

# 基于代理成本的可转换债券融资

河北经贸大学 王冬年

国外学者的研究发现,可转换债券作为一种混合型的衍生金融工具,在一定程度上可以缓解股东与债权人之间、股东与管理者之间的利益冲突。本文从代理成本角度对可转换债券融资进行研究。

## 一、可转换债券融资:降低股东与债权人之间的代理成本

在有限责任的庇护下,股东在进行投资决策时,通常有放弃低风险、低收益项目而选择高风险、高收益项目的投资激励行为,从而产生资产替代。但对可转换债券的持有者来说,他们较少关注公司未来风险是否增加,因为他们拥有公司权益的选择权。可转换债券可以看做是定息债券和可以购买可转换债券发行公司普通股的认股权证的组合(负债+认股权证=可转换债券)。在这一组合中,认股权证提供了一种融资的“协同效应”。

然而,认股权证在这一组合中是怎样影响投资者对所持证券包含风险的认识呢?当公司具有较高的经营和财务风险时,对定息负债来说,公司需支付较高的利息。但对可转换债券发行公司来说,高风险并不意味着需承担相应较高的融资成本。这是因为伴随公司风险的增加和价格波动幅度的增大,认股权证的价值也会相应增加。认股权证持有者的利润来源于增长的股价高于执行价格,亦可抵御股价低于执行价格的“袭击”。对可转换债券来说,风险增加对定息债券成本的影响在某种程度上被认股权证增加的价值抵消。如果公司被证实是低风险公司,那么定息债券部分的价值就会比较高,而认股权证部分的价值则较低;反之亦然。由此看来,一个设计合理的可转换债券的价值在很大程度上不受发行公司风险的影响。

Green(1984)通过模型用特别的方式说明了与负债融资相连的投资激励问题,重点研究了债券持有者与股东的代理冲突,发现可转换债券在一定程度上解决了债券发行后所固有的“风险转移”问题。在现实中存在这样一种状态,激励所需的效应已产生,固定索取权的负债已被偿付,然而选择权的索取权却没有被执行。在此状态下,外部人按执行价格把他们的外部权益“回售”给内部人,这就是认股权证激励分配的效应。认股权证的激励效应在某种程度上抵消了风险负债存在的激励效应,股东(或管理者)将与认股权证持有者分享收益。

认股权证的索取权改变了权益持有者的冒险激励。定息债券的索取权是凸性的,认股权证的存在改变了它的特性。在定息债券凸性最大化的情况下,认股权证的索取权表现为一个股东索取权的凹性转变,而凹性减少了定息债券的索取

权凸性引致的扭曲激励问题。当认股权证的执行价格为零时,保留了剩余索取权完整的凸性。但恰当选择可转换债券契约的参数,如约定支付的负债数额和执行价格,剩余清偿则呈现出或凸或凹的特性。这是因为固定索取权在所有状态下都能偿付,而认股权证仅在特定的条件下才被执行。

## 二、可转换债券融资:减少管理者的机会主义行为

管理者的机会主义行为表现为,在实践中,管理者不以股东(或公司)价值最大化为目标而试图构建一个自己控制的庞大企业王国,由此形成因“过度投资”和过于顾虑企业财务杠杆产生的破产成本以及自身相应的在职损失而导致的“投资不足”问题。

Myers(1977)认为,管理者(或股东)在决定是否实施拥有的投资项目时,企业现有债务余额以及即将融入债务的金额是一个很重要的影响因素。当企业存在未到期债务时,其未来投资机会实现的收益将在股东与债权人之间分配,在某些情况下,债权人将获得足够多的收益,而股东不能在净现值大于零的投资项目中获得正常回报。这时,管理者(或股东)就有放弃实施净现值大于零的投资项目的动机,即产生投资不足行为。当企业破产的可能性较大时,管理者(或股东)的投资不足行为更加严重。Jensen(1986)的研究表明,当管理者不拥有企业100%的剩余索取权时,意味着管理者在承担所有努力成本的同时,却无法获得全部收益。在企业内部存在大量可供使用的自由现金时,管理者就倾向于截留这部分现金,将它用于自身的在职消费或建造“产业帝国”等对公司所有者没有意义的事情上,即产生过度投资行为。企业负债水平低容易产生过度投资行为,负债水平高又容易产生投资不足行为。这就是利用债务融资抑制管理者过度投资行为的同时又会引发投资不足问题的两难困境。

Mayers(1998)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。而可转换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缘于转换把资金留给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又抑制了过度投资行为。赎回条款作为可转换债券的一个突出特性,在投资选择权的到期日存在不确定性时具有很重要的作用。当投资选择权有价值时,这一条款允许企业通过强制转换换



# 存货发出计价核算的探讨

江西赣南师范学院 袁太芳

《企业会计制度》规定:企业领用或发出的存货,按照实际成本核算的,应当采用先进先出法、加权平均法、移动平均法、个别计价法或后进先出法确定其实际成本;按照计划成本核算的,应按期结转其应负担的成本差异,将计划成本调整为实际成本。

存货按计划成本核算和按实际成本核算各有优缺点。按计划成本核算,可以考核存货采购或生产部门的工作业绩,但会影响领用或发出存货实际成本计算的及时性、准确性。按实际成本核算,可以提供及时、准确的存货实际成本数据,但不便于考核存货采购或生产部门的工作业绩。

为方便讨论,笔者引用下例并按《企业会计制度》的规定计算出不同计价方法下的存货成本。

例1:某企业1月份某种存货的收发存情况为:1月初结存400件,单位采购成本11元,金额4400元;1月4日购入500件,单位采购成本12元,金额6000元;1月8日发出600件;

1月14日购入600件,单位采购成本13元,金额7800元;1月18日发出700件;1月25日购入300件,单位采购成本14元,金额4200元。

可知,月初结存数量400件,金额4400元;本月增加数量1400件,金额18000元;本月发出数量1300件,月末结存数量为500件。

按实际成本计价,发出存货及月末结存存货成本计算结果如下(单位:元):

计价方法	发出存货成本	月末结存存货成本
先进先出法	15 600	6 800
后进先出法	16 000	6 400
移动平均法	15 696.30	6 703.70
加权平均法	16 177.78	6 222.22

按计划成本核算,假设单位计划成本为12.5元,则其发出存货及月末结存存货成本计算结果如下(单位:元):

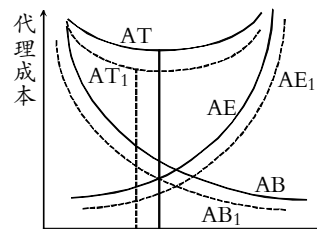
续它的融资计划。

Isagawa(2000)认为,使用可转换债券融资可以避免出现债务融资的两难困境。在由普通负债和权益组成的资本结构下,很难对公司的负债水平进行调整。但在包含可转换债券的资本结构下,通过可转换债券持有人的转换很容易改变负债水平。这是因为可转换债券给予持有人把债券转换为权益的单方特权,通过可转换债券持有人的转换,能够很容易地改变公司的债务水平,甚至在管理者投资决策已做出后,可转换债券持有人仍可通过潜在的行动对未来资本结构进行调整以影响管理者的投资决策。在不考虑信息不对称和纳税因素的条件下,通过一个正式的模型,凭借负债的违约成本来影响管理者的决策,可赎回的可转换债券在抑制管理者机会主义行为方面确实优于普通负债和权益。公司利用可转换债券(含有可赎回条款)融资,在负债阻止管理者过度投资时,将不会发生转换;在过度负债导致投资不足时,转换发生。这样,可转换债券依据其可转换的特性对公司的负债水平进行动态调整,在抑制过度投资的同时又避免了投资不足。

### 三、结论与启示

可转换债券在降低企业代理成本方面发挥着重要的作用,如右图所示。

图中,AE表示股权融资的代理成本曲线,AB表示债务融资的代理成本曲线,AT为总的代理成本曲线。在保持企业规模和外部融资数量不变的前提下,如果改变融资方式采用可转换债券融资,则既可以降低股权融资的代理成本,又可



外部股权资本/外部融资本总额  
可转换债券融资与代理成本变化示意图

以降低债务融资的代理成本,致使股权融资的代理成本曲线由AE下移到AE<sub>1</sub>,债务融资的代理成本曲线由AB下移到AB<sub>1</sub>,总的代理成本曲线由AT下移到AT<sub>1</sub>。由此可见,企业通过可转换债券融资能够降低代理成本,提高企业价值。

据统计,2004年我国利用可转换债券融资高达209.03亿元人民币,可转换债券融资已成为上市公司再融资的首选方式。但是,上市公司仅把可转换债券作为一种股权融资的替代品,忽视了它在降低代理成本方面的作用。笔者认为,我国利用可转换债券融资更应强调其在降低代理成本和完善公司治理结构方面的作用。这是因为现阶段我国上市公司普遍存在内部人控制现象,债权人与股东(或管理者)之间和股东与管理者之间的代理成本都很大,致使公司治理结构不合理、虚假信息泛滥。上市公司在利用可转换债券融资的同时,如能正确发挥可转换债券在降低代理成本方面的作用,将会提高公司治理水平,解决内部人控制问题。○