

2002 年可转换公司债券市场及评级

（一）背景回顾

1997 年，原国务院证券委发布《可转换公司债券管理暂行办法》，明确指出上市公司及非上市重点国有企业均可发行可转换公司债券。

2001 年 4 月 28 日，中国证监会颁布了《上市公司发行可转换公司债券实施办法》，对上市公司发行可转换公司债券的性质、发行条件等事项做了进一步的详细规定，这引发了上市公司争取通过可转债形式进行直接融资的热情。之后，上市公司陆续发布拟发行可转债的公告。

截止 2001 年底，共有 55 家上市公司发布了拟发行可转债的公告。

根据上市公司在可转债发行准备过程中存在的具体问题，2001 年 12 月 25 日，中国证监会又发布了《关于做好上市公司可转换公司债券发行工作的通知》，进一步明确了上市公司发行可转换公司债券的具体条件。

但由于各种原因，2001 年内没有一家公司的可转债正式获取发行上市。

（二）2002 年的情况及特点

2002 年内共有 15 家上市公司发布了拟发行可转债的公告，具体情况见表 1。

表 1 2002 年公告拟发行可转债情况

股票代码	股票名称	发债规模	年限	利率方案	2001 年末 股东权益	前 3 年 平均收益	发债后资 本化比率	发债后负 债比率	债额占权 益比重
600795	国电电力	200000	5	5 年年利率分别为 0.8%、1.0%、1.5%、2.0%和 2.2%。每年付息一次	427766.10	19.86	42.45	51.92	46.75
600180	九发股份	32000	3	1%	80197.39	11.11	35.64	39.97	39.90
600874	创业环保	120000	5	第 1 年 1.12%，利率调整则按 5 年期定期利率的 40%确定	156788.80	-0.48	43.32	49.8	76.54
600001	邯郸钢铁	200000	5	1.2%，每年支付利息	622869.20	12.98	31.62	41.74	32.11
600567	山鹰纸业	25000	5	1.1%	32979.49	6.98	56.02	63.97	75.80
000959	首钢股份	200000	5	不高于 1.5%，每年支付利息	499048.80	14.67	51.62	57	40.08
000977	浪潮信息	43000	5	1.2%-1.5%，每年付息	80650.41	10.40	32.46	41.56	53.32
000406	石油大明	76000	5	1%，每年付息	132470.50	16.62	42.24	50.97	57.37
000961	大连金牛	52000	5	1.5-2%每年付息					
600200	江苏吴中	45000	5	1.2%每年付息	75019.07	10.27	45.76	50.46	59.98
000559	万向钱潮	60000	5	1-2%，每年付息	126833.50	13.08	32.63	46.17	47.31
600145	四维瓷业	31000	5	1.2%，每年付息	41430.98	12.33	54.14	58.32	74.82
000876	新希望	80000	5	1%-2%	103050.10	8.55	45.79	48.79	77.63
600010	钢联股份	180000	5	1.1-1.9%	347353.50	14.61	58.08	61.71	51.82
000822	山东海化	100000	5	1%-2.79%，每年付息	165145.30	11.41	49.57	58.17	60.55

从 2002 年可转债市场反映的情况看，主要体现出以下一些特点：

1. 上市公司申请发行可转债的热情降低

首先从数量上看，2001 年 5 月至 2001 年底共有 55 家公司公告拟发行可转债，而 2002 年只有 15 家公司发布拟发行可转债公告，数量出现较大反差。这其中的原因，一方面存在满足条件、有发债愿望的公司在证监会《实施细则》出台初期集中公告的因素，另一方面也存在上市公司对发行转债失去热情的因素。

在已公告拟发债的公司中，2002 年共有 12 家公司发布公告决定放弃发行可转债计划，这 12 家公司分别是福州大通、强生股份、许继电气、石油大明、华晨集团、浪潮信息、抚顺特钢、威孚高科、通程控股、彩虹股份、大连金牛、万杰高科等。

从以上两方面情况可以看出，上市公司发行可转债的热情明显降低，其中原因主要来源于下面将谈到的一些影响因素。

2. 批准发行上市节奏依然缓慢

2001 年内公告拟发行可转债的 55 家公司中，当年没有一家公司的可转债获准发行上市。

进入 2002 年，陆续有转债获准发行上市。4 月 18 日江苏阳光获准发行，6 月 13 日深万科获准发行，8 月 13 日南京水运获准发行，丝绸股份于 9 月发行，燕京啤酒于 10 月发行。上述共计有 5 家公司转债获准发行上市，仅占全部已公告 70 家公司的 7.1%。批准发行上市节奏的缓慢，一定程度上影响了上市公司计划发行转债的热情。

3. 市场反应渐趋冷淡

从 5 家已发行可转债公司的可转债发行过程看，市场经历了从追捧到冷落的过程。

4 月发行的 8.3 亿元江苏阳光可转债，网上申购中签率为 7.19%；6 月发行的 15 亿元深万科可转债中签率提高到 38%；8 月发行的仅 3.2 亿元的南京水运可转债中签率已高达 79%；而到 9 月丝绸股份发行 8 亿元可转债时竟出现滞销情况，网上、网下实际发行额仅占发行总量的 72.73%；10 月燕京啤酒 7 亿元转债只发售出 46.75%。未售出部分不得不由主承销商包销。

阳光转债于 5 月 16 日上市，上市首日即跌破发行价格，收盘于 98.58 元。之后的 4 只转债都未能摆脱同样的命运。

截止 2002 年 12 月 27 日，上述 5 只转债的收盘行情为：江苏阳光（100220 阳光转债）97.79 元，深万科（125002 万科转债）94.50 元，南京水运（100087 水运转债）95.58 元，丝绸股份（126301 丝绸转 2）96.18 元，燕京啤酒（125729 燕京转债）96.79 元。

出现上述情况的原因，一方面是大市市况不好，转债上市后大市行情继续下滑，这可能是主要的原因；另外在于转债利率确定偏低，不能激起投资者长期持有的欲望，5 只转债的利率分别为：阳光转债 1%，万科转债 1.5%，水运转债 0.9%，丝绸转债 1.8%，燕京转债 1.2%，均低于一年期存款利率（1.98%）；此外，其他条款设计的偏于苛刻，也产生了一定的负面影响。

市场的颓势进一步影响了上市公司发行可转债的热情，也增加了券商承接转债发行的包销顾虑。

4. 券商承接转债业务更趋谨慎

证监会《实施细则》出台后，各综合券商均表现出了极大热情，将可转债业务视为承销业务的重要组成部分。但之后不久，证监会决定可转债的发行审批同样占用券商的审批通道，而可转债审批过程中表现出的更大不确定性，有可能使可转债审批过程占用通道的时间更长，因此使得券商的市场热情受到影响。

2002 年已发行上市的 5 只可转债市场表现的每况愈下，主承销商无可奈何的大比例余额包销的现实，使得券商在选择可转债项目时，也变得更为审慎。

5. 条款设计开始向更注重投资者利益角度转化

2002 年陆续有一些公司对已公告的可转债发行条款进行了重新调整，这其中包括丝绸股份、丰原生化、雅戈尔、西宁特钢、新钢钒、中信海直、铜都铜业、国电电力等。从条款调整的变化角度看，更为注重投资者的利益，使可转债更具投资吸引力。

具体主要体现在以下方面的变化上：

(1) 普遍调高了利率，使利率具有更强投资吸引力，可转债的债券特性更为明显
上述 8 家调整转债条款的公司对利率的调整详见表 2。

表 2 几家调整可转债条款的公司对利率的调整方案

股票代码	股票名称	原利率方案	调整后利率方案
000301	丝绸股份	年利率 1%	年利率 1.8%
000930	丰原生化	第 1、2 年 1%，第 3、4 年 1.2%，第 5 年 1.4%	在不超过 2.5% 的范围内，由公司董事会和主承销商最终确定
600177	雅戈尔	年利率 1%	第 1 年 1%，第 2 年 1.8%，第 3 年 2.5%。并有利息补偿条款，即持满 3 年的到期转债可按每年 2.5% 的利率进行利息补偿
600117	西宁特钢	第 1 年 1.2%，第 2 年 1.4%，第 3 年 1.6%，第 4 年 1.8%，第 5 年 1.9%	第 1 年 1.2%，第 2 年 1.5%，第 3 年 1.8%，第 4 年 2.1%，第 5 年 2.6%。并有利息补偿条款，即持满 5 年未转股，将按年利率 2.6% 补偿未付利息
000629	新钢钒	年利率 1.5%	第 1 年 1.5%，以后每年增加 0.30 个百分点。如果 5 年到期未实行转股，将按每年 2.7% 的利率进行利息补偿
000630	铜都铜业	年利率 1%	年利率 1.2%
000099	中信海直	不高于银行同期	第一年 1.6%，第二年 1.8%，第三年 2.0%，第四年 2.2%，第五年 2.4%；并且在可转债存续期间，若中国人民银行向上调整存款利率，该可转债的票面利率将按一年期存款利率上调的幅度向上调整；若人民银行向下调整存款利率，本可转债的利率不作变动。
600795	国电电力	5 年的年利率分别为 0.8%、1.0%、1.5%、1.7% 和 1.9%，每年付息一次	5 年的利率分别为 0.8%、1.1%、1.8%、2.1% 和 2.5%，每年付息一次”

从上述调整可以看出，以雅戈尔为例，可转债持满 3 年的利率已超过同期银行存款利率（2.25%），其余也基本接近 5 年期存款利率（2.79%），仅仅从利率方面看，调整利率方案后的可转债，已具有了基本的投资吸引力。

(2) 在许可范围内尽可能确定出较低的转股价格

按照有关规定，转股价格的确定应以公布募集说明书前 30 个交易日公司股票的平均收盘价格为基础，并上浮一定幅度，但具体上浮幅度未作明确规定。我们知道，可转债的转股价格越高，越有利于老股东而不利于可转债持有人；反之，转股价格越低，越有利于可转债持有人而不利于老股东。由于可转换债券的发行公司控制在老股东手中，所以发行人总是试图让可转债持有人接受较高的转股价格。但如果发行可能受到影响，老股东将不得不放弃一定利益，考虑可转债投资者的利益。

从各公司调整的转债方案看，与调整前相比，各公司均将转股价格的上浮幅度大大降低，如新钢钒由原上浮 5% 调整为上浮 0.2%；丰原生化由原上浮 3% 调整为由董事会和主承销商最终确定；西宁特钢由原上浮 1% 调整为上浮 0.1%；雅戈尔由原上浮 1%~10% 调整为上浮 0.1%。

从调整的结果看，上浮幅度基本变成了象征性的上浮，只是为了满足有关规定的要求。这样做的目的就是为了更有利于保证转债的顺利转股，降低转股的门槛高度，提高可转债的股性，使投资者可以通过转股获取利益。

提高可转债利率和降低转股价格，均是从更多考虑可转债投资者的利益角度出发，达到提高投资者投资积极性的目的，以利于可转债的发行。

(3) 其他条款的变化也是更多考虑了投资者利益

其他条款主要包括 3 个方面，一是转股价格的向下修正条款，二是赎回条款，三是回售条款。

从公布的调整方案看，各公司均降低了转股价格向下修正的条件限制。以西宁特钢为例，原条款为：“当公司 A 股股票收盘价连续 20 个交易日低于当期转股价，并达到当期转股价的 80%，公司有权将当期转股价格向下修正，作为新的转股价。修正后的转股价应不低于 2001 年 12 月 31 日的每股净资产值 2.41 元和修正时每股净资产值的较高者，并不低于修正前 30 个交易日公司 A 股股

票价格的平均值。如果修正的幅度超过底线，应当由股东大会另行表决通过”。修改后条款变为：“当公司 A 股股票连续 5 个交易日收盘价的算术平均值低于当期转股价，并达到当期转股价的 95%，公司董事会有权将当期转股价格进行向下修正，作为新的转股价。修正后的转股价应不低于决定修正转股价的董事会前 5 个交易日公司 A 股股票价格的平均值，修正的次数不受限制。董事会有权修正转股价的底线为公司 2001 年 12 月 31 日的每股净资产值 2.41 元和修正时每股净资产值的较高者，如果修正的幅度超过底线，应当由股东大会另行表决”。这里最大的变化就在于，一是启动向下修正转股价格的限制条件降低，二是修正次数无限定。

从赎回和回售条款的变化看，提高了赎回的条件限制，降低了回售的条件限制。

以西宁特钢为例，原赎回条件为在转股期内当股价连续 20 个交易日高于当期转股价并达到转股价 130%时，而调整后的赎回条件则变为股价达到 150%时；雅戈尔则将赎回条件由高于股价达到 120%增至 130%，将赎回价格由按面值的 102%增至 105%。

从回售条款的变化看，雅戈尔将回售发生条件，由公司股票收盘价连续 15 个交易日低于当期转股价格的 70%增为 85%，回售价格则由面值的 102%增至 107%（均含当期利息）。新钢钒还增加了无条件回售条款，即在可转债发行之日起 49 个月至 60 个月期间，可转债持有人可无条件将可转债以面值的 103%回售给公司。

上述条款的变化，均增加了可转债的投资吸引力，也使投资者持有可转债具有了更大的选择灵活性，进一步保障了投资者的利益。

6. 资信评级得到认可与重视

由于可转债兼具普通债券属性，因此对可转债进行评级是必要的，有关法规也对此给予了肯定。从 2001 年 5 月至 2002 年底全部已公告拟发行转债的 70 家公司的情况看，80%的公司选择对可转债进行了评级，这说明转债评级已为绝大多数发行主体所认可接受。从 2002 年已公告拟发行转债的 15 家公司的情况看，除一家公司在未开展工作之前即放弃计划外，其余 14 家公司中有 11 家进行了评级。

伴随社会信用意识的不断增强，可转债评级将会越来越得到有关各方的重视。

（三）对可转债市场今后发展的看法

可转债是上市公司直接融资的重要渠道。对上市公司而言，通过可转债融资比其他渠道进行直接融资——如直接股权融资、企业债券融资——具有更多的优势，因此可转债理应真正成为上市公司的一条重要的直接融资渠道。

目前影响可转债市场繁荣的因素主要包括：审批环节的可控性太差，不确定成份太高；一些上市公司对可转债还缺乏深入的研究，对其优势认识不够充分；投资者还缺乏理性的投资观念，过多注重可转债的股性而忽略其债性导致投资热情不高；可转债条款的设计更多地考虑了老股东的利益，而对可转债投资者的利益考虑尚有不足；个别上市公司选择可转债融资的出发点盲目，不是从自身的财务结构与经营需要出发，圈钱目的明显。

上述问题的解决，需要市场相关各方对可转债性质与意义认识的不断强化与逐渐转化，需要经历必要的过程。从 2002 年的情况看，一些方面已经出现了转机，如上市公司决策的盲目性已降低，筹资目的更为理性；可转债条款的设计更多考虑了投资者利益等。

从上市公司的情况看，目前仍有许多公司符合发行可转债的条件，随着时间的推移，还会有许多新的上市公司满足发行可转债的条件要求。

因此从长远看，可转债的市场前景看好，未来发展的空间广阔。

（编辑：邵立强）