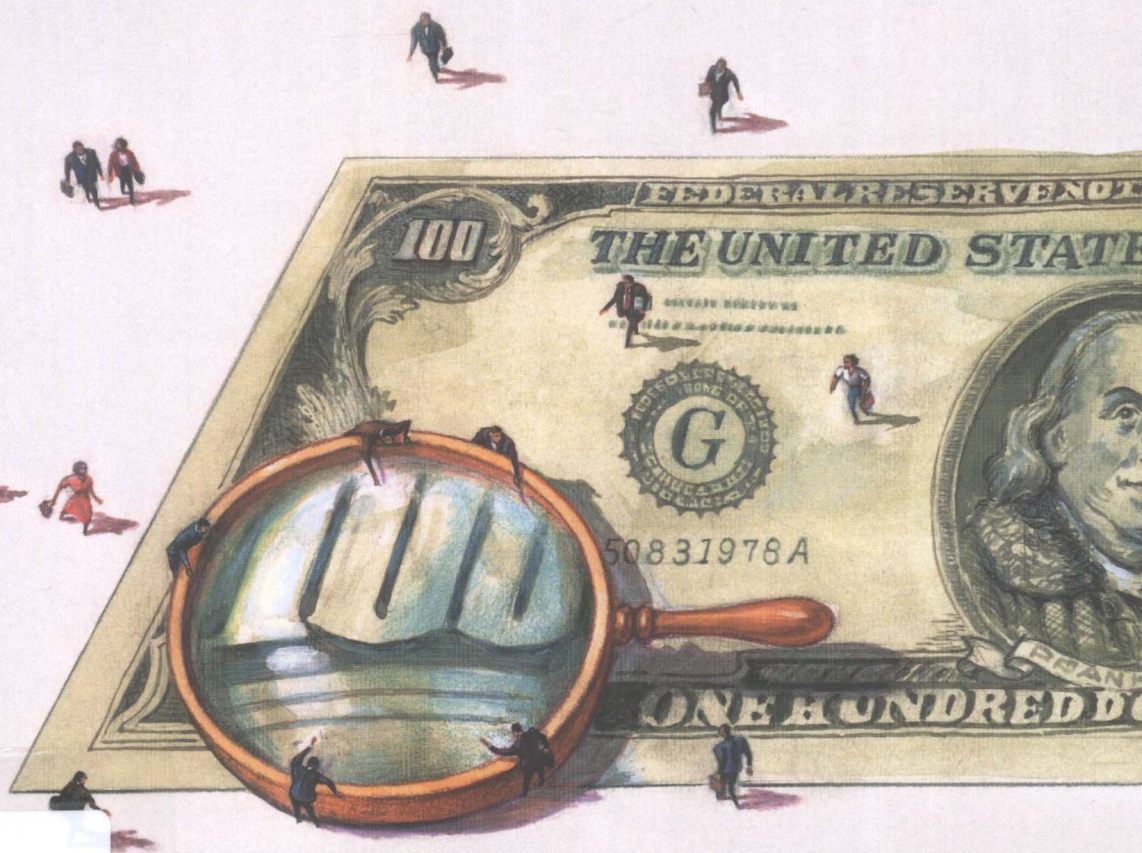


可转换公司债券 发行动机与绩效

袁显平 著



本书由陕西省软科学基金项目（No. 2009KRM090）、西安科技大学博士（后）启动基金（No. A503087）及西安科技大学管理科学与工程博士点建设基金资助

可转换公司债券 ——发行动机与绩效

袁显平 著

 **知识产权出版社**
全国百佳图书出版单位

内容提要

本书介绍了可转换公司债券（以下简称可转债）相关概念，描述了可转债发展历程与现状，辨析了可转债的属性，且借助实证方法与选择模型进一步检验了其发行动机；同时，实证分析了可转债发行的股价绩效与长期经营绩效。

研究结果表明：可转债发行存在多重动机，且有利于标的公司维持甚至提高自身的绩效。

本书特点：数据多、方法得当，有理有据。

责任编辑：荆成恭

图书在版编目（CIP）数据

可转换公司债券：发行动机与绩效/袁显平著. —北京：
知识产权出版社，2012.7

ISBN 978 - 7 - 5130 - 1423 - 6

I. ①可… II. ①袁… III. ①公司债券—研究—中国 IV. ①F812.5

中国版本图书馆 CIP 数据核字（2012）第 165943 号

可转换公司债券——发行动机与绩效

Kezhuanhuan Gongsi Zhaiquan——Faxing Dongji Yu Jixiao

袁显平 著

出版发行：知识产权出版社

社 址：北京市海淀区马甸南村 1 号

网 址：<http://www.ipph.cn>

发行电话：010-82000860 转 8101/8102

责编电话：010-82000860 转 8341

印 刷：知识产权出版社电子印制中心

开 本：787mm × 1092mm 1/16

版 次：2012 年 8 月第 1 版

字 数：241 千字

ISBN 978 - 7 - 5130 - 1423 - 6/F · 333 (4293)

邮 编：100088

邮 箱：bjb@cnipr.com

传 真：010-82005070/82000893

责编邮箱：jingchenggong@cnipr.com

经 销：新华书店及相关销售网点

印 张：15.25

印 次：2012 年 8 月第 1 次印刷

定 价：46.00 元

出版版权专有 侵权必究

如有印装质量问题，本社负责调换。

序

现代金融是现代经济的核心，在经济全球化和经济金融化的今天，资本市场已经成为世界大国金融博弈的核心平台。当前中国已正式成为全球第二大经济体，但由经济大国迈向经济强国，还有很长的路要走。其中，资本市场进一步壮大和健康发展就是中国由经济大国升级为经济强国的必经步骤和重要保障之一。

众所周知，与西方发达国家证券市场相比，中国证券市场发展是非平衡的，即股票市场相对较大，债券市场相对较小；债券市场中，国债多、公司债（企业债）少。这种不平衡在一定程度上会阻碍中国证券市场乃至资本市场的健康发展。可转换公司债券，是介于债券与股票之间、兼有债性和股票期权性的混合金融工具。中国可转换公司债券市场起步于 20 世纪 90 年代初期，之后由于深宝安可转换公司债券转股失败等原因，可转换公司债券市场发展陷于停滞状态。2001 年，在配股与增发这两种再融资方式受到市场冷落的背景下，中国证监会不失时机地发布了《上市公司发行可转换公司债券实施办法》及三个相关配套文件，从而推动了可转换公司债券市场的迅速发展。虽然在市场对配股和增发失去兴趣的情况下给可转换公司债券发行开闸，有解融资市场燃眉之急之嫌，但是，中国证监会很显然并不希望可转换公司债券成为配股与增发的替代品，简单充当上市公司“圈钱”的工具。证监会出台相关政策，推动可转换公司债券市场的发展，是最终实现股票市场与债券市场均衡发展的有益步骤（2002 年 7 月证监会出台相关规定进一步提高了增发门槛，2006 年 5 月可转换公司债券家族添了新丁——可分离交易可转债，2007 年 6 月发布《公司债券发行试点办法（征求意见稿）》，以及 2007 年 10 月长电公司债的顺利发行和上市标志着公司债正式走进我国资本市场等证据，在一定程度上可以证明该推测）。综上，作为兼有债性和股票期权性的混合投融资工具，可转换

公司债券成为证券市场乃至资本市场中又一重要的证券品种，其健康发展必将推动中国资本市场的快速成长。因此，全面深入探讨可转换公司债券相关的基本理论问题，显然具有重要的理论与现实意义。

本书是在作者的博士学位论文基础上，经进一步整理、充实、完善、提高而完成的一部专著。综观整部著作，本书呈现出以下几个方面显著特点：

第一，本书内容具有很强的现实意义。由于可转换公司债券具有进可攻、退可守的风险收益特征，在当前直接投融资市场上，已越来越受到投资基金、QF II、保险基金、企业年金等机构投资大户的追捧。然而，可转换公司债券不同于一般的公司债券，由于兼有债性与股票期权特性，其投融资技术与理论要求非常高。而本书立足于可转换公司债券的发行动机与绩效，多视角、多维度地探讨并解释了标的公司为什么发行可转换公司债券，揭示市场中可转换公司债券的属性、发行的决定因素、相关事件的股价效应、长期股价与经营绩效等，很显然有利于潜在的投资、融资者更深入、更全面地认识可转换公司债券，从而给力于投资、融资者的相关决策。

第二，本书结构严谨，逻辑性强；数据充实，论证有力。本书首先介绍可转换公司债券相关基础知识，并在全面梳理国内外研究现状，再现国内外可转换公司债券市场发展历程和现状的基础上，辨析了我国上市公司所发行的可转换公司债券是“延迟”权益融资工具，还是“糖衣”债券；其次从标的公司特征、发行特征、市场特征、相关事件股价效应等视角，全面揭示了我国上市公司发行可转换公司债券的动机。最后，基于我国市场上已有的数据，借助实证研究方法，研究并揭示了我国可转换公司债券发行的股票价格绩效与经营绩效。换言之，本书围绕发行动机与绩效两大主题，循序渐进，深入浅出，结构严谨，逻辑性较强。同时，在数据挖掘上，本书基本上穷尽了研究期间样本公司的相关数据，并应用了描述统计、事件分析、回归分析等科学的研究方法，进行了强有力的论证，彰显了实证研究的魅力。

第三，本书观点具有创新性。①从上市公司融资背景、可转换公司债券发行条款、发行后标的公司的相应动作，以及可转换公司债券最终归属等视角，应用描述统计方法，探讨了我国市场中可转换公司债券的属性（即“延迟”权益融资还是“糖衣”债券性质）问题。研究发现，我国市场中的可转换公

司债券是一种典型的“延迟”权益融资工具。②借鉴标准证券选择模型，揭示了标的公司发行可转换公司债券的可能动机，同时检验了基于信息不对称理论的后门权益融资假说。③应用短期和长期事件研究法，实证分析了可转换公司债券发行相关事件股价效应与长期股价绩效。研究发现，并非董事会拟发行可转换公司债券公告后市场就已经消化了公告的内容。同时研究结果显示，可转换公司债券发行前后，标的公司的长期股票价格绩效在绝大多数区间上显著优于对照组，也显著优于等权加权和总市值加权的综合市场收益率。④选择行业、规模与盈利能力等共同作用的对照组，并应用循环比较法与定基比较法，实证分析了可转换公司债券发行的经营绩效动机。研究结果表明：可转换公司债券发行后标的公司的经营绩效基本上维持原状，甚至略优于发行前一年度。同时研究发现，与配股、增发这两种直接权益融资方式相比，兼有债权与股票期权的可转换公司债券有利于标的公司经营绩效的维持甚至提高。

综上所述，本书是笔者在大量检索国内外相关文献基础上，结合我国现实，精心研究完成的，资料翔实，见解精辟，研究结论有说服力，具有一定的研究深度。同时本书兼有研究体系逻辑关系清晰、论述层次分明、理论表述严谨、论据充分可靠、说理透彻、语言流畅，以及创新点明显等诸多特点。这得益于笔者多年来一直从事该领域的教学和研究工作。作为袁显平博士的导师，在指导过程中，教学相长，也得到不少的启示，看到他的研究成果得以出版，深感欣慰。以此作序，并中肯地希望业内专家多提宝贵意见和建议，以进一步繁荣和深化相关领域的学术研究。

柯大纲

西安交通大学管理学院

2012年5月10日

前 言^①

首只可转换公司债券诞生于 1843 年，由美国 NEW YORK ERICE 公司发行，但此后的 100 多年里，其市场表现一直低迷。20 世纪 70 年代，可转换公司债券开始受到重视，并在此后的 30 多年里得到了快速的发展，特别是 20 世纪 90 年代以后，其发展速度尤其惊人。当前，国际可转换公司债券市场上，美国、日本，以及西欧占据着重要地位。其中，美国是当前全球可转换公司债券市值最大的国家，2011 年年底市场规模约为 2614 亿美元；西欧其次，2011 年年底市场规模约 1604 亿美元；日本对应仅约为 416 亿美元，排名第三位。中国可转换公司债券市场的发展起步于 20 世纪 90 年代初期。当时国内还没出现有关可转换公司债券的正式文件，一些企业就开始尝试用可转换公司债券来进行融资，如琼能源、成都工益、深宝安等。之后，由于深宝安可转换公司债券转股的失败，加之有关可转换公司债券的正式文件迟迟未出，中国可转换公司债券市场陷于停滞。2001 年中国证监会发布的《上市公司发行可转换公司债券实施办法》及三个配套文件，这对我国可转换公司债券市场而言，具有里程碑的意义，标志着我国可转换公司债券市场的发展步入了一个新的阶段，此后，我国可转换公司债券市场也得到了快速的发展。截至 2011 年年底，我国可转换公司债券市值约为 1165.52 亿元。可见，无论在国际上，还是在国内，可转换公司债券都已经成长为上市公司不可或缺的一种重要的融资工具。

与可转换公司债券 100 多年的实践相比，可转换公司债券相关理论的发展则相对滞后。国际理论界对可转换公司债券相关问题的研究始于 20 世纪 50 年代，至今，所涉足的研究领域包括：可转换公司债券发行动机的问卷调查研究、发行企业的特征、回购、公告效应、定价以及长期绩效等方面。尽管有关

① 本书得到了陕西省软科学基金项目（No. 2009KRM090）、西安科技大学博士（后）启动基金（No. A503087）及西安科技大学管理科学与工程博士点建设基金资助。

可转换公司债券方面的研究已为数不少，然而，国际学界仍然没能在可转换公司债券发行动机这一基本性的理论问题上达成共识。例如，资产替代假说、评估风险假说和阶段性融资假说都认为，可转换公司债券用于替代普通公司债券，以减少与普通公司债券融资行为相联系的较高的融资成本。不同的是，三种假设依次认为，可转换公司债券发行可以减少资产替代成本、逆向选择成本和与未来投资期权价值不确定相联系的过度投资成本。而后门权益融资假说则认为，可转换公司债券是一种“延迟”的权益融资工具，其发行目的是为了减少与权益发行相联系的融资成本，即逆向选择成本。

我国学术界对可转换公司债券的关注开始于 20 世纪 90 年代初，最初的研究主要侧重于对可转换公司债券基本概念、特点及国外可转换公司债券市场的情况的介绍。随着我国可转换公司债券市场的迅速发展，国内学界也适时拓宽了研究范围，得到了一些有价值的研究成果，包括综合性的研究成果和专题性的研究成果。其中专题性的研究涉足可转换公司债券的设计、定价、公告效应、市场的有效性、标的公司的特征等方面。很显然，这些研究拓宽了可转换公司债券研究的视野，对于人们理解和使用可转换公司债券这种投融资工具起到了很大的作用。然而，在可转换公司债券发行动机，即“上市公司为什么要发行可转换公司债券”这一基本性的理论问题上，与国外一样，国内学界也没能达成一致的认识。同时，对可转换公司债券发行绩效方面，国内学术界鲜有研究。

综上所述，系统深入地研究和探讨上市公司发行可转换公司债券的真正动机，揭示其发行绩效，有着重要的理论和现实意义。本书首先介绍可转换公司债券相关基础知识，并在全面梳理国内外研究现状，再现国内外可转换公司债券市场发展历程和现状的基础上，辨析我国上市公司所发行的可转换公司债券是“延迟”权益融资工具，还是“糖衣”债券。其次从标的公司特征、发行特征、市场特征、可转换公司债券相关事件股价效应等视角，全面揭示我国上市公司发行可转换公司债券的动机。最后，基于我国可转换公司债券市场上已有的数据，借助实证研究方法，研究并揭示了我国可转换公司债券发行的股票价格绩效与经营绩效。本书结构安排及主要内容如下：

第一章是概论，这一部分介绍可转换公司债券的基本概念与发行条款，同

时说明本书写作方法与结构安排。

第二章是国内外研究现状，系统全面地介绍和分析国内外用于解释企业为什么发行可转换公司债券，以及可转换公司债券发行绩效的理论观点和经验证据。

第三章是国内外可转换公司债券市场的发展与现状，全面梳理和描述美国、日本、西欧等国家和地区的可转换公司债券发展历程和现状，同时回顾我国可转换公司债券市场发展的历程和现状。

第四章从上市公司融资背景、可转换公司债券发行条款、可转换公司债券发行后标的公司的相应动作，以及可转换公司债券最终归属等视角，借助描述统计方法，考察我国市场中可转换公司债券的属性（即债性和股性），以揭示我国上市公司发行的可转换公司债券是“糖衣”债券，还是“延迟”的权益融资工具。

第五章借助标准证券选择模型，试图揭示决定上市公司选择可转换公司债券这种融资工具的因素，同时检验基于信息不对称理论的后门权益融资假说。具体而言，这一部分试图从公司特征、发行特征与市场特征等视角，揭示标的公司发行可转换公司债券的真正动机。

第六章应用短期与长期事件研究法，研究可转换公司债券发行相关事件的股价效应和可转换公司债券发行的长期股价绩效。换言之，即借助事件研究法，研究可转换公司债券发行后，标的公司股票市场的短期和长期表现。

第七章研究可转换公司债券发行的长期经营绩效，即基于标的公司的财务数据，实证分析可转换公司债券发行后标的公司的财务绩效。

最后是研究结论与展望。

目 录

第一章 概论	(1)
第一节 可转换公司债券的概念、性质及类型	(1)
一、可转换公司债券的起源及相关概念	(1)
二、可转换公司债券的性质	(2)
三、可转换公司债券的类型	(3)
第二节 可转换公司债券的发行条款	(4)
一、票面利率	(4)
二、面值	(5)
三、发行规模	(5)
四、期限	(5)
五、转股价格	(6)
六、转股价格调整条款	(7)
七、赎回条款	(8)
八、回售条款	(9)
九、其他要素	(10)
十、可转换公司债券发行条款举例	(12)
第三节 写作方法与思路、内容及结构安排	(20)
一、写作方法与思路	(20)
二、内容及结构安排	(22)
第二章 国内外相关研究综述	(24)
第一节 国外相关研究综述	(25)
一、理论研究综述	(25)
二、经验研究综述	(30)

第二节 国内相关研究综述	(35)
一、理论研究综述	(35)
二、经验研究综述	(36)
第三节 研究问题的提出	(40)
第四节 本章小结	(41)
第三章 可转换公司债券市场的发展与现状	(43)
第一节 国外可转换公司债券市场的发展与现状	(43)
一、美国市场	(44)
二、日本市场	(45)
三、欧洲市场	(46)
第二节 中国可转换公司债券市场的发展与现状	(48)
一、探索期(1997年以前)	(48)
二、试点期(1998~2000年)	(49)
三、发展期(2001年至今)	(49)
第三节 本章小结	(54)
第四章 可转换公司债券的属性分析	(55)
第一节 上市公司融资背景分析	(56)
一、上市公司融资方式选择	(56)
二、上市公司融资结构特征再探讨	(60)
第二节 可转换公司债券发行条款上的证据	(75)
一、发行规模	(75)
二、期限	(77)
三、票面利率	(78)
四、转股价格	(78)
五、转股价格调整条款	(79)
六、赎回条款	(84)
七、回售条款	(84)
第三节 发行后标的公司的行为证据	(85)
一、转股价特别向下修正	(86)

二、强制可转换公司债券转股	(95)
第四节 可转换公司债券最终归属方面的证据	(99)
一、回售	(101)
二、到期还本	(102)
三、赎回	(102)
四、成功转股	(103)
第五节 本章小结	(104)
第五章 可转换公司债券发行动机的实证检验	(106)
第一节 样本数据	(108)
第二节 研究方法	(109)
一、单变量分析	(109)
二、多变量分析——标准证券选择模型	(110)
第三节 研究假设与变量选择	(112)
一、变量选择依据与研究假设	(112)
二、变量分类、选择与衡量	(116)
第四节 实证结果与分析	(120)
一、单变量测试结果及分析	(120)
二、多变量回归结果及分析	(126)
第五节 投资者对可转换公司债券、配股与增发的态度	(138)
一、可转换公司债券投资方的成长与壮大	(138)
二、投资者对可转换公司债券、配股与增发的不同态度	(145)
第六节 本章小结	(147)
第六章 可转换公司债券发行的股票价格绩效	(150)
第一节 可转换公司债券融资相关事件的股价公告效应	(152)
一、样本数据与研究方法	(152)
二、实证结果与分析	(156)
三、研究结论	(163)
第二节 可转换公司债券融资的长期股价绩效	(164)
一、样本选择、研究方法与绩效比较基准	(164)

二、实证结果与分析	(166)
三、研究结论	(172)
第三节 本章小结	(172)
第七章 可转换公司债券发行的长期经营绩效	(174)
第一节 相关文献回顾	(174)
第二节 经营绩效的衡量	(176)
第三节 可转换公司债券融资的长期经营绩效	(177)
一、样本、变量选择和研究方法	(177)
二、实证结果与分析	(179)
第四节 可转换公司债券、配股与增发融资方式长期 经营绩效的比较	(191)
一、样本数据与研究方法	(192)
二、经营绩效评价指标的选择	(193)
三、实证结果与分析	(194)
四、研究结论	(208)
第五节 本章小结	(209)
第八章 研究结论与展望	(211)
一、研究结论	(211)
二、展望	(216)
参考文献	(218)
后记	(229)

第一章 概 论



可转换公司债券的概念、性质及类型

一、可转换公司债券的起源及相关概念

在国际上可转换公司债券（Convertible Bond）已有 100 多年的发展历史，首只可转换公司债券由美国 NEW YORK ERICE 公司于 1843 年发行，但此后的 100 多年里，其市场表现一直低迷。20 世纪 70 年代，可转换公司债券市场开始受到重视，并在此后的 30 多年里得到快速发展 [上海证券交易所 (2004)^[1]]^①。

可转换公司债券是可转换证券的一种。可转换证券，从广义上讲，是指其持有者可以在一定时期内按一定比例或价格将其转换成一定数量另外一种证券的证券，如期权（Options）、认股权证（Warrants）等都可称为可转换证券，但从狭义上讲，可转换证券主要包括可转换优先股和可转换公司债券。可转换优先股是指发行后，在一定条件下允许持有者将它转换成其他种类股票的优先股票。在大多数情况下，股份公司的转换股票是由优先股票转换成普通股票，

① 可转换公司债券概念、性质及类型，主要基于《可转换公司债券实务》（上海证券易所 2004 年编著）一书整理得到。

或者由某种优先股票转换成另一种优先股票。

可转换公司债券是指依照法定程序发行，在一定时期内依据约定的条件可以转换成股票的债券。它是介于债券与股票之间、兼有债性和股票期权性的混合金融工具。首先可转换公司债券是一种公司债券，是固定收益证券，具有确定的债券期限和定期利息率；同时，可转换公司债券为持有者提供了将其转换成股票的权利，即附有或嵌入了股票期权。换言之，持有人可以在规定的期限内，将可转换公司债券按既定的转换价格和转换比率转换为标的公司的普通股；在持有人未执行转换权利之前，公司必须按时支付利息，如果到期时持有人仍未执行转换权利，则公司还必须全额偿还本金。

二、可转换公司债券的性质

从可转换公司债券的概念可以看出，普通可转换公司债券具有债权和期权双重属性。

（一）债权性质

可转换公司债券首先是一种公司债券，是固定收益证券，具有确定的债券期限和定期息率，并为可转换公司债券投资者提供了稳定利息收入和还本保证，因此可转换公司债券具有较充分的债权性质。

这意味着可转换公司债券持有人虽可以享有还本付息的保障，但与股票投资者不同，他不是企业的拥有者，不能获取股票红利，不能参与企业决策。在企业资产负债表上，可转换公司债券属于企业“或有负债”，在转换成股票之前，可转换公司债券仍然属于企业的负债资产，只有在可转换公司债券转换成股票以后，投资可转换公司债券才等同于投资股票。一般来说，可转换公司债券的票面利率总是低于同等条件和同等资信的公司债券，这是因为可转换公司债券赋予投资人转换股票的权利，作为补偿，投资人所得利息就低。

（二）股票期权性质

可转换公司债券为投资者提供了转换成股票的权利，这种权利具有选择权的含义，也就是投资者既可以行使转换权，将可转换公司债券转换成股票，也可以放弃这种转换权，持有债券到期。也就是说，可转换公司债券包含股票买入期权的特征，投资者通过持有可转换公司债券可以获得股票上涨的收益。因

此，可转换公司债券是股票期权的衍生，往往被视为期权类的二级金融衍生产品。

三、可转换公司债券的类型

（一）按基本条款的差异分类

依据可转换公司债券的票面利率、转换溢价、回售以及是否附有可分离的认股权证等特征，可转换公司债券可以细分为多个种类，如高票息或高溢价、溢价回售、滚动回售、零息、可交换可转换公司债券，以及可分离交易的可转换公司债券等 [杨如彦等 (2002)^[2]]。

其中，高票息或高溢价可转换公司债券的特点是，拥有较高的利息回报，转股的可能性较小。

溢价回售可转换公司债券的特点是，票面利息较低，在规定的期间内可以把可转换公司债券回售给发行公司。

滚动回售可转换公司债券的特点是，票面利息较低，有多次把可转换公司债券回售给发行公司的机会。

零息可转换公司债券的特点是，票面利息为零，一般折价发行，转股的可能性较小。

可交换可转换公司债券的特点是，转股的标的股票不是可转换公司债券的发行公司的股票，而是另外一家公司的股票。

可分离交易可转换公司债券，其特点是按比例发行的认股权证和债券可以分开，单独进行交易。与普通的可转换公司债券相比，可分离交易可转换公司债券投机性更强，投资者套利空间更大，而发行者所面临的财务风险会更大。目前，可分离交易可转换公司债券在我国证券市场上已有发行，且发展前景看好。需要说明的是，由于我国可分离交易可转换公司债券发展时间较晚，发行数量有限，且与非分离交易的普通可转换公司债券存在较大的差异，因此，本书将可分离交易可转换公司债券排除在研究样本之外，下文中的可转换公司债券，除非单独说明，均系指非分离交易的普通可转换公司债券。

（二）按股性与债性分类

按可转换公司债券偏股性还是债性，可将其分为股权式可转换公司债券

(Equity-like Convertible Bond) 与债权式可转换公司债券 (Debt-like Convertible Bond)。

股权式可转换公司债券，其股性较强，转股的可能性很大。

债权式可转换公司债券，其债性较强，转股的可能性较小。

(三) 按发行方式分类

按发行方式，可转换公司债券可分为国内、国外（不含欧洲）以及欧洲可转换公司债券三种形式。

其中，国内可转换公司债券是在本国发行并以本国货币标价，遵从当地监管制度并且通常主要针对本地投资者；国外（不含欧洲）可转换公司债券是借款人在另外一个国家当地市场以当地货币标价发行的可转换公司债券；欧洲可转换公司债券则是：①同时不止在一个境外国家发行；②由国际辛迪加发行；③以欧洲货币进行标价。

第二章

可转换公司债券的发行条款

比起其他直接融资方式来，可转换公司债券的发行条款更为复杂，其内容通常涉及发行规模、期限、面值、票面利率、转股价格、转股价格调整条款、赎回条款、回售条款以及其他条款。

一、票面利率

与普通债券一样，可转换公司债券也设有票面利率。在其他条件相同的情况下，较高的票面利率对投资者的吸引力较大，因而有利于发行，但较高的票面利率会对可转换公司债券的转股形成压力，发行公司也将为此支付更高的利息。可见，票面利率的大小对发行者和投资者的收益和风险都有重要的影响。可转换公司债券的票面利率通常要比普通债券的低，有时甚至还低于同期银行存款利率，根据我国《可转换公司债券管理暂行办法》（以下简称《暂行办法》）的规定，可转换公司债券的利率不超过银行同期存款的利率水平。可转