换价格  $P_0$  小于配股前30个交易日股票收盘价的均值  $P$  则配股价应调低; 如果调整前转换价格  $P_0$  等于配股前30个交易日股票收盘价的均值  $P$  则配股价不变。具体操作时, 我们可以将配股乘以一个调整因子  $P_0/P$ 。这样一来, 调整前接受配股或增发新股的股东持有的按转股价格计量的股权为  $A(P_0/P)N_2$ , 则调整前公司股东持有的按转股价格计量的股权为:

$$P_0N + A(P_0/P)N_2$$

调整后公司股东按转股价格计量的股权仍为  $P_1(N + N_2)$ , 根据调整原则:

$$P_0N + A(P_0/P)N_2 = P_1(N + N_2)$$

因此有:

$$\begin{aligned} P_1 &= [P_0N + A(P_0/P)N_2] / (N + N_2) \\ &= [P_0 + A(P_0/P)k] / (1 + k) \end{aligned} \quad (4)$$

根据上述讨论, 笔者认为(4)要比(2)更为合理。至于送股与配股(或增发新股)两项同时进行的情况下转股价格的调整公式应为

$$\begin{aligned} P_1 &= [P_0N + A(P_0/P)N_2] / (N + N_1 + N_2) \\ &= [P_0 + A(P_0/P)k] / (1 + n + k) \end{aligned} \quad (5)$$

另外, 在江苏阳光条款中有一个派息情形下转换价格的调整公式, 那么公司派发现金红利时转换价格是否需要调整呢? 理论上说, 公司派发现金红利将导致股票价格的下降, 会损害可转债持有人的潜在利益, 也应该将转换价格进行调整。但是, 按照国际惯例, 当派发现金红利时, 转股价格可以不作调整。可转债持有人为防止利益受损, 可以考虑在派发现金红利除权前, 行使转换权, 此外还有两方面因素可以考虑: ①

派发现金红利是公司的一种经常性行为(美国一般每季度一次),将转股价格频繁调整,无疑把问题复杂化了。②公司需要掌握一定的主动权,促使可转债持有人尽早行使转换权,而多数国家也允许发行公司的这种行为。所以,笔者认为在这一点上,江苏阳光的条款还可以改进。

## 2 转股价格修正条款分析

“修正权限与修正幅度:当本公司A股股票在任意连续30个交易日中至少20个交易日的收盘价低于当期转股价格的80%时,本公司董事会或股东会有权向下修正转股价格,修正幅度为20%以下(含20%)时,由董事会决定,修正幅度为20%以上时,由董事会提议,本公司股东大会通过后实施。本公司董事会或股东大会修正后的转股价格不低于关于审议修正转股价格的董事会或股东大会召开日前20个交易日本公司A股股票收盘价格的算术平均值。”

与“GM公司发行可转债的募股说明书”摘要对比可见,国外并无类似向下修正转股价格的条款,向下调整转股价格实质上相当于另一只股票的发行,是不正常的。具体而言,如果原股价为10元每股,现跌至5元每股,公司完全可以赎回它发行的可转债,但是由于赎回条款是一种可选择的条款,如果公司本身业绩不佳,即便以如此低的价格也无能力支付债息时,它实际上就不会选择赎回。而无能力支付的主要原因就是在发行之初,股价其实并没有与公司业绩成正比。这样就产生了向下修正条款,当公司把股价下调至5元每股以下时,就相当于发行了另外一只股票,来偿还债息。

## 3 赎回条款分析

“自阳光转债发行之日起12个月至24个月期间内,如本公司A股股票连续20个交易日的收盘价高于当期转股价格的140%,本公司有权赎回未转股的阳光转债。当赎回条件首次满足时,本公司有权按面值102%(含当年利息)的价格赎回全部或部分在“赎回日”之前未转股的阳光转债。若本公司首次不实施赎回,当年将不再行使赎回权。”

自阳光转债发行之日起24个月至30个月期间内,如本公司A股股票连续20个交易日的收盘价高于当期转股价格的120%,本公司有权赎回未转股的阳光转债。当赎回条件首次满足时,本公司有权按面值102%(含当年利息)的价格赎回全部或部分在“赎回日”之前未转股的阳光转债。

自阳光转债发行之日起30个月至36个月期间内,如本公司A股股票连续20个交易日的收盘价高于当期转股价格的110%,本公司有权赎回未转股的阳光转债。当赎回条件首次满足时,本公司有权按面值102%(含当年利息)的价格赎回全部或部分在“赎回日”之前未转股的阳光转债。自阳光转债发行之日起24个月至36个月期间内,若本公司首次不实施赎回,当年将不再行使赎回权。”

该条款意味着,当公司股价超过转股价在40%的涨幅以内时,投资者可通过阳光转债市场价格的上涨来享受这一增长,获得很高的投资收益,见图1。

然而,赎回条件中“股价高于当期转股价格110%时允许公司赎回”是不正常的,这意味着阳光转债实际上不可能被赎回。从“GM公司的募股说明书”中可见,GM公司也有类似限制,但其发行可转债的期限是30年,在漫长的30年中,我们完全有理由相信股价可能达到这一水平,相比较江苏阳光发行可转债只有短短5年时间,股价要想攀升到这样的水平就有困难。此外,国外的公司发行可转债的目的是:当利息下降时,可赎回原来的可转债,发行新债,从而在更低的成本上进行融资。其股票的价格与其业绩成正比,如果GM公司的股价上升到当期转股价格的140%,说明GM公司的业绩也在大幅上涨,公司有财务能力赎回发行的可转债,实现以较低的成本融资的目的。但中国的情况并非如此,股价即使涨到这种程度,公司也不会行使赎回权。因此,阳光转债实际上并没有按照自己的实际情况来

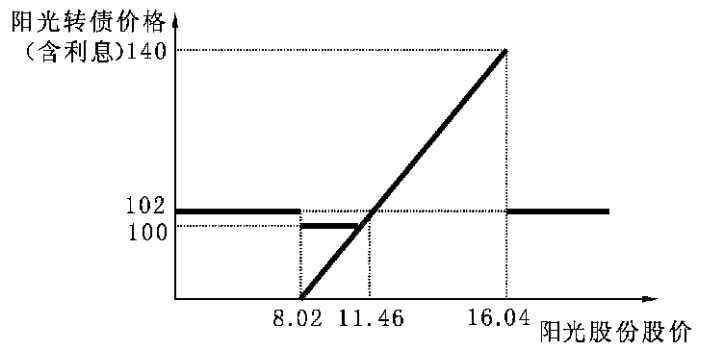


图1 阳光转债价格和阳光股份股价的关系

© 1994-2010 China Academic Journal Electronic Publishing House. All rights reserved. http://www.cnki.net

制定条款,完全是依葫芦画瓢,照搬了国外的条款。

#### 4 回售条款分析

“阳光转债到期日前一年内,如果公司A股股票收盘价连续20个交易日低于当期转股价格的70%时,持有人有权将持有的全部或部分阳光转债以面值102%(含当期利息)的价格回售予本公司。”

回售条款本意在于给投资者提供最低的本息收益保障,规避其在中国股票大幅下跌情况时转股的收益风险。然而在中国股市现有的情况下,实际上股价是不可能跌破当期转股价格的70%的。原因之一是中国股价在发行之初往往高开低走,经过一段时间之后,已经基本接近于其应有的价格。原因之二是即使股价出现下跌情况,在中国,上市公司与股票承销方总会在私下有一协议,由承销方帮助上市公司维持股价。

#### 5 结论

根据以上分析笔者认为,此次江苏阳光发行的可转债的条款主要存在五个问题:

- 1) 在转股价格的调整和计算上,需要注意调整公式的左右两部分计量标准应相同,这样才有可加性。为确保这种一致性,必须对配股价(或新股价)A进行适当的调整,从而使配股权益也按转换价格来计量。
- 2) 理论上说,公司派发现金红利将导致股票价格的下降,会损害可转债持有人的潜在利益,也应该将转换价格进行调整。但是,按照国际惯例,当派发现金红利时,转股价格可以不作调整。所以,在这一点上,江苏阳光的条款还可以改进,使之更简单。
- 3) 不应当有向下修正转股价格的条款,这实质上相当于另一只股票的发行,是不正常的。
- 4) 考虑到江苏阳光发行的可转债只有短短5年时间,赎回条件中“股价高于当期转股价格110%时,允许公司赎回”是有失偏颇的,这意味着阳光转债实际上不可能被赎回。笔者认为江苏阳光应该按照自己的实际情况来制定条款,而不能依葫芦画瓢,照搬国外的条款。
- 5) 回售条款本意在于给投资者提供最低的本息收益保障,规避其在中国股票大幅下跌情况时转股的收益风险。然而由于中国股市特有的情况,承销方会帮助上市公司维持股价。若在回售条款中设定只有当股价持续一段时期跌破当期转股价格的70%时,投资者才有权实行回售条款,实际意味着投资者不可能享有此权利。

以上五条是阳光转债条款中存在的主要问题,它们存在的根本原因是中国的资本市场尚不完全具备发行可转债的根本条件。因为从证券市场有效性角度看,当前我国的证券市场存在许多重大缺陷。这些缺陷具体表现为市场秩序,违法违规炒作广泛存在,一些上市公司和中介机构营私舞弊,严重坑害了小投资者,股价经常暴涨暴跌、大幅波动等,严重影响了证券市场提高资本资源的配置效率、促进企业经营状况改善等基本功能。在这种情况下发行可转债,虽然能一时解决企业业绩下滑、资金短缺的困难,减轻企业包袱,但最终只会害人害己,坑苦了老百姓不说,政府也失去了威信,严重的话,还将危及社会稳定,因此对于在国内大规模发行可转债的工作还有待决策者进行思考。

#### 参考文献:

- [1] 刘立喜. 可转换公司债券[M]. 北京: 财经大学出版社, 1999.
- [2] 林义相. 可转换债券投资分析和运作[M]. 上海: 上海远东出版社, 2000.
- [3] Gorge. A Philips. Convertible Bond Market[M]. Macmillan Press, 1997.
- [4] Tracy. V Maitland. Convertible Market shouldn't be overlooked, The International Newspaper of Money Management, 1996, 9: 16.
- [5] 刘小峰, 付俊文. 可转换债券的设计方案讨论[J]. 中国证券期货周刊, 1998. 8. 17
- [6] 郭昕炜. 阳光转债具备优势[N]. 中国证券报, 2002. 4. 18
- [7] 刘树祥. 可转换公司债券如何火起来[J]. 证券周刊, 2002. 12
- [8] 上海证券综合研究公司. 江苏阳光股份有限公司可转换公司债券投资价值分析报告[N]. 中国证券报, 2002. 4. 16