

Directional Convertible Bond—A New Tool for M&A in Weak Market

Shuji Yan

Zhejiang Gongshang University, Hangzhou Zhejiang

Email: ysj08@126.com

Received: Feb. 12th, 2020; accepted: Feb. 28th, 2020; published: Mar. 6th, 2020

Abstract

Due to its dual characteristics of “stock and debt”, directional convertible bond has become a new tool for M&A in weak market. As a payment instrument, it helps to relieve the pressure of the company that offers the M&A to pay cash at one time. It can also prevent the risk of valuation premium and reduce goodwill. To some extent, it mitigates the risk of excessive dilution of major shareholders' equity. Because of the binding of interests, it can also alleviate the risk of human resources which is conducive to post merger integration. But we should pay attention to the setting of payment proportion of different payment methods. As a financing instrument, it can help to reduce the financing cost and financial risk. However, the key is to reasonably set up the initial conversion price and interest rate terms. In a word, due to its flexible terms, directional convertible bond can balance the interests of both parties and greatly improve the success rate of M&A, which will boost the prosperity of M&A market in the future.

Keywords

Directional Convertible Bond, Payment Instrument, Financial Instrument, M&A

定向可转债——弱市并购重组市场新利器

颜淑姬

浙江工商大学, 浙江 杭州

Email: ysj08@126.com

收稿日期: 2020年2月12日; 录用日期: 2020年2月28日; 发布日期: 2020年3月6日

摘要

定向可转债因其“股债”双性的特征, 成为弱市中并购重组市场的新利器。作为支付工具, 它有利于缓解主并公司一次性支付现金的压力; 防范估值溢价风险, 降低商誉; 一定程度上缓释了大股东股权过分

稀释的风险；因利益绑定，也能缓解人力资源风险，有利于并购后整合。但应注意不同支付方式支付比例的设置。作为融资工具，有利于降低融资成本，从而降低财务风险。但关键要合理设置初始转股价及利率条款。总之，定向可转债因其灵活的条款设置可平衡交易双方的利益，大大提高并购成功率，将会助推未来并购重组市场重新繁荣。

关键词

定向可转债，支付工具，融资工具，并购重组

Copyright © 2020 by author(s) and Hans Publishers Inc.

This work is licensed under the Creative Commons Attribution International License (CC BY 4.0).

<http://creativecommons.org/licenses/by/4.0/>



Open Access

1. 引言

2018年11月1日，中国证监会发布《证监会试点定向可转债并购支持上市公司发展》，明确支持上市公司在并购重组中定向发行可转换债券作为支付工具。自此，标志着我国定向可转债的正式推出，其目的在于支持各类企业通过并购重做大做强，优化资源配置，实现高质量发展。2019年2月14日，根据中共中央办公厅、国务院办公厅印发的《关于加强金融服务民营企业的若干意见》，指出“深化上市公司并购重组体制机制改革。结合民营企业合理诉求，研究扩大定向可转债适用范围和发行规模。扩大创新创业债试点，支持非上市、非挂牌民营企业发行私募可转债”。在上述文件精神指导下，定向可转债的适用范围和规模不断被市场上新出现的交易案例突破，从“仅用于并购支付”到“并购支付 + 配融”，再到“仅用于配融”，一个新的并购重组市场向我们走来。

2. 定向可转债的内涵及特点

可转债是可转换公司债券的简称，是指上市公司依法发行、在一定期间内依据约定的条件可以转换成股份的公司债券。它在转换前属于债券，转换后属于股票，兼具股债双性，相当于在持有普通公司债券同时拥有该公司的看涨期权。

定向可转债，又称为私募可转债，它的主要特点是定向性和从属性。与普通可转债相比，它的对象相对较少且稳定，往往是资产出售方或配套融资认购方，而配套融资认购方往往是拥有资金或技术优势的机构投资者或其他专业投资者，他们有相对专业的判断并能进行理性决策。由于不涉及社会公众，因此即使出现违规所造成的社会危害程度及范围均较轻。

定向可转债作为一种支付工具，目的在于增加重大资产重组交易谈判弹性，假如当前股价5元，可以把转股价格提高到10元。未来股价涨到10以上，对方换股解决了摊薄问题，皆大欢喜。如果股价没到10元，也解决了现金的延迟支付和双方阶段性绑定的问题。为交易提供更为灵活的利益博弈机制，有利于有效缓解上市公司现金支付压力及股份支付下大股东股权稀释风险，丰富并购重组融资渠道，提高重大资产重组的成功率和活跃度。因而，定向可转债往往伴随着重大资产重组产生而产生，且往往与其他支付工具结合使用。在并购重组中，定向可转债有两种用途：一是作为直接支付工具，向被收购对象发行；二是作为间接支付工具，向第三方对象发行融资，然后用于收购。

3. 定向可转债作为支付工具

在并购重组中，常用的支付工具有现金、股份。定向可转债作为充分考量了上市公司并购交易

实质、平衡交易对方利益的新兴支付工具跟前两者相比，有何优劣势呢？为什么近来越来越受到企业青睐、市场的推崇和重视，而且预期会成为未来并购重组市场的最主要支付工具？原因分析如表 1：

Table 1. Compare the advantages and disadvantages of different payment instrument [1]

表 1. 不同支付方式优缺点比较[1]

		现金	股份	定向可转债
优点	并购方	操作简单，易于达成； 向市场传递现金流充裕的市场信号； 不影响股权结构。	适用于规模较大的并购交易；并购方即时支付的现金压力较小。	免于即时支付现金压力； 发债利率低，无中介费，成本低，效率高； 转股时价格可比现行价格更高， 弱化股权稀释的风险。
	标的方	收益有保障	推迟收益确认时间延迟纳税； 可享受新公司后续收益。	享受债券的安全性； 也可享受股价上涨的红利。
缺点	并购方	现金储备及融资能力要求较高； 不利于后续整合和税务筹划。	股权容易被稀释，控制权会受到威胁； 程序复杂，容易耽误并购时机。	股权会有所稀释，但影响相对平滑，非一次性。
	标的方	现时获利，无法推迟资本利得， 不能享受税收优惠； 无法享受新公司后续经营收益。	后续股价走势不确定，会担心利益受损。	

4. 定向可转债作为融资工具

资本市场的股权融资工具主要有 IPO，增发(包括公开增发和定向增发)，配股，优先股和可转换债券。优先股由于固定付股息而且股息率相对较高，会给企业带来沉重的财务压力，而且股息支付属于税后行为，起不到抵税作用，企业较少采用。而 IPO 及公开增发由于审核监管较严，发行成本高，风险较大等原因，也并不常用融资方式。配股作为一种只针对原股东发行的再融资方式，会导致来自外部市场的资金较少，企业也不常采用。因此主要比较定向增发、定向可转债、公开可转债之间的监管规定的差异。具体情况比较如表 2：

Table 2. Compare the regulatory requirements of different financing instruments [2]-[9]

表 2. 不同融资工具监管规定比较[2]-[9]

	定向增发	定向可转债	公开可转债(非定向)
发行对象	发行对象(特定对象)不超过 10 名	往往是资产出售方，配套融资认购方(机构投资者、其他专业投资者)。	原股东、机构投资者、社会公众投资者。
业绩分红			最近 3 个会计年度连续盈利；最近 3 个会计年度加权平均 ROE 不低于 6%；可转债发行后，公司资产负债率不高于 70%；发债后累计公司债券余额不超过最近一期末净资产额 40%；最近三年实现年均可分配利润不少于公司债券一年的利息；最近 24 个月内曾公开发行证券的，不存在发行当年营业利润比上年下降 50%以上的情形；最近 3 年以现金方式累计分配的利润不少于最近 3 年实现的年均可分配利润的 30%。
发行规模	拟发行的股份数量不得超过本次发行前总股本的 20%		本次发行后累计公司债券余额不超过最近一期末净资产额的 40%；申请在交易所上市的可转换公司债券实际发行额不少于人民币 5000 万元。

Continued

发行定价	不低于定价基准日(发行期的首日)前 20 个交易日公司股票均价的 90%	作为支付工具, 与发行股份购买资产的发行价格一致; 作为融资工具, 与募集配套资金发行股份的定价标准一致。	转股价格应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和前 1 个交易日的均价。
发行间隔	原则上不得少于 18 个月。特殊情况下不得少于 6 个月		
锁定期	控股股东、实际控制人等自发行结束之日起 36 个月内不得转让; 其他 12 个月内不得转让	作为支付工具的, 自发行结束之日起 12 个月内不得转让及转股。12 个月限制期之后, 将解锁条件与标的公司业绩承诺实现情况挂钩, 分批解锁。	可转换公司债券自发行结束之日起 6 个月后方可转换为公司股票。
存续期		与交易对方业绩承诺期相关。如: 赛腾股份为报告出具日与补偿承诺实施完毕日后孰晚后 30 个交易日止。	1 至 6 年
转股价格修正		向上不超过初始转股价格的 130%; 向下不低于董事会决议公告日前 20、60 或 120 个交易日交易均价的 90%, 不低于上市公司最近一期经审计的每股净资产值和股票面值。	向下修正价格不低于股东大会召开日前 20 个交易日公司股票交易均价和前一个交易日股票交易均价。
强制转股		如触及强制转股条款, 上市公司内部决策通过后可以要求交易对方强制转股。	无规定
债券利息		作为支付方式的定向可转债利率大幅低于公开可转债, 如赛腾股份的仅为 0.01%, 到期一次还本付息。	通常为 0.3% 至 2% 的累进税率, 每年偿付利息。
担保评级		从试点案例分析均未安排评级。	应信用评级, 最近一期未经审计的净资产低于 15 亿元的, 需提供担保。

作为配套融资的定向可转债可能更看重收益, 既包括保底收益也包括未来分享正股红利。作为保底定增的替代, 它可以通过票息及补偿利率的设置达到保证一定绝对收益的目的。因其收益可观、确定性高、风险小, 弱市环境下是优于定增的投资选择, 更适合机构投资者参与, 对资金也有很强的吸引力。但在初始转股价及利率条款设置上需要引起高度重视。

5. 定向可转债在并购重组中的风险防范作用分析

(一) 有利于防范估值溢价风险, 降低商誉^[10]

定向可转债有利于缓解并购重组中的信息不对称问题, 为并购双方面临的交易对价估值难问题提供了解决路径。用定向可转债作为支付工具, 因其票面利率较普通债券来的低, 但转股价格可观, 作为债券持有者自然对转股满怀期待, 作为潜在的并购公司股东, 自然期待并购公司后续经营良好, 将来可通过转股实现高额的资本利得, 因此存在与股票类似的利益捆绑功能。对于目标公司股东而言, 可能承担并购高溢价的风险, 但在定向可转债中能得到缓解。因转股价格事先确定, 如果原定转股价格有虚高的成分, 后续股价回落, 目标公司股东对价缩水, 如果转股时股价仍未回复预期状态, 将会触发转股价格下调条款; 若股价下跌严重, 债券持有人会放弃转股, 继而主张债券本息。如果后续股价上涨, 债券持有人自然可以通过债转股获取大额的资本利得。因此, 债券持有人的利益是相对有保障的, 在资产交易的初始环节可设定相对低价, 产生的商誉也相应较低, 可以大大降低未来暴雷风险。

(二) 有利于防范财务风险

以定向可转债作为对价支付工具，上市公司无需立刻支付现金，有利于缓解上市公司现金压力。也无需再进行外部融资。一般情况下，定向可转债的票面利率远低于普通债券的利率，即使债券持有人在到期日主张还本付息，并购公司付出的现金成本也比较低。

如果作为融资工具，也比普通融资工具的融资成本要来的低。如果并购后股价下跌，债券持有人可不行使转换权，在债券到期后获得本息偿付；如果并购后股价上涨，债券持有人可通过换股获得股价上涨的弹性收益。同时转股时上市公司不必支付额外费用。降低融资成本的同时即有效降低了并购公司的财务风险。

但是，当股价下跌严重，债券持有方如放弃转股而主张本息，可能会给并购公司带来现金支付压力，对公司财务稳健性造成威胁。因此，在并购方案设计中应采取多手段促使交易双方积极行使换股权，以保护主并公司利益。

(三) 有利于防范股权稀释风险

若定向可转债的股份来源于并购公司新增股份，原股东的股权遭到稀释在所难免。但可转债的转股是在一定期限后分批进行的，因此它对股权的稀释是逐步、循序渐进的，一定程度缓释了直接发股对于大股东股权的稀释。而且大股东对于能转换多少股票是可以提前预知的，也不会担心自己持股比例稀释的过于严重^[10]。

但新《公司法》规定为发行可转债可回购本公司股份。因而，在定向可转债支付中，用于转换的股份完全可以来源于公司的库存股。在此情况下，并购公司的总股本并没扩张，股东权益被摊薄的问题也得到了解决。

(四) 有利于防范人力资源风险

定向可转债作为并购支付工具，可以增加目标公司与并购公司之间的粘性，更有利于并购的后续整合。在现金支付情况下，目标公司股东在完成交易后，拿钱走人，不再与并购公司有任何瓜葛，后续经营全靠并购公司自身。但是，在一些初创型目标公司中，“人”力资源具有特殊重要性，创始人的功成身退会对并购后整合经营产生不利影响。而可转债因其兼具股权属性，加上存续期及锁定期的条款设计，都有利于增加两者之间的粘性，利益捆绑更有利于后续的经营整合，大大降低整合失败的风险。

(五) 定向可转债对并购重组的意义

定向可转债作为一种新兴的并购重组支付方式，为交易各方提供了新的权利义务安排方式，交易方式相对灵活，条款设计有一定伸缩空间，是对交易实质和当事人意思自治的尊重。与传统支付方式相比，推后了现金或股份的兑现时间，交易对手可以根据未来股价走势进行灵活选择，可以降低交易风险和交易成本，提高交易效率，是有市场化灵魂的好工具。

定向可转债作为融资工具，突破了不能锁价配融的限制，是“保底收益的债性+向上弹性的股性”的有机结合，更有利于一些需要大规模融资的并购交易的施行。

6. 小结与展望

总之，定向可转债的向下修正条款、提前回售条款、向上修正条款、强制转股条款等的设计能在并购股价波动幅度过大时平衡交易双方的利益，促进交易的达成。定向可转债能克服传统支付工具对于并购公司现金流及股权结构产生不利影响的诟病点，平衡双方不同的利益诉求，还有利于缓解对价估值中的信息不对称及税务筹划。同时，由于其自身债权的特性及锁定期的安排，更有利于维护主并公司的利益。为上市公司并购支付提供了新的选择。

作为支付工具,它侧重在保本基础上获取潜在收益,标的方权益人需要在股份与现金之间寻求平衡。因此,不同支付方式合适的支付比例设置是利益博弈的关键,过多的现金支付会对主并方流动性造成一定压力,而过多的股份支付又会对大股东的控制权造成威胁,合适的可转债比例的设置就显得尤为重要。

作为融资工具,它侧重于收益,可以通过票息及补偿利率的设置达到保收益的目的。因此初始转股价及利率条款将成为博弈的关键。

并购方案设计中需考虑上述要点,才能充分发挥其弱市情境下并购利器的作用,助推并购成功。

基金项目

本文受到浙江省自然科学基金青年项目“LQ17G020001”的支助。

参考文献

- [1] 何泽宇. 我国定向可转债的发展及相关案例研究[J]. 财经界, 2019(11): 68-69.
- [2] 张迪. 我国资本市场改革发展中的股权融资机遇及路径分析[J]. 煤炭经济研究, 2019(12): 1-20.
- [3] 上市公司证券发行管理办法[Z/OL]. <https://neris.csrc.gov.cn/falvfagui/rdqsHeader/mainbody?navbarId=3&secFutrsLawId=9618273440d64e0f84a68a8e8f0ddec&body>, 2008-10-09.
- [4] 证券发行与承销管理办法[Z/OL]. <https://neris.csrc.gov.cn/falvfagui/rdqsHeader/mainbody?navbarId=3&secFutrsLawId=746126805384715803&body>, 2018-06-15.
- [5] 上海证券交易所上市公司可转换公司债券发行实施细则[Z/OL]. http://www.sse.com.cn/lawandrules/sserules/issue/c/c_20181228_4701540.shtml, 2018-12-28.
- [6] 深圳证券交易所可转换公司债券业务实施细则[Z/OL]. <http://docs.static.szse.cn/www/lawrules/rule/listed/bond/W020190222521378312535.pdf>, 2018-12-28.
- [7] 深圳证券交易所上市公司可转换公司债券发行上市业务办理指南[Z/OL]. http://www.szse.cn/lawrules/rule/listed/bond/t20181228_565063.html, 2018-12-28.
- [8] 中国证监会. 关于修改上市公司现金分红若干规定的决定[Z/OL]. <https://neris.csrc.gov.cn/falvfagui/rdqsHeader/mainbody?navbarId=3&secFutrsLawId=9515d27d9c184ebfa29fa848d7417063&body>, 2008-10-09.
- [9] 中国证监会. 关于修改“上市公司非公开发行股票实施细则”的决定[Z/OL]. <https://neris.csrc.gov.cn/falvfagui/rdqsHeader/mainbody?navbarId=3&secFutrsLawId=745439065453124873&body>, 2017-02-15.
- [10] 周科竞. 定向可转债有利于降低上市公司商誉[N]. 北京商报, 2019-12-05(006).