

## 【基础教学】第 2 课 | 可转债的核心条款

可转债的核心条款全部包含在可转债发行时公布的募集说明书或者发行合同中，另外还附有一个更简单的“募集说明书摘要”，更便于快速查阅。

可转债的条款看起来很多、很复杂，但其实理解透了，也很简单。除去大量解释性文字和官样文字，浓缩之后大概也就一两页，我们只要记住四个最重要的要素就行了，它们分别是：

- 1、票面利率；
- 2、转股价，下调转股价条款（有的说明书里叫做“转股价格向下修正条款”）。
- 3、回售条款；
- 4、强制赎回条款（有的说明书里叫做“有条件赎回条款”，措词温和些。）

### 我们逐一来做功课

#### 1、票面利息

顾名思义，上市公司向市场借钱，因借贷关系，需向债券持有人支付利息，这个利息占票面金额的比例就是可转债的票面利率。可转债的票面利率相对较低，在可转债存续期间，每年需要向债券持有人支付一次利息。

票面利率由发行公司与主承销商协商确定，但必须符合国家的有关规定。

利率定得低，虽然有利于降低融资成本，但是也会降低可转债的纯债价值，在正股基本面以及信用评级不是很好的情况下，可转债的机构申购量就会减少，发行难度会加大。

利率定得高，虽有利于确保发行成功，但企业融资成本也会相应提高。所以在实际操作中，我们可以看到国企以及银行类的可转债票面利率相对较低，而民营企业以及对资金需求比较强的公司可转债票面利率会定得比较高。

可转债的票息包括两个部分，一部分是每年到期需要给投资者的利息，此利息较低。第二部是六年到期后的补偿利息。

以花王转债为例

花王转债存续时间为 6 年，第一年的利率为 0.5%，第二年为 0.8%，第三年为 1.0%，第四年为 1.5%，第五年为 2.5%，第六年为 3.0%，六年存续期，上市公司一共需要支付  $0.5+0.8+1.0+1.5+2.5+3=9.3\%$  的利息。

### 5、票面利率

本次发行的可转债票面利率第一年 0.5%，第二年 0.8%，第三年 1.0%，第四年 1.5%，第五年 2.5%，第六年 3.0%。

除此之外，可转债到期之后，还将一次性支付 16% 的补偿利率，这部分补偿利率是以到期赎回价来表示。

### 11、赎回条款

#### (1) 到期赎回条款

在本次发行的可转债到期后的五个交易日内，公司将以本次可转换公司债券票面面值上浮 16%（不含最后一期利息）的价格向投资者赎回全部未转股的可转换公司债券。

所以第六年花王股份将支付 16% 的到期利息 + 3% 的票面利息 = 19% 的利息。如果花王转债是到期赎回，上市公司一共将需要支付  $0.5+0.8+1.0+1.5+2.5+3+16=25.3\%$  的利息。

不同的可转债条款有差别，大部分可转债募集书都说明了到期赎回价包含了最后一年利息，花王的补充利率算是个例。

如湖盐转债六年利息分别为第一年 0.3%、第二年 0.6%、第三年 1.0%、第四年 1.5%、第五年 1.8%、第六年 2.0%。到期后上市公司将以 110%（含最后一年利息）的价格赎回。

2021-01-18	转股截止	2026-07-09
6.60	正股溢价率	12.73%
4.62	回售起始	2024-07-10
8.58	赎回起始	2021-01-18
5.94	修正起始	2020-07-10
--	最新赎回执行日	--
在本次发行的可转债期满后五个交易日内，公司将以本次可转债票面面值的 110%（含最后一期利息）的价格赎回全部未转股的可转债。		

因为最后一年的利息包含在 110% 的赎回价内，所以湖盐转债第六年只需要支付 10% 的利息，上市公司一共需要支付的利息为  $0.3+0.6+1+1.5+1.8+10=15.2\%$

## 2、转股价

转股价格是可转债转换成股票的支付价格，是可转债看涨期权部分的“行权价”。

每张可转债可以转换为股票的数目为固定面值（100元）/转股价。只有可转债的转股价发生改变时，可转债的转股数目才会发生改变。

以花王转债为例，转股价为6.94元，如果你持有1张花王转债，那么可以转换为花王股份后的持仓成本为6.94元，一张可转债可以转换为 $100/6.94=14.4$ 股，但是由于股票最小单位为1股，取整为14股，剩下的0.4股将以 $100-14*6.94=2.84$ 元现金的方式支付给转股者。

转股价在可转债存续期会随着相关因素的变动而调整，如果看好正股未来的走势预期，可以在低位买入可转债潜伏，转股价分为三个部分。

### （1）初始转股价格的确定

转股价初始设定时不低于募集说明书公告日前20个交易日公司股票交易均价以及前一个交易日公司股票交易均价，如果发债时正股股价低于20日均线，则会导致正股转债价值较低，增加可转债发行难度，所以上市公司一般都会在股价站上20日均线后发行可转债。（萌兔在潜伏正股的时候经常运用到的20日均线，就是依据这个原理）

初始转股价格在国有企业中，不能低于净资产，如果低于净资产发行，则会造成低价转卖国有资产。

而在民营企业中，可转债初始转股价低于净资产只是一个潜规则，当转股价低于净资产发行时，会造成股东大量放弃配售，对公司自身的净资产信用价格形成打击，广汇转债就是如此。

### （2）转股价格被动调整

被动下修转股价，若公司发生派送红股、转增股本、增发新股、配股以及派发现金股利等影响公司股本或者净资产的变动方式，将要进行转股价的调整。

以花王转债为例，当前转股价为6.94元，如果上市公司花王股份分派2019年权益，每股派送红利0.5元，那么在红利发放日，转股价将被动下修0.5元，调整为 $6.94-0.5=6.44$ 元。

假设每股派发0.3股红股，使得股本发生变化，那么转股价将要调整为 $6.94/1.3=5.34$ 元。

由于转股价被动下修的时候，股价也会相应的调整，例如分红当日开盘价会是昨日收盘价减去每股红利，所以每股转债的内在价值（正股转债值）并不会变化，所以这里不存在博弈空间。

（3）转股价主动下修，在可转债募集书中为转股价修正条款。

只有当股价触发了修正条款才能启用，这个是上市公司的权利，可以下修，也可以不下修。

以花王转债修正条款为例，在本次发行的可转换公司债券存续期间，当公司股票在任意连续三十个交易日中至少有十五个交易日的收盘价低于当期转股价格的80%时，公司董事会有权提出转股价格向下修正方案并提交公司股东大会表决。

也就是说，未来连续三十个交易日内有15个交易日的收盘价低于转股价的80%即 $6.94 \times 0.8 = 5.55$ ，上市公司就有权利主动下修。如果主动下修，表明上市公司想主动解决债务，促进可转债进行转股，那么就有博弈强赎的可能。

由于转股价主动下修，不会影响正股的价格，但是每张转债可以转换的股票数目会增加，从而使得转债的内在价值增加，所以转股价下修会直接带动可转债价格上涨，从而存在潜伏套利空间。

在可转债条款中，修正条款越宽松，表示上市公司主动促进转股的愿望越强，也就越容易强赎。比如湖广转债，宽松的价格，股价低于转股价的90%即可触发；宽松的时间，连续20个交易日内有10个交易日满足。

255	湖广转债	127007	2018-06-28	5.58	5.02	5.58	0.0%	20	10	已满足	90%	在本次发行的可转债存续期间，当公司股票在任意连续二十个交易日中至少有十个交易日的收盘价低于当期转股价格的90%时，公司董事会有权提出转股价格向下修正方案并提交公司股东大会审议表决。上述方案须经...
-----	------	--------	------------	------	------	------	------	----	----	-----	-----	---

### 3、回售条款

回售条款主要是用来保护可转债投资者的条款。

如果正股股价下跌过度，导致股价远远低于转股价的70%，由于下修转股价将会稀释控股股东的股权，有一部分上市公司并不会主动下修转股价，从而使得可转债一直维持在低位运行，这样会使得可转债投资者只能干瞪眼。

为了保护可转债投资者，防止上市公司赖皮，当可转债进入回售期，即从第五计息年度开始，可转债触发回售条款之后，可转债投资人将有权以回售价格将持有的可转债回售给上市公司，回售权利一年仅可行使一次。

以花王转债为例，其回售条款为：在本公司股票最后两个计息年度任何连续 30 个交易日的收盘价格低于当期转股价格的 70% 时，可转债持有人有权将其持有的可转债全部或部分按债券面值加当期应计利息的价格回售给发行人。

如果在第五年、第六年股价低于转股价的 70%，那么花王转债的持有者，可以在规定的时间内把可转债回售给上市公司，价格为  $100 + \text{利息}$ ，利息为  $\text{当期利息} / 365 * \text{本年度计息天数}$ 。

虽然可转债回售条款是用来保护投资者，但是银行类转债都没有设置回售权，即使在第五年、第六年股价再低，持有者也不能将其回售给上市公司，所以对可转债投资者不利。

#### 4、强赎条款

在可转债募集书里面叫做有条件回售。本条条款是用来维护上市公司的权利，即上市公司用本条条款促进可转债转股，是我们投资可转债设定目标价位的一个重要参考点。

以花王转债为例：当出现以下两种情况的时候，上市公司有权利行使强赎条款，也可以不行使。在转股期内，当下述情形的任意一种出现时，公司有权决定按照以面值加当期应计利息的价格提前赎回全部或部分未转股的可转债：

1、在转股期内，如果公司股票在任何连续三十个交易日中至少十五个交易日的收盘价格不低于当期转股价格的 130%（含 130%）；意味着从 2021 年 1 月 27 日开始，如果股价连续三十个交易日内有 15 个交易日高于  $6.94 * 1.3 = 9.02$  元，那么上市公司，就有权提前赎回，所以在这个时间节点，可以进行规避风险。

2、当本次发行的可转债未转股余额不足 3000 万元时，上市公司也可以进行强赎。强赎价为  $100 + \text{当期应计利息}$ （ $\text{本年度应计息天数} * \text{每天应计利息}$ ），强赎价格和市场价会有较大的距离，所以当出现前期两种情况的时候，应当规避风险。如何进行风险规避，在后期的课程中还会进一步讲解。