

目 录

第一章 可转换公司债券概论	(1)
第一节 什么是可转换公司债券	(1)
第二节 可转换公司债券的发行公司	(4)
第三节 可转换公司债券国际市场概况	(9)
第二章 可转换公司债券的基本要素	(16)
第一节 基本条款	(16)
第二节 其他要素	(23)
第三章 我国可转换公司债券发展及其经验	(28)
第一节 探索期(1998 年以前)	(28)
第二节 试点期(1998 - 2000)	(40)
第三节 发展期(2001 -)	(52)
第四章 可转换公司债券投资分析	(55)
第一节 可转换公司债券传统分析	(55)
第二节 可转换公司债券理论定价分析	(63)

第三节	影响可转换公司债券价值的主要因素	(79)
-----	------------------------	------

第五章 可转换公司债券操作指南

(89)

第一节	可转换公司债券市场表现	(89)
第二节	可转换公司债券交易和转股规则	(94)
第三节	可转换公司债券转股问题分析	(97)
第四节	可转换公司债券投资者类型	(103)
第五节	投资可转换公司债券利弊分析	(112)

第六章 沪市拟发行可转换债券上市公司概况

(121)

附录一	可转换公司债券管理暂行办法	(178)
附录二	上市公司发行可转换公司债券实施办法	(187)
附录三	上海证券交易所可转换公司债券上市交易规则	(199)

后 记

(208)

第一章 可转换公司债券概论

第一节 什么是可转换公司债券

一、可转换公司债券的起源与概念

1843年美国 New York Erie 铁道公司发行第一张可转换公司债券,但此后 100 多年,可转换公司债券一直在证券市场中处于非常不清晰的地位,没有得到市场的认同和重视,直到 20 世纪 70 年代,美国经济极度通货膨胀使得债券投资人开始寻找新的投资工具,可转换公司债券由此进入人们的视野,并于此后 30 年在全球迅速发展起来。

可转换公司债券是可转换证券的一种。从广义上来说,可转换证券是一种证券,其持有人有权将其转换成另一种不同性质的证券,如期权、认股权证等都可以称为是可转换证券;但从狭义上来看,可转换证券主要包括可转换公司债券和可转换优先股。可转换公司债券是一种公司债券,它赋予持有人在发债后一定时间内,可依据本身的自由意志,选择是否依约定的条件将持有的债券转换为发行公司的股票,或者另外一家公司股票的权利。换言之,可转换公司债券持有人可以选择持有至债券到期,要求公司还本付息;也可选择在约定

的时间内转换成股票,享受股利分配或资本增值。可转换优先股虽然与可转换公司债券一样可以转换成普通股股票,但是它毕竟是股票,固定所得不是债息,而是股票红利;它的价格随着公司权益价值的增加而增加,并随着红利派现而下跌;而且破产时对企业财产的索赔权落后于债权人。由此看来,它与可转换公司债券还是有本质的不同。本书主要分析可转换公司债券的投资思路和方法,并主要针对可以转换成发行公司自身股票的可转换公司债券进行探讨。另外,除非有特殊说明,本书的可转换公司债券有时简称“转债”。

二、可转换公司债券性质

从可转换公司债券的概念可以看出,普通可转换公司债券具有债权性和期权性双重属性。

1. 债权性质

可转换公司债券首先是一种公司债券,是固定收益证券,具有确定的债券期限和定期息率,并为可转换公司债券投资者提供了稳定利息收入和还本保证,因此可转换公司债券具有较充分的债权性质。这就意味着可转换公司债券持有人虽可以享有还本付息的保障,但与股票投资者不同,他不是企业的拥有者,不能获取股票红利,不能参与企业决策。在企业资产负债表上,可转换公司债券属于企业“或有负债”,在转换成股票之前,可转换公司债券仍然属于企业的负债资产,只有在可转换公司债券转换成股票以后,投资可转换公司债券才等同于投资股票。

一般而言,可转换公司债券的票面利率总是低于同等条件和同等资信的公司债券,这是因为可转换公司债券赋予投资人转换股票的权利,作为补偿,投资人所得利息就低。

2. 股票期权性质

可转换公司债券为投资者提供了转换成股票的权利,这种权利具有选择权的含义,也就是投资者既可以行使转换权,将可转换公司债券转换成股票,也可以放弃这种转换权,持有债券到期。也就是说,可转换公司债券包含了股票买入期权的特征,投资者通过持有可转换公司债券可以获得股票上涨的收益。因此,可转换公司债券是股票期权的衍生,往往将其看作为期权类的二级金融衍生产品。

实际上,由于可转换债权一般还具有赎回和回售等特征,其属性较为复杂,但以上两个性质是可转换债权最基本的属性。

三、可转换公司债券类型

可转换公司债券混合金融产品特征决定了其品种的多样,为了迎合各种各样的发行者和投资者的需求,市场上也出现了多样的可转换公司债券品种,下表列出了主要几种可转换公司债券以及其特征:

表 1-1 可转换公司债券的种类及其特征

可转换公司债券种类	特征
高票息或高溢价可转换公司债券	● 较高利息回报 ● 转股可能性小
溢价回售可转换公司债券	● 保证资本增值 ● 票息较低 ● 较高溢价 ● 在一段时间里可以把可转换公司债券回售给发行公司 ● 对于投机性较强的股票,可以为投资者提供保护

(续表)

可转换公司债券种类	特征
滚动回售可转换公司债券	● 保证资本增值 ● 票息较低 ● 较高溢价 ● 有多次把可转换公司债券回售给发行公司的机会 ● 极有可能持有可转换公司债券超过第一个回售期
零息可转换公司债券	● 保证资本增值 ● 以大幅度折价发行 ● 无利息收入 ● 转股可能性较小
折扣可转换公司债券	● 保证资本增值 ● 转股可能性比零息可转换公司债券大,但低于一般可转换公司债券
可交换债券	● 转股的标的股票不是可转换公司债券的发行公司的股票,而是另外一家公司股票 ● 发行人的信用等级与第三方的股票情况联系起来
含认股权证的可转换公司债券	● 较低的票息 ● 较高的溢价 ● 嵌入的认股权证可以拆开,并且可以作为单独的交易工具

第二节 可转换公司债券的发行公司

可转换公司债券适合资产负债率水平偏低、成长性较好、募股资金项目见效稍慢,并且有着良好现金流量的公司。

一、发行可转换公司债券的主要条件

从理论上讲,任何公司,无论大公司还是小公司,是实力雄厚还是业绩不佳的公司,都可以运用可转换公司债券进行融资。如美国市场上以中小型企业的可转换公司债券为主,而欧洲市场近几年大型公司发行可转换公司债券有明显增多的趋势。但是我国在境内发行的以人民币认购的可转换公司债券必须要满足 1997 年颁布的《可转换公司债券管理暂行办法》(简称“暂行办法”)以及 2001 年颁布的《上市公司发行可转换公司债券实施办法》(简称“实施办法”)。

根据“暂行办法”,上市公司发行可转换公司债券主要应当符合下列条件:最近三年连续盈利,且最近三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%;可转换公司债券发行后,资产负债率不高于 70%;累计债券余额不超过公司净资产额的 40%;募集资金的投向符合国家产业政策;可转换公司债券的利率不超过银行同期存款的利率水平;可转换公司债券的发行额不少于 1 亿元。新颁布的“实施办法”又对以下事项要求主承销予以说明,这些事项包括:在最近三年特别在最近一年是否以现金分红,现金分红占公司可分配利润的比例,以及公司董事会对红利分配的解释;发行人最近三年平均可分配是否足以支付可转换公司债券一年的利息;是否有足够的现金偿还到期债务的计划安排;主营业务是否突出,是否在所处行业中具有竞争优势,表现出较强的成长性,并在可预见的将来有明确的业务发展目标;募集资金投向是否具有较好的预期投资回报,前次募集资金的使用是否与原募集计划一致;如果改变前次募集资金用途的,其变更是否符合有关法律、法规的规定;是否投资于商业银行、证券公司等金融机构(金融类上

市公司除外);发行人法人治理结构是否健全;近三年运作是否规范,公司章程及其修改是否符合《公司法》和中国证监会的有关规定,近三年股东大会、董事会、监事会会议及重大决策是否存在重大不规范行为,发行人管理层最近三年是否稳定;发行人是否独立运营;在业务、资产、人员、财务及机构等方面是否独立,是否具有面向市场的自主经营能力;属于生产经营类企业的,是否具有独立的生 产、供应、销售系统;是否存在发行人资产被有实际控制权的个人、法人或其他关联方占用的情况,是否存在其他损害公司利益的重大关联交易;发行人最近一年内是否有重大资产重组、重大增减资本的行为,是否符合中国证监会的有关规定;发行人近三年信息披露是否符合有关规定,是否存在因虚假记载、误导性陈述或者重大遗漏而受到处罚的情形等。

由此看来,“暂行办法”规定了可转换公司债券发行公司的一些硬性指标,而“实施办法”则规定在满足硬性指标下,上市公司应该遵守的规则。从单一硬性指标来看,2001 年符合发行可转换公司债券条件的上市公司有 500 多家;另外,因行业属能源、原材料、基础设施,有 20 余家仍有机会发行可转换公司债券。

二、选择可转换公司债券进行融资的目的

1. 灵活的融资方式

根据不同发行条款,可转换公司债券既可以是债券,又有股票特点;既可以是优先债券,也可以是次级债券;既可以 不赎回,又可以到期还本付息;另外可转换公司债券通常赋予发行人赎回权利,因此当利率过低或者股价高涨的时候,发行公司可以赎回可转换公司债券然后再行融资。为了防止可转换公司债券转股对公司业绩的稀释,发行公司也可以收回可转

换公司债券。因此,可转换公司债券为发行公司提供了非常灵活的融资工具。

2. 延期股权融资

一般企业通过可转换公司债券进行融资的主要目的是增加资本,从获取长期稳定的资本供给角度来看,企业更愿意进行股权融资,而并非债权融资,这对于负债较多、自有资金不足的企业来说尤其如此。如果股市不利于进行股权融资,有着股票期权性质的可转换公司债券必然就成为公司首选,通过投资者长期持有可转换公司债券并转换成股票,获得永久性资本。

3. 缓解对现有股权稀释

在二级市场和企业状况不佳、股权融资时机不成熟的时候,发行股票融资成本较高、融资规模受限;同时,大量发行股票会直接稀释公司的每股业绩,可能会导致二级市场股票价格的大幅下跌。此时发行可转换公司债券可以延迟当前低价股权融资。可转换公司债券的逐步转股可以减缓对现有每股业绩的稀释,避免股票市价的波动。

4. 较低的筹资成本

由于投资者愿意为未来获得有利的股价上涨而付出代价,因此,可转换公司债券的发行者能够以相对于普通债券较低的利率及较少的条款限制发行可转换公司债券。根据“暂行办法”规定,可转换公司债券的利率不超过银行同期存款的利率水平,而目前普通企业债券的年利率基本上都超过4%,由此看来,即使未来可转换公司债券到期没有转换成股票,企业以较低的利息率借入资金,对股东也是有利的。

5. 具有避税功能

可转换公司债券利息可以作为企业的财务费用,而股票红利则不可以,所以适当运用可转换公司债券可起到节约税收的效果。

6. 较高的发行价格

发行人可以通过发行可转换公司债券获得比直接发行股票更高的股票发行价格。即使一家公司可以有效地运用新的募集资金,但募集资金购买新设备并产生回报需要一段时间,直接发行新股一般会在短期内造成业绩的稀释,因此该公司股票发行价通常低于股票市场价格。相比之下,由于发行可转换公司债券赋予投资者未来可转可不转的权利,且可转换公司债券转股有一个过程,业绩的稀释可以得到缓解。因此,在目前的国际市场上,通过认购可转换公司债券获得的标的股票,其价格通常比直接从市场上购买股票的价格高出5%~30%。我国“暂行办法”规定,上市公司发行可转换公司债券的转股价格确定,是以发行可转换公司债前一个月股票的平均价格为基准上浮一定幅度,明显要高于目前增发和配股价格的水平。

7. 对投资者具有吸引力

可转换公司债券可使企业进行融资更加便利。附加转换特性对于追求投机性和收益性融于一身的投资者颇具吸引力。特别是在债券市场疲软时,投资者对股权市场较有兴趣,非常有助于促进可转换公司债券的发行。可转换公司债券兼有债券、期权和股票等三种金融产品的部分特点,可以满足这三方面的潜在投资者的要求,投资者来源较广。

三、发行可转换公司债券不利之处

对于发行公司来说,发行可转换公司债券也隐含着不利之处。如果标的股票市场价格大幅上涨,当初采用普通债券

融资对于发行公司来说更为有利。此外,若可转换公司债券发行后股票价格低迷,发行者不仅不能通过可转换公司债券的转股来降低财务杠杆,而且可转换公司债券的集中偿付有可能在还债前后给公司的财务形成压力。

发行可转换公司债券的不利之处还在于:第一,如果可转换公司债券持有者不是公司原有股东,可转换公司债券转股后公司的控制权可能有所改变;第二,在给定公司业绩的情况下,转股导致发行在外的股票数量增多,致使该公司每股业绩受到一定程度的稀释;第三,可转换公司债券利息可以当作财务费用,而红利却不可以,因此转股也使得公司应税利润增加并承担更多的红利。以上种种因素导致可转换公司债券的存在会对股票的价格形成一定的压力。

第三节 可转换公司债券国际市场概况

一、国际可转换公司债券市场划分

可转换公司债券是一个全球性的金融品种,通常以国内、国外以及欧洲可转换公司债券三种形式进行发行。国内可转换公司债券在本国发行,并以本国货币标价,遵从当地监管制度,并且通常主要针对本地投资者。例如一家英国公司以英镑在英国发行可转换公司债券。国外可转换公司债券是借款人在另外一个国家当地市场以当地货币标价发行,例如一个日本借款人可以在瑞士发行以瑞士法郎标价的可转换公司债券。欧洲可转换公司债券是:(1)同时不止在一个境外国家发行;(2)由国际辛迪加发行;(3)以欧洲货币进行标价。20世纪80年代初美国和日本许多公司发行了大量欧洲可转换公司债券。从历史上来看,日本、美国、法国和英国是可转换公

司债券市场上的主要发行国。

20 世纪 90 年代以来,可转换公司债券在全球市场上发展迅速,目前全球可转换公司债券市场市值约 4600 亿美元,其中约美国 1800 亿美元,日本和欧洲分别约为 1240 亿美元,其他亚洲国家约 310 亿美元。

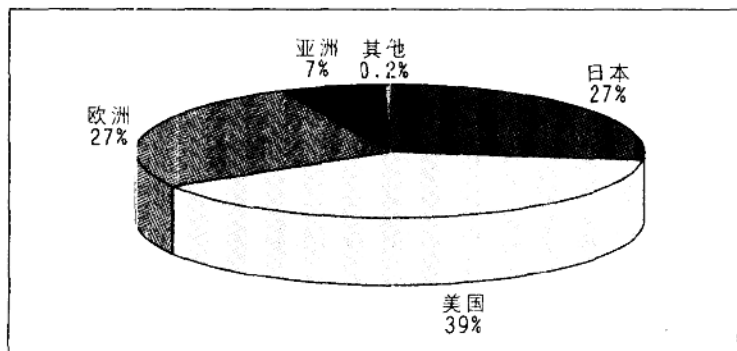


图 1-1 全球可转换公司债券市场地区分布(以市值划分)

资料来源:Fixed Income Market Review

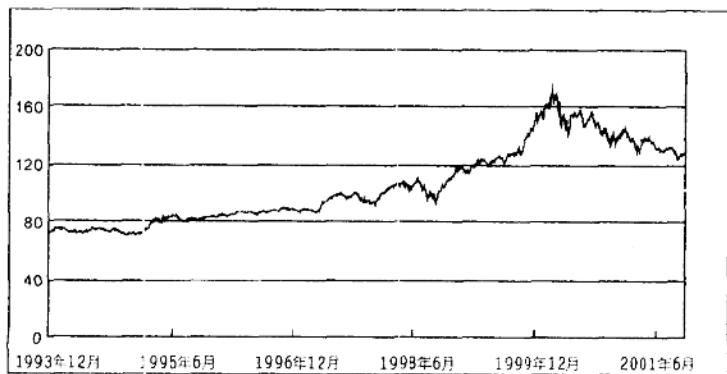


图 1-2 瑞银华宝全球可转换公司债券指数

二、境外可转换公司债券市场概况

1. 美国市场

美国是可转换公司债券诞生地,并且在 20 世纪 70 年代后迅速发展起来。可转换公司债券之所以能在美国迅速发展,是与美国的法律制度不断发展创新分不开的。美国的公司法是作为习惯法发展起来的,所以它具有弹性,较之成文法更适应于经济的发展。特别是授权资本制度(预先规定公司应发行股份总数限额的制度)的采用,使得可转换公司债券制度更易于实施。美国可转换公司债券市场中的发行公司基本上以信用等级较低的中小型成长型企业为主,平均信用等级为 B,而欧洲市场则为 A。

过去美国对可转换公司债券持有谨慎态度,通常仅仅将其用来分散投资组合的风险,但是随着可转换公司债券市场的发展,可转换公司债券在整个证券市场的地位也越发重要。目前美国可转换公司债券市值约 1800 亿美元,截至到 2000 年底,约 800 只可转换公司债券在美国市场进行交易。而且,美国可转换公司债券市场非常活跃,收益情况也较好。

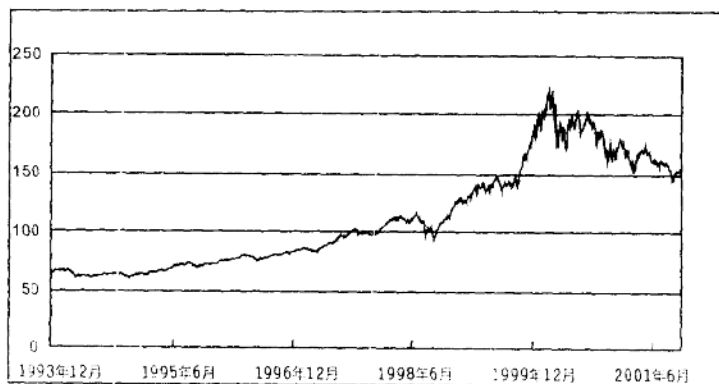


图 1-3 瑞银华宝美国可转换公司债券指数

2. 欧洲市场

欧洲市场不属于某单一国家,是世界上出入最为自由的市场,而且无论是按可转换公司债券发行量,还是按市场深度、专业程度来衡量,欧洲市场都是世界上最重要的国际可转换公司债券市场之一,目前欧洲可转换公司债券市值约占欧洲股票市场总市值的 1.5% 左右。近几年,欧洲可转换公司债券市场增长非常迅速,1996 年欧洲可转换公司债券发行总值不到 100 亿欧元,到 1998 年发行量增至 270 亿欧元,甚至在股价波动非常剧烈的 2000 年发行量也高达 330 亿欧元,达到股票发行总量的四分之一左右,欧元区 Stoxx 指数许多成分股都发行过可转换公司债券。可转换公司债券在欧洲市场快速增长的主要原因,一是日益活跃的收购兼并活动需要大量资金运作,二是欧洲通讯行业大规模发展。另外,可交换债券迅速发展也对欧洲可转换公司债券市场规模造成一定影响。目前,欧洲可交换债券占整个可转换公司债券市场的份额约 50% 左右。

与美国可转换公司债券市场不同的是,欧洲可转换公司债券市场中普遍信用等级较高,并且单只可转换公司债券发行规模较大,1999 年发行量前 10 名可转换公司债券平均规模都在 17 亿欧元以上,规模的庞大对可转换公司债券市场的流动性非常有利。

在规模迅速壮大的同时,欧洲可转换公司债券市场的结构也在发生变化,过去瑞士是欧洲可转换公司债券的主要市场,但目前该市场投资者已经将兴趣转移到新兴市场的投资基金以及对冲基金上,可转换公司债券在瑞士市场已经逐渐衰落,而德国、法国和意大利市场则迅速崛起。

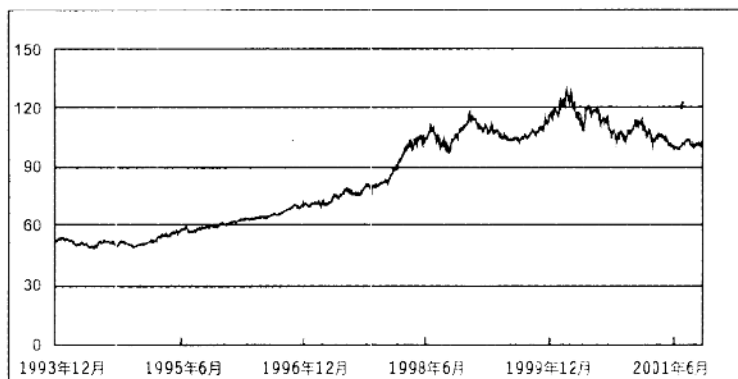


图 1-4 瑞银华宝欧洲可转换公司债券指数

3. 日本市场

日本对可转换公司债券的认识开始于 20 世纪 20 年代,起因于对公司法修订的研究。由于受到德国法律体制的影响,日本直到二战后的 1949 年才正式发行 3 家公司可转换公司债券(土佐电铁、高岛屋、武田药品工业),这是日本最早发行的可转换公司债券。1950 年日本全盘接受美国法律,使得可转换公司债券发行制度更加合理,此后,可转换公司债券制度在日本得到迅速发展。

在日本交易所上市的各类债券中,可转换公司债券的数量一般在 75% 以上,在 1999 年之前,日本在全球可转换公司债券市场上维持市值第一的水平,但到 2000 年由于美国 and 欧洲债券市场的迅速发展,日本市场失去了霸主地位。经济泡沫的破裂以及 11 年的股票熊市改变了整个日本可转换公司债券市场,由于银行的金融风险,国际投资者不再对日本高收益的可转换公司债券感兴趣。实际上,亚洲金融危机以后,日

本可转换公司债券市场还是出现相当程度的转机。1997年亚洲金融危机爆发的时候,日本可转换公司债券市场有许多可转换公司债券低于面值的40%,金融危机以后,可转换公司债券发行公司破产的情况非常少,可转换公司债券价格迅速回升,甚至超过面值,因此如果在1998年秋季投资日本可转换公司债券,收益还是相当可观的。

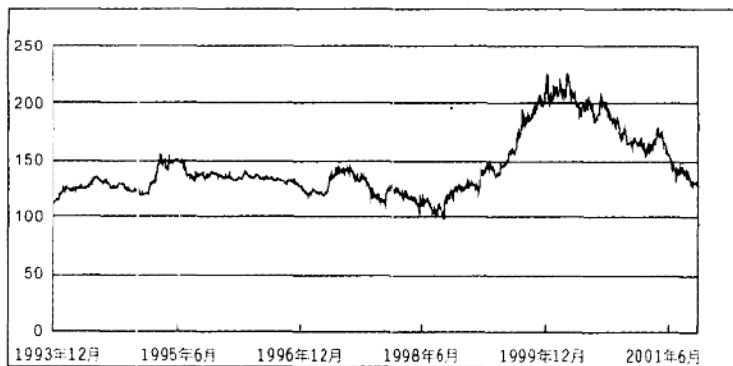


图1-5 瑞银华宝日本可转换公司债券指数

4. 中国台湾市场

中国台湾可转换公司债券的历史较短,第一张可转换公司债券是远东纺织于1980年发行的“远纺一”,由于当时台湾金融市场尚不健全,证券炒作非常普遍,“远纺一”发行的时候甚至出现一券难求的局面,以连续涨停的方式,价格超出票面三成以上。随着股市逐渐回归基本面,可转换公司债券也逐步回归其合理的投资区间。随着台湾金融市场结构性改变,可转换公司债券在集中交易市场的接受度大减,成交量萎缩,甚至一个月只成交几张,企业在募集可转换公司债券时困难大增,从1993年到1996年之间只有联华电子一家企业成功

发行了可转换公司债券“联电一”,1998年发行数量略有增多,但此后一直寥寥,2001年1-5月份在集中市场上没有上市新的可转换公司债券。集中交易市场逐渐从推崇走向冷落。而自2000年开放上市公司发行的可转换公司债券可在柜台买卖中心挂牌交易后,台湾可转换公司债券柜台交易市场则全面崛起,2000年在柜台买卖中心上市的可转换公司债券数量是集中交易市场的近10倍。台湾可转换公司债券市场在柜台交易市场崛起的主要原因,一方面是因为柜台买卖中心是台湾债券交易的主要市场,另一方面原因是因开放上柜可转换公司债券可承作“附条件交易”,也就是我们通常所说的回购交易,由于台湾的债券交易制度,对参与“附条件交易”的投资者并没有设立严格的门槛,因此对于一些资金并不雄厚的证券公司来说,多采取买入债券后立即回购的作法,在这种套利的动机下,使得“附条件交易”占整个债券交易的九成以上。可见,台湾可转换公司债券市场重新崛起与其注重机构投资者、放开交易市场有很大关系。从产业分布来看,台湾的可转换公司债券市场的发行公司主要以电子业和营建业为主,其他传统产业较少。