

## 可交换债的国内外经验及应用前景研究

---

潘妙丽 黄欢 邓舒文

资本市场研究所

2014年11月



上海證券交易所  
SHANGHAI STOCK EXCHANGE

# 目录

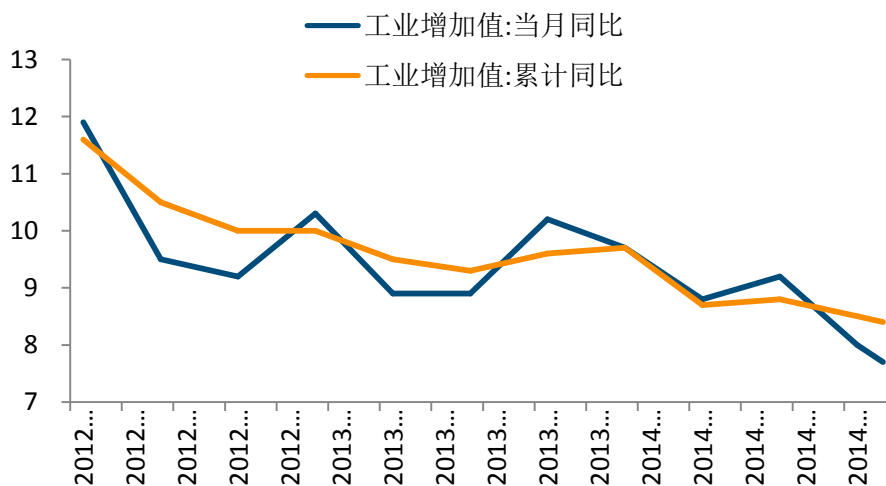
一、社会融资成本过高，制约我国社会经济发展 .....	1
二、可交换债——方兴未艾的低成本融资工具 .....	3
(一) 可交换债的基本特征 .....	4
(二) 可交换债的作用 .....	4
(三) 可交换债与其他部分低息融资工具之间的区别 .....	5
三、可交换债工具的境内外发展 .....	6
(一) 可交换债起源于美国、壮大于欧洲 .....	6
(二) 可交换债在内地的发展相对滞后 .....	7
四、应用可交换债工具的典型案例 .....	8
(一) 港台地区对可交换债工具的应用倾向于融资工具 .....	9
(二) 内地私募可交换债的发行目的各异 .....	10
1、“13 福星债”重在减持 .....	11
2、“14 海宁债”重在融资 .....	11
3、“14 歌尔债”兼顾融资和减持 .....	12
(三) 内地公募可交换债破冰——“14 宝钢 EB”配合混改 .....	12
五、可交换债在内地市场应用的前景广阔 .....	14
(一) 拓展直接融资、降低社会融资成本 .....	14
(二) 平缓非限售股减持造成的股价冲击 .....	14
(三) 助力国企混合所有制改革 .....	15

# 可交换债的国内外经验及应用前景研究

## 一、社会融资成本过高，制约我国社会经济发展

2014 年以来，我国经济面临着下滑境地，尽管二季度稳增长微刺激一定程度上对经济起到托底作用，但三季度随着稳增长短期效应的消退，经济下行风险再现，反映为 10 月投资工业数据均大幅跳水，工业企业利润也未见好转。工业投资跳水的背后是地产、制造业的不景气，而基建投资受制于财政收入，四季度也难以大幅改善。

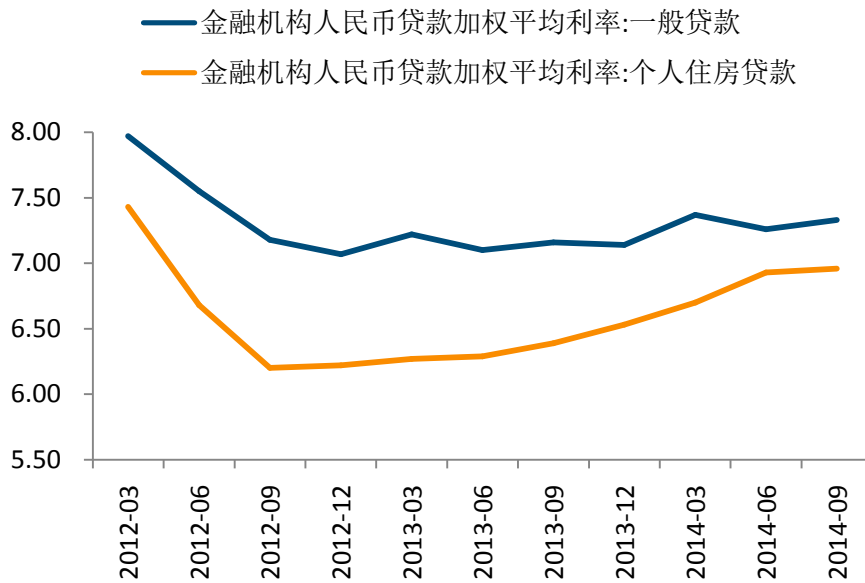
图表 1 工业增加值同比增长描述



数据来源：WIND

当下地产销量和地产投资的低迷与房贷利率的高企有关，而制造业的低迷一方面在经济下行中需求的下降，另一方面也由社会融资成本高企所致。

图表 2 贷款利率走势描述

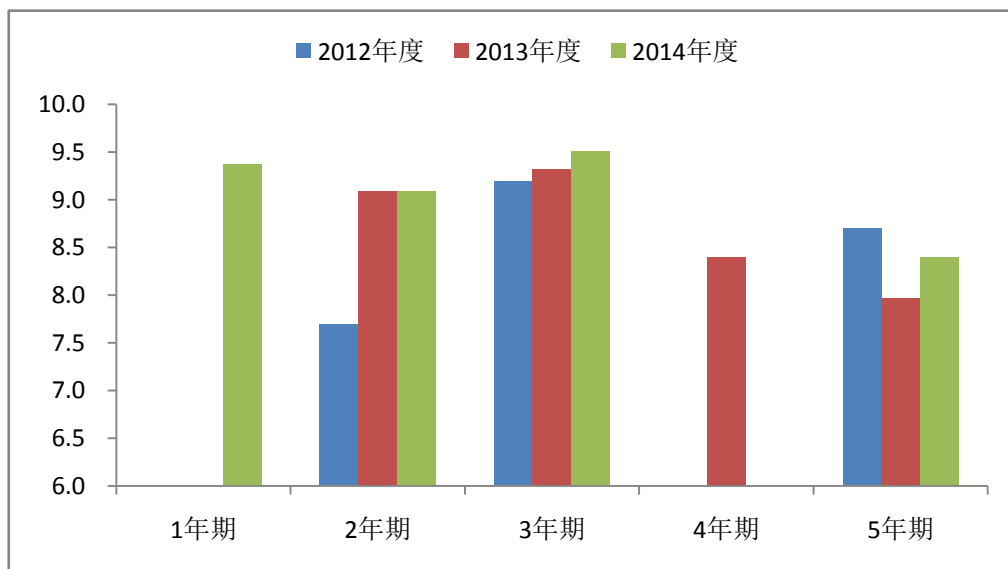


数据来源: WIND

在贷款利率仍较高而非标融资渠道又受制约的当下,大力发展直接融资、并降低社会融资成本是托底经济下行、推动经济转型过程中非常重要的部分。

企业私募债是另一种常见的融资方式。如下图所示,2012年以来,1年期至5年期的私募债票面利率平均值均在8.0%以上。

图表 3 企业私募债利率描述(按发行年份)



数据来源: WIND

自 2012 年以来，在沪深两家交易所和浙江股权交易中心上市的中小企业私募债广受欢迎，但是，9%左右的票面利率仍然相对较高。

图表 4 中小企业私募债融资利率

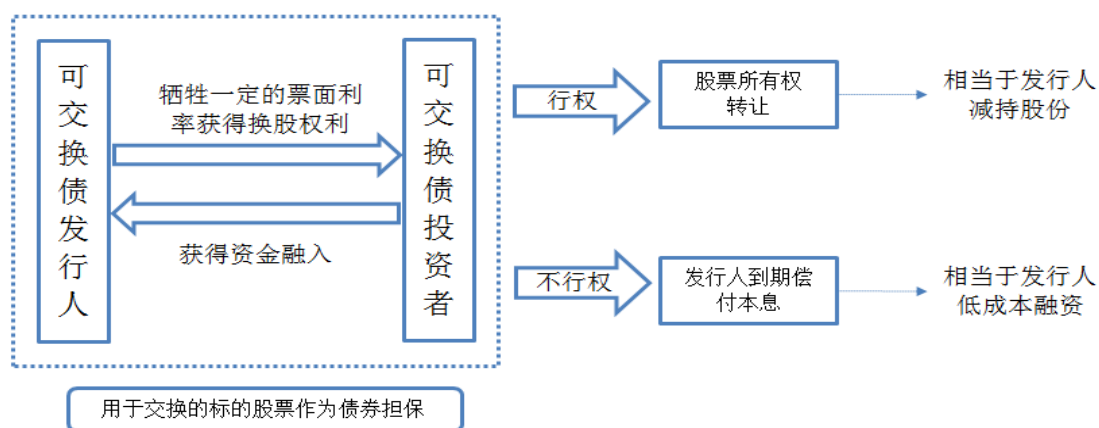
债券分类		债券数量	票面利率 (%)	
			中位数	均值
债券期限	一年期	9	10.00	9.70
	两年期	106	9.20	9.17
	三年期	234	9.35	9.34
发行时间	2012 年	39	9.00	9.14
	2013 年	170	9.30	9.28
	2014 年	140	9.50	9.36
上市交易地点	上海证券交易所	244	9.38	9.32
	深圳证券交易所	104	9.30	9.25
	浙江股权交易中心	1	9.80	9.80

数据来源：同花顺 iFIND

## 二、可交换债——方兴未艾的低成本融资工具

可交换债全称为“可交换他公司股票”的债券”，是指上市公司股份的持有者通过抵押其持有的股票给托管机构进而发行的公司债券，该债券的持有人在将来的某个时期内，能按照债券发行时约定的条件用持有的债券换取发债人抵押的上市公司股权。可见，可交换债券是一种内嵌期权的金融衍生品。

图表 5 可交换债工具示意图



---

## （一）可交换债的基本特征

可交换债工具的基本特征主要包括三个方面。第一，可交换债的标的股票并非发债人自身公司的股票，而是发债人作为股东持有的其他公司的股票。也即：可交换债券和其标的股票分别属于不同的发行人，一般来说可交换债券的发行人是控股母公司，而转股标的股票的发行人则为上市子公司。第二，可交换债券的标的股票是母公司所持有的子公司股票，为存量股。发行可交换债券一般并不增加其上市子公司的总股本，但在转股后会降低母公司对子公司的持股比例。第三，由于可交换债券给投资者一种转换股票的权利，其利率水平与同期限、同等信用评级的一般债券相比要低。

## （二）可交换债的作用

可交换债作为一种方兴未艾的低成本融资工具，对上市公司股东、投资者和股票市场都具有一定的积极意义。

对上市公司股东来说：**（1）可交换债工具为其债务融资提供了一种相对成本较低的渠道。**由于可交换债券含有认股期权，因此其发行利率一般会大幅低于普通公司债券的利率或者同期银行贷款利率，可以为发行人节约大笔利息支出。**（2）可交换债工具为其提供了一种新的流动性管理工具。**一些上市公司的股东因经营上出现暂时的资金困难，可以通过发行可交换债券获得所需资金，而无需抛售股票。**（3）可交换债工具为其降低了股票减持中的风险。**债券投资者将在一定时间内分散逐步交换其持有的股票，对发债主体来说，可避免直接抛售大量股票造成股价下跌带来的损失以及不能变现的风险。

---

对投资者来说，可交换债券在一定程度上丰富了债券品种，为投资者提供了新的固定收益类投资产品，增加了投资渠道。可交换债券的特点是，投资人同时获得了按照票面利率享受利息和按换股价格交换股票的期权。股票价格上涨，可以分享股价上升的收益；股票价格下跌，投资者可以当作债券长期持有至到期。风险分散和平滑的特点，使得可交换债券比较适合追求稳定收益的投资者，特别是证券投资基金、保险资金、社保基金、养老基金、企业年金等。

**对股票市场来说：（1）可交换债的发行可以缓解市场冲击。**可交换债的发行使得债券投资者将在一定期限后分散逐渐交换成标的股票，这样可以避免直接对二级市场形成冲击，缓解大规模股票交易对市场价格形成机制的冲击。**（2）可交换债的发行可以稳定市场预期。**可交换债实现锁定了未来的换股价格，该特点决定了其持有者大多数是长期看好公司、对换股价格较为认同、具有价值判断能力的投资机构，这有利于稳定市场预期，引导投资理念的长期化和理性化。**（3）可交换债的发行可以推动信息披露。**可交换债的发行利于提高大股东信息披露透明度。以前融资仅是上市公司层面的行为，而可交换债的出现，意味着大股东也可以来融资，并设置了一些相关信息披露的义务。作为一个债券发行人，大股东的财务状况、资金变动等信息将更加透明。尤其是考虑到风险控制的问题，更有利于投资者了解作为融资主体的大股东的状态。

### **（三）可交换债与其他部分低息融资工具之间的区别**

可转债和可分离交易转债都是比较重要的低息融投资工具，可交

换债与他们二者之间的主要区别如下表所示。

图表 6 可交换债、可转债以及可分离交易转债的区别

对比条件	可交换债	可转债	可分离交易转债
债券发行人是否是股票发行人	否	是	是
融资额	本次发行后累计公司债券余额不得超过最近一期净资产额的 40%； 本次发行后累计公司债券余额不得超过最近一期净资产额的 40%，且债券的金额不超过预备用于交换的股票按募集说明书公告日前 20 个交易日均价计算的市值的 70%	本次发行后累计公司债券余额不得超过最近一期净资产额的 40%	
转股价	公司债券交换为每股股份的价格应当不低于公告募集说明书日前 20 个交易日公司股票均价和前一个交易日的均价		
转换期	至少 12 个月后方可交换为预备交换的股票	至少 6 个月后方可交换为发行公司的股票	至少 6 个月后方可行权认购股票
存续期	期限最短为 1 年，最长为 6 年		
票面要素	有效期限和转换期限、股票利率或股息率、转股比例或转换价格、赎回条款与回收条款、转换价格修正条款		
转股是否会摊薄	否	是	是
是否附带可分离交易的认购权证	否	否	是

### 三、可交换债工具的境内外发展

#### (一) 可交换债起源于美国、壮大于欧洲

可交换债起源于 20 世纪 70 年代初的美国。据统计，美国市场在 1971 至 2001 年间共发行了 112 只可交换债，总规模约 400 多亿美元。

其标的股票包括发行公司的母公司、子公司、纯股权投资的公司或潜



---

在的收购对象等。交割方式包括股票交割、现金交割和混合交割等三种方式。

相比之下，可交换债在欧洲的出现较晚，但无论是数量还是规模方面都后来居上：在 1998 年至 2001 年间，欧洲约发行了约 1120 亿欧元的可交换债，占其可转债市场的三分之一左右。到 2005 年年中，全球可交换债的规模达到约 1000 亿美元，其中，欧洲市场占据了绝对优势，约占 71%，美国占 14%、亚洲占 13%。

## （二）可交换债在内地的发展相对滞后

在内地市场，可交换债工具的研究和讨论虽已耗时六年，但实践方面才刚刚起步，发展相对滞后。

中国证监会在 2008 年 9 月 5 日公布了《上市公司股东发行可交换公司债券的规定（征求意见稿）》，该产品正式登上中国证券市场的舞台。当时监管层推出可交换债试点主要目的在于借助该产品的特性解决大小非减持的问题。为大小非提供融资途径，并通过市场机制解决股权卖出时机问题，从而减小直接减持对股市的冲击及引发的恐慌。不过，时过境迁，加上对股票质押有效性存在很多质疑，最终不了了之。

但是，在 2013 年“盘活存量”的大背景下，可交换债工具的推动又重新提上了日程。与资产证券化等资产相似，可交换债可以看作是对存量股权的一种盘活方式。事实上，股权质押回购以及沉淀股权的“市值管理”业务已经较为普遍，可交换债提供了一种更具流动性、质押率更高的选择。而这种融资方式对股市的冲击较直接减持股票明

显更小。至于市场之前担忧的股票质押有效性问题，目前股权质押式回购、约定式回购等存在相似问题的诸多产品已经客观存在，已经不是实质障碍。

目前，相关的规定和细则已基本完备，私募领域的可交换债也有了成功发行的案例，公募债券领域发行在几经尝试之后即将成功登场。

图表 7 内地可交换债发展大事记

2008-09-05	• 证监会发布《上市公司股东发行可交换公司债券的规定（征求意见稿）》；
2008-10-17	• 证监会发布《上市公司股东发行可交换公司债券试行规定》；
2009-06-24	• 国资委发布《关于规范上市公司股东发行可交换公司债券及国有控股上市公司发行证券有关事项的通知》；
2009-07-13	• 健康元公布拟发7亿丽珠集团可交换债，后未能成功；
2013-05-31	• 深交所发布《关于中小企业可交换私募债券试点业务有关事项的通知》；
2013-10-14	• 深市首只私募可交换债券“13福星债”完成发行；
2014-04-18	• 证监会明确可交换债审核流程（《中国证监会发行监管部再融资审核工作流程》）；
2014-06-17	• 上交所公布《上海证券交易所可交换公司债券业务实施细则》；
2014-08-01	• 第二只私募可交换债“14海宁债”完成发行；
2014-08-11	• 深交所公布《深圳证券交易所可交换公司债券业务实施细则》；
2014-08-25	• 天士力控股集团公告拟发行12亿可交换公司债，交换标的为天士力制药股票；
2014-09-10	• 歌尔集团发行私募可交换债“14歌尔债”；
2014-12-10	• 首只公募可交换债“14宝钢EB”发行，换股标的为新华保险A股股票，发行规模40亿。

#### 四、应用可交换债工具的典型案例

随着市场认可度的逐步提升，可交换债工具逐步出现在融资、股

---

权结构调整、投资退出、市值管理、资产流动性管理等各种资本活动中，应用广泛。尽管如此，发行人选择可交换债工具的直接目的的主要只有两个，一是实现股票减持，二是实现低价融资。具体到每一个可交换债发行的案例中，其条款的设置，往往是服务于这两种具体的发行目的。

分析中我们重点关注的是初始换股溢价率、换股期限、回售条款、赎回条款等。其中，初始换股溢价率是判断债券发行人发行目的的重要因素：换股价过高，充分说明了发行人促成换股的诚意不足。同时，换股期限过长、赎回条款不太严格等，也可以有类似的解释。此外，回售条款则在一定程度上体现了发行方在投资者保护方面的考虑。

### （一）港台地区对可交换债工具的应用倾向于融资工具

香港的可交换债市场相当部分属于柜台市场交易，由发行人与购买人签订认购协议并确定可交换债的条款。2009年12月Lead Honest公司发行的可交换债即为此种类型。其交换正股为瑞金矿业，主要面向香港及美国以外地区的专业投资者。该可交换债的发行期限为3年，发行规模3.88亿港元，年利率9%非常高，并无换股价向下修正条款；提前赎回条款分为前期“标的股票在任意连续的30个交易日中至少20个交易日的收盘价不低于初始换股价格的155%”，也即“20-30，155%”和后期“标的股票在任意连续的30个交易日中至少20个交易日的收盘价不低于初始换股价格的135%”，也即：“20-30，135%”，并无正股价过低的回售条款。

从条款设置来看，该可交换债的提前赎回较难触发，并无下修换

---

股价条款，反映出公司减持所持有正股的意愿并不充分；公司给出的票面利率高达 9%，或以票面吸引投资者。因此仅从条款判断，该债券发行人可能亟需资金，为了获得融资而发行可交换债。

类似地，2007 年台湾远东纺织股份有限公司于台北交易所发行可交换债，标的股票为其持有的亚泥股份。该可交换债发行期限 5 年，发行规模 25 亿新台币，初始换股价为基准日价格的 125%，即换股价溢价率为 25%；设有提前赎回条款“标的股票在任意连续的 30 个交易日的收盘价不低于初始换股价格的 150%”，也即：“30-30, 150%”；设有回售条款：发行 3 年后投资者可按面值要求现金回售。从条款设置判断，发行人台湾远纺的主要目的可能也是以低成本融资。

港台市场的两个案例均显示，其可交换债发行时初始换股价都存在溢价，且票面利率不低、提前赎回边界要高于我国的现存转债。可见，其可交换债工具运用主要是便于发行人进行低成本的融资活动。同时，海外市场的可交换债条款灵活性较大，还可以增加税务理由赎回、现金交割等条款。

## （二）内地私募可交换债的发行目的各异

目前内地已成功发行的三款私募可交换债，因其具体条款设置的不同，显现出其各自发行目的的差异。“13 福星债”的发行质押率达到 100%，基本无溢价发行，换股条件优厚；“14 海宁债”则发行溢价较高，融资倾向更为显著；“14 歌尔债”的发行质押率高达 143%，无溢价发行，票面利率低，兼顾融资和减持两个方面。

---

## 1、“13 福星债”重在减持

2013 年 10 月，第一支中小企业私募可交换债“13 福星债”在深交所发行。该可交换债由武汉福星生物药业发行，发行期限 1 年，发行规模 2.565 亿元，标的正股（同时也是质押担保）为福星药业持有的 1000 万股福星晓程股票，占福星药业持有福星晓程股份总数的 100%，占福星晓程总股本的比例为 9.12%。初始换股价 25.65 元，基本无溢价，票面利率 6.7%，换股期为发行后 6 个月后。

单纯从条款上推断可知，发行人设置了转股期前的赎回条款，说明其不愿意放弃高位减持的权利。

依据约定，“13 福星债”于 2014 年 4 月 14 日进入换股期。据统计，截止今年 7 月底，投资者已全部换股完毕，并获得 10.69%左右的平均换股收益率。

## 2、“14 海宁债”重在融资

2014 年 8 月，第二支中小企业私募可交换债“14 海宁债”也于深交所发行，发行规模 3.6 亿元，发行期限 2 年，用于交换的标的正股是持有的 2000 万股海宁皮城股票，票面利率 7.3%，债项评级 AA+；换股价 18 元，换股期为发行结束后 12 个月后，无换股价向下修正条款；并设有换股期前和换股期内两种提前赎回条款，以及回售条款。

根据 14 海宁债的发行方案，“本期私募债券的初始换股价格不低于债券发行日（2014 年 7 月 31 日）前 1 个交易日标的股票收盘价的 90%以及前 20 个交易日收盘价的均价的 90%，且不低于发行前 1 个交易日、前 20 个交易日、前 30 个交易日标的股票均价中的最高

---

者”，该可交换债券的最低换股价约为 13.14 元。而方案确定的初始换股价为 18 元，换股价的溢价率高达 37%。由此可见，其促换股、减持正股的意愿要较 13 福星债低，融资的意图更强。

### 3、“14 歌尔债”兼顾融资和减持

2014 年 9 月，歌尔集团以其持有的 5980 万股歌尔声学股票发行 12 亿元的私募可交换债，发行期限 3 年，票面利率 2.5%。初始换股价为 28.70 元/股，相较于发行方案中的最低换股价 28.66 元/股，几乎是零溢价发行。

“14 歌尔债”设有到期赎回条款：在期满后 5 个交易日内，发行人将以本期可交换债票面面值上浮 8%（含最后一期利息）的价格向投资者赎回全部为换股的可交换私募债券。该条款部分弥补了债券票面利率过低导致的纯债价值低的缺陷，提高了债券吸引力。同时，优厚的到期赎回条款，还可以有效缓解债券存续期的回售压力。

### （三）内地公募可交换债破冰——“14 宝钢 EB”配合混改

2014 年 12 月 10 日，宝钢集团有限公司发行 40 亿元可交换公司债券“14 宝钢 EB”，票面利率 1.5%，成为国内首单公募可交换债。其用于交换的股票标的为新华保险 A 股股票。

目前宝钢集团共持有新华保险 A 股股票约 4.71 亿股，占新华保险 A 股股本的 15.11%，均为非限售流通股，按发行公告当日（2014 年 12 月 8 日）的收盘价 43.98 元计算，市值约 207 亿元。本次可交换公司债券拟以 1.65 亿股新华保险 A 股股票作为债券担保物，占宝钢集团所持新华保险 A 股股票的 35%，并不超过 50%。

图表 8 宝钢集团可交换公司债发行条款

发行日	2014-12-10
到期日	2017-12-9
期限	3 年
换股期限	2 年
起始换股日期	2015-12-12
保荐人	中国国际金融公司
评级机构	中诚信证券评估公司
信用评级	AAA
担保	新华保险 A 股股票及其孳息
发行规模	40 亿
票面利率	1.5%
利息补偿	1.5%
初始换股价格	43.28 元
初始换股溢价幅度	0.17%
换股价格修正	无
有条件回售条款	无
有条件赎回条款	无

从具体条款来看，该可转债具有如下特征：第一，没有有条件赎回条款，增加了可交换债的价值，也增加了长期持有者对其的配置兴趣。第二，没有向下修正换股价格的条款，在新华保险的股价远低于换股价时，该可转债的价值将显著降低。第三，没有回售条款，降低了新华可交换债的保护边界，但考虑新华可交换债的纯债价格较高，且现有大盘转债均无有条件回售条款，因此无有条件回售并不会显著降低新华可交换债的吸引力。

总之，此次可交换债券的发行为宝钢股份提供了低成本融资和溢价减持机会。考虑到宝钢自身的财务状况，此次发行应属于正常的财务投资退出以及在国企改革背景下聚焦主营的需求，而不是流动性需求，在实现低成本融资的同时，有助于丰富宝钢的股权资产管理手段，对维护新华保险二级市场股价也具有重要意义。

---

## 五、可交换债在内地市场应用的前景广阔

### （一）拓展直接融资、降低社会融资成本

在社会融资成本仍然居高不下，传统制造业产能过剩亟待去化的当下，可转债的推广有利于盘活资产存量，为企业打开低成本直接融资的渠道，市场前景广阔。从融资渠道来看，与股份质押、发行公司债券等传统融资方式相比，发行可交换债可以获得的融资期限更长、融资成本也更低；同时，可交换债可以在二级市场交易的特性，赋予其更好的流动性。可以说，从可转债、优先股、再到可交换债，我国兼具股性和债性的投资工具正在逐步完善，直接融资的渠道不断拓展，有助于企业获得较低成本的融资，助力企业发展。

### （二）平缓非限售股减持造成的股价冲击

可交换债的发行能够缓解上市公司大股东减持带来的市场冲击。在股权分置改革后，大股东持有大量标的股票，但直接抛售会对股价造成冲击，于是公司选择发行可交换债，经过一段时间后逐渐换股，缓冲对正股的冲击，同时换股价一般高于发行时股价，发行人可提前获取溢价。

值得注意的是，可交换债一定程度上具有看涨期权的特征，一般在市场行情好的时候受欢迎。具体来说，当市场步入下行周期时，大股东减持成本较高，减持数量降低。当股价跌到一定程度时，标的股票也可能存在不错的投资价值。特别是在 PB 较低的时候，可能还会出现增持。此时，大股东没有减持动力，发行可转债的意愿相对较低。



---

### （三）助力国企混合所有制改革

混合所有制改革是当前国企改革进程中的重要任务，可交换债则是推动混合所有制改革的有力工具，可交换债的作用主要有两个方面，一方面在实现融资的同时形成在未来减持股份的预期，另一方面，由于换股规模可控，有效地避免了国有控股权丢失的情况出现。

国有企业的控股成本过高是当前改革进程中的一个普遍认识。国有资本动辄以百分之七八十的比例控股上市公司，相比于国际大型企业百分之三十左右的控股比例，确实过高。如何在保证国有企业国有控股的基础上，平稳的降低国有企业中国有资本的比例，最大限度的降低对 A 股市场的冲击和资金分流，是一个亟待解决的问题。可转换债的发行在实现融资目的的同时，通过到期转股，增强所有者的多样化，实现混合所有制，即可以将大股东即期的资金需求和未来股份的减持相结合，减少股东套现对上市公司市值的影响，不失为一种可以协调各方需求的有力工具。

同时，参与国企改革的某些战略投资者还关注企业的经营控制权，特别是具有产业背景的战略投资者更是如此，引进这类投资者容易引发控制权争夺<sup>1</sup>。利用可交换债，大股东可以根据自身对控制权的需求，设计合适的债务条款，保证自身的控制权，降低混合所有制改革中控制权之争事件的发生。

---

<sup>1</sup>以光明乳业引进达能为例，达能作为一个产业资本，入股光明是为了获得公司的控制权，虽然其带来了市场化竞争的理念和经营方式，但也引发了控制权之争，最终双方无法调和，导致达能退出。

---

## 免责声明

报告中观点仅代表作者个人观点，与上海证券交易所无关。在任何情况下，报告中任何内容不构成任何投资建议，不做出任何形式的担保，据此投资，责任自负。

本报告版权归上海证券交易所所有，未获得本所事先书面授权，任何机构和个人不得对本报告进行任何形式的复制、发表或传播。如需引用或获得本所书面许可予以转载、刊发时，需注明出处为“上海证券交易所资本市场研究所”。任何机构、个人不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。

---

单 位: 上海证券交易所资本市场研究所

微 信: 上交所资本市场研究所

微信号: sse-yjs

联系人: 宋老师

传 真: 021-5018 7123

地 址: 上海市迎春路 555 号 B 栋 7 楼

二 维 码:



邮 箱: qqsong@sse.com.cn

网 址: www.sse.com.cn

邮 编: 200135

---