

學術研究

# 我国上市公司 可转换债券融资动机 研究

WOGUO SHANGSHIGONGSI  
KE ZHUANHUAN ZHAIQUAN  
RONGZI DONGJI YANJIU

徐子尧 著



西南财经大学出版社  
Southwestern University of Finance & Economics Press

可转债作为一种融资契约，其契约内容由发行人单方约定。投资者愿意购买就表明接受该契约。发行公司对契约的约定主要表現在条款设计上。可转债的条款是由发行人向公众发出的具有法定效力的要约。目前国内外金融市场中存在的可转债的品种很多，这主要是因为可转债的发行条款设计多样化。可转债的价值由债券价值与转股权价值两部分构成。其中债券价值是其收益的下限，而期权价值是其未来转股的期望收益。对于那些投资者认为资产替代可能性较大而会产生较高债务融资代理成本的公司而言，可转债将比直接债务融资更具优势。因此，股东有较强动机从事高风险投资以及股东比较容易改变风险决策的公司更倾向于发行可转债进行融资。对于小规模、处于创业期的、高成长性的公司，固定资产比例较低的公司，具有高杠杆率和容易面临财务困境的公司将更愿意发行可转债融资。

學術  
研究

# 我国上市公司 可转换债券融资动机 研究

WOGUO SHANGSHIGONGSI  
KE ZHUANHUAN ZHAIQUAN  
RONGZI DONGJI YANJIU

徐子尧 著



西南财经大学出版社  
Southwestern University of Finance & Economics Press

图书在版编目(CIP)数据

我国上市公司可转换债券融资动机研究/徐子尧著. —成都:西南财经大学出版社,2011 3

ISBN 978-7-5504-0222-5

I. ①我… II. ①徐… III. ①上市公司—可转换债券—融资—研究—中国  
IV. ①F279.246

中国版本图书馆 CIP 数据核字(2011)第 038163 号

我国上市公司可转换债券融资动机研究

徐子尧 著

责任编辑:李永福

封面设计:穆志坚 杨红鹰

责任印制:封俊川

|      |                                                           |
|------|-----------------------------------------------------------|
| 出版发行 | 西南财经大学出版社(四川省成都市光华村街 55 号)                                |
| 网 址  | <a href="http://www.bookcj.com">http://www.bookcj.com</a> |
| 电子邮件 | bookcj@foxmail.com                                        |
| 邮政编码 | 610074                                                    |
| 电 话  | 028-87353785 87352368                                     |
| 印 刷  | 郫县犀浦印刷厂                                                   |
| 成品尺寸 | 170mm×240mm                                               |
| 印 张  | 13.75                                                     |
| 字 数  | 255 千字                                                    |
| 版 次  | 2011 年 3 月第 1 版                                           |
| 印 次  | 2011 年 3 月第 1 次印刷                                         |
| 书 号  | ISBN 978-7-5504-0222-5                                    |
| 定 价  | 35.00 元                                                   |

1. 版权所有,翻印必究。
2. 如有印刷、装订等差错,可向本社营销部调换。

# 目 录

## 0. 导论 / 1

### 0.1 研究背景及意义 / 1

### 0.2 国内外研究现状 / 3

#### 0.2.1 基于代理成本的解释 / 3

#### 0.2.2 基于信息不对称的解释 / 5

#### 0.2.3 国外其他理论假说 / 6

#### 0.2.4 国内的研究 / 7

### 0.3 研究思路 / 7

### 0.4 创新、局限及进一步研究方向 / 8

#### 0.4.1 主要创新点 / 8

#### 0.4.2 局限性 / 9

#### 0.4.3 进一步研究方向 / 9

## 1. 可转换债券的一般分析 / 10

### 1.1 可转换债券的概念与特点 / 10

### 1.2 可转换债券的基本条款 / 11

### 1.3 可转换债券融资的经济特性 / 13

#### 1.3.1 投资者与发行人的权利互换 / 13

#### 1.3.2 可转换债券的价值构成 / 15

### 1.4 可转换债券的市场状况：国内与国外的比较 / 15

1.4.1 国际可转换债券市场的产生、发展与基本特征 / 15

1.4.2 我国可转换债券市场的发展历史与现状 / 18

## 2. 可转换债券融资动机文献述评 / 25

### 2.1 基于委托代理成本的解释 / 26

2.1.1 委托代理理论框架下的资本结构与公司治理关系 / 26

2.1.2 可转债融资的资产替代假说 / 30

2.1.3 可转债融资的连续融资假说 / 34

2.1.4 可转债融资的控制管理层机会主义假说 / 37

### 2.2 基于信息不对称的解释 / 40

2.2.1 可转债融资的后门权益融资假说 / 40

2.2.2 可转债融资的风险评估假说 / 44

### 2.3 国外其他理论假说 / 46

### 2.4 国内相关研究 / 48

## 3. 我国上市公司可转换债券融资动机分析——国外理论在我国的实证检验 / 51

### 3.1 我国发行可转换债券的上市公司财务特性的实证检验 / 51

3.1.1 实证分析变量的选取 / 51

3.1.2 研究方法 with 样本数据 / 54

3.1.3 单因素分析——基于参数和非参数的方法 / 55

3.1.4 多因素分析——Logistic 回归分析 / 56

3.1.5 结论 / 59

### 3.2 连续融资假说在我国的实证检验 / 59

3.2.1 基于理论提出研究假设 / 59

3.2.2 研究方法 with 样本选取 / 60

3.2.3 累积超额收益率：基于事件研究法的计算 / 61

3.2.4 多元回归分析 / 62

3.2.5 结论 / 63

## **4. 我国上市公司可转换债券融资动机 ( I )：基于信息不对称的分析 / 64**

### **4.1 公司融资选择模型——信息不对称的视角 / 64**

4.1.1 信息不对称与逆向选择 / 64

4.1.2 公司融资中的信息不对称问题 / 66

4.1.3 资本结构的信息传递模型 / 67

4.1.4 公司融资的优序融资模型 / 70

### **4.2 我国上市公司发行可转债的动机分析：考虑信息不对称的模型 / 71**

4.2.1 我国上市公司融资中的信息不对称问题 / 71

4.2.2 基于信息不对称的可转换债券融资模型 / 72

### **4.3 模型的实证支持：我国上市公司可转换债券发行公告效应 / 77**

4.3.1 国内外相关研究 / 77

4.3.2 研究方法 with 样本数据 / 79

4.3.3 实证结果及分析 / 81

## **5. 我国上市公司可转换债券融资动机 ( II )：基于控制权私有收益的分析 / 93**

### **5.1 控制权私有收益的基本理论研究 / 93**

5.1.1 控制权的产权理论分析 / 93

5.1.2 控制权私有收益的经济学阐释 / 94

5.1.3 我国上市公司控制权私有收益分析 / 98

### **5.2 我国上市公司发行可转债的动机分析：考虑控制权收益的模型 / 99**

5.2.1 模型基本假设 / 100

5.2.2 考虑控制权收益的融资模型 / 101

### 5.3 招商银行发行可转债的案例研究 / 105

#### 5.3.1 案例介绍 / 105

#### 5.3.2 案例分析 / 107

#### 5.3.3 简要总结 / 111

## 6. 我国上市公司可转换债券融资动机 (Ⅲ): 基于财务效应的分析 / 112

### 6.1 从稀释与税盾效应分析可转债融资动机 / 112

#### 6.1.1 不同融资方式的稀释与税盾效应实证分析——以首钢为例 / 112

#### 6.1.2 结论 / 117

### 6.2 从融资成本分析可转债融资动机 / 117

#### 6.2.1 再融资成本计量模型的构建 / 117

#### 6.2.2 我国上市公司再融资成本的实际测算 / 120

#### 6.2.3 结论 / 123

## 7. 我国上市公司可转换债券融资动机的其他解释 / 124

### 7.1 从制度约束看可转债融资动机 / 124

#### 7.1.1 我国上市公司再融资方式的变迁 / 124

#### 7.1.2 三种再融资方式制度约束比较 / 126

### 7.2 从融资契约设计看可转债融资动机 / 134

### 7.3 从股票市场环境看可转债融资动机 / 138

## 8. 结论 / 140

### 8.1 研究结论 / 140

### 8.2 构建可转债融资的良好发展环境 / 143

#### 8.2.1 正确定位可转债融资方式 / 143

#### 8.2.2 改善资本市场信息不对称状况 / 144

- 8.2.3 调整上市公司股权结构 / 144
- 8.2.4 积极推动可转债中介服务 / 145
- 8.3 改善可转债融资的监管方式 / 145
- 8.4 提高投融资主体对可转债的认识 / 147
  - 8.4.1 改变上市公司可转债融资“误区” / 147
  - 8.4.2 培育和发展可转债的机构投资者 / 147

**参考文献 / 149**

- 附录1 我国上市公司再融资成本 / 163**
- 附录2 我国上市公司已发行可转债契约条款 / 167**
- 附录3 可转换公司债券管理暂行办法 / 182**
- 附录4 上市公司发行可转换公司债券实施办法 / 188**
- 附录5 关于做好上市公司可转换公司债券发行工作的通知 / 196**
- 附录6 上市公司证券发行管理办法 / 199**

**后记 / 211**



# 0. 导论

## 0.1 研究背景及意义

可转换债券简称可转债，是一种兼具股票和债券特征的复合型金融产品，它赋予债券持有人在规定的期限内以特定的价格转换成特定数量标的股票的权利。

1843 年，美国纽约 Erie Railway 公司发行了世界上第一只可转债，创造出一种新型的融资方式。此后，可转债在波动中不断创新和发展，20 世纪 80 年代以来，可转债取得迅速发展，成为一个全球性的金融产品，特别是进入 21 世纪后，可转债的融资规模大幅提升，已成为西方资本市场上重要的融资工具之一。根据 Bloomberg 统计，全球可转债发行规模自 2005 年的 770 亿美元上升到 2006 年的 1 850 亿美元，是 2005 年的 2.4 倍。中国发行可转债的探索始于 20 世纪 90 年代初期，1991 年 8 月，琼能源发行了 3 000 万元可转债，成为我国最早发行的可转债之一。随后，成都工益、深宝安也都在国内发行了可转债。1993 年 11 月，中纺机在瑞士发行了 3 500 万瑞士法郎的 B 股可转债，开启了国内企业利用可转债进行国际融资的尝试。这些尝试为探索和发展中国的可转债市场积累了宝贵的经验。为规范发展可转债，1997 年国家出台了《可转换公司债券管理暂行办法》（以下简称《暂行办法》），对可转债的发行、交易、转股及债券偿还等首次作了详细规定，在此《暂行办法》的指引下，1998—1999 年，丝绸股份、南化股份、茂名石化 3 家非上市公司发行了可转债。2000 年，虹桥机场和鞍钢新轧两家上市公司先后成功发行可转债，共筹资 28.5 亿元。2001 年 4 月，中国证监会颁布了《上市公司发行可转换公司债券实施办法》（以下简称《实施办法》）和 3 个配套的相关文件，正式将可转债定位为上市公司再融资的又一种常规模式，这一举措具有里程碑的意义，标

标志着中国可转债市场的发展步入了一个新的阶段。《实施办法》出台以后，立刻受到了众多上市公司的欢迎，可转债市场呈现出高速发展的态势。2001—2006年在沪深证券交易所公开上市的公司有128家提出拟发行可转债的公告，转债融资总额在再融资中的比重日渐上升，成为上市公司再融资的主要工具之一。2006年5月8日，证监会颁布并实施了《上市公司证券发行管理办法》（以下简称：新《管理办法》），对上市公司证券发行行为（包括发行可转债、增发和配股及发行中国证监会认可的其他证券品种）重新进行了规范，同时宣布废止以往的各项关于上市公司再融资的规定。新《管理办法》基于股权分置改革后市场运行机制的根本性变化，相应地调整各项制度安排，围绕强化市场约束机制这一重点，突出了保护公众投资者权益的要求，拓宽了上市公司的融资方式和融资品种，并适当简化了发行审核程序，以提高市场运行效率。新《管理办法》出台后，上市公司再融资随之恢复，由于新《管理办法》对再融资发行制度做了较大的调整，上市公司选择何种再融资方式也必将受到影响。

随着我国可转债市场的不断发展，迫切需要我们z从理论上加强对可转债这种复合型融资工具的研究。但与国外研究相比，由于各种主客观原因，国内学者对可转债的研究主要集中在其定价方面或投资价值方面（如郑振龙、杨如彦等学者），而对其融资动机方面的相关研究则显得相对薄弱，还存在如下不足：

（1）现有的研究多是从某单一角度（如融资成本、准入门槛、公司财务特征等）对我国可转债的发行动机进行分析，尚未建立系统的理论分析框架，其结论有一定说服力，但不免失之偏颇。

（2）多数研究是应用形式逻辑进行分析，其中不少停留在经验层面，数理逻辑和实证研究还略显不足，缺乏足够的解释力和说服力。

（3）在研究思想和方法上，国内研究多借鉴国外，未充分考虑我国的制度约束和市场环境的特殊性。本书认为将国外理论用于解释我国经济现象时，必须结合我国实际才有实践意义。

总之，国内关于可转债融资动机的研究仍处于零星的、缺乏系统性的初步阶段，因而有进一步对其进行系统化研究的必要。本书希望通过建立我国可转债融资动机研究框架，一方面从理论上对可转债融资契约的内在特性与公司治理机制进行深入分析；另一方面根据我国特殊的市场环境和制度约束，对上市公司利用可转债融资的动机进行全方位的解释，为规范我国可转债市场的发展，合理发挥可转债融资功能提供参考。

## 0.2 国内外研究现状

国外的早期研究一般认为公司发行可转债的目的主要有两个 (Pilcher, 1955; Brigham, 1966; Hoffmeister, 1977): 一是可转债的成本低于直接借债; 二是可转债在未来转换成股票时, 可使公司到时以高于现在的股价来进行股权融资。随着可转债市场的大规模发展, 金融学家运用现代金融学的研究方法, 基于代理成本、信息不对称等问题对可转债发行动机进行研究, 提出了多种理论假说。

### 0.2.1 基于代理成本的解释

#### 1. 资产替代假说 (The Asset Substitution Hypothesis)

Jensen 与 Meckling 在其 1976 年发表的现代公司治理结构理论方面的开创性论文中, 最早对资本结构决定中的委托代理关系进行了研究。他们提出债务融资产生的代理成本表现为: 在债务契约下, 当投资获得的收益高于债券要求的固定收益时, 剩余收益归股东所有; 当投资失败时, 由于有限责任, 债权人将承担企业不能还本付息所造成的损失。因此, 股东将选择高风险性的项目, 理性的债权人会预料到企业的风险偏好动机, 因此会要求提高借款利率, 从而使双方产生的委托代理成本最终由股东承担。这种委托代理问题通常被称为“资产替代问题”(asset substitution problem) 或“风险漂移问题”(risk shifting problem)。他们进一步指出: 可转债由于同时具有股票与债券的双重性质而能有效解决“资产替代”问题。由于可转债中具有股票特性的那部分价值会随公司价值波动性的增加而增长, 可转债持有人有可能从股东增加风险投资而获得的较高收益中分享部分利润, 股东从事高风险投资的动机会因其考虑到这项因素而有所降低。

Green (1984) 根据 Jensen 与 Meckling 的委托代理理论建立了分析模型。研究表明: 在直接发行债券的情况下, 股东剩余索取权相对于公司收益是凸的; 而在发行可转债的情况下, 可转债中包含的买入期权改变了股东剩余索取权曲线的形状, 股东剩余索取权相对于公司收益是凹的。这表明发行可转债缓解了股东从事高风险投资的动机。

以上学者的共同认识是: 对于那些投资者认为资产替代可能性较大而会产生较高债务融资代理成本的公司而言, 可转债将比直接债务融资更具优势。因

此,此假说预测到,股东有较强动机从事高风险投资以及股东比较容易改变风险决策的公司更倾向于发行可转债进行融资。

股东从事高风险投资动机的强弱很难度量,但可认定在一定条件下,这种动机将更强。例如,高财务杠杆公司的股东将具有较强动机增加公司风险 (Galai and Masulis, 1976); 如果公司处于财务困境,股东将投资风险极大的项目以做最后一搏 (Mayers 1977)。此外,固定资产比例较高的公司发生资产替代的可能性较小,因为这些固定资产将作为公司对外负债的抵押品,这在一定程度上限制了股东—管理者随意处置资产的能力 (Titman and Wessels 1988); 小规模、处于创业期的公司一般存在较严重的代理问题。因此,资产替代假说的结论为:对于小规模、处于创业期的、高成长性的公司,固定资产比例较低的公司,具有高财务杠杆率和容易面临财务困境的公司将更愿意发行可转债融资。

## 2. 连续融资假说 (The Sequential Financing Hypothesis)

管理层在作公司经营决策时,会基于其自身利益的考虑而与提供资金的投资者之间发生冲突,产生两种代理成本。具体表现为:一方面管理层试图构建一个自己控制的庞大企业王国,倾向于接受一些存在较大风险也可能带来较大收益的项目,形成“过度投资”问题;另一方面,管理层也有可能过于顾虑企业财务杠杆所产生的财务困境成本及由此引起的自身在职损失,形成“投资不足”问题。

Mayers (1998) 提出了一个以未来投资选择权价值的不确定性为基础的连续融资问题,认为公司利用可转债可有效控制过度投资问题。Mayers 建立了一个两阶段模型,假设公司在  $T=0$  时有一个预期净现值为正的投资项目 I 需要融资,该项目持续一个时期,在  $T=1$  时得知是否盈利;公司另有一个投资期权 II,在  $T=0$  时尚不能确定其是否具有投资价值,至  $T=1$  时才能确定,该投资期权持续一个时期,  $T=2$  时得知是否盈利。根据 Jensen (1988) 的理论,管理层为追求自身利益最大化会倾向于过度投资, Mayers 在模型中主要考虑了过度投资带来的风险成本和发行成本。公司有三种融资方案选择:第一种方案是  $T=0$  时发行持续两个时期的长期债券,将最初的融资投入项目 I,在  $T=1$  时如果认为项目 II 可行,就将项目 I 取得的收益投入项目 II,这样就可以节省为项目 II 再次融资的成本,但如果项目 II 在  $T=1$  时被认为没有投资价值,因为债券本金至  $T=2$  时才需归还,充裕的现金流会使管理层仍然选择投资项目 II,从而产生过度投资问题。第二种方案是  $T=0$  时发行期限为一个时期的短期债券,在  $T=1$  时再决定是否项目 II 融资,这就可避免投资过度风险,但又会

增加发行成本。第三种方案是在  $T=0$  时发行可转债,  $T=1$  时投资者看到项目 II 有价值会选择转换, 资金留在公司用于继续投资, 节省了发行成本; 如果项目 II 无投资价值, 投资者选择不转换, 公司偿还债务本息, 不会出现过度投资问题。

### 0.2.2 基于信息不对称的解释

#### 1. 后门权益融资假说 (The Back Door Equity Financing Hypothesis)

基于信息不对称的分析模型大都是在 Myers and Majluf (1984) 的理论框架基础上发展起来的。他们在其论文中提出管理层与投资者之间存在信息不对称, 即管理层拥有关于公司经营状况的信息, 而投资者对此却无从知悉。双方对彼此的信息优劣状况非常清楚, 因此, 投资者合理预期管理层会代表既有股东的利益, 利用其信息优势以高于其实际价值的价格发行股票进行股权融资, 作为对信息劣势方的补偿, 投资者会将发行的股票折价, 形成了发行公司逆向选择成本。后门权益融资假说认为, 当信息不对称导致的逆向选择使直接股权融资成本高昂时, 可以将可转债作为一种延迟股权融资方式。

Myers and Majluf 的模型中仅考虑了三种公司融资的方式: 留存收益、股票融资和债务融资。Stein (1992) 在此基础上建立了一个模型, 将可转债看作是一种“后门”股权融资方式 (“back door” equity financing)。Stein 用了一个两阶段模型, 假设存在好、中、差三种类型的公司, 在第一阶段初, 即  $T=0$  时, 他们都拥有同样的投资机会, 并需要外部融资, 此时有三种选择: 发行  $T=2$  时到期的直接债券; 发行  $T=2$  时到期,  $T=1$  时可转换的可转债; 发行股票融资。好、中、差三类公司在  $T=2$  时的现金流分别为高、中、低三种, 在  $T=0$  时由于信息不对称, 投资者不知道公司所属类型,  $T=1$  时投资者可以了解各公司所属类型。Stein 证明, 在财务危机成本足够大时, 市场存在一个分离均衡, 均衡情况下三种公司的选择分别为: 好公司发行债券, 中等公司发行可转债, 差公司发行股票。

Stein 的后门权益融资假说对可转债融资动机的基本解释是实现间接股权融资。该假说预测可转债对以下两类公司格外具有吸引力: ①具有较高信息不对称的公司; ②面临较高财务困境成本的公司。

#### 2. 风险评估假说 (The Estimation Risk Hypothesis)

风险评估假说 (Brennan and Schwartz 1988; Essig 1992) 放松了“完全一致”的假定, 将公司发行可转债的解释建立在投资者对公司风险或对证券收益分布具有不确定所引发的成本上。这种假说指出, 由于可转债对风险的相对

不敏感性，使其在最小化风险评估成本上优于普通债券，尤其是当债券投资者对发行公司的潜在风险具有较高不确定时。

Brennan and Schwartz (1988) 指出，可转债所拥有的债权方面的价值和股权方面的价值与风险的关系相反，这种双重性质使其对发行债券公司的潜在风险不敏感，这样，可转债风险评价错误的影响就低于普通债券。如果公司的实际风险高于（低于）投资者的估计，股权的真实价值就会高于（低于）先前的估计，而债权的真实价值就会低于（高于）先前的估计。一个经过适当设计的可转债会抵消两种对真实价值的错误估计，从而使整个价值评价更有效。因此，当公司的潜在风险有极大的不确定时，可转债具有很高的价值。

Essig (1992) 进一步提出，有两种方式可放松“完全一致”的假定：一种方式是在公司管理层与投资者之间引入非对称信息，相对于投资者，管理层对公司的风险结构有信息优势，如果管理层对公司的风险估计低于投资者，而管理层又无法将此信息可信地传递给投资者，投资者要求的利率水平就会高于管理层认为合理的利率水平，信息不对称的结果是投资者发生逆向选择，购买高风险公司发行的高利率债券。投资者与管理层之间对风险评价的不一致性，促使公司发行可转债，风险不确定性高的公司将具有较高的发行可转债的动机。另一种方式是，即使是在信息对称的情况下，如果个人投资者有不同的评价标准，也会形成对风险和债券价值的不同估计，可转债将减少由于不同的估计而产生的直接和间接的成本。

风险评价假设预测到：在发行者的潜在风险具有极大不确定性时，可转债将比普通债券更有优势。因此，两类公司更适合发行可转债：①经营行业具有较高风险；②风险较难评估。

### 0.2.3 国外其他理论假说

DeAngelo and Masulis (1980) 提出了税款—破产成本假说，他们认为公司发行可转债的主要目的是优化资本结构。公司在决定其资本结构时始终面临运用债务避税与过多债务会引发财务危机，带来破产风险的矛盾。公司可借助可转债在一定程度上解决此矛盾，一方面可享受节税的好处，另一方面又可避免因负债过多带来破产风险。Brigham (1966) 的问卷调查中，有 27% 的受访者的回答是为了优化资本结构，这在一定程度上验证了此假说。

Isagawa (2002) 提出了管理层防御假说 (Managerial Entrenchment Hypothesis)，认为带有可赎回条款的可转债在抑制敌意收购的同时又可避免公司破产，其分析的框架是基于 Zweibel (1996) 的管理层防御模型。在 Zweibel 的模

型中，具有防御性的管理层会根据他自己的利益而不是股东财富最大化来决定公司的财务政策。受到敌意收购威胁的管理层为了防止由于收购而被解雇，会选择发行普通债券来避免敌意收购。然而，普通债券给管理层带来了另一个问题：即使投资于有利于公司价值增加的项目，公司仍存在破产的可能。

Isagawa (2002) 引入可转债进行分析，其研究表明，通过精心设计的可转债可以达到以下的效果：在投资于降低公司价值项目时不会被转换为股票，但在投资于增加公司价值项目时会被转换。前一种情况保证管理层不会投资于降低公司价值的项目，因为保留下来的债务会使公司破产的风险加大。如普通债券的情况一样，这个置信约束降低了敌意收购的可能。源于可转债特性的后一种情况，保证了管理层在投资价值增加的项目后因债券转成了股票而不会发生违约。因而，设计良好的可转债既可以避免敌意收购又可以避免破产的威胁，从自身利益考虑，管理层更倾向于选择可转债而不是普通债券。

通过以上综述可以看出，国外的理论模型主要从公司融资过程中投资者与管理层的信息不对称和委托代理问题着手进行分析，通过可转债融资可减少代理成本、降低公司陷入财务困境的可能性、向市场传递一定的信号等来解释公司的融资选择。这些假说得到了大量实证数据的验证。

#### 0.2.4 国内的研究

随着我国可转债市场的发展，国内学者对可转债融资动机的研究也取得了一些成果。一些学者通过建立模型进行分析（王春峰、李吉栋（2003），何佳、夏晖（2005））；另一些学者根据我国可转债条款设计推论发行者的融资动机（蒋殿春（2002），王一平等（2005），王冬年（2006））；还有许多学者运用多元回归方法对发布拟发行可转债公告的上市公司财务特征进行分析，以验证国外相关理论对我国可转债市场的解释力，进而推演出我国上市公司发行可转债的动机（刘舒娜、陈收等（2006），唐康德、夏新平等（2006），张雪芳、何德旭等（2006），杨铭（2006）），但他们都只涉及融资动机的一个方面，并没有形成研究体系。

### 0.3 研究思路

本书遵循国外理论述评——我国特殊性——理论与实证分析——结论——对策的逻辑思路展开，简要概括如下：

(1) 本书首先阐述可转债融资工具的经济特性以及国内外可转债市场的发展状况,为全文搭建一个基本研究平台。

(2) 对国外可转债融资动机的理论与实证研究进行梳理,并将这些理论对我国上市公司可转债融资的解释力进行实证检验,发现其并不能对我国上市公司可转债融资行为做出合理解释,在此基础上引出本书的核心问题——我国上市公司发行可转债的动机有哪些。

(3) 具体分析我国上市公司发行可转债的动机,这是本书研究的重点内容,分别从信息不对称、控制权私有收益、财务特性、制度约束、契约条款设计、市场环境六个方面进行理论与实证分析。

(4) 在理论分析与定量研究的基础上,对我国上市公司发行可转债的动机作出解释,并提出促进可转债融资工具为上市公司更好的服务的建议。

## 0.4 创新、局限及进一步研究方向

### 0.4.1 主要创新点

(1) 现有可转债融资动机的研究一般停留在经验层面,缺乏深入的理论分析。对某一问题的深入研究,应当是以理论分析为基础,以实证分析为检验。本书试图在对可转债融资契约的内在经济特性进行分析的基础上,以理论结合实证来探讨我国上市公司可转债融资的动机。

(2) 作为一个新兴市场,我国资本市场的一个重要特点是存在严重的信息不对称问题,以往对我国上市公司可转债融资动机的研究几乎未涉及这一因素,本书利用数理模型分析了可转债内含期权条款的设计对于缓解信息不对称的作用,并对其进行了实证检验,认为这是我国上市公司发行可转债的动机之一。

(3) 我国上市公司股权结构存在一股独大的问题,上市公司的融资决策往往由大股东作出,其中必然要考虑控股股东收益因素。以往的研究多是直接引用国外理论进行分析,对股权结构因素考虑不足,本书结合控股股东收益改进了 Stein 的可转债融资模型,并运用可转债条款设计与案例分析对我国上市公司发行可转债时考虑控股股东收益进行验证。

(4) 运用国外较新的方法对研究期间内(2002—2004年)我国可转债融资成本与增发、配股融资成本进行计算。计算方法有探索性和尝试性,结果表明可转债的实际融资成本低于股权再融资成本。这个结论与以往学者的研究结



论不尽相同，说明我国上市公司发行可转债也有出于降低成本的考虑。

#### **0.4.2 局限性**

(1) 由于我国可转债发展时间不长，本书的样本量和时间跨度偏小，可能会影响实证研究的效果。

(2) 2006年新《管理办法》出台后，由于再融资发行制度的变化，上市公司可转债融资动机也会有所改变，但由于样本数太少，本书未对此后可转债融资动机的变化进行深入分析。

(3) 本书对再融资成本的计算，由于在统计过程中采用了一些简化算法，数据的精确性会受到一定的影响，所采用计算方法的科学性也有待进一步探讨。

#### **0.4.3 进一步研究方向**

(1) 随着我国可转债市场的进一步发展，相关资本市场环境逐步改善，监管制度约束更加合理，可转债的创新品种不断出现，上市公司发行可转债的动机也会发生较大变化。这是一个循序渐进的过程，需要我们持续的跟进研究，以促进可转债市场的良性发展。

(2) 从一般融资工具拓展出去，可转债在国外已开始在其他领域发挥作用，如被用作公司管理层激励的手段，通过定向发行可转债完成并购等，这些领域的创新都值得我们学习、借鉴和进一步研究。