

学校编码: 10384  
学 号: 200214008

分类号 \_\_\_\_\_ 密级 \_\_\_\_\_  
UDC \_\_\_\_\_

## 学 位 论 文

我国可转换债券市场存在的问题及对策研究

A Study for the Issue and Solution  
in The Chinese Convertible Bonds Market

李敏华

指导教师姓名: 沈 维 涛 教 授

申请学位级别: 硕 士

专 业 名 称: 企 业 管 理

论文提交日期: 2 0 0 5 年 4 月

论文答辩时间: 2 0 0 5 年 5 月

学位授予单位: 厦 门 大 学

学位授予日期: 2 0 0 5 年 月

答辩委员会主席: \_\_\_\_\_

评 阅 人: \_\_\_\_\_

2005 年 5 月

## 内容摘要

可转换债券这一带有衍生性质的金融产品，自 1992 年进入我国市场至今仅仅经历了短短十三年的发展历程，近几年进入了快速发展阶段，市场规模迅速扩大。近期的可转换债券发行“热潮”向理论界和实务界提出了新的课题。可转换债券作为一种金融产品，其成熟离不开其市场的完善。研究可转换债券市场的完善问题有利于为我国更好地实践、推广可转换债券这一相对较新的金融衍生品种创造一个良好的环境。此外，可转换债券市场作为我国金融资本市场的重要组成部分，对促进国家资源的优化配置，提高资本流通效率，加强国家经济实力具有重要的意义。

本文通过分析我国可转换债券市场的发展历程、现状，找出我国可转换债券市场存在的问题，对其形成原因进行分析，同时与海外可转换债券市场进行比较，借鉴其成功发展经验，对我国可转换债券市场体系的完善提出一些建议。

全文共分四章：

第一章可转换债券及其相关理论文献回顾。在本章中，简要介绍了可转换债券的概念、种类、相关理论，市场环境对可转换债券影响因素，可转换债券市场研究的相关文献。为进一步研究我国可转换债券市场存在的问题进行了铺垫。

第二章我国可转换债券市场存在的问题及其原因分析。在本章中，通过研究我国可转换债券的发展历程及现状特点，将我国可转换债券发展过程按国家政策发布分为三个阶段，分别归纳其特点，并概括总结我国可转换债券市场现状。接着分析我国可转换债券市场存在的问题，从微观到宏观分四个层次对我国可转换债券市场存在的问题进行了总结，并在前人研究的基础上对导致这些问题的原因进行了剖析。

第三章海外可转换债券市场的比较研究。在本章中，介绍了海外几个主要可转换债券市场的发展历程、市场特点，通过与其的比较，发现我国可转换债券市场的不足，研究其可供完善我国市场借鉴、学习的经验。

第四章完善我国可转换债券市场对策研究。在本章中，针对前文中总结的我国可转换债券市场存在的问题，借鉴海外成熟市场的成功经验，对建设、完善我国可转换债券市场提出了相应的建议对策，并对可转换债券市场的发展前景进行了展望。

**关键词：**可转换债券；市场；问题；对策

厦门大学博硕士学位论文摘要库

## Abstract

Convertible bonds are freshmen for our financial market. It first came into our market in 1992 and develop fast in recent years. And this fast expanding of our convertible bonds markets bring a new question to people. Convertible bonds' mature needs its market's mature. The study on improvement of our convertible bonds' market is good to practice and popularize convertible bonds in China. Besides, the convertible bonds' market is an important part of our financial capital market, it is significant to optimize collocation of national resource, enhance the currency of capital and strengthen national economical vigor.

We analyze the development course and status of our country's convertible market, study the market's problems and their causation. Then compare with the other mature convertible bonds markets, we suggest some ways to improve our convertible bonds market by studying other markets' success experience.

This article includes four chapters:

Chapter 1, convertible bonds and the review of correlative theories. In this chapter, the concept, classes and correlative theories of convertible bonds are introduced. Then we review the pre-study on convertible bonds markets. All these are prepared for follow study on our country convertible market.

Chapter 2, an analysis of the problems and their causations existing in Chinese convertible bonds market. In this chapter, we study the development course of our convertible bonds market, summarizing characteristics of our market. And we analyze the problems in our convertible bonds market, conclude them in four arrangements from microcosmic to macrocosmic points of view. Then we analyze the causes of the problems' formation through study

pre-study.

Chapter 3, the comparison and research on abroad convertible bonds market. In this chapter, the development course and characteristics of some primary abroad convertible bonds markets are introduced. By the comparison with other markets, discover the disadvantages of our convertible bonds market and provide the success experience about the development of market for us.

Chapter 4, the research on how to improve our convertible bonds market's construction. In this chapter, aiming at resolve the problems existing in our convertible bonds market, we make some suggestions with the help of aboard mature markets' experience.

**Key Words:** Convertible Bonds; Market; Problems; Suggestions

目 录

引 言 .....	1
第一章 可转换债券及其相关理论文献回顾 .....	3
第一节 可转换债券概述 .....	3
一、可转换债券的概念与特征 .....	3
二、可转换债券的种类 .....	4
三、可转换债券的优势及局限性 .....	5
四、市场环境对可转换债券的影响 .....	6
第二节 可转换债券市场研究相关文献回顾 .....	7
第二章 我国可转换债券市场存在的问题及其原因分析 .....	12
第一节 我国可转换债券市场的发展及现状 .....	12
一、摸索尝试阶段 .....	12
二、试点发展阶段 .....	14
三、迅速扩容阶段 .....	17
四、我国可转换债券市场现状 .....	21
第二节 我国可转换债券市场存在的问题 .....	22
一、我国可转换债券定价不合理的问题 .....	23
二、我国可转换债券产品设计上存在的问题 .....	25
三、我国可转换债券市场体系不完善 .....	28
四、国家相关配套政策制度方面存在的缺陷 .....	31
第三节 我国可转换债券市场存在问题的原因分析 .....	33
一、我国可转债转股价格不为投资者认可的原因 .....	34
二、我国可转换债券产品设计缺乏差异性的原因 .....	35

三、我国可转换债券市场体系存在问题的原因分析.....	36
四、政府相关政策制度失效的原因分析.....	38
<b>第三章 海外可转换债券市场的比较研究 .....</b>	<b>40</b>
<b>第一节 全球可转换债券市场概述 .....</b>	<b>40</b>
<b>第二节 海外主要可转换债券市场特点 .....</b>	<b>43</b>
一、美国可转换债券市场.....	43
二、欧洲可转换债券市场.....	45
三、日本可转换债券市场.....	46
四、除日本外的亚洲可转换债券市场.....	48
<b>第三节 海外可转换债券市场与我国市场的比较及启示.....</b>	<b>50</b>
一、海外可转换债券市场上丰富的产品品种.....	50
二、市场管理机制上的差异.....	50
三、以机构投资者为主的成熟投资群体.....	51
四、发行公司资质要求和行业分布.....	51
五、较高的市场成熟程度.....	52
六、某些具体交易制度上的差异.....	52
<b>第四章 完善我国可转换债券市场对策研究 .....</b>	<b>53</b>
<b>第一节 完善我国可转换债券市场的具体对策 .....</b>	<b>53</b>
一、探索适合我国市场状况的可转换债券定价模式.....	53
二、以投资者利益为导向，加大金融创新力度.....	55
三、完善我国可转换债券市场体系.....	56
四、加强国家相关制度建设.....	58
<b>参考文献 .....</b>	<b>60</b>
<b>后 记 .....</b>	<b>63</b>



**CONTENTS**

<b>Foreword .....</b>	<b>1</b>
<b>Chapter 1 Convertible bonds and the review of correlative theories .....</b>	<b>3</b>
<b>1.1 Summary of convertible bonds .....</b>	<b>3</b>
1.1.1 Concept and characters of convertible bonds.....	3
1.1.2 The classes of convertible bonds.....	4
1.1.3 The advantages and limitations of convertible bonds .....	5
1.1.4 The effect of market surroundings upon convertible bonds.....	6
<b>1.2 The review of convertible bonds' market correlative theories.....</b>	<b>7</b>
<b>Chapter 2 An analysis of the problems and their causations existing in Chinese convertible bonds market.....</b>	<b>12</b>
<b>2.1 The status and development course of our convertible bonds market .....</b>	<b>12</b>
2.1.1 The first phase .....	12
2.1.2 The second phase .....	14
2.1.3 The third phase .....	17
2.1.4 The status quo of convertible bonds market.....	21
<b>2.2 The problems existing in Chinese convertible bonds market .....</b>	<b>22</b>
2.2.1 The valuation problem of our convertible bonds market .....	23
2.2.2 The problems about convertible bonds' product design.....	25
2.2.3 The limitation of convertible bonds market system.....	28
2.2.4 The flaw in national correlative policies and systems.....	31
<b>2.3 An analysis on the causes of the problems' formation in our convertible bonds market .....</b>	<b>33</b>
2.3.1 The reasons for our convertible bonds improper valuation.....	34
2.3.2 The reasons for convertible bonds' product onefold design.....	35

2.3.3	Which leads the market system's problem such as small scale etc ...	36
2.3.4	Which makes national policies and management systems misplay ....	38
<b>Chapter 3 The comparison and research on abroad</b>		
	<b>convertible bonds market .....</b>	<b>40</b>
<b>3.1</b>	<b>The summary of global convertible bonds market .....</b>	<b>40</b>
<b>3.2</b>	<b>The characteristics of aboard primary convertible bonds markets ....</b>	<b>43</b>
3.2.1	The convertible bonds' market of U.S.A.....	43
3.2.2	The European convertible bonds' market.....	45
3.2.3	The Japanese convertible bonds' market.....	46
3.2.4	The Asian convertible bonds' market excluding Japan.....	48
<b>3.3</b>	<b>The success development experience of aboard convertible bonds markets which can be used to improve our national market .....</b>	<b>50</b>
3.3.1	The abundant quantity of financial products' classes in aboard markets .....	50
3.3.2	The difference in market management system.....	50
3.3.3	Mature investors, which are composed of many organization investors .....	51
3.3.4	The difference in request to the launch company.....	51
3.3.5	Relative mature market .....	52
3.3.6	The difference in some exchange system.....	52
<b>Chapter 4 How to improve our convertible bonds' market ...</b>		
<b>4.1</b>	<b>The suggestions about how to improve our convertible bonds' market .....</b>	<b>53</b>
4.1.1	Research for mature valuation model suiting for our country .....	53
4.1.2	More attention to innovations of financial products .....	55
4.1.3	Perfect our convertible bonds' market system .....	56
4.1.4	Strengthen national correlative policies and systems' construction ..	58
<b>References .....</b>		<b>60</b>
<b>Postscript.....</b>		<b>63</b>

## 引 言

可转换债券在西方已有上百年的发展历史了，近 20 年来全球可转换债券市场更是蓬勃发展。这种带有衍生性质的金融产品在我国的发展历程相对短的多，自 1992 年进入我国市场至今不过十三年的发展过程，近两年、三年进入了高速发展阶段，市场规模迅速扩大。目前我国证券市场上发行及准备发行可转换债券的上市公司迅速增加，发行及预期发行规模也正在迅速扩大。据统计截至 2004 年 12 月 31 日，我国已发行可转换债券的上市公司达 35 家，累计发行规模为 469.53 亿元<sup>①</sup>。至 2005 年 1 月中旬，公告拟发行可转债的 33 家上市公司中，有 30 家是在 2004 年公告拟发可转债预案，计划募集资金规模达到了 314 亿元左右<sup>②</sup>。可转换债券的这一发行“热潮”要求学者们对可转换债券进行更深入的研究，同时也为研究准备了供探讨的实际案例。

可转换债券作为一种金融产品，它的成熟离不开其市场的完善。市场环境作为对可转换债券具有重要影响的因素之一，一方面将影响人们的预期，另一方面可以改变公司的经营业绩。建设成熟、完善的可转换债券市场将为我国更好地实践、推广可转换债券这一相对较新的金融衍生品种创造一个良好的环境。此外，可转换债券市场作为金融资本市场的重要组成部分，对促进国家资源的优化配置，提高资本流通效率，加强国家经济实力具有重要的意义。

我国可转换债券市场目前仍处于高速发展阶段，与成熟、完善的目标相距甚远，存在着不少的问题。如何解决这些问题，建设成熟、有效率的市场，同时也是完善我国金融资本市场的要求。因此，就有必要对我国可

---

<sup>①</sup>根据上交所、深交所可转换债券数据统计而成。

<sup>②</sup>雅虎财经，《2005 年：可转债市场价值重估的起点》，上海海证券报，2005. 1. 19

转换债券市场的发展过程、现状、存在的问题进行研究：我国可转换债券市场经过约十年的发展是否已经足够完善？是否已经孕育出成熟理性的市场参与者？我国可转换债券制度建设还存在哪些问题？理论上有什么方法可以促进我国可转换债券市场的完善？

本文通过分析我国可转换债券市场的发展历程、现状，找出我国可转换债券市场存在的问题，并对其形成原因进行分析，同时与海外可转换债券市场进行比较，借鉴其成功发展经验，对我国可转换债券市场体系的改革提出一些粗浅的建议。

## 第一章 可转换债券及其相关理论文献回顾

### 第一节 可转换债券概述

#### 一、可转换债券的概念与特征

可转换债券（convertible bonds）是一种附有“转换条件”的债券，也可称可转换公司债券。我国证券法对其的定义是上市公司依照法定程序发行，在一定时间内依据约定的条件可以转换成股份的公司债券<sup>①</sup>。

可转换债券可以看作是期权（Options）的一种变异形式，与股票认股权证（Warrants）有些类似：本质上它是将发行人的一组权利（债权+期权）与投资人的一组权利相交换的工具，发行人用以交换的权利包括未来公司收益分配权和转股权等期权，投资人用以交换的权利包括当期消费的权利和另一种期权（如回售权）<sup>②</sup>。

可转换债券由于其所有的这种特殊的“转换”期权特性，使得其得以兼具债券、股票以及期权三个方面的部分特征，这些特征，使可转换公司债券既有获得股票市场收益的机会，又规避了一定的市场风险，具有筹资和避险的双重功能，因此，与单纯的融资工具或避险工具相比，可转换债券深受投资者欢迎。

同时，由于具有如下特点，可转换债券对发行人也十分有吸引力：可转换债券附有一般债券所没有的选择权，因此，可转换债券利率一般低于普通公司债券利率，企业发行可转换债券有助于降低其筹资成本；具有传递公司发展良好的信号作用，意味着目前发行人的股票价格偏低，并预期

---

<sup>①</sup>引自财政部注册会计师考试委员会办公室编，经济法，经济科学出版社，2003，第177页。

<sup>②</sup>引自杨如彦、魏刚、刘孝红、孟辉著，可转换债券及其绩效评价，中国人民大学出版社，2002，第1页。

将会有大幅增长；有助于提高公司在资本市场的地位，扩大其影响力，具有提高公司声誉的作用；降低对每股赢余的摊薄作用，稀释控股权的摊薄；扩大投资者群，获得更多更灵活的融资渠道；同等条件下，发行可转换债券比发行股票将筹得更多的资金。

随着相关理论的不断发 展完善，可转换债券市场的日益成熟，可转换债券的优势逐渐体现，近二十年来发展非常迅速，成为全球金融资本市场的重要组成部分。

## 二、可转换债券的种类

由于金融工具不断的创新以及众多金融人才的创造性工作，经过一段时间的发展，可转换债券市场的规模正不断扩大，具体的可转换债券形式也已经十分丰富。例如根据发行地、定值货币和发行方式的不同，可转换债券可分为国内可转换公司债券和国际可转换公司债券。国内可转换公司债券是指发行人在所属国境内以本国货币定价的可转换公司债券，后者则指发行人在所属国以外的国家和地区发行的以某种外国流通货币标价的可转换公司债券，属于国际债券。根据发行方式的不同，国际可转换公司债券也可进一步划分为欧洲可转换公司债券和外国可转换公司债券。

根据可转换债券设计条款不同导致的性质差异，可转换债券可以根据偏向股票形式或是债券形式划分成多个种类，如表 1-1 所示：

表 1-1 可转换债券的股性及债性

股权式	↑	股票	↓ 债权式
		强制性转股	
		低息低溢价	
		高息高溢价	
		零息债券	
		债券	

资料来源：杨如彦、魏刚、刘孝红、孟辉：《可转换债券及其绩效评估》，中国人民大学出版社，2002 年 7 月。

### 三、可转换债券的优势及局限性

从发行公司的角度考虑，理论上可转换债券具有两个明显的优点：转换期权使得投资者愿意接受较低的债务利息，意味着可转换债券可以为公司提供一种“廉价”的融资渠道，减轻公司的财务负担；“高估”股票预期发行的价格，进而可获得有关股票发行的“溢价”。一般而言，可转换债券的转换价格要比现在的市场价格要高，以体现其中蕴涵的期权的价值。

作为一种创新型金融产品，如前文所示，可转换债券具有独特的经济特质，从而成为许多公司融资的新渠道。然而目前的研究显示，可转换债券的发行有一定的局限性：较适用于规模较小，但有着数量较大且不断增长的融资需求，同时由于风险较大，其额外债务融资受到限制的成长性公司。原因主要有：

1、可转换债券本身具有一种“激励兼容”的特性，对减弱公司所有者与债权人之间的“代理问题”有着独特的作用。

2、对于那些拥有高增长前景的公司而言，虽然公司的成长性很好，但稳定性无从保证（风险很大），资信等级一般较低，从外部债务融资（如银行贷款、发行普通债券）要求的风险补偿太高，使得融资成本极高，导致其财务危机发生的概率很大，而可转换债券的低利率条款，可使其支付较少的财务费用，进而减小财务风险，避免公司因财务问题陷入困境，使公司成功度过成长期的机会增大。

3、对于拥有高增长前景的公司而言，可转换债券的发行还可以创造一种持续增加的股本基础，为其他外部融资的增长提供坚实的基础。这些公司，可能由于资信等级较低，根本无法发行股票，即使可以发行，但前景的迷茫以及信息的不对称性（所有者知道公司发展的前景，但外部投资者无法了解），导致投资者无法认同公司的价值，进而使得发行股价不高，

公司所有者不愿发行。而可转换债券发行中的“溢价”条款在一定程度上可以解决这一问题。

#### 四、市场环境对可转换债券的影响

对可转换债券价值起影响作用的因素有很多，如：公司的规模、盈利能力、成长性、筹集资金的用途、公司资本结构及其红利政策等发行公司基本面的影响因素；如资本市场平均利率走势、资金供求状况、宏观经济状况、证券市场状况等市场环境因素；如发行规模、发行方式、转股价格等条款设计因素等等

其中，市场环境是影响可转换债券的宏观要素，它一方面影响金融市场参与者（发行人、投资者等）的预期，另一方面影响着公司的经营业绩。狭义的可转换债券市场仅仅指我国可转换债券上市、发行的证券交易所体系，然而许多证券分析人员还喜欢将说不清楚的影响可转换债券的因素归纳为市场影响，因此，广义的可转换债券市场应包括将对所有可转换债券产生影响的因素，如资本市场利率走势、宏观经济状况、政府政策法规、市场特点等等诸多具体要素。上述这些宏观因素综合作用于参与该市场的所有主体，发行人、投资者及市场中介机构等等，从而影响可转换债券条款的设计、发行、转股：

##### 1、宏观经济状况

宏观经济状况可以用经济周期来描述，不同经济周期对发行人销售收入产生影响，进而将影响发行人的业绩、现金流量，对公司的经营状况产生影响。另一方面，宏观经济因素还会影响人们的预期，从而影响人们的消费投资热情，影响金融市场的供给、需求。

##### 2、市场利率走势

利率是资本投资的机会成本。当利率上升时，放债以收取固定利息是



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.

厦门大学博硕士学位论文摘要库