

联合研究报告

2011年12月

可转债及其信用评级研究



联合资信评估有限公司
China Lianhe Credit Rating Co., Ltd.

可转债及其信用评级研究

联合资信评估有限公司 刘静

我国《上市公司证券发行管理办法》（以下简称《管理办法》）中对可转债是这样定义的：可转换公司债券，是指发行公司依法发行、在一定期间内依据约定的条件可以转换成股份的公司债券。可转债作为一种成熟的融资工具已有一百多年的历史，在资本市场上发挥着重要的作用。目前美国是世界上可转换债券发行规模最大的国家，我国 90 年代以后才出现可转债融资。

一、可转债的要素

可转债一般有以下几个要素：

（1）期限、面值、票面利率。《管理办法》规定可转债的期限最短为一年，最长为六年，每张面值一百元。通常可转债的票面利率低于不可转换债券的票面利率，通常为同期银行存款利率的一半左右。

（2）转换比率和转换价格。转换比率和转换价格是可转债能否转股成功的核心。转换价格过高，降低可转债的投资价值，转换价格过低，加大了公司股权及盈利的稀释程度，损害原有股东的利益。通常公司发生股份拆分、公司合并、配股或发行新股、增发可转债、送股、派息等情况时，转股价格作适当调整。

（3）转股期限。转股期限由公司根据可转换公司债的存续期限及公司财务状况确定，《管理办法》规定可转换公司债自发行结束之日起六个月后方可转换为公司股票。

（4）提前赎回条款。《管理办法》规定上市公司可按事先约定的条件和价格赎回尚未转股的可转换公司债。这是保护发行人及其原股东利益的一种条款。赎回条款一般包括四个要素：第一是不赎回时期，指发行后到第一次赎回的时间。时间越长，股票增值的可能性越大，越有利于投资者。第二是赎回时期，可转债结束不可赎回期后进入赎回期。第三是赎回价格，赎回价格一般是可转债面值的 103%~106%，发行时间越长，赎回价格越低。第四是赎回条件，通常当股票的价格达到或超过转换价格一定幅度并持续一段时间后，发行人可以行使赎回权。

(5) 回售条款。《管理办法》规定投资者可按事先约定的条件和价格将所持债券回售给上市公司。当公司股票在一段时间内连续低于转股价格达到一定幅度，投资者可以以高于面值的一定比例向发行人出售可转债。这是投资者向发行人转移风险的一种方式。回售条件对可转债的投资价值至关重要，回售条件一旦发生，投资者的利益能得到更好的保护。

(6) 向下修正条款。当股票价格表现不佳时，该条款允许在预定的期限里将转换价格向下修正，这是保护投资者利益的条款。

二、可转债的基本特征

可转债由普通的公司债券与股票的买入期权复合而成，位于融资系列的中间位置，既可以带有更多的债券特点，也可以具有更多的股权特点。可转债具有普通公司债券的一般特征，需要定期偿还本金和支付利息，此外还有一些不同于普通债券的特点：

(1) 可转债具有债务和股权两种性质，二者密不可分。可转债可以转换成公司普通股，因此转换前属债券，转换后属股票。对投资者来说，转换前为债权人，享受利息，转换后为股东，获得红利和资本收益。

(2) 比普通公司债券低的固定利息。可转债的票面利率通常低于一般公司债券利率，有时甚至低于同期银行存款利率。这是因为除了债券的利息收益外，还附加了股票买入期权的收益。

(3) 投资者买入期权：可转债在一定条件下可转换为公司股票，本质上属于一种股票期权。

(4) 投资者卖出期权，可转债一般有回售条款设计，投资者可以在某一指定日期按约定价格将债券出售给发行人。

(5) 发行人赎回期权，可转债一般有赎回条款，发行人可按事先约定的条件和价格赎回尚未转股的可转债。发行人在股价大幅高于转股价的情况下行使赎回权迫使投资者将债券尽快转股。

(6) 较低的信用等级和有限避税权利。可转债是一种凭发行人信用发行的债券，当公司破产时，可转债对资产的索赔权一般都后于其他债券，而仅优先于公司优先股，

因此信用等级一般比公司发行的其他不可转换的公司债券要低。可转债在转股之前，公司支付的债息可作为固定开支，计入企业成本，避免缴纳所得税。

可转债具有债权和股权的双重属性，可转债要素的设计会对可转债的债权性和股权性的强弱产生不同程度的影响。评估可转债债权性和股权性的强弱，可以从以下几个要素来考虑。

(1) 票面利率。在其他条件相同的情况下，可转债票面利率越高，对投资者吸引力越大，越有利于发行成功和投资人持有，可转债的债性就越强；同时，较高的票面利率会使投资者转股动力下降，可转债的股权性下降。同样的票面利率，利息的支付方式不同，对可转债的债权性和股权性也有影响。在可转债采用折价发行的情况下，折价部分相当于利息的提前支付，在未来的时间里，折现率越高，提前支付的利息越有价值，可转债的债权性越强。

(2) 转股溢价。转股溢价水平是衡量可转债的债性与股性强弱的一个重要指标。转股溢价越低，股价就越有可能在较短的时间内上涨到转股价格，从而实现转换，可转债的股权性就越强，相应的债权性就越弱。

(3) 向下修正条款。向下修正条款允许在一定条件下向下修正转股价格。该条款可以加速转股过程，但容易导致基础股价的下跌，使用的次数越多，修正幅度越大，可转债的债权性越弱，股权性越强。

(4) 强制性转股条款。附带强制性转股条款的可转债相当于提前发行的股票，可转债持有人不能在债券到期时要求返还本金，只能在转换期内将可转债转成股票，是“必转”，而不是“可转”，这类可转债的股权性最强，债权性最弱。

另外，发行规模对可转债的债权性和股权性也是有影响的。一方面，相对于总股本而言，较大的发行规模会有较大比例的转股，产生股权稀释效应，减弱可转债的股权性；另一方面会有更多的可转债持有者最终选择不转股，税盾效应会增加每股收益，增强股权性。一般而言，在一个平稳发展的市场中，稀释作用大于税盾效应，从而增强可转债的债权性。

三、我国可转债市场发展历程

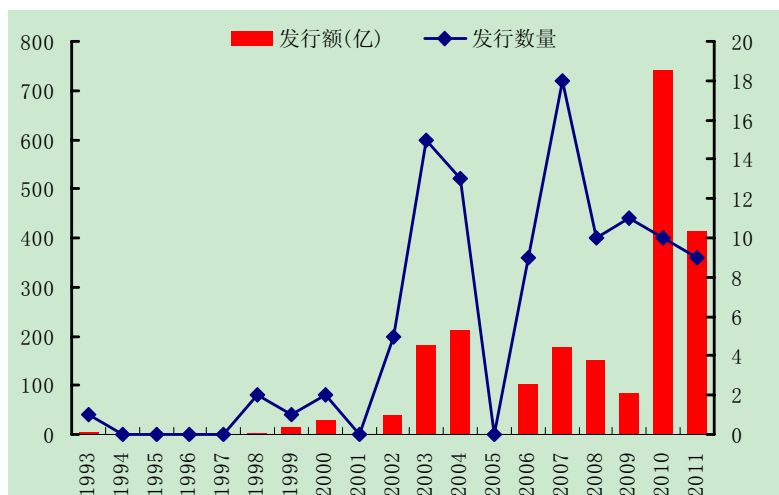
我国可转债市场从 20 世纪 90 年代初期起步。1991 年 8 月，琼能源在深圳发行了 3000 万元可转债，并于 1993 年 6 月上市交易，最终以 30% 转股成功。之后，1992 年 11 月，中国宝安集团股份有限公司在国内证券市场第一次公开发行了总额为 5 亿元的 3 年期可转债，并于 1993 年 2 月 10 日上市交易，成为我国第一只上市交易的可转债，1993 年 6 月 1 日宝安转债进入转股期，转股价格为 19.392 元/股，每手宝安转债(2500 元/手)可转换 128 股宝安股票，同时每手退还现金 17.82 元，但由于其转换价格过高，仅有 2.7% 的可转债转股，剩余的 97.3% 到期赎回。由于深宝安可转债转股的失败，我国可转债市场的发展基本上处于停滞状态。

1997 年 3 月，《可转换公司债券管理暂行办法》出台，我国可转债市场重现生机。1998 年-1999 年间，南化转债、丝绸转债、茂炼转债等由非上市公司发行的可转债先后登陆中国沪深交易所进行交易，这类转债没有事先确定的转股价格，其转股价取决于股票公开发行价格，一般定为 IPO 价格的 92-98%。非上市公司以发行可转债的方式进行募资，具有较大的风险，可转债能否转股很大程度取决于发行者能否按计划上市。茂炼转债就是一个典型的例子，由于公司股票未能按照预期于 2003 年 7 月 27 日前上市交易，根据有关条款，茂炼转债持有者只能将其持有的茂炼转债回售给公司。2000 年，机场转债、鞍钢转债上市，上市公司发行可转换债券才得以恢复。

2001 年 3 月，我国证监会开始实行核准制，融资和再融资方式发生了根本性的变革，同年 4 月，证监会出台了《上市公司发行可转换债券实施办法》及三个配套文件，2002 年，阳光转债的发行，成为核准制下发行的第一家可转债，但是随后可转债市场的发展并不顺利。在 2002 年遭受冷遇后，修改了可转债条款，提高了可转换债券的投资价值，可转债市场开始起步发展，2003 年和 2004 年是可转债快速发展的两年。

2005 年由于股权分置改革，可转债的发行处于停顿状态。2006 年 5 月 8 日，中国证监会正式发布实施《管理办法》，对发行可转债的公司资质、财务指标、可转债期限、面值、信用评级、债券担保、转换期限、转股价格、向下修正条款等做出了明确具体的要求。《管理办法》的发布使我国的可转债市场迎来又一个繁荣期。

1993 年至今我国境内公开发行可转债共 106 支，规模达到 2160.9 亿，截止到 2011 年底，已退市 67 支，存量尚有 1364.69 亿。可转债历年发行情况见图 1。



数据来源: wind 资讯

图 1 1993 年至今我国境内可转债发行情况

除了国内市场外,内地公司也尝试了通过发行可转债在国际资本市场上进行融资,1993 年,中纺机 B 股、深南玻 B 股在瑞士成功发行了可转债,此后,庆玲汽车、镇海炼油、华能国际和中国移动也在先后国际资本市场通过发行可转债的方式募集资金。

四、美国可转债市场概况

可转债起源于美国,一百多年前美国铁路公司首次发行了可转债,到了 20 世纪 70 年代,可转债在国际市场得以快速发展,现代意义的可转债基本上开始定型。国外的可转债市场例如美国、欧洲和日本的市场由于起步早,发展较为完善,是较为成熟的可转债市场。

美国是世界上最大的可转债市场,目前市场的存量达到 2400 亿美元,从 1980 年至今,累计发行量达 4042 亿美元。2006、2007 年发行量增长迅猛,而 2008 年之后有所降低,虽然发行额有所下降,但发行数量却不断上升,近两年美国可转债市场以发行中小盘转债为主。美国可转债发行情况见图 2。

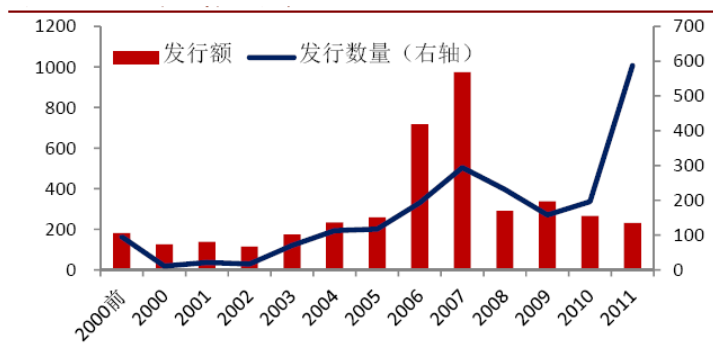


图 2 美国可转债发行情况

从可转债发行人行业分布来看，可转债市场为大量高新技术企业的快速成长提供了融资渠道。急需大量资金的高风险行业企业特别青睐可转债这种筹资方式。美国的数据显示，高成长高风险性行业(如 IT 和生命科学行业)、资本密集型行业(如电信和医疗保健行业)以及资本成本较为昂贵行业(如金融和消费品行业)中的企业，最愿意发行可转债。

发行可转债可采用公募和私募两种形式。可转债的交易主要采用做市商机制，通过 OTC 方式进行交易，美国的可转债被分成了两种，一种为非注册可转债，按美国证券交易委员会(SEC)的 144A 法则发行,只能由有资格的机构投资者购买;另一种是在美国证券交易委员会注册的可转债，普通投资者也可以购买。目前，美国 80% 以上的可转债都是经过注册的，因此一般投资者也很容易买到。

美国市场上，可转债发行期限跨度较广，多集中于 3-10 年之间；票面利率一般为同等风险情况下市场利率的 2/3 左右，票面利率在 0-5% 之间，也有一部分可转债的票面利率为 0；美国的赎回条款比较宽松，发行若干年（通常是 5-7 年）后，公司有权利全部或部分赎回可转债；美国可转债的回售条款比较苛刻，大部分可转债只有发生重大变化时才可以回售；一般只有在发行人股份发生实质性变化，如送股、转增股、增发新股和配股时才进行转股价格的修正；有些可转债会设计特殊条款，比如或有转股条款，必须转股条款，票息浮动条款等。

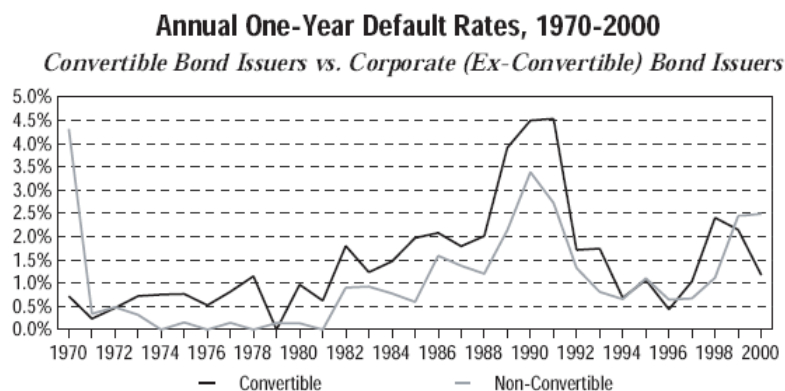
可转债被视为无抵押公司债券，通常不需要担保，投资风险完全由投资者承担，美国的可转债基本没有担保，但是个别情况下也会存在担保或抵押。国际上通常对可转债都有比较完善信用评级。

五、可转债的信用评级

西方发达国家已广泛采用可转债的评级制度。在美国，公开发行的并通过证券交易所进行交易的可转债，一般都要经过评级。日本在 1988 年以前对于可转债的发行既要求满足一定条件，同时又要求进行评级，对于评级为 BBB 级(含 BBB 级)以上的可转换债券无担保要求，BB 级(不含 BB 级)以下的可转债的发行需要提供担保，1988 年以后，条件放宽，评级成为可转债发行的唯一条件。

美国可转债信用评级综合考虑发行人经营业绩、盈利能力、偿债能力以及信用等情况。由于可转债的清偿顺序仅高于普通股、优先股和可转换优先股，因此其信用风险比一般的债券要高，信用等级低。

根据穆迪对 1970-2000 年发行的可转债的违约和回收情况统计，1970-2000 年，一共有 280 支可转债发生违约，违约金额达到 86.7 亿美元，而且行业分布广泛。资本结构中有可转债的发行人违约率高于资本结构中没有可转债的发行人，投机级可转债发行人与非可转债发行人的违约率没有显著差异。可转债的回收率明显低于非可转债，平均回收率 29%，而其他的固定收益债券平均达到 43%。历史数据统计表明，可转债的损失率远高于非可转债，可转债一年的损失率平均是 1.05%，非可转债这一数据是 0.63%。由于与其他债券相比，可转债的偿付顺序劣后，导致了可转债的预期损失率较高，因而可转债的信用等级一般比其发行人的信用等级低两个或两个以上等级。可转债与非可转债发行人的违约率对比见图 3。



摘自 moodys 《Default and Recovery Rates of Convertible Bond Issuers:1970-2000》

图 3 1970-2000 可转债与非可转债一年期违约率对比

可转债评级，其根本含义是可转债的违约可能性及损失的大小。与普通公司债相比，按照国外的统计和可转债的劣后性质（考虑其转为股票的概率和趋势），其违约损失率明显高于普通债。从违约可能性的角度看，可转债与普通公司债相比，企业违约的可能性基本是相同的（无担保时），只有在短期内可转债全部转为股票之后，企业信用质量有可能提升，违约率有可能下降。如果从稍长一个时期看，企业信用质量当然也可能稳定，也可能下降。因此，综合考虑，可转债的信用等级原则上不应高于普通公司债无担保。

有的人认为，如果可转债到期之前，投资者全部转为股票，那么债券就不需要偿还，可转债的信用等级由于可转债转为股本而增加了企业的权益，提高了企业的信用质量，因此，可转债信用等级要高于普通公司债。这种观点的成立实际上需要非常严格的一系列假设：第一，可转债要在短期内转为股票。也就是可转债发行后，一到转股期，股价就会上升，并且有投资者转股也不会导致股价下跌。第二，可转债在转股期到来之前不会发生违约。这显然不是一种谨慎和合乎逻辑的假设。即使是很高级别的企业，在一定时期内都可能出现违约。第三，投资者有很高的机会转为股票，且不会发生损失。即假定股票市场价格或修正条款可以保证投资者获利。这种假设也是很严格的。第四，企业不会进行赎回。也不会让投资者回售。一般来说，国内企业发行可转债的初衷大多是希望转股，很少愿意赎回和让投资者回售，因此一般情况下企业确实不会进行赎回或让投资者回售。但在各种条件出现时，企业可能要进行赎回或投资者要求回售。因此，彻底排除企业赎回与投资者回售的可能性是不严谨的。第五，可转债转为股票后，企业信用质量一定会提升。这种假设从静态和瞬间来看是对的，但企业实际面临着市场、环境、内部管理、财务负担、发展战略、自然灾害等各种可变因素，只考虑企业权益的增加而提升企业信用等级，假设过于严苛。第六，可转债转为股票后，与评级机构就没有关系了。实际上，评级机构首先要对企业主体评级，即使可转债转为股票了，企业违约的风险依然存在。企业如果出现违约，评级机构同样有责任。同时，如果企业发生违约，原可转债的持有人可能损失更大，因为转为股票。从以上这些严苛的假设看，可转债信用等级要高于普通公司债的概率太小了，一般的看法是，可转债的等级不应高于普通公司债，更谨慎的话，应低于普通公司债。