



应取消可转换公司债券 特别向下修正条款

宁波大学商学院 陈庆保

【摘要】 本文阐述了我国境内可转换公司债券特别向下修正条款的含义,指出了该条款存在的缺陷,认为应当取消特别向下修正条款,代之以固定的转换系数或其他合理方案。

【关键词】 可转换公司债券 特别向下修正条款 转换系数

可转换公司债券(简称“可转债”)实际上是一个债券和一个转股期权的混合体,因此它具有两个基本属性,即债券性和期权性。可转债属于公司债券的一种,可以说是公司债券的特殊形式,它的债券性体现在定期支付票息、到期支付本金上,债券性提供了“下可保底”的保证。可转债的期权性体现在具有明显的期权特性上,即投资者在规定的转换期限(国内一般为发行上市半年后至约定转股结束前)内可行使转换权利,将可转债转换成确定数量的股票,期权性提供了“上不封顶”的机会。从金融品种分类上来说,可转债是期权这一衍生工具和债券的混合物,属于经过二次衍生的金融产品。为保护发行人和投资者双方的利益,可转债通常设定了回售、赎回、特别向下修正转股价格、强制转股等主要条款。以下笔者对其中的特别向下修正条款提出一些粗浅的看法,以供讨论。

一、特别向下修正条款的含义

特别向下修正条款是指在一定时期内,若公司股价表现不佳,连续低于转股价格的一定水平,公司董事会将有权或无条件修正转股价格。转股价格的向下修正主要是为了保障转债投资者在持有期内,当标的股票价格持续走低而无法行使转换权利时,仍能在约定的时点进行转股价格的重新设定,促使调整后的转股价格能较接近目前的股票价格。对于发行人来说,股票价格持续走低一般意味着公司的经营业绩不佳,如果投资者不能转股,则还本付息的大额现金流出会给企业带来更大的困难,因此该条款对发行公司是有利的。例如,1992年发行的深宝安转债由于未设计该条款导致到期时公司支付大量现金,给公司经营带来了较大的困难。

特别向下修正条款主要包含三个要素,即修正时期、修正条件和修正权限。修正时期是指可以对可转债转股价格进行修正的时间段。目前国内大多数可转债规定可以行使修正权的是在可转债的存续期间,少数规定在转股期内才可以行使修正权。修正条件是特别向下修正条款的触发条件,是指当公司股价满足相应条件时才对转股价格进行修正。为了防止公司股价由于某种非正常的原因造成临时性下跌,可转债的条件一般是股价在连续的一段时间内持续走低,并低于一定幅度才可以行使修正权。修正权限又包含了三个要素:①修正权利,指的是当股价满足修正条件时,董事会是必须

无条件执行修正还是可以有权选择修正。目前国内发行的可转债当中只有钢钒转债是无条件修正,其他都是董事会有权修正。②修正幅度。在有权修正的时候,董事会可以在一定幅度内修正,若修正幅度要超过原定限度则须提交股东大会并经批准后方可修正。③修正次数,是指一年内董事会可行使修正权的次数。国内外的可转债有些修正权的次数不受限制,但大部分规定一年内不能超过一次。

对于修正幅度,目前可转债的向下修正条款都规定了修正下限,基本可分成三种情况:①不低于公司修正前若干日股票市场价平均数以及公司修正时净资产价值,有超过一半的可转债属于这种情况;②规定了一个明确的修正比率,仅有少数几家可转债如包钢转债、江淮转债、邯钢转债属于这种做法,与此同时又无一例外地规定不得低于最近经审计的净资产价值;③不低于最近经审计的净资产价值,这类可转债大约占全部可转债的1/3。其中值得一提的是华电转债的“时点修正”条款:自可转债发行首日起满半年、一年半、两年半之日(时点修正日)。如果该时点修正日前30个交易日龙电A股收盘价的算术平均值与1.03的乘积低于当时生效转股价格的98%,则该乘积自动成为修正后的转股价格(该转股价格的修正底线为离修正时最近一期经审计的财务报告中的本公司每股净资产价值),公司将于每个时点修正日公告转股价格修正情况,在时点修正日及其后申报的转股按修正后的转股价格执行。这可以说是有创意的做法,其实质是在规定的日期,如触发条件满足则重新确定转股溢价,且明确规定为3%,与该债券发行时所确定的初始溢价完全一致,也就是说基本固定了转股的收益率水平。

二、特别向下修正条款存在的缺陷

理论上说,特别向下修正条款对投资者和发行公司都应该是十分有利的,但从实际情况看,设置不当的特别向下修正条款可能会给投资者及老股东带来损害,主要体现在修正权限的设置、修正条款对回售条款的影响和对老股东特别是原流通股股东利益的侵害上。

1.修正权限基本上属于发行公司。特别向下修正条款的传统形式是:当股价连续30个交易日中有20个交易日(或类似条件)低于转股价格的20%时,公司董事会有权修正转股价格,修正幅度不高于20%。这种形式在目前所有已上市的可转

债中基本上被采用。然而根据条款,即使股价连续下跌达到了转股价格修正的触发条件,可转债发行人仍可以对转股价格进行修正,也完全可以不对转股价格进行修正,转股价格调整与否的决定权实质上仍在发行人手中。另外,该条款中对调整幅度只设上限而不设下限,因而可能存在即使调整了转股价格,但股价与转股价格仍存在较大差异的现象。在调整时间上,触发条件满足后,发行人何时行使权力对转股价格进行修正亦不明确,修正与否更大程度上取决于可转债发行动机、发行人自身对股价和业绩的预期、可转债剩余存续时间和回售条款。

2.特别向下修正条款使回售条款很难成立。特别向下修正条款规定股价低于转股价格一定幅度后可行使修正权,对转股价格进行变更,而回售条款也约定当股价低于转股价格一定幅度时投资者可行使回售权。因此,若特别向下修正条款的触发条件要松于回售条款的触发条件,那么当股价持续走低时,可转债发行人可以通过不断地修正转股价格而使持有人无法行使回售权,从而避免大量回售给公司带来的压力。但对于投资者,此时回售条款是一纸空文。从实际情况来看,与修正条款对应的回售条款的触发条件通常更难达到(经常为股价低于转股价格的30%)。下面以包钢转债的特别向下修正条款和回售条款的触发条件为例进行说明(见下表)。

条款	触发条件
特别向下修正条款	连续30个交易日至少20个交易日的收盘价的算术平均值低于当期转股价格的90%
回售条款	连续30个交易日的收盘价低于当期转股价格的70%

从上表可见,包钢转债的条款设置中,特别向下修正条款的触发条件,无论是对交易日时限上的要求,还是对股价走低幅度上的要求,都不如回售条款苛刻。因此,一旦出现股价持续走低的情况,一定是先满足特别向下修正条件,然后再满足回售条件。这时发行人可以根据实际情况,在满足回售条件前对转股价格进行修正,从而使得回售条件成为一纸空文。这样,投资者永远无法行使“回售权”,回售条款对投资者来说也几乎没有任何价值。而实际上,回售条款是公司出现重大问题保护投资者利益的一个重要条款,对投资者有效防范信用风险意义重大。所以说,特别向下修正条款降低了回售条款的价值,对投资者不利。

3.特别向下修正条款损害了原流通股股东利益。相对于增发股票,发行可转债会使公司的压力加大,因为如果投资项目的回报没有募集说明书中说的那么好,转债的投资人在转债到期日来临时将选择不行使转股权,从而致使公司不得不到期还本付息。所以发行人在可转债存续期内,必须尽全力兢兢业业地管理好投资项目,增加投资项目的效益,使得二级市场上公司的股价上涨,这样可转债持有人才会选择转股。这是可转债与增发股票最本质的区别,也是可转债相比

增发股票最有优势的地方。但是特别向下修正条款的存在,一定程度上削弱了可转债的这一优势。因为如果发行人经营不力,使得投资项目回报不尽理想,二级市场上公司股价不断下跌,此时公司也可以通过向下修正转股价格,使得可转债持有人选择转股,化解回售压力。这种做法虽然对投资者有利,但主要是出于保证发行公司既得利益的动机。在股权分置改革未完成或未彻底完成之前,至少从历史和目前现实情况来看,这种做法必然是对原流通股股东利益的极大损害,也必然遭到“理性”的原流通股股东的反对。原流通股股东将选择“用脚投票”,造成股价的进一步下跌,这对任何一方都是不利的。

三、特别向下修正条款的取消与替代方案

运用契约理论,如果在投资者与发行公司间达成一个契约,该契约可兼顾投资者、发行公司、原流通股股东三方利益,规定一个合适的转换价格与转换时股票市场价格之间的比率,例如,规定该比率为A,则转换价格=转换时市场价格×A(0<A<1)。我们可将A称做转换市价系数。一个可行的契约就是在发行可转债时,只规定转换市价系数,而不直接规定转换价格,这样可以在很大程度上保护投资者的利益,极大地提高可转债的吸引力,同时也在很大程度上能够促使可转债的转股,对发行公司也是有利的。

转换系数一旦确定,将不再修订,以后股票市场上公司股价发生波动时,转换价格会根据转换系数自动修正。例如,假设我们发行一张1 000元的可转债,并规定A为0.95,发行时的股票市价为10元。可假设行使转换权时股票市价为20元,则实际的转换价格为19元(20×0.95),可由投资者进行决策是否行使转换权。这种契约显然有利于保证投资者和发行人双方的合法利益。首先需要解决的问题是A如何确定。对于原流通股股东来说,原则上该系数不能定得过低。比如可以考虑公司净资产收益率(如近三年平均或加权平均的净资产收益率),同时适当考虑公司未来发展前景。这样一方面能够保证投资者转股的利益,促使其转股,同时又可以在一定程度上保护发行公司和原流通股股东的利益,减轻其还本付息的压力,同时也降低了其融资成本。整个过程发行公司无须根据市场价格被动地修正转股价格,各方的利益在可转债发行时即可基本上得到保证,但以后主要会受到公司的经营业绩的影响,从而能够极大地促进公司提高资金的使用效益,最大限度地追求股东价值最大化。

主要参考文献

- ①陈守红.可转换债券投融资——理论与实务.上海:上海财经大学出版社,2005
- ②谢剑平.固定收益证券——投资与创新.北京:中国人民大学出版社,2004
- ③李和金等.利率期限结构与固定收益证券定价.北京:中国金融出版社,2005