

# 上市公司定向增发新股 融资与可转换债券融资比较研究

章卫东 周伟武\*

**摘要:** 本文以 2005 年 5 月 1 日至 2007 年 12 月 31 日中国证券市场发生的 218 个定向增发新股或可转换债券事件为样本,运用标准的事件研究法实证检验了中国上市公司定向增发新股与可转换债券的短期市场绩效的差异性。研究结果发现,在控制其他因素的情况下,定向增发新股的短期市场绩效显著好于可转换债券。这说明,监管当局在制定相关融资政策时,应当充分考虑证券市场投资者的意愿,为上市公司进行定向增发新股创造一个好的政策环境。

**关键词:** 股权再融资 融资方式 定向增发新股 可转换债券

## 一、引言

上市公司股权再融资的方式主要有配股、公开增发新股、私募发行新股和可转换债券融资等形式。在美国证券市场,20 世纪 50 年代以前上市公司股权再融资的方式主要是配股,而到 60 年代以后采用配股方式融资的上市公司逐渐减少,80 年代以后配股这种融资方式基本消失,取而代之的股权再融资方式主要是公开增发新股,但到了 90 年代以后私募发行新股融资成为了美国证券市场一种流行的股权再融资方式。在国际资本市场上,发行可转换债券也是最主要的融资方式之一。如 2000 年美国证券市场上共有 1592 家公司采用了可转换债券融资,远大于采用股票融资的 199 家。在欧盟、日本和东南亚等国家和地区,可转换债券市场也成为金融市场中不可或缺的重要组成部分(董斌、赵红平,2005)。

中国上市公司发行可转换公司债券(或可分离公司债券)融资的起步较早,但发展较慢。早在 1992 年深宝安公司就公开发行了中国第一只可转换债券,但由于宝安可转换债券设计的不合理,导致宝安可转换债券转股的失败。从此以后中国可转换债券的试点一度停止,直到 1997 年《可转换公司债券管理暂行办法》颁布以后,才有南化转债、丝绸转债、茂名转债等 3 家非上市公司发行了可转换债券。非上市公司发行可转换债券由于缺乏基本股票作为标的,转股价格很难确定,非上市公司发行可转换债券的操作难度很大,后来也被终止。而真正的上市公司发行可转换债券是从 2000 年 2 月上海机场发行了 13.5 亿元机场转债才开始的。由此可见,中国上市公司可转换债券融资发展较慢,截至 2008 年 12 月 31 日只有 52 家上市公司发行了可转换公司债券。2005 年股权分置改革以后,可转换债券融资并没有得到快速发展,2005 年至 2008 年 12 月 31 日只有 17 家上市公司发行了可转换公司债券,而在同期通过定向增发新股募集资金的上市公司达 271 家。在股权分置改革之后,为什么中国上市公司热衷于定向增发新股融资,而不愿意进行可转换债券融资呢?

可转换债券是公司债券的一种,可以在特定时间按特定条件转换成固定数量公司普通股股票。就其本质而言,可转换债券是一种一般债券和股票看涨期权相结合的混合型金融衍生产品,具有债券性、股票期权

\* 章卫东,江西财经大学会计发展研究中心、江西财经大学会计学院,邮政编码:330013,电子信箱:jxrzd@126.com;周伟武,江西财经大学会计学院,邮政编码:330013,电子信箱:zhouweiwu1984716@souhu.com。

本文为国家社会科学基金项目“定向增发、资产收购与利益输送问题研究”(项目号:09BJY017)及教育部人文社会科学基金项目“中国上市公司股权再融资问题研究”(项目号:07JA630064)的阶段性成果。作者感谢匿名评审专家的宝贵意见,但文责自负。

在美国证券市场,尽管一些上市公司还在使用配股、公开增发新股和私募发行等股权再融资方式,但股权再融资的比例却在降低,债务融资的比例在上升,有的上市公司甚至在证券市场回购本公司的股票,股权再融资出现了负数。

性两种不同的特性。当股票价格上升超过转股价格时,转债持有人可以选择转换成公司股票以分享股价上涨带来的收益;而当股票价格低于转股价格时,持有人又可以通过继续持有可转换债券获得利息和本金偿还来锁定股价下跌带来的风险。灵活的选择权使可转换债券对投资者有着巨大的吸引力。在国外研究文献中,绝大多数实证研究认为,公司发行普通股对公司股票价格有显著的负面影响且影响程度最大,而发行普通债券对公司股票价格的影响最小且并不一定是负面的,发行既具有股票特性又具有债券特性的混合证券对公司股票价格的负面影响介于发行普通股和普通债券之间 (Abhyankar and Dunning, 1999; Kang and Stulz, 1996)。在中国,股权分置改革之后,上市公司需要外部融资时,却首先选择了定向增发新股这一股权再融资的方式,而不是选择发行可转换公司债券融资。针对这一现象,国内只有唐康德等 (2004)对可转债发行的市场效应进行了实证研究,但很少有学者对可转换公司债券融资与定向增发新股融资进行比较研究。本文拟对上市公司选择定向增发新股融资及选择发行可转换债券融资的动因及市场效应进行实证研究。通过对上市公司选择定向增发新股募集资金还是选择可转换债券募集资金的研究,特别是通过对上市公司定向增发新股及发行可转换债券对股票市场的反应等问题的研究,对于认识中国上市公司融资的动机、投资者行为等都有重要的现实意义。

## 二、理论分析及研究假设

在国际资本市场上,上市公司发行可转换债券是最主要的融资方式之一。国外学者对上市公司发行可转换债券融资的动因进行了大量的研究。Brennan等 (1988)认为,可转债具有双重属性——债务性与认股期权,而风险对可转债的债券部分和认股权证价值的影响方向是不同的,当企业风险增加时,债券部分的价值将降低,认股期权的价值将升高。反之,则债券部分的价值升高,认股期权的价值降低。换言之,可转债对企业风险具有非敏感性。因此,比起股票来,可转债价值受错误评估企业风险的影响较小。Mayers (1998)则发现可转换债券对股东与管理者之间的冲突有抑制作用,他分析了以未来投资选择权价值的不确定性为基础的连续融资问题,研究表明公司利用可转换债券可以解决未来融资中的过度投资问题。在融资的获得先于投资选择权到期日的情况下,连续融资虽增加了发行成本但有助于抑制过度投资行为的发生。而可转债债券的转换选择权在降低连续融资发行成本的同时又有助于抑制过度投资行为。当投资选择权有价值时,可转换债券降低发行成本是因为可转换债券转换之后把资金留给了企业并降低了财务杠杆;当投资选择权没有价值时,可转换债券通过赎回把资金返还给可转换债券持有人。这样企业的融资减少了而且抑制了过度投资行为。当投资选择权的到期日存在不确定性时,赎回条款具有很重要的作用。当投资选择权有价值时,这一条款允许企业通过强制转换继续它的融资计划。

国外学者还就发行可转换债券对公司股价及经营业绩的影响进行了研究。很多学者通过实证研究认为,公司发行普通股对公司股票价格有显著的负面影响,而发行既具有股票特性又具有债券特性的混合证券对公司股票价格的负面影响要小于发行普通股 (Abhyankar and Dunning, 1999; Dann and Mikkelsen, 1984; Eckbo, 1986)。因此,在国外上市公司发行可转换债券的数量超过了配股、公开发行业股票融资。

上市公司私募发行新股是 1990年代以后英美等证券市场流行的另一种再融资方式,国外流行私募发行新股融资的原因主要有:(1)上市公司通过私募发行方式引入了一个有动机和监控能力去监控发行公司管理层的积极投资者,从而可以降低经理人的代理成本 (Wu, 1989)。(2)当公司的不对称信息程度高的时候,公司会选择私募发行方式,因为私募发行的投资者有能力发现或花一定代价获知真实的公司价值,而且可以从不错的发行折扣中得到补偿。同时,有好的投资机会但资金短缺的被低估的公司会选择向内部投资者私募发行来解决投资不足问题 (Hertzel and Smith, 1993)。(3)管理层在公司需要通过发行股票筹资时,会选择私募发行给消极投资者来防御其对公司管理的干涉,达到不影响大股东的投票权和管理者利益的目的。并且在公司价值被低估的情况下,管理者也会购买私募发行的股票 (Barclay, et al., 2007)。

从以上理论研究可见,发行可转换债券融资与定向增发新股融资各有千秋。1990年代后西方上市公司的融资实践也表明,发行可转换债券融资和定向增发新股融资是上市公司进行再融资的两种主要方式。而中国上市公司在选择再融资方式时,上市公司主要还是以股权融资为主,发行可转换债券的数量很少,即上市公司存在股权融资偏好。在股权分置改革前,上市公司的主要再融资方式是配股和公开增发新股,而在股权分置改革后,上市公司却流行定向增发新股的融资方式。究其原因,笔者认为主要有:

(1)相对于定向增发新股融资而言,中国监管部门对上市公司发行可转换公司债券融资的要求严格。可转换公司债券是一种仅凭发行人的信用而发行的债券,所评定等级一般比公司发行的普通债券要低。当

公司破产时,转券时资产的索赔权一般都后于其他债券,仅优于公司优先股。此外,转券的票面利率远低于同等资信质量的普通公司债券的票面利率。这些潜在风险和收益损失需要通过可转换债券中股票期权的价值来补偿,这对发行公司的基准股票的潜在增值能力有一定的严格要求。因此,我国对上市公司发行可转换债券做了严格规定,如:要求上市公司最近3年连续盈利,且最近3年净资产利润率平均在10%以上;属于能源、原材料、基础设施类的公司可以略低,但是不得低于7%;可转换公司债券发行后,资产负债率不高于70%;累计债券余额不超过公司净资产额的40%;可转换公司债券的利率不超过银行同期存款利率,等等。

而定向增发新股却对上市公司的盈利状况没有做严格的规定,甚至一些亏损的上市公司也可以进行定向增发新股,且对定向增发新股没有发行规模的限制、审批程序也很简单。因此,可转换公司债券融资的“门槛”要高于定向增发新股的要求,在一定程度上限制了上市公司选择发行可转换债券融资。

(2)可转换债券的持有人对可转换债券偿还性和未来转换成普通股票的要求,决定了上市公司管理层不愿意发行可转换债券融资。在中国,由于上市公司治理结构的特殊性,上市公司“内部人控制”现象普遍,上市公司的管理层在融资方式的选择权方面具有很大的决策权。而当上市公司选择可转换债券融资时,要求上市公司定期支付固定利息,可转换债券的这种债权的性质在一定程度上限制了经理人支配公司现金流量的自由度。并且在上市公司发行可转换债券之后,公司的股票价格不能上涨,可转换债券持有人就不能按期转换成普通股,此时,上市公司需要偿还可转换债券持有人的本金,这将会给公司带来沉重的债务负担,也将影响公司管理层的报酬,甚至威胁到公司管理层的职位。在有可供选择的其它融资工具的情况下,上市公司的管理层会选择配股、公开增发新股、定向增发新股,而不愿意选择发行可转换债券。由于配股、公开增发新股对上市公司的股价存在负面效应,而定向增发新股有利于促进上市公司治理结构的完善、降低代理成本,且定向增发新股对上市公司的股价不存在负面效应。因此,上市公司会选择定向增发新股融资。

(3)在中国,发行可转换债券的负面效应在一定程度上制约了上市公司选择可转换债券融资。实证研究表明,发行可转换债券对上市公司的股价存在负面效应。唐康德等(2004)以2000-2003年在沪深交易所发行可转债的21家上市公司为研究样本,利用事件研究方法对可转债发行公告的市场效应进行了实证研究,结果表明在事件公告日样本的平均超额收益为-0.66%,2天的累计超额收益为-0.14%,而在事件窗口[-30,30]内的累计超额收益为1.53%,但均不显著。刘娥平(2005)、张雪芳和刘春杰(2006)等学者的研究得出了同样的结论。因此,发行可转换债券的负面效应在一定程度上制约了上市公司选择可转换债券融资。而定向增发新股却有正的财富效应(章卫东,2007)。这是因为中国上市公司定向增发新股不仅可以解决新股发行中的信息不对称问题,而且中国上市公司定向增发新股的目的大多是为了收购集团公司及关联公司的资产以减少上市公司与集团公司及关联公司的关联交易、减少同业竞争;或者通过收购集团公司及关联公司的资产向上市公司注入优质资产,因而上市公司定向增发新股可以提高上市公司的绩效,这一信息被证券市场理解为积极的信号,因而宣告定向增发新股的上市公司股价会上涨。

根据上面的分析,本文提出如下理论假设:

上市公司定向增发新股的市场绩效要好于发行可转换债券的市场绩效。

### 三、研究设计

#### (一)样本选取及数据来源

本文以2005年5月1日至2007年12月31日有定向增发新股预案公告的A股公司为研究样本,这些数据均来自万得信息服务有限公司(WIND)。为了研究的需要,本文对研究的样本公司进行了筛选:(1)剔除B股公司增发A股,A股公司增发H股以及H股公司增发A股的样本,共剔除样本9家。(2)剔除金融类上市公司宣告定向增发新股的样本,因为金融类上市公司与非金融类上市公司的经营范围不一样,共剔除样本5家。(3)剔除定向增发新股宣告期间有重大事件发生的样本,因为公司重大事件的公告会影响公司的累计超额收益率,共剔除样本7家。(4)剔除当年同时进行过配股、发行可转换债券和公开增发新股的样本,因为重复的股权再融资会影响公司的股价,共剔除样本2家。(5)剔除财务数据和金融交易数据缺失或异常的样本,共剔除样本16家。(6)剔除被ST的样本,共剔除样本12家。经过筛选后,最后得到符合标

指在此期间无股东大会、董事会公告,也无年报的披露、分红方案的披露等。

在进行定向增发新股与公开增发新股宣告效应比较研究时,要采用公开增发新股的数据。但同一年同时进行过配股、发行可转换债券和公开增发新股的样本剔除。

准的定向增发新股的样本公司共 200家,其中上海证券交易所发行 113家、深圳证券交易所发行 87家。

以 2005年 5月 1日至 2007年 12月 31日发行可转换债券的 A股公司为研究的对照样本,数据均来自 WIND。共选取发行可转换债券的样本公司 18家,其中上海证券交易所发行 12家、深圳证券交易所发行 6家。

表 1 样本公司统计描述

	深圳证券交易所	上海证券交易所	合计
定向增发总数	87	113	200
可转换债券	6	12	18

表 2 定向增发、可转换债券行业分布统计

行业	定向增发		可转换债券	
	数量(家)	占比	数量(家)	占比
农、林、牧、渔业	8	4.00%	1	5.56%
采掘业	5	2.50%	1	5.56%
制造业	116	58.00%	11	61.11%
电力、煤气及水的生产和供应业	5	2.50%	1	5.56%
建筑业	4	2.00%		
交通运输、仓储业	9	4.50%	2	11.11%
信息技术业	13	6.50%		
批发和零售贸易业	14	7.00%		
房地产业	11	5.50%	2	11.11%
社会服务业	4	2.00%		
传播与文化产业	1	0.50%		
综合类	10	5.00%		
合计	200	100%	18	100%

表 3 定向增发规模描述统计

	均值	中位数	最大值	最小值
发行价(元)	11.71	9.35	75.49	2.35
发行股数(万股)	14269	7820	257027	800
拟募集资金(亿元)	13.17	6.71	100	0.76

表 4 可转换债券规模描述统计

	均值	中位数	最大值	最小值
发行价格(元/张)	100	100	100	100
发行数量(万张)	902	460	3000	200
拟募集资金(亿元)	9.02	4.6	30	2

表 1对筛选后的定向增发新股与可转换债券的样本进行了比较分析,发现上市公司中选择定向增发新股融资的公司占绝对多数,选择可转换债券融资的公司比例很低。从表 2关于定向增发新股、可转换债券融资的上市公司的行业分布情况来看,两者的行业分布差异不大,都集中在制造业。从表 3和 4可见,上市公司进行定向增发新股的规模要大于发行可转换债券融资的规模。

### (二)方程的设计和变量的定义

本文使用的回归模型如下:

$$CAR_i = \alpha_0 + \alpha_1 Rsize_i + \alpha_2 Debratio_i + \alpha_3 \ln Size_i + \alpha_4 Tobin Q_i + \alpha_5 XN + \epsilon_i \quad (1)$$

其中  $\alpha_0$  为截距,  $\alpha_1 - \alpha_5$  为系数,  $\epsilon_i$  为随机干扰项。

在计算窗  $(t_1, t_2)$ 内,第  $i$ 个样本相对市场的累计超额收益率  $CAR_i(t_1, t_2)$ 为:

$$CAR_i(t_1, t_2) = \sum_{t=t_1}^{t_2} AR_{it} \quad (2)$$

第  $i$ 日平均超额收益率  $AAR_i$ 和计算窗口  $(t_1, t_2)$ 内的累计平均超额收益率  $CAAR_i(t_1, t_2)$ ,分别如下:

$$AAR_i = \frac{1}{n} \sum_{i=1}^n AR_{it} \quad (3)$$

$$CAAR_i(t_1, t_2) = \frac{1}{n} \sum_{i=1}^{t_2} CAR_i(t_1, t_2) \quad (4)$$

对于研究的第  $i$ 个样本,其市场调整后的第  $t$ 日的超额收益率  $AR_{it}$ 为:

$$AR_{it} = R_{it} - R_{mt} = \frac{P_{it} - P_{it-1}}{P_{it-1}} - \frac{I_{mt} - I_{mt-1}}{I_{mt-1}} \quad (5)$$

其中,  $R_{it}$  为第  $i$  个样本第  $t$  日收益率,  $R_{mt}$  为第  $t$  日的市场收益率;  $P_{it}$  和  $P_{it-1}$  分别表示第  $i$  个样本第  $t$  日和第  $t-1$  日的收盘价;  $I_{mt}$  和  $I_{mt-1}$  分别表示第  $t$  日和第  $t-1$  日上证综合指数和深圳成份指数的收盘指数;  $t=1, 2, 3, \dots, n_0$ .

实证分析中使用的所有变量的定义及其解释见表 5。

表 5 变量的定义

变量名称	变量描述
CAR	股票样本相对于市场的累计超额收益率
Rsize	发行相对规模, 发行金额与公司市场价值之比, 其中: 公司市场价值 = 总股本 $\times$ 计算窗口内平均股价 + 长期债券, 度量信息释放假说的指标
Debtratio	增发前一年年末公司的资产负债率, 度量财富再分配假说的指标
lnSize	公司规模, 用发行前公司总股本的自然对数表示
Tobin-Q	反映公司市场价值与公司重置成本的比值, 其中: 公司市场价值 = 总股本 $\times$ 计算窗口内平均股价 + 长期债券; 重置成本用总资产表示
XN	虚拟变量, $XN=1$ 表示定向增发新股, $XN=0$ 表示发行可转换债券
	随机扰动项

#### 四、定向增发新股融资与可转换债券融资宣告效应的实证分析

##### (一) 单变量检验结果

表 6 给出了 2005 - 2007 年间, 中国上市公司宣告定向增发新股与可转换债券宣告效应的实证检验结果, 在时间窗口  $[-20, +5]$  每天的平均超额收益率 (AAR) 和累计平均超额收益率 (CAAR) 及其  $t$  检验的结果。

表 6 中国上市公司可转换债券与定向增发新股的宣告效应比较

事件窗口	可转换债券				定向增发			
	AAR (%)	t值	CAAR (%)	t值	AAR (%)	t值	CAAR (%)	t值
-20	-4.60	-1.089	-4.60	-1.089	0.81	0.609	0.81	0.609
-19	0.50	0.790	-4.10	-0.962	0.02	0.072	0.83	0.612
-18	-0.40	-0.320	-4.50	-1.085	-0.06	-0.195	0.77	0.557
-17	-1.30	-1.299	-5.80	-1.435	0.25	0.509	1.02	0.696
-16	0.63	0.725	-5.20	-1.217	-0.17	-0.850	0.85	0.564
-15	-0.70	-0.814	-5.80	-1.191	0.18	0.771	1.03	0.661
-14	-1.00	-1.177	-6.80	-1.333	-0.02	-0.123	1.00	0.641
-13	-1.00	-1.242	-7.90	-1.584	0.20	0.954	1.20	0.755
-12	-1.20	-1.385	-9.00	-1.77*	-0.02	-0.074	1.19	0.738
-11	-0.30	-0.512	-9.30	-1.87*	-0.12	-0.501	1.07	0.654
-10	-0.40	-0.582	-9.70	-1.95*	0.49	2.033**	1.56	0.954
-9	0.08	0.135	-9.60	-1.95*	0.30	1.369	1.86	1.121
-8	0.65	0.890	-9.00	-1.72*	0.05	0.214	1.91	1.136
-7	-0.50	-0.923	-9.50	-1.85*	0.28	1.177	2.19	1.312
-6	-0.40	-0.429	-9.90	-1.89*	0.06	0.244	2.25	1.308
-5	2.37	4.365***	-7.60	-1.418	0.48	1.980**	2.72	1.557
-4	0.01	0.007	-7.60	-1.427	0.00	-0.023	2.72	1.527
-3	-1.30	-1.658	-8.90	-1.598	-0.04	-0.160	2.68	1.501
-2	0.42	0.511	-8.50	-1.471	0.48	2.119**	3.16	1.738*
-1	0.00	0.004	-8.50	-1.382	0.36	1.670*	3.52	1.910*
0	-0.30	-0.281	-8.70	-1.441	0.47	1.939**	3.99	2.144**
1	-0.20	-0.186	-8.90	-1.439	0.16	0.706	4.14	2.241**
2	0.06	0.146	-8.80	-1.427	0.03	0.111	4.17	2.227**
3	0.48	0.662	-8.30	-1.371	0.21	0.950	4.37	2.310**
4	0.33	0.523	-8.00	-1.301	0.50	2.000**	4.87	2.583***
5	-2.30	-0.865	-10.30	-1.644	0.68	3.010***	5.55	2.924***
	CAAR		CAR > 0		CAAR		CAR > 0	
2天 [-1, 0]	-0.30		33.33%		0.83		50.5%	
3天 [-1, 1]	-0.50		38.89%		0.99		53.5%	

注: \*\*、\*、\* 分别表示在 1%、5% 和 10% 的水平上显著。

从表 6 可见,中国上市公司宣告定向增发新股每天的 AAR 和 CAAR 大多数为正数。其中,宣告定向增发新股当日的 AAR 为 0.47%、CAAR 为 3.99%,而且在 0.05 的水平上高度显著。且宣告定向增发新股在  $[-1, 0]$ 、 $[-1, 1]$  的 CAAR 分别为 0.83% 和 0.99%。

中国上市公司宣告发行可转换债券融资每天的 AAR 和 CAAR 大多数为负数。其中,宣告可转换债券发行当日的 AAR 为 -0.30%、CAAR 为 -8.70%,但不显著。且宣告可转换债券发行在  $[-1, 0]$ 、 $[-1, 1]$  的 CAAR 分别为 -0.30% 和 -0.50%。

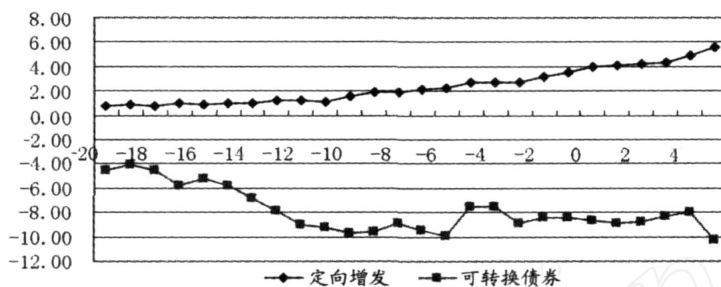


图 1 事件窗内各日累计平均超额收益率 CAAR<sub>t</sub> 的变化趋势

图 1 是 2005 - 2007 年中国上市公司宣告定向增发新股融资与发行可转换债券融资在时间窗口  $[-20, +5]$  内 CAAR 的走势,从图 1 中可见,宣告定向增发新股的 CAAR 要高于宣告发行可转换债券融资的 CAAR,并且宣告定向增发新股的 CAAR 为正且随时间而增加,而宣告发行可转换债券融资的 CAAR 为负且随时间而减少。由此可见,无论是宣告当日,还是  $[-1, 0]$ 、 $[-1, 1]$  的 AAR,或者  $[-20, +5]$  内的 CAAR,宣告定向增发新股融资的 CAAR 要高于宣告发行可转换债券融资的 CAAR。上述结论初步验证了本文理论分析提出的假设,为了进一步验证理论假设下面将进行多元回归检验。

### (二)多元回归分析

在加入了相对发行规模、公司规模、资产负债率、Tobin-Q 等控制变量后的多元回归检验结果显示 (见表 7),在董事会宣告定向增发新股、发行可转换债券融资前后的  $[-20, +5]$  内,宣告定向增发新股的累计超额收益率要高于宣告发行可转换债券融资的累计超额收益率 11.1%,并且在 0.10 的水平上显著。而且,相对发行规模对 CAR 有负面影响,但不显著;公司规模对 CAR 也有负面影响,并在 0.05 水平上显著;资产负债率对 CAR 有正面影响,但不显著;Tobin-Q 对 CAR 有正面影响,也不显著。该回归结果说明宣告定向增发新股短期股价的表现要好于宣告发行可转换债券融资短期股价的表现。从而进一步验证了本文提出的假设。

表 7 CAR 多元回归分析

回归统计量	回归
常数	0.961 (1.994 <sup>**</sup> )
Tobin-Q	0.009 (0.399)
Rsize	-0.01 (-0.28)
lnSize	-0.058 (-2.419 <sup>**</sup> )
DebtRatio	0.002 (0.163)
XN	0.111 (1.611 <sup>*</sup> )
样本数	218
Adj R <sup>2</sup>	0.037
F Value	2.674 <sup>**</sup>

注:\*\*\*、\*\*、\*分别表示在 1%、5%和 10%的水平上显著。

## 五、结论及政策建议

### (一)研究结论

本文通过对 2005 年 5 月 1 日至 2007 年 12 月 31 日期间上市公司定向增发新股与发行可转换债券融资

的选择及证券市场对其反应进行了理论和实证研究,本文发现:

(1)股权分置改革之后,中国上市公司更愿意选择定向增发新股融资方式,而不是发行可转换债券融资。由于中国证监会对上市公司定向增发新股融资没有盈利的要求,使一些业绩较差甚至亏损的上市公司也能进行定向增发新股融资。而且对定向增发新股融资没有发行规模的限制,证券管理部门对定向增发新股融资审批程序也简单。但上市公司发行可转换债券融资却有严格的盈利要求,加之可转换债券本身的债务特征及转股对基准股票价格增值的要求,使得很多上市公司不愿选择发行可转换债券融资,而愿意选择定向增发新股融资。

(2)中国上市公司宣告定向增发新股融资对证券市场的表现要好于宣告发行可转换债券融资对证券市场表现。本文实证研究结果表明,无论是单因素检验还是多因素检验,上市公司宣告定向增发新股融资前后[-20,+5]的超额回报率要高于宣告发行可转换债券融资的超额回报率,这进一步说明上市公司进行定向增发新股融资得到证券市场的青睐,而上市公司发行可转换债券融资还未得到中国证券市场的普遍接受。

## (二)研究结论的意义

本文研究结论的意义在于:中国上市公司宣告定向增发新股的宣告效应要显著好于宣告发行可转换债券融资的宣告效应。在[-20,+5]窗口内,宣告定向增发新股的累计超额收益率要高于宣告发行可转换债券融资的累计超额收益率11.1%。因此,定向增发新股能增加企业的价值,上市公司进行定向增发新股融资得到证券市场的青睐,而上市公司发行可转换债券融资还未得到中国证券市场的普遍接受。结合上文的理论分析,笔者认为,中国证券监管部门应当在制定相关融资政策时充分考虑证券市场投资者的意愿,为上市公司进行定向增发新股创造一个较好的政策环境,并积极鼓励中国上市公司采用定向增发新股方式进行融资,以便使融资企业的价值最大化。中国上市公司在进行融资决策时,也要考虑选择能使股东财富最大化的融资方式,即上市公司应当采用定向增发新股方式进行融资。在目前的市场环境下,尽量不要采用发行可转换债券进行融资。投资者在进行投资决策时应当积极参与定向增发新股的上市公司的投资,回避发行可转换债券的上市公司的投资,以便使投资收益最大化,风险最小化。

## 参考文献:

- 董斌、赵红平,2005:《西方学者关于可转换公司债券融资动因研究综述》,《东南大学学报》(哲学社会科学版)第11期。
- 刘娥平,2005:《中国上市公司可转换债券发行公告财富效应的实证研究》,《金融研究》第7期。
- 唐康德、夏新平、汪宜霞,2004:《上市公司可转债发行市场效应的实证研究》,《经济体制改革》第6期。
- 王一平、何亮,2005:《可转换债券与公司绩效》,《四川省情》第2期。
- 张雪芳、刘春杰,2006:《对可转换债券发行前后公司绩效变动趋势的实证研究》,《上海金融》第7期。
- 章卫东,2007:《定向增发、整体上市与股票价格短期市场表现的实证研究》,《会计研究》第12期。
- Abhyankar, Abhay, and Alison Dunning 1999. "Wealth Effects of Convertible Bond and Convertible Preference Share Issues: An Empirical Analysis of the UK Market" *Journal of Banking & Finance*, Elsevier, 23(7): 1043 - 1065.
- Brennan, M. J., and E. S. Schwartz 1988 "The Case for Convertibles" *Journal of Applied Corporate Finance*, 1(2): 54 - 64
- Galai, Dan, and Ronald W. Masulis 1976 "The Option Pricing Model and the Risk Factor of Stock" *Journal of Financial Economics*, 3(1 - 2): 53 - 81.
- Mayers, David 1998 "Why Firms Issue Convertible Bonds: the Matching of Financial and Real Investment Options" *Journal of Financial Economics*, 47(1): 83 - 102
- Eckbo, Espen 1986 "Valuation Effects of Corporate Debt Offerings" *Journal of Financial Economics*, 15(1 - 2): 119 - 151.
- Jalan, P., and G. Barone-Adesi 1995. "Equity Financing and Corporate Convertible Bond Policy" *Journal of Banking & Finance*, 19: 187 - 206
- Stein, Jeremy 1992 "Convertible Bonds as 'Back door' Equity Financing" *Journal of Financial Economics*, 30(2): 3 - 21.
- Kang, J. K., Y. C. Kim, K. J. Park, and R. M. Stulz 1995. "An Analysis of the Wealth Effects of Japanese Offshore Dollar-denominated Convertible and Warrant Bond Issues" *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 30(2): 257 - 270
- Kang, Jun - Koo, and Rene M. Stulz 1996 "How Different is Japanese Corporate Finance? An Investigation of the Information Content of New Security Issues" *Review of Financial Studies*, Oxford University Press for Society for Financial Studies, 9(1): 109 - 139.
- Wruck, Karen Hopper 1989. "Equity Ownership Concentration and Firm Value: Evidence from Private Equity Financings" *Journal of Financial Economics*, 23(1): 3 - 28
- Dann, Larry Y., and Wayne H. Mikkelson 1984. "Convertible Debt Issuance, Capital Structure Change and Financing-related Information: Some New Evidence" *Journal of Financial Economics*, 13(2): 157 - 186
- Miller, Merton H., and Kevin Rock 1985. "Dividend Policy under Asymmetric Information" *Journal of Finance*, 40(4): 1031 - 1051.
- Hertzel, Michael G., and Richard L. Smith 1993. "Market Discounts and Shareholder Gains for Placing Equity Privately" *Journal*

20. Hertz, Michael, Michael Lemmon, James S Linck, and Lynn Rees 2002. "Long - run Performance Following Private Placements of Equity." *Journal of Finance*, 57(6): 2595 - 2617.
21. Barclay, Michael J., Clifford G Holderness, and Dennis P. Sheehan 2007. "Private Placements and Managerial Entrenchment." *Journal of Corporate Finance*, 13(4): 461 - 484.
22. Myers, Stewart, and Nicholal S Majluf 1984. "Corporate Financing and Investment Decisions when Firms Have Information that Investors do not Have." *Journal of Financial Economics*, 13(2): 187 - 221.

## The Comparative Study of Private Placement of Equity Financing and Convertible Bond Financing

Zhang Weidong, and Zhou Weiwu

(JiangXi University of Finance and Economics)

**Abstract:** Using the 218 samples from both Shanghai and Shenzhen stock exchange from 2005 to 2007, with standard event study method, this paper examines the difference between the short - term performance of private equity placement and that of convertible bond financing. We find that the short - term performance of private placement equity is better than that of convertible bond issuing. These findings suggest that the regulators should incorporate the preference of investors into the regulations of financing policy, and thus provide suitable environment for the private placement equity.

**Key Words:** Equity Refinancing; Financing Pattern; Private Placement of Equity; Convertible Bond

**JEL Classification:** G32

(责任编辑:孙永平)

---

(上接第 71 页)

16. McQuinn, Kieran, and Gerard O'Reilly 2007. "A Model of Cross - country House Prices." *Research Technical Papers*, Central Bank & Financial Services Authority of Ireland, 5/RT/07.
17. Peng, Wensheng, Matthew Yiu, and Dickson Tam. 2005. "The Property Market and the Macroeconomy of the Mainland: A Cross Region Study." *Research Memorandum*, Hong Kong Monetary Authority, August, 12/2005.
18. Phelps, Edmund S. 1967. "Phillips Curve, Expectations of Inflation, and Optimal Unemployment Over Time." *Economic Journal*, 34 (August): 254 - 281.
19. Sims, Christopher 1986. "Are Forecasting Models Usable for Policy Analysis?" *Federal Reserve Bank of Minneapolis Quarterly Review*, Winter, 3 - 16.
20. Tsatsaronis, Kostas, and Haibin Zhu 2004. "What Drives House Price Dynamics: Cross - Country Evidence." *BIS Quarterly Review*, March.

## The Fluctuation of China's Real Estate Price and the Macroeconomy:

### A Research Based on the SVAR Model

Zhao Xindong

(Huaqiao University)

**Abstract:** There is a close relationship between the price fluctuation of China's real estate and the macroeconomy in China. In this paper, we established a Structural Vector Autoregressive (SVAR) model with the variables of consumer price index (CPI), output, money supply M2 and residential property price index using the data from 1999Q1 to 2009Q2, to estimate the dynamic effects of the supply shock, the demand shock on and the monetary policy shock on the real estate price, as well as the dynamic effects of the real estate price shock on the volatility of inflation, GDP growth rate and money stock. The results show that the positive shock of real estate price will push the inflation rate and GDP growth rate to a higher level, and drop the growth rate of money supply to a lower level. All the positive supply shock, demand shock and monetary policy shock will push the growth rate of real estate price to a higher level.

**Key Words:** Real Estate Price; Macroeconomic Variables; SVAR Model

**JEL Classification:** E20, E31

(责任编辑:陈永清)