

融资优序理论新证:公司债、可转债和增发股票宣告效应的比较分析*

付雷鸣 万迪昉 张雅慧

[摘 要]通过事件研究方法对我国上市公司发布公司债、可转债和增发融资公告所产生的宣告效应进行研究,检验融资优序理论在我国资本市场的表现形式。研究表明我国上市公司会通过“择时”来确定公告日期,具体表现为上市公司的股票在融资公告前会产生显著的正的累计平均异常收益率,公告后产生显著的负的累计平均异常收益率,总体上会产生正的累计平均异常收益率,与国外的绝大多数研究不同,在我国可转债融资的累计平均异常收益率要显著的高于增发融资,增发融资的累计平均收益率又显著的高于公司债融资,而且上述的结果均是稳健的,本文认为产生以上结果主要原因是研究区间内我国股权分置改革的完成、证监会对再融资的严格控制。

关键词: 公司债 可转债 增发股票 宣告效应 融资优序理论

JEL 分类号: G14 G32

一、引 言

从我国建立股票市场后的相当长的一段时间内,上市公司的再融资手段单一,主要通过配股来获得融资,直至 2001 年中国证券监督管理委员会(以下简称“证监会”)先后发布《上市公司新股发行管理办法》和《上市公司发行可转换债券实施办法》为我国上市公司通过增发股票和发行可转债获得融资提供了制度规范,这两种融资方式也迅速地得到了发展,其中增发股票更是迅速的成为了我国上市公司融资的最重要手段^①。但是研究表明我国上市公司发行可转债的最主要目的是获得“滞后”的股权融资(李悦等,2008),同时由于我国可转债转股溢价的不断下调,使得可转债基本上沦为“必转债”(刘娥平,2005),从某种意义上说此时股权融资仍然是我国绝大多数上市公司公开融资的唯一手段。随着我国资本市场的不断发展和完善,我国上市公司融资手段日趋多样化,2007 年 8 月 14 日我国证监会颁布《公司债券发行试点办法》,标志着我国证券市场已经告别了单一的股票融资时代,公司债也成为上市公司从资本市场获得融资的重要方式,极大地拓宽了我国上市公司的融资渠道。与政府分配信贷资源并直接进行管制并由发改委核准发行额度的企业债券不同,公司债券通过建立保荐、受托管理人和债券持有人会议等一系列制度来保证公司债的市场化运作,具有很高的市场自由度。

融资手段的多样化和股权分置改革的基本完成,说明我国资本市场日趋成熟。在股权分置改革之前,股票市场价格的波动对拥有公司绝大部分股票的非流通股股东不会产生影响,但是股权分置改革后我国上市公司的股票进入全流通时代,上市公司在进行融资决策时就必须考虑全体股东的利益,那么上市公司在公司债、可转债和增发股票三种融资方式上应该如何选择?市场对三种

* 付雷鸣,西安交通大学管理学院,博士研究生;万迪昉,西安交通大学管理学院,教授,博士生导师;张雅慧,西安交通大学管理学院,博士研究生。本文接受国家自然科学基金项目“基于控制权动态配置的投融资双方激励相容机制设计:可转债融资契约视角”(项目编号:70972101)和国家自然科学基金青年项目(项目编号:70902066)资助。

① 2006 年 5 月证监会又颁布《上市公司证券发行管理办法》对上市公司的再融资进行统一管理,同时宣布废止《上市公司新股发行管理办法》和《上市公司发行可转换债券实施办法》。

证券融资会做出怎样的反应?产生这些反应的原因是什么?本文将对上述的问题进行论述,研究区间从2007年8月14日我国证监会颁布《公司债券发行试点办法》至2010年3月31日止,研究样本为该区间内发布公司债、可转债和增发融资的所有的上市公司,通过事件研究方法对我国资本市场上三种证券发布融资公告所产生的宣告效应进行比较分析,首次以该方式检验融资优序理论在我国的具体表现形式,并结合中国的实际情况给出解释。

本文的结构安排如下:第二部分为国内外文献综述;第三部分介绍了数据的来源并对样本进行简单的分析;第三部分为实证研究和稳健性回归的结果及解释;最后为本文研究的结论。

二、文献综述

由于企业的管理者和市场投资者之间存在着信息的不对称,使得上市公司在获取外部融资存在一定的障碍。Ross(1977),Leland and Pyle(1977)认为企业的管理者可以通过资本结构的改变,如增加负债融资或者增加自有股份的比例等信号向外界传达企业质量良好的信号,降低企业家和投资者之间的信息不对称,从而获得外部融资。基于以上研究,Myers and Majluf(1984)进行了更加详尽和细致的分析,他们建立了一个信号传递模型,其基本假设为与外部投资者相比,作为公司内部人的管理者和现有股东更加了解公司价值的相关信息,而且公司的管理者追求的是现有股东的利益的最大化。也就是说只有当股票的实际价值被高估的时候,管理者才会通过发行股票的方式进行融资,所以如果公司通过公开增发的方式来融资,投资者会对这种行为产生负面的评价,从而导致了上市公司股价的下跌。为了避免这种情况的发生,公司的管理层在进行融资时要么采用内源融资,要么发行风险较小的证券如公司债券,也就是说公司在进行融资时要遵循一定的顺序,即先考虑内源融资,再考虑外部融资,外部融资时首先考虑风险较小的证券,即首先考虑债务融资,其次分别为优先股、可转债及普通股票,这就是所谓的融资优序理论,也称之为“啄食理论”。融资优序理论提出后,不同国家和地区的学者均试图通过研究来验证其正确性及在本地区的表现形式,获得了许多的研究成果。

(一)国外的相关研究

Smith(1986)通过实证研究表明,增发股票会产生-3.14%的宣告效应,发行可转债会产生-2.07%的宣告效应,而发行债券仅仅会产生-0.26%的宣告效应。Mikkelson and Partch(1986)将可转债发行和普通债券发行所产生的宣告效应进行对比发现,发行普通债券所产生的-0.3%左右的异常收益要显著的大于发行可转债所产生的-2%左右的异常收益。Eckbo and Masulis(1995)通过对美国资本市场证券发行进行总结后指出,上市公司公开发行债券不会对公司的股票价格产生显著的影响,公开发行股票会对公司的股票价格产生较大的负向影响,发行可转债也会产生负向的影响,该影响介于股票和公司债之间,即股价下降的程度要小于发行股票而大于发行债券。欧美的许多学者也通过对单一的某种证券的宣告效应进行研究来验证融资优序理论,结果表明公司债的发行会产生不显著的异常收益(Eckbo, 1986; Akhigbe, Borde and Madura, 1997)或者仅仅产生较小的负的异常收益(Datta, Datta.M and Patel, 2000);发行可转债会产生显著的负的异常收益(Hansen and Crutchley, 1990; Kim 和 Stulz, 1992; Abhyankar and Dunning, 1999);增发也会产生显著的负的异常收益(Asquith and Mullins, 1986; Brous and Kini, 1994)。在其它新兴的国家和地区如新西兰(Marsden, 2000)、巴西(Medeiros, 2005)、澳大利亚(Dehnert, 1993)等国的研究也有力的证实了融资优序理论的有效性。

但是在另外的一些国家和地区的研究也发现了与上述结论不一致的结果,如Ashhari, Chun and Nassir(2009)的研究发现,在马来西亚公司债的发行会产生显著的正的异常收益率。Christensen等(1996)通过对日本证券市场公司融资的宣告效应进行研究后发现,公司债公告会产生并不显著

的正的异常收益率,可转债公告的异常收益率并不显著。同样在日本市场,Kang and Stulz(1996)的研究却发现可转债会产生显著的正的异常收益率,Chang 等(2004)对我国台湾地区发行的可转债进行研究后得出了相似的结论。Loderer and Zimmerman(1988)的研究发现,瑞士的增发会产生显著的正的异常收益,同样的结果也在韩国(Dhatt 等,1996)、希腊(Tsangarakis,1996)、挪威(Bohren 等,1997)等国的资本市场上被发现。这说明,不同的国家和地区由于制度环境的差异,融资优序理论理论的表现形式也各不相同。

(二)国内的相关研究及研究的不足

由于我国证券市场长期以来重视股权融资,轻视债务融资,目前我国对于上市公司融资所造成的宣告效应的研究集中于增发股票(胡乃武等,2002;刘力等,2003;章卫东,2007)和可转债(刘娥平,2005;牟晖等,2006;刘成彦和王其文,2005;章卫东和周伟武,2010)两种证券上,只有付雷鸣等(2010)对我国上市公司发行公司债所产生的宣告效应进行了研究,其研究表明公司债的发行会产生不显著地负的累计异常收益率,但是由于我国公司债刚刚起步,使得付雷鸣(2010)的研究存在样本过少的问题。在以上研究中,大部分的研究结果与国外的相同,即融资公告会导致股票市场产生负的异常收益率,只有刘成彦和王其文(2005)的研究结果人为我国可转债会产生正的宣告效应,他们认为我国上市公司国有股一股独大是产生这一现象的根本原因。牟晖(2006)通过将可转债样本划分为债性可转债、混合可转债和股性可转债来验证融资优序理论,但是债性可转债和股性可转债与事实上的债券和股票还是存在一定的差异的,而且该研究样本较少,必然会对其统计结果产生一定的影响。

众多的研究表明,我国上市公司严重偏好股权融资(黄少安和张岗,2001;阎达五等,2001;陆正飞和叶康涛,2004;肖泽忠,邹宏,2008),但是这些研究均试图从企业内部去寻找股权融资偏好的原因,而没有从市场投资者的角度对该问题进行分析,即企业进行股权融资仅仅是缘于企业自身的偏好吗?与债券融资相比,市场投资者是否也对股权融资的评价更加积极呢?特别是股权分置改革完成后,我国资本市场进入全流通时代,在这样的背景下,我国证券市场发行公司债、可转债和增发股票所产生的宣告效应与上述的研究结论是否存在不同?这三种证券的发行所产生的宣告效应又存在怎样的差异,以及由什么原因导致的这种差异?目前我国尚缺乏相关的研究。

三、数据来源及样本分析

本节主要介绍了本文研究样本的来源及对样本公司的公司特征的统计性描述分析,并比较了发行不同类证券的公司在公司特征上的差异。

(一)数据来源

本文研究的区间从 2007 年 8 月 14 日我国证监会颁布《公司债券发行试点办法》开始至 2010 年 3 月 31 日止,以我国发布公司债、可转债和增发融资的所有的上市公司为研究对象。其中公司债样本和可转债样本是通过对上海证券交易所和深圳证券交易所的公司债券和可转债列表整理而来,增发样本来自巨灵金融终端数据库,一共获得 71 个公司债融资样本,16 个可转债融资样本和 316 个增发融资样本,公司的相关财务数据来自巨灵金融终端数据库和国泰安公司的 CSMAR 数据库,本文所采用的计量工具为 STATA10.0 统计软件。以上市公司在上交所和深交所的发行公告日期作为本研究的 Date0,如果 Date0 股票停牌,则以公告日前一天(Date-1)为公告日,若公告前一天也停牌,则以公告后一天(Date+1)为公告日。

为了保证样本的清洁性,剔除了以下几类样本:(1)剔除公告的前一天、当天和公告后一天均停盘的样本,共 14 个,其中包括 1 个公司债融资样本,13 个增发融资样本。(2)由于 ST 公司涨跌幅和其它相关财务指标与正常公司存在较大的差异,所以剔除 8 个 ST 样本,全部为增发类样本。(3)

遵照以往的研究剔除金融类上市公司,共 6 个样本,全部为增发融资样本。(4)剔除股改尚未完成的样本,共 1 个,为增发类样本。(5)剔除通过增发实施资产置换的样本^①,共 69 个。按照上述的步骤剔除后,共获得 63 家上市公司的 70 个公司债样本,16 家上市公司的 16 个可转债样本,215 家上市公司的 219 个增发样本,共 305 个研究样本,样本的具体年度、行业和上市板块分布分别如表 1 所示。

表 1 研究样本的年度、行业和上市板块分布

总样本				305
年度分布：				
	公司债	可转债	增发	总计
2007 年	6	5	58	69
2008 年	17	5	76	98
2009 年	41	6	72	119
2010 年	6	0	13	19
行业分布：				
采掘业	3	1	5	9
电力、煤气及水的生产和供应业	9	0	5	14
房地产业	25	0	18	43
建筑业	5	0	6	11
交通运输、仓储业	6	1	10	17
农、林、牧、渔业	0	1	3	4
批发和零售贸易	3	1	6	10
社会服务业	0	0	4	4
信息技术业	2	0	9	11
制造业	13	12	145	170
综合类	4	0	8	12
上市板块分布：				
上交所主板	51	12	132	195
深交所主板	18	4	52	74
中小板	1	0	35	36
总计	70	16	221	305

(二)样本分析

表 2 和表 3 分别是研究样本的公司特征描述性统计分析及公司特征的比较分析,由于可转债融资的样本量较少,为了避免由于异方差所可能导致的计量结果的不准确,在表 3 的对比分析中,使用 STATA10.0 的 `unequal` 命令^②来检验各公司特征的平均值是否存在显著性差异。本文的研究区间内发行证券的样本公司均为公司规模较大成长性较好的大型优质公司,这说明在我国证监会对再融资进行严格监控的情况下,只有那些优质的企业才会获得再融资资格,我国上市公司控股股东一股独大的局面并没有得到改变,第一大股东的平均持股比例仍然接近 40%,发行可转债样本的公司第一大股东持股比例的平均值甚至达到了 52.1%。

① 所谓的实施资产置换是指某公司通过向目标公司定向增发股票的方式来获得目标公司的部门或者全部资产,其发行对象仅仅针对目标公司,与一般意义上的公开增发和定向增发存在显著的差异,为了保证样本的清洁性,剔除该类样本。事实上,这类样本剔除前后增发的宣告效应并没有发生显著的改变。

② 与一般的 `t` 检验要求样本同方差相比,`unequal` 命令放宽了假设,可以用来检验异方差的样本之间的差异。

表 2 样本公司公司特征描述性统计

公司特征 \ 分类	公司债		可转债		增发	
	平均数	中位数	平均数	中位数	平均数	中位数
发行规模(亿)	16.2	12	11.38	8.1	12.9	7.0
第一大股东持股比例(%)	40.6	41.8	52.1	47.3	37.8	38.2
第二至十股东持股比例(%)	17.7	15.9	12.8	10.4	20.4	19
流通股/总股本(%)	59.8	59.4	52.1	49.9	55.4	53.5
每股净资产(元)	4.07	3.49	4.42	4.86	3.31	2.92
资产负债率(%)	54.0	55.9	46.4	48.1	55.8	56
市值/账面价值	1.85	1.44	1.86	1.58	2.62	2.05
固定资产/总资产(%)	24	12.22	33.7	30.1	29.3	27.4
总资产(亿)	320.3	102	70.6	46.8	71.6	24.9
年限(年)	6.26	5	5.19	5		
利率(%)	6.09	5.9	1.56	1.65		

注:发行规模数据来自样本公司的发行公告,其余的数据均来自样本公司上一年的年度财务报表,由于所有的样本公司的股权分置改革均已经完成,所以公司的市值=以公司上一年年末最后一个交易日的股票价格×公司的所有股票+负债,账面价值为公司的总资产。由于股票不存在存续年限和利率,所以增发股票一栏中并没有标明年限和利率,对于部分利率逐年递增的可转债,以每年利率的平均数作为其票面利率。

表 3 样本公司公司特征的比较性分析

公司特征 \ 分类	公司债-可转债	t 值	可转债-增发	t 值	增发-公司债	t 值
发行规模(亿)	4.86	1.85*	-1.53	-0.60	-3.33	-1.89*
第一大股东持股比例(%)	-0.06	-1.26	0.09	1.93*	-0.03	-1.27
第二至十股东持股比例(%)	0.05	1.57	-0.26	-2.61**	0.03	1.67*
流通股/总股本(%)	0.08	1.23	-0.03	-0.57	-0.04	- 1.55
每股净资产(元)	-0.35	-0.86	1.11	3.19***	-0.76	-2.94***
资产负债率(%)	0.08	1.81*	-0.09	-2.38**	0.02	0.90
市值/账面价值	-0.01	-0.04	-0.77	-2.53**	0.78	4.06***
固定资产/总资产(%)	-0.09	-1.75*	0.04	0.98	0.05	1.45
总资产(亿)	249.73	3.45***	-1.03	-0.05	-248.69	3.50***

注:为了避免样本异方差对研究结果的影响,本文使用 STATA10.0 的 unequal 命令对样本公司的公司特征的平均数进行对比分析,以检验其是否存在显著性差异。另外,由于可转债样本数较少,本文还使用 Kwallis 多样本秩和检验比较三种样本中位数之间的差异,结果与上表不存在差异,说明了上述检验结果的稳健性,由于篇幅所限,Kwallis 多样本秩和检验的结果并没有列出。*、**、*** 分别表示公司特征的平均数在 10%、5%、1%的水平下存在显著的差异。

从表 3 中可以看出,公司债的平均融资规模在 10%的水平下显著的大于可转债和增发的融资规模,可转债与增发融资之间不存在显著的差异;可转债公司第一大股东持股比例在 10%的水平下显著的高于增发公司,说明发行可转债的公司其股权集中度相对来说更高;增发公司第二至第十股东持股比例在 10%的水平下显著的高于公司债样本和可转债样本,说明增发公司的公司治理结构可能会更加合理;流通股占总股本的比例均为 50%左右,三种样本公司之间并不存在显著的差异;可转债样本公司、公司债样本公司的每股净资产均在 1%的水平下显著的高于增发样本的公司,但是这两个样本之间并不存在显著的差异;公司债样本和增发样本的资产负债率分

别在 10% 和 5% 的水平下显著的高于增发公司；从公司的成长性来看，增发样本公司的市值/账面价值分别在 5% 和 10% 的水平下显著的高于可转债样股票，而成熟期的公司由于现金流比较充足，为了避免经理人操纵现金流，可以通过发行债券，以债券还本付息的特征来约束经理人的行为；值得一提的是，公司债样本的上市公司其公司规模远远的高于发行可转债和增发股票的公司，其公司规模要高出可转债样本和增发样本约 250 亿，并且该结果是显著的，与 Akhigbe, Borde and Madura (1997) 的结论一致，即只有公司规模较大的公司才能发行公司债进行融资，但是也从另外一个角度我国公司债发行的初始阶段，只有一些实力雄厚的特大型上市公司才被允许进行公司债融资。

四、实证研究

本节首先通过事件研究方法来计算三种不同证券发行所产生的宣告效应，接下来对宣告效应的研究结果进行稳健性分析，然后结合相关理论和我国的实际情况对宣告效应的原因进行剖析，最后通过建立计量经济模型来分析宣告效应的影响因素。

(一) 研究方法

市场模型法是最常用的计算超额收益的方法，但是由于 CAPM 模型成立的假设条件非常严格，所以该模型可能并不适合我国证券市场，在估计的过程当中会造成较大的系数偏差（郇金梁、廖理和沈红波，2010），所以本文采用市场调整法来计算我国上市公司融资公告发布所产生的宣告效应，由于样本分别来自上证主板、深证主板和中小企板，所以本文分别以上证 A 股指数，深圳成分 A 股指数和中小板指数的收益率作为市场平均收益率，具体如下所示：

根据市场调整法，第 i 支股票第 t 日的异常收益率为 AR_{it} (abnormal returns) 为：

$$AR_{it} = R_{it} - R_{Mt} = \frac{P_{it} - P_{i(t-1)}}{P_{i(t-1)}} - \frac{I_{mt} - I_{m(t-1)}}{I_{m(t-1)}} \quad (1)$$

其中 R_{it} 为第 i 个融资样本的股票在第 t 日的收益率， R_{Mt} 表示第 t 日市场的收益率， P_{it} 和 $P_{i(t-1)}$ 分别表示第 i 个融资样本的股票在第 t 日及第 $t-1$ 日的收盘价格， I_{mt} 和 $I_{m(t-1)}$ 分别表示第 t 日及第 $t-1$ 日的上证 A 股指数，深圳成分 A 股指数和中小板指数。

$CAR_i(t_1, t_2)$ 和 $CAAR_i(t_1, t_2)$ 分别表示在 (t_1, t_2) 区间内第 i 个融资样本的的累计异常收益率和累计平均异常收益率，具体计算如下：

$$CAR_i(t_1, t_2) = AR_{i1} + \dots + AR_{i2} = \sum_{t=t_1}^{t_2} AR_{it} \quad (2)$$

$$CAAR_i(t_1, t_2) = AR_{i1} + \dots + AR_{i2} = \frac{1}{t_2 - t_1 + 1} \sum_{t=t_1}^{t_2} AR_{it} \quad (3)$$

(二) 研究结果

具体的研究结果如表 4 所示，由于可转债样本较少，所以在分析可转债发行的宣告效应时采用 Wilcoxon 配对符号秩检验来验证样本公司的异常收益率的中位数与 0 是否存在显著差异，为了保证统计的结果具有可比性，总样本、公司债样本和增发样本也采用 Wilcoxon 配对符号秩检验，在以下的行文中，如无特殊说明，异常收益率和累计平均异常收益率均指样本的中位数。

本文选取公告前 5 天至公告后 5 天的区间即 $(-5, 5)$ 为事件窗口。不同于以往的大多数研究结果，本研究发现我国上市公司发布融资公告的总样本在公告日 (Date0) 会在 1% 的显著性水平下产生 0.3% 的异常收益，具体来说，在公告日 (Date0) 可转债样本会产生 0.8% 的异常收益率，但是并不显著，增发股票样本会在 1% 的显著性水平下产生 0.5% 的异常收益率。公司债样本会产生接近于 0 的不显著的异常收益率。公告前一天 (Date-1) 三种证券均会产生正的异常收益率，其中公司债样

本的异常收益率为 0.1%,但是结果并不显著,可转债样本会在 10%的显著性水平下产生 1.3%的异常收益率,增发股票样本在 1%的显著性水平下产生 0.7%的异常收益率。公告后一天(Date1)公司债样本会产生-0.2%的异常收益率,可转债样本会产生 1.7%的异常收益率,但是均不显著,增发样本会在 1%的显著性水平下产生-1.1%的异常收益率。

表 4 各事件窗口内异常收益率

事件窗口	总样本		公司债		可转债		增发股票	
	中位数	Z 值	中位数	Z 值	中位数	Z 值	中位数	Z 值
-5	0.002	1.54	0.000	0.66	0.012	0.98	0.003	1.07
-4	-0.001	0.28	-0.002	-0.12	0.002	0.57	-0.001	0.19
-3	-0.001	0.44	-0.005	-0.87	0.006	1.03	0.000	0.66
-2	0.003	3.28***	0.003	1.58*	0.007	0.67	0.003	2.85***
-1	0.004	4.04***	0.001	0.89	0.013	1.76*	0.007	3.74***
0	0.003	3.06***	0.000	-0.02	0.008	1.19	0.005	3.15***
1	-0.007	-3.78***	-0.002	-0.85	0.017	1.34	-0.011	-4.25***
2	-0.004	-2.12**	0.002	0.21	-0.020	-1.66*	-0.004	-1.97***
3	-0.003	-1.65*	-0.004	-2.13**	-0.001	-0.67	-0.003	-0.76
4	-0.002	-1.55	0.002	0.81	-0.006	-0.88	-0.005	-1.82*
5	-0.003	-1.51	-0.006	-2.79***	-0.010	-1.29	-0.002	-0.11
(-5,0)	0.023	7.67***	0.008	2.05**	0.049	2.48**	0.030	7.08***
(-4,0)	0.021	7.14***	0.010	1.92*	0.056	2.28**	0.027	6.58***
(-3,0)	0.019	7.43***	0.007	1.92*	0.042	2.12**	0.025	6.97***
(-2,0)	0.018	7.44***	0.010	2.06**	0.030	1.97**	0.020	7.00***
(-1,0)	0.012	6.19***	0.005	1.50	0.032	2.48**	0.013	5.69***
(0,1)	0.000	0.33	0.001	0.40	0.018	2.22**	-0.006	-0.20
(0,2)	0.000	0.19	0.002	0.14	0.0007	0.52	0.000	-0.35
(0,3)	0.000	-0.15	-0.001	-0.72	0.006	0.16	0.000	0.05
(0,4)	-0.001	-0.01	0.000	-0.29	-0.014	0.16	0.001	0.04
(0,5)	-0.005	-0.54	-0.004	-1.37	-0.027	-0.05	-0.005	0.10
(-1,1)	0.006	2.91***	0.007	1.02	0.045	2.74***	0.003	2.20**
(-2,2)	0.006	3.43***	0.007	1.56	0.026	1.55*	0.006	2.78***
(-3,3)	0.009	3.50***	0.001	0.76	0.025	1.50	0.012	3.23***
(-4,4)	0.013	3.32***	0.006	0.95	0.048	1.40	0.013	2.96***
(-5,5)	0.015	3.65***	-0.003	0.30	0.016	1.14	0.022	3.69***
(-5,-1)	0.016	5.60***	0.003	1.54	0.044	2.53**	0.019	4.95***
(1,5)	-0.011	-3.15***	-0.007	-2.04**	-0.02	-1.09	-0.012	-2.38**
样本数	305		70		16		219	

注：研究对象为 2007 年 8 月 14 日至 2010 年 3 月 31 日之间的 305 个发布融资公告的上市公司,其中包括 70 个公司债融资样本,16 个可转债融资样本及 221 个增发融资样本。由于可转债样本较少,所以本文采用 Wilcoxon 配对符号秩检验来验证样本公司的异常收益率的中位数与 0 是否存在显著差异。增发样本中存在定向增发和公开增发两种方式,但是通过方差分析发现两种增发方式所产生的异常收益率不存在显著的差异,由于篇幅所限,方差分析的结果并没有在文中体现出来。*、**、*** 分别表示异常收益率在 10%、5%、1%的水平下显著的不为 0。

从累计收益率上来看,三种证券在公告前均产生正的异常收益率,在(-5,0)的事件窗口内,公司债样本、可转债样本和增发样本分别在 5%、5%和 1%的显著性水平下产生 0.8%、4.9%和 3.0%的累计平均异常收益率,总样本会在 1%的显著性水平下产生 2.3%的累计平均异常收益率;三种

证券公告后的事件窗口如(0,5)和(1,5)内会产生负的累计异常收益率,(0,5)事件窗口内的累计平均异常收益率均不显著,(1,5)事件窗口内公司债样本增发样本均在5%的显著性水平下分别会产生-0.7%和-1.2%的累计平均异常收益率,可转债样本的累计异常收益率为-2%,但是并不显著。

在本文研究的整个区间即(-5,5)的事件窗口内,公司债样本会产生-0.3%的累计平均异常收益率但是并不显著,与付雷鸣等(2010)的研究结论基本相同。可转债样本会产生1.6%的累计平均异常收益率、增发样本会在1%的显著性水平下产生2.2%的累计平均异常收益率,与以往大多数的研究结论均不相同,具体原因有待进一步分析。

(-5,0)事件窗口内的累计收益率为正,说明了我国上市公司在发布融资公告时也会“择机”(Bayless and Chaplinsky, 1996),也就是说在股票的收益明显的高于市场平均收益时发布融资公告,可能的原因是,在股权分置改革之前,公司的控股股东所有的股票均为非流通的,也就是说二级市场上股票价格的波动对这部分掌握公司大部分股票的股东没有影响,因而公司在公告日期的选择上较为随意,但是本文研究的所有样本的股权分置改革已经完成,虽然许多公司还存在一定的限售股,然而从理论上讲,这些公司所有的股票包括控股股东所持有的股票均是可以通过上市变现的,所以公司在进行融资决策时必然要考虑到拥有大多数公司股票(如表3所示,流通股比率已超过50%)的流通股股东的利益,所以公司的经理人必须选择合适的日期来披露融资公告。

(三)稳健性分析

为了保证研究结果的可靠性,有必要对上述的研究结果进行稳健性检验,首先我们将通过增发实施资产置换的69个样本放入增发样本,增发样本所产生的公告效应并没有发生改变,另外剔除掉所有的定向增发样本仅仅使用公开增发的样本,最终的结果与表4的结论也不存在显著的差异,说明样本的选择对增发融资产生的公告效应不会产生显著的影响。接下来,参考Datta等(2000)的研究,本文从公司所处的行业、公告期处于牛市还是熊市以及公司上市的板块三个方面对上述的研究结果进行稳健性分析,具体分析如下。

1. 行业因素的影响

为了验证不同行业的上市公司公告所产生的异常收益率与总体是否存在显著的差异,本文以样本公司所在行业的行业指数收益率作为市场平均收益率,重新计算上市公司发行证券所产生的异常收益率,并进行统计分析,以排除行业因素对研究结果可能造成的影响^①。具体分析如表5所示。

从表5中可以看出,以行业指数收益率作为平均收益率所计算的异常收益率仍然会在公告前产生正的异常收益率,而在公告后产生负的异常收益,公司债样本、可转债样本和增发样本在(-5,5)的累计平均收益率分别为-0.7%、4.2%和1%,增发样本的显著性水平为1%,其它两个样本均不显著,其结果与表4并不存在显著的差异,说明我国上市公司在本区间内发布融资公告所产生的宣告效应与公司所处的行业无关。

2. 牛熊市的影响

在本文的研究区间内,受金融危机的影响,我国股票市场的波动非常剧烈,呈现出显著的牛熊市交替过程。Bayless and Chaplinsky(1996)和Dutordoir and Gucht(2007)研究表明,上市公司一般会在整体市场环境处于“繁荣”(Hot)时进行融资,从而降低发布融资公告所可能带来的负的宣告效应。Loughran and Ritter(2004)的研究也表明,在整体经济形势良好的情况下,投资者情绪更为高涨,会产生乐观的情绪,会对企业的融资行为产生较为积极的评价。为了考察牛熊市是否对本研究

^① 按照Datta(2000)的研究,应该分别检验不同行业发布三种融资公告后的异常收益率,但是由于研究样本数较小,而且融资样本主要集中在制造业,造成许多行业发布某种融资公告(如信息技术业的公司债融资公告只有2个样本)的样本不足以作出精确的统计性描述,所以本研究采取行业收益率替代市场平均收益率的做法,笔者对行业的融资样本在10个以上的总体进行检验,发现与表4的研究结果并不存在显著差异;另外,由于上交所的行业与证监会公布的行业不能对应,所以本文以深交所公布的行业指数的当日收益率作为市场平均收益率。

表 5 以行业指数为平均收益率的异常收益率分析

事件窗口	总样本		公司债		可转债		增发股票	
	中位数	Z 值	中位数	Z 值	中位数	Z 值	中位数	Z 值
-5	0.002	1.26	-0.001	0.13	0.011	1.40	0.002	0.96
-4	-0.001	0.00	-0.003	-0.78	0.006	1.03	-0.001	0.09
-3	-0.002	-0.46	-0.003	-1.34	-0.005	-0.05	-0.001	0.06
-2	0.002	2.30**	0.000	0.30	0.012	1.24	0.004	2.17**
-1	0.002	3.35***	-0.002	-0.23	0.005	0.93	0.003	3.48***
0	0.003	2.50**	-0.002	-0.64	0.015	1.60*	0.006	2.71***
1	-0.005	-3.29***	0.000	0.32	0.012	1.50	-0.010	-4.17***
2	-0.005	-2.88***	0.001	0.32	-0.029	-2.22**	-0.005	-2.64***
3	-0.004	-1.97**	-0.005	-2.13**	0.001	0.67	-0.004	-1.38
4	-0.003	-1.59	-0.003	-0.50	-0.003	-0.67	-0.004	-1.37
5	-0.005	-1.92**	-0.007	-3.16***	-0.008	-1.45	-0.003	-0.35
(-5,0)	0.019	6.58***	0.009	0.99	0.028	2.33**	0.023	6.46***
(-1,0)	0.008	5.17***	0.002	0.55	0.027	2.48**	0.010	4.95***
(0,1)	-0.001	0.44	0.001	0.13	0.026	2.53**	-0.005	-0.16
(0,5)	-0.004	-1.14	-0.012	-2.22**	0.015	0.41	0.001	-0.44
(-1,1)	0.005	3.04***	0.001	0.88	0.039	2.84***	0.004	2.30**
(-5,5)	0.007	2.74***	-0.007	-0.37	0.042	1.40	0.010	2.94***
(-5,-1)	0.013	4.76***	0.005	0.83	0.025	1.66*	0.018	4.54***
(1,5)	-0.014	-3.70***	-0.007	-2.15**	-0.025	-1.03	-0.018	-3.04***
样本数	305		70		16		219	

注：由于可转债样本较少，所以本文采用 Wilcoxon 配对符号秩检验来验证样本公司的异常收益率的中位数与 0 是否存在显著差异，总样本、公司债样本和增发公司的检验方法与可转债样本相同。*、**、*** 分别表示异常收益在 10%、5%、1% 的水平下显著的不为 0。

表 6 牛熊市异常收益率分析

		(-5,0)	Z 值	0	Z 值	(0,5)	Z 值	(-5,5)	Z 值	样本
牛市	总样本	0.017	4.91***	0.002	2.11**	-0.003	1.01	0.014	3.04***	154
	公司债	0.006	0.92	-0.001	-0.42	-0.002	-0.22	0.002	0.32	47
	可转债	0.073	1.96**	0.000	0.56	-0.027	-0.56	0.016	1.12	8
	增发	0.034	4.76***	0.005	2.52**	0.001	1.53	0.022	3.21***	99
熊市	总样本	0.030	5.86***	0.004	2.11**	-0.011	-1.67*	0.018	2.08**	151
	公司债	0.035	2.07**	0.002	0.37	-0.038	-1.92**	-0.007	-0.00	23
	可转债	0.041	1.54	0.008	1.12	-0.026	0.42	0.006	0.56	8
	增发	0.029	5.28***	0.005	1.91*	-0.006	-1.13	0.021	2.08**	120

注：上表中的牛熊市是根据何兴强、周开国(2006)所述的标准划分的，在本文研究的区间内共划出 4 个牛市分别为 2007 年 8 月，2007 年 12 月，2008 年 11 月—2009 年 7 月，2009 年 9 月—2010 年 3 月共 18 个月，三个熊市分别为 2007 年 9 月—2007 年 11 月，2008 年 1 月—2008 年 10 月，2009 年 8 月共 14 个月。使用 Wilcoxon 秩符号检验考察事件窗口期内的异常收益率和累计平均异常收益率的中位数是否与 0 存在显著的差异，*、**、*** 分别表示异常收益率在 10%、5%和 1%的水平下显著的不为 0。

区间内上市公司融资的宣告效应产生显著的影响，本文遵循何兴强和周开国(2006)的研究，以沪深 300 的月度价格指数作为判断牛熊市的指标，将本文的研究区间划分为 4 个牛市和 3 个熊市，

分别研究了三种证券在牛熊市的宣告效应,具体分析入表 6 所示。

从总体上来看,不论是牛市还是熊市,样本公司在公告前会产生正的累计异常收益率,公告后均产生负的累计异常收益率,除了公司债样本在熊市会产生非常不显著(Z 值为 0)的-0.7%的异常收益外,其余所有样本在(-5,5)的研究区间内均产生正的异常收益,似乎这说明我国上市公司发行公司债所产生的宣告效应会在一定程度上受到熊市的影响,牛市的宣告效应要好于熊市,但是通过 Kwallis 两样本秩和检验发现,牛市公司债和熊市公司债的中位数并不存在显著的差异(p 值为 0.807)。由于篇幅所限,表 6 仅仅列出了(-5,0)、0、(0,5)和(-5,5)四个区间,完整的数据表明^①不论是牛市还是熊市,融资公告所产生的宣告效应与表 4 的研究结果基本相同,这说明上市公司在发布融资公告时所产生的正的异常收益与股票市场处于牛市还是熊市的并不明显。

3. 上市板块的影响

由于发布融资公告的样本分属于不同的板块,所以本文按照公司的上市地点将总样本划分为三个部分,分别为上证主板、深证主板和深圳中小板,由于中小板只有 1 家上市公司发行公司债,无法做出精确的统计分析,所以将发行公司债的样本归属于深圳主板,另外中小板的上市公司缺少发行可转债融资的样本,所以实际上针对中小板宣告效应的研究仅限于中小板企业增发股票的样本,具体的分析如表 7 所示:

表 7 不同上市板块的异常收益率分析

		(-5,0)	Z 值	0	Z 值	(0,5)	Z 值	(-5,5)	Z 值	样本
上证主板	总样本	0.022	6.06***	0	1.09	-0.006	-0.14	0.016	3.14***	195
	公司债	0.008	1.55	-0.001	-0.21	-0.004	-0.40	0.006	0.92	51
	可转债	0.041	1.80*	0	0.08	-0.051	-1.10	0.008	0.16	12
	增发	0.028	5.73***	0.002	1.32	-0.003	0.35	0.025	3.15***	132
深证主板	总样本	0.041	4.35***	0.009	3.7***	-0.004	-0.33	0.020	2.08**	75
	公司债	0.006	1.45	0.002	0.68	-0.026	-2.25**	-0.007	-1.09	19
	可转债	0.085	1.83*	0.026	1.83*	0.073	1.46	0.152	1.46	4
	增发	0.043	3.77***	0.021	3.5***	-0.005	-0.12	0.028	2.14**	52
中小板		0.009	1.9*	0.002	-2.60	-0.011	-0.80	0.004	0.31	35

注:由于中小板发行公司债的样本公司只有 1 家,所以将这家公司放到深圳主板样本中,在本研究区间内中小板无可转债融资样本,也就是说表 7 对中小板样本的研究仅限于增发样本。使用 Wilcoxon 秩符号检验考察事件窗口期内的异常收益率和累计平均异常收益率的中位数是否与 0 存在显著的差异,*、**、*** 分别表示异常收益率在 10%、5%和 1%的水平下显著的不为 0。

从表 7 中可以看出,增发和可转债的宣告效应与表 4 的研究结果基本相同,但是上交所和深交所上市的公司债在(-5,5)区间内的累计平均收益率相反,分别为 0.6%和-0.7%,但是均不显著,为了进一步地检验上证主板和深圳主板公司债样本的异常收益率是否存在显著的差异,本文同样使用 Kwallis 两样本秩和检验进行分析,结果发现两样本的中位数并不存在显著的差异(p 值为 0.159),也就是说上市公司发布融资公告所产生的异常收益率与其上公司的上市地点的关系并不明显。

公司债公告所产生的异常收益率在牛熊市和上市地点会产生符号相反的累计平均异常收益率,但是通过进一步分析表明这些差异均不显著,很可能是由于样本太小而造成统计结果存在一定的偏差。通过上述分析说明,不论是行业因素、牛熊市还是上市板块均不会对上市公司发布融

① 由于篇幅所限,完整的数据没有罗列出来。

资公告所产生的宣告效应造成显著的影响,也就是说本研究得出的结论是稳健的。

(四)研究结果分析

本节主要通过相关的理论并结合我国的实际情况对三种证券公告所产生的宣告效应进行解释,并比较宣告效应的差异及产生这种差异的主要原因。

1. 对三种证券宣告效应的解释

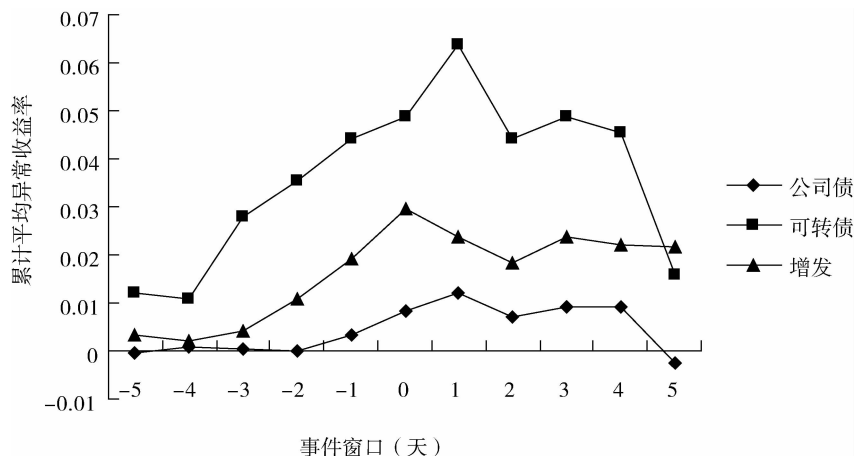


图 1 我国上市公司发布公司债、可转债和增发融资公告的 CAAR 走势图

如图 1 所示,为三种证券发布融资公告的累计平均异常收益率的走势,从总体上来看,三种证券公告均会产生正的累计平均收益率(公司债样本在第 5 天的累计平均收益率为负)。Chang, Chen and Liu(2004)的研究发现台湾地区上市公司的可转债融资公告也会产生显著的正的宣告效应,他们认为主要是由于其研究区间为台湾地区刚被允许发行可转债的时期,只有那些质量较好的公司才会被允许发行可转债,所以发行可转债会向投资者释放公司质量良好的信号。本文的研究区间正好处于全球性的金融危机从开始到基本稳定的时期,我国股票市场大起大落,上证 A 股指数一度从最高的 6400 点回落到 1800 点,为了避免上市公司的再融资行为加大市场的波动,证监会从 2008 年年底至 2009 年 6 月暂停所有公司的 IPO,同时对已上市公司的再融资行为进行严格的审核,所以能够通过证监会严格审核并最终获得融资资格可以向市场投资者释放公司质量良好的信号,而且在如此整体经济环境并不好的情况下,仍然坚持在资本市场进行融资,也反应了上市公司的高管对本公司未来发展的信心。另外,正如前文所述,虽然三种证券发布融资公告后均会产生负的异常收益,但是在公告之前却会产生绝对值更大的正的异常收益率,导致了在研究的整个区间内融资公告的正的宣告效应,也就是说上市公司的“择机”公告也是导致融资公告产生正的宣告效应的一个主要原因。

2. 三种证券宣告效应的比较分析

按照 Myers and Majluf(1984)的融资优序理论,上市公司如果进行外部融资应该按照公司债、可转债和增发股票的顺序进行,也就是说公司债会产生最小的负的股份波动,股票会产生显著的较大的负股份波动,可转债的股份波动介于这两种证券之间,但是如图 1 所示,通过对三种证券公告所产生的累计平均异常收益率的比较发现,可转债样本所产生的异常收益率为三种证券样本中最高的,公司债样本所产生的异常收益率为三种证券样本中最低的。也就是说,可转债的宣告效应要高于增发,增发的宣告效应要高于公司债,我国上市公司融资所产生的宣告效应与融资优序理论的假设存在很大的差异。

(1)可转债与公司债、增发宣告效应的比较分析:a)正如前文所述,证监会对再融资行为的严

格限制可能是导致本研究区间内三种证券公告产生正的累计平均异常收益率的重要原因^①。根据我国证监会的相关规定,由于可转债兼具债券和股票性质的特征,其发行条件也结合了债券发行和股票发行的相关要求,也就是说可转债的发行条件是三种证券中最严格的,上市公司发行可转债会向市场传达更加积极的信号,所以与发行公司债和增发相比,市场投资者对发行可转债的公司会给予更加积极的评价^②。

b)与增发股票相比,由于我国发行的可转债均有6个月左右的锁定期,在锁定期内可转债的持有者不能将其转换成公司的股票,也就是说可转债的发行暂时不会对整个市场的股票供应量产生影响,但是增发股票会马上增加市场的股票供应量,根据 Kalay and Shimrat (1987)的价格压力理论,股票价格会出现较大幅度的下跌,在本文中的表现即为增发公司的累计平均异常收益率要低于可转债的累计异常收益率,另外,上市公司进行可转债融资获取未来的股权融资,而放弃目前的股权融资,说明公司高管对企业的未来发展充满信心,因为只有当可转债股票的价值高于债券的价值时,投资者才会将其转换成股票;与公司债的高利率(6.09%)相比,可转债较低的利率(1.56%)可以降低上市公司还本付息的压力,可以在一定程度上降低公司价值从股东向债权人的转移,另外与债券融资相比,可转债内嵌的转股特性可以稀释股东投资高风险项目所获得的收益,从而缓解股东的过度投资行为(Green, 1984),所以可转债融资的宣告效应要好于公司债融资的宣告效应。

(2)增发与公司债宣告效应的比较分析:a)研究表明,我国股权融资的成本要低于债券融资的成本(黄少安和张岗, 2001; 阎达五等, 2001; 陆正飞和叶康涛, 2004),也就是说与债务融资相比,增发融资对公司的未来发展更为有利,表现为增发股票的宣告效应要好于公司债的宣告效应。

b)由于我国股票发行均是高价发行,所以新股的增发会导致价值从新股东向老股东的转移(刘林, 2006),当下持有公司股票的老股东会给予该行为以更积极的评价。债务融资会增大企业的财务风险,增加企业未来经营的不确定性,同时过多的债务也会对股东的投资积极性产生消极的影响,从而造成股东的投资不足(Myers, 1977),也就是说相对于债务融资来说,老股东能从增发中获得更多的收益,所以股东对增发给予更加积极的评价。

c)我国股权分置改革完成后,虽然许多上市公司仍然存在一定比例的限售股,但是从理论上来说,上市公司的所有股票均是可流通股,上市公司通过公开增发的方式来获取融资,使公司的股东分散,可以在一定程度上改善我国上市公司一直存在的一股独大的局面,因而有利于改善公司的治理结构,从这个方面来说,增发有可能会带来一定程度的正效应。然而我国上市公司普遍缺乏完善的信息披露机制,公司债融资会导致公司债务人的分散,相对于银行和机构来说,公众投资者在获取企业内部信息方面处于劣势地位,从而在一定程度上降低了债务人对公司的监督,增加了企业运行的代理成本(Datta, 2000)。这也可能是我国增发的宣告效应要好于公司债融资的一个重要原因。

五、结论

本文通过事件研究方法对我国上市公司发布融资公告所产生的宣告效应进行比较分析,在国内首次通过直接的证据来检验了融资优序理论,本文得到了如下结论:(1)在本文的研究区间内,

① 按照《公司债券发行试点办法》,发行公司债的公司除了满足证监会规定的其它条件外,还要求:(1)最近3个会计年度实现的年均可分配利润不少于公司债券1年的利息。(2)本次发行后累计公司债券余额不超过最近一期末净资产额的40%;按照《上市公司证券发行管理办法》规定,增发股票满足条件:(1)最近三个会计年度加权平均净资产收益率平均不低于百分之六。扣除非经常性损益后的净利润与扣除前的净利润相比,以低者作为加权平均净资产收益率的计算依据;发行可转债满足条件:(1)最近三个会计年度加权平均净资产收益率平均不低于百分之六。扣除非经常性损益后的净利润与扣除前的净利润相比,以低者作为加权平均净资产收益率的计算依据。(2)本次发行后累计公司债券余额不超过最近一期末净资产额的百分之四十。(3)最近三个会计年度实现的年均可分配利润不少于公司债券一年的利息。

② 例如中国银行于2010年5月31日发布400亿元的可转债融资公告,在当天大盘跌2.4%的情况下,其股票逆市上涨2%。

增发融资的样本要远远大于可转债和公司债融资样本,说明目前股权融资仍然是我国上市公司最重要的融资手段。(2)公司债、可转债和增发股票公告均产生正的累积平均异常收益率,主要是因为在该区间内我国证监会对上市公司再融资进行了严格的控制,获得融资资格能够向投资者传达公司质量良好的信号,所以投资者对这种行为给予积极的评价。(3)可转债融资的累计异常收益率要显著的高于增发融资,增发融资的累计收益率又显著的高于公司债融资,说明在我国不仅是上市公司偏好股权融资,市场投资者对股权融资也持有更加积极的评价,这也从另外一个角度为我国上市公司的股权融资偏好提供了依据。(4)与以往的大多数研究不同,本文发现三种证券融资前均会产生显著的正的累积异常收益率,说明股权分置改革后,由于所有股票均可上市流通,我国上市公司在进行融资时也会选择“机会之窗”(windows of opportunity)来保护股东的利益,即选择股票价格被高估的时候发行融资公告,降低股价波动可能会给股东带来的损失。

从上述的分析中可以看出,虽然我国上市公司可以通过公司债进行融资,但是大部分的上市公司仍然偏好股权融资,市场投资者也更偏好进行股权融资的企业,说明我国资本市场“跛足”的情况没有得到根本性的改变,我国公司债还有待进一步的发展,另外,公司债市场虽然已经实行市场化,但是发行公司债的公司均为特大型企业,极少中小企业发行公司债,是因为中小企业不具备发行公司债的资格还是中小企业的管理层不愿意发行公司债?这个问题还有待深入的研究。

参考文献

- 付雷鸣、万迪昉、张雅慧(2010):《中国上市公司公司债发行公告效应的实证研究》,《金融研究》,第 3 期。
- 何兴强、周开国(2006):《牛、熊市周期和股市间的周期协同性》,《管理世界》,第 4 期。
- 胡乃武、阎衍、张海峰(2002):《增发融资的股价效应与市场前景》,《金融研究》,第 5 期。
- 黄少安、张岗(2001):《中国上市公司股权融资偏好分析》,《经济研究》,第 11 期。
- 邝金梁、廖理、沈红波(2010):《股权分置改革与股票需求价格弹性——基于供给需求的理论框和经验证据》,《中国工业经济》,第 2 期。
- 李悦、熊德华、张峥、刘力(2008):《中国上市公司如何选择融资渠道——基于问卷调查的研究》,《金融研究》,第 8 期。
- 刘成彦、王其文(2005):《中国上市公司可转换债券发行的公告效应研究》,《经济科学》,第 4 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。
- 刘力、王汀汀、王震(2003):《中国 A 股上市公司增发公告的负价格效应及其二元股权结构解释》,《金融研究》,第 8 期。
- 刘林(2006):《股权融资偏好模型分析与治理改进设计》,《金融研究》,第 10 期。
- 陆正飞、叶康涛(2004):《中国上市公司股权融资偏好解析——偏好股权融资就是缘于融资成本低吗?》,《经济研究》,第 4 期。
- 牟晖、韩立岩、谢朵、陈之安(2006):《中国资本市场融资顺序新证:可转债发行宣告效应研究》,《管理世界》,第 4 期。
- 肖泽忠、邹宏(2008):《中国上市公司资本结构的影响因素和股权融资偏好》,《经济研究》,第 6 期。
- 阎达五、耿建新、刘文鹏(2001):《我国上市公司配股融资行为的实证研究》,《会计研究》,第 9 期。
- 章卫东(2007):《股权分置条件下中国上市公司股权再融资市场绩效的实证研究》,《经济评论》,第 1 期。
- 章卫东、周伟武(2010):《上市公司定向增发新股融资与可转换债券融资比较研究》,《经济评论》,第 1 期。
- Abhyankar, A., and A. Dunning (1999): “Wealth Effect of Convertible Bond and Convertible Preference Share issues: An Empirical Analysis of the UK Market”, *Journal of Banking & Finance*, 23, 1043–1065.
- Akhigbe, A., F. Borde and J. Madura (1997): “Valuation Effects of Insurers’ Security Offerings”, *Journal of Risk and Insurance*, 64, 115–137.
- Asquith, P., and D. Mullins(1986): “Equity Issues and Stock Price Dilution”, *Journal of Financial Economics*, 15, 61–89.
- Ashhari, Z., L. Chun, and A. Nassir (2009): “Conventional vs Islamic Bond Announcements: The Effects on Shareholders Wealth”, *International Journal of Business and Management*, 6, 105–111.
- Bayless, M. and S. Chaplinsky(1996): “Is There a Window of Opportunity for Seasoned Equity Issuance?”, *Journal of Finance*, 51, 253–278.

- Bøhren, O., B. Eckbo and D. Michalsen (1997): "Why Undertake Rights Offerings? Some New Evidence", *Journal of Financial Economics*, 46, 223–261.
- Brous, A. and O. Kini (1994): "The Valuation Effects of Equity Issues and the Level of Institutional Ownership: Evidence from Analysts Earnings Forecasts.", *Financial Management*, 23, 33–53.
- Chang, S., S. Chen and Y. Liu (2004): "Why Firms Use Convertibles: A Further Test of the Sequential-Financing Hypothesis", *Journal of Banking & Finance*, 28, 1163–1183.
- Christensen, D. et al. (1996): "Does the Japanese Stock Market React Differently to Public Security Offering Announcements than the US Stock Market?", *Japan and the World Economy*, 8, 99–119.
- Datta, S., M. Datta and A. Pate (2000): "Some Evidence on the Uniqueness of Initial Public Debt Offerings", *Journal of Finance*, 55, 715–743.
- Dehnert, J. (1993): "A Study of Rights Issues of Equity: A Theoretical and Empirical Analysis", Unpublished doctoral thesis, Australian Graduate School of Management.
- Dhatt, M., Y. Kim and S. Mukherji (1996): "Seasoned Equity Issues: The Korean Experience", *Pacific Basin Finance Journal*, 4, 31–44.
- Dutordoir, M. and L. Gucht, L. (2007): "Are There Windows of Opportunity for Convertible Debt Issuance? Evidence for Western Europe", *Journal of Banking & Finance*, 31, 2828–2846.
- Eckbo, B. (1986): "Valuation Effects of Corporate Debt Offerings", *Journal of Financial Economics*, 15, 119–152.
- Eckbo, B. and R. Masulis (1995): "Seasoned Equity Offerings: A Survey", in Jarrow, R., Maksimovic, V. Ziemba, W. (eds.), *Finance, Handbooks in Operations Research and Management Science*, Ch. 31, 1017–1072.
- Green, R. (1984): "Investment Incentives, Debt, and Warrants". *Journal of Financial Economics*, 13, 115–136.
- Hansen, R. and C. Crutchley (1990): "Corporate Earnings and Financing: An Empirical Analysis", *Journal of Business*, 63, 347–372.
- Leland, H. and D. Pyle (1977): "Informational Asymmetries, Financial Structure, and Financial Intermediation", *Journal of Finance*, 51, 987–1019.
- Jensen, M. (1986): "Agency Costs of Free Cash Flow, Corporate Finance, and Take-overs", *American Economic Review*, 76, 323–329.
- Kalay, A. and A. Shimrat (1987): "Firm Value and Seasoned Equity Issues: Price Pressure, Wealth Redistribution, or Negative Information", *Journal of Financial Economics*, 19, 109–126.
- Kim, Y. and R. Stulz (1992): "Is There a Global Market for Convertible Bonds?", *Journal of Business*, 65, 75–91.
- Loughran, T. and J. Ritter (2004): "Why Has IPO Underpricing Changed Over Time?", *Financial Management*, 33, 5–37.
- Loderer, C. and H. Zimmermann (1988): "Stock Offerings in a Different Institutional Setting: The Swiss Case, 1973–1983", *Journal of Banking Finance*, 12, 353–378.
- Marsden, A. (2000): "Shareholder Wealth Effects of Rights Issues: Evidence from the New Zealand Capital Market", *Pacific-Basin Finance Journal*, 8, 419–442.
- Medeiros, O. (2005): "Brazilian Market Reaction to Equity Issue Announcements", *Brazilian Administration Review*, 2, 35–46.
- Mikkelsen, W. and M. Partch (1986): "Valuation Effects of Security Offerings and the Issuance Process", *Journal of Financial Economics*, 15, 31–60.
- Myers, S. (1977): "Determinants of Corporate Borrowing". *Journal of Financial Economics*, 5, 147–175.
- Myers, S. and N. Majluf (1984): "Corporate Financing and Investment Decisions when Firms Have Information that Investors Do Not Have", *Journal of Financial Economics*, 13, 187–221.
- Ross, S. (1977): "The Determination of Financial Structure: The Incentive Signaling Approach", *Bell Journal of Economics*, 8, 1–32.
- Smith, C. (1986): "Investment Banking and the Capital Acquisition Process", *Journal of Financial Economics*, 15, 3–29.
- Stein, J. (1992): "Convertible Bonds as Backdoor Equity Financing", *Journal of Financial Economics*, 32, 3–21.
- Tsangarakis, N. (1996): "Shareholder Wealth Effects of Equity Issues in Emerging Markets: Evidence from Rights Offerings in Greece", *Financial Management*, 25, 21–32.

(责任编辑：罗 滢)