

混合金融 工具手册

可转换债券、可转换优先股票、LYONS、
ELKS、DECS 和其他强制可转换票据

(美) 埃兹·内尔肯 编著 齐寅峰 黄福广 译

Handbook of Hybrid Instruments

Convertible Bonds; Preferred Shares,
LYONS, ELKS, DECS and Other
Mandatory Convertible Notes



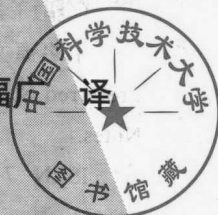
机械工业出版社
China Machine Press

金融工程丛书

混合金融 工具手册

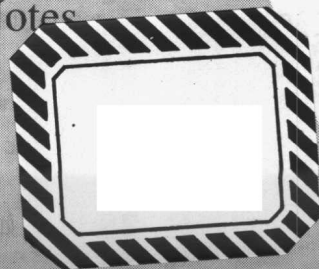
可转换债券、可转换优先股票、LYONS、
ELKS、DECS 和其他强制可转换票据

(美) 埃兹·内尔肯 编著 齐寅峰 黄福



Handbook of Hybrid Instruments

Convertible Bonds, Preferred Shares,
LYONS, ELKS, DECS and Other
Mandatory Convertible Notes



机械工业出版社
China Machine Press

Izzy Nelken. Handbook of Hybrid Instruments: Convertible Bonds, Preferred Shares, LYONs, ELKS, DECS and Other Mandatory Convertible Notes.

Copyright © 2000 by Izzy Nelken and individual contributors as indicated on chapter title pages. Published by John Wiley & Sons Ltd. All rights reserved. Authorized edition for sale throughout the world.

本书中文简体字版由John Wiley & Sons公司授权机械工业出版社在全球独家出版发行, 未经出版者书面许可, 不得以任何方式抄袭、复制或节录本书中的任何部分。

版权所有, 侵权必究。

本书版权登记号: 图字: 01-2001-2392

图书在版编目(CIP)数据

混合金融工具手册 / (美) 内尔肯 (Nelken, I.) 编著; 齐寅峰, 黄福广译.
- 北京: 机械工业出版社, 2002.10

(金融工程丛书)

书名原文: Handbook of Hybrid Instruments: Convertible Bonds, Preferred Shares, LYONs, ELKS, DECS and Other Mandatory Convertible Notes.

ISBN 7-111-10720-10

I. 混… II. ①内… ②齐… ③黄… III. 金融市场-手册 IV. F830.9-62
中国版本图书馆CIP数据核字 (2002) 第059429号

机械工业出版社 (北京市西城区百万庄大街22号 邮政编码 100037)

责任编辑: 李 玲 版式设计: 赵俊斌

山东高唐印刷有限责任公司印刷·新华书店北京发行所发行

2002年10月第1版第1次印刷

787mm × 1092mm 1/16 · 16.25印张

定价: 32.00元

凡购本书, 如有缺页、倒页、脱页, 由本社发行部调换

《混合金融工具手册》是一部集理论性和实践性为一体的高水平专著。译者认为，本书的突出特点是透过名目繁多的混合金融工具的现象去分析其实质，并辅以实例做进一步的说明，以易于理解的方式揭示了混合金融工具的本质。

混合金融工具是通过衍生工具（如期权）内嵌于传统证券（如债券、股票）所形成的创新产品。尽管混合不等于组合，混合工具中的各种组成成分也不一定能像投资组合中的资产成分那样具有相对的独立性、可分性，但我们仍然可以用分解的方式来分析混合金融工具的风险/回报特征。以简单的可转换债券为例，投资者购买该类债券后，不仅拥有类似于普通债券的票息和本金现金流，还获得了使用债券自愿换取一定数量的发行者普通股票的权利，使其风险和收益具有准权益性。在债券契约中加入了可转换条款后，相当于在债券中嵌入了投资者择购权。当在债券契约中加入可回购、可清偿、可重设等条款后，混合金融工具的标的证券上嵌入了更多的期权，因此能够创造出无数类型的混合金融工具。如果说传统债券和股票投资的风险/回报特性是各自独立的，而类型众多的混合金融工具则能在两者之间以及两者之外创造出无数的、连续的风险/回报模式，大大丰富了投资工具的类型，满足投资者的不同需求，活跃资本市场交易。

从购买者的角度，混合金融工具是投资工具，而从发行者的角度则是融资工具。由于混合金融工具的多变性，发行者可以创造出满足自身需求的各种各样的融资工具，挖掘传统金融工具所不能涉及的资金源泉。例如，混合金融工具能够使融得的资金既具有权益性，以降低融资风险和资本成本，同时支付的固定收益如股息又具有税负抵减性。又如，发行者可以根据自身现金流入的方式设计特殊的融资方式，使现金流出的方式与现金流入的方式相匹配。发行者为筹集所需要的资金，还可以根据当时的市场状况设计出最能吸引投资者的融资方式。

综上所述，不论是投资者还是发行者，均能从混合金融工具的极大灵活性中获

益。正因为如此，混合金融工具备受欢迎。从其在市场上首次出现到现在为止的100多年来，混合金融工具获得了迅速的发展。正像本书中所指出的，在美国目前混合金融工具的市场规模已经达到3500亿美元，占全部负债发行物的比例最高时达到40%。不仅在美国，在其他资本市场发达的国家，混合金融工具也是重要的资产类别。在20世纪90年代的亚洲金融危机中，混合金融工具成为日本银行进行资产重组的重要手段。

在我国，1992年11月深保安集团发行了首例可转换债券。尽管后来又有中纺机、南宁化工、吴江丝绸等陆续发行了几只可转换债券，但到目前为止仍未形成规模。从1992年我国成立上海和深圳证券交易所以来，我国的股票市场已经初具规模。在我国资本市场的发育过程中，出现了一批有一定规模的证券公司、投资公司，甚至投资基金。从1998年规范化的封闭式证券投资基金问世，到目前已经发展到30多只。最近，开放式投资基金也开始在我国上市运作。特别是我国2001年11月加入世界贸易组织，使我国资本市场融入国际资本市场的步伐加快，对我国资本市场的发展提出了挑战，也提供了发展机遇。近两年来，我国债券市场经历了一段时间的调整，将面临着快速的发展。债券市场的发展，必将带动混合金融工具的发展。不论是从外部环境还是从潜力看，混合金融工具在我国均有着良好的发展前景。

然而，混合金融工具在为投资者和发行者带来灵活性以及其他好处的同时，对于其价值评估和特征分析也提出了特殊的要求。本书则提供了一种满足上述要求的适当工具。本书详细地解释了如何成功地发行这类证券，如何在交易中获利，如何使用这些证券进行套期保值等等。本书除了在理论上进行了详尽的分析外，特别重要的，本书是作者多年实际操作经验的结晶，具有很强的操作性。本书的几位作者均是混合金融工具方面顶尖的理论家和实践家。译者深信，本书中文译本的出版，必将对我国资本市场上混合金融工具的发展起到极大的促进作用，也将为我国学者在混合金融工具领域的研究奠定一定的基础。

为最大程度的保持原书的风格，本书基本上是采取直译的翻译方法。对于我们认为错误之处，均作了更正，重要之处加了标注。由于我们尚未发现其他有关混合金融工具方面的译著，因此书中的很多术语给我们的翻译工作带来了极大的困难。特别是大量的创新产品名称，简直让人无所适从。对于这些问题的处理，在其他场合曾经出现过的术语，我们尽量沿用了现有的译法。而对于首次遇到的术语，我们

尝试在尽可能贴近原意的基础上进行了中文词汇的创新。

本书的翻译工作具体分工如下：第3章、第4章和第6章分别由李艳红硕士和陈苗硕士协助黄福广博士翻译；附录由覃家奇硕士翻译初稿，黄福广博士定稿；其余由黄福广博士翻译；全书由齐寅峰教授进行了最后的校对、定稿。另外，张双才、买忆媛、穆瑞田博士，刘昕、郑晟、李莉、张晓农、何青、田辉、程斌宏、陈国欣、郑爱民等在读博士，徐得和、闫峻、邱昭良、任燕飞、阴航明、郑激运、沈宝生、张志奇、徐建新、张永贞、胡晔化等硕士阅读了译稿，在本书的校对、录入中做了大量的工作，并提供了很多修改意见。

追求完美是我们一贯的宗旨，也是我们在本书翻译中遵循的原则。但因为自身水平以及各方面条件的限制，疏忽乃至错误在所难免，望广大读者批评指正。

齐寅峰教授，博士生导师

黄福广博士，副教授

2001年11月

于南开园

琳达·E·卡里斯勒

琳达·E·卡里斯勒 (Linda E. Carlisle) 女士从事国际和国内法律业务，特别是关于金融衍生产品、证券和商品的税收业务，关于诸如合伙制、有限责任公司、税务细则S类 (Subchapter S) 公司等过渡实体 (Flow-Through Entity) 的税收业务，关于公司间定价税收业务，关于税收的立法、规定、管理等业务。卡里斯勒女士最近所参与的税收工作包括：美国对套期保值交易和“避税港”交易的税收处理；对包括OID发行物、股息收益抵税发行物等金融产品的税务分析；根据条例482条和6038A条簿记要求下的公司间定价问题分析处理；作为公司股票公开发行一种形式的国际子公司剥离问题分析。卡里斯勒女士在使涉及主合伙制 (Master Limited Partnerships) 税收问题中商品交易合伙制的减免和赋予证券经纪人——交易商独立合约人地位成为国内税收法典 (Internal Revenue Code) 中的条款起了重要作用。另外，她在处理证券和商品交易避税港的财政规定的修订、将商品投资合伙制中的合伙人免征公司特许税 (Corporate Franchise Tax) 加入到纽约州税收规定中都起到了重要作用。1984~1985年，卡里斯勒女士曾作为税收立法委员会办公室 (Office of the Tax Legislative Counsel) 的法律顾问在美国财政部任职。1985年至1987年在该部任税收政策助理局长的特别助理。

劳伦斯·卡瓦纳格

劳伦斯·卡瓦纳格 (Lawrence D. Cavanagh) 是《价值线每日期权综述》(The Value Line Daily Options Survey) 的编辑，并且还任《价值线可转换证券综述》(Value Line Convertibles Survey) 的高级衍生证券分析师。在1991年加盟价值线 (Value Line) 以前，卡瓦纳格先生是一位资本市场技术方面的期权战略家，帮助美

国东部和加拿大的某些公司设计长期和特种期权复制外汇（Option Replication Foreign Currency）和金价套期保值。在此之前，他曾任芝加哥期权交易所的外汇期权部主任。除此之外，他还曾在Dean Witter Reynolds任高级外汇分析师，在欧洲美国银行（European American Bank）任外汇预测部主任，在纽约联邦储备银行任助理经济学家。卡瓦纳格先生曾获纽约大学理学学士学位和MBA学位。

T·安尼·考科斯

自从1994年T·安尼·考科斯（T. Anne Cox）一直担任美林公司（Merrill Lynch）可转换证券研究部经理。自加盟该公司以来，她领导所在部门与纽约、伦敦和东京的分析家们一起创建了全面的全球性研究协同组。1995、1996和1997年度，在“机构投资者的全美国研究队伍（Institutional Investor's All-American Research Team）”中她名列第一，1998年度名列第二。安尼被认为是可转换证券市场的权威；她所做的工作已经列入几种出版物中，包括《纽约时报》、《财富》、《福布斯》和《巴伦》（*Barrons*）。除此之外，她还曾出现在CNBC、CNN和Wall Street Week电视广播中。她所领导的研究小组不断发展和拓宽美林可转换证券指数。这些指数目前被广泛认可为行业标准。她所做的关于主旨、趋势和可转换证券结构的那些报告受到来自投资者和未来发行者的高度评价。在到美林任职之前，安尼曾担任过投资组合经理。这一经历使她对市场有了全面、透彻的了解。她在Prudential工作6年，曾管理过包括可转换证券基金、排名领先的自然资源养老金账户（Natural Resources Annuity Account）、全球自然资源共同基金（Global Natural Resources Mutual Fund）等好几只基金。安尼在Franklin工作了4年，在她的家乡加利福尼亚州做了几年资金经理和分析师。在Franklin工作期间，她曾经负责管理可转换债券基金，共同管理黄金基金（Gold Fund）。她曾获加利福尼亚大学（Davis）文学学士学位和哥伦比亚大学MBA学位。她是所在MBA班中第一个毕业的学生。目前，安尼女士为注册金融分析师（Chartered Financial Analyst）和芝加哥数量协会（Chicago Quantitative Alliance）的成员。

巴达里·S·艾斯华

巴达里·S·艾斯华（Badari S. Eswar）目前是Morgan Stanley Dean Witter全球可

转换证券研究组的成员。在此之前他曾在UBS Securities LLC工作，在那里他开发并实施了全面的可转换证券分析、出售和交易体系。在加盟美林的交易研究组之前，他曾在Sun Microsystems做高级程序分析员，并且是Bellcore技术组的成员。在Bellcore，他曾从事研究和培训工作。他曾获圣约瑟州立大学计算科学硕士学位，并曾获数学和物理学学士学位。除了可转换证券之外，他还专注于视觉语言、用户界面设计和互联网技术等方面的研究，以及如何将这些技术应用于金融工程和电子商务实践中。

加里·加斯蒂诺

加里·加斯蒂诺 (Gary Gastineau) 1995年进入美国证券交易所，担任交易所衍生证券交易部新产品开发高级副总裁。加斯蒂诺先生负责管理新产品的创新和开发，以及美国证券交易所上市交易期权指数的创立和计算。加斯蒂诺是风险管理和衍生工具应用方面的专家。他曾经为S. G. Warburg、Swiss Bank、Salomon Brothers、Kidder、Peabody准备并出版过研究报告。作为独立作者，加斯蒂诺曾编写出版《期权手册》(*The Options Manual*) (Third Edition, McGraw-Hill, 1998) 一书，曾参与编写《金融风险管理辞典》(*Dictionary of Financial Risk Management*) (Fabozzi, 1999)，并曾在各种期刊上发表过大量文章。他还经常作为发言人发布有关风险管理政策和技术、执行成本和各种规定。他是《财务分析师》(*Financial Analysts Journal*)、《衍生工具》(*Journal of Derivatives*)、《投资组合管理》(*Journal of Portfolio Management*)、《衍生工具季刊》(*Derivatives Quarterly*) 和《财务实践与教育》(*Financial Practice and Education*) 等杂志的编委会成员。他曾就读于哈佛学院 (Harvard College) 和哈佛商学院。

马克·克里兹曼

马克·克里兹曼 (Mark Kritzman) 是波士顿温德海姆资本管理公司 (Windham Capital Management Boston) 的执行合作伙伴，公司的主要业务是货币套期保值和资产重组。在此之前，他曾在Equitable、AT&T和Bankers Trust Company从事投资业务。克里兹曼先生是国际金融工程师协会和金融数量研究院理事，他也是注册金融分析

师研究基金审查委员会成员,《财务分析师》、《投资选择》(*Journal of Alternative Investments*)、《衍生工具》编委会的成员。他曾在学术和专业期刊上发表过大量文章。1993年,由于他在《财务分析师》上所发表的杰出论文而获得格雷汉姆和多德奖(Graham and Dodd Award)。1997年,他以卓著的研究贡献获得1997年欧洲调查(Inquire Europe 1997)一等奖。他曾参加《外汇管理: 观念与实践》(*Currency Management: Concepts and Practices*)、《金融风险管理辞典》、《金融分析的定量方法》(*Quantitative Methods for Financial Analysis*)等著作的编写工作,并单独著有《便携金融分析师》(*The Portable Financial Analyst*)、《机构投资组合资产配置》(*Asset Allocation for Institutional Portfolios*)等两本著作。克里兹曼先生获圣约翰大学理学学士学位,并以杰出成绩获纽约大学MBA学位。

科拉姆·麦克库勒

科拉姆·麦克库勒(Colum McCoolle)是Morgan Stanley Dean Witter的一位国际可转换证券战略家,业务范围涵盖欧洲、亚洲和日本。在1996年加盟摩根·斯坦利(Morgan Stanley)之前,他曾在香港的W. I. Carr专门从事可转换证券和权益研究工作。麦克库勒获都柏林大学(University College Dublin)斯默菲特商学院研究生院(Smurfit Graduate School of Business)商学硕士学位,高尔威大学(University College Galway)商学学士学位。

威廉·摩尔

威廉·T·(特德)摩尔(William T. (Ted) Moore)是南卡罗来纳大学达拉·摩尔商学院(Darla Moore School of Business)的一位财务学教授,David and Esther Berlinberg的讲座主席。他目前主要从事混合证券估值和这类证券在公司资本构成中的战略性应用等研究工作。特德在《财务学》(*Journal of Finance*)、《财务经济》(*Journal of Financial Economics*)、《商业期刊》(*Journal of Business*)等主要学术期刊上发表了大量的学术研究成果。其代表性专著有《公司财务中的期权》(*Options in Corporate Finance*),主要供研究生层次学生的有关衍生工具课程使用。最近,特德被任命为《财务研究》(*Journal of Financial Research*)的执行编辑,并于2000年1

月开始上任。特德曾当过驻越南美国步兵。特德在1982年毕业于弗吉尼亚工业学院 (Virginia Polytechnic Institute)。

埃兹·内尔肯

埃兹是坐落于芝加哥市的超级计算机咨询公司的总裁。该公司专门从事特种期权、可转换债券和其他复杂衍生工具业务。埃兹曾获拉特斯格大学计算机科学博士学位，并曾是多伦多大学的一位教师。他曾主编过关于特种期权、内嵌式期权债券、资本市场变异性特种期权套期保值和交易定价、信用衍生工具的实施与管理等方面的著作。埃兹在全球范围内还讲授大量课程、举办研讨会，主要议题包括信用风险管理、信用衍生特种期权、金融工程、混合证券的变异性和相关性等内容。他还是威望颇高的芝加哥大学数学系的一位教师。埃兹的研讨会不是数学性的，而是将先进的分析方法与真实世界中的应用及直观例子结合起来。

约翰·波依格南德

约翰·波依格南德 (John Poignand)，居住在查塔姆 (Chatham)，文学硕士，目前是穆迪投资者服务公司 (Moody's Investor Services) 的一位营销/产品独立咨询人员，协助衍生产品组开发更好的分类共同基金的方法。约翰曾在交互数据公司 (Interactive Data Corporation) 任数据副总裁。在此职位上，他负责关于固定收益工具各种数据信息的收集处理工作。在交互数据公司 (IDC) 工作的23年间，约翰曾担任过很多职务，包括国际营销副总裁，业务开发和规划主任，金融与计量决策支持主任及各种各样的销售和 sales 管理职务。在离开IDC之前，约翰创立了广泛数据信息与使用者需要、信息资源的优势与劣势相结合来考虑问题的新视角。他的有关材料从下述网址可能查到：poignand@msn.com。

0.1 概述

本书讨论了所谓的“混合金融工具”。这些工具本质上就是带有权益成分的债券。这样证券的所有者具有一个债券头寸，所有者也可以将债券交换成权益头寸。在这种情况下，我们称债券为“可转换证券 (Convertible)”。而在某些情况下，债券持有者必须将债券交换成权益头寸。这样的债券称为“强制可转换证券 (Mandatory Convertible)”。混合证券有很多不同的类型，其中某些名称很具有创造性，如DECS、PERQS、反向可转换证券等等。

可转换债券就是这样的一个例子。可转换债券支付固定的票息，并且持有者可以将其转换成固定数量的股票。除了转换特征之外，可转换证券有时也可以由发行者要求回购、由投资者要求清偿，还可以包括其他有关特征。通过“优先股票”也可以形成类似的工具。有些发行物具有重设 (Reset) 条款，而有些发行物具有“限制担保 (Negative Pledge)” 条款。很多债券带有“除息”条款 (Screw Clause)，并且很多发行者可以强制投资者转换。如果罗列各种可能变化的话，真可能是无穷的。

混合金融工具对于投资者、发行者和金融机构等均具有某些潜在的好处。对于投资者，这些工具承诺可以在将来参与权益市场价格回升。对于发行者，这些工具也许是低成本融资源泉。对于金融机构，通过特殊的对冲基金这些工具可以用来创造巨大的利润。金融机构可以通过投资管理方式将其客户资金，也可以直接将自身资金投入这类投资基金中。因为这类工具一般分析起来很困难，因此可能会存在某些套利机会。利用这些套利机会通常需要具备杰出的分析才能和交易技巧。

一位投资基金经理曾经说过，有时他通过出售可转换债券来对基金套期保值

(Hedge)。因为交易双方可能有不同的目标，因此这类交易有时是双赢（Win/Win）的，对交易双方都有利。

显而易见，不同的交易方，可以根据他们不同的交易目标，在大量不同类型的混合工具中进行选择。这种工作是相当复杂的，有时甚至使人困惑。

在本书的编写过程中，我们聘请了本领域一些非常杰出的专家，请求他们能让我们来分享他们关于这个迷人领域的知识。

0.2 适当分析的重要性

由于混合金融工具极端的复杂性和种类繁杂性，在分析过程中使用适当的分析方法非常重要。在该市场中大部分发行物流动性并不好，很难建立起准确的市场价格，因此定量方法尤其重要。混合金融工具市场的分割性使得问题更加复杂。混合金融工具的使用者来自于几个方面。从卖方的角度看，混合证券模型的使用者包括：

1. 发行者——发行可转换债券的公司。
2. 公司服务机构——向发行者宣传如何将期权加入到发行者所发行的证券中。

从买方的角度看，这些分析体系的使用者包括：

1. 投资经理——他们主要是出于以下两个方面的考虑：
 - (1) 发现“吸引人”的证券；
 - (2) 在有限风险暴露下建立投资组合。
2. 对冲基金——他们意在寻求可转换债券和普通股票之间的套利机会。

发行者希望所发行的证券票息尽可能低，转换价格尽可能高，等等；而另一方面，债券还必须足够吸引人以利于出售。发行者可以参考在过去几个月中他们所做的类似发行。当然这不一定完全说明问题，因为股票价格可能会变化，变异性可能会改变，收益率曲线可能会发生移动。

投资经理出于如下几方面的原因购买混合证券：

- 与直接购买普通股票相比，风险规避型权益经理购买混合证券可以降低风险。
- 收益取向型权益经理利用混合证券与普通股股息率相比的高票息率来获得高收益。

- 可转换证券专家管理专门由混合证券组成的基金。
- 由于可转换债券与非转换债券相比具有更大的升值潜力，固定收益债券经理购买混合证券可能意在获得这样的权益“喷射器（Kickers）”。

由于混合证券和标的（Underlying）普通股票之间经常存在套利机会，所以对冲基金也经常投资于混合证券。由于市场的分割性和缺乏流动性，对冲基金认为可以通过混合工具获取巨大的利润。

良好分析工具的重要性早就为各方面使用者所认可。下图0-1是一张约在1973年使用的可转换证券计算器复制图。计算器使用起来就像一个圆形滑尺。当然，目前制作这些工具的艺术性以及科学性已经极大地改进了。

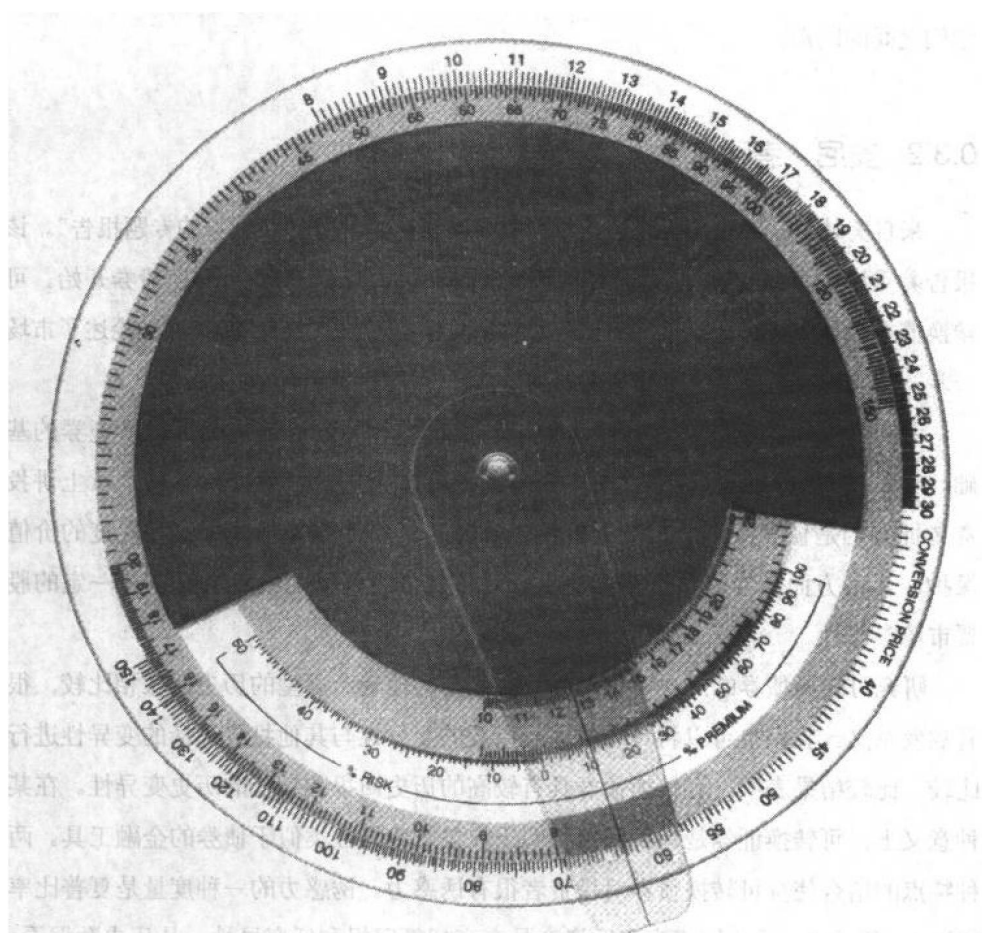


图0-1 1973年的可转换债券计算器

0.3 各章内容的说明

0.3.1 艾斯华·巴达里

混合金融工具一般性介绍部分的作者是来自摩根·斯坦利的艾斯华·巴达里。本部分描述了混合工具及其市场，并从直观上说明了不同的使用者如何去使用这些金融工具。他在本部分中详细讨论了投资者和发行者的角色，分析了购买和出售可转换债券所能带来的优势和劣势。巴达里这一章也包括一个简短的术语部分。本章专门有一部分讨论了强制可转换证券。巴达里简要分析了可转换证券的不同结构和它们之间的区别。

0.3.2 安尼·考科斯

来自美林公司的安尼·考科斯给我们带来了一个“可转换证券的专题报告”。该报告着重论述了混合证券市场的最新发展。本章从介绍最初的可转换债券开始。可转换债券最早出现在1881年，由铁路巨头J. J. Hill发行。之后，本章详细论述了市场一步一步的进展情况，以及如何发展到目前3500亿美元混合工具发行额。

考科斯所写的这一章首先从普通可转换证券开始。这是研究可转换证券的基础。可转换债券最简单的形式是一张普通债券加上一份股票期权。从本质上讲投资者拥有的是债券，因此在股票价格下降时可转换债券能够提供某种程度的价值保护。另一方面，当股票价格回稳上升时，转换特征又为投资者提供了一定的股票市场参与性。

研究可转换债券的历史回报，并将它们与其他资产类型的历史回报相比较，很有启发意义。我们也可以将可转换证券指数的变异性与其他投资选择的变异性进行比较。比较结果表明，可转换债券具有较高的历史回报和较低的历史变异性。在某种意义上，可转换证券是一种回报类似于权益、变异性类似于债券的金融工具。两种特点的结合使得可转换债券对投资者很有诱惑力。诱惑力的一种度量是夏普比率(Sharpe Ratio)。夏普比率高表示资产具有高超额回报和低变异性。从历史数据看，可转换债券具有相当好的夏普比率。本章也使用图形对可转换债券的回报与普通股

票的回报进行了比较。

本章还分析了可转换证券的各种其他特征，包括著名的“除息条款（Screw Clause）”。“除息条款”在很多可转换债券上都有，其含义是在投资者转换时，他们将被取消获得应计利息（Accrued Interest）或股息的权利。本章讨论了该条款，以及当公司在债券的第一个回购日决定回购时可能产生的混淆。

任何对可转换证券感兴趣的人所面临的一个重要问题是债券的估值。因为可转换证券的价值是很多基本因素和市场变量的函数，所以估值过程很复杂。本章讨论了影响可转换证券价值的某些市场变量，以及某些市场专业人士所使用的估值技术。

考科斯所撰写的这一章还详细介绍了在普通可转换证券基础上的各种变化形式，包括LYONs、TOPrS、MIPS、PERCS、DECS、PRIDES、灵活PRIDES、STRYPES和其他类型证券。本章也分析了估值方法、会计记账问题、税负问题等。本章还详细分析了Ingersoll-Rand所发行的PRIDE，并试图通过分析帮助读者理解本章中的理论概念。最后，本章介绍了在本领域常用的各种各样的首字母缩写词，并给出了一个词汇表。

0.3.3 威廉·T·摩尔

南卡罗来纳大学的威廉·T·摩尔撰写了本章，并详细论述了下述问题：

1. 可转换证券的公开发行业影响公司价值吗？
2. 认购权证和可转换证券的回购对发行者的股票价格有什么影响？
3. 回购条款如何影响可转换证券的价格？

尽管这些是有关可转换证券的问题，但几乎对每一个人包括普通权益投资者都很关键。本章也描述了这样一个引起人们好奇心的事实，即在1929年可转换证券几乎占到负债发行物总额的40%，然而到第二次世界大战期间又销声匿迹了。在一个完全无摩擦的市场中，公司并不会在意如何筹集资金。然而，市场并不是无摩擦的。各种融资方法究竟对融资公司有什么影响，本章讨论了针对此问题的各种不同理论。

公司在发行可转换债券时必须支付承销费和其他费用。然而，当公司发行可转换债券并且发行信息公布后，股票价格可能下降，那么发行的成本要远高于直接成本。

本章还分析了什么时候公司应回购可转换债券。分析过程包括比较回购对标的

股票应该有什么影响和实际发生了什么影响。因为当发行者公布回购意向时，投资者具有将债券转换成股票的权利，使得分析更加困难。发行者必须考虑投资者的转换权利。发行者有可能不是以现金回购债券，而是强制投资者进行转换。在实践中，通常在发出回购通知一段时间之后才能实施回购。间隔时间大致是30天。在此30天的时间内，标的股票价格可能会发生波动，因此会影响可转换债券持有者是接受回购还是转换成股票的决策。

本章讨论了评价回购条款对可转换债券价格影响的困难性。估值工作可能变得很棘手，有些方法借助于复杂的二叉树 (Binary Trees)，甚至四叉树 (Quadrinary Trees)。其他方法包括求解各种偏微分方程。在分析的基础上，本章得出了这样的结论：没有任何简单的模型能够准确估计内嵌递延回购权 (Embedded Deferred Calls) 的认购权证 (Warrant) 价值。无疑，建立模型的努力还将延续下去。

0.3.4 约翰·波依格南德

约翰·波依格南德所写的这一章介绍了可转换债券专业人士的一种困惑。尽管有可以应用的模型，但在分析中仍需要很多输入数据。本章讨论了与可转换债券有关的各种数据基础。

0.3.5 劳伦斯·卡瓦纳格

价值线的劳伦斯·卡瓦纳格介绍了他们所创立的某些可转换债券指数的业绩表现。历史数据表明可转换债券指数表现良好。《价值线可转换证券综述》对600种美国可转换证券和120种认购权证进行了排序。排序是通过实际与理论模型比较而做的。另外，价值线也对普通股票进行了排序。如果对标的股票进行了排序，那么使用高/低价分析法 (Rich/Cheap Analysis) 结合股票的排序结果也可对可转换证券进行排序。

卡瓦纳格这一章首先介绍了由价值线所发布的可转换债券指数，之后分析了高排序可转换证券的回报。可转换证券排序计划有多大的价值是很容易提到的问题。通过比较“特别推荐可转换证券”指数与“高风险组”、“高于平均风险组”和“低