

# 可转换债券与 公司市场价值

——对我国上市公司的理论与实证研究

**The Valuation Effects of Convertible Bonds**

——An Empirical Analysis of China Market

张雪芳 著

经济科学出版社

责任编辑：王冬玲

责任校对：徐领柱

技术编辑：董永亭

## 可转换债券与公司市场价值

——对我国上市公司的理论与实证研究

张雪芳 著

经济科学出版社出版、发行 新华书店经销

社址：北京市海淀区阜成路甲 28 号 邮编：100036

总编室电话：88191217 发行部电话：88191540

网址：[www. esp. com. cn](http://www.esp.com.cn)

电子邮件：[esp@esp. com. cn](mailto:esp@esp.com.cn)

欣舒印刷厂印刷

永明装订厂装订

787×1092 16 开 16 印张 180000 字

2008 年 5 月第 1 版 2008 年 5 月第 1 次印刷

ISBN 978-7-5058-6925-7/F·6177 定价：28.00 元

(图书出现印装问题，本社负责调换)

(版权所有 翻印必究)

# 序 言

可转换债券是投资者可以在特定时间、按特定条件将其转换为普通股股票的公司债券。这种债券兼具债权和股权双重属性，具有债权性、可转换性和股权性三个特点，也可以看做是内嵌各种期权（如转股权、回售权、赎回权、转股价修正权等）的复杂的混合性债券。

自从1843年美国的NEW YORK ERIE公司发行了世界上第一张可转换公司债券之后，可转换债券灵活、多变的独特性受到发行者和投资者的广泛欢迎，成为一种重要的金融创新工具。目前，在美国、欧盟、日本和东南亚等国家和地区，可转换债券市场已经成为金融市场中的重要组成部分。在我国，1992年深宝安公司公开发行了我国第一只可转换债券，进行了有意义的尝试，之后可转换债券的发展进入了一段沉寂期，1997年，国务院证券管理委员会发布《可转换公司债券管理暂行办法》，可转换债券市场重新出现生机，2001年，中国证监会发布《上市公司发行可转换公司债券实施办法》和《关于做好上市公司可转换公司债券发行工作的

通知》，这两个文件的发布对我国可转换债券的发展具有重要的意义，之后几年我国可转换债券市场得到了飞速发展。

不过，可转换债券在我国的发展还存在很多问题。例如，创新不足，虽然2003年以来发行的可转换债券在条款设计上有所突破，引入递增利率、利率补偿、赎回、回售等设计，2006年以来还出现了分离式可转换债券，但依然是比较原始的可转换债券，与国际上可转换债券的发展有一定差距；又如利用可转换债券融资的公司特性和行业特性存在误区，选择可转换债券的公司主要集中于能源、交通、基础设施等传统成熟行业，高风险、高成长的高科技企业很少。更深层的理论问题，如上市公司选择可转换债券融资的动机是什么？选择可转换债券的上市公司有哪些共同特征？发行可转换债券会对上市公司的市场价值产生什么影响？发行前后上市公司的经营绩效会发生什么变化？不用说上市公司和普通投资者对这些深层理论问题的认识存在严重不足，就是目前国内理论界对这些问题的思考和研究也或处于空白、或处于刚刚起步的阶段，正是在这样的背景下，本书的选题和研究显示出重要的现实意义和理论意义。

本书是以作者的博士论文为基础，修改补充而成的。作者以可转换债券对公司市场价值的影响为主线，有针对性地收集和剖析了国内外的有关文献，在此基础上兼顾国外前沿理论、国内背景和实证数据，从理论与实证两个角度，层层深入，分析了我国上市公司选择可转换债券的可能动机、选择的倾向性、公告效应和发行前后经营业绩的变化等问题。

本书为关于上市公司融资方式的研究提供了一种新的有意义

的探索，所得出的诸多结论无论对于上市公司还是对于政府监管部门都具有重要意义。

首先，本书对我国上市公司发行可转换债券的可能动机做了理论分析。由于以前我国上市公司治理结构的一个主要问题是股权分置问题，即具有控制权的非流通股股东和股权分散的流通股股东之间的矛盾，上市公司在再次融资时，其融资偏好与市场成熟的发达国家公司相比明显不同，具有强烈的股权融资偏好。作者研究发现，我国上市公司在选择可转换债券融资时，其股权融资偏好并没有改变，只是将可转换债券作为股权融资的一种替代选择，即通过发行可转换债券实现股权融资，在这样的融资动机下，市场会对其发行可转换债券的融资行为做出负面反应。

其次，在这样的动机下，我国上市公司对可转换债券的选择总体上是否理性？为了回答这一问题，本书通过研究上市公司选择可转换债券的融资决策与公司属性之间是否存在特定关系，来了解我国上市公司选择可转换债券融资的倾向性。实证结果表明，公司规模、资产负债率、净资产收益率、流通股比重和每股净资产值等五个变量，对公司是否选择可转换债券融资有显著性影响，其中净资产收益率和资产负债率的影响是负向的，说明净资产收益率和资产负债率高的公司提出可转换债券发行预案的可能性较小，其他三个变量的影响是正向的，说明公司规模大、流通股比重和每股净资产值高的公司倾向于选择可转换债券融资。作者由此得出我国上市公司对可转换债券的选择基本上是理性的结论。

第三，本书通过计算我国上市公司可转换债券发行预案的公告效应，考察在发行环节，可转换债券对公司市场价值的影响。

研究表明，在可转换债券发行预案公告当日和公告前后三天内，股票价格显著下降，股票价格的负效应主要集中在预案公告前一日和公告当日两天之内，说明市场把公司准备发行可转换债券的公告看做是一个“坏消息”，短期内可转换债券的发行对公司市场价值的影响是负向的。进一步的回归分析表明，公告日超额收益率主要与公司规模和每股经营活动现金净流量显著相关，其中与公司规模成反比，与每股经营活动现金净流量成正比。

第四，本书通过研究我国上市公司发行可转换债券前后经营绩效的变化情况，考察长期内可转换债券的发行是否有利于上市公司经营绩效的提高，从而判断长期内可转换债券的发行对公司市场价值的影响是正向还是负向。实证检验结果表明，我国上市公司发行可转换债券之后与发行前相比，经营业绩出现了明显的下降；说明可转换债券的发行在长期内对公司市场价值的影响也是不利的；不过与同行业对照组相比，发行组样本的经营绩效总体上略好于行业对照组。

我国可转换债券发展时间较短，理论研究也处于起步阶段，张雪芳博士的著作对这一问题的研究是一个积极的探索，当然，这部专著不可避免地存在某些不足之处，然而作为作者近年来在可转换债券研究方面的心血之作，既对我国可转换债券理论的深入研究起了良好的推动作用，也为作者今后进一步的研究奠定了很好的基础。作为张雪芳博士论文的指导教师，我怀着欣喜的心情看到她取得成绩的同时，更期待着她取得更好的研究成果。

# 前 言

目前在美国、欧盟、日本和东南亚等国家和地区，可转换公司债券由于其独特的金融性质受到市场的广泛欢迎，可转换债券市场已经成为金融市场中的重要组成部分。近年来，可转换债券在我国的发展也很迅速，一些深层的理论问题，如上市公司选择可转换债券融资的动机、选择可转换债券的上市公司有什么共同特征、发行可转换债券会对上市公司的市场价值产生什么影响等，还没有引起上市公司和普通投资者的注意，即使目前国内理论界对这些问题的研究也仍然处于空白或处于起步阶段，正是在这样的背景下，本书的选题和研究显示出重要的现实意义和理论意义。

本书的研究共分七章，其中第一章主要是提出问题、明确基本概念以及介绍本书的分析思路和研究方法；第七章则是对本书研究不足之处的剖析，并确定笔者今后研究中进一步努力的方向；核心是第二章至第六章。

第二章是对国内外现有研究情况的文献综述。主要

围绕三个方面展开。一是关于可转换债券的发行影响公司市场价值的理论解释，其中广泛地用到一些现有成熟的公司融资理论，如筹资顺序理论、信号模型和股票需求曲线向右下方倾斜等观点，这些理论可以在某种程度上解释为什么可转换债券的发行会导致公司市场价值的下降。二是关于可转换债券发行动机的研究，相对于传统的负债融资和股权融资，国外学术界认为企业选择发行可转换债权融资的目的，可能是用来解决信息不对称、风险估计、风险转移和后续融资等问题，以及为了获得税务优惠。三是国内外关于可转换债券发行公告效应的实证研究，国外的理论与实证研究结果表明，可转换债券的发行预案公告或实际发行一般会对公司股票市场价格产生影响，这种影响总体上有两种类型。首先，在美国、英国和法国几个市场上，可转换债券在短期内对公司市场价值有负面的影响；其次，在日本和荷兰两个市场上，可转换债券的公告发行对公司市场价值有明显的正面效应，两种类型的差异被认为主要是由于公司治理结构的不同造成的。

第三章对我国上市公司发行可转换债券的可能动机做了理论分析。本书指出国外对公司发行可转换债券动机的研究结论，其假设条件是公司治理结构的主要问题表现为公司管理者和股东之间的矛盾，而我国上市公司治理结构的一个主要问题是股权分置问题，即具有控制权的非流通股股东和股权分散的流通股股东之间的矛盾，由于这一矛盾，上市公司在再次融资时，其融资偏好与市场成熟的发达国家公司相比明显不同，具有强烈的股权融资偏好。从可转换债券在我国的发展背景看，我国上市公司对股权融资的偏好并没有改变，只不过在不得已的情况下，将可转换债

券作为股权融资的一种替代选择，即通过发行可转换债券实现股权融资，在这样的动机下，可转换债券的发行对公司市场价值的影响应该是负面的。

第四章对我国上市公司选择可转换债券融资的倾向性做了研究。为了了解我国上市公司选择可转换债券融资的倾向性，本书选择 2001~2004 年曾做出可转换债券发行预案公告的上市公司作为预案样本，同时选取 2001~2004 年每年符合发行可转换债券条件但是并未提出发行预案的公司作为比较样本，通过对两个样本的比较，研究上市公司选择可转换债券的融资决策与公司属性之间是否存在特定关系。同时由于上市公司是否曾经做出可转换债券发行预案公告是一个 0~1 虚拟变量，因此本书将两个比较样本组成混合样本，分别对其采用 Logistic 模型和 Probit 模型进行回归分析，结果表明，分别代表财务危机成本、盈利能力和股权结构的公司规模、资产负债率、净资产收益率、流通股比重和每股净资产值五个变量，对公司是否选择可转换债券融资有显著性影响，其中净资产收益率和资产负债率的影响是负向的，说明净资产收益率和资产负债率高的公司提出可转换债券发行预案的可能性较小，其他三个变量的影响是正向的，说明公司规模大、流通股比重和每股净资产高的公司倾向于选择可转换债券融资。这一结果表明，我国上市公司对可转换债券的选择基本上是理性的。

第五章是对我国上市公司可转换债券发行预案公告效应的实证研究。本书选取 2001~2007 年 124 家曾做出可转换债券发行预案公告的公司作为样本，采用事件研究法和截面数据多元回归

分析法，研究了可转换债券的公告效应。结果表明，在我国可转换债券发行预案公告当日和公告前后三天内，股票价格显著下降，股票价格的负效应主要集中在预案公告前一日和公告当日两天之内，说明在我国市场把公司准备发行可转换债券的公告看做是一个“坏消息”，短期内可转换债券的发行对公司市场价值的影响是负向的。进一步的回归分析表明，公告日超额收益率主要与公司规模和每股经营活动现金净流量显著相关，公告日的超额收益率与公司规模成反比，与每股经营活动现金净流量成正比。这主要因为公司规模可以被看做是信息不对称的代理变量，规模越大，信息不对称的程度越高；而每股经营现金净流量可以被看做是公司投资收益和公司市场价值的代理变量，每股经营现金净流量越大，表明公司质量越好。

第六章通过研究我国上市公司发行可转换债券前后经营绩效的变化情况，考察可转换债券的发行在长期内是否有利于上市公司经营绩效的提高，从而判断可转换债券在长期内对公司市场价值的影响方向是正向还是负向。本书选择 2002 年、2003 年和 2004 年实际发行可转换债券的 31 家非金融行业上市公司作为发行组样本，比较研究其在发行可转换债券前一年、发行当年和发行后第二年有关经营绩效有无变化，同时本书选择发行组样本中每家上市公司所在的同行业其他公司构建了一个行业对照组样本，行业对照组样本的有关经营绩效采用同行业的平均值，将发行组样本的绩效与行业对照组样本进行比较。本书的实证检验结果表明，我国上市公司发行可转换债券之后与发行前相比，经营业绩出现了明显的下降，说明可转换债券的发行在长期内对公司

市场价值的影响是不利的；不过与同行业对照组相比，发行组样本的经营绩效总体上略好于行业对照组。

本书的研究注重理论分析与实证检验的结合，所得出的诸多结论无论对于政府监管部门，还是对于上市公司而言，都具有重要意义。

**著 者**

2007年12月

# 目 录

---

第一章 导论.....	1
第一节 可转换债券的定义.....	3
第二节 本书的研究背景.....	5
第三节 本书的基本概念 .....	10
第四节 研究思路与研究方法 .....	12
第五节 研究重点与创新 .....	15
第二章 文献综述 .....	19
第一节 资本结构理论 .....	21
第二节 关于可转换债券的发行影响公司市场价值的 理论解释 .....	35
第三节 关于可转换债券发行动机的研究 .....	39
第四节 国外关于可转换债券的发行影响公司 市场价值的实证研究 .....	48
第五节 对国外文献的总结与评述 .....	66
第六节 国内的研究现状 .....	68

<b>第三章 我国上市公司选择可转换债券融资的动机</b> .....	79
<b>第一节 可转换债券的市场准入条件及其融         资优势分析</b> .....	81
<b>第二节 我国上市公司发行可转换债券的动机</b> .....	87
<b>第四章 我国上市公司选择可转换债券融资的倾向性研究</b> ...	97
<b>第一节 理论回顾</b> .....	99
<b>第二节 影响我国上市公司选择可转换债券         融资的因素探讨</b> .....	101
<b>第三节 对我国上市公司选择可转换债券融资         倾向性的实证研究</b> .....	104
<b>第四节 结论及政策含义</b> .....	120
<b>第五章 我国可转换债券的发行公告效应</b> .....	123
<b>第一节 研究成果的简要回顾</b> .....	125
<b>第二节 样本选择与研究方法</b> .....	131
<b>第三节 我国可转换债券的发行公告效应</b> .....	135
<b>第四节 对预案公告效应的解释</b> .....	148
<b>第五节 对截面数据的回归分析</b> .....	153
<b>第六节 小结</b> .....	161

第六章 我国可转换债券发行前后公司绩效的变化·····	163
第一节 可转换债券、公司绩效与公司市场价值·····	166
第二节 样本选择与研究方法·····	171
第三节 实证结果·····	176
第四节 小结与分析·····	189
第七章 研究结论与建议·····	193
第一节 研究的主要结论·····	195
第二节 政策建议·····	198
第三节 研究中的不足之处与展望·····	200
附录·····	201
参考文献·····	218
后记·····	233

# 第一章

## 导 论



## 第一节

# 可转换债券的定义

### 一、可转换债券的定义与特点

可转换公司债券（convertible bond）是指由公司发行的，投资者可以在特定时间、按特定条件将其转换为普通股股票的公司债券，通常称做可转换债券或可转债。这种债券兼具债权和股权双重属性，含有债权性、可转换性和股权性三个特点，另外也可以看做是内嵌各种期权（如转股权、回售权、赎回权、转股价修正权等）的复杂的混合性债券。投资者购买该债券之后，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股票的权利，使其风险和收益具有准权益性。

可转换债券的特点有：

**债权性。**与其他债券一样，可转换债券也有规定的利率和期限，投资者可以选择持有债券到期，收取本金和利息。

**可转换性。**可转换性是可转换债券的重要标志，债券持有者可以按约定的条件将债券转换成股票，可转换债券在发行时就明确约定债券持有者可以按照发行时约定的价格将债券转换成公司的普通股股票。转股权是投资者享有的、一般债券所没有的选择权，如果债券持有者不想转换，则可继续持有债券，直到偿还期满时收取本金和利息，或者在流通市场出售变现，

即投资者拥有是否将债券转换成股票的选择权，这种选择权也可以看做是可转换债券拥有的期权性质。

股权性。可转换债券在转换成股票之前是纯粹的债券，但在转换成股票之后，原债券持有人就由债权人变成了公司的股东可参与企业的经营决策和红利分配。

## ◻ 二、可转换债券对发行者和投资者产生的吸引力

可转换债券给投资者和发行者均能带来好处。

对于发行者而言，可转换债券首先是一种负债，在公司的资产负债表中列示在负债部分，与同等条件的普通债券相比，发行者在发行时可以降低发行利率，其发行利率低于一般的公司债券。因此发行者可以以较低的利息成本筹集资金。同时发行者可以按照当时股票价格的溢价销售远期权益。可转换债券可以转换成一定数量的普通股票，这些股票的市场价值称为可转换债券的转换价值或者债券平价，可转换债券一般按照高于当时的转换价值或者债券平价的价格发行，即溢价发行，因此，与发行同样的股票相比，发行可转换债券能够使发行者平均每股股票获得更多的资金。

发行可转换债券可以使发行者按照递延的方式筹集权益资本，公司发行股票会稀释现有公司权益，发行可转换债券，对权益的稀释作用要延迟到债券转换时为止。发行可转换债券时，发行者期望发行的债券在到期日前转换成普通股票，当然发行者也可以保留回购债券的权利。

可转换债券也会给发行者带来税负好处。其票息可以计入