

日本经济经过几十年的努力，已完成从进口替代型向出口导向型转化，从而一跃成为世界经济强国。随着日本经济的增长，证券市场日益繁荣，融资渠道十分

顺畅，货币资本作为资本运动的起始点，其丰足进一步推动了日本经济的飞速发展。尤其随着国际区域经济格局的形成，日本企业重视向海外发行可转换公司债券，以增强国际竞争力。本文对日本可转换公司债券的特征及有关事项进行探讨并介绍其海外发行的状况，以对我国正在起动的证券市场提供参考。

日本的可转换公司债券的发行

袁 亚 杰

一、可转换公司债券的特征

可转换公司债券(下简称转换债券, Convertible Bond)是公司债券的一种。它使债权人有权在债券发行一段时间后,依本身的意志,在法定或约定的期间内选择是否依约定条件(即转换价格)将持有的债券转换成股票。转换债券是最近几年国外广泛发行的一种新债券。1938年,日本修改商法时,引进了转换债券制度,规定于1940年1月1日施行。但到1948年日本才首先发行了此种债券,由大和证券采取非公募、面额可转换的形式,发行额962.5万日元,其后几乎沉寂了三十多年,直至八十年代起,随着日本经济实力的强大和国际区域竞争的激烈,转换债券的发行在国内外才有了长足的进展。转换债券具有下列特征:

1. 公司债和股票的两重性

转换债券,从法律上看,在没有转换时是公司债券,在转换后就开始变为股票,债权人变为股东;从经济上看,在债券的价值判断、价格形成等方面,它具有公司债特征,同时,也包括转换成股票后的价值,因而具有潜在的股票的特征。因此,它同时具有公司债券和股票的两重特征,一般被称为公司债券和股票的中间形态或者被称之为“公司债券股票化的表现”。转换债券在一定的时间区间内,可以根据债权人持有的债券面额和转换价格折算成一定的股票份额,用公式表示为:

$$\text{转换股票数} = \frac{\text{转换债券的面额总数}}{\text{转换价格}}$$

如100万日元转换债券除以250日元的转换价格,即能够换得100万日元/250日元=4000股的股票。

2. 发行方面的特征

发行公司主要从以下三方面的经济机能出发,利用转换债券进行资金筹措。

(1) 迂回的新股票发行

转换债券具有转换成股票的可能性,随着发行公司经营的改善,赢利的增加,该公司的债券和股票价格会上升,转换债券的持有者乐于将债券转换成股票,所以说转换债券的发行是一种迂回的新股票的发行。公司采取迂回的新股票的发行方法主要出于以下两点考虑:

a. 由于股票市场的情况或者公司股票价格的不稳定,使新股票发行环境恶化,通过发行股票筹措一定规模的资金具有相当难度。

b. 由于筹措后的资金用于中长期的投资项目,投入与产出的周期较长,为减少发行新股票对企业利益的分配所带来的冲击,而采取发行转换债券的形式。

(2) 减轻利息负担

由于转换债券附着转换权这种有益的权力,通常有可能采用比普通公司债券低而比银行储蓄率高的利率,这样能减轻发行公司的利息负担,也就减轻了发行成本。

(3) 销售的容易性

由于债券市场形势恶化,公司发行普通公司债券发生困难,而转换债券由于附着转换权这种利益诱惑,如果投资者预期有关发行公司股票的股价动向是有利可图的话,这种债券的发行就比较容易。

由于转换债券同时兼备安全性和股票的收益性,因此在广泛的投资者中,无论对股票投资中很重视安全性的投资者,还是对在公司债券投资中很重视收益性的投资者,都具有很大的吸引力。

3. 从投资者方面看转换债券的特征

转换债券在被转换成股票之前和普通公司债是一样的,即以事先决定好的利率支付利息。由于这个原因,即使发行公司的股票价格比转换价格下降很多,而在实际上没有行使转换权的机会,那时候还可以通过反映市场利息率的流通价格进行交易,那个下降值可作为公司债的投资价值而得到保障(所谓保持基本价格的效果)。^①另外,在偿还期到期时,无论股票的价格如何,都要按所定的金额(通常是指票面金额)还本付息。

因为转换债券又具有潜在的股票的特征,所以和股票一样能期待资本收益的获得。投资者可以用把公司债转换成股票,然后再把它卖掉的方法,或者通常因股票价格上升的连动效应,使转换债券的价格也上升,那时就以转换债券的形式把它卖掉的方法来获得资本收益。

二、转换债券发行的基准和利率、转换价格、转换时间的决定

1. 发行转换债券的基准

确立发行转换债券的基准的主要目的是保护投资者利益,并确保证券市场有序地健康发展。出于这点考虑,一般认为具有稳定增长的倾向,财务制度健全、确实能支付本息的这种优良企业才能发行转换债券。以这种想法为基准,承销公司以完全具备以下条件的公司的转换债券作为其发行对象:

(1) 该企业是上市公司,这是最基本的条件。

(2) 具有一定水准以上的企业规模以及财务制度健全,并预测能带来良好的业绩,它反映了企业的经营状况。

(3) 这家公司发行过的股票有一定水准以上的市场性,这是企业状况在证券市场上的反映。

从1960年4月制订上述约束条件以来,随时在进行小幅度的修正。起初是以自己的资本、财务等比率的数值为基准的,以后根据评级机关的债券评级逐渐引进了评级基准。在最近的重新规定

注:①参阅[日]野村证券株式会社综合研究所编《日本的转换公司债券市场》

中,废除了数值基准,谋求评级基准的一体化。^①如要发行无担保可转换债券需要取得相当于 BBB 以上的评级。目前在日本承认的评级单位可从下列 6 家评级机关取得:菲基公司(美国评级公司);日本公社债研究所;日本评级研究所;慕迪投资者服务公司;日本投资服务公司;斯坦德·普雨投资公司。

2. 利率的决定方式

初期的转换债券利率没有考虑到债券向股票转换的这种权力,从普通公司债的票面利率决定了转换债券利率一定的偏离程度(0.5~0.8%的低水准)。

1972 年左右股票市场出现活跃的景象,转换债券的发行也出现了繁荣,和普通公司债券的利率差距也开始拉大了。

1977 年 8 月,承销公司参照流通市场的实际情况,决定了利率的基准,按照时价总额的分层次和相当一股股票扣除税款后的经常利益的水准,在这个基准利率-0.1~0.3%的范围内,根据承销公司的主观判断,就能决定各个债券的品种利率差别。另外,综合性地考虑安全性、收益性,根据承销公司的研究,一般在±0.2%的范围内,就能决定其中的区别。

从 1988 年 4 月起,废除了以前的时价总额和每股扣除税款后经常利益水准的基本方式,以评级机关确定的级别为基础,全面推行能决定各个品种利率差别的方式。承销公司在考虑各个品种的债券时,应考虑有关品种的股票前景、市场供需等因素,使各个品种的利率差别保持在-0.6~0.4%的范围内。

最近,这个基准利率基本上已被废除,而采取个别交涉决定利率的方法。

3. 转换价格和转换时间的决定

转换价格和股票价格相比,如果定得太低的话,对投资者有利,也容易销售,但会损害原有股东的利益。但是,如果定得太高,因投资魅力降低,所以有必要提高发行利率。现在,一般把开始募集的前一天的收盘价作为基准,并以上升 2.5% 的水准来设定转换价格。

转换请求时间与公司债的偿还年限有关,公司可以任意制定。转换债券的债权人希望尽量多享受行使转换权而得益的机会,所以希望请求转换时间尽量与公司债的偿还年限相结合而制定较长的时间。转换请求时间的初期,要考虑由于可转换债券以及转换所要发行新股票的成本,或请求转换的事务安排等诸方面所需要的时间,通常为可转换债券的发行日起经过一个月后属于转换的初期,终期通常为最终偿还期限的前一天。

三、转换债券的海外发行

1. 向海外发行转换债券的地位日趋上升

资本在利益的激励下,总是向收益率高的地方流动。自七十年代以来,世界经济格局发生了深刻变化,美国经济出现衰退,日本、德国经济稳步发展。尤其是日本经济随着其从进口替代型向出口导向型转化的完成,八十年代技术立国战略的实施,使日本的生产力已处在世界经济的前列。这种强大的经济实力反映在股票市场上是日本的证券收益率的空前高涨。^②从 1970~1985 年,美国

注:①参阅[日]野村证券株式会社综合研究所 1990 年编《日本的转换公司债券市场参考资料十二》

②参阅 Solnik, Bruno H, 1988 by Addison-Wesley Publishing Company, International Investment P1~15

总的证券收益增长了 285%(以美元计算), 同期德国的证券收益增加了 750%, 而日本的证券收益总计上升了 1 556%。资本收益客观上诱导着西方投资者广泛向日本证券市场投资, 另一方面日本企业界长期来十分重视向海外发行公司转换债券, 把它作为其增加国际竞争力的一种重要手段。通过发行转换债券筹措的资金可投资于国内的重大项目, 如神户市的开发资金主要向海外发行债券筹集, 也可在国外的发行地举办独资或合资的项目, 使发行公司直接从国际竞争中得益。因为:

(1) 在债权人行使转换权前, 投资于项目所得利润在支付借款的利息以及上缴法定的税款后由项目投资人支配。

(2) 如在规定的时间内, 债权人行使转换权, 从而成为兴办项目的股东。如果转换债券发行公司发现投资项目前景乐观的话, 可以发行适当的新债券或股票, 以期获得新的收益。

(3) 如在规定的时间内, 债权人没有行使转换权, 在到期还本付息后, 债务人(即发行公司)自然成了项目资产的主要所有者。

此外, 无论是哪一种情景, 都会因躲避了关税壁垒和非关税限制而使投资人取得更多的竞争利益, 尤其在区域经济格局逐步形成、区域竞争日益激烈的世界经济体系中。

从在境外发行转换债券的赢利动机和增强国际竞争能力的战略眼光出发, 日本企业界长期来已着手筹划外币转换债券的发行。1962 年“以外币计价的时价”的可转换债券第一号在美国发行, 采取私募的形式, 期限 15 年, 由日立制作所发行 1 650 万美元, 这是日本企业界首次在海外发行可转换债券。1976 年, 野村证券承担丸开公司的欧洲转换债券的认购主干事, 它是日本证券公司在欧洲市场发行的首家。然而大量地发行外币转换债券起始于八十年代初。在发行转换债券的过程中, 向海外发行的债券的年增长率要快于国内, 见表一。

日本公司向国内外资本市场发行转换债券的年增长比较表

(表一)

(单位: 百亿日元, %)

年 份	国 内	同上期百分比	国 外	同上期百分比
71~75	13 978		2 022	
76~80	9 490	67	18 700	924
81~85	50 001	526	50 522	270
86	34 680		4 894	
87	50 550	145	10 846	221
88	69 945	138	10 786	99
89	76 395	109	17 517	162

资料来源: 根据日本公司债认购协会 1990 年提供的资料计算

在上表 5 组增长率百分比的比较值中, 海外的增长率有 3 组比值处于领先, 1986 年和 1981~1985 年因时间区间不同故不具备可比性, 在整个增长区间即 1971~1989 年之间, 海外转换债券的发行也明显快于国内, 从而说明海外发行的转换债券的地位正日趋提高。如果比较转换债券的国内外市场的发行额, 会发现从 1976~1985 的 8 年间, 海外发行的债券的总量要超过国内发行的可转换债券的总量。

除了日本的证券收益一般要高于西方其他国家外, 日本国内企业的筹备成本、手续的简便等

因素和国外相比要相对逊色,这也是促成海外转换债券发行剧增的原因之一。但是,伴随着国内股票市价的上升,使转换债券作为潜在的股票特性得以发挥,股市冲击转换债券的投资魅力,许多投资资金开始流入国内转换债券的市场,使转换债券的发行利率相对下降。

2. 向海外发行转换债券的标准发行条件的比较

(表二)

转换债券的海外标准发行条件

起 债 单 位	瑞士法郎市场(私募) SF 20 百万~	欧洲美元市场(公募) \$ 50 百万~	德国马克市场(公募) DM50 百万~
年 限	4~7年	4~15 年	5~10 年
担 保	无	无	无
必要准备事项	简单	少微烦杂	少微烦杂
准 备 期 间	2 个月	2 个月~	2 个月~

资料来源: [日]野村证券株式会社综合研究所编《日本的转换公司债券市场参考资料八》

(表二)反映了日本向海外发行转换债券的标准条件,从中可以看出:

(1) 日本公司向海外发行转换债券主要集中在美元市场、德国马克市场和瑞士法郎市场,而以美元市场和德国马克市场为主,并因资本量大而采取公募的形式,瑞士法郎因资本量小而采取私募的形式。在日本国内证券市场上往往根据发行量的多少,债券发行公司和承销商采取公募或私募的发行形式。^①

(2) 海外发行的转换债券的年限直接决定着外汇风险。国际金融市场上的汇率多变,汇率的变化决定着债券发行者和投资者之间的利益分配关系,债权人和债务人对外汇汇率的预测决定着各自的利益。以日本公司在瑞士法郎市场上发行的转换债券为例,如 A 公司在 1988 年 3 月发行 1 亿瑞士法郎的转换债券,年限 5 年,发行时的汇率是 1 瑞士法郎 = 93 日元,到 1990 年 9 月底决算汇率是 1 瑞士法郎 = 107 日元,转换债券的发行者会遭受相应的损失,使债券成本发行上升。

(3) 与日本国内的转换债券的发行不同,在发行转换债券的三个国际金融市场上,均不需要担保,^②但发行者应取得日本或美国的评级机关认可的信级,以确保信誉。



注: ①参阅汤仁荣著《证券的发行与流通》,上海社会科学院出版社 1989 年版。所谓公募就是债券的发行对象不是特定的、而是数目较多的投资者,通常规定为 50 名以上,公开认购。和公募相对而言的是私募,债券的发行对象是特定的少数投资者,通常在 49 名以下。

②担保一般分为实物担保、产品担保、证券担保和信用担保。