

# 第一章 中国资本市场的新品种 —— 可转换公司债券

## 一、可转换公司债券的一般属性

### 1. 概 念

可转换公司债券是附有“转换条件”的公司债券，这里的转换条件是指发行人在一定时间内依据约定的转股价格转换成公司的股份。

可转换公司债券是可转换证券类型的一种，可转换证券包括可转换公司债券外，还有可转换优先股、可转换公债（政府债券）。可转换公司债是指可以转换成新发行的政府债券，本文不讨论这种品种。

可转换公司债券首先是一种公司债券，是典型的固定收益证券，它具有确定的债券期限和定期息率。债券期限是指可转换公司债券的存续期间。西方国家的可转换公司债券的债券期限一般在 7—20 年之间，有的长达 30 年以上。最近的趋势是长期可转换公司债券越来越多。同普通公司债券相比，可转换公司债券期限的灵活性较强，而普通公司债券较为固定，变通不大。固定利率，即票面利率（也称“票息”）是固定的，投资人每年可以获得固定的投资收益。可转换公

司债券的固定利率比普通公司债券或国家财政债券利率低。

其次，也是最为重要的，可转换公司债券可以转换成公司股票，因此具有股票属性。可转换公司债券的持有人有权力按照事先约定的价格将持有的债券转换为公司股票，可转换公司债券这种买入股票期权为投资者提供了分享公司增长的经济成果和股票增值的条件。大多投资者更重视公司股票的升值潜力，希望转股顺利实现，以至于通常把可转换公司债券视为“准”股票。此外，可转换公司债券本身通常是按面值发行的，但将可转换公司债券转换股票，通常需要几元或几十元的可转换公司债券才能购买一股普通股股票（即转股价格）。这同股票发行一样都是溢价发行，可转换公司债券的转股价格甚至比普通股股票的发行价格还要高 10%—30%，这个比率也就是通常所说的转股溢价。折价发行的情况较少出现。

综上所述，可转换公司债券是一种混合型证券，它为投资人提供了兼具公司债券和股票二者属性的投资金融工具。

## 2. 属 性

可转换公司债券有别于股票或其他金融工具的重要属性包括以下方面：

(1) 可转换公司债券是具有债券和股票双重属性的混合型证券。一方面，可转换公司债券是固定收益类证券，另一方面，其转股期权为投资人提供了转股的机会，购买了可转换公司债券相当于购买了一定数量的公司股票，可以充分分享股票价格增长潜力。

(2) 它是种较市场成本低的债券和对公司股本摊薄性较低的证券一般而言，可转换公司债券的票面利率总是低于同等公司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购买股票的权利，而作为补偿，投资人得到的利息就低。可转换公司债券在公司帐务上是一种债务，只有行使转股权利，才转换为公司股票，显然，同直接发行股票相比，可转换公司债券对公司权益的摊薄被延迟了

(3) 在转股或赎回之前，可转换公司债券是公司的一项债务。在公司财务处理上，可转换公司债券记入公司长期负债。因为它在所得税之前支付应记利息，因此具有“税项低扣”的作用，提高公司的收益率

(4) 可转换公司债券为投资人提供了一种稳定且流通性好的证券，来分享公司的未来增长。可转换公司债券是一种上市债券，流通性好，当公司效益成长呈上升趋势时，股票价格就会上涨，从而带动可转换公司债券价格上涨。但是，从国际市场上看，由于可转换公司债券的公司发行量较小，配售范围较小，在一定程度上影响了可转换公司债券的流通性

(5) 同股票相比，投资风险低，收益也低。可转换公司债券的债券属性，为投资者提供了固定利率收益，从而降低了投资风险。可转换公司债券的转股价格一般是溢价的，限制了其投资的收益。关于可转换公司债券的风险与收益在以后的章节中将进一步阐述。

(6) 在市场不利于发行的条件下，可转换公司债券是债券和股票的替代金融工具。牛市情况下，更能促进可转换公

司债券和公司股票的发行，但市场条件不利于发行股票的情况下，发行可转换公司债券相对容易些。

(7) 可转换公司债券属于次等信用债券，在清偿顺序上，同普通公司债券、长期负债（银行贷款）等具有同等追索权利，但排在一般公司债务之后。同可转换优先股、优先股和普通股相比，可得到优先清偿的地位。

### 3. 选择可转换公司债券进行融资的原因

发行人之所以选择可转换公司债券为融资工具是基于以下三个重要的基本考虑：

一是低利息成本，可转换公司债券为投资人提供了未来股票价格增长的投资机会，从而向投资者支付较低的利息费用，而且这种债券对发行人的限制性不强，因为转换股票是投资人最终期望的。同普通公司债券相比，投资人对可转换公司债券的收益要求不高，其收益率也因公司不同和期限长短不同而不同，普通公司债券的到期收益率总是较高。可转换公司债券是典型的次等债务，对资产要求权低于普通公司债券，因此，在发行时，资信评级要求也比普通公司债券要求低一级，发行人可以节约利息成本，当然，利息成本的节约依赖于公司赋予普通股的期望值，期望值越高，利息越低。

二是发行价格高，一般来说，转股价格总是以高出当前股价水平的（溢价发行），就同等股本扩张来说，发行可转换公司债券比直接发行股票所得到的公司资本要多。

三是减少股本扩张对公司权益的稀释程度。由于发行可

转换公司债券延缓了股本的直接计入，从而股东当前权益得到保护。经验理论证明，在一定范围内，公司举债量在资本结构中所占比例越大，公司效益越好，可转换公司债券作为公司债务，可以带来较好的投资收益。但未来转股过程会降低每股收益，只有公司效益增长率保持与股本扩张一致的速度，公司股本权益才能不因转股而稀释摊薄。这样，可转换公司债券的高溢价发行才能被接受。为什么投资人能接受高溢价发行呢？理由是投资人所期望的股票价格增高带来的利益很大，比如一家公司的当前股价 20 元，当前税后利润为每股 0.8 元，发行可转换公司债券的转股价格若 24 元，经过一年后，公司的税后利润达到 1.2 元/股，若股票价格增长到 30.0 元，可转换公司债券的市场价格由 100 元应至少增长到 150 元。可转换公司债券持有人的收益应达到 50%。

当然，发行可转换公司债券对发行人的不利之处在于：如果股市处于牛市股价飙升不降，发行股票进行融资更为直接，如果股价下跌，已发行可转换公司债券的公司若不能强迫转股，这将加大公司的还债压力。

同时，作为具有债券和股票双重属性的可转换公司债券，也就具有作为债券融资工具和股票融资工具所具备优点和缺点。

从优点来看，一方面，作为债券融资工具，同普通公司债券相比，可转换公司债券具备以下优点：

- (1) 比普通债券利率低。
- (2) 到期日灵活。可以根据市场倾向、收益率曲线（公司获利能力）、转股的可能性等方面来确定到期日长短。到

期日可以完全依照公司的自身条件来设计。

(3) 赎回设计比普通公司债券的赎回设计的自由度大。发行公司为降低借贷成本或保证股东权益等，而要求赎回发行在外的未到期的可转换公司债券。发行公司在设计赎回可转换公司债券的条款时，限制因素较少，灵活性较强。

(4) 可以较低价格赎回。

(5) 债券属性更强的可转换公司债券，如零息票可转换公司债券，由于其固定收益高而转股能力低，发行规模对公司股本影响较小。相反，股票属性更强的可转换公司债券，其发行量对股本影响较大。

(6) 可以在市场不利的条件下发债融资。

(7) 不需要进行信用评级。

另一方面，它所具有股权融资工具的优点在于：

(1) 通过转换溢价，发行公司可以设计高于股票市价的转股价格。

(2) 与发行普通股票相比，对每股效益摊薄作用小。

(3) 转股后，股本扩大，从而可以扩大发行公司的举债能力。

(4) 通常来说，发行可转换公司债券对股价的影响不大。

(5) 市场需求较大，因为可以吸引获取固定收益的投资人和持有股票为目的的投资人。

(6) 可以在资本结构中引进杠杆，从而改进股本收益率。由于可转换公司债券在不转股之前是记入负债的会计科目，因此，它具有抵扣税收的作用，根据转股数量，股本收

益发生变化。

(7) 可以在条件有利时强制转换

(8) 有利于在市场状况不利时的融资。

可转换公司债券在具有上述优点的同时，对发行人来说，也存在下列缺点：

(1) 对公司效益有一定的摊薄作用。

(2) 在转换发生前，会减少发行公司的举债能力，但比发行普通公司债券的影响要小。

(3) 因为对能否转换股票并无保证，发行可转换公司债券并不一定保证获得永久性资本。

(4) 在转股时，转股价格会高于股票的价格。通常是，当股票价格高于可转换公司债券的转股价格，投资人才有理由转换股票和获得明显的利益。从理论上讲，转股相当于公司以低于市场价格发行新股，不利于公司筹资。而且，转换后的股票流通会对当前股票价格产生下挫影响。

#### 4. 对投资人的利与弊

可转换公司债券对投资人具有强大的市场吸引力，其有利之处在于：

(1) 比股票有优先偿还的要求权。

(2) 投资风险较小，当股票价格增长时，可转换公司债券的市场价格也在增长，可转换公司债券持有人不转股就可以获得应有的收益。当股票价格下跌时，可转换公司债券显示出其债券价值，具有保底保值的特征。可转换公司债券在经济不景气时期，提供了股价下跌时的收益保证。

(3) 收益率较普通股股息高，一般说可转换公司债券的当期收益比股息高，如果不是这样，可转换公司债券将很快被转换成股票。

(4) 为商业银行和不能购买股票的金融机构提供了一个分享股票增值的机会，这些机构可以通过可转换公司债券获取股价升高的利益，而不必转换股票。

除此之外，可转换公司债券的较好的流通性，比债券更好的市场表现都是可转换公司债券成为投资人青睐的品种。

不利之处在于：

一是可转换公司债券的转股权利被较低的利率水平所抵消了，而且，赎回条款也减少了可转换公司债券的增值潜力，降低了其投机性。

二是当公司效益增长不大时，股票价格增长不大，持有可转换公司债券就失去了当前的市场利率收益（同公司债券相比），当时的“溢价”水平越高，损失就越大。

三是当整个市场利率水平提高后，可转换公司债券的收益相对降低了，投资人必须接受低于当前市场的利率，可转换公司债券的利率水平通常比风险相当的投资工具低。

此外，可转换公司债券的成交量小，有的小规模发行使一些投资机构缺乏兴趣。

## 二、可转换公司债券的类型

可转换公司债券大抵发端于本世纪六七十年代，它是在欧洲债券市场发展中的多种混合证券品种中的一种。在

其后的 30 多年中，可转换公司债券系列的品种创新取得了空前的发展。从可转换公司债券的属性看，在国际市场上主要的品种有零息票可转换公司债券、普通可转换公司债券、上市前预售可转换公司债券等等，一般来说，可转换公司债券包含了许多要素，因该要素的多寡和程度不同，而产生多种不同的可转换公司债券品种。这些品种有别于传统可转换公司债券，但它们都具有可转换公司债券的一般特征。

### 1 可转换公司债券的一般类型

(1) 高息或高溢价型、溢价回售型、多次回售型等三种类型统称为传统可转换公司债券。它们在利息、溢价等要素的设计上存在不同的组合，如高息或高溢价型，通常是票面利息率高，具有典型普通公司债券属性。较高溢价，使得转股机会少，也正因为转股机会少，才使该类型可转换公司债券更具债券性质。溢价回售型的可转换公司债券利息低，而同时给予一次回售的机会，转股的可能性较大。多次回售型同溢价回售型相似，也是利息较低，溢价较高，但给予多次回售机会。

(2) 零息票可转换公司债券是指没有票面利息的可转换公司债券，在可转换公司债券的有效期间，发行人不支付利息，发行时通常折扣发行。零息票可转换公司债券在欧洲市场很少采用，一般期限在 5 年期。其特征有：到期收益率保持在一定的水平上，通常在到期前赎回，以赎回价格可进一步保证零息票可转换公司债券持有人的收益。此类债券同其他可转换公司债券品种一样，转股溢价较高，发行时转股溢

价一般在 8%—12% 之间。零息票可转换公司债券更具债券属性，其折价发行体现其较高的固定收益由于每年不必支付利息，减少了发行人的财务压力，节省发行成本，该类可转换公司债券适于发展初期的高成长企业。该券种回售机率高，45%—50% 的零息票可转换公司债券在未转股或到期前回售。

零息票可转换公司债券也有以 100% 价格发行的，即按面值发行，韩国的大隆产业公司 (DAE PYUNG IND. INC ) 1994 年发行的 4 年期零息票可转换公司债券在瑞士市场发行。大宇公司也在 1994 年 2 月发行了 10 年期 7500 万欧洲美元零息票可转换公司债券，发行价格等于面值。

(3) 可交换股票的可转换公司债券 (如表 1.1 所示第 6 种)。该类型可分为两个品种：

第一，上市前预售可转换公司债券 (也称“上市债券”)，它是非上市公司发行可转换公司债券，待股票上市后，按照事先约定转换为上市公司的股票。适用于短期内有计划上市的企业。风险比普通可转换公司债券要高。我国当前发行的可转换公司债券就是上市前预售的可转换公司债券，由重点国有企业通过股份制改组，发行可转换公司债券，一年后再发行股票，待股票上市后，可转换公司债券进入转股期。

第二，可交换股票的可转换公司债券，是指发行可转换公司债券的公司和转换成股票的公司主体不同，一般是非上市的集团公司发行可转换公司债券，待其子公司上市后转换为子公司的股票，即这种可转换公司债券“可交换”为发行

人拥有的子公司（上市公司）的股票。也可以是某集团的一家子公司发行可转换公司债券，待另一家子公司股票上市后，将可转换公司债券转换为后一家公司的股票。实际上，可交换股票的可转换公司债券是上市债券的一种引伸品种，在使用中，经常不加区别两种概念

表 1. 1 可转换公司债券的品种

类 型	特 征
1. 高息或者高溢价类型	有担保，较高利息回报，较股的可能性较小
2. 溢价回售类型	低利息，高溢价一次性回售权利，提供投资保护
3. 多次回售类型	低利息，较高溢价，有多次回售机会，鼓励持有债券的回售政策
4. 零息类型	不须每年付息，转股可能性小
5. 折扣类型	转股可能性高于零息类型，但低于传统类型
6. 可交换股票类型	债券发行是一家公司，转换为另一家公司的股票，发行人发行可转换公司债券的质量与第三者的股票故事相关
7. 附认股权证债券	低利息，较高溢价，附认股权证可独立交易

可交换股票的可转换公司债券具有五个重要特点：

第一，股票发行人和可转换公司债券的发行人主体不同，一般是集团公司发债，子公司发行股票，或者同属于一家集团公司的一子公司发行债券，而另一家子公司发行股票和股票上市。投资人按照事先的约定将持有的可转换公司债券转换为股票。发行可交换股票的可转换公司债券是首次发行新股的子公司低成本筹资的途径。1983年7月，台湾的统一企业在海外发行7年期1亿美元的海外可交换公司债

券。投资者可在确定的时期内，转换为关联企业“统一实业”公司的股票。香港恒基中国（香港）（HENDERSON CAPITAL INTERNATIONAL LTD.）于 1993 年发行“上市”债券，融资 46000 万美元。该债券允许投资者将债券转换成在中国的一家地产公司的股票，从而使国际投资人可以间接投资中国的地产，分享中国的经济成长。其后，丽新发展（LAI FUNG）公司也发行了“上市”债券。

## 附录 1

### 恒基中国发行可交换股票的可转换公司债券的操作案例

背景：恒基中国是香港恒基地产集团的子公司，是专业从事中国地产、物业业务的百慕大公司。1993 年，恒基中国在中国的业务发展迫切需要资本投入。但由于当时政策限制，恒基中国在国内的房地产及土地的价值无法得到香港市场公认的评估结果，加上其本身业绩平平，资本规模小，不能通过香港市场发行股票进行融资。于是，同属于恒基地产集团公司的另一个子公司恒基融资公司（1993 年 10 月注册于开曼岛，是恒基地产集团的融资工具公司）于 1993 年 10 月发行“可交换股票的可转换公司债券”4.6 亿美元，并借给恒基地产集团，再由恒基地产集团转借于恒基中国公司，用于开发中国业务。

重要的操作技术路线：

1. 恒基融资公司作为发行人发行可交换股票的可转换公司债券，为恒基中国的中国业务投资提供了资本支持。在发行股票条件不成熟时，改由发行可交换债券是十分巧妙的。本次发行由恒基地产集团作担保。恒基地产无条件担保支付有关债券的本金、利息及一切其他应付款项，从而提高了债券的资信和保证了债券的顺利发行。

2. 恒基中国发行股票的准备工作。发行的可交换债券可以在恒基中国股票上市后一年内，按照约定价格转换为恒基中国的股票，并作出了恒基中国在可交换债券发行后三年内上市了的承诺。为了公司发行股票和上市，恒基地产集团完成了发行股票的准备工作。

资产重组。恒基地产同恒基中国签定了非竞争协议，明确规定前者的业务范围在香港，而后者的业务范围在中国，恒基地产将不会以直接、间接或其他任何方式从事任何中国物业项目（除成本超过恒基中国净资产 15% 的项目）。为此，恒基地产将其在中国的房地产业务完全转让于恒基中国。

扩大资本规模。为保证恒基中国的资本规模，恒基地产将借予恒基中国的贷款（不包括 4.2 亿的可交换债券）转化为直接资本投入，从而加大了公司资金实力。

效益提供。恒基中国经过三年的经营，公司效益大幅提高，到上市前公司每股税后利润 1.2 港元，为后来的股票发行创造了良好的条件。

3. 股票发行和上市。当恒基中国发行股票的条件成熟后，同时又有新的资金需求，恒基中国于 1996 年 3 月发行

股票（IPO）。本次发行 4.967 亿股，其中，由恒基地产集团债权转换为股权约为 4.27 亿，已包括恒基地产集团的债权和可交换股票的可转换公司债券，向公众发行了 6976 万股，筹资 15 亿港元。

通过发行可交换股票的可转换公司债券，恒基中国圆满完成了中国投资业务并获得了快速发展。

第二，发债主体有资金需求，同时又期望避免发债主体的股权稀释，发行上市债券是一种途径。

第三，一般来说，发债主体具有较高资信，其子公司（转换股票的目标公司）资信较低，因此，子公司可以借发债公司的债信，进入国际市场，提高知名度。

第四，其票面息率以逐级增长方式设计，即在债券的有效期限内，投资人享受逐步增长的利息回报，而且，赎回条件的设计也有利于投资人，即允许投资者以高于美国国债利率兑现可转换公司债券。为避免美国利率的波动影响发行人和投资者的利益，1994 年 10 月，香港的和记黄埔发行了叫作“浮动利率上市可转换债券”。其转换是强制性的。它规定：若发行后 3 年内，公司未进行首次股票发行，则债券将按照浮动利率支付票息，直到期满。

第五，它是欧洲可转换公司债券的一种创新，发行地主要在欧洲，是亚洲公司在欧洲市场筹资的新方式。

(4) 可转换优先股是与可转换公司债券性质最为接近、应用较为广泛的一种金融品种。两者都不是股份所有权，除非发生了转股，两者都有相对固定的息率，可转换优先股支

付红利，可转换公司债券支付固定利息。不同的是可转换优先股通常没有固定的到期日，可视为永久债，而可转换公司债券都有固定的期限。在债权清偿顺序上，可转换优先股排在可转换公司债券之后和普通股之前。

## 2. 以债券属性到股票属性划分的可转换公司债券类型

根据可转换公司债券的债券属性到股票属性的过度过程，可以划分如下五种可转换公司债券的类型。它们依次表示债券属性最强到股票属性最强的次序，零息可转换公司债券的债券属性最强，而必转换公司债券具备了股票的属性：

### (1) 零息票可转换公司债券。

- 欧洲市场较少采用
- 通常是 5 年期证券
- 发行溢价一般在 8%—12%
- 回售的机会较高，一般在 45%—50%。
- 其债券价值占可转换公司债券价值的 95% 以上

### (2) 溢价赎回可转换公司债券或折扣可转换公司债券。

• 具有零息票可转换公司债券和传统息票可转换公司债券的共同特点

- 欧洲市场广泛接受
- 一般是 10 年期以内短期证券，幅度在 5—10 年
- 发行溢价一般为 8%—12%
- 赎回机会在 25%—30% 左右

### (3) 传统息票可转换公司债券。

- 在欧洲市场最为流行

- 一般是 10 年期
- 转股溢价为 15%—18%
- 其债券价值低 股票价值提高 债券价值在 75%—80% 之间

。赎回的机会较少，赎回机会在 15%。正因为如此，对股利丰厚的公司来说，不适宜发行可转换公司债券。

#### (4) 优先可转换公司债券。

- 在美国已有广泛基础，欧洲正渐受欢迎
- 无期限证券
- 转股溢价一般在 15%—18%
- 以记名方式发行
- 债券价值只有 65%—75%，股票价值更大

#### (5) 必转换公司债券。

- 一般期限为 5 年
- 转股溢价为 0—5%
- 100% 转股，一般是公司递延股本的发行

### 三、国际可转换公司债券市场

在过去的五年中，可转换公司债券的筹资总量超过 1000 亿美元，可转换公司债券的历史发展，形成了两个最为重要的可转换公司债券市场或称之为中心和两种货币类型，即瑞士法郎的瑞士市场、欧洲美元的欧洲市场。近 20 年来，日本资本市场的兴起，使得日本公司发行的可转换公司债券规模在国际资本市场中取得了十分重要的地位，日本

是发行可转换公司债券最多的国家（包括国内发行和境外发行）约占世界总量的 1/3。

### 1. 瑞士市场

在瑞士发行可转换公司债券通常以瑞士法郎标价，配售给以瑞士为基地的国际投资人。瑞士市场是全世界利率水平最低的市场，在瑞士集中了大量的国际级大基金和银行，债券购买力比较强，因此，瑞士市场通常成为欧洲债券市场的替代性市场。况且，在瑞士发行的法定程序简单，发行费用相对低廉，使得瑞士市场在国际可转换公司债券市场上占有十分重要的地位。瑞士发行可转换公司债券，按照瑞士国家银行的要求，瑞士法郎标价的可转换公司债券只有在瑞士发行，并由在瑞士注册的银行作为主承销商。但在 1993 年，瑞士国家银行采用了新的承销条款，允许外国投资银行承销外国债券。从筹资量来看，适合 5000—20000 万瑞士法郎筹资，债券期限一般在 4—5 年，时间较短。瑞士市场发行可转换公司债券并无上市要求，大多也是以私募形式发行，也正因如此，可转换公司债券的流通性比较差和筹资数量相对小些。近年来，出现了一种称为 ALPINE 的新的可转换公司债券，它是以美元或其他非瑞士法郎货币标价、受瑞士法律监管、在瑞士发行并主要在瑞士配售的新型可转换公司债券。在欧洲发行需要较高的发行成本，主要是较高的法律方面的成本，而瑞士市场法律要求比较简明。因为瑞士法郎标价没有美元标价更有适用性，所以，以美元标价的 Alpine 在当前市场上具有一定的吸引力。我国南玻公司 1995 年在