

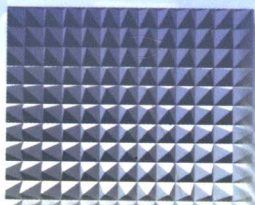


中山大学会计论丛

ZHONGSHAN UNIVERSITY
SERIES IN ACCOUNTING

可转换债券融资 及其财富效应研究

刘娥平/著



中国财政经济出版社

中山大学会计论丛

可转换债券融资 及其财富效应研究

刘娥平 著

中国财政经济出版社

图书在版编目(CIP)数据

可转换债券融资及其财富效应研究/刘娥平著. —北京: 中国财政经济出版社, 2005. 12

(中山大学会计论丛)

ISBN 7-5005-8936-0

I. 可… II. 刘… III. 债券—融资—研究 IV. F830.91

中国版本图书馆 CIP 数据核字(2006)第 010850 号

中国财政经济出版社出版

URL: <http://www.cfeph.com.cn>

E-mail: ckfz@cfeph.cn

(版权所有 翻印必究)

社址: 北京海淀区阜成路甲 28 号 邮政编码: 100036

发行处电话: 88190406 财经书店电话: 64033436

北京财经印刷厂印刷 各地新华书店经销

850 × 1168 毫米 32 开 7.125 印张 172 000 字

2005 年 12 月第 1 版 2005 年 12 月北京第 1 次印刷

定价: 18.00 元

ISBN 7-5005-8936-0/F · 7776

(图书出现印装问题, 本社负责调换)

责任编辑：文远怀

总 序

魏明海

在新千禧之年刚刚来临之际，我们组织撰写的《中山大学会计论丛》很快就要出版，并与广大的读者见面了。

《中山大学会计论丛》试图体现两个方面的特色：一方面是将我们的研究融入现代会计和会计理论发展的主旋律中；另一方面是在我们的学术探索中充分体现中山大学的人文精神和校园文化。

现代会计和会计理论发展的主旋律是什么？我们的研究是否要融入这一主旋律中去？这不仅仅是我们组织撰写《中山大学会计论丛》时考虑过的问题，也是我们内部在相互切磋、共同探索中经常思考的问题。现代会计的产生与商品市场、资本市场和经理市场的形成、发展相联系。最近一段时期以来，我们愈来愈感受到金融市场、公司组织机构、信息技术发展对会计的影响和推动。在会计学术界，理论的研究也愈来愈关注信息披露、资产估价、管理激励和会计政策选择等一系列问题。在我们的这套论丛中，既有讨论会计准则、会计政策选择、信息披露和注册会计师制度的，又有专门研究不确定性会计、会计文化和智力资本会计的。

同时我们还注意到现代会计理论研究方法的多样化。尽管实证、分析性的研究方法在主流学派中提到了广泛的运用，但规范的研究方法仍很有价值。在我们的这套论丛中，有的研究比较多

地采用规范的研究方法，而有的则尝试采用了实证的研究方法。

中山大学是一所非常有传统的高等学府。当年孙中山先生创办中山大学时，就确定了“博学、审问、慎思、明辨、笃行”的校训。孙中山先生“天下为公”的精神境界和冯乃超老校长的教育思想对于每一位中大人产生了巨大的影响。我们深深感受到“有容乃大”、立志做“大事”，特别是把学问作为一件大事的情景在中山大学随处可见。近年来，我们也依照“有容乃大”的思想，吸纳各方人才、吸收各种理论流派、同各方人士交流、与境内外各类机构合作，从中得到养分和支持，有了一些进步和发展。这套论丛就是我们在与外界交流合作过程中取得的主要成果，也是各方人士加入中山大学管理学院会计学系时或之后献给这个集体的一份厚礼。

由于我们这个集体还非常年轻，根基不深、积累不厚，还处于发展的初期，这套论丛肯定会有许许多多的不足和局限性。我们之所以这个时候就拿出来，一方面是要给大家，尤其是在这个集体工作的年轻学者与学术界交流的机会；另一方面是要得到社会各界，特别是会计学术界的批评指正，以帮助我们提高得更快一些、发展得更快一些！

前 言

自从 1843 年美国纽约 Erie Railway 公司发行世界上第一只可转换债券开始,经过不断的创新和改良,可转换债券已经在国外发达的资本市场得到了比较充分的应用和发展。许多著名的大公司,如摩托罗拉、迪斯尼、通用汽车、福特公司、克莱斯勒、美国航空、柯达、美国电报电话公司、美林、爱立信、飞利浦、东京银行、东芝公司等,都发行了大量的可转换债券。

中国自 1992 年 11 月深宝安发行了 5 亿元人民币 3 年期可转换成 A 股的可转换债券以来,也有十多年的历史。但较大规模的发展是在 2001 年 4 月 26 日中国证监会颁布《上市公司发行可转换公司债券实施办法》和 3 个配套的相关文件以后。截止到 2004 年 12 月 31 日,中国市场已有 37 家公司向国内投资者发行了 39 次可转换成 A 股的可转换债券,累计融资规模达 488.03 亿元人民币,其中吴江丝绸股份有限公司和万科企业股份有限公司已两次发行可转换债券。有 5 家境内公司在境外发行了可转换成 B 股、H 股、N 股的可转债,累计融资规模为 60833 万美元。但与我国股票市场近 10000 亿人民币的融资规模相比,可转换债券发行规模小且品种单一。

中国上市公司严重偏好股权融资是不争的事实,因为在股权

分置的情况下,掌握决策权的大股东其股票是不可以上市流通的,尽管增发和配股会导致股价的下跌,减少流通股股东的财富,但增发和配股价仍大大高于每股净资产,因此股权融资后就能大大提高公司的每股净资产,也就增加了非流通股股东的财富。从公司经营者角度考虑,股权融资没有偿还压力,也没有固定的费用负担,财务风险小。这种大股东和经营者都有利可图的股权融资方式在非流通股股东占绝对控股地位,而股权分置问题又没有解决的情况下一定是最佳选择。这样一来,公司的负债比率趋于下降,财务杠杆无法发挥作用,资本结构更加畸形。虽然负债融资有很多优势,但大股东和经营者从自身利益考虑,不会自愿采用,特别是经营风险较大的公司更不愿意主动采用负债融资。由于可转换债券具有低利息率和可转换的特点,因此可大大降低公司的财务负担和偿债压力,经营者愿意接受。而且可转换债券的转股价格高于发行时的股票价格,因此比直接增发和配股会带来更小的股权稀释,股东也乐意采用。因此,本人认为在中国目前条件下,采用可转换债券融资是一种解决严重偏好股权融资,改善公司资本结构的最佳过渡。

对于可转换债券这种融资方式,我从1997年就开始关注。我总在想,这种在国外那么流行和有诱惑力的融资工具,为什么在中国却没能得到很好发展?我认为国内对这种融资方式了解得太少,尤其是它的融资优势和投资价值没有被公司和广大投资者所认识,我想在这方面做点研究。由于国内外对可转换债券定价问题的研究较多,因此我想专门研究融资问题,选择国内还没有人

研究的可转换债券融资动机、融资优势、公司特征、财富效应等与融资密切有关的问题作为我的主要研究内容。

由于可转换债券融资的理论与实证研究在国内研究成果不多，加上作者只是选择了其中的一些问题进行研究，内容并不全面，但本人希望通过本书出版，起抛砖引玉，引起更多人关注这方面的研究，从而丰富可转换债券融资的理论与实践。本书是作者的一个尝试，对存在的问题，欢迎读者批评指正。

本书构思和写作过程中得到陈建梁教授的悉心指导，在此表示衷心感谢。

刘娥平

2005 年 11 月

目 录

第一章 引言	(1)
第一节 选题背景	(1)
第二节 研究目的	(6)
第三节 研究方法与创新之处.....	(8)
第四节 研究框架和主要内容.....	(10)
第二章 可转换债券的基本概念与价值特征	(13)
第一节 可转换债券的定义与特征.....	(13)
第二节 可转换债券的基本要素.....	(15)
第三节 可转换债券的价值构成.....	(23)
第四节 可转换债券的最小价值原理与行权过程.....	(28)
第三章 可转换债券融资动机研究	(33)
第一节 可转换债券融资的直接原因.....	(33)
第二节 公司融资中的委托代理关系.....	(39)
第三节 公司融资中的逆向选择.....	(48)
第四节 公司融资中的不确定风险.....	(52)
第四章 可转换债券融资优势研究	(57)
第一节 连续融资情况下的可转换债券融资优势.....	(57)
第二节 过度投资或投资不足情况下的 可转换债券融资优势.....	(62)
第三节 管理防御下的可转换债券融资优势.....	(70)
第五章 可转换债券发行公司财务特征研究	(81)

第一节	相关理论与文献回顾.....	(81)
第二节	研究假设和代理变量.....	(93)
第三节	数据和方法	(106)
第四节	实证结果与讨论	(114)
第六章	可转换债券融资的财富效应研究.....	(131)
第一节	相关理论回顾	(132)
第二节	以前的实证结果回顾.....	(135)
第三节	数据和方法	(142)
第四节	实证结果与讨论	(148)
第七章	结论与建议.....	(177)
第一节	主要研究结论	(177)
第二节	政策性建议	(183)
第三节	研究局限及需要进一步研究的问题.....	(194)
参考文献		(196)
附 录		(210)

第一章 引言

第一节 选题背景

可转换债券（简称可转债）是一种兼具债券与股票双重特性的复合型金融工具，在国际资本市场上已有一百六十多年的历史。尤其是近 20 年来，全球可转债市场得到了飞速的发展。根据摩根斯坦利公司的研究报告，2001 年美国共发行了 1045 亿美元的可转换证券（其中可转换债券占 50% 以上），欧洲各国发行的可转换证券（其中 95% 以上为可转换债券）规模为 476.37 亿欧元^①。可转债在市场经济发达的国家和地区，早已成为资本市场的重要组成部分。

Lummer and Riepe(1993)研究了 1973 年到 1992 年期间美国市场上可转债的投资收益情况，发现在这 20 年间可转债的复合年收益率达到 11.75%，而同期标准普尔 500 指数的复合年收益率为 11.33%^②，所以越来越多的基金经理将可转债作为投资组合的重要组成部分。

可转债如今已相当成熟、相当普遍，为国外新兴行业的成长注入了不可缺少的动力，已成为资本市场上重要的融资工具之一，

^① 引自郭昕炜，2002，如何发展可转债市场，《资本市场》7，58-63。

^② 同(1)。

在美、日、法等发达国家债券市场上占有相当大的比重，得到许多国家的高度重视，成为他们直接融资工具中的重要选择和金融市场中不可或缺的重要组成部分，为这些国家和地区金融市场的繁荣和企业竞争力的提升起到了积极的推动作用。可转债的发行量和在资本市场中的比重增长速度都很快，在国际市场中发挥的作用越来越大，在国外已被证明是成功和可靠的融资与投资工具。

较之国际资本市场上可转债一百六十多年的发展历史而言，中国引进可转债只是近十来年的事情。90年代以来，随着我国证券市场的发展，可转债开始在我国得到试验，这一全新金融品种的引进对拓宽企业的融资渠道，活跃证券市场起到了积极的作用。当时，国内还没有正式的有关可转债融资的相关文件。一些企业、包括部分上市公司，出于融资的需要，就已经开始尝试可转债的发行，并且到国际资本市场上筹集了一部分资金。可转债在我国的发展历程是一个从摸索尝试，不甚规范到逐渐成熟，与国际惯例接轨的过程，其间证券主管机关，发行公司及券商为可转债发行作了大量探索性的研究工作，证券主管机关逐步出台了相应的法规，为可转债的发行与投资提供了法律保障。

1992年11月深圳市宝安企业(集团)股份有限公司发行了5亿元人民币3年期A股可转债，但由于其发行条件设计上存在技术缺陷，以及发行后A股市场向下调整，公司业绩滑坡等因素，最终宣告转股失败。在深宝安可转债发行之后，由瑞士银行作为主承销商的两家中国B股公司中国纺织机械股份有限公司及中国南玻集团股份有限公司分别于1993年11月30日和1995年7月7日在瑞士资本市场发行了可转换为B股的可转债，发行规模分别为3500万瑞士法郎和4500万美元。这两家公司的发行是中国企业首次以可转债的形式在国际资本市场上以符合国际惯例的方式筹资，发行市场均是瑞士资本市场，发行方式均是私募。但由

于两家公司在发行时机把握,发行条件设计以及公司盈利稳定性不同,造成了不同的结果。其中中纺机可转债未能转股,导致国际投资人将全部债券回售给公司,而南玻则获得成功转股。

在中纺机、南玻 B 股可转债成功发行之后,经中国证监会批准,镇海炼油股份有限公司于 1996 年 12 月 12 日发行了 2 亿美元可转换为 H 股的可转债,发行地点为欧洲和香港,上市地点为伦敦和香港。庆铃汽车股份有限公司于 1997 年 1 月 22 日发行了 1.1 亿美元可转换为 H 股的可转债,发行地主要在欧洲和香港,上市地点为卢森堡和香港。华能国际股份有限公司于 1997 年 5 月 14 日在美国和欧洲发行了 2.3 亿美元可转换为 N 股的可转债。从上述三家 H 股、N 股公司发行可转债情况来看,已经是标准的国际发行,而且国际投资者反应热烈,发行均获得成功。

自从 1997 年《可转换公司债券管理暂行办法》出台以后,中国国内市场先后又有三家非上市的国有重点企业发行了可转债。1998 年 8 月 3 日南宁化工股份有限公司在上海证券交易所发行 1.5 亿可转换为 A 股的可转债,同年 8 月 28 日吴江丝绸股份有限公司在深圳证券交易所发行 2 亿可转换为 A 股的可转债。1999 年 7 月 28 日茂名石化炼油化工股份有限公司发行 15 亿可转换为 A 股的可转债。

进入 2000 年,上海虹桥国际机场股份有限公司和鞍钢新轧股份有限公司分别在 2 月和 3 月发行了可转债,金额为 13.5 亿和 15 亿。由于这两家是真正的上市公司,因此被认为是完全意义上的可转债。2001 年 4 月 26 日中国证监会颁布了《上市公司发行可转换公司债券实施办法》和 3 个配套的相关文件。这一《办法》具有里程碑的意义,标志着中国可转债市场的发展步入了一个新的阶段。《办法》出台以后,立刻受到了众多上市公司的欢迎,仅过一天,威孚高科(000581)就发布公告称将发行可转债。此后,

陆续又有 90 多家上市公司刊登拟发行可转债的公告。

在现代资本市场的各种工具中,可转债是具有鲜明特征的一种金融创新,它利用功能组合法将债券与股票挂钩,既增加了投资者的选择权,保证了投资效益,同时又降低了筹资成本,因而它受到了筹资者和投资者双方的青睐。企业之所以愿意发行这类复杂的融资工具,关键原因在于这种新型金融工具为投资者提供了低风险的投资对象,使企业扩大了资金来源,降低了融资成本并为发行企业自身管理风险以及从税收与监管的不对称中受益提供了便利。另外,由于可转债的转换价格高于发行时标的股票的市场价格,更高于公司增发新股的价格。这样公司为筹集等量资金发行的可转债所形成的普通股股数少于发行新股的数量,因而相对于股权融资,可转债对公司每股收益的稀释作用更小。由于可转债具有债权加期权的双重特性,对投资者而言,可转债的债权特性设定了收益的下限,期权特性又为获得高收益提供了可能。这种兼有提供固定回报和浮动高回报的特点,使投资者可以根据自己的偏好和市场行情适时进行选择,满足自己的投资战略利益和需要。对筹资者来说,选择以可转债的形式筹资实际上是集合了债券和股票两种工具各自的一些优点,即债券工具的低付息和股票工具的高吸引力。通过这一特点,可转债市场的供需双方都找到了共同的结合点。

由于可转债市场在我国还刚起步,可转债融资这一金融衍生产品在我国还没有被发行公司和广大投资者所认可。一方面发行公司只是将可转债作为一种融资工具,并没有认识到可转债对改善公司资本结构,降低资本成本和代理成本,优化治理结构等方面所起的作用,因而在可转债条款的设计上过于雷同,没有与公司的投资策略相联系,也没有反映发行人的风险收益和财务特征。而一些公司在增发、配股无望的情况下,就试着申请发行可转债,

不管采取什么融资方式,只要能把钱“圈”到手就行。至于公司是否适合用可转债融资,如何设计可转债来解决各利益主体的冲突,以适应发行公司的战略发展和提高公司的价值,这些问题往往考虑较少。其结果是这种在国外已被证明是成功和可靠的融资与投资工具,在我国却未能发挥出它应有的功能。从成熟资本市场的发展情况来看,可转债市场具有十分广阔的发展空间。考虑到优化资本结构及治理结构对中国资本市场的重要性,在我国的确有必要认真研究这种融资方式应发挥的功能。

目前,国内对股票融资的研究较多,对债券融资的研究也有涉及,但很少有人从融资角度对可转债这种融资方式进行专门研究。尽管也有一些文章谈到可转债融资的利弊,可转债融资的设计,可转债融资的分析等,但基本上是停留在对可转债特点、条款、价值等比较表面问题的讨论^①。国内对可转债的研究较多集中在可转债的投资价值和定价方法上,对可转债融资动机、发行公司特征以及对股东财富的影响等方面的深层研究尚未发现。中国可转债融资的实证研究几乎是一片空白,目前尚未有人专门对可转债这种融资方式进行规范的实证研究。华泰证券综合研究所的郭昕炜(2001)曾对我国2001年8月31日前公告过可转债融资议案的39家上市公司在公告当天的股价跌幅相比大盘跌幅的超跌进行过计算。但计算中没有剔除受中报和资产重组等重大事项公告影响的样本,也没有做统计检验和影响因素回归分析,因此结论没有很强的说服力。王慧煜、夏新平(2004)只是对我国2003年12月前已发行可转债的20个样本在宣告日的股价效应进行实证研究,样本量太小,而且选择上市公司发行宣告日作为事件日

^① 参见如程兴华,汪良忠(1998),高远红(2003),姜洪丽,周华君(2002),秦默,欧阳玉秀(2003),孙湘,闫岩(2001),孙晓鲁(2001),王霖(2002),曾健,唐明哲(2001),张宗新,姚力(2001),周小凡,李丽(2002)。

也是不恰当的,因为在宣告日有关发行信息已充分消化。另外,对超常收益率的衡量用的是简单的市场调整模型,而国外常用的是市场模型。田柯、劳兰珺(2004)对超常收益率的衡量虽然用的是市场模型,但估计期只有100天,期间太短,而且也是以已发行的可转债作为研究对象,样本量只有20个,在得出异常收益率后没有做影响因素的回归分析。从国外相关的研究来看,财富效应的解释都与该国的公司治理结构、股权结构和公司目标等背景因素有关。因此如何用规范的实证方法并结合中国上市公司的治理环境来研究可转债融资的财富效应,在我国值得进一步研究。由于我国发行可转债的公司集中在2002-2003年,时间较短,因此可转债融资的长期绩效,目前国内尚未有人研究。自2000年我国上市公司发行可转债至2004年12月31日止,正式发行样本量已达35家,公告拟发行可转债的上市公司已有90家。因此,本人相信随着国内发行可转债公司样本量的增加,运用实证方法对可转债发行公司财务特征、公告的财富效应及其影响因素进行研究,一定能够得出一些有价值的研究结论。

第二节 研究目的

本人希望选择这一在国内还不被很多人熟悉的可转债作为研究对象,重点研究公司为什么要发行可转债,可转债与普通债券以及普通股票相比究竟有那些优势,什么情况下发行可转债是最优的,具备什么财务特征的公司应该选择可转债融资,可转债融资对股东财富会产生什么影响。希望通过对以上问题的研究来为公司融资提供一些理论支持和实证证据。