

## 国内可转换公司债券状况研究

——工商三部 任贵永

可转换公司债券又称“可转换债券”，简称“可转债”，是一种可以在特定时间、按特定条件转换为普通股票的特殊公司债券，可转债兼具债权和期权的特征。

### 一、可转债在我国发展历史

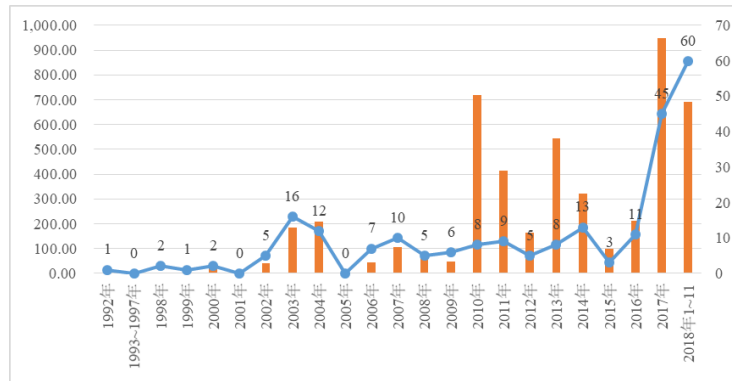
自 1992 年首只可转债在我国发行至今，国内资本市场共发行可转债 229 只，发行总额 4,871.93 亿元。从发行情况看，可转债在我国的发展大体可分为三个阶段：

第一阶段（1992 年~2001 年）。在这阶段我国可转债整体处于萌芽和探索阶段，这一时期政策法规尚不完善，缺少监管。在这一时期的可转债发行数量仅 6 只，发行额度仅 52.00 亿元。特别是 1992 年 11 月第一只由上市公司发行的可转债——宝安转债由于转股失败，到 1997 年的五年内国内都无可转债发行。

第二阶段（2002 年~2016 年）。1997 年 3 月，我国市场第一个可转债规范性文件——《可转换公司债券管理暂行办法》发布。2001 年，证监会又接连颁布《上市公司发行可转换债实施办法》、《关于做好上市公司可转换债券发行工作的通知》等政策性文件，国内转债市场建立了相对完备的监管体系，可转债的发行有了指导和约束的框架。2006 年，证监会颁布《上市公司证券发行管理办法》，并同时废止《可转换公司债券管理暂行办法》、《上市公司发行可转换债实施办法》和《关于做好上市公司可转换债券发行工作的通知》三部政策性文件。由于投资者和发行人对可转债认识不足，对发行人盈利性要求高且存在规模限制以及政策和市场导向等原因，可转债仅保持了持续稳定的发行，未能出现爆发式增长。

第三阶段（2017 年至今）。这一时期可以简单定义为爆发期，国内监管政策发生新变化，证监会开始收紧再融资，2017 年 2 月，证监会发布了《关于修改〈上市公司非公开发行股票实施细则〉的决定》和《发行监管问答——关于引导规范上市公司融资行为的监管要求》两项监管文件。2017 年 5 月，又颁布《上市公司股东、董监高减持股份的若干规定》，从定价基准日、发行规模、融资频率、减持监管等方面收紧定增融资。而相比之下，可转债融资不受融资频率限制，作为定增的重要替代产品，可转债迎来不可多得的发展机遇。2017 年年初至 2018 年 11 月底，资本市场可转债共发行 105 只（占历年发行总量的 45.85%），发行额度合计 1,639.38 亿元（占历年发行总量的 33.65%）。

图 1 截至 2018 年 11 月底国内可转债历史发行情况统计



资料来源：联合评级根据 Wind 数据整理

总体看，可转债在我国发展历程较短，而且较长时间内处于摸索阶段，虽然近两年，可转债呈爆发式增长，但相比每年发行量过千只的公司债券，未来可转债仍有较大发展空间。

## 二、可转债条款分析

可转债在条款上较一般公司债券通常会增加转股期限、向下修正条款、回售条款以及赎回条款等条款的设置。

美国市场是全球最大的可转债市场，其可转债的发行最早可追溯到 1843 年，美国纽约 Erie Railway 公司发行了世界上第一只可转债，美国可转债发行已有 170 多年的历史，其可转债发行条款相对完善，有一定借鉴和参考意义。

### (1) 期限

可转债的期限分为存续期和转股期，其存续期与一般债券相同，指债券从发行之日起至偿清本息之日止的存续期间。转换期是指可转债转换为标的股票的起始日至结束日的期间。我国《上市公司证券发行管理办法》规定，可转换公司债券的期限最短为 1 年，最长为 6 年，债券自发行结束之日起 6 个月可转换为公司股票，截至 2018 年 11 月底，国内存续的可转债中 90% 以上是 6 年期。美国的可转换债券存续期限从 0.5 年到 30 年跨度比较大，相对来说比较分散。

### (2) 利率

可转债的票面利率一般低于相同期限的普通债券。我国可转债发行时票面利率多在 0.5% 以内，在持有期间逐年递增。美国市场上通常设计的票面利率为同等风险下市场利率的 2/3 左右，票面利率差异较大，高的超过 10%，低的甚至为 0%。

### (3) 回售条款

回售条款是为投资者提供的一项保护措施。美国可转债的回售条款非常苛刻，大部分转债只有发生重大变化时才可以回售。而我国的可转债由于回售条款的触发价格较转股价格修正条款的触发价格低，如果发行人不希望回售出现，即可在正股股价下跌至回售条款的触发价格前向下修正转股价格以避免回售。

### (4) 向下修正条款

向下修正条款是赋予发行人的权利，由于正股价格持续走低而无法行使转股权利，对转股价格进行必要的调整。由于美国可转债的期限长且回售条款设置非常苛刻，发行人向下修正转股价格的压力较小，美国可转债向下修正的情况较少出现，即使修正一般不低于初始转股价格的 80%，而且修正的次数受到限制。我国可转债受回售条款制约，发行人向下修正转股价格的压力较大，当正股价格持续低于转股价格达到一定比例时，发行人可以向下修正转股价格，且向下修正的空间很大，

仅要求修正后的转股价格不低于每股净资产。

(5) 赎回条款

该条款的目的是为了让投资人在正股涨势非常好的情况下尽快转股。美国的赎回条款和我国赎回条款类似，但是美国的赎回条款更加宽松，根据可转债存续期的长短来决定不可赎回期的长短。而我国可转债的不可赎回期大多为半年的硬性规定，没有根据存续期的长短来设定。

总体看，通过上述对中美可转债条款的对比分析，我国可转债和美国的可转债在条款设计上存在差异较大。就债券隐含属性来看，我国可转债具有明显的促使投资者转股的动机，类似于间接性扩股融资，而美国转债的债券性质更强。

三. 国内存续可转债相关条款设置情况

通过对截至 2018 年 11 月底，我国证券交易市场存续的可转债主要条款进行对比发现，我国可转债的条款设计比较单一，条款较为趋同，投资者针对可转债的期限、票面利率等没有很多选择的空空间。除满足证监会关于可转债发行的相关规定外，目前公开市场交易的可转债中略有差异的条款对比如下：

表 1 截至 2018 年 11 月底国内可转债相关条款设置情况

主要条件		选项 1	选项 2	选项 3	选项 4
赎回	赎回触发计算最大时间区间[天]	30	--	--	--
	赎回触发计算时间区间[天]	20	15	--	--
	赎回比例	130%	125%	--	--
	赎回期间	转股期内	--	--	--
修正	重设触发计算最大时间区间[天]	30	20	--	--
	重设触发计算时间区间[天]	20	15	10	--
	触发比例	70%	80%	85%	90%
	修正	存续期内			
回售	回售触发计算最大时间区间[天]	30	--	--	--
	回售触发计算时间区间[天]	30	--	--	--
	回售比例	80%	70%	50%	--
	条件回售期间	到期前 2 年	到期前 4 年	--	--

资料来源：联合评级根据 Wind 数据整理  
注：天数均为交易日

从条款具体使用情况看，截至 2018 年 11 月底，有条件赎回条款的可转债设置的赎回触发计算最大时间区间均为 30 天（见下表），触发计算时间区间设置为 15 天的占绝大多数，触发比例多设置为 130%，即“发行人股票价格连续 30 个交易日中至少有 15 个交易日的收盘价不低于当期转股价格的 130%，发行人有权按照发行的可转债面值加当期应计利息的价格赎回全部或部分未转股的可转债”。目前，有条件赎回条款对投资者转股的促进作用差异不大。

表 2 有条件赎回条款的可转债分布情况

赎回触发计算最大时间区间 30 天
-------------------

触发比例 \ 触发计算时间区间	125%	130%	合计
	15 天	1	100
20 天	--	10	10
合计	1	110	111

资料来源：联合评级根据 Wind 数据整理  
注：天数均为交易日

从有转股价格特别向下修正条款的可转债相关条款分布看（见下表），截至 2018 年 11 月底，国内公开市场存续的可转债转股价格重设触发计算最大时间区间有 20 天和 30 天两种，其中以 30 天居多。转股价格重设触发计算最大时间区间为 30 天的可转债通常触发计算时间区间集中在 15 天，触发比例的设置方面有 80%、85% 和 90% 三档，重设触发计算最大时间区间 30 天的可转债触发比例以 80% 和 85% 居多。而重设触发计算最大时间区间 20 天的可转债触发计算时间区间全部为 10 天，触发比例设置通常较高，现存均为 90% 和 85%。

表 3 有向下修正条款的可转债分布情况

重设触发计算最大时间区间 30 天				
触发比例 \ 触发计算时间区间	80%	85%	90%	合计
	10 天	1	1	1
15 天	36	25	20	81
20 天	3	2	1	6
合计	40	28	22	90

重设触发计算最大时间区间 20 天				
触发比例 \ 触发计算时间区间	80%	85%	90%	合计
	10 天	--	6	15
合计	--	6	15	21

资料来源：联合评级根据 Wind 数据整理  
注：天数均为交易日

国内存续可转债中少量可转债未设置有条件回售条款，例如“张行转债”。有条件回售的期间多设置为最后两个计息年度。从有条件回售条款的可转债相关条款分布看（见下表），截至 2018 年 11 月底，国内存续的可转债设置的回售触发计算最大时间区间和触发计算时间区间均为 30 天，触发比例多设置为 70%，即“公司股票在任何连续三十个交易日的收盘价格低于当期转股价格的 70% 时，可转债持有人有权将其持有的可转债全部或部分按债券面值加上当期应计利息的价格回售给公司。”

表 4 有条件回售条款的可转债分布情况

回售触发计算最大时间区间 30 天				
触发比例	50%	70%	80%	合计
触发计算时间区间				
30 天	1	97	3	101

资料来源：联合评级根据 Wind 数据整理  
注：天数均为交易日

以转股价格特别向下修正条款和有条件回售条款的触发比例差和触发计算时间差组成矩阵，其中左上角将代表条件回售条款对转股价格特别向下修正有很强的约束作用，缩短了公司转股价格下修条款的修正反应时间，发行人潜在的回售风险增加；反之右下角代表上述约束作用较小，给与发行人较为充足的反应时间。从转股价重设和回售计算时间差和比例差矩阵分布来看，现存可转债主要集中在中部区域，整体来看反应时间较为充裕，触发回售的概率较低。

表 5 转股价格重置与条件回售条款对比

重置和回售比例差	0%	5%	10%	15%	20%	25%	30%	合计
重置和回售计算时间差								
10 天	--	--	3	2	1	--	--	6
15 天	1	--	26	24	20	--	--	71
20 天	--	2	--	5	16	--	1	24
合计	1	2	29	31	37	0	1	101

资料来源：联合评级根据 Wind 数据整理  
注：天数均为交易日

总体看，由于国内可转债发展时间较短，债券主要条款设置趋同，条款设置灵活性较低。

#### 四、国内可转债信用级别与主体级别信用水平分布

截至 2018 年 11 月底，国内存续的可转债发行人主体级别呈钟形分布，集中于 AA+、AA 和 AA-，与普通公司债券参与者总体信用水平分布情况基本相同。存续的可转债债项级别高于主体级别的共 15 只（占 13.51%）。

表 6 截至 2018 年 11 月底存续期可转债级别分布情况

债项级别	AAA	AA+	AA	AA-	A+	合计
主体级别						
AAA	7	--	--	--	--	7
AA+	3	22	--	--	--	25
AA	--	1	45	--	--	46

AA-	--	--	6	20		<b>26</b>
A+	--	--	1	3	2	<b>6</b>
A	--	--	--	--	1	<b>1</b>
<b>合计</b>	<b>10</b>	<b>23</b>	<b>52</b>	<b>23</b>	<b>3</b>	<b>111</b>

资料来源：联合评级根据 Wind 数据整理

若剔除担保及增信条款的因素，未附加增信条款的可转债中，发行时债项级别高于主体级别的可转债共 5 只（见下表），均为提升一个小级别，以“AA-”提升至“AA”的债项为主。从下列 5 只可转债的条款设置来看，转股价格下修条款中触发比例设置为当期转股价格 90%，属于目前国内可转债中较易触发转股价下修条款的条件。条件回售条款触发比例设置为当期转股价格的 70%，为发行人转股价格的修正预留了较大的时间和空间，较难触发回售，有利于可转债最终转股。

表 7 发行时债券级别与主体级别存在差异的可转债主要条款设置（无增信措施）

简称	久其转债	盛路转债	科森转债	星源转债	三一转债
主体	AA-	AA-	AA-	AA-	AA
债项	AA	AA	AA	AA	AA+
条件赎回条款	①转股期内，如果公司 A 股股票连续 30 个交易日中至少有 15 个交易日的收盘价格高于当期转股价格的 130%； ②未转股余额不足 3,000 万元。				
转股价格下修条款	存续期内，当公司股票在任意 30 个连续交易日中至少 15 交易日的收盘价格低于当期转股价格 90%	存续期内，当公司股票在任意 20 个连续交易日中至少 10 交易日的收盘价格低于当期转股价格 90%			
条件回售条款	最后 2 个计息年度，如果公司股票在任何连续 30 个交易日的收盘价格低于当期转股价格的 70%				

资料来源：联合评级根据 Wind 数据整理

总体看，若可转债条款设置倾向易于转股的实现，对减轻发行人本次债券的偿付压力，增强发行人资本实力，提升本次债券信用水平有一定积极意义。但从目前存续的可转债信用级别看，可转债信用水平主要由发行人信用水平以及担保增信措施决定，债券条款设定对债券最终级别的提升不具有普遍性。

## 研究报告声明

联合信用评级有限公司（以下简称“联合评级”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券市场资信评级业务资格。

联合评级在自身所知情范围内，与本研究报告中可能所涉及的证券或证券发行方不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

本研究报告中的信息均来源于公开资料，联合评级对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本研究报告所载的资料、意见及推测仅反映联合评级于发布本研究报告当期的判断，仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本研究报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。使用者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本研究报告所载内容和信息并自行承担风险，联合评级对使用本研究报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本研究报告版权为联合评级所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为“联合信用评级有限公司”，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本研究报告的，联合评级将保留向其追究法律责任的权利。