

《金融市场研究》专家审稿单

稿件篇名	《可转债对信用风险完全“免疫”么？》
外审意见	文章选题具有一定研究价值，也是近年来市场关注的话题，基本研究方式和框架较完善。但文章行文存在部分表述不严谨的问题，部分定义以及数据时间混乱。
作者回复	感谢老师提出的诸多宝贵建议。针对行文存在的部分表述不严谨问题，均已仔细推敲并调整表述；针对部分定义及数据时间混乱情况，均已认真复核并逐一修改到位。简述如下（具体可详见论文修订稿）： 1、文中“目前国内市场尚未发生过可转债的违约”、“公募可转债中尚未出现违约案例”： 相关表述均已调整为“尚未发生过可转债的公开违约”。 2、“上市初期，可转债与普通债券性质类似”： 赞同老师意见，此处表述不严谨。本意是从违约角度考虑，上市初期时，可转债尚不能转股，故呈现为债券属性，在还本付息义务触发、偿还次序、破产重组加速到期等方面均与普通债券基本一致。已调整表述为“<u>上市初期，可转债尚不能转股，呈现为债券属性，面临与普通债券类似的信用风险</u>”。 3、“上市6个月后，可转债一般会进入转股期，投资人可于期间内任意一个交易日将可转债转换为标的股票”： 已调整表述为“投资人可于期间任意交易日（<u>不含暂停转股的交易日</u>）将可转债转换为标的股票” 4、“发行人应当履行提前回购义务”、“（三）进入回购及到期阶段，弱资质发行主体面临更高的信用风险”： 感谢老师建议，原文表述不够严谨，现已调整为“<u>当正股收盘价格连续30日低于转股价的一定比例时，投资人可行使有条件回售权，发行人则需对应履行回购义务</u>”、“（三）进入回售及到期阶段，弱资质发行主体面临更高的信用风险”。

5、可转债特有条款梳理已补充完善相关内容

原表：

表 1 可转债特有条款梳理

条款	特 定 时间	特定条件	权利	意义
有 条 件 回 售	最 后 两 年	连续 30 个交易日，正股收盘价<转股价的一定比例	投资人有权： 将可转债按面值加利息提前回售给公司	兜底条款， 可确保最后两年可转债交易价不低于 100 元面值
附加回售	存 续 期 内	相较于募集说明书，实质资金用途发生重大变化	投资人有权： 享有一次回售的权利	(较少触发)
下 修 转 股 价	存 续 期 内	任意连续 30 个交易日中，至少有 15 个交易日的正股收盘价<转股价的 85%	保护投资人，但权利归上市公司： ①董事会有权提出转股价下修方案，但方案需股东大会 2/3 通过；②下修幅度：必须满足修正后转股价 $\geq \max(\text{股东大会召开日前 20 个交易日公司股票均价，前一交易日均价})$ ；个别还会约定：修正后转股价 $\geq$ 最近一期经审计的每股净资产和股票面值	当正股价跌幅较大时，上市公司可能会下修转股价，提升转股价值，从而促进转股
强制赎回	存 续 期 内	转债未转股余额不足 3000 万元时	上市公司有权： 按面值 100 元加上当期应计利息后的价格赎回	如参与强赎，可转债持有人将至少损失 30 元/张 ，故企业可通过低价强赎方式迫使转债持有人转股，从而规避还本付息义务
	进 入 转 股 期	连续 X 个交易日中至少有 Y 个交易日的正股收盘价 $\geq$ 当期转股价的 130%	上市公司有权： 按照 100 元面值加上当期应计利息后的价格，收回投资人手中的可转债	
到期赎回	到 期 后	可转债到期后（可转债存续期最长 6 年）	保护投资人，常规条款： 发行人需以特定价格赎回可转债（该价格含最后一期利息）	常规条款

补充完善后：

表 1 公募可转债特有条款梳理

条款	特 定 时间	特定条件	权利	意义
有 条 件 回 售	最 后 两 年	连续 30 个交易日，正股收盘价<转股价一定比例	投资人有权： 将可转债按面值加利息提前回售给公司	<u>投资人行权一定程度上能够保护投资本金的安全性</u>
附加回售	存 续 期 内	相较于募集说明书，实质资金用途发生重大变化	投资人有权： 享有一次回售的权利	

下修转股价	存续期内	连续 M 个（一般为 30 或 20）交易日中，至少有 N 个（一般为 20 或 15）交易日的正股收盘价低于当期转股价的 <u>一定比例</u>	保护投资人，但权利归上市公司：①董事会有权提出下修方案，但需股东大会 2/3 通过；②下修幅度：需满足修正后转股价 $\geq \max(\text{股东大会召开日前 20 个交易日公司股票均价, 前一交易日均价})$ ；个别还会约定：修正后转股价 $\geq$ 最近一期经审计的每股净资产和股票面值	当正股价格大幅下跌时，上市公司可能通过下修转股价来提升转股价值，从而促进转股
强制赎回	存续期内 进入转股期	转债未转股余额不足 3000 万元时 <u>连续 M 个交易日中，至少有 N 个交易日的正股收盘价高于当期转股价的一定比例</u>	上市公司有权：按面值 100 元加上当期应计利息后的价格，赎回可转债	如参与强赎，投资人将面临较大损失，故上市公司可借低价强赎迫使投资人转股，从而规避偿付义务
到期赎回	到期后	可转债到期后	上市公司应当以特定价格赎回可转债	投资者常规保护条款

6、“然而，统计数据显示，确实也存在投资人放弃或错失转股机会，转而行使回售权或持有至到期的情况：**截至 2023 年末，在已摘牌的 473 支可转债中**”：

此处为投稿前更新数据，漏更新脚注内容，统计时间应为截至 2023 年末。现已将脚注修改到位：“数据来源于 Wind 数据库‘债券-可转债分析-可转债专题-退出方式统计’，统计区间为 1990 年至 2023 年。截至 2023 年末，市场已摘牌可转债为 473 支。”

7、“上市 6 个月后，可转债一般会进入转股期，当股价连续多日高于当期转股价的 130%时，发行人为规避后续可能面临的还本付息压力，通常公告将以**本金叠加较低溢价来强制赎回未转股的可转债**”：

已调整表述为：“上市 6 个月后，可转债一般会进入转股期，当股价连续多日高于当期转股价的一定比例（一般为 130%）时，发行人为规避后续可能面临的还本付息压力，通常公告将**按面值加应计利息强制赎回可转债**”。

8、“**对于规模较小、信用资质较弱**，且转债剩余期限较长的发行人，其更倾向于在未来择机进行市值管理、触发强赎促使绝大多数投资人转股，而非下修转股价，如众兴转债、英联转债、健友转债、台 21 转债、回盛转债、闻泰转债、久其转债、富瀚转债、蒙娜转债等多支转债在 2022 年 8 月公告已

触及向下修正转股价的标准，但不打算向下修正转股价。”：

感谢老师建议，此处剔除闻泰转债（总资产 767 亿元、信用评级 AA+），其余转债主体的总资产均为 102 亿以下，信用评级均位于 AA 及以下，在公募债发行人信用评级中处于尾部位置。

转债	代码	主体外评级	22年末总资产
众兴转债	128026.SZ	AA-	65.69
英联转债	128079.SZ	A-	27.26
健友转债	113579.SH	AA	100.10
台21转债	113638.SH	AA	75.86
回盛转债	123132.SZ	AA-	29.89
久其转债	128015.SZ	A	27.66
富瀚转债	123122.SZ	A+	34.48
蒙娜转债	127044.SZ	AA-	101.79
闻泰转债	110081.SH	AA+	766.90

9、关于海印、洪涛转债能否被认定为实质性违约：

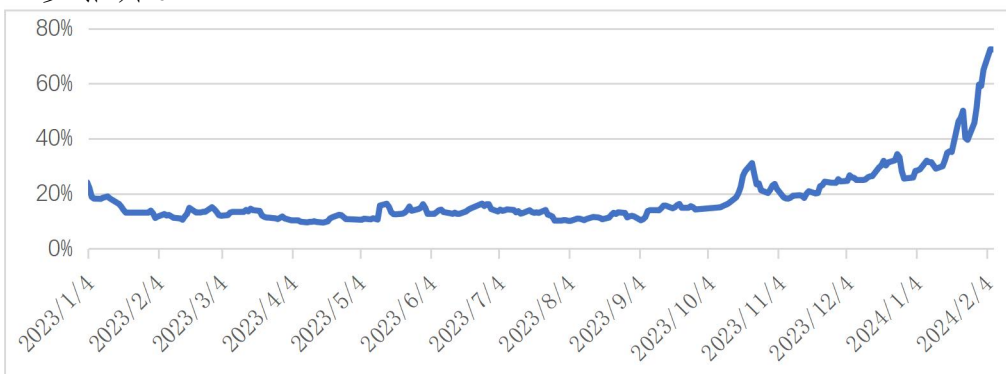
感谢老师建议，经慎重考虑，已删除“但严格意义上讲已出现实质性违约”相关表述，将原文调整为“历史上曾发生海印转债、洪涛转债下修无果，在可转债到期之际面临大额本金偿付压力”。

10、“（三）进入回售及到期阶段，弱资质发行主体面临更高的信用风险”处举例辉丰转债，与前文重复较多：

感谢老师建议，已删除辉丰转债案例，改为结合当前市场偏弱的环境——市场低价券且进入回售期的个券占比提升，更具体的讨论回售条款可能带来的信用风险。文中补充完善如下：

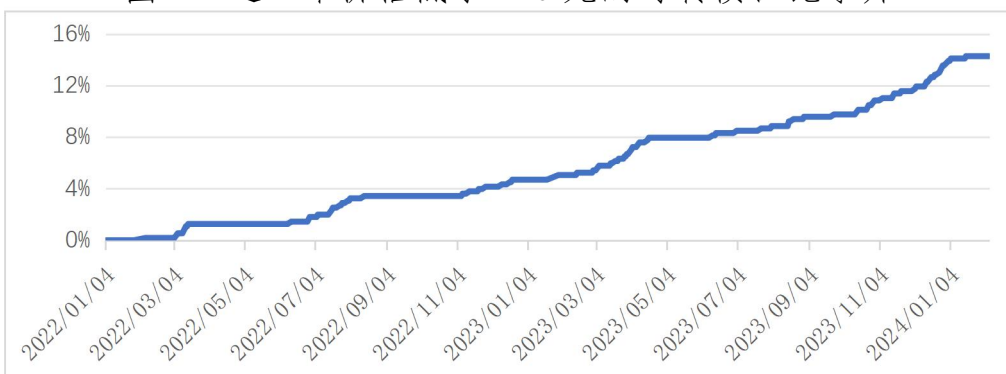
进一步地，统计数据显示，近年权益市场持续走弱和低价券占比攀升，使得可转债触发回售条款的可能性呈上升趋势。一方面，随着权益市场走弱，价格低于 110 元的可转债占比上升约 50 个百分点，投资人对权益市场波动性预期降低，曾期待通过股价上涨而顺利转股退出的投资人，如今或将更加审慎的看待该方案的可行性，转而寻求回售方式退出的可能性增加。另一方面，可转债市场呈现“老龄化”特征，近两年进入回售期个券占比提升约 14 个百分点，可转债触发回售条款的可能性上升。在此背景下，弱资质发行主体面临的信用风险进

一步抬升。



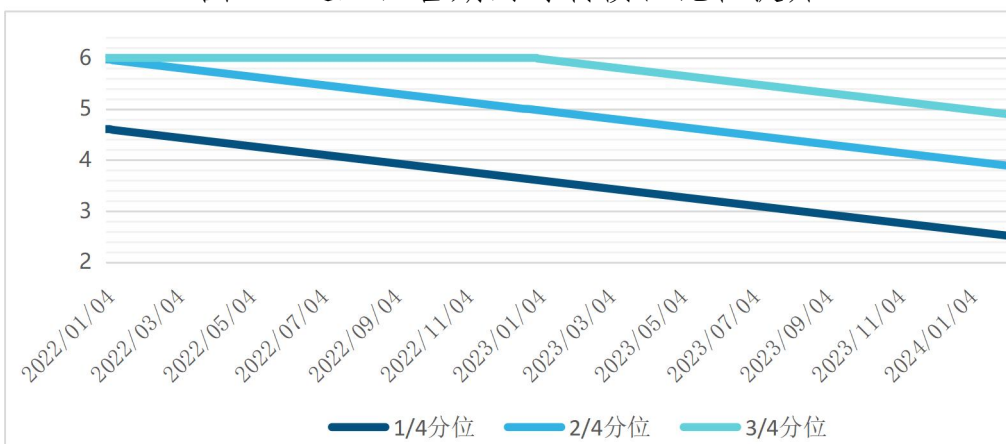
资料来源：Wind 数据库 Excel 插件提取“时间序列-可转债-收盘价”，统计范围为 2023/1/4 至 2024/2/4。

图 2 近一年价格低于 110 元的可转债占比攀升



资料来源：Wind 数据库 Excel 插件提取“时间序列-可转债-剩余期限”，统计范围为 2022/1/4 至 2024/2/4。

图 3 进入回售期的可转债占比在提升



资料来源：Wind 数据库 Excel 插件提取“时间序列-可转债-剩余期限”，统计范围为 2022/1/4 至 2024/2/4。

图 4 各分位数的转债剩余期限

11、“当投资人主动放弃或被动丧失可转债转股机会后，较弱的发行主体资质使其在回售、到期兑付时往往面临比普通债券更高的违约风险”：

感谢老师建议，从发行主体的信用资质来看，可转债较普

通债呈现明显的信用下沉，信用级别整体较普通债下移 2~3 个子级（如文中表 2 所示）。

此处已调整表述为“相较普通债券更弱的发行主体资质使其在回售、到期兑付时往往面临更高的违约风险”。

表 2 2023 年新发债券的发行人评级统计

普通债券	计数	占比	可转债	计数	占比
AAA	4 990	56.81%	AAA	3	2.14%
AA+	2 542	28.94%	AA+	8	5.71%
AA	1 195	13.61%	AA	20	14.29%
AA-	39	0.44%	AA-	53	37.86%
A+	10	0.11%	A+	42	30.00%
A	1	0.01%	A	8	5.71%
无评级	6	0.07%	无评级	6	4.29%
合计	8 783	100.00%	合计	140	100.00%

资料来源：Wind 数据库“债券-数据浏览器”。其中，普通债券统计范围包括短融、中期票据、公募公司债、企业债、金融债。

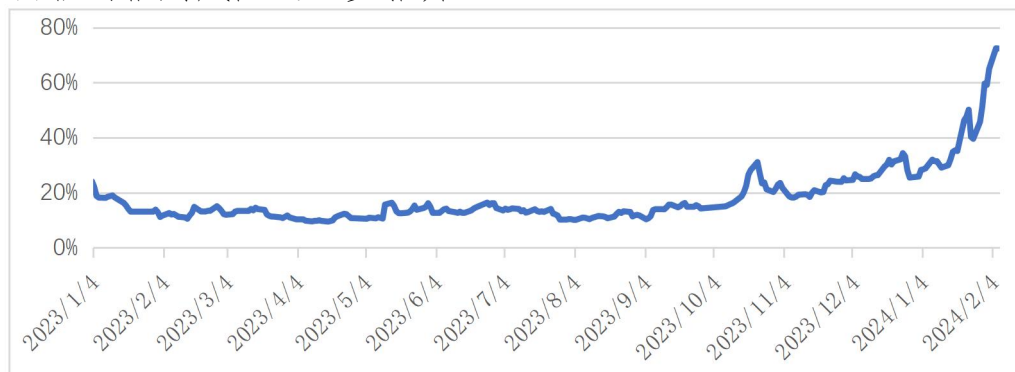
作者：李苍慧
2024 年 2 月 22 日

外审评议和作者回复（若有）是文章的过程性材料，隐名后的有价值讨论可公开。如研究中使用该内容，辛苦您在研究成果上注明引文和出处。

《金融市场研究》专家审稿单

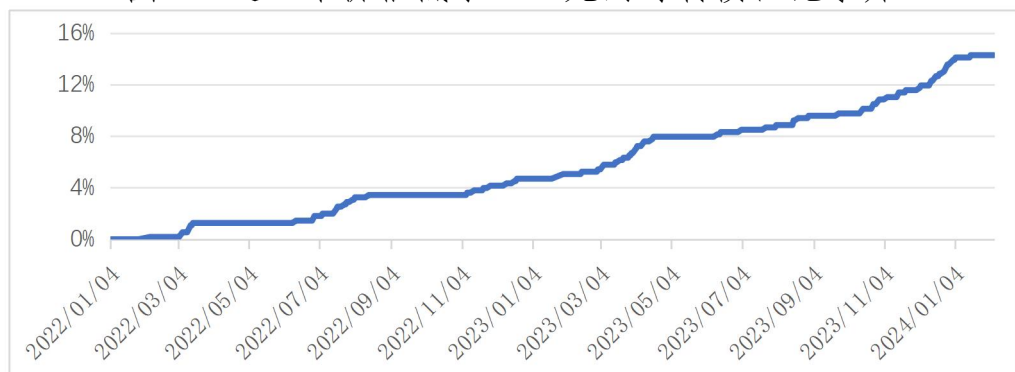
稿件篇名	《可转债对信用风险完全“免疫”么？》
外审意见 (二审)	1、文中以海印、洪涛举例，并未出现债务展期或违约的情况下，该案例是否能定义为实质信用风险需慎重考虑。 2、回售部分可以结合当前市场偏弱的环境——市场低价券且进入回售期的个券占比提升，更具体的讨论回售条款可能带来的信用风险。 3、海外市场对比参考，可以对下修、回售、转股、强赎等条款进行比较，否则只看违约率参考意义并不大。 审稿人：人名，单位，职务，手机号 年 月 日
作者回复	感谢老师拨冗审核并提出以上宝贵建议，相关内容均已融入修改，简述如下（具体可详见论文修订稿）： 1、文中以海印、洪涛举例，并未出现债务展期或违约的情况下，该案例是否能定义为实质信用风险需慎重考虑。 感谢老师建议，已删除“但严格意义上来讲已出现实质性违约”相关表述，将原文调整为“历史上曾发生海印转债、洪涛转债下修无果，在可转债到期之际面临大额本金偿付压力，下面将具体阐述。” 2、回售部分可以结合当前市场偏弱的环境——市场低价券且进入回售期的个券占比提升，更具体的讨论回售条款可能带来的信用风险。 感谢老师建议，已补充完善内容如下： 进一步地，统计数据显示，近年权益市场持续走弱和低价券占比攀升，使得可转债触发回售条款的可能性呈上升趋势。一方面，随着权益市场走弱，价格低于 110 元的可转债

占比上升约 50 个百分点，投资人对权益市场波动性预期降低，曾期待通过股价上涨而顺利转股退出的投资人，如今或将更加审慎的看待该方案的可行性，转而寻求回售方式退出的可能性增加。另一方面，可转债市场呈现“老龄化”特征，近两年进入回售期个券占比提升约 14 个百分点，可转债触发回售条款的可能性上升。在此背景下，弱资质发行主体面临的信用风险进一步抬升。



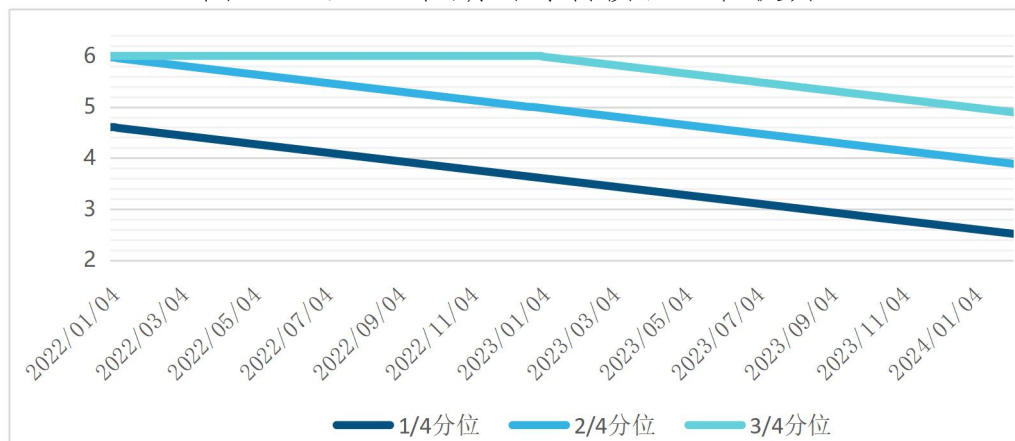
资料来源：Wind 数据库 Excel 插件提取“时间序列-可转债-收盘价”，统计范围为 2023/1/4 至 2024/2/4。

图 2 近一年价格低于 110 元的可转债占比攀升



资料来源：Wind 数据库 Excel 插件提取“时间序列-可转债-剩余期限”，统计范围为 2022/1/4 至 2024/2/4。

图 3 进入回售期的可转债占比在提升



资料来源：Wind 数据库 Excel 插件提取“时间序列-可转债-剩余期限”，统计范围

	为 2022/1/4 至 2024/2/4。 图 4 各分位数的转债剩余期限 3、海外市场对比参考，可以对下修、回售、转股、强赎等条款进行比较，否则只看违约率参考意义并不大。 感谢老师建议，已补充完善内容如下： 从国际成熟市场的经验来看，可转债存在违约，且违约率较高。<u>以美国市场为例，作为可转债发行最早的市场，历经百余年，现已成为全球规模最大的转债市场，相关可转债产品也呈现出发展成熟、品种丰富、条款设置自由灵活的特点。如赎回条款，除包括与我国类似的有条件赎回条款之外，还包括约定多个赎回日期的硬赎回条款（hard call）。又如回售条款，美国可转债一般仅约定当发行人基本面发生不利变化时触发回售，而我国则为挂钩正股价格的有条件回售和挂钩募集资金用途的附加回售。除此之外，美国可转债还包括强制转股可转债、反向可转债、合成可转债等特殊品种，进一步增加了博弈性和投资者把握的难度。受此影响，2003-2018 年，美国市场可转债的违约率大约在 0-2% 区间波动，其整体变化趋势与同期的高收益债相似。由于主体信用资质偏弱等原因，在大多数年份中，美国市场可转债的违约数值基本与高收益债相当，显示其存在较高的信用风险。但同时，我们也关注到，因为可转债具备转股特性和高流动性，其能在一定程度上规避实质违约风险的发生，呈现出更强的稳定性。比如在 2008 年和 2009 年，面对全球金融危机的重大冲击，相较于高收益债，可转债的违约率相对平稳，未出现急剧拉升的情况。</u> 作者：李苍慧 2024 年 2 月 22 日
--	---

外审评议和作者回复（若有）是文章的过程性材料，隐名后的有价值讨论可公开。如研究中使用该内容，辛苦您在研究成果上注明引文和出处。