

复旦大学

硕士学位论文

我国可转换公司债券的市场发展研究

姓名：何丽

申请学位级别：硕士

专业：工商管理

指导教师：孔爱国

20040430

## 摘要

可转换公司债券在国际金融市场上具有悠久的历史,但在我国还属于新生事物的范畴,我国可转换债券在经历了探索阶段、试点阶段后,于 2001 年进入发展阶段,并且在 2003 年,可转换债券在规模上得到空前发展。与普通债券相比,可转换债券是一种特殊的“混合”债券,兼具股性和债性的双重特点,可转换债券在金融融资工具的创新、法人治理结构的完善、健全资本市场功能、完善资本市场体系、丰富证券投资品种等方面都具有非常重要的意义。在美国、欧盟、日本和东南亚等国家和地区,可转换债券市场已经成为金融市场中不可或缺的重要组成部分,为这些国家和地区金融市场的繁荣和企业竞争力的提升起到了积极的推动作用,而在我国可转换债券市场的发展还处在起步阶段。中国的资本市场一直存在着股权融资比例过高、投资品种匮乏、金融创新困难等问题,可转换债券作为一种中间性的投、融资工具,其市场体系的繁荣和发展将十分有利于中国资本市场的成熟和金融风险的化解。

本文通过分析我国可转换债券的产生背景,结合我国可转换债券市场的几个发展阶段的不同特点,在对可转换债券的功能、原理进行理论分析的基础上,引入阳光转债、首钢转债、民生转债三个具体案例,对其条款设计及其对转债价值的影响进行了较为详细的分析,在可转换债券理论和实践分析的基础上,就我国可转换债券与国外可转换债券在发展规模、行业、品种、收益、风险等方面作了对比分析,揭示了我国可转换债券市场目前发展阶段存在的不足,强调了发展可转换债券市场的重要性、必要性和可行性,结合当前我国的经济环境,总结了健全、完善、发展我国可转换债券市场体系的对策。

关键词: 可转债 市场发展 研究

## Abstract

Convertible bond has the glorious history in the international financial market, but is the newly emerging things in our country. It has experienced the exploration stage, the experiment stage, entered the development phase in 2001, and in 2003, convertible bond obtain in the scale unprecedentedly sends. Compared with the ordinary bond, convertible bond is the mixed bond, the concurrently stock nature and the debt dual characteristic. Convertible bond is very significant in the financial innovation and capital market. In USA, European Union, Japan and Southeast Asia, the market of convertible bond has already become important constituent in the financial market. It is in the start stage in our country. In his article, how convertible bond produced in our country, how the convertible bond developed, is analyzed. Also, the sunlight convertible bond, Beijing Steel convertible bond and the Minsheng convertible bond are for example. Compared with the convertible bond of overseas, the defect existed in our convertible bond market are declared. Furthermore, it is very important, necessary and feasible to develop the convertible bond market in our country. How to perfect the market system of the convertible bond is concluded.

Keywords: convertible bond market development research

## 前言

可转换公司债券是一种创新的金融工具，在国外得到了广泛空前的发展，我国的可转换公司债券经过几年的探索和试点，在 2003 年蓬勃发展起来。但是，与国外的可转换债券相比，我国的可转换债券市场在规模、行业、品种、风险、收益等方面存在一定的差距，本文通过对可转换债券的理论分析，引入我国可转换债券的具体案例，在比较分析的基础上，揭示了我国可转换债券市场发展存在的不足，探讨了建立、完善、发展我国可转换债券市场体系的对策。

本文共分为四个部分，第一部分，介绍了我国可转换债券的产生背景和发展历程；第二部分，对可转换债券的价值机理、条款设计、融资功能、公司治理等方面进行了理论分析；第三部分，引入实际案例，比较分析了我国可转换债券和国外可转换债券的差异，揭示了我国可转换债券市场发展存在的不足；第四部分通过理论结合实际的分析，提出了建立、完善、发展我国可转换债券市场体系的对策。

# 我国可转换公司债券的市场发展研究

## 1 引言

### 1.1 我国可转换公司债券的产生背景

可转换债券是一种带有衍生性质的金融产品，其在我国证券市场出现之日起，就是与融资，特别是上市公司再融资渠道的拓宽与完善紧密联系在一起。中国特殊的股票市场发展背景决定了与发达国家相比，中国上市公司的再融资情况非常特殊：由于中国股票市场是在“预算软约束”的投融资体制和“投资饥渴”的短缺经济大环境下出现并发展的一种金融制度创新，在中国股市发展初期，作为主体的上市公司几乎都是“国有”背景，在财政收支捉襟见肘，银行贷款财务压力渐趋突出的情况下，上市公司对于“没有还本付息”压力的股权“融资”偏好非常强烈，因此监管当局对再融资作出了明确的规定，且长期以来再融资渠道仅限于配股一途。

然而，中国股票市场的进一步发展，迫切需要再融资渠道的创新。在经过 8 年的发展之后，随着中国股票市场运行、监管环境的逐步规范，尤其是投资者日趋成熟，1998 年以来中国证券监管当局关于再融资的政策正逐步放松和走向规范。其中，比照国际惯例，引进了“增发”这一再融资渠道，但无论是配股还是增发，都直接涉及到公司股本规模的即期扩张，而在我国这个不尽规范的市场中，由于诸多因素的作用，股本规模的扩张几乎是股价下跌的代名词，中国上市公司需要寻找新的能够缓解近期股本扩张的再融资渠道，发行可转换债券恰好就是这样一种新的渠道。

为了规范和促进转债的发行，中国证券监管当局于 1997 年发布了《可转换债券管理暂行办法》，为上市公司发行可转换债券提供了制度性支持。然而，由于缺乏实施细则，可转换债券的发行无法规范，很难实施，而 1995 年“深宝安”转债的失败（转换率仅 2.7%），更使得上市公司、投资者在这一问题上顾虑重重，而且考虑到可转换债券的金融衍生产品性质，产品设计较配股、增发更为复杂……种种因素的迭加，客观上就导致一直以来，在配股、增发、可转换债券三种再融资方式中，投资者最为陌生，而且中国市场以前也不常见的渠道就是发行可转换债券这一方式。

进入 2001 年，情况有了较大的转变。2001 年 3 月以来，中国证监会陆续颁布了一系列包括《上市公司新股发行管理办法》、《关于做好上市公司新股发行工作的通知》、《上市公司发行可转换债券实施办法》等有关上市公司再融资的部门规章以及配套的实施细则。伴随着中国股票市场中大量上市公司增发所引致的一系列市场恐慌状况的愈演愈烈，中国上市公司普遍对可转换债券作为再融资渠道的选择表现出强烈

的兴趣，可转换债券成为继增发热潮之后的又一热点。中国上市公司再融资渠道的上述演变进程，从单纯的配股，到增发这种国际通行的再融资渠道，再发展到目前的可转换债券融资，一方面，足以说明目前的中国股票市场已经为上市公司提供了多层次的、完整的再融资渠道体系，进而可以说这是中国股票市场市场化阶段取得进展的重要标志之一，但另一方面，就中国股票市场的发展现状而言，某种意义上这种演变也是一种无奈的选择。

## 1.2 我国可转换公司债券的发展历程介绍

### 第一阶段：探索期（1991-1995）

在这一期间，先后有琼能源、成都工益、深宝安在境内发行了可转换公司债券，中纺机、深南玻在境外发行了可转换公司债券。琼能源、成都工益两家公司是先发行可转换公司债券，A股股票分别于1993年6月和1994年1月在深交所和上交所上市，这两家公司的转股比较顺利。深宝安、中纺机和深南玻三家公司发行的是针对上市公司的可转换公司债券。1992年底，深宝安发行了总额5亿元、年利率3%、期限3年、初始转换价格25元的可转换公司债券，并于1993年2月在深交所挂牌，这是我国第一只A股上市公司发行的可转换公司债券。1995年底，可转换公司债券到期，深宝安股价在2.8元左右，而除权除息后的转换价格却高达19.39元，由于没有转股价格向下修正条款，在过度的市场投机中，导致宝安转债转股失败，最终转换成股票的比例只有发行额的2.7%。在其后的两年内，没有再发行可转换公司债券。

1993年11月，中纺机在瑞士发行了3500万瑞士法郎的B股可转换公司债券，成为我国首家通过可转换公司债券在国际市场募集资金的企业，在1996年底转债回售日时，没有一张中纺机可转换公司债券转换成股票，绝大多数投资者选择了提前行使回售权。1995年6月底，深南玻在瑞士市场私募发行了4500万美元的B股可转换公司债券，实现转股数量占发行总量的71.69%，余下部分行使了回售权。

### 第二阶段：重点企业和上市公司试点阶段(1996-2000)

1996年5月国务院同意选择有条件的企业进行可转换公司债券的发行试点，并于1997年3月出台《可转换公司债券管理暂行办法》，同时决定在500家重点国有未上市企业中进行可转换公司债券的试点工作，发行总规模为40亿元。

1998年两家试点国有非上市企业南宁化工和丝绸股份发行了可转换公司债券，1999年重点国有非上市企业茂名石化发行了可转换公司债券。但由于是非上市公司发行可转换公司债券，其转股标的是未来上市的股票，转股价以未来股票的发行价来确定，在这种情况下可转换公司债券的合理价位根本无法确定，价格波动区间很大，债券价格因为公司未来的盈利、股本结构、二级市场市盈率、上市时间等的变动而发生大幅波动，具有很大的不确定性和投机性。

2000年，虹桥机场、鞍钢新轧两家上市公司成为可转换公司债券发行的试点企业。虹桥机场发行13.5亿元可转换公司债券，鞍钢新轧发行5亿元可转换公司债券，两者发行均很顺利。截至2003年6月底，鞍钢转债以实现转股金额达14.92亿元，占发行量的99.46%，机场转债实现转股6.54亿元，占发行量的48.44%。

### 第三阶段：发展阶段（2001年始）

2001年4月底，中国证监会出台了《上市公司发行可转换公司债券实施办法》及《上市公司发行可转换公司债券申请文件》、《可转换公司债券募集说明书》、《可转换公司债券上市公告书》三个配套文件，从政策上保证和强调了可转换公司债券的市场地位。由于市场对上市公司增发、配股等行为的抵触情绪，加上行情的回落，上市公司在股票在融资时遇到了很大困难，而有着还本付息保障的可转换公司债券则得到投资者的积极反应，从而导致上市公司将发行可转换公司债券放在融资计划的首位。同时，发行可转换公司债券也规避了因国有股减持而造成的股价压力。

2002年，在行情一度低迷的环境下，先后发行了5只可转换公司债券，总规模达到41.5亿元。其中，阳光转债、万科转债、水运转债的发行都比较顺利，而后的丝绸转债、燕京转债发行则遇到了困难，丝绸转债由承销商包销27%的余额，燕京转债承销商包销了53%的余额。从二级市场表现来看，这些转债在上市后纷纷跌破面值，其不佳表现影响了投资者对可转换公司债券的投资热情。至此，拟发行可转换公司债券的上市公司纷纷修改转债条款，以增加投资者吸引力，钢钒转债成为修改条款后发行的第一只转债。2003年1~12月份，可转换公司债券发行市场得到明显改善，先后15家上市公司发行了可转换公司债券，累计发行规模达181.5亿元，其中民生转债规模最大，发行额40亿元。截止2004年3月17日，深沪两个交易市场共发行可转换公司债券24只，发行规模达270亿元。表1是1998年以来我国可转换公司债券发行概况

表1、1 我国可转换公司债券发行概况

年度	发行额（亿）	发行人
1998年	3.5	南化股份、丝绸股份
1999年	15	茂名石化
2000年	28.5	虹桥机场、鞍钢新轧
2001年	0	
2002年	41.5	江苏阳光、深万科、南京水运、丝绸股份、燕京啤酒
2003年	181.5	新钢钒、民生银行、雅戈尔、丰原生化、铜都铜业、龙电股份 山鹰纸业、桂冠电力、国电电力、西宁特钢、华西村、云天化 复星实业、邯郸钢铁、首钢股份

资料来源：可转换公司债券募集说明书

## 2 可转换公司债券的理论分析

### 2.1 可转换公司债券的价值形成机理及构成

#### 一、可转换债券的价值形成机理

可转换公司债券是一种介于股票与债券之间的金融工具，股性与债性是可转换债券两个重要的、同时并存的特性。因此，可转换债券的价值也由两部分构成，纯债券价值和转股期权价值。其中，受利率和偿付风险因素的影响，债券价值影响投资人的收益和风险，转股期权价值是投资人对未来转股收益的预期，也是投资人投资可转债的关注点。

可转债转股期权是一种美式期权，它是转股期权、赎回期权、回售期权的综合体，其价值可表示如下： $\text{可转债期权} = \text{转股期权} + \text{回售期权} - \text{赎回期权}$ ，转股期权赋予投资人将可转换债券转换为股票的权利，回售期权赋予投资人在无法转股时，依照约定条件，有权以一定价格将可转换债券卖给发行公司的权利，赎回条款给予发行公司在股票价格很高时，以一定价格从可转债持有者手中赎回，以减少现有股东财富损失的权利。在这三个期权中，转股期权尤为重要，它是决定投资人能否最终将债券转换为股票的关键。股票的市场价格、转换价格等都会影响转股期权，只有当发行公司二级市场股票的价格大于其转股价格时，转股才有价值。所以，转换价格的确定、转股期内二级市场价格的走势是影响转股期权价值的决定因素。

在我国，《可转换公司债券管理暂行办法》第十七条规定：“上市公司发行可转换债券的，以发行可转换债券为基准，上浮一定幅度作为转股价格”。也就是说，转股价格的确定是以发行前相应的公司股票二级市场价格为基准的，这样，发行时机对转股期权的价值影响较大。如果选择在股市由牛市转入熊市时发行，则转股价格由于依据二级市场价格为基准而被高估，在接下来的熊市中，由于股票价格下跌，使得公司股票走势超过转股价格的可能性变小，从而降低了公司转股期权的价值。

影响回售期权与赎回期权价值的因素主要是条款设置。回售的门槛越低，对投资人越有利，可转换债券期权的价值越大；赎回的门槛越低，对投资人越不利，可转债期权的价值越小。

#### 二、可转换债券的价值构成

##### 第一、可转换公司债券价格与标的股票价格的关系

在形式上，可转换公司债券近似于普通公司债券与认股权证的组合体。从可转换公司债券的价值构成来看，可转换公司债券可以被视为普通公司债券与股票期权的组合体。期权是一种选择权，它赋予投资者在一定时期内购买或出售某种标的资产的权利。



利，期权分为买权和卖权。按照期权的行使方式，期权有美式期权和欧式期权。美式期权可以在期权到期日之前任何一天行使，欧式期权只能在到期日的当天行使。可转换公司债券的转股权在不可转股期内具有欧式期权的性质，进入转股期后，则具有美式期权的性质。图 2.1 表示可转换公司债券价格与股票价格的关系：

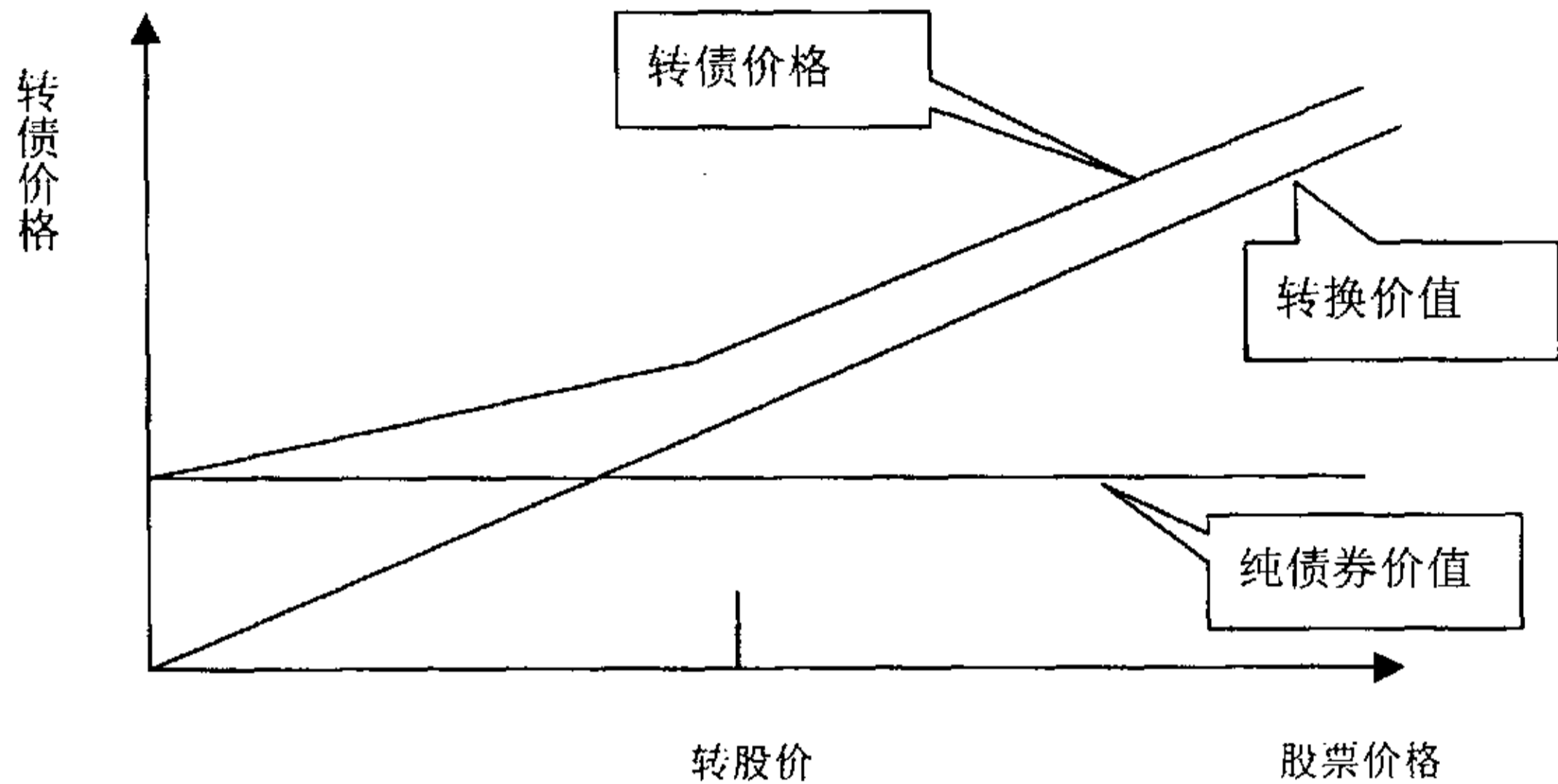


图 2.1 可转换公司债券价格与股票价格的关系

上图可以看出，股票价格与可转换公司债券价格的变动趋势是一致的。

## 第二、纯债券价值

可转换公司债券的纯债券价值，是可转换公司债券持有到期不转为标的股票时的利息和本金的现值。我国现阶段发行的可转换公司债券，有一些在持有到期时，对未转股的可转换债券支付利息补偿，而另有一些发行人对可转换公司债券到期日未转股的部分，允许以高于面值加利息的价格回售。所以，在计算纯债券价值时，持有到期不转股的回售价格或利息补偿额都属于折现范围，可以如下公式表示：

$$\text{纯债券价值} = \text{PV}(\text{利息} + \text{本金或到期回售价格}, \text{贴现率})$$

我国可转换公司债券与企业债券的信用风险相似，通常由商业银行或大型企业集团提供担保，因而可转换公司债券的纯债券价值计算所使用的贴现率，可以选择同期企业债券的到期收益率。

## 第三、可转换公司债券的嵌入期权价值

可转换公司债券的嵌入期权主要包括转股权、赎回权、回售权和转股价格修正等。具体可分以下几种：

- (1) 无特殊条款的可转换公司债券价值 = 纯债券价值 + 转换期权价值
- (2) 附加赎回条款的可转换公司债券价值 = 纯债券价值 + 转换期权价值 - 赎回期权价值

(3) 附加回售和赎回条款的可转换公司债券价值=纯债券价值+转换期权价值-赎回期权价值+回售期权价值

可转换公司债券的转换权在嵌入了赎回和回售条款后，在一定程度上限制了可转换公司债券投资者的最大收益和承担的最大损失，因而，可转换公司债券的价值具有边界性质。当股价低于回售价格时，投资者行使回售权。当股价高于赎回价格时，投资者的理性选择是转股，以避免公司行使赎回权可能产生的损失。实际的可转换公司债券中嵌入的期权通常非常复杂，例如，在转换期内，转换权具有美式期权的性质；当股价下跌至一定幅度时，发行人可以调整转股价等。

## 2.2 可转换公司债券的主要条款及其对债券价值的影响

### 一、可转换债券的主要条款

可转换公司债券主要条款包括：票面利率、期限、转股价格、转股价格调整条款、赎回条款、回售条款、担保条款等。我国可转换公司债券大多由国有商业银行或大型企业集团提供担保，信用风险很低。

#### 第一、票面利率

我国目前已发行的可转换公司债券均设有票面利率，而国外发行的可转换公司债券，绝大多数是零息票债券。票面利率是决定可转换公司债券的债券价值的重要条款，在其他条件相同的情况下，票面利率越高，对投资者的吸引力就越大，但是发行人需要支付更高的利息费用。我国《可转换公司债券管理暂行办法》中规定，可转换公司债券的利率不得超过银行同期存款的利率水平。从2003年以来，可转换公司债券的发行越来越多的采用累进的利率形式，既可以降低发行人的利息成本，也有利于增强可转换公司债券对投资者的吸引力。2002年发行的5只可转换公司债券，平均票面利率为1.28%，到了2003年，在普遍修改发行条款后，票面利率明显提高，15只可转换公司债券平均票面利率达到1.87%，相当于同期发行的同期限企业债券票面利率的50%。

表2、1 历年可转换债券票面利率比较表

转债名称	发行日	票面利率	平均利率
茂炼转债	1999、7、28	第1~5年依次为1.3%,1.6%,1.9%,2.2%,2.5%	1.9%
机场转债	2000、2、25	0.8%	0.8%
鞍钢转债	2000、3、16	1.2%	1.2%
阳光转债	2002、4、18	1.00%	1.00%
万科转债	2002、6、13	1.5%	1.5%
水运转债	2002、8、13	0.9%	0.9%
丝绸转2	2002、9、9	1.8%	1.8%

燕京转债	2002、10、16	1.2%	1.2%
钢钒转债	2003、1、22	第1~5年依次为1.5%,1.8%,2.1%,2.4%,2.7%	2.10%
民生转债	2003、2、27	1.5%	1.5%
雅戈转债	2003、4、3	第1~3年依次为1.00%,1.8%,2.5%	1.77%
丰原转债	2003、4、24	第1~5年依次为1.8%,2.0%,2.2%,2.4%,2.5%	2.18%
铜都转债	2003、5、21	1.20%	1.20%
龙电转债	2003、6、3	1.50%	1.50%
山鹰转债	2003、6、16	第1~5年依次为1.5%,1.8%,2.0%,2.2%,2.5%	2.00%
桂冠转债	2003、6、30	第1~5年依次为1.1%,1.3%,1.7%,2.1%,2.5%	1.74%
国电转债	2003、7、18	第1~5年依次为0.8%,1.1%,1.8%,2.1%,2.5%	1.66%
西钢转债	2003、8、10	第1~5年依次为1.2%,1.5%,1.8%,2.1%,2.6%	1.84%
华西转债	2003、8、31	第1~5年依次为1.6%,1.8%,2.1%,2.4%,2.7%	2.12%
云化转债	2003、9、10	第1~3年依次为1.6%,1.9%,2.2%	1.9%
复星转债	2003、10、27	第1~5年依次为1.6%,1.8%,2.0%,2.4%,2.7%	2.1%
邯钢转债	2003、11、25	第1~5年依次为1.0%,1.3%,1.7%,2.3%,2.7%	1.8%
首钢转债	2003、12、16	1.5%	2.6%

资料来源：可转换公司债券募集说明书

## 第二、期限

可转换公司债券的期限分为存续期和转换期。存续期限对可转换债券的影响较为复杂，一方面，在计算可转换公司债券的债券价值时，在正的利率期限结构下，期限越长，折现率越大，折现值越低；另一方面，可转换公司债券的期限越长，获得股票价格增长以及转换的机会就越大，股票期权价值相应提高。因此，存续期对可转换公司债券价值的影响是其债券特性和股票期权特性共同作用的结果。国际市场上可转换公司债券的期限通常在5-10年左右，我国《可转换公司债券管理暂行办法》规定，可转换公司债券的期限为3-5年，目前较多采用5年形式。

转换期是可转换公司债券转换为公司股票的起始日至截止日的期间。《可转换公司债券管理暂行办法》对转换期的起始日有所规定，对转换期的截止日没有政策规定。根据该办法：“上市公司发行的可转换公司债券，在发行结束6个月后，持有人可以依据约定的条件随时转换股份”。目前已发行的可转换公司债券，大多数是发行半年后进入转股期，水运转债、燕京转债和桂冠转债则为发行后1年进入转股期，转股截止日均为到期日。

## 第三、转股价格

转股价格是将可转换公司债券转为公司股票的价格。我国现行法规规定，上市公司发行可转换公司债券，其转股价格的确定是以公布募集说明书前30个交易日公司

股票的平均收盘价为基础,并上浮一定幅度,这就是初始转股溢价率。溢价率水平的高低取决于未来增长的预期以及过去的经营业绩,业绩好的公司其转股价格的溢价水平可以更高些。对于同一可转换公司债券而言,在其他条件不变的情况下,转股价格越高,可转换公司债券的价值就越低。在经历了2002年燕京转债因10%的初始转股溢价而导致53.25%的余额包销后,随后的可转换公司债券初始溢价率一般确定在0.1%~3%之间。

#### 第四、转股价格调整条款

转股价格调整条款包括除权调整和特别向下修正。

转股价的除权调整实际上是一种反稀释条款,当发行人进行送股、转赠、配股和增发时,均会按其稀释比例相应调整转股价格。股票的现金红利一般不纳入转股价格调整范围,但是,目前我国发行的可转换公司债券为了增加对投资者的吸引力,大多数都将现金红利作为调整转股价格的一个因素。针对股票的现金分红而调整转股价格,实际上相当于可转换债券持有人既取得了股票分红的收益,在可转换公司债券持有期内又可以享受债券利息。

设初始转股价为 $P_0$ ,送股率为 $n$ ,增发新股或配股率为 $k$ ,增发新股价或配股价为 $P'$ ,每股派息为 $D$ ,调整后的转股价为 $P$ ,则转股价格调整方法为:

送股或转增股本:  $P=P_0/(1+n)$

增发新股或配股:  $P=(P_0+P'k)/(1+k)$

转增股本和增发新股或配股同时进行:  $P=(P_0+P'k)/(1+n+k)$

派息:  $P=P_0-D$

特别向下修正条款是,当可转换公司债券发行人的股票价格表现不佳时,尤其是当股票价格连续低于转股价一定水平,一般为80%,允许发行人在约定的时间内将转股价格进行向下修正。

转股价格的向下修正,保障了可转债投资人在持有期内,因股票价格持续下跌而无法按原先的转股价格执行转股权利时,仍能按重新修正的、较原转股价格更低、更接近当前股价的转股价格来执行转股。转股价格向下修正后,转股成本降低,可转换公司债券的期权价值随之提高。因此,向下特别修正条件是可转换公司债券设计中的一个重要的保护条款。除正常的转股价格向下修正条款之外,还可以设置时点规定等其他特别条款。

#### 第五、赎回条款

赎回是指在一定条件下,可转换公司债券发行人按事先约定的价格买回全部或部分未转股的可转换公司债券。通常,当公司股票价格满足赎回条件时,可转换公司债券的转换价值远远高于赎回价格,绝大多数投资者必然会选择转股。赎回是赋予发行人的一种权利,起到保护发行人和原有股东权益的作用,一方面,促使可转换公司债

券转换为股票，以避免发行人到期还本付息，这是赎回条款的最主要功能；另一方面，在市场利率下调时，发行人行使赎回权，可避免市场利率下调带来的风险。

按赎回条件的不同，赎回条款分为无条件赎回和有条件赎回。无条件赎回通常是公司预定在赎回期内的某个或多个点，按事先约定的价格买回为转股的可转换公司债券；有条件的赎回是当标的股票价格上涨到一定幅度（称赎回触发比例，如 130%），并且维持了一段时间之后（如 30 个交易日），公司按事先约定的价格买回未转股的可转换公司债券，目前的赎回价格范围一般为可转换公司债券面值的 100%~106%。

由于赎回条款的存在，限制了可转换公司债券投资者的最大收益。在满足赎回条款的规定后，一旦发行人发出赎回通知，可转换公司债券投资者必须立即在转股或卖出可转换公司债券之间做出选择。在 2004 年 3 月 4 日，机场转债已经公布了赎回公司可转换债券的公告，这是我国上市公司在发行可转换公司债券之后，首次公布赎回的公司。

## 第六、回售条款

回售条款是为可转换公司债券投资者提供的一项安全性保障，当可转换公司债券的转换价值远低于债券面值时，投资人依据一定的条件可以要求发行人以面值加计利息补偿金的价格收回可转换公司债券。发行人为了改善发行条件，提高可转换公司债券对投资者的吸引力，通常设置该条款。回售条款赋予了可转换公司债券投资者一种权利，投资者可以根据市场的变化而选择是否行使这种权利。

回售条款分为无条件回售和有条件回售。无条件回售是无特别原因而进行的回售，通常是固定回售时间，一般在可转换公司债券偿还期的后 1/3 或一半之后进行。无条件回售条款在某种意义上可视为发行人对可转换公司债券投资者的提前兑付本息，从而增加了期权价值。有条件回售是当公司股票价格在一段时期内，如 30 个交易日，连续低于转股价格并达到一定幅度，可转换债券持有人按事先约定的价格将所持有债券卖给发行人。回售价格超出债券面值的部分，一般比市场利率稍低，比债券票面利率稍高，从而使得可转换公司债券投资者的利益得到有效的保护，尤其是在股票价格持续走低的情况下，回售条款尤其具有意义。

我国上市公司发行的可转换公司债券均设有条件回售条款，大多数的触发比例为 70%，少数为 85%。

由于回售条款的触发比例通常较转股价格修正条款的触发比例低，如果发行人不希望回售出现，可以在标的股价下跌至满足条件回售的规定前，向下修正转股价格以避免回售。所以，条件回售条款对不愿意回售可转债的发行人而言，形同虚设。

## 二、条款设计需要考虑的因素

可转债作为我国证券市场新的金融品种，其发展很大程度上取决于发行人的素质及其所发行可转债的条款设计，一般来说，可转债的发行，要根据公司所处行业及其发展前景、行业地位及品牌认知度、法人治理结构和管理层的稳定性、核心竞争力、

偿债能力、以往业绩的稳定性和未来的成长性、募集资金投向和市盈率水平等来设计发行条款，同时还要考虑我国证券市场发展的实际情况，具体来说，需要考虑以下因素：

### 第一、发行时的证券市场环境

在成熟的市场中，股票的价格是公司未来盈利能力的预期，股价是由公司的内在价值决定的。在我国，由于股票市场正处于不断规范的过程中，股票的价格与其内在价值间存在背离，政策等外部系统因素在股票价格中的比重较大。此外，不规范性带来的投机等外部非系统因素对股票价格的走势影响也很大。另外，由于我国股权结构的分裂性，上市公司中 2/3 的股份为不流通的国有股和法人股，真正流通的只有 1/3。非流通股定价的不确定性，以及投资者投资渠道的狭窄，都是导致股价高企的外部系统因素溢价。因此，在公司基本面不变的情况下，如果政策环境发生变化，将直接导致股票价格的变动。这些政策包括国有股、法人股问题、交易机制、新的衍生工具推出以及市场结构变化等。预期到价值回归和由回归带来的二级市场股价下移，投资人要求在可转换债券条款上更多地考虑他们的长期风险；另外，发行人在其他增资渠道不够畅通的情况下，为了实现融资，力求可转债发行成功，都会在条款设计时，更多地考虑投资者的利益并向投资者倾斜。

### 第二、发行时的外部宏观环境

发行时的外部宏观环境包括宏观经济发展速度、利率走势、行业状况等，它们通过标的股票价格和债券价值与期权价值来实现对可转换公司债券的影响。

#### 1、宏观经济的发展速度

当宏观经济处于快速发展时期时，GDP 增长很快，市场需求旺盛，发行公司在此经济环境中，业绩能迅速提升，公司的成长性提高，二级市场的股票价格也随之上扬，此时，若发行可转换公司债券，对投资者的吸引力较大，产生良性影响。

#### 2、利率走势

在利率走势呈上升趋势时，可转换债券部分的价值下降，投资者转股的积极性较高。当然，如果利率预期走高，可能会影响到可转换债券的价值，进而影响可转债的发行。同时，利率走势通常与宏观经济发展速度的关联性较大，宏观经济向好，一般来说，利率会呈现上升趋势。

#### 3、行业状况

若可转债的发行人处于一个快速发展的行业，会吸引投资者对其股票的成长性产生良好预期，进而激发投资者的转股意愿。

考虑上述几方面的因素，在条款设计时，如果宏观经济发展较快，发行公司所处行业发展潜力巨大，成长性较好，则转股溢价可以定得高一些。

### 第三、发行公司的基本情况

影响可转换债券价值的公司的基本情况包括：公司的市场地位、公司的盈利能力、公司的成长性、公司的财务结构、公司的红利政策等。

公司的市场地位、公司的盈利能力、公司的成长性反映的是公司的基本面，是公司业绩维持及发展的支撑力，也是公司二级市场股票价格走强的必要保证。

公司的财务结构通常影响公司在设计可转债条款时股性及债性的取向。如果公司的资产负债率过高，为了优化资本结构，一方面，公司在可转债发行条款设计时要考虑其股性更强些；另一方面，在可转债发行后，公司在赎回权利、向下修正转股价格方面会倾向于促使转股成功。

公司红利政策是影响可转换债券股性和债性的另一个重要因素。如果投资者转股后获取的股息大于持有时获得的利息，将刺激投资者的转股动机，使可转债表现出更多的股性。

#### 第四、募集资金的投向

可转债募集资金的投向对公司价值的影响非常直接，募集资金项目的投资回报对可转债持有人的影响，表现为以下几个方面：

若募集资金项目的投资收益小于可转债的票面利率，则原有股东的价值将减少，二级市场的价格也会随之下降，转股无利可图，可转债的价格仅为其债券价值；

若募集资金项目的投资收益率大于可转债的票面利率，则募集资金项目的投入将不断增加股东的价值，会一定程度带动股票二级市场价格，促使可转债的转股价格凸现，使可转债部分转为股票；

若募集资金项目的投资收益率大于原有股东的期望收益，则股票二级市场价格将会上扬，导致全部可转债转股成功。

因此，如果目前股票价格处于均衡状态，则募集资金项目的投资收益状况直接决定可转债的转股价值。募集资金项目的投资收益率越高，可转债的价值越大。

### 三、不同条款对可转债价值的影响

可转换债券发行条款具体影响着这一金融工具的股性和债性，并对可转债的价值直接产生影响，反映了发行主体、投资者、承销商三者利益的分配情况。具体分析如下：

#### 第一、发行规模

如果公司发行可转债的规模较大，尤其是占现有股本的比例较大时，可转债的稀释作用较大，稀释作用抑制了可转债的转股动力，降低了可转债的股性，从而减少了可转债的投资价值。

#### 第二、转股价格

在按面值发行时，转股溢价越低，在转股期限内股票价格超过转股价格的可能性越强，可转债的股性越强，进一步增加了可转债的投资价值。

#### 第三、发行期限、转股期

一般来说，发行期限越长，转股期也越长，可转债价值中期权的价值就越大，债券转化为股票的可能性就越大，可转债的股性越强，其价值就越大。

#### 第四、票面利率

一般来说，可转债的票面利率越低，可转债价值中债券的价值越低，则可转债的价值就越低。但有的时候，债券持有者会权衡债券收益与股票收益，可能选择将可转债转化为股票，这时，票面利率对可转债价值的影响就会发生变化。

#### 第五、回售条款

回售条款是在转股可能较小的情况下赋予投资者的一项选择权利，用来避免投资者遭受更大的损失。回售条款的条件设置越高，回售的可能性越小，对投资者的吸引力就会降低，可转债的价值也会降低。

#### 第六、赎回条款

赎回条款是在二级市场股票价格上升较快，大大高于转股价格时，为了保护老股东的利益而设置的。按照赎回条款，发行公司有权在二级市场股价高于发行价一定比例后，按照一定的利率赎回可转债。实际上，赎回条款对股权的债性和股性影响不大，仅起到加速债转股的作用。

#### 第七、向下修正条款

向下修正条款是发行公司为了保证转股成功，在二级市场股价连续大幅度低于转股价格时，对转股价格向下调整的方案。向下修正条款使可转换债券具有明显的股性，增加了可转债的价值。

#### 第八、强制性条款

有些可转换债券发行条款中规定，在转换期末，凡尚未转换的可转换债券强制性要求全部转股。强制性条款是股性最强的一项条款，设置这一条款决定了可转换债券成为延迟、连续发行的股票。

实际上，不同的条款只能基于不同的企业来确定。作为发行主体，发行公司拥有更多信息，可以利用这些信息，在条款设置上增加自己的利益。由于不同条款对可转债的投资价值具有不同程度的影响，所以，利用各个条款之间的消长和补充作用，迎合投资人的偏好，吸引投资人的注意，是可转换债券成功发行的重要因素之一。

## 2.3 可转换公司债券的融资比较分析

根据当前有关法律、法规的规定，企业若筹集大量资金，且期限又稳定，主要的方式有股权融资（增资扩股）、中长期普通债券融资、可转换债券融资等。下面从企业的角度来分析一下三种融资方式的不同特点及融资成本等问题。

### 一、股权融资



股票的基本特性包括不可偿还性、参与性和收益性，这些基本特性决定了通过企业增资扩股进行股权融资的短期低成本及长期高成本特性。这种方式所融资金的稳定性也最强。股权融资无非通过增发新股及向原有股东配股的方式进行，而这两种方式都受到一些条件的制约：一是原有股东是否愿意；二是有关法规规定的条件。通过股本扩张融来的资金是企业的资本金，企业与出资者之间体现的是所有权关系，不体现为企业的债务，能改善企业的财务结构状况，降低资产负债率，使企业财务状况好转，对企业今后负债融资提供更好的基础。但股权融资由于增加了企业的股份，新老股东对企业有同等的决策参与权、收益分配权及净资产所有权等，因此在做出此决策前老股东都会慎重考虑是否这样做对其长远有利，特别是企业股本扩张后的经营规模、利润能否同步增长。若不能，新股份将摊薄今后的利润及其它权益，老股东便可能反对这样做。

## 二、普通债券融资

债券作为一种重要的融资手段和金融工具具有如下特征：

偿还性。债券一般都规定有偿还期限，发行人必须按约定条件偿还本金并支付利息。债券发行人与持有人之间是一种债权债务关系。

流通性。债券一般都可以在流通市场上自由转让。

收益性。债券的收益性主要表现在两个方面：一是投资债券可给投资者定期或不定期地带来利息收入；二是投资者可以利用债券价格的变动，买卖债券赚取差额。与股票相比，债券通常规定有固定的利率，与发行人绩效没有直接关系，收益比较稳定。而且在发行人破产时，债券持有者享有优先于股票持有者对企业剩余资产的索取权。

企业发行普通债券是为了实现以下的目的：1、改善负债结构，增强负债的稳定性；2、获得长期资金来源，扩大资产业务；但发行普通债券有以下几个不利因素：1、债券利率规定不超过国务院限定的利率水平，但通常会高于同期银行存款利率，融资成本较高；2、报批手续复杂，批准难度大。因为债券发行受国家计划规模限制，要在国家债券发行计划规模内拿到发行额度的难度较大。3、必须寻找担保、聘请债券评级机构对债券评级。这就会增加发行费用，拖延发行时间，甚至可能延误时机。4、由于规模的计划性，融资规模必然受到极大限制。

## 三、可转换债券融资

可转换公司债券是一种可以在特定时间、按特定条件转换为普通股股票的特殊企业债券。可转换债券兼具有债券和股票的特性。这一特性决定了股票及债券的双重特征及优点于一体，而回避了股票及债券的某些缺点。可转换债券主要有以下特点：

债权性。与其他债券一样，可转换债券也有规定的利率和期限。投资者可以选择持有债券到期，收取本金和利息。

股权性。可转换债券在转换成股票之前是纯粹的债券，但在转换成股票之后，原债券持有人就由债权人变成了公司的股东，可参与企业的经营决策和红利分配。

可转换性。可转换性是可转换债券的重要标志，债券持有者可以按约定的条件将债券转换成股票。转股权是投资者享有的、一般债券所没有的选择权。可转换债券在发行时就明确约定，债券持有者可按照发行时约定的价格将债券转换成公司的普通股股票。如果债券持有者不想转换，则可继续持有债券，直到偿还期满时收取本金和利息，或者在流通市场出售变现。

可转换债券的投资者还享有将债券回售给发行人的权利。一些可转换债券附有回售条款，规定当公司股票的市场价格持续低于转股价达到一定幅度时，债券持有人可以把债券按约定条件回售给债券发行人。另外，可转换债券的发行人拥有强制赎回条款，规定在一定时期内，若公司股票的市场价格高于转股价达到一定幅度并持续一段时间时，发行人可按约定条件强制赎回债券。根据法律法规的规定，可转换债券利率不得超过同期银行存款的利率水平，通常都低于普通企业债券利率，因此，企业发行可转换债券有助于降低其筹资成本。但可转换债券在一定条件下可转换成公司股票，因而会影响到公司的所有权。

《可转换公司债券管理暂行办法》规定，可转债的发行可以是已上市企业，也可以是非上市重点国有企业。1998年前我国曾发行过的可转换债券有深宝安转债、中纺机转债、深南玻转债等，都是上市公司发行的可转换债券。而1998年后发行的南化转债、丝绸转债是非上市企业发行的转债，其转股价以股票发行价格为基准折扣一定比例确定；而（虹桥）机场转债是上市公司发行转债，其转股价参考转债发行前一个月股价平均值上浮一定幅度确定，因此定得比南化转债及丝绸转债价高，原因是目前我国一二级市场股价价差大。

从转债利率上看，我国证券市场上出现过的几只可转债利率均低于发行时银行同期存款利率，1998年后发行的几只可转债利率仅为百分之一、二，甚至低于发行时的银行活期存款利率。即使这样，同样能吸引投资者，因为可转债赋予了投资者未来以某一较低价格转换成股票的选择权，投资者获得低利息的损失相当购买该公司股票的期权费用。而对发行可转债的企业来说，可转债的低利率意味着融资成本的大大降低。到期转债持有人转股对发债企业来说仅意味着自然的增发新股。

企业发行可转换债券存在的风险。

发行失败的风险。在可转债利率较低的情况下，若转股价定得较高，投资者预期未来股市前景不好时，便有发行失败的风险。但这一风险若主承销商愿意，可通过包销方式转嫁给主承销商。

发行后的回售风险。发行可转债的募集说明书必须包含赎回及回售条款，其中回售条款必须规定公司股票价格在一段时期内低于转股价格达到一定幅度时，可转债持有人有按事先约定的价格将所持转债卖给发行人的权利，若真正发生可转债大量回售的情况，其冲击相当于银行存款人短期内大量挤兑，形成金融风险，这种情况严重时甚至可能引发企业的破产倒闭。

防范以上风险的措施一是发行时把转股价适当定低些,以便到转换期股票价格能超过转股价,可转债持有人自愿转股率高,但这又可能伤害老股东利益;二是募集资金后投向合理,经营管理科学,使未来业绩、效益提高,从而增强投资者对发行人的信心,使股价攀升,这才是根本措施。

总的来说,股权融资融来的是企业的资本金,融资人与出资人之间表现的是一种所有权关系;而普通债券融资是以增加企业债务及支付出资者利息为代价的融资,融资人与出资人之间是一种债权债务关系;而可转换公司债券是股票与债券相结合的金融品种,在转股前表现为低息债券,转股后相当于股权。

企业选择可转换公司债券融资的原因。

企业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。同普通债券相比,投资人对可转换公司债券的收益要求不高,而普通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债券,因此,在发行时,资信评级要求也比普通债券要求低,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。转股价格是以公布募集说明书前 30 个交易日公司股票的平均收盘价为基础,上浮一定幅度确定的,一般来说高出当前股价水平,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。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。

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,股价攀升不降,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。

## 2.4 可转换公司债券与公司治理结构的分析

可转换债券与公司治理结构的完善之间存在紧密的关系,这是众多公司选择发行可转债的动机之一。公司治理结构,是指以一系列合约形式体现的,用来调节公司利益相关者之间利益关系的一整套制度安排,界定了公司利益相关者之间权利、利益和

风险的分配，如果用“委托-代理”理论来分析，公司治理结构主要体现为利用各种制度安排的互补性，降低由委托人与代理人之间代理问题产生的代理成本，实现公司的经济利益。而代理问题的表现是多方面的，所有者与债权人、管理层与所有者之间的代理成本更是公司治理结构关注的焦点，而可转换债券能够在一定程度上缓解股东和债权人之间以及股东与管理层之间的代理问题或利益冲突，降低代理成本，进而完善公司的治理结构。

### 一、可转换债券和股东与债权人之间的代理问题

由于股权和债权这两种金融性索取权在证券利益和优先性方面存在差异，进而使股东和债权人产生了不同的干预倾向，债权人仅能获得固定收入而无法分享公司盈利高涨带来的收益，从而一般偏爱低风险的投资，而股东的利益则与债权人形成对照，进而在一定程度上偏好高风险的投资，在其资本不足时，这种倾向尤突出。这种倾向性的不同使股东和债权人之间的代理问题一直存在。假设管理层是代表股东利益的，可转换债券在解决股东和债权人之间的利益冲突问题上非常有效。

可转换债券缓解这种利益冲突的主要方式为：

第一，可转换债券能够在一定程度上抑制经理层的“逆向选择”行为。无论是通过从低风险投资转向高风险投资的“资产替换”，还是发行更多债务等其他方式来提高公司的财务杠杆，从而降低债权价值，提高股权价值。通过向债权人提供把债权转换为股权权利转债的存在，公司的经理层事实上向债权人提供了在股权价值提高情况下通过转换进而分享成果一种保证；也就是说，可转换债券所内涵的转换条款，使得转债的价值在一定意义上独立于公司风险的变化，当公司从事高风险投资时，可转换债券的价值下降了，但股权的价值可能上升，而且考虑到公司股价波动程度的扩大，转债所内含的期权价值也增加了；

第二，转债所特有的低息条款，使得公司通过减少利息的支付，降低了其遭受财务危机的可能性，进而在一定意义上缓解了处于财务困境公司所容易发生的“投资不足”现象，保证了对公司发展有益的投资能够得到资金支持，促进公司的长远发展。

### 二、可转换债券和管理层的机会主义行为

根据“所有权与管理权”分离现象，管理层和股东之间同样存在着利益冲突，突出表现在代理成本问题上，而可转换债券在一定意义上可以解决由于管理层机会主义行为所导致的管理层和股东之间的利益冲突。

管理层的机会主义行为，主要表现为实践中不以股东价值最大化为目标产生的试图构建一个自己控制的庞大企业王国而形成的“过度投资”问题和过于顾虑企业财务杠杆所产生的破产成本以及自身相应的在职损失导致的“投资不足”问题。在资本结构理论中，许多学派把公司的资本结构设计作为抑制管理层机会主义行为的一种控制

工具，“自由现金流量”假说，认为管理层可能会不明智地使用富余现金，进而导致投资边际效率的降低，因此他建议通过创造负债，支付高股息，逼迫公司进入债券市场筹集资金，借助负债的破产成本以及市场监管效应控制管理层投资行为的方式，这已经成为理论界普遍认可的抑制管理层过度投资的一个理论方式。但是，过于借助单纯的负债而带来的“破产威胁”，可能会引致相反的问题，即投资不足，同样可能会影响股东的长远利益。带有可赎回条款的可转换债券在抑制管理层机会主义行为方面具有独特优势。如果设计恰当，使得债务有利于阻止管理层过度投资行为的时候，转债不会发生转换，而当债务过多导致管理层出现投资不足的时候，转换的发生，可以减少公司的杠杆程度，进而缓解投资不足，而这样一种作用是单纯的债务或者股权融资所无法实现的。

### 3 我国可转换公司债券的案例分析

#### 3.1 江苏阳光转债分析

##### 一、公司背景

江苏阳光是经江苏省人民政府苏政府（1999）17号文批准，由江阴阳光有限公司整体变更设立的股份有限公司。经营范围包括：呢绒、毛纱、毛线、针纺织品、服装、纺织机械及配件的制造和销售，毛洗净分疏，纺织原料、金属材料、建筑材料、装潢材料、五金、电子产品及通讯设备、玻璃等的销售，同时出口本企业生产的呢绒、毛纱、毛线、针纺织品、服装，进口本企业生产研究所需的原辅材料、机械设备、仪器仪表零配件等。主营业务是精纺呢绒及服装业务，行业归属于纺织业。

表 3、1 江苏阳光近三年财务指标（单位：万元）

指标	2001 年度	2002 年度	2003 年度
主营业务收入	80,416	92,547	145,878
净利润	12,623	13,490	10,287
总资产	143,937	269,388	350,431
净资产	127,982	140,475	166,210
每股收益（元）	0.40	0.43	0.26
净资产收益率	9.86%	9.6%	6.2%
总股本（万股）	31,238	31,238	39,565

资料来源：江苏阳光公布的年度报告

##### 二、阳光转债的条款内容

- 1、发行规模：8.3 亿元
- 2、存续期限：3 年期
- 3、转股期：2003 年 4 月 18 日至 2006 年 4 月 18 日
- 4、转换价格：11.46 元，2002 年 12 月 24 日向下修正为 9.13 元
- 5、票面利率：1%
- 6、转股价格修正条款约定：如果股票在连续 30 个交易日中有 20 日的收盘价不高于当期转股价格的 80%，公司董事会会有权进行修正，向下修正幅度不高于当期转股价格 20%。
- 7、赎回条款：
  - (1) 赎回价格：按面值 102%（含当年利息）

(2) 赎回条件：发行后第 12 月至第 24 月，连续 20 个交易日的收盘价高于当期转股价格的 140%；发行后第 24 月至第 30 月，连续 20 个交易日的收盘价高于当期转股价格的 120%；发行后第 30 月至第 36 月，连续 20 个交易日的收盘价高于当期转股价格的 110%；若本公司首次不实施赎回，当年将不再行使赎回权。

8、回售条款：在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的 102%的价格回售与本公司。持有人在回售条件首次满足后可以进行回售，首次不实施回售的，当年不应再行使回售权。

9、转股价格调整：在本次发行之后，当公司因送红股、增发新股或配股、派息（不包括因阳光转债转股增加的股本）使股份或股东权益发生变化时，将按下述公式进行转股价格的调整：

设初始转股价为  $P_0$ ，送股率为  $n$ ，增发新股或配股率为  $k$ ，增发新股价或配股价为  $P'$ ，每股派息为  $D$ ，调整后的转股价为  $P$ ，则转股价格调整方法为：

送股或转增股本： $P=P_0/(1+n)$

增发新股或配股： $P=(P_0+P'k)/(1+k)$

转增股本和增发新股或配股同时进行： $P=(P_0+P'k)/(1+n+k)$

派息： $P=P_0-D$

10、向下修正条款：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大会有权向下修正转股价格。修正幅度为 20%以下时，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。本公司董事会或股东大会行使向下修正转股价格的权利在 12 个月内不得超过一次。

11、担保情况：阳光转债由中国银行无锡分行提供担保。

## 二、条款分析

1、发行规模偏大，给流通盘造成较大压力。

本次阳光转债发行规模 8.3 亿元。如果可转债全部转为股票，相当于新增 0.9091 亿流通股，流通盘将由目前的 1.19 亿股增至 2.0991 亿股，增幅达 76.39%。转股带来的稀释效应，给二级市场股票价格造成很大压力。

2、票面利率较低，减小了可转债的价值。

本次发行的可转债票面年利率为 1%，由于票面利率低，降低了可转债的投资价值。如果其它条件不变，票面利率的下降，会导致可转债的市场价值整体下移。

3、转股价格下调后，期权价值凸现。阳光转债的实际表现表明，发行人设置的向下修正条款符合投资人权益要求。2002 年 12 月 24 日，公司市场股价与可转债价格之差

高达 20%，满足向下修正条件，公司行使了向下修正权利，修正后的转股价格为 9.13 元，修正后的转股价格与市场价格非常接近，使得公司的转股价值凸现。

#### 4、存续期短，投资机会成本较小。

由于阳光转债发行时，市场利率处于历史低位，利率向下调整的可能性较小，阳光转债存续期仅三年，投资人受利率变动造成的风险较小，使得投资人的机会成本较小。

#### 3、回售条款较为苛刻，影响了可转债投资人的利益。

根据回售条款，只有“在阳光转债到期日前一年内”回售条款才有效，行使回售期权的期限太短，太靠后，并且只有“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”，持有人才有权行使回售权。也就是说，只有股价低于转股价 30%，转股几乎无望时，才能行使回售权。进行回售时，只“将持有的全部或部分阳光转债以面值 102%的价格回售予本公司，投资人回售前持有的持有成本没有得到有效补偿。“持有人在回售条件首次满足后可以进行回售，首次不实施回售的，当年不应再行使回售权”，投资人行使回售权，每年只有一次，可见，阳光转债的回售条款相当苛刻。

### 四、条款创新

第一、为保护可转债持有人的利益，本次阳光转债采用银行全额担保的方式，由中国银行无锡分行为阳光转债提供不可撤销的全额担保，担保期限至阳光转债期满后两年。由于阳光转债的偿债能力本身不存在很大的问题，因而担保更多地起到提升信心的作用。

第二、在赎回条款设置上采用了升幅限额逐渐递减的方式，一方面保证阳光转债持有人有充分的转股选择权和盈利空间，同时，通过公司赎回的选择权降低阳光转债被市场操纵的风险，保证阳光转债的顺利转股。

第三、为进一步保护可转债持有人的权益，阳光转债增设附加回售条款，即规定如果发行人变更本次募集资金投向，可转债持有人有权向发行人附加回售阳光转债。这个条款进一步揭示了发行人对募集资金所选择的项目具有强烈的信心。在以前，不同意变更资金投向的投资人可以通过行使表决权，或者进一步卖出投资的办法来阻止项目变更；对于可转债持有人，公司规定，在持有人不同意项目变更时，不仅可以将可转债卖给其它投资人，而且可以按照事先约定价格卖给公司，相当于给投资人设定了一个价格下限，在一定程度上保护了可转债持有人的权益。

第四、目前已发行的可转债期限均为 5 年，根据本次募集资金投资计划，设定阳光转债期限为 3 年，既保证发行人的后续融资能力，又使可转债持有人回避长期利率波动的风险。



## 3.2 首钢股份转债分析

### 一、公司背景

首钢股份是由首钢总公司改制而来的，首钢总公司是 512 家国有重点企业之一；1997 年 4 月，首钢总公司成为全国 120 家试点企业集团之一，首钢股份是首钢集团的核心企业，主营范围包括钢铁冶炼、钢材轧制、其他金属冶炼及其压延加工、销售；烧结矿、焦炭、化工产品的生产；电子产品、机械、冶金设备制造；高炉余压发电的生产和销售；煤气生产供应和销售；冶金技术研究、技术咨询、技术服务。经过 20 年的发展，形成了以钢铁业为主，兼营矿业、机械、电子、建筑、航运、海外贸易等，跨地区、跨行业、跨所有制经营、跨国的大型企业集团。本公司拥有铁、钢、材相互配套的生产经营体系，拥有焦化、烧结、炼铁、炼钢、连铸、轧材等全部工艺装备，主体生产设备达到了国际同行业先进水平。年生产能力为铁 380 万吨，钢 340 万吨，各类线材 320 万吨。

表 3、2 首钢股份近三年财务指标（单位：万元）

指标	2001 年度	2002 年度	2003 年度
主营业务收入	1,201,658	1,258,060	1,562,502
净利润	70,934	68,258	82,090
总资产	971,440	1,001,359	1,294,974
净资产	499,049	509,773	587,462
每股收益（元）	0.30	0.30	0.36
净资产收益率	14.21%	13.39%	13.97%
总股本（万股）	231,000	231,000	231,000

资料来源：首钢股份公布的年度报告

### 二、可转债条款设计分析

#### 1、票面利率

本次发行按票面金额计息，根据《可转债公司债券管理暂行条例》和《上市公司发行可转换公司债券的实施办法》的有关规定，可转债的票面利率不超过银行同期存款利率，票面利率为 1.5%。与已发行转债比较，首钢股份本次转债的票面利息率水平处于中等水平。但是考虑首钢股份条款中所设置的时点回售条款，即在可转债到期前三个交易日，可转债持有人可将其持有的全部或部分可转债以面值的 107%（含第五年利息）的价格无条件地回售给公司，首钢股份本次可转债第五年的实际利率将达到 7%，平均年利率为 2.6%，使公司的利率水平在已发行的各可转债中处于很高的水平。

#### 2、初始转股价格：初始转股价格低，投资风险小

初始转股价格是以公司公布转债募集说明书前 30 个交易日公司股票收盘价的算

术平均值为基础，上浮一定比例形成的。即：初始转股价格 = 公布募集说明书之日前三十个交易日公司股票的平均收盘价  $\times$  (1 + 溢价幅度)。初始转股价格的溢价幅度越低，股价在未来超过转股价的可能性就越大，投资者的获利空间也越大。从雅戈尔创下历史最低溢价幅度开始，随后发行的丰原生化、铜都铜业、龙电转债、山鹰转债以及华西村转债都保持了 0.1% 的最低溢价幅度，首钢股份继续沿袭这一势头，给了投资者较大获利空间。

### 3、转股价格修正：公开、透明，切实保障投资者利益

首钢股份转债的转股价格修正条款规定“当公司股票在任意连续 30 个交易日中至少 20 个交易日的收盘价不高于当期转股价格的 90% 时，公司董事会有权在不超过 10% (含) 的幅度内向下修正转股价格，若超过转股价格幅度在 10% 以上，由董事会提议，股东大会批准后实施。修正后的转股价格不低于公司普通股的每股净资产值。”以当期转股价格的 90% 作为转股修正价格，相当于为当期转股价格设定了一个跌停板保护装置，既避免了股价长期低迷的情况下转股价格得不到及时的修正，又避免了由于市场操纵或偶发事件导致公司股价在不正常的情况下跌到转股修正价格以下，最大程度地保护了可转债投资者的利益。

另外，与其他所有发行可转债公司所不同的是，首钢股份在发行条款中明确规定了转股价格的修正程序。公司规定：“因按本条约定条件向下修正转股价格时，公司将于前款条件满足后的 15 天内召开董事会会议或 45 天内召开股东大会会议作出有关决议，并在中国证监会指定的上市公司信息披露报刊及互联网网站上刊登董事会决议公告或股东大会决议公告”。该项规定使转股价格的修正更具操作性和严肃性，充分体现了公司对广大投资者负责的态度。

### 4、转股价格调整：现金分红率高，预期保底收益高

首钢股份本次可转债的转股价格调整，除了考虑股价下跌，以及送红股、转增股本等股本变化外，还特别考虑了现金分红对转股价的影响。公司发行条款中规定，若每股派息为  $D$ ，则调整后的转股价格  $PI = P_0 - D$  ( $P_0$  为初始转股价格)。由于首钢股份每年分红比例较大，因此转股价格也将随之调低，有利于转债投资者。

首钢股份自 1999 年上市以来，每股现金分红均在 0.23 元-0.25 元之间，分红率在 3%-5% 之间。2001 年 3 月 3 日召开的首钢股份一届六次董事会决议指出，首钢股份将持续实行派现的分配政策。假定首钢股份在转债存续期内继续维持 3%-5% 的现金分红率，转股价格将逐年降低，加上平均年利率 2.6% 的债券收益，首钢转债每年给予投资者的预期保底收益高达 5.6%-7.6%，大大高于当前市场收益率水平。

### 5、宽松的赎回条款：尽享市场波动可能带来的投资机会

与其他发行可转债的公司不同的是，首钢股份的赎回条款采取了递减模式，也就是说，越是在转股期的前期，投资者拥有的选择权越大，股价上升的自由空间越大，投资者转股后所获得的价差利润越大。

首钢股份可转债的回售条款规定：“在本次可转债到期日前一个计息年度内，如果公司 A 股股票收盘价连续 20 个交易日低于当前转股价格的 80% 时，公司可转债持有人有权将持有的全部或部分可转债以面值 107% (含当期利息) 的价格回售予本公司”。首钢股份的这一回售价格，在已发行的所有可转债中，属于较高的水平，充分体现了公司对投资人的保护。此外，首钢股份还承诺，如果募集资金被中国证监会认定为改变募集资金用途，持有人有权以面值 105% (含当前利息) 的价格向本公司附加回售可转债，从而进一步加强了投资者利益的保护。

首钢股份本次可转债发行条款中设置了到期回售条款，即在可转债到期前三个交易日，可转债持有人可将其持有的全部或部分可转债以面值的 107% (含第五年利息) 的价格无条件地回售给公司，这使得首钢股份可转债最后一年的实际利率达到 7%。

### 5、转股后的股本扩张

可转债发行规模越大，债转股后股本的扩容越大，公司业绩被摊薄的压力越大。目前，中国 A 股市场股价与流通股本的大小有着显著的负相关性，所以发行规模的大小对股价有一定的影响，从而间接对转债价值产生影响。

首钢股份转债发行规模 20 亿元，面值 100 元，是已发行转债中规模较大的。以 2003 年 12 月 12 日首钢股份的收盘价股票 5.72 元估算，本次可转债的初始转股价格为 5.72 元。若全部转股，则公司总股本和流通股本将扩大 34965 万股，相当于公司目前总股本和流通股本的 15.1% 和 100.0%。如果全部转股，首钢股份的流通股本将急剧扩大，对股价造成不利的影响；而公司总股本的扩大比例不大，所以转股对业绩摊薄的影响相对有限。

### 6、转债的资信评级

发债企业的资信评级，不仅是对发债企业经营管理的综合考核，也是对企业实力和资信状况的客观证明，对于可转债投资人来说非常重要。首钢股份聘请联合资信评估有限公司对本次发行的可转债进行了资信等级评估，并获得了 AAA 级的资信等级。另外，首钢股份本次发行的可转债还获得了首钢总公司和中信实业银行的共同担保，极大地保证了可转债投资人的利益。

因此，通过比较可以看到，虽然首钢股份的票面利率处于中等水平，但公司设置的到期回售条款使公司可转债最后一年的实际税后年利率达到 7%，这使公司不考虑时间价值的平均税后年利率提高到 2.36%，在已发行的可转债中处于较高水平。同时，在初始转股价格设置、转股价格修正和调整以及赎回条款的设置方面，都较已发行可转债有所创新，对投资人具有较大的吸引力。

## 3.3 民生银行转债分析

### 一、公司背景

民生银行是一家成立于 1996 年的股份制商业银行，主营范围包括吸收公众存款；发放短期、中期和长期贷款；办理国内外结算；办理票据贴现；发行金融债券；代理发行、代理兑付、承销政府债券；买卖政府债券；同业拆借；买卖、代理买卖外汇；提供信用证服务及担保；代理收付款项及代理保险业务；提供保管箱服务；经中国人民银行批准的其他金融业务。以民营企业为主要股东，所有权与经营权严格分离；实行一级法人体制，是实行自主经营、自担风险、自负盈亏、自我约束的独立法人。自建行以来，以效益性、安全性、流动性为经营原则，在短短 7 年时间内，通过发起人募集资金和进入资本市场运作，民生银行规模得到一定程度的增长，资本充足率呈明显下降趋势。民生银行本次发行可转换公司债券后，募集资金近 40 亿元，使银行负债结构得到改善，中长期资金来源不足的问题得以进一步缓解。同时，有效提高资本充足率，增强抵御各类风险的实力。

表 3、3 民生银行近三年财务指标（单位：万元）

指标	2001 年度	2002 年度	2003 年度
主营业务收入	513,099	721,368	1,203,711
净利润	64,637	89,154	139,125
总资产	13,889,842	24,628,086	36,106,441
净资产	542,490	600,381	965,020
每股收益（元）	0.29	0.34	0.38
净资产收益率	11.91%	14.85%	14.42%
总股本（万股）	224,932	258,672	362,526

资料来源：民生银行公布的年度报告

## 二、民生转债条款内容

- 1、发行规模：40 亿元
- 2、每张面值：100 元
- 3、债券利率：年利率为 1.5%
- 4、还本付息的期限和方式：债券期限为 5 年，利息每年支付一次，付息日期为自转债发行起每满一年的当日。
- 5、转换期：自发行之日起 12 个月后至可转债到期日。
- 6、转股价格确定方式：

### （1）初始转股价格的确定依据及计算方式

本次转股价格以公布募集说明书之日前 30 个交易日公司股票的平均收盘价格 10.01 元为基础，授权董事会在上浮 10%-30% 的区间内最终确定初始转股价格。

计算公式为：初始转股价格=(公布募集说明书之日前 30 个交易日“民生银行” A 股股票的平均收盘价格\*(1+(10%-30%的上漲幅度))，最终上浮 10%，初始转股价格定为 10.11 元。

## (2) 转股价格的调整方法及计算方式

在本次发行后，当公司因送红股、增发新股、配股等情况（不包括因可转债转股增加的股本）使公司股份发生变化时，将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： $PI=(P_0+Ak)/(1+n+k)$ ；

## 7、转股价格向下修正条款

修正权限与修正幅度：

当“民生银行”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，公司董事会有权在不超过 20%的幅度内向下修正转股价格。修正幅度为 20%以上时，由董事会提议，股东大会通过后实施。修正的转股价格不低于修正前 20 个交易日“民生银行”股票收盘价格的算术平均值。董事会此项权利的行使在 12 个月内不得超过一次。

修正程序：

在向下修正转股价格时，公司将刊登董事会决议公告或股东大会决议公告，公告修正幅度和股权登记日，并于公告中指定从某一交易日开始至股权登记日暂停本公司可转债转股。从股权登记日的下一个交易日开始恢复转股并执行修正后的转股价格。

## 8、赎回条款

自本次可转债发行之日起至债券存续期满，如“民生银行”股票连续 20 个交易日的收盘价高于当期转股价格的 130%时，公司有权赎回未转股的可转债。当赎回条件首次满足时，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”之前未转股的可转债。若首次不实施赎回，当年将不再行使赎回权。

## 9、回售条款

在公司可转债到期日前一年内，如果“民生银行”股票收盘价连续 20 个交易日低于当期转股价格的 70%时，转债持有人有权将持有的全部或部分转债以面值 106%的价格回售予公司。持有人在回售条件首次满足后可以进行回售，首次不实施回售的，当年不应再行使回售权。

## 10、到期还本付息

公司在可转换公司债券存续期满后 5 个工作日内，向未转股的债券持有人按照债券票面利率还本付息。

## 11、本次发行可转换公司债券不向老股东安排配售。

## 三、条款分析

与已发行的可转债相比,民生转债在发行条款上的优势似乎有所降低,可转债的债性并不特别突出,票面利率为 1.5%,与部分转债逐年递增、到期附加补偿的票面利率设置不可同日而语。主要是考虑到市场环境引起预期变化的因素:如果转债发行正值大盘震荡走低,转债市场也持续低迷,那么提升可转债的债性是增强转债吸引力的一个重要途径;而随着股市的回暖,转债的发行人可能更多地希望突出可转债的转股性。这一点在民生转债转股价格的设置上得到了一点印证。初始转股价格以公布募集说明书之日前 30 个交易日公司股票的算术平均收盘价格 10.01 元为基础,上浮 1%,最终定为 10.11 元。此外,民生银行的市盈率在同行业当中处于适中水平,本次可转债转股对其收益的摊薄效应亦不明显,说明其未来的转股可能性比较大。从赎回和回售条款的设置上来看,赎回条款基本上与万科、阳光等转债相近,不过回售价格的设置却较以往有了较大的提升,体现出较强的吸引力,从而也从另一个角度弥补了其债性方面的不足。条款规定,转债到期前一年,如果对应 A 股的收盘价连续 20 个交易日低于转股价格的 70%,持有人有权将持有的全部或部分转债以面值的 106% (含当期利息) 回售。如果加上以往各期收取的利息,一旦回售条款执行,持有者的年收益率也可达到 2.4%,接近同期银行存款水平,这在一定程度上增强投资者认购和持有的信心。总体而言,民生转债较已发行的可转债在债性上有所减弱,而从转股价格的设置及发行期市况来看,转股性能基本相当,回售条款的设置较有特色。全面比较起来,综合期权价值有所降低。但是,民生银行的基本面较好,盈利能力保持同步增长,不良资产率不断降低,保持同业最低水平。其良好的成长性,对投资者构成一定的吸引力。作为银行类上市公司中唯一的民营企业,其在公司完善治理、规范运作方面较之其他银行业上市公司存在一定的优势,这也是民生股票及转债吸引投资者的独特概念。

由于民生转债发行时,股票市场正处在逐渐回升的过程中,因此其转债的条款的设计更多地考虑突出债券的股性,即债券的票面利率水平本身不具有特别的吸引力。事实证明,民生转债确实非常受投资者的青睐,根据有关统计,截止 2004 年 3 月 31 日收盘,累计有 357,890.91 万元的可转换债券成功转换为民生银行的股份,计 46,298.95 万股,可转换债券的转换数量占发行总额的 89.47%,充分证明了民生转债的股性带给投资者的吸引力;

### 3.4 我国可转换公司债券与国外可转换公司债券的比较分析

#### 一、转债的发行与赎回

1996 年,美国可转债市场的发行总量达到 278 亿美元,相当于 1995 年 133 亿美元的两倍多。在此之后,美国可转债发行市场一直保持了快速增长的趋势,到 2001 年发行总量高达 1052 亿美元,相当于 2000 年转债发行量的 1.8 倍。尽管随着股市的

下滑，2002年转债市场发行量急速下降为553亿美元，但仍相当于1995年发行总量的4.15倍。2003年1至7月，美国可转债发行总量达624亿美元，已超过了2002年全年的发行总量。但与发行量的快速增长相对应，每年可转债的赎回规模也呈现出增长趋势，在1995年至1997年间，转债赎回规模均超过了转债发行规模，转债市场整体容量实际上表现出了负增长。但是，赎回规模的增长速度仍然低于发行规模的增长速度，尽管2001年赎回规模达711亿美元，但当年转债市场规模仍实现净增长约341亿美元。2003年1至7月，可转债的赎回量达到30.4亿美元，约等于当期发行量的50%左右。

国内转债市场在2002年度极度低靡，在2003年发生了巨大的变化，发行规模达181.5亿元，呈现出了更高速的发展态势，但从绝对量来说还远远低于美国市场的发行规模。2003年，钢钒和民生转债所表现出来的赚钱效应和大量转债在下跌行情中良好的抗跌性，使可转债吸引了越来越多市场投资者的目光，可转债的投资价值正被市场所不断认识与发掘。QFII实施之后，国内可转债以其优厚的发行条款再度受到了国外投资者的重点关注，花旗环球金融公司持有山鹰转债的数量已达到其转债发行规模的20%以上。同时，转债一级市场极低的中签率也表现出市场对可转债品种仍然具有强烈的需求，可转债作为一种新兴的金融品种在我国仍然具有相当广阔的发展空间。由于国内可转债普遍距到期还有较长时期，已发转债规模的减少主要表现为转债的转股，在转债发行规模快速增长的环境下，近年来国内的可转债市场仍将表现出容量快速扩张的局面，具有中国特色的可转换债券市场也面临着逐步国际化的过程。

## 二、市场品种与行业结构

分布美国市场上的可转换债券遍及了各个行业，各行业在整个转债市场的份额也表现出较大的差异，高波动的行业通常在市场整体中占有较大的比重。1999年末，美国可转债市场中科技和电信行业可转换债券占整个可转债市场的比例曾一度达到50%之多，而伴随着科技与电信类股价的下跌，传统行业转债发行量上升，转债市场行业分布恢复到了一个相对平衡的状态。即使如此，到2002年底，美国转债市场上科技类转债市场份额也达到了21.1%，虽然较1999年下降了11.6%，仍是目前转债市场上占比最大的行业。同时，生物医药行业转债以其高波动的特性也占据了较大的市场份额。品种结构方面，传统的带息票可转换债券一直是美国可转换证券市场的主体，占整个可转换证券市场容量一直位于40%左右，在2003年上半年，该比例得到了较大幅度的提高，达到54.9%。同时，零息债券在近年来得到快速发展，1999年零息债券占整个可转换证券市场的比重仅10.4%，但2000年该比例迅速上升为22.6%，2001年和2002年该比例也均超过了30%，成为可转换债券市场的一个主要构成部分。

国内市场与美国转债市场相比，国内转债市场则显得较为单一。由于对发行人历史业绩要求较高，因此从已发行或拟发行转债公司的行业分布来看，主要集中于电力、纺织、钢铁、纸业、公用事业等一些历史收益较好的行业，高波动、高风险的公司被

排除在转债发行的门槛之外,从实践上来说,由于有了债券特性,能够有效地对风险进行弥补,这些公司其实更适宜进行转债发行与投资。同时,由于信用评级体系和企业债券市场尚不完善,信用价差对转债估值的作用也难以体现。就品种而言,国内市场品种全部为付息转债,由于相关法规的限制,近年来在全球市场得到快速发展的零息转债在国内仍然难以实现。因此,国内目前转债发行的体制和相关规定,仍将在一定程度上对我国转债市场的发展与完善产生制约作用。图 3、1 为美国和中国可转债发行的行业分布对比,可以看出,美国的可转债发行行业分布在信息技术和医药保健行业较多,而我国目前分布在制造业和能源行业较多。

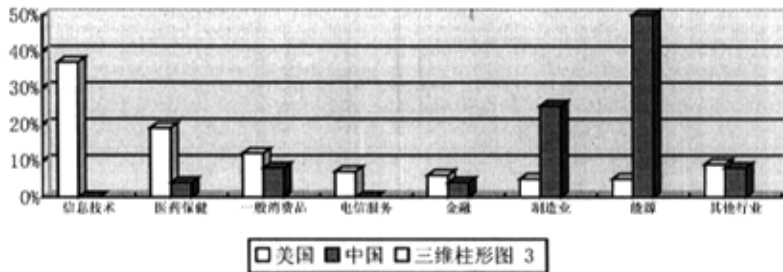


图 3、1 美国和中国可转债发行的行业分布

资料来源: www.convertbond.com

### 三、风险收益特性

可转债市场快速发展的重要原因在于可转债市场天然具有低风险、高回报的特性,可转债市场的历史业绩也使其在一定程度上表现出优于股票市场的风险收益特征。美国可转债市场 1973 至 2003 年,转债市场在大大低于股市风险的情况下取得了与股票市场相近的收益率。即使在可转换债券整体中,不同的信用等级、公司规模、投资目标以及行业属性,也使可转债的投资收益产生了较大的阶段性差异。从美国可转债市场 2003 年 1 至 7 月的市场表现来看,投机级别的可转债收益要远远高于投资级别的投资收益,小规模发行人可转债要高于大规模发行人可转债的投资收益,股权型的转债投资收益高于收益型转债的投资收益,而按行业收益进行比较,公用事业和科技行业转债的投资收益均超过了 25%。在有效边界方面,若组合中仅有股票和债券可供选择,则可通过股票与债券构造有效组合,在承担一定风险的同时产生相应的收益。如果在组合中加入可转换债券可供选择,构造的有效组合可大大地改善组合的风险收益特征。可转债能够在投资组合的资产配置中发挥重要的作用。

国内市场与美国转债市场相比,国内可转换债券普遍具有优厚的转股价格修正条款,使得国内转债市场实际上面临着更低的投资风险,而 2003 年初钢钒转债和民生转债的大幅上扬也使投资者感受到了可转债所蕴含的潜在获利能力。但是,毕竟市场整体规模较小,且在面值附近的转债交易极不活跃,因此利用可转换债券进行资产配



置以改善投资组合的风险收益特征尚难以实现。只有进一步壮大国内可转债市场的规模，扩大可转债所覆盖的行业范围，同时通过可转债回购等方式提升转债市场的流动性，可转换债券在投资组合中进行有效资产配置的作用才能真正得以充分的发挥。

表 3、4 美国市场 5 年期间风险与回报率比较

期间	可转换公司债券		S&P500		长期公司债券	
	复合收益率	标准差	复合收益率	标准差	复合收益率	标准差
1973~1977 年	6.79%	10.79%	-0.21%	17.62%	6.29%	8.72%
1978~1982 年	16.48%	13.86%	14.05%	18.44%	5.57%	15.99%
1983~1987 年	11.45%	14.18%	16.49%	21.08%	14.06%	11.36%
1988~1992 年	12.49%	8.86%	15.89%	15.48%	12.50%	7.01%
1993~1997 年	12.01%	8.34%	20.24%	12.74%	9.08%	7.67%
1998~2002 年	12.62%	21.90%	12.26%	20.06%	4.98%	5.95%

资料来源：[www.convertbond.com](http://www.convertbond.com)

#### 四、隐含波动率与折价比率

从隐含波动率来看，美国转债市场 2002 年以来隐含波动率最低也达到 35%，而在 2002 年底，隐含波动率已快速上升至 50% 以上。从转债价格相对于理论价值的折价幅度来看，2002 年最高折价幅度也仅为 4% 左右，而到 2002 年底，相对于理论价值的折价下降到 1% 左右。美国转债市场一直保持着较高的转换溢价。近几年来，随着股市的下跌，转换溢价有了近一步扩大。

国内转债市场在转换溢价比率和隐含波动率均大大低于美国转债市场。根据对国内转债市场数据的计算，可转债的平均转换溢价比率为 12.38%，而在非常优厚的转股价格向下修正条款保护下，即使股价大幅下跌，我国的可转换债券也将长期保持低溢价的现象。在隐含波动率上，国内转债市场的平均 20 日隐含波动率约为 14.52%，不仅大大低于美国转债市场的隐含波动率水平，也低于国内证券市场股票正常的波动率水平，转债价值存在着较为明显的低估现象。但是，在缺少期权交易和卖空交易的市场环境下，投资者无法通过其它金融工具将这种价值的低估转换为现实的利润，国内转债的价值回归将更主要地通过市场金融工具的不断完善来实现。

### 3.5 我国可转换公司债券市场发展存在的不足

尽管中国的可转换债券市场正面临重大发展机遇，就目前现状而言，一些重要的缺陷正制约着中国可转换债券市场的进一步发展、完善和成熟。

一、条款设置中没有体现可转债的本质特性，片面的把可转债当作其他融资工具的替代品使用

按照可转债的基本原理，适合发行可转债的公司一般是：公司处于高速成长期，这保证了可转债转股期权价值的存续；市场处于由低迷向牛市转折的时期，这在进一步保证转股期权的价值的同时，为较低的利率支付提供了合理性；企业资产的流动能力较强，这保证了债权具有较低的清偿性风险。现有可转债发行时，更多地反映了发行人急于融资的心态，从长期发展的角度看，对市场不利。

## 二、转债的项目选择偏于传统行业

由于可转债条款必须反映发行人对公司较高成长能力的信心，这种成长能力不仅表现在特定公司的高增长上，而且应该表现在行业的高成长上，这决定了可转债的项目选择应优先考虑朝阳行业。然而，可转债发行公司多为传统行业，经营稳定但缺乏成长性，业绩的支撑力有限。可转换债券的本性决定了它只能以高风险高收益偏好者为吸引对象，低增长的传统行业发行可转债，常常导致公司二级市场股价缺乏业绩支撑，最终转股不成功，有悖可转债发行人和投资人的初衷。

## 三、可转债发行规模普遍过大，降低了转股期权价值

可转债发行规模普遍过大，对股权的稀释效应明显，缩小了二级市场股票的波动区间，从而降低了转股期权价值。如果业绩扩张的速度低于股本的稀释速度，老股东的权益会受到较强侵蚀，为了保护自己，老股东会在转股前增加可转债的转股难度。

## 四、没有恰当运用票面利率的信号作用

相对于较低的转股期权价值，可转债的利率水平不能太低，太低的利率不足以补偿可转债转股期权价值的不确定性，从而挫伤投资人的投资热情。表现在可转债的债券价值越低，其市场价值也越低。

## 五、条款设置没有考虑与相邻融资工具的比较优势共同发挥

相对于增发、配股等再融资工具来说，由于可转债的发行价格没有折扣，因此上市后，不像增发、配股那样，其收益能立即凸现出来，6个月的转股锁定期，以及转股溢价的存在，使得可转债投资人的转股效益在中、长期才能显现出来，而我国股票市场在发展过程当中，一定程度上存在着投机行为的发生，不少投资者采取短期投机行为，而非中长期投资，削弱了可转债的吸引力，影响了可转换债券作用的发挥。

## 六、企业发行可转换债券受到严格限制，制约市场规模的扩大

根据《可转换公司债券管理暂行办法》、《上市公司发行可转换公司债券实施》以及相关的配套文件的规定，我国企业可转换债券的发行原则上以上市公司为主，并且要求发行企业“最近三年连续赢利，三年净资产利润率平均达到10%（能源、原材料、基础设施类7%）”、“担保人的净资产不得低于可转债的融资额”等。这些要求表明，国家只鼓励优秀企业发可转换债券，对于非上市或非赢利企业则进行了限制。然而，过分提高发行企业的资格其实是有违可转换债券本身“精神”的。很多企业只有在陷入困境时才急需资金，而投资者也正是在寄希望于企业恢复成长、同时进行

风险回避时才会购买可转换债券。我国对可转换债券发行企业过于严格的要求在很大程度上抑制了我国可转换债券市场的发展和交易规模的扩大。

### 七、机构投资者匮乏，交投不够活跃

可转换债券一般适合大资金的介入，因此在海外主要以机构投资者为主，如可转换债券投资基金、股票基金、债券基金、避险基金、保险公司等。但目前我国债券投资基金较少，只批准设立了一只可转换债券投资基金。由于缺乏有实力的投资机构参与，我国可转换债券市场的交易活跃程度受到压制。以2004年3月19日为例，当日沪、深两市可转换债券的成交金额总共才33489万元，在交易所所有挂牌交易项目中，成交量仅比B股略大，排在7类交易项目中的第六位，参见表3.5。

表 3.5 沪、深两市各类交易项目成交量（单位：万元）

交易项目	沪市	深市	沪、深两市总计	成交量排名
A 股	1,479,219	924,715	2,403,934	1
B 股	8,618	19,071	27,689	7
基金	22,410	20,165	42,575	5
国债现货	107,829	70	107,899	4
国债回购	1,577,920	0	1,577,920	2
企业债	116,931	1,635	118,566	3
可转换债券	15,831	17,658	33,489	6

资料来源：根据全景网数据中心的资料收集整理。

### 八、缺乏做空机制，可转换债券的套利策略难以实现

可转换债券的收益除了比较固定的利息外，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。从瑞士信贷第一波士顿和 Tremont Advisor 合作编制的可转换债券套利指数近5年的表现中可以看出，除1998年外，每年都有15%以上的报酬。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，从而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。

## 4 我国可转换公司债券的市场发展对策

### 4.1 我国可转换公司债券市场体系的建立

完善和发展中国的可转换债券市场，一方面要充分借鉴海外可转换债券市场的成熟经验，另一方面，需要从中国的实际情况出发，从系统性角度考虑，培育和构建中国自己的可转换债券市场体系。

#### 一、为中国可转换债券市场的发展定位

发展中国的可转换债券市场，应以以下一些目标的实现为要旨：

##### 第一、使可转换债券市场成为中国资本市场的重要组成和有益补充。

中国资本市场发展过程遇到的两大难题，一是股权融资的比例过高，二是金融工具的创新匮乏。而可转换债券市场的培育和构建，既增加了资本市场中债权融资的比重，同时也为各项金融工具的推陈出新创造了条件，正是缓解两大难题的“好招”。从海外的经验看，可转换债券早已成为各国资本市场重要的、不可或缺的组成部分，并受到了融资者和投资者共同的欢迎。中国可转换债券市场的发展目标就是要迅速扩大这一市场的规模、丰富可转换债券的数量和种类，使融资者有新的融资途径和新的融资市场，使投资者有更多的投资工具和更多的投资选择。

##### 第二、为中国股票市场的运行提供一种“稳定机制”。

可转换债券集债权、股权和期权于一身，其独特的金融特性对于回避投资风险、减少金融市场波动具有非常重要的意义。如果股市暴涨，可转换债券持续的转股压力将抑制基础股票价格的进一步抬升；如果股市大跌，可转换债券可以使投资者的损失减小到最少。同时，两个市场的套利机会也有助于股价的启稳。国外的研究表明，在市场不确定因素加大、股票价格波动加剧的情况下，购买可转换债券将是最佳的投资选择。而中国的股票市场正处在一种尚未完全成熟的初级发展阶段，市场的波动特别大。可转换债券市场可以作为一种缓冲机制，为股市的稳定和金融的安全“保驾护航”。

##### 第三、增加金融产品，促进机构投资者的大发展。

中国机构投资者的发展在最近几年有了长足进步。但是，由于金融品种过于单一，主要集中在股票投资上，且市场没有做空机制，机构投资者始终面临着比较大的风险。发展可转换债券市场，可以在股票和债券之外，提供一种“防御性”金融产品，增加资产组合构造的选择，满足各类基金对资产组合多样化的要求，同时也可以降低资产的非系统性风险，从而大大促进机构投资者，如债券投资基金、可转换债券投资基金

的发展。

#### **第四、支持中国高新技术产业的成长和发展。**

高新技术产业的发展，一方面需要大量的资金，另一方面也面临较大的风险。从海外的经验来看，可转换债券市场为大量高新技术企业的快速成长提供了有力的资金支持。通过构建中国的可转换债券市场，中国有成长前景的高新技术企业，包括一些民营企业，就可以到这一市场上募集资金。而投资者也可以通过投资这些企业的可转换债券，在对风险进行有效控制的条件下，保留享受企业高速增长可能带来的收益。

#### **第五、为国有资本顺利退出铺就新的通道。**

国有资本从竞争性领域的退出，不仅可以考虑“债转股”，也可以考虑“股转债”，顺着这一思路，通过发行可转换债券来减持国有资本，也是可以考虑的途径之一。其实，利用可转换债券对国营企业进行民营化改造，在海外早有实践。1997年，韩国政府曾发行30亿美元可换股债券，成功实现了该国国营电力公司KEPCO的民营化。2001年，韩国政府为出售国营KT集团，又在海外发行了13.2亿美元该企业的可转换债券，相当于减持KT集团8.8%的股份。我们完全可以借鉴韩国经验，在扩大和完善中国可转换债券市场的基础上，为困扰政府的国有股减持问题，铺就一条新的解决之道。

### **二、构建中国的可转换债券市场体系**

从海外可转换债券市场的结构来看，可转换债券市场体系的构成主要包括5个方面的子体系，具体为：产品体系（可转换债券及相关金融品种）、供方体系（可转换债券融资企业）、需方体系（可转换债券的投资者或投资机构）、中介体系（可转换债券的承销、评级和咨询）和市场交易体系（可转换债券的交易场所和交易模式）。中国可转换债券市场体系的培育和构建，可以集中力量在这5个领域进行逐一拓展，协调推进。

#### **第一、产品体系的构建**

增加可转换证券的投资品种，促进可转换债券市场金融工具的创新和金融产品的多样化。在海外，可转换债券市场是一个多种可转换证券类产品共同交易的市场，在这个市场上交易的，不仅仅有狭义的可转换债券，还有诸如可转换优先股、托管可转换证券以及零息可转换债券等其它的可转换证券。此外，可转换债券的转换条件经过修改后，还可以创造出“可交换债券”等形式的新产品。培育中国的可转换债券市场体系，也应进一步鼓励融资企业开发一些新的可转换证券类金融产品，如可转换优先股、零息可转换债券等，以丰富市场的交易品种，完善可转换证券的产品体系。

#### **第二、供方体系的构建**

放宽可转换债券发行条件，丰富可转换债券的发行主体。可转换债券市场发展的初期，出于市场保护和风险防范的考虑，对可转换债券融资企业的资格进行严格审核是可以理解的。但如果对发债企业的条件限制过于严厉，也会对中国可转换债券市场

的发展和规模的扩大产生负面作用。前文已经论述，可转换债券在海外市场上的投资级别并不很高，这是由可转换债券融资的基本特点所决定的。在今后，监管部门可以适当放宽可转换债券的融资条件，不仅上市公司可以发，非上市公司只要有较好的担保条件，也应积极鼓励。不仅国有企业可以发，民营企业也应该享受同等待遇，特别是一些高科技风险产业的民营企业，可转换债券市场更应积极支持。国有企业如果要实现国有资本的部分或全部退出，也可以在可转换债券市场上进行创新和试点。

### 第三、需方体系的构建

培育和发展可转换债券投资基金，吸引更多资金进入可转换债券市场。目前中国可转换债券市场最大的问题就在于“有行无市”。在可转换债券融资企业数量有所增加、可转换债券市场规模有所扩大的基础上，下一步就是要尽快引入更多、更稳定的资金介入到可转换债券市场中来。具体可以有以下措施：第一，鼓励组建、发起可转换债券投资基金。目前中国只有一家专门从事可转换债券的投资基金——兴业可转债投资基金，不断扩大此类基金的规模是非常有价值的；第二、将基金投资于债券市场的比例调高，或规定一个比例的资产必须投资于可转换债券。现在基金绝大部分资金投向了国债。提高投资于可转换债券的资产比重，可以进一步增加资产组合的收益。第三、鼓励社保基金和保险基金进入可转换债券市场。社保基金和保险基金对资产的安全性要求较高，如果过多比重进入股市，风险太大；全部投资于债券，又难以实现资产的“增值保值”；而将一定比例的资金投资于可转换债券，则是一个可以“两全”的较佳策略。

### 第四、中介体系的构建

拓展可转换债券承销业务，推动可转换债券的评级和咨询服务。可转换债券市场的中介服务主要包括可转换债券的评级、可转换债券的发行和可转换债券投资价值分析三个层面。从海外市场看，前一项业务主要由专业的评级公司操作，后两项服务则主要由证券公司提供。我国目前相对落后的地方，一是可转换债券的评级体系尚未建立，二是可转换债券的投资价值研究不够充分。因此要着重在这两个方面有所改进。特别是信用评级体系的完善，不仅是可转换债券市场发展的需要，也是债券市场及资本市场发展的重要基石。目前国内有很多券商也已经看到了可转换债券业务的市场前景，纷纷调整力量、组织资源，准备在可转换债券市场上一展身手。

### 第五、交易体系的构建

以场内电子撮合交易为主，辅以场外柜台交易，尝试引入坐市商制。可转换债券市场交易体系的构建有两种模式的选择：一种是美国的 OTC 柜台交易模式，由坐市商报价；另一种是日本的挂牌交易模式，由电子计算机系统自动撮合交易。我国目前采用的交易方法与日本可转换债券市场的交易模式较为一致，企业发行的可转换债券在证券交易所直接挂牌交易。这种交易模式的好处就在于交易成本很低，但对于增加市场的流动性帮助不大。中国可转换债券的交易可以借鉴债券市场的交易模式，尝试

在银行间债券交易系统或其它柜台市场开辟场外交易市场。同时，为了增强可转换债券的流动性，也可以引入做市商制度，特别的，对于一些非上市公司发行的可转换债券，在场外柜台市场中进行交易，可能会有更好的效果。当然，在市场发展初期，以上市公司发行的可转换债券为主要交易对象时，出于常规和投资者习惯的考虑，应该以集中在交易所进行挂牌交易的模式为主。

## 4.2 我国可转换公司债券市场体系的完善

中国可转换债券市场体系的构建，除了其市场内部子系统的拓展和推进外，还要进行总体性的战略考虑，促进外部市场环境的发展和完善，并协调好与其他相关市场体系的发展关系。

### 第一、分阶段、有步骤地推动中国可转换债券市场的发展。

首先，以可转换债券数量、品种的增加为手段，尽快增强可转换债券市场的流动性；其次，通过市场规模的不断扩张，吸引券商、基金、上市公司等不同市场主体的积极介入；然后，在可转换债券的评级和咨询服务达到一定水准后，放开可转换债券的发行市场，进一步扩大可转换债券的市场规模；最后，就可以以衍生产品的巨大丰富和市场交易体系的尽善尽美为目标了。

### 第二、协调好与股票市场和债券市场的关系。

可转换债券在发行时，应属企业债券，其主管部门为国家计划发展委员会；而一旦转股后，就涉及股票市场，主管部门又为证监会。很显然，要发展可转换债券市场，首先就要协调好两个主管部门职责，以免出现在有关规定上的冲突。另外，可转换债券市场的发展，必然会吸引部分资金从股票市场的撤离，这对股票市场的发展可能会产生一定的负面影响，也必须在事先有所规划和准备。

### 第三、与“二板”市场发展的结合与互补。

可转换债券市场的构建可以与“二板”市场的发展相结合。“二板”市场的上市公司主要都是创业型科技企业，在初期特别需要资金的支持，而可转换债券正是一种极好的融资工具，且容易得到投资者的认可。在积极鼓励“二板”上市公司发行可转换债券的同时，可以考虑开设专门的“二板”上市公司可转换债券市场，以突出这类可转换债券的市场特性。

### 第四、建立健全可转换债券市场的投资者利益保护机制。

可转换债券市场的进一步完善和发展，对投资者利益的保护也十分重要。应出台相关的信息披露法规，加强相关发行企业的信息披露，使可转换债券的交易和股票市场的交易一样，受到市场的监督和约束。另外，开展适当的投资者教育也是十分必要的举措，毕竟可转换债券对于国人来说还是相当陌生的一种较新的投资品种，而且其

投资方式要比投资股票复杂的多，只有让众多投资者对其有了充分的了解和熟悉之后，可转换债券才有可能在中国的资本市场上蓬勃发展起来。

### 4.3 我国可转换公司债券市场发展的展望

#### 一、我国可转换公司债券市场发展具有特殊使命

可转换债券是在债券市场和股票市场发展基础上的复合创新，这个金融品种的特点决定，它的发展必须以债券市场和股票市场发展为基础。可转换公司债券是一种证券创新工具，它是一种根据约定，可在特定时间、按特定条件转换为普通股股票的特殊公司债券，是一种衍生、复合型的证券品种。由此而论，没有股票市场和债券市场的发展，可转换债券市场就会成为无源之水，无本之木。

我国是在缺乏债券市场充分发育、股票市场发展尚不规范的背景下推出可转换公司债券的，这就需要形成适应股票市场、债券市场、可转换债券市场发展的市场协调制度。作为债券市场，我国上市公司发行公司债券还没有法规基础和实践经验；一般公司债券作为计划融资方式的补充，并没有按公募及证券市场统一的规则进行管理；国债市场的发展在规则上也与证券市场的监管不统一。作为股票市场，一方面市场层次比较浅，规模不大，现有的股票市场结构不能满足上市公司融资的需求和投资者投资的需求；另一方面上市公司治理及资本运营观念尚不能适应资本市场的特殊要求。由于先天基础的局限，我国可转换公司债券市场就应承担起更大的使命，即靠业内的创造和监管的努力，在致力于发展的同时，须立足规范，并营造债券市场最本源的信用基础，同时推动股票市场的进一步规范发展。

#### 二、我国可转换债券市场发展具有特殊意义

我国当前发展可转换公司债券具有尤其重要的历史意义。可以讲，在当前大力推进发行制度改革、推进中介自律功能建设、推进投资者教育和机构投资者培育的背景下，可转换公司债券应当成为一个结合点。我国证券市场的发展正转向一种呈现波浪式、差别化发展模式的新阶段，证券市场投融资功能的发挥，需要多种金融工具选择，需要培育差别化的投融资理性，而可转换公司债券的出现可以推动建立这样的理念。

可转换公司债券是我国证券市场深化发展的必然选择，具有重要意义。首先，可转换公司债券的发行和上市，是证券市场金融品种的创新，能完善我国证券市场的功能，促进证券市场的深化发展。其次，可转换公司债券的发行上市能为证券市场的投资者提供新的投资品种，并提供一种灵活的投资选择，更重要的是，能为机构投资者的成长创造必要的空间。第三，可转换公司债券的发行上市为上市公司再融资开创了新的模式。

从公司融资角度看，发行股票通常需要较为兴旺的市场环境，但是可转换债券的灵活性和适应性要大得多，不论牛市、熊市都可以发挥可转换债券的正常融资功能。



当股市处于熊市，上市公司股价低于实际价值时，可通过发行可转债低成本地筹资。当股市处于牛市时，则可考虑将可转债主要作为一种债权融资工具。

缺乏“卖空机制”的证券市场经不起长期熊市和股市的波动，可转换公司债券可以在一定程度上弥补这样的市场格局。对于可转换公司债券市场，由于其主要以中性的投资者为基础，他们看重的是转股期权的价值，无论价格涨落，他们都可能凭借对市场的理解和把握取得收益，他们买的是市场的波动，尤其容易在市场行情下落时获利。对于这样的机构投资者，市场流动性决定着其投资者的活跃程度。他们可以通过可转换债券与基础股票之间的组合来实现保值，如采取购进可换债券，卖出股票的战略。

### 三、可转换债券作为一种新的证券工具的创新意义

一是作为传统股权与债权结合的工具，具有转股期权的衍生性，为投资者和融资者提供新的机会；二是作为一种灵活的商业契约性工具，通过约定方式创新商业契约的内容和形式；三是体现稳定性与无限的盈利性机会相结合，相异于传统工具的风险与回报对称的特点；四是公司发行可转换公司债券后股本的增减具有不确定性，发行人必须考虑未来股本扩张的计划，因而可以推动上市公司增强股本运营的创新能力。

### 四、可转换债券具有良好的市场发展基础

从宏观层面看，一个国家的证券市场中债券市场和股票市场应该协调发展，从西方发达国际的经验看，债券市场的规模和影响力强于股票市场，债券市场中的国债市场更是中央银行进行公开市场操作实施货币政策的重要场所，也是市场基准利率形成的重要场所，使利率市场化的重要组成部分，对整个国家的经济运行具有举足轻重的作用。目前我国债券市场只有国债市场取得长足发展，特别是银行间债券市场，近年来发展迅速，已经取得了喜人的成绩，但是企业债券市场明显落后。在企业直接融资中，绝大多数企业偏好股权融资，使得股票市场一枝独秀，近 10 年来其市场规模、增长速度、市场活跃程度远远领先于企业债券市场，而企业债券市场出现萎缩。我国股票市场上上市公司重融资轻转制，不思回报股东，股票市场的市盈率较高，同时存在股权结构不合理等一系列问题，导致二级市场上投机风气弥漫，股票市场资金配置的功能受到扭曲，证券市场上存在较为严重的寻租行为，导致股票市场蕴含着较大的系统风险。随着股票市场的规模扩大，这种风险对市场和整个国民经济的负面影响就越大。发展债券市场可以降低整个证券市场的系统风险，主要是债券对于发行人具有较强的约束力，使得发行人注重对投资者的回报，有利于提高企业的质量。同时，在股市下跌时可以起到资本市场与实业投资融资渠道的作用，消除股市下跌时对宏观经济运行的负面影响。美国经济在纳斯达克暴跌和道指的下跌中，并没有出现 20 世纪 20 年代的大萧条，与美国债券市场发达具有密切的关系。从全球债券市场的发债的主体看，银行和金融机构仍是债券最大的集资人，占去六成份额，企业发债金额也不断创出新高，有力的支持了企业正常的资金需求，大大降低了因股票市场不景气带来的负面影响。

而我国企业目前主要的融资方式是银行贷款,在银行呆坏账居高不下的情况下,银行对贷款发放非常谨慎,导致企业融资较为困难。在企业的直接融资中,股权融资占据绝对优势的地位,企业债券市场相当狭小,一旦股市出现系统性风险,债券市场根本不能承担企业融资渠道的重任,这无疑将无法降低证券市场的风险。因此,从市场的协调发展以及整个证券市场的风险防范的角度来看,发展企业债券市场具有重要意义。正是基于这种认识,我国的债券市场才逐渐受到市场的关注。

债券市场的发展还是利率市场化和金融衍生工具产生的基础条件。利率市场化不但需要国债市场的发展,同时也需要企业债券市场的发展和完善。而金融衍生工具更是需要一个完善的债券市场,企业债券市场在其中具有不可替代的地位。在我国未来不断深化金融改革的过程中,金融衍生品种的出现是必然的,而绝大部分金融衍生品种需要一个发达的债券市场作为基础,从这一角度考虑,也要发展债券市场。债券市场再此环境下,逐渐受到重视,可转债市场的长期向好正是以这种背景为基础的。

### 五、可转换债券受市场青睐

对上市公司而言,可转换债券提供了又一种融资方式,这种融资方式可以大大降低上市公司的财务压力。从可转换债券的融资条件来看,目前上市公司发行可转换债券的条件比增发和配股条件更为苛刻,之所以有众多的公司选择发行可转换债券,主要原因是:首先,可转换债券的利率很低,根据规定,可转换债券的利率不超过同期银行存款利率水平,使得可转换债券的融资成本低。而在2002年增发门槛提高后,一方面,上市公司利用股权的再融资渠道变窄,同时目前市场利率基本处于历史低位,利率下调的空间和可能性都已较小,公司选择转债融资的成本较低。转债发行后,如果成功转股,公司获得了股权融资的好处,如果没能成功转股,公司取得了低利率债券融资的优势,所以,在目前股权分割和低利率水平的市场环境下,公司具有选择可转债融资的主动性。其次,发行可转换债券具有明显的税收效应和财务杠杆作用,有利于提高公司的价值。对于上市公司而言,更重要的是可以减少净资产大幅增加带来的财务压力,避免增发后出现净资产收益率大幅下降的局面,使得公司收益不至于大幅稀释。转债再转股期间,股本的增加使逐步进行的,对公司经营业绩的影响是温和的。另外,从上市公司再融资效率的角度看,由于增发的价格是在当前一定期间均价基础上下浮动一定幅度确定的,但转债的转股价格是在当前一定时期均价的基础上上浮一定比例确定的,表明转债的融资效率较新股增发高,这也是导致上市公司青睐发行转债的原因之一。

对QFII而言,随着资本市场的对外开放,转债被QFII青睐,主要原因是:1、由于对股市环境和运行特征的不熟悉,以及信息流动的相对劣势,外资开始的进入肯定是谨慎的,具有试探性的,转债“进可攻、退可守”的特点符合QFII的需求;2、由于发行门槛的限制,现今发行转债的公司基本面普遍较好,其中还包括具有较好成长性的公司,这类股票符合QFII的价值投资理念,而且也让QFII资金具有安全感;

3、按照期权定价理论，目前转债市场的绝大多数都被低估，这也是 QFII 进行决策，选择可转债的重要原因。

## 六、管理层对发展资本市场的支持，推动可转债市场的深层次发展

从 2003 年 10 月党的十六届三中全会提出“大力发展资本市场”，到今年 2 月份国务院出台《关于推进资本市场改革开放和稳定发展的若干意见》，短短 4 个多月时间里，党中央、国务院两度在党和政府的重要文件中阐述资本市场发展的大政，表明最高决策层对资本市场重要性的认识已经上升到了一个新的高度，比以往任何时候都重视资本市场的稳定发展。

当前，中国的经济总量已突破 11 万亿，人均 GDP 超过了 1000 美元，中国居民的储蓄存款余额已达 10.4 万亿元，中国银行业的总资产已达 21 万亿，保险业总资产近万亿，而被称为“老百姓养命钱”的社保基金总资产也已达到 1330 亿元。同时，30 多年的改革已使中国的经济结构发生了根本性的变化，国有经济正在进行改组改造，民营经济越来越成为推动经济增长的原动力之一，在 2004 年，我国民间投资将首次超过国有及其他投资增速，占全社会投资的比重将由去年的 26.3% 上升到 26.7%。选择这样一个时点，推出引导资本市场未来改革与创新的纲领性文件，显示出新一届政府对经济、金融领域发展的审时度势和高瞻远瞩。

《意见》指出要在严格控制风险的基础上，鼓励符合条件的企业通过发行公司债券筹集资金，改变债券融资发展相对滞后的状况。相对发达国家占 2/3 交易量的债券市场，中国债券市场的失重显得尤为突出。2003 年公司债发行总额 408 亿元，虽然比上年增长一成有余，但仅仅相当于当年企业贷款余额的 0.57%。作为中国这样一个投资拉动型经济的国家，固定资产投资对 GDP 的贡献率不容小视，因此国债发行规模逐步增大是肯定的事实。另外，众多处于资本饥渴的中小企业也正在多方渴求融资渠道。另一方面，社保基金、保险公司、商业银行等机构投资者，再加上拥有 10 多亿储蓄存款的老百姓，需要一个大容量的低风险市场来使它们获得稳定收益。说明债市发展并不缺乏发行主体，也不缺乏投资主体，而是制度上软肋众多，品种和期限单一，使目前的债券交易市场无法承担起这样的重任。公司债券市场将是这场革命的急先锋。根据《意见》，企业债券市场的发行主体可望大大丰富，不再仅仅是中央级企业，企业债券管理条例的修订也即将启动，业内一直呼吁的包括银行间、交易所、柜台在内的统一互联的债市结算、监管体系也即将形成。

国务院在《意见》中肯定了资本市场的积极作用，其中之一是“有利于完善社会主义市场经济体制，更大程度地发挥资本市场优化资源配置的功能，将社会资金有效转化为长期投资。”我国要在未来 20 年实现经济总量翻两番和全面建设小康社会的目标，就必须保证经济年均增长 7.2% 以上。要在 20 年间维持这样一个较高的增长速度，不仅要靠增加投资，扩大消费，更要靠通过深化制度改革，提高资源使用效率。国内外的经验都表明，一个公正、透明、高效、有序的资本市场，是动员社会储蓄转化为

投资,扩大消费乃至提高资源使用效率非常好的杠杆。资本市场的另外一个积极作用是,"有利于提高直接融资比例,完善金融结构,提高金融市场效率,维护金融安全。"目前压在我国金融市场上的一座"大山"是巨额的银行不良资产,这座"大山"的形成,跟资本市场发展滞后、直接融资比重过低不无关系。协调发展的市场经济都是靠直接融资和间接融资两条腿走路;在我国,则长期过于依赖间接融资。现在银行要挖掉不良资产这座"大山",要搞股份制改造,要公开上市,离不开一个规模较大、充满活力的资本市场。货币市场、保险市场要健康发展,也离不开资本市场的大力支撑。

《意见》明确了推进资本市场改革开放和稳定发展的任务,即以扩大直接融资、完善现代市场体系、更大程度地发挥市场在资源配置中的基础性作用为目标,建设透明高效、结构合理、机制健全、功能完善、运行安全的资本市场。要围绕这一目标,建立有利于各类企业筹集资金、满足多种投资需求和富有效率的资本市场体系;完善以市场为主导的产品创新机制,形成价格发现和风险管理并举、股票融资与债券融资相协调的资本市场产品结构;培育诚实守信、运作规范、治理机制健全的上市公司和市场中介群体,强化市场主体约束和优胜劣汰机制;健全职责定位明确、风险控制有效、协调配合到位的市场监管体制,切实保护投资者合法权益。要健全资本市场体系,丰富证券投资品种。要建立多层次股票市场体系,在统筹考虑资本市场合理布局和功能定位的基础上,逐步建立满足不同类型企业融资需求的多层次资本市场体系,研究提出相应的证券发行上市条件并建立配套的公司选择机制。继续规范和发展主板市场,逐步改善主板市场上市公司结构。分步推进创业板市场建设,完善风险投资机制,拓展中小企业融资渠道。积极探索和完善统一监管下的股份转让制度;积极稳妥发展债券市场。在严格控制风险的基础上,鼓励符合条件的企业通过发行公司债券筹集资金,改变债券融资发展相对滞后的状况,丰富债券市场品种,促进资本市场协调发展;稳步发展期货市场,在严格控制风险的前提下,逐步推出为大宗商品生产者和消费者提供发现价格和套期保值功能的商品期货品种;要建立以市场为主导的品种创新机制。

国务院《关于推进资本市场改革开放和稳定发展的若干意见》,是中国资本市场在新世纪发展的一个里程碑,明确了资本市场改革与发展的指导思想和任务,对我国资本市场的未来发展做出了全面的规划,对各项工作进行了全面的部署。明确提出了建立以市场为主导的品种创新机制,健全资本市场功能,完善资本市场体系,丰富证券投资品种,协调推进股票市场、债券市场和期货市场的建设和创新。因此,我们有理由相信,在我国资本市场大力发展的过程中,可转换债券市场一定会在规模、机制、品种、创新方面得到空前发展。

## 参考文献

- 1、上海证券交易所投资者教育中心，《可转换公司债券实务》，百家出版社 2002 年版。
- 2、弗兰克·J·法博兹著，袁东译，《债券市场分析和策略》，百家出版社 2002 年版。
- 3、埃兹内尔肯编著，齐寅峰、黄福广译，《混合金融工具手册》，机械出版社 2002 年版。
- 4、杨如彦、魏刚、刘孝红、孟辉等，《可转换公司债券及其绩效评价》，中国人民大学出版社 2002 年版。
- 5、刘立喜，《可转换公司债券》，上海财经大学出版社 1999 年版。
- 6、寇日明、王一军、戎志平，《债券价格理论与方法》，经济科学出版社 2001 年版。
- 7、国家信息中心经济形势分析与预测课题组，“2003 宏观经济分析——国家信息中心系列报告”，《上海证券报》，2003 年。
- 8、网站：全景网数据中心
- 9、网站：[www.convertbond.com](http://www.convertbond.com)
- 10、Jensen,M. (1986): Agency costs of free cash flow, corporate finance and takeovers. American Economic Review 76.
- 11、Stein, J. C. (1992): Convertible bonds as backdoor equity financing. Journal of Financial Economics 32.
- 12、Mayers, D. (1998): Why firms issue convertible bonds: the matching of financial and real investment options. Journal of Financial Economics 47.
- 13、Nobuyuki Isagawa(2000): Convertible debt: An effective financial instrument to control managerial opportunism, Review of Financial Economics 9.

## 后记

本文介绍了可转换公司债券在我国产生、发展及现状，结合目前我国证券市场的发展状况，探讨了我国可转换公司债券的市场发展对策。在论文撰写过程中，得到孔爱国老师悉心全面地指导，他深邃的知识、严谨的学风，使我受益匪浅，在此表示深深的谢意。

在复旦大学 MBA 学习期间，各位老师渊博的学识和严谨的治学作风，给我留下深刻的印象，同时得到各位老师的深深教诲，在此一并表示谢意。

由于本人水平有限，文中难免有疏漏和分析不当之处，敬请老师、专家、读者批评指正。

二零零四年四月

## 论文独创性声明

本论文是我个人在导师指导下进行的研究工作及取得的研究成果。论文中除了特别加以标注和致谢的地方外,不包含其他人或其它机构已经发表或撰写过的研究成果。其他同志对本研究的启发和所做的贡献均已在论文中作了明确的声明并表示了谢意。

作者签名: 何丽 日期: 2004.4.30

## 论文使用授权声明

本人完全了解复旦大学有关保留、使用学位论文的规定,即:学校有权保留送交论文的复印件,允许论文被查阅和借阅;学校可以公布论文的全部或部分内容,可以采用影印、缩印或其它复制手段保存论文。保密的论文在解密后遵守此规定。

作者签名: 何丽 导师签名: 何丽 日期: 2004.5.31