银行间市场债券现金要约收购：应用场景和机制优化

汤 俊 刘 凡 周辰熙 梁高远 马卿原

摘 要 本文以债券现金要约收购为研究对象，探讨其在我国债券市场中的应用前景与制度设计。债券现金要约收购作为一种高效的主动债务管理工具，近年来在国内银行间市场快速发展。围绕债券现金要约收购，本文介绍了美国市场的监管政策、定价模式及典型案例，梳理了国内银行间市场的业务概况与流程，提炼出境内四类可用场景，即化解地方政府隐性债务、优化企业负债结构、提升资本市场形象和开展债务重组。在此基础上，提出推动业务发展的五项建议，包括完善定价机制、出台 ABN 专项政策、允许专业服务机构参与交易、加强系统建设及投资者保护。

关键词 企业债务管理 现金要约收购 债券市场

一、引言

债券现金要约收购（Bond Cash Tender Offer）是债券发行人向特定债务融资工具的全体持有人发出要约，以现金方式收购全部或部分流通中标的债券并注销的行为，是一种重要的发行人主动债务管理工具。随着国内信用债券市场不断发展，发行人主动管理债务提升负债结构调整灵活性的需求逐步显现。2020 年 11 月，中国银行间市场交易商协会发布《关于试行非金融企业债务融资工具现金要约收购业务的通知》（中市协发〔2020〕139 号，简称 139 号文），标志着银行间市场正式推出债券现金要约收购。截至 2025 年 3 月末，已累计落地 221 单债券现金要约收购。本文简要介绍美国和国内债券现金要约收购的发展情况，梳理了该工具对境内企业的可用场景，并尝试提出推动债券现金要约收购业务进一步健康发展的具体建议。

二、美国债券市场现金要约收购业务

（一）监管政策

美国现金要约收购相关制度规则历经多年实践已形成成熟框架，其以《威廉姆斯法案》和《证券交易法》为核心，辅以美国证券交易委员会（SEC）出台的配套细则[①]，在规则设计时遵循保障投资者权益并兼顾市场效率的原则。在信息披露要求方面，《威廉姆斯法案》14(e) 条要求发行

汤俊，申万宏源证券副总经理、执行委员会委员；刘凡，申万宏源固定收益销售交易总部总经理助理；周辰熙，申万宏源固定收益销售交易总部；梁高远，申万宏源固定收益销售交易总部；马卿原，申万宏源固定收益销售交易总部；史达、徐峰、曾梓曦、高畅对本文亦有贡献。本文系个人观点，不代表所在机构及 NAFMII 观点。

① 详见SEC Tender offer Rules and Schedules, https://www.sec.gov/rules-regulations/staff-guidance/compliance-disclosure-interpretations/tender-offer-rules-schedules。

人（或第三方）披露价格、修改机制、撤回权、发行人资质及收购能力等关键信息，SEC 进一步规定为发行人提供现金要求收购服务的证券公司须留存要约时间、基准证券收益率、交易价格等操作记录。在操作规范要求方面，《证券交易法》设定 20 个工作日的最低要约期，但 SEC 结合市场实际动态调整，通过无异议函机制将期限缩短至 5 个工作日，以平衡效率与风险。另外，SEC 规定仅投资级债券[①]可采用固定价格收购模式，从源头控制信用风险。

（二）定价模式

美国债券市场现金要约收购具有较为多样化的定价模式，具体可以分为以下四种。①固定价格要约回购（Fixed-Price Tender Offer）。这是最常见的一种回购方式，发行人在回购计划中设定固定价格，通常高于债券当前市场价格，即通过提供溢价吸引债券持有人接受要约。②瀑布式收购（Waterfall Tender Offer）。这是一种分层回购策略，发行人根据债券优先级、债券期限等维度将债券分类，例如分为优先级债务和次级债务或长期债务和短期债务，依次使用资金逐层回购，直至回购资金耗尽。③荷兰式拍卖回购（Dutch Auction Tender Offer）。投资者自行报价和数量，发行人从最低报价开始接受投标，直至达到预定回购规模，所有中标者统一按最高中标价支付。④二级市场回购(Open Market Repurchase)。发行人通过二级市场直接购买债券，无须提前公告或发出要约。国内目前部分地产公司为了维护企业自身形象采取了类似的回购方式，但是该方式在国内依然需要提前公告。

（三）案例分析

1. 苹果公司的固定价格要约回购

苹果公司（Apple Inc.）是全球市值最高的公司之一，为充分利用低利率环境，发行大量债券融资用于回购股票或支付股息，以强化股东的资本回报率，并长期通过现金要约收购动态优化债务结构。

2020 年 5 月，苹果公司宣布以固定溢价模式回购约 100 亿美元债券，涵盖 2013 年发行的 10 年期（票面利率 3.45%）和 2015 年发行的 30 年期（票面利率 4.65%）债券。回购要约期为 30 天，投资者可在公告后 20 日内决定是否接受要约，最终溢价率为 2%~5%，即市价 100 美元的债券回购价为 102~105 美元。[②]

此次回购资金来源采用“现金 + 新发债券”组合策略，其中 50% 的资金来自其 500 亿美元现金储备，另外 50% 的资金通过发行新债募集。新债利率（2.75%~3.00%）显著低于旧债（4.65%），年利息支出减少约 3 亿美元，实现债务成本压降，同时将部分短期债务转换为长期低息债务，缓解未来再融资压力。这次操作强化了投资者对公司现金流管理和战略执行能力的信心，现金要求收购公告后苹果公司股价上涨 2%，信用评级机构维持其 AAA 评级，显示市场对债务结构调整策略的认可。

另外，对持有高息债券的投资者而言，

① 投资级债券：指评级在穆迪Baa/标普BBB及以上的债券。

② 本节资料来源：SEC Edgar, https://www.sec.gov/Archives/edgar/data/320193/000119312519238922/d751814d424b2.htm.

苹果公司的回购要约提供了高于市场价的退出机会，避免了未来债券价格可能下跌的风险，提前卖出锁定收益。

2. 通用电气（GE）的瀑布式收购

2020—2021 年，通用电气（GE）由于在多元化经营中的失误，背负了大量高息债务，存在流动性紧张，而且面临信用评级下调至垃圾级的风险，存量债券因市场恐慌被大幅折价交易。

为了重建市场信心并维持其投资级信用评级（BBB-），GE 实施了瀑布式债券回购计划。具体而言，GE 以 98 美元 / 面值优先回购 6.00% 票面利率的短期债务（10 亿美元），降低 2025 年前到期的高息债务；再以 96 美元 / 面值回购 5.50% 票面利率的中期债务（15 亿美元）；最后将剩余资金以 92 美元 / 面值用于 4.85% 长期次级债务（20 亿美元）的回购（表 1）。①

表 1 通用电气瀑布式回购方案

层级	债券类别	票面利率	金额	到期时间	回购价格	优先级
第一层级	高息短期债券	6.00%	10 亿美元	2025 年	98 美元 / 面值	高
第二层级	中期债券	5.50%	15 亿美元	2030 年	96 美元 / 面值	中
第三层级	长期次级债务	4.85%	20 亿美元	2040 年	92 美元 / 面值	低

资料来源：SEC Edgar。

本次债券购回的技术要点，一是充分利用了美联储实施零利率和量化宽松政策周期，在公司债市场流动性充沛时，以部分新发低息债置换高息债，减少了利息支出；二是相对于到期按面值兑付，折价收购削减了债务负担，直接创造可观的资本收益；三是通过减少中短期债务，保留或新增长期债，拉长了债务久期。

此次债券要约购回向市场释放了 GE 努力重组债务、减少了财务压力、提升了公司流动性的信号，GE 的股价因此上涨了 5%。对于债券持有人而言，相对于当时较低的市价，GE 提供了一定的回购溢价，在当时债务违约风险较高的情况下，许多投资者选择了提前退出。

三、银行间债券市场现金要约收购

自 2020 年 12 月 4 日第一单现金要约收购开始开展，截至 2025 年 3 月末，银行间债券市场累计落地 221 单业务试点，经过近三年的摸索，现金要约收购业务模式日益成熟，市场也逐渐了解熟悉，2024 年以来逐步进入相对常态的发展阶段。根据 Wind 统计，自 2024 年 1 月至 2025 年 3 月，已落地的业务试点共 66 单，覆盖 34 个发债主体，65 只债券标的。从收购目的来看，有 8 单是为了保障债券持有人权益，58 单是为了优化债务结构和资金使用效率。从收购结果来看，计划回购量 295 亿元，实际回购量 251 亿元，实际回购占比 85%，其中 49 单实现全量回购，16 单实现部分回购，1 单回购量为 0。②

与通过持有人会议机制开展主动债务

① 本节资料来源：SEC Edgar, https://www.sec.gov/Archives/edgar/data/40545/000093041321001104/c101766_ex99.htm.

② 2024年1月至2025年3月我国银行间市场现金要约收购项目统计，见增强出版，中国知网—《金融市场研究》。

管理的方式[①]相比，债券现金要约收购以固定价格要约形式进行，持有人自主决策是否接受回购，不依赖于其他投资者的意见，也不必要达到一定支持比例后才能实行收购（可以部分收购），操作的灵活性和成功率大幅提高，具有明显优势，已逐渐被市场了解与运用。

银行间债券市场现金要约收购主要包含三个阶段（图 1）。①决策与公告阶段。专业服务机构协助发行人披露收购价格及其确定方式、依据，收购背景及目的、计划收购规模、收购资金来源、持有人集体行动和决议机制（如有）、风险提示，同时披露要约期限、债券注销日等。其中，收购价格目前采用固定价格模式，一般由专业服务机构通过“一对一”的方式询问了解持有人能接受的购回价格，并在发行人承受范围内确定能最大化满足收购需求的统一价格，在收购公告中体现。②要约期阶段。投资者在指定窗口期内提交接受要约申请，专业服务机构协助发行人匹配收购规模。根据 139 号文规定，自公告发布至债券锁定期间存在 5~10 个交易日，由于收购价格已在公告前确定，因此这段时间的市场价格波动会影响投资者的决策，进而影响实际收购金额。③结果公布与结算阶段。专业服务机构协助发行人公布购回结果，确认具体购回的债券数量，并完成券款结算以及债券注销。上清所锁定标的债券并完成注销，购回资金通过场外兑付或场内结算完成。

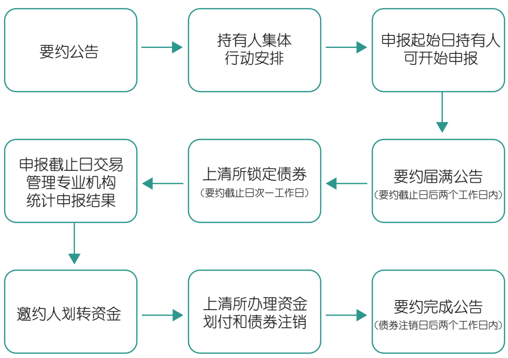

图 1　债券现金要约收购的具体流程

四、债券现金要约收购境内可用场景

结合债券现金要约的基础功能和目前银行间债券市场的一些实践，我们梳理了四类在境内企业应用债券现金要约收购的典型场景。

（一）协助地方政府“隐性债务”化解

2023 年 7 月 24 日，中央政治局会议提出“一揽子化债方案”后，全国各省陆续启动特殊再融资债的发行，发债资金用于逐步替换地方“隐性债务”[②]。涉及“隐性债务”的各类债券开始出现集中提前兑付，债券现金要约收购凭借收购简单、高效的操作模式，市场化的操作方法，为地方政府“化债”提供了有力支持，成为发行人

① 通过持有人会议机制与投资人达成回购协议存在以下问题：首先，由于债券持有人较为分散，且利益并不完全一致，在短时间内获得足够比例(一般不低于90%)的同意票数常常比较困难，发行人需要经历与持有人漫长沟通定价过程。其次，持有人会议要求投资人提供书面投票、持仓证明、法律资质文件等材料，使得部分投资人因为内部流程复杂等放弃参会投票，进一步加大了议案通过的难度。因此，仅依靠持有人会议机制难以完全满足债券发行人的主动债务管理需求。

② “隐性债务”是指地方政府通过城投公司等融资平台借入的没有被列入政府正式预算体系的各类债务，包括银行贷款、债券、“非标”融资等。

提前赎回债券的重要工具之一。而“化债”也成为目前国内债券市场现金要约收购业务最主要的运用场景。值得注意的是，与普通企业主动优化债务结构不同，在用于“化债”的财政资金到位后，发行人往往须在短期内完成债务清零目标，其与投资者的价格博弈空间被压缩，存在部分发行人因此接受较高于市场水平溢价的情况。

（二）主动优化负债结构

企业通过债券现金要约收购方式主动管理负债结构，是债券现金要约收购最有潜力的拓展方向之一。从实践经验来看，发行人采用现金要约收购工具来管理负债结构主要基于两类核心诉求。**一是**置换高息负债，即在利率下行周期主动回购高息债券，以更低的利率重新发行债券，可降低利息支出。**二是**优化重构现金流，即企业借助现金要约收购对未来的现金支出进行个性化规划，与企业的现金流入更加匹配，利于长期稳健经营。

（三）提升资本市场形象

企业基于自身经营情况，通过对存续债券进行主动购回，以向市场展现自身良好经营形象，释放积极信号，是现金要约收购重要的运用场景。从实践经验来看具体又分为三种情况：**一是**消除低评级债券。有些企业主体信用资质已提升，但存续债券因跟踪评级滞后未能及时调整，出现不同时期发行的债券评级各异的情况。企业主动购回低评级债券，使债项评级保持一致，既能提升企业形象，也能进一步降低企业未来的债务融资成本。**二是**消除规模过小的存续债券。在企业含权债券回售过程中，往往有部分投资人错过操作时间导致回售失败，使债券留存较小额度，这导致持有者面临持有比例超标的合规风险。[①] 为维护与投资者良好关系，企业会采用现金要约收购的方式主动购回剩余债券。**三是**应对突发性负面事件信用冲击。当出现不利舆情导致债券价格大幅下跌时，企业可通过合理的溢价收购估值偏离度较大的债券，展示经营状况和现金流情况良好的正面形象，防止负面信息不良影响进一步扩大，达到安抚市场，为市场注入信心的作用。

（四）开展债务重组

财务困难企业通过债券现金要约收购进行债务重组主要是通过“折价收购”的方式。当债券市价显著低于面值时，发行人可以根据财务情况与投资人商定介于债券面值和市价之间的购回价格，减轻发行人财务压力的同时也可以减少部分投资人损失。另外，发行人主动择时，在现金充裕的时候对部分债券进行主动购回，可使财务重组过程更加合理化。目前，国内银行间市场尚无“折价收购”的案例。由于139号文要求债券发行人在折价收购时，应同步收购到期日早于标的债券的其他各期存续债务融资工具，且收购条件不劣于标的债券的收购标准，因此“折价收购”可考虑主要应用于到期日最近的、期限最短的债券，避免收购范围过大给企业造成压力。

① 不同投资机构对单一债券的持有金额占该债券市场余额的比例有严格上限控制，例如券商自营、银行金融市场部、银行理财和公募基金一般将上限比例分别设置为16%、30%、20%和10%。

五、推动债券现金要约收购业务发展的建议

（一）完善收购价格确定方式

在提前沟通确定单一要约收购价的模式下，存在部分持有人合谋“哄抬”收购价格增加发行人成本的情况，而且在债券市场剧烈波动时，提前确定要约价格有可能难以继续满足持有人在收益上的要求，以至无法完成发行人期望的收购量。因此，建议完善收购价格确定方式。例如，参考债券一级发行模式，企业在公告中只公布收购价格的区间，设置“荷兰式招标”“美式招标”或“混合式招标”等形式，从而确定出更加公平、市场化的收购价格。另外，也可采取以“基准利率＋固定利差”的浮动定价方式，更好的应对要约期内市场波动，减少公布价格后因市场剧烈波动引发持有人参与意愿不强导致要约收购陷入困境的可能。

（二）出台 ABN 现金要约收购专项政策

部分 ABN 发行机构也存在开展现金要约收购的需求。相对于普通债券，资产支持票据（ABN）产品结构和法律关系更加复杂，涉及主体较多，包括发起机构、原始权益人、发行机构、计划管理人、差额支付承诺人、流动性支持承诺人、担保人等角色，在没有明确规则的情况下，操作层面往往难以执行。因此，建议出台针对 ABN 进行现金要约收购的具体政策，更好指导市场实践，提高此类产品的流动性和再定价能力，助力企业盘活自身优质资产。

（三）适当允许专业服务机构参与标的债券交易

目前，按照相关要求，专业服务机构在提供服务过程中不能参与要约购回标的债券的二级交易，以防止其利用信息优势形成不正当竞争。但从其他国家经验来看，专业服务机构利用自身资金积极参与收购标的债券的交易，有助于提升收购成功率。在实际操作中，有部分持有人由于持仓规模小或自身结算系统不完善等因素，期望专业服务机构能代为操作。发行人为在目标范围内最大化收购债券，也希望专业服务机构能以自身资金买入部分债券额度。建议可在充分保护投资者权益和信息披露的前提下，适当允许专业服务机构资金参与收购标的债券的交易，提高业务效率和成功率。

（四）加强系统建设提升交易操作效率与透明度

目前，交易商协会已为市场提供了辅助分配现金要约收购结果的线上系统，提高了开展业务的便利性。为减少人为操作的错误，提高业务效率和透明度，建议进一步建设完善标准化的债券现金要约收购线上系统，提供实时匹配债券供求的功能，提升交易的灵活性；建立前后台系统链接实现债券锁定的直连处理；支持发行人通过系统及时披露债券回购进展、资金使用情况及债券剩余数量，以帮助投资者更好地掌握所持债券的比例是否触及合规上限，并减少市场的投机行为。

（五）加强投资者保护

企业须制定公平合理的购回条款，确保所有债券持有人享有平等的购回机会，避免选择性购回造成的不公平竞争。企业在公告购回计划时，专业服务机构应通过多种渠道与投资者进行沟通，确保投资者对回购条款有清晰的了解，避免市场预期与实际结果不一致导致的波动。为保护投

资者利益，尤其是持仓占比较小的中小投资者利益，建议要求企业实施现金要约购回时，购回价格原则上不能大幅低于债券公允市场价格，如出现此类情况企业需提前书面说明收购价格的合理性、专业服务机构需提前取得全体投资人对收购价格认同的回复，方可继续开展要约收购事宜。① N

学术编辑：张毓

Bond Cash Tender Offers in China's Inter-Bank Market: Application Scenarios and Mechanism Optimization

TANG Jun LIU Fan ZHOU Chenxi LIANG Gaoyuan MA Qingyuan
(Shenwan Hongyuan Securities Co.)

Abstract This paper focuses on the bond cash tender offer (BTO), exploring its application prospects and institutional design as part of China's bond market. As an efficient active debt management tool, BTOs have developed rapidly in China's interbank market in recent years. This paper introduces regulatory policies, pricing models, and representative cases in the U.S. BTO market. It also analyzes the business landscape and operational processes of China's interbank market and identifies four key domestic application scenarios: resolving local government hidden debt, optimizing corporate liability structures, enhancing the capital market's image, and conducting debt restructuring. Building on this analysis, the paper makes six recommendations: introducing a repurchase quota conversion mechanism, refining pricing mechanisms, formulating specialized policies for asset-backed notes (ABNs), permitting participation by professional service institutions in transactions, strengthening system infrastructure, and enhancing investor protection.

Keywords Corporate Debt Management, Cash Tender Offer, Hidden Debt Resolution
JEL Classification G32 G34 H63

① 参考文献[1]~[5]，见增强出版，中国知网—《金融市场研究》。