





公司所有者权益得到

公司发行可转换债券后，其所有者权益表示为

$$V^c = \int_{-\infty}^{+\infty} [1 - \theta] C dF(V) + \int_{-\infty}^{+\infty} F(V) dF(X) \quad K, X \geq 1$$

$$= \int_{-\infty}^{+\infty} [1 - \theta] C dF(V) + \int_{-\infty}^{+\infty} F(V) dF(X) \quad K, X \geq 1$$

$$= \int_{-\infty}^{+\infty} [1 - \theta] C dF(V) + \int_{-\infty}^{+\infty} F(V) dF(X) \quad K, X \geq 1$$

$$= (1 + \lambda) V - \lambda \int_{-\infty}^{+\infty} IdF(V) - \frac{I}{K} \int_{-\infty}^{+\infty} \frac{K}{1 + \lambda} dF(V)$$

$$= (1 + \lambda) V - \lambda \int_{-\infty}^{+\infty} IdF(V) - \frac{I}{K} \int_{-\infty}^{+\infty} \frac{K}{1 + \lambda} dF(V)$$

(三)可转换债券优先于

对此式和式可以得到可转债优先于股权的条件为：

$$\int_{-\infty}^{+\infty} IdF(V) + \frac{1 + \lambda}{K + I} \int_{-\infty}^{+\infty} IdF(V) - \int_{-\infty}^{+\infty} \frac{IdF(V)}{K}$$

为式，可以得到可转债优先于股权的条件为：

$$\int_{-\infty}^{+\infty} IdF(V) + \frac{1 + \lambda}{K + I} \int_{-\infty}^{+\infty} IdF(V) - \int_{-\infty}^{+\infty} \frac{IdF(V)}{K}$$

另一方面, $g(\hat{\lambda}) = \bar{C} - \hat{\lambda}I$, 因此只要 $\bar{C} > \hat{\lambda}I$, 则 $g(\hat{\lambda}) > 0$, 根据连续函数的性质, 存在一个正数 ξ , 使得在区间 $(\hat{\lambda}, \hat{\lambda} + \xi)$ 内, $g(\lambda) > 0$, 即可转债占优于债务。

因此在区间 $(\hat{\lambda}, \min(\hat{\lambda} + \varepsilon, \hat{\lambda} + \xi))$ 内, $f(\lambda) > 0$ 且 $g(\lambda) > 0$ 。即可转债占优于股权, 同时可转债占优于债务。Q. E. D

图 1 直观地刻画了三种融资方式的占优区间。由图 1 可以清晰地看到, 随着 λ 的变

表 3 列示了花旗转债上市后的股价表现与可转债转换情况。

表 3 花旗转债发行后股价与换股情况

日期	2008. 3. 31	2008. 9. 30	2009. 3. 31
收盘价	13.1	7.58	3.42
JPM 转债余额	0	0	0
UBS 转债余额	4.62 亿港元	4.62 亿港元	4.62 亿港元
花旗转债余额	15 亿元	15 亿元	15 亿元

(四) 可转债与公司困境

从 2004 年到 2008 年,福记的投资现金流支出一直处于高速增长状态。事实上,从图 2 可以看到,福记的经营现金流在现金流量表中的绝对数额较少,而另一方面,公司的投资现金流支出却在大幅上升;支持公司投资支出的主要力量来源于公司的融资现金流。但在福记花旗转债发行之后,2008 年金融危机对中国企业的影响开始显现,福记利用资本市场快速的扩张模式受到严峻考验。

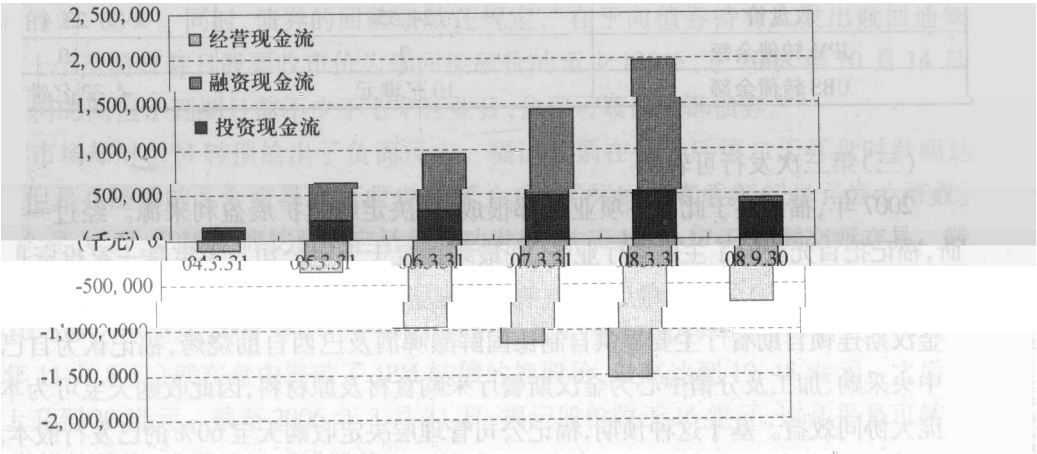


图 2 福记历年现金流状况

在宏观经济的冲击下,福记的股价也开始下跌,在 2008 年 1 月就跌破了 UBS 转债的转股价,从表 3 可以看到,2008 年之后,福记的可转债再无换股,而福记此时账面资产负债率已经达到 90.4%,从资本市场融资的能力也大打折扣。另一方面,福记公司仍有许多在建的项目亟须后续资金的投入,但是从 2008 年的金融环境来看,公司要应对这些资金开支有点吃力。

为了应对资金短缺,福记开始压缩成本,并开始拖欠工人工资。但这一行为使得员工积极性降低,进而使得服务质量大打折扣,并因此丧失了大量客户。同时,对工资的拖欠以及运营的不良使得员工对福记的归属感丧失殆尽,福记的中层员工大量离任,并纷纷另起炉灶,公司的运营受到更大程度的冲击。福记的厂门口很快积满了前来要账的供货商。

到期,尚余4.62亿港元
报显示:截至2008年9
的贷款为3.5亿;同时还
福记的流动资金只有10

为了应对财务困境
本出售了旗下天宝公司
虽然暂时缓解了短期流
转债将于2010年10月
流失,福记不得不在200

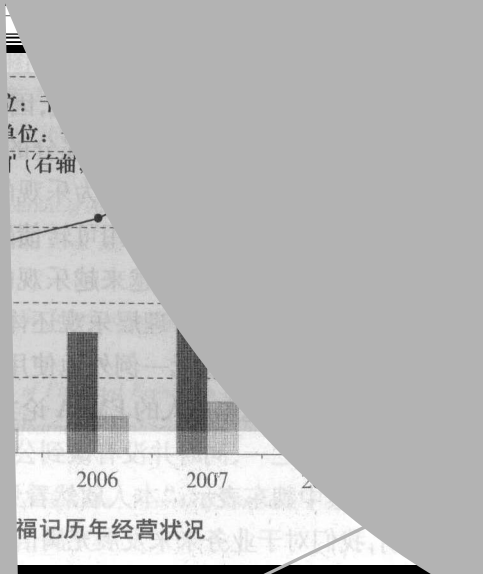
(五)福记可转债融
从福记的可转债融

转债名称	发行时间
JPM 转债	2005. 10
UBS 转债	2006. 11
花旗转债	2007. 10

注:①发行溢价1 为以公告前

从表4 可以总结出以

亿 元 副 第 一 次 可 转 债 融 资



值存在折价尚可理解的话,则花旗转债时市盈率为 32 倍仍使用可转债融资则很难理解;更为重要的是,从信息不对称的角度很难解释为什么福记三次转债的转换期会变短,也很难解释为什么会有如此之高的溢价率(尤其是花旗转债)。其次,从福记的经营来看,福记的核心竞争力在于自己独特的商业模式,并不存在保密的研发或者技术,而市场也深刻地知道这一点,同时福记始终向市场交出了一份“好”的经营业绩,公司“好”“坏”是有目共睹的,很难找出公司 and 市场之间信息不对称之所在。第三,从市场反应来看,如果公司因为信息不对称而发行可转债,那么市场不应该出现负面反应,而前文关于案例的描述可以看到,市场三次可转债均出现不同程度的负面反应,尤其第三次可转债,市场负面反应较为强烈。因此信息不对称不适用于解释福记的情形。

其次,代理问题也无法解释福记的可转债行为。第一,福记食品的创始人和大股东魏东夫妇,在第三次发行可转债之前,都处于绝对控股地位。根据公告信息,即使第三次发行的可转债全部转股,其控股比例仍占 46.36%。也就是说,福记的管理层就是福记的控

来解释福记管理层的融资决策,该解释视角是从资金的提供角度而言的,是债权人因代理问题不愿意提供资本,但从福记食品的情况来看,公司完全可以自由选择融资方式,而且该角度由于无法解释福记三次转债的转换期会变短,也很难解释为什么溢价率会越来越高

贡

文构建了一个基于
成本、管理层对公
福记食品三次发
续进行可转债发

型, 严密的数学推导, 证明了当公司存
, 债可以是最优的融资选择。此外,
行, 发现传统公司金融理论很难解
而数据加剧可以很好地解释这一

金融的新兴研究方法和行为

对公司投融资决策的影响。考虑了经理人的系统认知偏差, 基于公司金融的研

- [11] Heaton, J. B. , 2002, Managerial optimism and corporate finance, *Financial Management* 31, 33 ~ 45.
- [12] Isagawa, N. , 2000, Convertible debt: an effective financial instrument to control managerial opportunism, *Review of Financial Economics* 9, 15 ~ 26.
- [13] Isagawa, N. , 2002, Callable convertible debt under managerial entrenchment, *Journal of Corporate Finance* 8, 255 ~ 270.
- [14] Jalan, P. and Barone - Adesi, G. , 1995, Equity financing and corporate convertible bond policy, *Journal of Banking and Finance* 19, 187 ~ 206.
- [15] Kidd, John B. , 1970, The utilization of subjective probabilities in production planning, *Acta Psychologica* 34, 338 ~ 347.
- [16] Kim, Y. O. , 1990, Informative conversion ratios: A signalling approach, *Journal of Financial and Quantitative Analysis* 25, 229 ~ 243.
- [17] Larwood, L. , Whittaker, W. , 1977, Managerial myopia: self - serving biases in organizational planning, *Journal of Applied Psychology* 62, 194 ~ 198.
- [18] Mayers, D. , 1998, Why firms issue convertible bonds: the matching of financial and real investment options, *Journal of Financial Economics* 47, 83 ~ 102.
- [19] Moore, P. G. , 1977, The manager's struggle with uncertainty, *Journal of The Royal Statistical Society Series A* 149, 129 ~ 165.
- [20] Stein, J. C. , 1992, Convertible bonds as backdoor equity financing, *Journal of Financial Economics* 32, 3 ~ 21.
- [21] Weinstein, N. , 1980, Unrealistic optimism about future life events, *Journal of Personality and Social Psychology* 39, 806 ~ 820.
- [22] Zweibel J. Dynamic capital structure under managerial entrenchment, *American Economic Review*. 1996, 86, 1197 ~ 1215.

Managerial Optimism and Convertible Bonds Financing: A Model and Case Study of Fuji Food Co.

WANG Zhengwei ZHU Wuxiang ZHAO Dongqing MA Jingyun

(PBC, School of Finance, Tsinghua University; Finance Department,
School of Economics and Management Tsinghua University; China Construction Bank)

Abstract: This paper builds a mathematical model, which proves, with the existence of the financial distress, when the manager is optimistic on a firm's operation, convertible bonds can be an optimal financing choice. The conclusion is confirmed by the evidence from Fuji Food Co. The paper investigates the three consecutive convertible bonds issues of Fuji Food Co. , and finds it is hard to explain the financing decisions of the firm from the perspective of the traditional corporate finance theories, but can explained by our model easily. The contributions of this paper are to provide an explanation for the motivation of convertible bonds from the behavioral corporate finance perspective.

Key words: Managerial optimism, Convertible bond, Fuji Food

(责任编辑:王鹏)(校对:WH)