易债稳市：发行人现金要约收购的中国实践——基于发行人与投资者的调研分析

赵晓燕

摘　要　发行人债券回购业务在海外市场较为常见，已成为发行人进行债务主动管理的常见操作。在我国，债券发行人回购发展则较为初步，均有较大的探索空间，近年出台的相关规则明确可采用现金要约收购方式开展发行人债券回购。本文从业务特征、分类和作用三方面整理了发行人债券回购业务相关文献，梳理国内发行人现金要约收购业务开展情况，并基于对发行人和投资人的访谈和问卷调研分析，提出了加强业务宣传和培训、充分发挥指定专业机构作用、加强与债券持有人事前沟通、加大对违法违规行为的处罚力度、提升信息披露质量五方面发展建议。

关键词　发行人债券回购　现金要约收购　调研

一、引言

在较为成熟的海外债券市场，发行人通过回购债券开展主动债务管理较为普遍，可借此增强市场信心，维护债券市场价格，或在市场利率水平较低时回购相对高成本的债券，优化负债管理。在实践中，多数发行人为了鼓励投资人接受收购要约，要约收购价格通常会高于市价。

2019 年 12 月，上海证券交易所（简称上交所）发布《公司债券发行人债券购回业务监管问答》，规定债券发行人仅可采用现金方式回购债券；2020 年 11 月 2 日中国银行间市场交易商协会（简称交易商协会）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》，随后配套推出相关细则和业务问答。上述文件为发行人通过现金要约收购方式开展债券回购提供了制度依据，规范了业务流程，厘清了责任边界，促进发行人操作的公开透明，有助于保护投资者合法权益。

本研究主要基于发行人和投资人的访谈和问卷调研，结合实践市场为现金要约收购业务的进一步发展提出相关建议。

二、文献综述

发行人债券回购是指发行人在债券存续期根据市场情况购回自身发行债券的行为。在美国等较为成熟的债券市场，发行人债券回购有较为丰富的实践和完善的规定。随着近年来我国境内公司信用类债券的信用风险日益市场化，债券回购作为一种主动负债管理方式受到越来越多的关注。本文从发行人债券回购特点、方式和作用三个方面对国内外文献进行梳理。

（一）发行人债券回购的特点

发行人债券回购制度与债券回售虽都是发行人购回债券，但债券回售一般在

赵晓燕，中国进出口银行资金营运部承销管理处高级经理。本文仅为作者个人观点，不代表所在机构。

债券发行时就赋予了债券持有人明确的债券回售权，通过债券募集说明书等发行文件直接载明相关机制安排，与债券持有期限和到期收益率绑定，而债券回购一般为发行人的临时行为，不会在债券发行时约定，发行人可以进入公开市场以即期价格回购债券，也可以发起要约收购（Bank，2020）。

（二）发行人债券回购的方式

国际上发行人债券回购的方式较为多样。张烁文和许艳（2021）的研究表明，境外发行人债券回购方式主要包括债券交换要约、债券回购及征求同意，债券回购又可分为要约收购和公开市场回购。高伟绅律师事务所（2020）研究了债券回购方式的区别，其中公开市场回购为非公开定价的协议交易，适用于回购少量已发行债券；要约收购为公开定价，适用于发行人有意赎回并尽可能多地注销已发行债券本金的情况。程明皓和李敏（2020）基于美国证券交易委员会（SEC）对要约收购的定义——要约收购以每一证券持有人为单位进行，在要约期内证券持有人自主决定是否按照要约人提出的价格条件卖出证券，要约人以现金或发行新证券的方式支付对价——进一步研究了债券现金要约收购和交换要约收购的区别，其中，交换要约（债券置换）是两个独立交易的组合，包含发行人对标的证券的要约回购和替换标的证券的新券发行，而现金要约收购是发行人采用现金收购固定金额标的证券的要约。

（三）发行人债券回购的作用

国外方面，Lemayian（2013）认为，企业出于限制职业经理人自由裁判权的考虑，会更有意愿在企业现金流较为充沛的情况下回购债券。Levy & Shalev（2016）认为债券发行时定价的不准确也会成为发行人回购债券的动机。Kruse（2014）表明，使用债券回购做空市场行为的动机有可能是逃避债务。

国内方面，杜佳、张紫睿（2020）认为发行人进行现金要约收购的动机可能有两种情况：一是发行人资质提升后，希望能够以现在的低成本融资置换以往的高成本融资；二是发行人存在兑付困难，希望折价回收债券。折价收购债券可能缓解企业流动性压力，避免债券违约，但也可能诱发违背部分投资者意愿、压低价格损害投资者利益的行为。

三、国内发行人现金要约回购业务开展

高群山和龚克寒（2016）提到，国内上市公司万华化学的境外孙公司开启了发行人债券回购的实践。[①] 而国内公司信用类债券发行人债券回购的实践和制度规范则起步于 2019 年，目前无论是公司债券市场，还是非金融企业债务融资工具（简称债务融资工具）市场，发行人债券回购操作目前只限于现金要约收购方式。

（一）公司债券市场

2019 年 9 月，山东未名生物医药股份有限公司通过大宗市场协议定向交易的方式尝试完成了“17 未名债”的债券回购操作。

① 2016年3月7日，万华化学孙公司发布《有关回购于2017年到期按4.5厘计息之有担保债券的收购要约》，通过要约收购方式赎回2014年发行的10亿元三年期人民币债券，并于2016年4月12日完成结算。

2019 年 12 月，上交所发布了《公司债券发行人债券购回业务监管问答》，明确公司债券发行人回购债券，应当符合相关法律法规的规定，不得损害公司债券持有人的合法权益，发行人、债券投资人、受托管理人等相关责任主体不得利用债券回购业务从事内幕交易、操纵市场、利益输送和证券欺诈等违法违规活动；同时要求发行人应当严格按照相关规定履行决策程序和信息披露义务；并且明确发行人仅可采用现金方式回购，而且必须向投资者披露债券购回基本方案。[①] 程明皓和李敏（2020）认为，上交所规定的发行人债券回购业务方式为要约方式。

此后，公司债券市场陆续有民营企业（涉及房地产、批发零售、有色金属、医药等行业）分别以票面价、市场价等方式，先后对债券进行了购回。

（二）债务融资工具市场

2020 年 11 月 2 日，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》，首次提出现金要约收购方式，明确发行人可以向特定债务融资工具（以下称“标的债券”）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，同时应指定专业机构承担交易管理职责，协助发行人完成收购，并应通过上海清算所完成资金划付与债券注销等流程。

2020 年 12 月，“16 郑新发展 PPN001”成为首只完成了债券回购并注销的债务融资工具，银行间市场现金要约收购业务开始起步。截至 2024 年 11 月 25 日，银行间市场公募债务融资工具共发生了 109 笔现金要约收购业务，涉及 73 家企业[②]，特别是 2023 和 2024 年，由于市场逐渐熟悉业务规则，发行人主动债务管理意识增强，以及地方政府平台寻求化债，债券回购案例数量较 2021 年（17 单）、2022 年（18 单）有了显著的增长，分别落地了 41 单和 33 单，总体呈现出以下特点。

一是实际收购金额占计划收购金额的比例（以下简称实际收购率）总体在逐年提升。在业务发展早期落地的几单案例中，实际收购率仅在 50% 左右，而 2024 年以来多数案例实际收购比例为 100%。根据中国货币网披露的现金要约收购相关公告统计，2021—2024 年的实际收购比例逐年提升，大致分别为 67.7%、74.7%、88.6%、93.7%。

二是短时间内连续多次实施收购且计划收购金额较大时，实际收购率一般不高。例如某民营企业曾对其发行过的 5 只中票集中开展现金要求收购，实际收购率分别为 40%、52.77%、54.5%、69% 和 53.3%。与此类似，湖南兴湘投资控股集团有限公司首次回购“17 兴湘投资 MTN001”时债券余额为 4 亿元，申报回购 2 亿元，实际回购 1.3 亿元，实际收购率为 65%，发行人再次回购剩余 2.7 亿元时，实际回购 1.05

① 债券购回基本方案，包括但不限于本次债券购回的目的、债券购回资金总额、债券购回资金来源、债券购回价格、价格确定机制及其合理性、公司债券持有人申报方式、申报撤销条件、债券购回的申报期限（申报期限不得少于三个交易日）、申报金额高于资金总额时等比例分配方案、债券购回后债券处置安排等相关信息。

② 具体参见公开发行债务融资工具发行人现金要约收购实践汇总（2024年1月1日—2024年11月25日），见增强出版，中国知网—《金融市场研究》。

亿元，实际收购率仅为 38.89%。较低的实际收购率可能与连续公告回购提振了投资者对发行人的信心，不再迫切出手债券有关。

三是要约价格高于百元面值的实际收购率并不一定高于要约价格等于百元面值的实际收购率。按照规定，发行人以低于百元面值要约收购标的债券，应同步收购到期日早于标的债券的其他存续债券。为不触发发行人额外的回购义务，目前现金要约收购价格均等于或高于百元面值。以 2021 年为例，实施回购的 16 只债券中，按百元面值回购的债券 10 只，其中“18 海国鑫泰 MTN004”和“18 顾家 MTN002”实际回购率为 100%；高于百元面值回购的债券 6 只，其中既有“18 紫江 MTN001”和“20 长电 MTN001”实际收购率为 100%，也有“19 鞍钢 MTN003”和“19 鞍钢 MTN004”的实际收购率分别为 2% 和 10%。可见，高于百元面值回购并不一定意味着投资者会积极接受要约，而按百元面值回购也并不一定意味着实际收购率会较低。实际收购率主要取决于投资人在综合发行人信用风险、再投资风险、标的债券市价估值等因素后设定的价格与要约价格之间的差异。

四是在市场利率较低时，以回购高成本债券为目的的现金要约的实际收购率不高。以鞍钢集团为例，其资质较好资金充裕，为降低现有负债水平，开展了对“19 鞍钢 MTN003”和“19 鞍钢 MTN004”的现金要约收购，但 2% 和 10% 的实际收购率表明，高于百元面值的要约并未得到大多数投资人的响应，投资人更多是从再投资的考虑出发，认为现有的溢价补偿无法弥补其再投资风险。

四、调研及结果分析

我们于 2021 年 10 月至 2024 年 12 月，持续对债务融资工具市场发行人现金要约收购业务进行了跟踪，具体操作如下：第一步，先对部分投资人和发行人进行了一对一访谈，了解市场各方对该业务的基本看法；第二步，根据访谈结果就各方关心的问题于 2021 年 11 月设计了投资人和发行人两个版本的调查问卷，共发送并全部回收 78 份，其中投资人问卷 46 份，发行人问卷 32 份；第三步，2024 年 12 月再次对部分发行人和投资人进行了电话回访。调研结果分析如下。

（一）发行人问卷分析

①发行人对现金要约收购业务认知度偏低。2021 年的问卷结果显示，超过 70% 的发行人关注债券二级市场，然而接近 50% 的发行人认为债券回购虽有必要，但并不是很清楚业务如何开展。从对现金要约收购的作用认识看，强资质发行人认为该业务可用于低成本债券置换高成本债券；弱资质发行人认为可通过该业务可带动二级市场债券投资价值，进而促进一级市场债券发行，确保融资通畅。

②发行人发起现金要约收购的意愿偏低。超过 70% 的发行人认为计划收购金额占债券余额的比例（以下简称计划收购比例）应在 30% 以下，只有 9.38% 的发行人认为计划收购比例应在 50% 及以上。现金要约收购需要企业付出资金，对企业资金实力考验较大，25% 的发行人认为筹集回购的资金是开展该业务的困难之一。另外，2023—2024 年参与现金要约收购的发行人主要为地方平台类企业，产业类发行人虽然对业务了解程度有所提升，但实际开展意愿未明显提高。

（二）投资人问卷分析

①现金要约收购业务可明显提升投资人信心。2021 年的调查中，超过 65% 的投资人认为发行人开展现金要约收购业务正面影响投资人对发行人的信用风险判断；同时九成以上投资人认为发行人通过该业务回购的债券越多，投资人信心增强越明显，这在 2024 年的回访中再次得到了印证。

②投资人对现金要约收购业务熟悉程度有所提升。2021 年，现金要约收购业务还处于起步阶段，参与债券回购业务的投资人数量相对有限，因此接近 70% 的投资人表示对业务规则仍不熟悉。2024 年回访时，多数投资机构表示已参与过回购业务，实际的业务流程并不复杂，在有专业机构带动的情况下，整体参与率较高，便捷程度较好。

③投资人对要约价格有一定的溢价要求。2021 年调查中，超过 65% 的投资人认为，要约价格比债券二级市场估价净价高 0.5 元以上，才有意愿参与现金要约收购业务。2024 年回访的部分市场投资人也表示要约价格一般要高于市价才考虑参与。此外，投资人提到存在为避免债券持有量占该债券存量余额的比例超过合规上限被动接受要约价格的情况。

（三）综合分析

①发行人与投资人对规则的了解程度均有提升空间。从发行端来看，尽管多数发行人认为有必要开展现金要约收购业务，但总体上依然缺乏对相关政策了解，同时受制于回购资金及内部审批流程等因素，普遍以观望为主。从投资端来看，虽然现阶段已有一部分投资人实际参与了业务，但大部分投资人表示目前对该业务的具体规则仍有待熟悉。

②发行人与投资人对计划收购比例的看法存在较大差异。发行人偏好更低的计划收购比例，70% 的发行人认为计划收购比例应在 30% 以下；而投资人则相反，70% 的投资人却认为计划收购比例应在 30% 以上。

③信息披露尚不能有效支持投资人现金要约收购的相关决策。注册制的核心是信息披露。投资人在决定是否参与现金要约收购、要约收购价格是否合理时，需要建立在较为充分的发行人信用风险信息基础上。经过近 20 年的发展，已基本形成了定期披露和不定期披露的信息披露框架。然而，随着近几年各种风险事件的发生，投资人对信息披露的要求不断提高。问卷反馈结果显示，超过 47% 的投资人认为目前的信息披露情况并不能充分满足投资人的需求。

五、发展建议

发行人现金要约收购业务的推出，为发行人通过市场化路径开展主动债务管理提供有力的工具，受到了市场机构的普遍认可。发行人通过现金要约收购业务，以合理的价格回购债券可以增强市场信心，维护债券市场价格稳定，保护投资者利益，使发行人优化债务结构，降低利息成本。结合既有实践和调研问卷分析，本文提出以下发展建议。

一是加强业务宣传培训和推广。现金要约收购业务是国内信用债券市场上相对较新的业务，绝大多数发行人及投资人对相关规则和实际操作的了解仍有提升空间，建议相关机构组织总结市场典型案例，提炼最佳实践，定期通过线上和线下相结合的多样方式开展业务宣传、培训和推介。

二是充分发挥指定专业机构作用。按照规定发行人开展现金要约收购，应指定专业机构承担交易管理职责，协助发行人

完成收购。由于在业务开展过程中需要特别关注如何保障债券持有者的公平权益，特别是在以低于票面的价格开展债券回购时，这可能会使投资者面临损失。因此，由专业的交易管理人主导交易十分重要。对中介机构而言，为发行人做好主动债务管理，在加深与发行人业务联系的同时服务好投资人，是树立市场形象、寻求业务发展的良机。

三是加强与持有人事前沟通。按照规定，如标的债券募集说明书等发行文件未明确约定现金要约收购安排，或要约价格低于百元面值，发行人应在要约起始日前为持有人提供实现集体行动安排的合理途径，就是否开展现金要约收购接受持有人以决议等方式形成的意见。在规则要求的情形外，也建议发行人在开展业务前，在专业服务机构的辅助下，充分与全体投资人开展沟通，更合理的确定计划收购比例、要约价格等核心要素，提升方案后续的可落地性，避免因价格分歧过大导致实际收购率不及预期，或造成债券估值大幅变化造成存续债券持有人面临严重浮亏等情况。

四是加大对违规行为的处罚。对可能发生的一些性质恶劣的违法违规行为，如发行人恶意释放利空消息，然后在二级市场折价收购，从而侵害债券持有人正当利益的市场操纵行为，建议监管部门将违法违规主体纳入黑名单管理，采取较重的处罚措施，维护债券市场公平，确保投资人正当利益不受侵害。

五是提升信息披露质量。一方面，持续完善定期与不定期信息披露要求，以更好的呈现发行人的信用风险状况，同时加大对发行人信息披露行为的督导管理，保证信息披露真实、准确、完整；另一方面，在积累一定实践的基础上，适时制定现金要约收购信息披露模板，细化回购资金来源的具体情况、要约人各渠道融资能力等披露内容具体要求。[①] N

学术编辑：张毓

A Study on Issuer Cash Tender Offer Repurchases in China

ZHAO Xiaoyan

(Treasury Department, China Export - Import Bank)

Abstract Bond issuer repurchase transactions are relatively common in overseas markets and have become a standard practice for issuers conducting active debt management. In China, however, the development of issuer bond repurchases is still in its early stages, leaving significant room for exploration. In recent years, relevant regulations have been introduced, explicitly permitting the use of cash tender offers for issuer bond repurchases. This paper summarizes the literature on issuer bond repurchase transactions from three perspectives: business characteristics, classification, and functions. It reviews the current status of issuer cash tender offer operations in the domestic market. Based on interviews and questionnaire surveys conducted with issuers and investors, the paper proposes four development recommendations: strengthening publicity and training, promoting standardized information disclosure, enhancing pre-transaction communication with bondholders, and increasing penalties for illegal and non-compliant activities.

Keywords Issuer Bond Repurchase, Cash Tender Offer, Survey

JEL Classification G32 G34 H63

① 参考文献[1]~[9]，见增强出版，中国知网—《金融市场研究》。