

学校编码: 10384  
学号: 18420141150650

分类号密级  
UDC

廈門大學

硕士学位论文

基于风险控制视角的可转换债券融资研究

A Study of Convertible Bond Financing Based on  
Risk Control Perspective

朱树李

指导教师姓名: 薛祖云教授

专业名称: 会计硕士 (MPAcc)

论文提交日期: 2017 年月

论文答辩时间: 2017 年月

学位授予日期: 2017 年月

答辩委员会主席:

评阅人:

2017 年月

## 厦门大学学位论文原创性声明

本人呈交的学位论文是本人在导师指导下,独立完成的研究成果。本人在论文写作中参考其他个人或集体已经发表的研究成果,均在文中以适当方式明确标明,并符合法律规范和《厦门大学研究生学术活动规范(试行)》。

另外,该学位论文为( )课题(组)的研究成果,获得( )课题(组)经费或实验室的资助,在( )实验室完成。(请在以上括号内填写课题或课题组负责人或实验室名称,未有此项声明内容的,可以不作特别声明。)

声明人(签名):

年月日

## 厦门大学学位论文著作权使用声明

本人同意厦门大学根据《中华人民共和国学位条例暂行实施办法》等规定保留和使用此学位论文，并向主管部门或其指定机构送交学位论文（包括纸质版和电子版），允许学位论文进入厦门大学图书馆及其数据库被查阅、借阅。本人同意厦门大学将学位论文加入全国博士、硕士学位论文共建单位数据库进行检索，将学位论文的标题和摘要汇编出版，采用影印、缩印或者其它方式合理复制学位论文。

本学位论文属于：

( ) 1. 经厦门大学保密委员会审查核定的保密学位论文，于 年 月 日解密，解密后适用上述授权。

( ) 2. 不保密，适用上述授权。

(请在以上相应括号内打“√”或填上相应内容。保密学位论文应是已经厦门大学保密委员会审定过的学位论文，未经厦门大学保密委员会审定的学位论文均为公开学位论文。此声明栏不填写的，默认为公开学位论文，均适用上述授权。)

声明人（签名）：

年月日

## 摘要

可转换债券是一种以债券为基础的金融工具，投资者可以在转换期限内，以事先约定的转换价格将持有的可转债转换成发行方的股票，通常可转债的票面利率比相同信用级别的债券更低。境外可转债市场已有一百七十多年的历史，市场成熟完善，可转债种类多样，发行方式灵活。由于中国引入可转债的时间较短，同时中国的资本市场还不够成熟，各种制度尚未完善，使得我国可转债市场仍处于起步阶段，在发行规模与制度规范上都远远比不上海外可转债市场。2017年2月证监会新的再融资规则限制了增发方式的股权融资，鼓励上市公司发行可转债融资，我国可转债市场即将迎来一波发展热潮。可转债同时具有股权与债权的特性，有助于监督企业提高募集资金使用效率，票面利率通常低于同期银行贷款利率，融资成本较低，能够延迟股本增长的速度，对股本的稀释效应相对较慢。然而若转股不成功，企业将面临集中偿债的危机。以往的学术研究很少涉及可转债融资风险的控制，我国资本市场上也鲜有可转债发行失败的案例，企业缺乏可转债融资风险控制意识，因此，对可转债融资风险控制的研究具有一定的理论和现实意义。

本文以国内外学者对可转债及风险控制的研究成果和研究理论为基础，探究企业利用可转债融资过程中常见的风险种类及融资风险形成机理。在深入分析福记食品融资案例的基础上，提出构建可转债融资风险控制体系的方法。

本文的主要贡献在于：首先，通过文献研究方法，全面梳理了可转债融资理论及企业风险控制理论，结合可转换债券与其他融资方式的差异分析，归纳可转债独特的融资风险种类，找出风险成因及作用机理。其次，使用定性及定量分析相结合的方法，识别并评估了案例公司可转债融资风险，探寻可转债融资过程中的关键控制点。最后，根据案例分析结果及风险控制理论，有针对性地提出可转债融资风险控制措施，主要包括融资决策管控、募集资金使用管控、构建风险预警机制及风险应急机制、完善监督和绩效考评机制。

**关键词：可转换债券；融资风险；风险控制**

## Abstract

Convertible bond is a bond-based financial instrument which can be converted into the issuer's stock by investors during preconcerted period, at previously agreed conversion price. Usually the coupon rate of convertible bonds is lower than corporate-bond at the same credit level. Overseas convertible bond market has a history of more than 170 years, which has been mature and perfect with diversified types of convertible bonds and flexible issuing methods. The issuance of the first convertible bond in China less than three decades and immature capital market makes China's convertible bond market still in its infancy, as well as its issuing size and system specifications are far behind overseas convertible bond market. In February 2017, the new refinancing rules of the SFC limited the issuance of equity financing, encouraging listed companies to issue convertible bonds, and China's convertible bond market is about to usher in a period of rapid development. Convertible bonds have the characteristics of equity and claims, which can help monitoring the efficiency of capital utilization. And the coupon rate is usually lower than the bank loan interest rates, that makes issuer has lower financing costs. However, if the conversion is not successful, the issuer will face a crisis of centralized debt. In the past, academic research rarely involves the control of financing risk of convertible bonds. There are few examples of the failure of convertible bond issuance in China's capital market. The enterprise lacks awareness of risk control of convertible bond financing. Therefore, the research of this paper has a certain theoretical and practical significance.

Based on the domestic and foreign academic research results and theories of convertible bonds and risk control, this paper explores the common risk types and financing risk formation mechanism in the process of issuing convertible bonds. On the basis of deeply analyzing the case of Fuji's financing, this paper proposes the methods of constructing the risk control system of convertible bond financing.

The main contributions of this paper are as follows: Firstly, through the literature

research method, this paper comprehensively sums up the theory of convertible bond financing and risk control. Based on the analysis of the differences between convertible bonds and other financing methods, this paper described the causes of financing risk and the formation mechanism. Secondly, the qualitative and quantitative analysis methods are used to identify and evaluate the risk of financing inFuji's case. Finally, according to the results of the case analysis and the theory of risk control, the risk control measures of convertible bond financing are put forward, which mainly include financing decision-making control, control of efficiency of capital utilization, construction of risk early warning mechanism and risk emergency mechanism, improvement of supervision and performance appraisal.

**Key Words: Convertible Bond; Financing Risk; Risk Management**

# 目录

摘 要.....	I
Abstract.....	II
第一章 绪论.....	1
一、研究背景和研究意义 .....	1
(一) 研究背景 .....	1
(二) 研究目的和意义 .....	2
二、研究方法 with 论文框架 .....	2
三、主要创新与局限性 .....	3
第二章 文献综述与理论基础概述.....	4
一、文献综述 .....	4
(一) 国外研究现状 .....	4
(二) 国内研究现状 .....	8
(三) 文献综述的总结与评述 .....	10
二、企业融资理论 .....	10
(一) MM 理论 .....	10
(二) 委托代理理论 .....	11
(三) 信息传递理论 .....	11
(四) 优序融资理论 .....	12
三、风险控制理论 .....	12
(一) 内部控制理论 .....	12
(二) 风险管理理论 .....	13
四、本章小结 .....	13
第三章 可转债融资风险分析.....	15
一、可转换债券的相关概念 .....	15
二、我国上市公司融资现状 .....	16
(一) 融资种类概述 .....	16
(二) 各类融资方式利弊分析 .....	17
(三) 我国可转债发行现状 .....	21

三、可转债融资与其他融资方式比较 .....	22
(一) 与银行贷款比较 .....	22
(二) 与发行普通企业债券融资比较 .....	22
(三) 与发行股票融资比较 .....	22
四、可转债融资风险分类 .....	23
(一) 阶段性风险 .....	23
(二) 固有风险 .....	25
五、可转债融资风险成因 .....	26
(一) 外部成因 .....	27
(二) 内部成因 .....	29
(三) 可转债融资风险机理 .....	30
六、本章小结 .....	31
第四章 福记食品案例分析 .....	33
一、福记食品概况 .....	33
二、福记食品可转债融资概况 .....	34
(一) 第一次发行可转债 .....	34
(二) 第二次发行可转债 .....	35
(三) 第三次发行可转债 .....	35
三、福记食品融资风险识别 .....	37
(一) 融资渠道单一 .....	37
(二) 融资规模过大 .....	38
(三) 可转债条款设计缺陷 .....	39
(四) 融资效率不高 .....	39
(五) 市场投机氛围浓厚 .....	40
(六) 宏观经济波动 .....	40
四、福记食品可转债融资风险评估 .....	41
(一) 偿债能力指标 .....	41
(二) 营运能力指标 .....	46
(三) 基于 Z 计分模型的风险评估 .....	48



五、本章小结 .....	50
第五章 可转换债券融资风险控制 .....	51
一、融资决策管控 .....	51
（一）融资方式 .....	51
（二）融资规模 .....	52
（三）融资时机 .....	52
（四）可转债条款设计 .....	53
二、募集资金使用管控 .....	54
三、构建融资风险预警机制及风险应急机制 .....	54
四、监督机制 .....	55
五、绩效考核机制 .....	56
六、本章小结 .....	56
第六章 研究结论与展望 .....	58
参考文献 .....	59
致谢 .....	63

## Table of Contents

<b>Chapter 1 Introduction</b> .....	<b>1</b>
Section 1 Research Background and Significance .....	1
Section 2 Research Methods and Framework .....	2
Section 3 Major Innovations and Limitations .....	3
<b>Chapter 2 Literature Overview and Theoretical Basis</b> .....	<b>4</b>
Section 1 Literature Review.....	4
Section 2 Corporate Finance Theory .....	10
Section 3 Risk Control Theory.....	12
Summary of This Chapter .....	14
<b>Chapter 3 Risk Analysis of Convertible Bonds</b> .....	<b>16</b>
Section 1 Related Concepts of Convertible Bonds.....	16
Section 2 Current Refinancing Situation of Listed Companies in China. . .	17
Section 3 Comparisons Between Convertible Bonds and Other Financing Modes.....	23
Section 4 The Classification of the Convertible Bond Financing Risk.....	24
Section 5 The Cause of Convertible Bond Financing Risk .....	27
Summary of This Chapter .....	32
<b>Chapter 4 Case Study of FU JI</b> .....	<b>34</b>
Section 1 Overview of FU JI .....	34
Section 2 Convertible Bond Financing Situation of FU JI .....	35
Section 3 Risk Identification for Convertible Bond Financing of FU JI . . .	38
Section 4 Risk Assessment for Convertible Bond Financing of FU JI .....	42
Summary of This Chapter .....	51
<b>Chapter 5 Risk Control for Convertible Bond Financing</b> .....	<b>52</b>
Section 1 Control of Financing Decision.....	52
Section 2 Control of the Use of the Raised Funds .....	54
Section 3 Constructing Financing Risk Early Warning Mechanism and Risk Emergency Response Mechanism .....	55

<b>Section 4 Supervision Mechanism</b> .....	56
<b>Section 5 Performance Evaluation Mechanism</b> .....	57
<b>Summary of This Chapter</b> .....	57
<b>Chapter 6 Findings and Prospects</b> .....	58
<b>References</b> .....	59
<b>Acknowledgments</b> .....	63

厦门大学博硕士论文摘要库

## 第一章绪论

### 一、研究背景和研究意义

#### (一) 研究背景

可转换债券是一种以债券为基础的金融工具，投资者可以在转换期限内，以事先约定的转换价格将持有的可转债转换成发行方的股票，通常可转债的票面利率比相同信用级别的债券更低。简而言之，可转债是公司债券和看涨期权的混合体，同时具有债权和期权的特征，此外，可转债相较于股票还有优先受偿的请求权。

自 1843 年美国发行第一张可转换债券至今，境外可转债市场已有一百七十多年的历史，市场成熟完善，可转债种类多样，发行方式灵活。而我国可转债是在二十世纪九十年代，随着国内股票市场发展才开始崭露头角。1992 年，深宝安成为我国第一个发行可转债的上市公司，但由于宝安转债转股失败，我国可转换债券市场的发展受挫，近十年之后才重新活跃起来。经过二十五年的发展，可转债已成为我国资本市场的重要组成部分。

然而，我国资本市场上，非公开发行股票的条件更为宽松、定价时点选择更多、发行成功概率较大，导致绝大部分上市公司再融资的首选方式为非公开发行股票，市场上的公开发行规模大幅减少，再融资工具品种结构不均衡。可转债、优先股等股权与债券相结合的融资产品发展缓慢。有鉴于此，2017 年 2 月 17 日，证监会对《上市公司非公开发行股票实施细则》进行修订，鼓励上市公司发行可转债进行再融资，可以预见，未来几年我国可转债市场将蓬勃发展。

由于中国引入可转债的时间较短，同时中国的资本市场还不够成熟，各种制度尚未完善，使得我国可转债市场仍处于起步阶段，在发行规模与制度规范上都比不上海外可转债市场。我国上市公司可转债融资存在诸多问题，对可转债融资过程中的风险更是不甚了解。

## （二）研究目的和意义

可转换债券作为中国证券市场上一种较新型的金融衍生产品，其市场规模和制度均尚处于发展阶段。利用可转债进行再融资的上市公司大部分既缺乏对可转债融资风险防范的意识，也缺乏相应的风险控制能力。如 1992 年 6 月深宝安发行五亿元可转债，发行后公司的资产负债率大幅上升，但随后由于转股失败加上业绩下滑，导致公司陷入财务困境。此外，由于我国可转债市场尚不成熟的现状，学术界对可转债融资风险的理论研究也不够充分。

本文根据福记食品服务控股有限公司（以下简称“福记食品”）发行可转换债券融资案例为载体，以国内外学者对可转债及风险控制的研究成果和研究理论为基础，研究企业利用可转债融资过程中常见的风险及成因，提出控制可转债融资风险的方法，具有一定的现实和理论意义。本文的研究目的旨在通过对可转债融资风险分析，研究我国上市公司对可转债融资风险控制的措施，为如何防范和降低可转债融资风险提出建议，为我国可转债市场的健康发展和上市公司发行可转债提供参考和帮助。

## 二、研究方法 with 论文框架

本文主要通过文献综述总结现有研究成果，以规范性研究论述理论基础，最后以案例研究印证理论，通过以上三种研究方法的结合，详细分析了可转债融资过程中的风险以及风险控制的方法。

本文首先以文献综述分析的方式，集中展现了以前学者对于可转债融资问题的研究成果，同时对与可转债融资风险有关的文献进行了综述。然后，通过规范研究的方式，对涉及到的相关理论进行了深入分析，试图从理论的角度发现和解决问题，一方面为接下来的案例分析奠定基础，另一方面也将用案例对理论启示予以佐证。接着在案例分析部分，本文对福记食品在发行可转债过程中遇到的风险进行风险识别和评估，最后，提出了上市公司发行可转债过程中的风险控制建议。基于此，本文的主体框架如下：

第一章，绪论。介绍本文的研究背景、研究意义与研究方法，同时提出本文的创新与局限之处。

第二章，理论概述。对可转换债券及融资风险的相关研究进行文献综述，并阐述本文涉及的企业融资理论及风险控制理论。

第三章，可转债融资风险分析。首先，介绍目前上市公司的融资种类及各自的利弊。其次，比较可转换债券与其他融资方式。最后，分析可转换债券面临的融资风险及风险成因。

第四章，案例分析。通过识别、评估福记食品三次发行可转债案例中的风险，验证可转债融资风险理论。

第五章，可转换债券融资风险控制及建议。结合案例与风险控制理论，提出上市公司在发行可转换债券过程中应做好融资决策和募集资金使用管控，构建融资风险预警机制及风险应急机制，完善监督机制和绩效考核机制。

第六章，总结与展望。对文章进行概括性总结，指出不足之处，并对未来研究方向提出设想。

### 三、主要创新与局限性

关于可转债的文献研究很多，主要集中在发行可转债的动机、对发行公司绩效的影响、可转债定价模型、可转债发行及公告对股价的影响等诸多方面，并且多以实证检验的方式来分析，而对可转债融资风险的研究较少，更缺少典型案例的分析。

本文的主要创新点在于深入分析了可转债融资风险的类别及成因，并通过福记食品这一典型案例验证可转债融资风险的理论，进而提出企业控制可转债融资风险的建议。

然而，由于笔者在实务经验与学术能力上还有所欠缺，本文尚存在一些不足，主要问题是：首先，本文采用的典型案例虽能有力佐证可转债融资风险理论，但还是具有案例研究的先天缺陷，可能存在以偏概全的情况。其次，本文案例分析的数据全部来源于上市公司的公告、年报等公开信息，没有针对性地进行实地走访，获取第一手材料，使得本文的研究深度不够。

## 第二章文献综述与理论基础概述

### 一、文献综述

#### (一) 国外研究现状

##### 1. 可转债融资动机的研究

国外可转换债券发展历程较长，关于可转债融资动机的研究成果较多，主要可以归纳为五个方面：资产替代假说、风险评估假说、后门融资假说、阶段性融资假说、管理者堑壕假说。

##### (1) 资产替代（或风险转移）假说

Green（1984）基于委托代理理论框架，提出了资产替代假说<sup>[1]</sup>。该假说认为股东与债权人利益不一致，当公司负债经营时，股东有可能做出损害债权人的投资决策。公司为了更高的回报率，有将发行普通债券募集的资金投向风险更大项目的动力，债权人对于自身投资风险的提高毫不知情，也不能分享更高的投资收益。然而，在发行可转债的融资的情况下，公司投资带来的更高收益将会提高公司股价，债券投资者就可以通过转股来分享这一超额收益，债权人的风险要低于普通债券融资。因此，可转债融资有助于减少道德风险，协调债券投资者与公司股东的利益冲突。

##### (2) 风险评估假说

Brennan 和 Kraus（1987）认为由于信息不对称的因素，投资者无法准确评估融资企业的风险，当企业向外寻求融资时，股东及管理层与投资者对企业风险的评估会有较大差异<sup>[2]</sup>。债券型融资的缺点在于融资成本较高，利率跟企业的整体风险挂钩；股权型融资的缺点在于会稀释原有股东的权益。由于可转换债券同时具有债权与股权的特征，也将二者的优势融合起来，融资成本低，对股权的稀释效应推迟。Essig（1992）通过研究可转债对企业风险评估的成本影响的机制，得出利用可转债融资可以降低风险评估成本的结论<sup>[3]</sup>。

##### (3) 后门融资假说

Myers-Majluf (1984) 提出了债券与股权融资选择模型<sup>[4]</sup>, Stein (1992) 在此基础上, 提出了后门融资假说<sup>[5]</sup>。该假说认为在信息不对称的前提下, 投资者有理由相信企业管理层在股权融资时会利用信息优势抬高证券价格。为了弥补信息不对称的劣势, 投资者会压低价格, 导致企业融资成本过高。因此, 管理层将因为信息不对称放弃投资机会, 停止股权融资。对于质量一般的企业, 信息不对称的问题更加严峻, 而可转债能够在融资一定期限后才转换成股权, 能让企业降低融资成本, 融资工具获得更为公允的定价, 避免企业陷入财务困境。

#### (4) 连续 (或阶段) 融资假说

Mayers (1998) 提出连续融资假说, 该假说认为企业投资项目是由多个具有相互影响的不同阶段构成的, 企业的融资需求及投资者的投资决策都要根据前一阶段的具体情况来制定<sup>[6]</sup>。连续融资假说的模型主要研究的是企业融资决策中融资成本及管理层过度投资问题, 而可转债通过不转换股权来制约过度投资行为, 也可以在投资有价值时通过转股来降低企业融资成本。因此, 可转债可以解决企业融资过程中因委托代理引起的过度投资行为和信息不对称引起的高融资成本。另外, 在这个假说中, 管理层通过回购条款获得了强制转股的权力, 可以进一步降低融资成本。

#### (5) 管理者堑壕假说

Zweibel (1996) 认为企业如果存在被恶意收购的威胁, 管理层有动力发行公司债, 做出不投资减损企业价值项目的承诺, 通过该承诺增加企业事前价值, 达到消除潜在恶意收购的目的。当企业不存在恶意收购威胁时, 由于债券融资增加了企业的财务风险, 可能导致破产, 管理层则没有债券融资的动力。公司的控制与持续投资 (无论投资是否盈利) 是管理层的利益所在, 尽管债券发行减少了恶意收购, 却增加了企业破产风险, 也无法保障管理层的利益。Nobuyuki 和 Isagawa (2000, 2002) 基于 Zweibel 的理论, 提出了管理者堑壕假说, 认为通过合理的可赎回条款以及可转债可以在一定期限内转换成股权的特性, 管理者能够兼顾不断投资于价值增加项目和消除恶意收购威胁、债务融资破产风险<sup>[7]</sup>。

## 2. 可转债对发行公司绩效影响的研究

Stein (1992) 认为在信息不对称的前提下, 可转债能够在融资一定期限后才



Degree papers are in the "[Xiamen University Electronic Theses and Dissertations Database](#)". Full texts are available in the following ways:

1. If your library is a CALIS member libraries, please log on <http://etd.calis.edu.cn/> and submit requests online, or consult the interlibrary loan department in your library.
2. For users of non-CALIS member libraries, please mail to [etd@xmu.edu.cn](mailto:etd@xmu.edu.cn) for delivery details.

厦门大学博硕士论文摘要库