

管理层乐观与可转债融资

——模型与福记食品案例研究

王正位 朱武祥 赵冬青 马菁蕴

(清华大学五道口金融学院,清华大学经济管理学院金融系,北京 100083;
中国建设银行,北京 100033)

摘要:本文构建了一个基于管理者乐观的数理模型,通过数理推导,证明了当公司存在破产成本、管理层对公司经营乐观的情况下,可转债可以是最优的融资选择。福记食品是一个使用可转债融资的典型案列,本文对福记食品三次发行可转债的现象进行了深入分析,发现传统公司金融理论很难解释其连续进行可转债发行的融资选择,而本文基于管理者乐观的模型则能很好地解释福记食品的可转债发行行为。本文用行为公司金融解释上市公司的可转债发行,丰富了公司金融领域的相关研究。

关键词:管理层乐观;可转债;福记食品

JEL分类号:G18,G32,G38 **文献标识码:**A **文章编号:**1002-7246(2013)11-0180-13

一、引言

福记食品,2004年12月17日在香港联交所主板挂牌上市,股票代码1175.HK。2005、2006和2007年该公司连续三年发行可转换债券,募集资金分别为6亿、10亿和15亿,大力拓展业务。但在2009年10月19日,福记食品却突然向香港高等法院提出清盘申请。福记食品成立于1999年,是一家大型的集食品生产、加工、物流、销售、餐饮业务等综合性集团。凭借“福记垂直化模式”的商业模式,福记食品曾拥有很强的盈利能力,曾被业内认为是内地最大的送餐服务公司和最有投资价值的企业。业内一般将福记食品的“猝死”归因于公司可转债融资使得资金链断裂。那么,公司管理层为什么多次使用可转债融资呢?

收稿日期:2013-06-14

作者简介:王正位,经济学博士,任职于清华大学五道口金融学院,Email:wangzhw@sem.tsinghua.edu.cn.

朱武祥,经济学博士,任职于清华大学经济管理学院金融系,Email:zhuwx@sem.tsinghua.edu.cn.

赵冬青,经济学博士,任职于清华大学经济管理学院金融系,Email:zhaodq@sem.tsinghua.edu.cn.

马菁蕴,经济学博士,任职于中国建设银行,Email:majingyun.zh@ccb.com.

*感谢国家自然科学基金项目(71002074)资助。

学术界关于公司融资选择没有统一的理论解释。传统公司金融在投资者和经理人都 是理性人的假设下,主要从信息不对称(Myers & Majluf, 1984)、代理成本(Jensen, 1986; Jensen & Meckling, 1976; Myers, 1977)以及债务的税收好处和破产成本(Modigliani & Miller, 1963)三个角度来解释公司的融资选择,形成了两大主流资本结构理论——权衡理论和啄序理论。具体到公司的可转债融资,传统公司金融的研究也分别从这三个角度提供了不同解释。

以信息不对称为基础的分析框架是在公司股东与管理者利益一致、不存在委托代理问题的假设下,研究管理层与投资者在公司经营状况上存在信息不对称对公司融资决策的影响。Brennan & Kraus (1987)、Brennan & Schwartz (1988)、Constaftinides & Grundy (1989)、Kim (1990)和 Stein (1992)等对公司的可转债发行的动机进行了研究,其中较有代表性的是 Stein (1992)的模型。Stein 认为,当管理层对公司的经营状况拥有更多信息的时候,公司的融资方式可以向外界发布公司经营状况的信号。具体来说,公司的经营状况不同,其潜在财务危机的概率也不同的,在破产成本足够高的条件下,存在一种可分离均衡,使得好公司选择债务融资,中等公司选择可转债,而差公司选择股权融资。可转债融资其实是股权融资的“后门(backdoor)”,是延缓的股权融资,公司选择可转债的目的是为了向市场传递一种信号,将自己和差公司区别开来。

代理成本的角度对公司融资选择的解释则假设不存在信息不对称、但存在委托代理问题。当股东与债权人存在利益冲突,而经理人以股东价值最大化为目标时,债务存在代理成本,可以表现为风险转移或者投资不足(Myers, 1977)。Green (1984)的模型表明,发行可转债可以减弱风险转移问题,公司可转换债券的持有人很少会关心股东采取高风险项目的可能性有多大,因为他们手中的转换权使他们可以分享这种高风险项目创造的价值;Isagawa (2000)则把目光集中在投资不足上,他指出,负债而带来的破产威胁可能会引发投资不足。Isagawa 利用一个模型证明,恰当设计的可转债不但可以避免股权融资带来的过度投资,而且其可转换特征还有助于降低公司的财务杠杆,从而减轻投资不足问题,这一点是单纯的负债和股权无法实现的。在经理人与股东存在利益冲突的情况下,代理问题表现为经理人的自我保护行为,Zweibel (1996)认为当外界存在敌意收购威胁的时候,公司经理人采用债务融资有利于减少降低公司价值的投资,进而消除敌意收购,保住自己的职位,但 Isagawa (2002)认为虽然债务有利于保护经理人的职位,但是这样会带来潜在的财务危机,而恰当地设计可转债,既可以消除敌意收购,又可以排除潜在的财务困境。股东与经理人的委托代理问题的另一种表现形式是过度投资,Mayers (1998)提出了一个连续融资模型,他认为无论长期债务还是股权都无法控制在投资机会成熟之前的过度投资,多期的短期债务融资会增加融资成本,而可转换债券的转换权和实物期权(real option)有效地匹配起来,不但能够降低发行成本,还能控制过度投资。

第三种解释集中于可转债利息的税盾好处。Jalan & Barone - Adesi (1995)的研究认为可转债利息的税收好处可以被原有股东和可转债投资者共享,因此税收好处是公司发行可转债融资的主要动机。同时,在市场有摩擦和不完全的条件下,可转债对股票价格和

利率的双重敏感性的特点,可以优化投资者的投资组合。并且可转债的溢价发行(相对于立即转股的转股价值)可以在获得同样的融资额的情况下减少股票的稀释。

对于中国上市公司的可转债融资问题,国内文献比较少。本文通过对福记食品可转债发行的案例分析,我们发现上述传统金融学关于公司融资行为的理论并不能完全解释福记食品多次发行可转债的行为。那么,作为公司创始人兼董事长的魏东,曾被业界认为是个“神话人物”、“精明的天才赌徒”。魏东的个人特质是否公司的融资行为有重要影响?

行为公司金融的研究提供了管理者个人特质对公司投资决策有影响的证据,例如 Malmendier & Tate(2005)以 Forbes500 大企业为样本的实证研究发现,高管个人的过度自信会造成公司投资行为的扭曲。而很多心理学和经济学研究也已经表明,人们普遍存在过度自信和过度乐观。管理者们尤其有可能具备过度自信和过度乐观这两种个人特质(Kidd,1970;Larwood and Whittaker,1977;Moore,1977;Weinstein,1980)。许多已有的研究都集中在分析管理者过度自信和过度乐观条件下的债券和股票的发行选择(Heaton,2002;Fairchild,2005;Hackbarth,2008,Hackbarth,2009),但还少有研究考虑可转债这一混合融资工具。从行为公司金融角度研究我国上市公司的文献不多,已有的文献主要是关于投资(郝颖等,2005;姜付秀等,2009)和负债/股权选择(苏冬蔚、曾海舰,2011)。

本文第二部分建立一个管理层过度乐观模型,分析公司管理层的乐观程度对公司融资顺序选择的影响,第三部分对福记食品的可转债进行案例分析,在传统理论无法解释福记食品可转债融资行为的情况下,尝试发掘管理层过度乐观的证据,用管理层乐观的分析框架解释其融资行为。第四部分是结论。

二、管理层乐观与可转债融资模型

(一)基本假设

假设一个两期的模型,在 $t=0$ 时刻,公司面临一个投资机会,该投资机会需要投资额为 I 。沿袭 Stein(1992)的假设,令 I 为外生的,且公司必须从外部资本市场对 I 进行融资,融资方式包括债务、可转债、股票三种形式,所有参与者都是风险中性的,并假设折现率为 0。

在 $t=0$ 时刻,市场和管理层对公司的价值存在分歧,市场认为如果 $t=1$ 时公司正常经营(即暂时不考虑公司经营的财务风险),其价值为 V ;但是公司管理层对公司的前景更为乐观^①,认为 $t=1$ 是公司价值可以达到 $(1+\lambda)V$,如果存在管理者乐观,则 $\lambda > 0$ 。在这里,我们假设市场和管理层之间价值上的分歧仅仅来源于双方对公司未来发展判断上的分歧,该分歧并非由信息不对称所致,因此公司的股价由市场决定,虽然公司管理层更加看好公司前景,但是无法把自己的信念强加给外界投资者。

^① 根据 Heaton(2002)和 Hackbarth(2008),如果管理者对公司价值或未来收益的预期出现系统性高估,就认为存在管理者乐观,是均值意义上的。与此相对应的另一种管理者非理性的情况是管理者过度自信,是方差意义上的,即均值不变的情况下低估风险。

如果公司在 $t=0$ 时刻使用债务或者可转债,则它们在 $t=1$ 时刻到期。此外,公司能否顺利经营下去,依赖于 $t=1$ 时刻公司的可用现金流 X ,当 X 不足以偿还公司的债务的时候,公司陷入财务困境,并因此带来财务困境成本 C , C 随 X 的增大而减小。

最后,本文假设公司的管理层与现有股东利益一致,其目标是现有股东价值的最大化。

(二) 融资方式分析

如果公司 $t=0$ 时使用债务融资,则 $t=1$ 时公司现有股东的收益取决于公司是否会陷入财务困境:若 $X \geq I$,则公司没有财务困境问题,在公司管理层的信念分布下,股东收益可以表示为 $(1 + \lambda)V - I$;若 $X < I$,则公司可用现金流不足以偿还公司的债务,公司将陷入财务困境,可能需要变卖资产还贷方能度过危机,因此公司股东收益为 $(1 + \lambda)V - I - C$ 。综合两种情况,使用债务融资时,管理层认为公司现有股东的价值为:

$$\begin{aligned} V^D &= \int_{X \geq I} [(1 + \lambda)V - I] dF(X) + \int_{X < I} [(1 + \lambda)V - I - C] dF(X) \\ &= (1 + \lambda)V - I - \int_{X < I} C dF(X) \end{aligned} \quad (1)$$

其中 $F(\cdot)$ 表示变量的概率分布函数。

如果公司在 $t=0$ 时刻使用股权融资,由于市场认为公司在 $t=1$ 时刻的价值为 V ,因此公司实施 I 的融资量,需要分给市场的股份为 $\theta = I/V$ 。公司管理层认为融资后的现有股东价值为:

$$V^E = (1 - \theta)(1 + \lambda)V = (1 + \lambda)V - I - \lambda I \quad (2)$$

除了股权和债务,公司还可以选择可转债融资。如果公司在 $t=0$ 时选择可转债融资,令可转债的换股价为 K ,则投资者的预期收益取决于自己对 $t=1$ 时刻公司价值 V 的判断:如果 $t=1$ 时 $V < K$,则可转债不会被转换,投资者以债务的形式回收投资 I ;如果 $t=1$ 时 $V \geq K$,则可转债被转换成股票,令可转债换股后所占总股份的比例为 θ^c ,则投资者的收益为 $\theta^c V$ 。另一方面,由于在一个完全竞争的资本市场中,外部投资者不会获得超额收益,因此则转债发行成功的条件为:

$$\int_{V < K} I dF(V) + \int_{V \geq K} \theta^c V dF(V) = I \quad (3)$$

另一方面,把公司初始股份单位化为 1,则可转债全部转股后的股份可表示为 I/K ,因此可转债换股后所占总股份的比例为:

$$\theta^c = \frac{I/K}{1 + I/K} = \frac{I}{K + I} \quad (4)$$

联立和可以得到市场均衡时刻的可转债执行价格 K 。

值得注意的是公司管理层对公司在 $t=1$ 时刻的价值抱有不同的信念,公司管理层所认为的现有股东的价值是基于管理层的信念所得。管理层认为,在 $t=1$ 时刻,如果 $(1 + \lambda)V \geq K$,则可转债会转换为股票,因此现有股东的收益为 $(1 - \theta^c)(1 + \lambda)V$;如果 $(1 + \lambda)V < K$,则可转债不会换股,现有股东的收益要视公司是否会陷入财务危机,若 X

$\geq I$, 则公司现有股东得到 $(1 + \lambda)V - I$, 若 $X < I$, 则公司现有股东得到 $(1 + \lambda)V - I - C$. 因此公司发行可转债后, 现有股东的价值可以表示为:

$$V^c = \int_{(1+\lambda)V \geq K} [(1-\theta)(1+\lambda)V] dF(V) + \int_{(1+\lambda)V < K, X \geq I} [(1+\lambda)V - I] dF(V) dF(X) + \int_{(1+\lambda)V < K, X < I} [(1+\lambda)V - I - C] dF(V) dF(X) \quad (5)$$

$$= (1 + \lambda)V - I - \lambda \int_{V \geq K} IdF(V) - (1 + \lambda) \frac{I}{K + I} \int_{\frac{K}{1+\lambda} \leq V < K} VdF(V) + \int_{\frac{K}{1+\lambda} < V < K} IdF(V) - \int_{(1+\lambda)V < K, X < I} CdF(V) dF(X) \quad (6)$$

(三) 可转债占优分析

对比式和式, 可以得到可转债占优于股权的条件为:

$$\lambda \int_{V < K} IdF(V) > \frac{I(1 + \lambda)}{K + I} \int_{\frac{K}{1+\lambda} \leq V < K} VdF(V) - \int_{\frac{K}{1+\lambda} < V < K} IdF(V) + \int_{V < \frac{K}{1+\lambda}, X < I} CdF(V) dF(X) \quad (7)$$

对比式和式, 可以得到可转债占优于股权的条件为:

$$\int_{V \geq \frac{K}{1+\lambda}, X < I} CdF(V) dF(X) > \lambda \int_{V \geq K} IdF(V) + \frac{I(1 + \lambda)}{K + I} \int_{\frac{K}{1+\lambda} \leq V < K} VdF(V) - \int_{\frac{K}{1+\lambda} < V < K} IdF(V)$$

令:

$$f(\lambda) = \lambda \int_{V < K} IdF(V) - \frac{I(1 + \lambda)}{K + I} \int_{\frac{K}{1+\lambda} \leq V < K} VdF(V) + \int_{\frac{K}{1+\lambda} < V < K} IdF(V) - \int_{V < \frac{K}{1+\lambda}, X < I} CdF(V) dF(X) \quad (8)$$

$$g(\lambda) = \int_{V \geq \frac{K}{1+\lambda}, X < I} CdF(V) dF(X) - \lambda \int_{V \geq K} IdF(V) - \frac{I(1 + \lambda)}{K + I} \int_{\frac{K}{1+\lambda} \leq V < K} VdF(V) + \int_{\frac{K}{1+\lambda} < V < K} IdF(V) \quad (9)$$

则 $f(\lambda) > 0$ 时可转债占优于股权, $g(\lambda) > 0$ 时可转债占优于债务, $f(\lambda) < g(\lambda)$ 时股票占优于债务。令 $\int_{X < I} CdF(X) = \bar{C}$, 则 \bar{C} 的经济意义是公司的平均破产成本。

命题: 当公司平均破产成本足够大的时候, 存在一个 $\lambda > 0$ 的区间, 在该区间内可转债占优于股票和债务。

证明: $\lambda = 0$ 时, $f(0) = - \int_{V < K, X < I} CdF(V) dF(X) < 0$

$$f(\lambda) \xrightarrow{\lambda \rightarrow 0} (1 + \lambda) \left[\int_{V < K} IdF(V) - \theta^c \int_{V < K} VdF(V) \right] = (1 + \lambda) \left[\int_{V < K} IdF(V) - \theta^c \left(\bar{V} - \int_{V \geq K} VdF(V) \right) \right]$$

$$\text{由和带入上式知, } f(\lambda) \xrightarrow{\lambda \rightarrow 0} (1 + \lambda) I \left[1 - \frac{\bar{V}}{K + I} \right] > 0$$

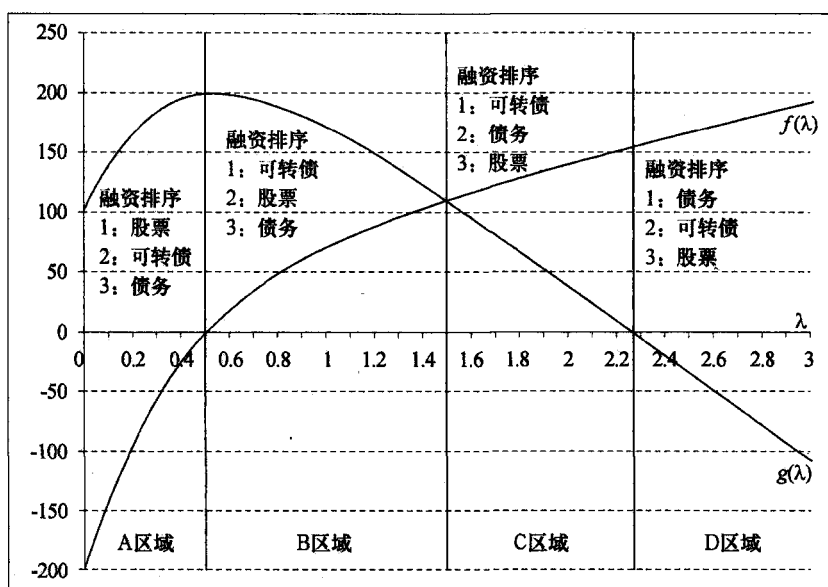
由于 $f(\lambda)$ 是连续函数, 由函数的连续性可知, 一定存在一个 $\hat{\lambda}$, 满足: $\hat{\lambda} > 0$; $f(\hat{\lambda}) =$

0, 在区间 $(\hat{\lambda}, \hat{\lambda} + \varepsilon)$ 内, $f(\lambda) > 0$ 。其中 ε 为一个正数。

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 的变化, $f(\lambda)$ 和 $g(\lambda)$ 把图形分成了四个区域: 在A区域里, $f(\lambda) < 0$, 因此股票占优于可转债, 同时 $g(\lambda) > 0$, 因此可转债又占优于债务; 在B区域里, $f(\lambda) > 0$, 因此可转债占优于股票, 同时 $f(\lambda) < g(\lambda)$, 因此股票又占优于债务; 在C区域, $g(\lambda) > 0$, 因此可转债占优于债务, 同时 $f(\lambda) > g(\lambda)$, 因此债务又占优于股票; 在D区域, $g(\lambda) < 0$, 因此债务占优于可转债, 同时 $f(\lambda) > 0$, 因此可转债占优于股票。



参数: $V \sim N(1000, 300)$, $I = 200$, $\bar{C} = 300$

图1 管理层乐观程度与融资方式排序

三、福记食品可转债融资案例

福记食品成立于1999年, 是一家大型的集食品生产、加工、物流、销售、餐饮业务等综合性集团。凭借“福记垂直化模式”的商业模式以及较强的盈利能力, 该公司2004年12月17日在香港联交所主板挂牌上市, 股票代码为1175.HK。

福记食品在联交所主板上市时, 共募集资金3.25亿港元。利用这一部分资金, 福记

极大地扩大了自己的产能,截至 2005 年 11 月,福记的产能已经达到上市前的 8.7 倍以上。另一方面,市场对福记的增长策略比较认可,自上市之日起,截至 2005 年 9 月中旬,福记食品股票累计持有收益率达 139%,而同期的恒生指数累计收益率仅为 7.6%。

(一)第一次发行可转债

股票市场的正面反馈进一步刺激了福记的扩张。福记食品管理层决定在上海嘉定新建一个中央加工中心,这样可以更好地配合集团的增长策略,应付国内不断增长的送餐服务需求,同时也有助于集团进军教育界的送餐服务市场。按照福记的规划,这次投资预计总成本在 3.5 亿元人民币,同时随着集团规模的增大,公司需要 2.6 亿元人民币来扩充一般运营资金。

2005 年 9 月 27 日,福记公司向市场发布公告:公司将以 JP 摩根为承销商,发行面值本金总额为 6 亿港元、到期日为 2010 年 9 月 30 日的可转换债券(简称为 JPM 转债),初步换股价为 10.253 港元(福记 2005 年 9 月 26 日收盘价为 9.05 港元),除按年利率 5.75% 计算拖欠利息外,债券不附利息。如果这笔可转债全部换为股票,占公司经扩大已发行股本的 11.68%。同时,债券的回购条款还规定,“在于向债券持有人发出赎回通知前连续二十个交易日各日股票收市价为赎回换股价的至少 130%,于 2008 年 10 月 14 日或之后任何时间但于到期日前不少于七个营业日,公司可赎回全部债券。”

股票市场却对 JPM 转债给出了负面反应。福记股票在公告后第二天开盘时跌幅达 4.42%。但是在随后的 5 个交易日里股价持续上升,累积回报率重新超过了恒生指数。2005 年 10 月 14 日,JPM 转债按照预定计划成功发行,并于 10 月 17 日在联交所交易。转债上市后,福记股价再次下跌,从 10 月 12 日到 17 日,股价由 9.1 港币跌到 8.1 港币,累积跌幅达 10.5%。但是从 2005 年 10 月 14 日的 8.4 港元,福记股票仅用了 14 个交易日(至 2005 年 11 月 8 日)就在盘中突破了 JPM 转债的换股价,最高达到 10.45 港元。之后更是一度上升到 20 港元。截至 2006 年 3 月 31 日,福记股价收于 16 港元,这几乎是可转债发行时股价的两倍,远远超过了换股价。

表 1 列示了 JPM 转债上市后的股价表现与可转债转换情况。

表 1 JPM 转债发行后股价与换股情况

日期	2006. 3. 31	2006. 9. 30
收盘价	16	13
JPM 转债余额	0.8 亿元	0.7 亿元

(二)第二次发行可转债

伴随着福记业务的扩展,管理层决定进一步加强集团的产能以及物流实力,同时希望扩展在北京的业务,初步打算在北京成立新地区分销及加工中心;同时福记还希望进一步加强集团的垂直综合业务模式,因此需要提升现有几个采购及初步加工中心的产能、并需要在江苏无锡成立一个新的采购及初步加工中心。初步预算需要人民币 14.73 亿元,但

是截至2006年8月31日,福记可用的现金及现金等价物约人民币6.02亿元。

2006年10月10日,福记董事会发布公告:福记公司与牵头经办人UBS订立认购协议,共发行可转债10亿港元(简称为UBS转债),这笔可转债在2009年11月9日到期,换股价为港币17.51元(2006年10月9日福记收盘价为13.9港元)。公告同时声明,UBS转债除按年利率5.0%计算拖欠付款利息外,债券不附利息;此外,债券赎回条款还规定,在2008年5月10日至2009年11月9日之间,如果公司股价连续20个交易日使债券持有人的收益超过提早赎回金额的130%,则公司有权赎回全部债券。

市场对UBS转债的公告再次做出了负面反应。至2006年10月19日,公司股价跌至12.9港币,跌幅超过7%。此后,福记的股价总体呈现上升趋势,截至2006年11月30日,福记的股价收于18港元,已经超过了UBS转债的换股价。

表2列示了UBS转债上市后的股价表现与可转债转换情况。

表2 UBS转债发行后股价与换股情况

日期	2007.3.31	2007.9.30
收盘价	24.55	23.4
JPM转债余额	0	0
UBS转债余额	10亿港元	4.72亿港元

(三)第三次发行可转债

2007年,福记鉴于此前各项业务都很成功,决定继续扩展盈利来源。经过一番市场调研,福记把目光投向了主题餐厅业务,并最终锁定于天宝公司。天宝是一家投资控股公司,主要经营金汉斯连锁自助餐厅,具有德国休闲迷你酿酒特色,分店遍布国内超过24个城市。金汉斯连锁自助餐厅主要提供自制德国鲜酿啤酒及巴西自助烧烤,福记认为自己可以利用中央采购、加工及分销中心为金汉斯餐厅采购食材及原材料,因此收购天宝可为本集团带来庞大协同效益。基于这种预期,福记公司管理层决定收购天宝60%的已发行股本。

根据福记和天宝达成的协议,福记需要8亿港元的收购资金,另外,随着福记公司规模增大,公司还需要更多的运营资金和投资资金。为了募集这些资金,公司第三次把目光投向于可转债。

2007年10月12日,福记公司发布公告:福记公司与牵头经办人花旗订立认购协议,共发行可转债15亿人民币(简称为花旗转债),换股价32.825港元(2007年10月11日福记的收盘价25.25港元),2010年10月11日到期。公告同时声明,花旗转债除按年利率5.0%计算拖欠付款利息外,债券不附利息;和前两次转债一样,花旗转债也附加了公司选择回购条款:2009年4月18日之后,如果公司股价连续20个交易日使债券持有人的收益超过提早赎回金额的130%,则公司有权赎回全部债券。

此次公告出示之后,福记股价并没有上两次般有较大反应,仅有小幅波动。但是,10月22日公司可转债上市交易时,公司股价开始大幅下跌,两个交易日的累积跌幅高达17%,连续7个交易日的累积跌幅近25%。

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。

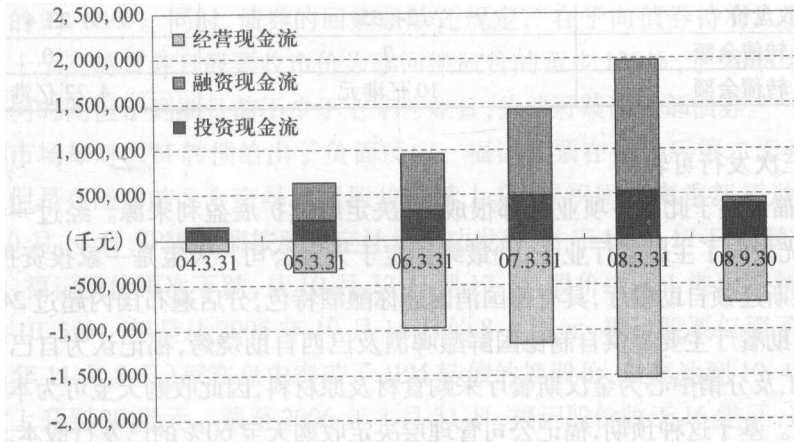


图 2 福记历年现金流状况

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不佳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。

福记的运营不佳进一步诱发福记股价大幅下降。至 2008 年 11 月底福记股价跌至 2.3 港元——这让 UBS 转债剩余部分换股的可能性变的很小,而该转债在 2009 年 11 月

到期,尚余4.62亿港元要按其本金额的118.549%赎回。此外,福记2008~2009年度中报显示:截至2008年9月30日,福记银行贷款的总额为4.5亿人民币,其中一年内到期的贷款为3.5亿;同时还有0.8亿元的应付账款(未计福记已签下的庞大工程合约),而福记的流动资金只有10.6亿港元。

为了应对财务困境,福记停止股息派发,并2009年4月和8月福记通过两次交易亏本出售了旗下天宝公司金汉斯连锁餐厅业务,分别套现2.67亿港元和3.3亿港元,此举虽然暂时缓解了短期流动性问题,但面对长期债务仍是杯水车薪(例如,15亿港元的花旗转债将于2010年10月到期,需按其本金额的107.34%赎回)。为了防止资产的进一步流失,福记不得不在2009年10月19日向香港高等法院提出清盘申请。

(五)福记可转债融资总结与解释

从福记的可转债融资历程来看,可以总结福记三次可转债的特征如表4所示。

表4 福记三次可转债的发行情况总结

转债名称	发行时间	持续期	募集资金额	溢价1 ^①	溢价2 ^②	发行时市盈率
JPM转债	2005.10	5年	6亿(港币)	13.29%	22.79%	16
UBS转债	2006.11	3年	10亿(港币)	26%	27.1%	21
花旗转债	2007.10	3年	15亿(人民币)	30%	35.5%	32

注:①发行溢价1为以公告前收盘价计算;②发行溢价2为以公告前20日平均股价计算。

从表4可以总结出以下特点:第一,募集资金额越来越高,从第一次可转债的港币6亿元,到第二次可转债的港币10亿元,再到第三次可转债的人民币15亿元;第二,福记三次可转债的溢价越来越高,发行JPM可转债时的溢价为13%,到花旗转债时,溢价已经达到30%;第三,可转债的期限越来越短,JPM可转债期限为5年,但UBS和花旗转债的时间已经缩短为3年;第四,转债发行时的市盈率越来越高,JPM转债发行时福记的市盈率为16倍,到花旗转债时已经为32倍。

此外,图3刻画了福记2004~2008年的经营状况,从图形可以看到,在资本市场的支持下,福记的营业额、年度盈利、以及每股基本盈利都呈现出高速增长状态。

那么前言中所提及的“信息不对称”、“代理问题”、“税收”是否能解释福记可转债融资的各种表现呢?

首先“信息不对称”无法解释福记的融资行为。从信息不对称角度来看,福记发行JPM转债时市盈率为16倍,如果把此时的福记理解为存在信息不对称、市场估

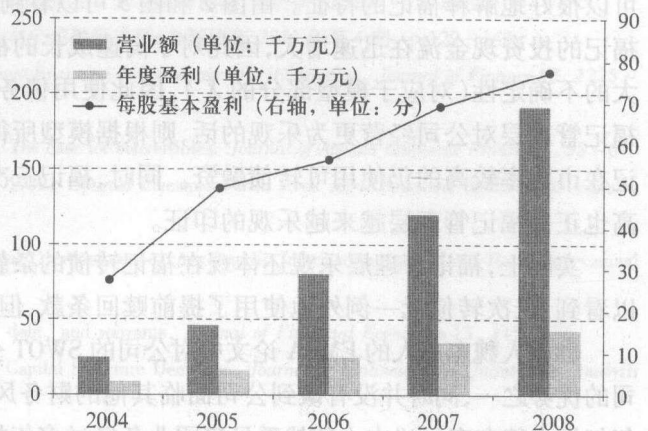


图3 福记历年经营状况

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,很难找出公司和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股股东,因此股东和经理人的代理问题不太严重。其次,如果用股东和债权人的代理问题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,而且该角度更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。更重要的是,如果公司使用可转债的初衷在于避免代理问题,市场应该对之给予正面评价,因此代理问题无法解释市场的负面反应。

第三,“税收”同样无法解释福记的可转债行为。第一,如果单纯为了税收好处,公司完全可以选择债务金融融资;第二,如果采用可转债能够的初衷在于税收优惠,那么可转债利息的税收好处可以被原有股东和可转债投资者共享,市场应该对可转债的发行有正面反应,因此税收因素无法解释市场的负面反应。第三,税收的角度同样无法解释福记转债的转换期和溢价率问题。

因此,上述解释都无法解释福记食品的可转债融资行为,但基于管理层乐观的框架则可以很好地解释福记的特征。由图 2 和图 3 可以看到,尽管福记的盈利在逐年增长,但是福记的投资现金流在迅速增大,因此对于高速成长的福记来说,每年的可用现金流存在较大的不确定性(对应于模型部分的 X),因此使用债务融资具有较大的破产成本。同时,福记管理层对公司经营更为乐观的话,则根据模型所得的命题以及图 1,就很容易理解福记在市盈率较高的仍使用可转债融资。同时,福记三次转债转换期越来越短、溢价越来越高也正是福记管理层越来越乐观的印证。

实际上,福记管理层乐观还体现在福记转债的条款设计上,从三次转债的发行历程可以看到,三次转债无一例外地使用了提前赎回条款,但是却从未使用过“向下修正条款”。

创始人魏东本人的 EMBA 论文中对公司的 SWOT 分析中,将“较充足的现金流”作为公司的优势之一,同时并没有谈到公司面临其他的财务风险。2008 年时值金融危机,在 2008 年年报中魏东表示:“本人欣然看见集团业务经过多年投入资本后,现已由投资期进入收成期,我们对于业务未来发展充满信心。”这些也是福记管理层对公司经营乐观的证据。

四、结论与贡献

本文构建了一个基于管理者乐观的数理模型,通过严密的数学推导,证明了当公司存在破产成本、管理层对公司的经营乐观的情况下,可转债可以是最优的融资选择。此外,本文对福记食品三次发行可转债的现象进行了深入分析,发现传统公司金融理论很难解释其连续进行可转债发行的融资选择。但基于管理层乐观的框架则可以很好地解释福记的特征

作为公司金融的新兴研究领域和研究方法,行为公司金融研究经理人或者投资者的非理性对公司投融资决策的影响。考虑了经理人的系统性认知偏差,行为公司金融的研究是对传统公司金融理论的有益补充和支持,例如 Heaton(2002)在不考虑信息不对称和代理成本的条件下,管理者乐观也会使公司的融资选择符合啄序理论。经理人或者投资者的非理性假设使人们对公司的融资行为的认知更符合实际。国内关于行为公司金融的研究还处于起步阶段,对经理人的非理性的刻画还比较粗糙。因此本文的理论贡献在于,一方面丰富了关于可转换债券的研究文献,更重要的是通过模型刻画了管理者乐观对公司融资行为的影响。

此外,本文的研究也具有一定的实践意义。我们基于福记食品的案例分析表明:公司管理层的过度乐观可能会导致对融资成本的过度关注,而相应地忽视了背后的财务困境风险。因此,如何合理地监测公司管理层的过度乐观行为、降低财务困境风险,是公司金融实践过程中需要予以重视的一个方面。

参考文献

- [1]郝颖、刘星、林朝南,我国上市公司高管过度自信与投资决策的实证研究,中国管理科学,2005年10月,p143~148.
- [2]姜付秀、张敏、陆正飞、陈才东,管理者过度自信、企业扩张与财务困境,经济研究,2009年第1期,p.131~143.
- [3]苏冬蔚、曾海舰,宏观经济因素、企业家信心与公司融资选择,金融研究,2011年第4期,p.129~142.
- [4]Brennan, M. J. and Kraus, A., 1987, Efficient financing under asymmetric information, *Journal of Finance* 42, 1225~1243.
- [5]Brennan, M. J. and Schwartz, E. S., 1988, The case for convertibles. *Journal of Applied Corporate Finance* 1, 55~64.
- [6]Constantinides, G. M. and Grundy, B. D., 1989, Optimal investment with stock repurchase and financing as signals, *Review of Financial Studies* 2, 445~465.
- [7]Fairchild, R., 2005a, The Effect of Managerial Overconfidence, Asymmetric Information, and Moral Hazard on Capital Structure Decisions, SSRN Working Paper.
- [8]Green, R. C., 1984, Investment incentives, debt, and warrants, *Journal of Financial Economics* 13, 115~136.
- [9]Hackbarth, D., 2008, Managerial Traits and Capital Structure Decisions, *Journal of Financial and Quantitative Analysis* 43:4, 843~882.
- [10]Hackbarth, D., 2008, Determinants of corporate borrowing: A behavioral perspective, *Journal of Corporate Finance* 15:4, 389~411.

- [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, Fiji Food

(责任编辑:王鹏)(校对:WH)