

新劲刚定向可转债融资分析

颜琪 赵自强 费啸宇

摘要：本文以A股首支定向可转债广东新劲刚新材料科技股份有限公司发行的定向可转债为例，对选择该融资方式的动因和产生效果深入分析，发现定向可转债在缓解上市公司现金压力的同时，优化了企业的资本结构，降低了偿债风险，并有利于增加并购交易的灵活性。对其他想采取定向可转债进行再融资的企业具有一定的借鉴意义。

关键词：定向可转债；再融资；并购重组

中图分类号：F832.51；F275 **文献标志码：**A **文章编号：**1003-286X(2021)08-0041-04

2014年6月，证监会修订发布《上市公司重大资产重组管理办法》，规定了上市公司可以向特定对象发行可转债用于购买资产或者与其他公司合并。所谓可转债，是指上市公司发行的，在一段时间内可以按约定比例转换成公司股份的债券。根据发行对象的不同，可以分为定向发行的可转债和公开发行的可转债。2018年11月，证监会开始推进以定向可转债作为并购重组交易支付工具的试点，并明确表明了定向可转债“有利于增加并购交易谈判弹性，为交易提供更为灵活的利益博弈机制。”定向可转债作为一种并购支付工具，由于其私募性，不可以用于交易，因此能在缓解上市公司现金压力的同时，避免债券持有人进行套利行为。广东新劲刚新材料科技股份有限公司（以下简称新劲刚）在2019年12月3日披露了发行定向可转债的公告，这也是A股市场首只完成发行登记

的定向可转债，标志着定向可转债产品正式落地实施。新劲刚定向可转债的条款设计具有较强的典型性，探讨其发行定向可转债的动因和效果，对欲采取定向可转债实现再融资的公司具有一定的借鉴意义。

一、新劲刚概况及定向可转债融资方案

新劲刚成立于1998年，前身是佛山市一家模具厂。现已成为一家专业从事高性能金属基复合材料及制品的研究、开发和销售的高新技术企业，并于2017年3月在深交所创业板上市。

自2018年起，新劲刚开始布局其军工产业版图，并致力成为国内领先的高性能金属基复合材料及制品供应商。其旗下全资子公司康泰威公司是目前国内为数不多的拥有军工资质及军品供应能力的民营企业，主要研究电磁材料和光

学材料等。2019年1月23日，新劲刚发布重组停牌公告，拟通过发行股份及支付现金的方式购买广东宽普科技股份有限公司（以下简称宽普科技）100%股权。宽普科技作为国内从事军工电子信息行业的领先企业，聚焦于射频微波功率放大领域，凭借其在电子元器件的技术优势，并购后可与康泰威公司实现资源整合和优势互补，丰富公司业务结构，从而新劲刚将在军工领域形成较强的综合竞争力，充分发挥“民品业务和军工业务双轮驱动”的优势。

但在新劲刚2019年1月发布的收购宽普科技的方案中，并未提及以定向可转债作为交易的支付方式。而2019年2月14日国务院发布了定向可转债相关意见之后，新劲刚将定向可转债作为支付手段之一，于2019年3月9日发布了收购宽普科技的交易预案。根据预案，此次交易方案主要分为两个部分，分别

作者简介：颜琪，南京师范大学金陵女子学院会计与财务管理系硕士研究生；
赵自强，南京师范大学金陵女子学院会计与财务管理系教授；
费啸宇，南京师范大学金陵女子学院会计与财务管理系硕士研究生。

是购买资产和募集配套资金。在购买资产方面，拟采取发行股份、可转换债券、支付现金方式，总计65 000万元购买宽普科技100%股权，其中以股份、可转债、现金支付的比例分别为50%、10%和40%；在募集配套资金方面，拟通过向不超过5名投资者发行普通股和非公开发行可转换公司债券的方式募集配套资金总额不超过30 000万元。

之后，新劲刚对重组、募集资金报告书的事项进行了多次修订，最终确定了融资方案，其中有关定向可转债的内容主要为：(1)拟向16名自然人股东及圆厚投资购买其持有的宽普科技100%股权，交易金额暂定为65 000万元，其中拟以可转换公司债券支付的比例为10%；(2)拟向不超过35名投资者非公开发行可转换公司债券及普通股募集配套资金，本次发行定向可转债不超过7 500万元，股份金额不超过22 500万元。

基于以上融资方案，新劲刚于2019年12月和2020年5月分别发行了“劲刚定转”和“劲刚定转02”两笔定向可转债用于购买资产和募集配套资金，基本条款见表1。新劲刚在披露募集资金用途时称，本次发行的定向可转债按轻重缓急支付购买宽普科技、中介机构费用及补充上市公司及其子公司的流动资金。作为创业板发行首支定向可转债的公司，新劲刚此次募资受到了业内外广泛关注。在新劲刚回复深交所的重组问询函中，也提到了此次采取定向可转债募集资金的必要性，其认为如果是通过举债方式筹集资金，将会大幅提高公司的资产负债率。

二、定向可转债的动因及实施效果

(一) 动因分析

1. 定向可转债发行门槛较低，条款设置灵活。首先，在“劲刚定转”的发行条款中，设置了限售期条款，明确在该

表1 新劲刚定向可转债基本信息

债券名称	发行方式	票面利率	起息日	到期日	发行规模(万元)	转股价格(元)
劲刚定转	定向	0.3%	2019.12.03	2025.12.03	6 500	17.74
劲刚定转02	定向	0.3%	2020.05.07	2026.05.07	7 300	15.29

数据来源：wind数据库

表2 三种融资方式资本成本计算 单位：元

普通股资本成本：						
资产定价模型	$R_e = R_f + \beta \times (R_m - R_f)$					
R_f	2019年8月12日发行上市的3年期记账式国债利率2.75%					
R_m	上证指数2009~2019年11年的指数年收益率的平均值8.61%					
β	新劲刚在最近一年月贝塔系数的平均数1.00					
	$R_e = 2.75\% + 1.00 \times (8.61\% - 2.75\%) = 8.61\%$					
融资成本	$P1 = 8.61\% \times 65\,000\,000 \times 6 = 33\,579\,000$					
定向可转债资本成本：						
定向可转债发行规模	65 000 000					
票面利率	票面利率第一年0.30%、第二年0.50%、第三年1.00%、第四年1.50%、第五年1.80%、第六年2.00%					
转股期	转股期为2020年12月3日~2025年12月2日					
第二年年初全部转股	第三年年初全部转股	第四年年初全部转股	第五年年初全部转股	第六年年初全部转股	持有至到期	
累计债券利息(企业所得税率15%)	165 750	442 000	994 500	1 823 250	2 817 750	3 922 750
全部转股后总股数	4 251 135股					
初始转股价	15.29					
普通股资本成本率	8.61%					
累计股权成本	27 982 437.2	22 385 949.7	16 789 462.32	11 192 974.88	5 596 487.44	-
发行费用	1 243 600					
融资总成本	29 391 787.2	24 071 549.77	19 027 562.32	14 259 824.88	9 657 837.44	5 166 350
平均融资成本	$P2 = 16\,929\,151.94$					
长期借款资本成本：						
借款期限	84个月(2019年9月18日起至2026年9月18日止)					
借款利率	浮动利率，LPR利率加5基点，2019年9月20日公布的5年期以上LPR为4.85%					
利息支付	按季计收，计息日为每季末月的第20日					
	$K = [(1 + 4.9\% \div 4)^4 - 1] \times (1 - 15\%) = 4.24\%$					
	$P3 = 65\,000\,000 \times 4.24\% \times 7 = 19\,301\,822.54$					

数据来源：公司年报、新劲刚《发行股份、可转换债券及支付现金购买资产并募集配套资金报告书》

期间内，本次发行的定向可转债不得进行任何形式的转让、出售或质押。而在公募可转债的发行规定中并未对此做出要求，这在一定程度上能够保障并购方

表3 定向可转债发行前后资本结构变化 单位：元

项目	发行前	发行后	变动
负债总额	435 292 387.56	414 565 925.99	-4.76%
净资产	655 666 641.92	676 393 103.49	3.16%
总资产	1 090 959 029.48	1 090 959 029.48	0.00%
资产负债率	39.90%	38.00%	-1.90%

数据来源：公司年报

获得承诺业绩补偿的权利，维护并购方的合法利益。

其次，新劲刚还针对未来可能的股价波动设置了转股价格修正、回售条款和有条件强制转股等条款，增加了交易谈判的弹性。如新劲刚设置了以下转股价格向下、向上修正条款：如果公司股票在任意连续30个交易日中至少有15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，修正后的转股价格不高于股东大会召开日前二十个交易日股票均价的90%或者前一个交易日公司股票均价的90%；如果提交转股申请日前二十日新劲刚股票交易均价不低于当期转股价格200%时，应按照当期转股价的130%进行转股，且当次转股价格最高不超过初始转股价格的130%。一方面，向下修正条款可以在股价低于转股价格时利好投资者，同时维持公司可转债的价格；另一方面，向上修正条款可以防止股价过高而带来的公司转股损失，能够有效促进双方交易的完成。

此外，新劲刚还在有条件强制转股条款中明确，如果定向可转债满足解锁条件后，新劲刚股票连续30个交易日中至少15个交易日的收盘价格不低于当期转股价格的130%，上市公司董事会有权提出强制转股方案，此举也增加了新劲刚在转股过程的主动性。并且新劲刚定向可转债不设担保，不安排评级，这就意味着降低了定向可转债的发行要求，给予上市公司更大的发行空间。

2. 降低融资成本，减少财务风险。

新劲刚自上市后就有融资补充流动资金的需求，虽然公司资产负债率不高，低于行业平均水平，但由于下游企业占资产严重，导致新劲刚账面上长期存在大量应收账款，由此影响公司的现金流。2019年新劲刚的货币资金为8 481.86万元，而应收账款余额高达21 638.06万元，本次并购过程中，新劲刚的实际控制人还通过银行贷款了2.1亿元以支付并购价款，累计此前多次质押的股份，已占其所持股份总额的77.70%，如剩余资金进一步采取债务融资，现金流不足加上利息支付，则会进一步加大偿债风险。

因此，新劲刚选择以股份支付对价进行融资有据可循，但是发行普通股不仅会稀释原股东的权益，还易导致股价下跌，同时以股权融资的资本成本也较高（见表2）。如果公司选择结合发行定向可转债融资，在转股成功前，只需支付利率较低的债券利息且享有税盾作用；转股后持有人变为股东，公司不再需要偿还本金和利息，极大地降低了财务风险，并延迟了对股权的稀释，通过表2也可发现，三种融资方式中，采取定向可转债融资的资本成本最低。

3. 助力企业转型升级。由于是定向发行可转债，新劲刚能够根据自己的实际需求选择可靠的投资者，实现优势互补与利益相关，从而在进一步合作的基础上实现双赢。同时也可以对持有人的债券持有情况进行实时监管，避免一些存有不良目的的投资者。此次发行可转债的对象主要定向在16位宽普科技的

股东，其中宽普科技董事长和总经理的持股比例均超过4%。虽然原大股东的总持股比例仍然较高且公司的实际控制人并未发生变化，但随着新股东增加，新劲刚在公司发展战略上也会发生转变。新劲刚称此次收购成功实现了“由以民品业务为主向以军品业务为主”和“由以新材料业务为主向以军工电子业务为主”两个转型。有了宽普科技原班人马的加入，公司在贯彻“强军工、稳传统”的发展战略上可以获得更多保障。

(二) 实施效果

1. 优化资本结构。本文以“劲刚定转”发行前后最近的半年报数据为基准，对本次发行定向可转债对公司资本结构的影响情况进行了估计。本次发行定向可转债的总额为6 500万元，存续期为6年，每年的票面利率分别为0.30%、0.50%、1.00%、1.50%、1.80%、2.00%，到期一次还本付息，本次的发行费用为124.36万元，参照市场上普通公司债券利率，假定市场利率为8%。在对定向可转债进行初始确认时，对其发行价格进行拆分，分别确认为负债和权益，发行费用按负债和权益比例进行分配，则本次发行的负债部分公允价值为： $\text{负债} = 65\,000\,000 \times (0.3\% + 0.5\% + 1.0\% + 1.5\% + 1.8\% + 2.0\% + 1) \div (1 + 8\%) = 43\,869\,258.58$ （元），相应的权益部分公允价值为21 130 741.42元。负债部分的发行费用为839 320.15元，权益部分的发行费用为404 279.85元。因此，负债部分初始入账价值为43 029 938.43元，权益部分初始入账价值为20 726 461.57元。发行定向可转债对资本结构影响情况如表3所示。

从表3可以看出，资产负债率降低了1.90%。可见，本次发行定向可转债在一定程度上降低了公司的资产负债率，提高了公司的偿债能力，有利于公司未来的发展。

2. 提升企业知名度,提振股价。虽然新劲刚采用定向可转债支付的金额仅占总交易对价的10%,但随着“劲刚定转”的成功发行,新劲刚在短时间内迅速作为创业板第一家完成定向可转债发行登记工作的上市公司进入投资者的视线,提升了企业知名度,有助于吸引更多投资,改善未来经营状况。而且在发行定向可转债后,新劲刚的股票波动幅度增大,总体呈上涨趋势,可见,市场对新劲刚发行定向可转债的行为表现出较为积极的反应。

三、定向可转债的特性

截止到2020年10月,共有17家A股上市公司通过证监会审核批准发行了定向可转债,其中有15家是2020年发行的。虽然目前与定向可转债相关的正式规定及法律条文很少,将定向可转债用于兼并重组支付的试点工作距离成熟仍要经历一段时间,但从首支定向可转债融资发布到如今已有17家企业成功发行,可见定向可转债融资正越来越被企业青睐。

定向可转债作为并购重组的支付工具,发行对象基本上是被并购方的原始权益人,而其他的市场机构只能参与配融环节的定向可转债发行。定向可

转债的一个特点是在流动性方面有所限制。首先,在定向可转债的发行条款中有限售条件,除了限售期外还要求完成承诺的业绩补偿义务,而且还设有转股期,则在发行初期既不能转股也不能转让。其次,在定向可转债转股后仍然受到限售期的制约,未同时满足解锁条件则不可出售,而且还会受减持新规的影响,凡是持股比例超过5%的特定股东,都要依据规定进行调整。因此值得企业注意的是,在并购环节,定向可转债所占支付总价的比例会成为发行企业与被并购方博弈的关键,企业应充分衡量现金压力和股权稀释风险,而配融环节的定向可转债既可以有保底收益又可以有未来的股利分红,对于投资者而言更具保障性,所以相较于现有的再融资产品,定向可转债在某些方面具有替代性的优势,有关配融环节的初始转股价、利率条款则会成为投资者关注的重点。

另外,由于定向可转债的条款设计比较特殊,尤其涉及到股价波动而设置的转股价格修正、回售和有条件强制转股等条款,需要发行公司及时披露相关重大事项,因此对企业的信息披露要求更高。☐

责任编辑 陈利花

主要参考文献

[1]包婷婷.中国并购市场发展现状、原因及未来发展趋势分析[J].现代管理科学,2017,(10):54-56.

[2]孙娟.定向可转换债券再融资的战略分析[D].青岛:中国海洋大学,2007.

[3]朱道轩.定向可转债在并购支付中的应用研究[D].武汉:中南财经政法大学,2019.

[4]谢春旭.我国定向可转债概况分析——兼定向可转债作为上市公司融资工具的分析[J].经济管理文摘,2020,(17).

[5]David Mayers. Why firms issue convertible bonds: The matching of financial and real investment options[J]. Journal of Financial Economics, 1998, 47(1).

[6]Marina Martynova, Luc Renneboog. What determines the financing decision in corporate takeovers: Cost of capital, agency problems, or the means of payment? [J]. Journal of Corporate Finance, 2008, 15(3).

图片新闻

企业数智化财务创新峰会在京举行



近期,由用友公司主办的2021企业数智化财务创新峰会在北京国家会计学院举行。本届峰会以“实时会计 智能财务”为主题,围绕智能财务的基础研究、前沿技术、应用实践、人才培养、标准建设等内容进行研讨,以助推中国智能财务的应用实践和理论研究,促进管理价值重塑。在主题发言中,北京国家会计学院院长秦荣生认为,智能财务的建设是覆盖财务管理全流程的智能化,基于业财融合的财务共享平台是基础,基于商业智能的智能管理会计平台是核心,基于人工智能的智能财务平台代表发展。在分论坛中,各领域的专家、学者分别结合自身的业务特点,分享了自身多年的从业经验。

(本刊记者)