

摘要

近年，再融资市场受到新政的影响，我国可转债市场蓬勃发展，大量有再融资需求的上市公司选择通过发行可转型融资。企业的再融资过程常伴随着盈余管理行为，以获得最大化的融资收益。然而，过度的盈余管理削弱了企业财务数据的可信度，对信息使用者造成影响，甚至可能影响企业的经营。因此，对企业发行可转债前的盈余管理行为背后的动机、手段及经济影响进行研究具备重要意义。

现有研究中，针对企业可转债融资过程中的盈余管理行为的理论研究较少，且大多采用实证研究的方法，没有对此过程中的细节进行深入探究。因此，本文提出三个问题：在发行可转债的发行过程中，企业是否进行了盈余管理行为？其进行盈余管理活动的动机和手段是什么？经济后果如何？本文选取科伦药业（002422.SZ）为研究对象。案例分析内容包括在可转债发行前盈余管理的识别，对其盈余管理的动机、手段及后果的分析。首先，本文介绍了可转债盈余管理相关理论、科伦药业及行业基本情况；其次，基于科伦药业的财务数据和市场公开信息，对其可转债发行前的盈余管理行为进行了识别，并据此分析其动机、手段和经济影响，进而得出相关结论与建议。

经本文研究发现：（1）科伦药业在发行可转债前存在盈余管理行为，且通过盈余管理实现 roe 达标，成功发行可转债。（2）科伦药业通过大幅削减销售费用、财务费用、提升非经常收益等手段来达到其增厚利润的目的。（3）科伦药业通过盈余管理在短期大幅提高了利润，但降低了偿债能力和经营能力，造成业绩被高估。可转债发行后，短期内经营问题暴露，股价出现下挫。最后，基于上述分析，本文分别对企业与相关监管机构，从完善企业会计准则、加强公司内部治理以及健全可转债相关法规等方面给出了相关的建议。

关键词：再融资、可转债、盈余管理

ABSTRACT

Recently, the refinancing market has been affected by the New Deal. The convertible bond market in our country has developed vigorously. A large number of listed companies with refinancing need choose to transform financing by issuing. The refinancing process of enterprises is often accompanied by earnings management behavior in order to obtain the maximum financing income. However, the excessive earnings management weakens the credibility of the financial data of the enterprise, affects the information users, and may even affect the operation of the enterprise. Therefore, it is of great significance to study the motivation, means and economic impact of earnings management behavior of enterprises before issuing convertible bonds.

In the existing researches, there are few theoretical researches on earnings management behavior in the process of corporate convertible bond financing, and most of them adopt the method of empirical research, without in-depth exploration of the details of this process. Therefore, this paper raises three questions: in the process of issuing convertible bonds, do the enterprises conduct earnings management behavior? What are the motives and means of earnings management? What are the economic consequences? This paper selected Kolun Pharmaceutical (002422.SZ) as the research object. The case analysis includes the identification of earnings management before the issuance of convertible bonds, the motivation, means and consequences of earnings management. First of all, this paper introduces the convertible bond earnings management theory, Kolun Pharmaceutical and the basic situation of the industry; Secondly, based on the financial data and public market information of Kolun Pharmaceutical, the earnings management behavior of the company before the issuance of convertible bonds was identified, and its motivation, means and economic impact was analyzed accordingly, so as to draw relevant conclusions and suggestions.

The research of this paper found that: (1) Kolun Pharmaceutical had earnings

management behavior before issuing convertible bonds, and achieved roe standards through earnings management, and successfully issued convertible bonds. (2) Kolun Pharmaceutical achieves the purpose of increasing profit by significantly reducing sales expenses, financial expenses and increasing non-recurrent income. (3) Kolun Pharmaceutical significantly increased its profits in the short term through earnings management, but reduced its solvency and operating capacity, resulting in overestimation of performance. After the issuance of convertible bonds, short-term operational problems were exposed and stock prices fell. Finally, based on the above analysis, this paper respectively gives relevant suggestions to enterprises and relevant regulatory agencies from the aspects of improving enterprise accounting standards, strengthening corporate internal governance and improving related laws and regulations on convertible bonds.

Key Words: Refinancing, Convertible Bond, Earnings Management

目 录

1. 引 言	1
1.1 研究背景.....	1
1.2 研究意义.....	3
1.2.1 理论意义.....	3
1.2.2 现实意义.....	3
1.3 研究内容与研究方法.....	4
1.3.1 研究内容.....	4
1.3.2 研究方法.....	6
1.4 研究特色与应用价值.....	6
2. 文献综述	8
2.1 可转债融资方面文献回顾.....	8
2.1.1 可转债融资动机文献回顾.....	8
2.1.2 可转债融资对企业业绩影响的文献回顾.....	9
2.2 企业融资盈余管理文献回顾.....	10
2.2.1 企业融资中的盈余管理动机文献回顾.....	10
2.2.2 企业融资中的盈余管理手段文献回顾.....	11
2.2.3 企业融资中的盈余管理业绩影响文献回顾.....	12
2.3 文献评述.....	12
3. 企业可转债融资中盈余管理的理论分析	14
3.1 信息不对称理论与信号传递理论.....	14
3.2 机会窗口理论.....	14
3.3 委托代理理论.....	14
4. 科伦药业案例介绍	17
4.1 科伦药业、行业背景.....	17

4.1.1 主营业务	17
4.1.2 经营状况	18
4.1.3 医药制造行业稳步发展	20
4.2 科伦转债概况及发行背景	21
4.2.1 科伦转债发行背景	21
4.2.2 科伦转债发行概况	24
5. 科伦药业案例分析	27
5.1 科伦药业可转债融资中的盈余管理识别	27
5.1.1 净资产收益率的“压线”现象	27
5.1.2 利润增长异常	28
5.1.3 收入结构的调整	29
5.2 科伦药业盈余管理动机分析	30
5.2.1 发行可转债融资动机	30
5.3 科伦药业可转债融资盈余管理行为的手段	31
5.3.1 利用销售费用进行盈余管理	31
5.3.2 利用财务费用进行盈余管理	32
5.3.3 利用应收账款进行盈余管理	33
5.3.4 利用非经常性损益进行盈余管理	34
5.4 科伦药业可转债融资盈余管理行为的后果	35
5.4.1 科伦药业利用盈余管理实现了可转债发行	35
5.4.2 科伦药业盈余管理造成的财务影响	35
5.4.3 科伦药业公司盈余管理行为对股价的影响	39
6. 结论与不足	43
6.1 结论	43
6.2 相关建议	44
6.2.1 完善相关制度与法律法规	44
6.2.3 加强对可转债投资者的教育宣传	45
6.2.3 建设健全公司内部监管机制	46
6.3 不足	46
参考文献	47

后 记.....	52
致 谢.....	53
在读期间科研成果目录.....	54

1. 引言

1.1 研究背景

可转换债券（Convertible bond）即可转债，可转换债券持有人可以按照发行时事先约定的价格将债券转换成普通股票，其具备债权性、股权性、可转换性的特点。一般来说，可转债的利率低于普通公司的债券。在必要的时候，可转债持有人享有将债券回售给发行人的权利，同时发行人在一定条件下也拥有强制赎回债券的权利。

我国的可转债融资市场已经过近 30 年的发展，但在早期市场规模较小、发展速度较慢。随着各类政策和法律、法规的不断完善，我国可转债融资市场逐步趋于稳定。2017 年，修订后的《上市公司非公开发行股票规则》规定，上市公司申请非公开发行股票的，拟发行的股份数量不得超过本次发行前总股本的 20%，本次发行董事会决议日距离前次募集资金到位日原则上不得少于 18 个月。此外，发行价定价基准日只能选取发行期首日。新政的发布直接限制了上市公司过度融资、频繁融资和定增套利，有利于优化 A 股市场的资源配置，抑制上市公司圈钱乱象。2017 年，中国沪深市场定增发发行规模由 1.29 万亿元，同比下滑 24.19%，且在之后的 3 年连续下滑。

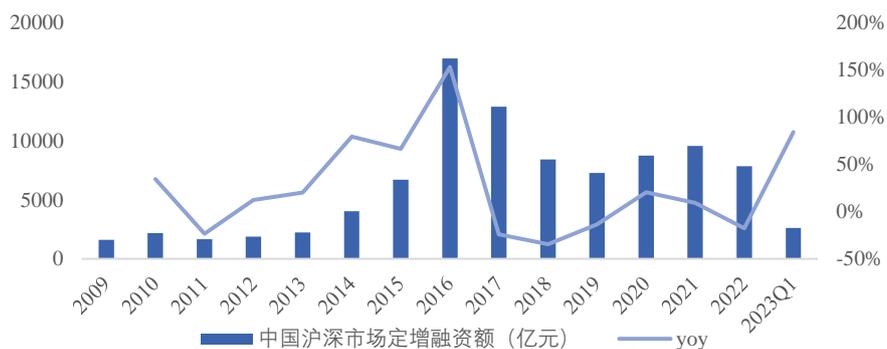


图 1-1 我国定增融资受到相关法律法规的限制

数据来源：WIND 数据库

而可转债融资凭借不受政策影响且获得了单独排队、优先审批等优惠政策的优势，市场迅速发展，出现爆发性的增长，成为了上市公司再融资方式的一个全新的选择，多家上市公司非公开发行计划受到影响，甚至放弃定增转而发行可转债。2017年，共40家企业通过发行可转债融资785.20亿元，该金额较上年增长301.80%。此后的3年间，市场呈现出快速增长的态势。2020年，证监会修订了《上市公司证券发行管理办法》和《创业板上市公司证券发行管理暂行办法》，进一步放宽了可转债的发行条件，当年可转债融资热度达到顶峰，共215家公司通过发行可转债募资2428.50亿元。可以看出，可转债在今年高速发展，对定增形成替代，成为我国资本市场上重要的再融资工具。

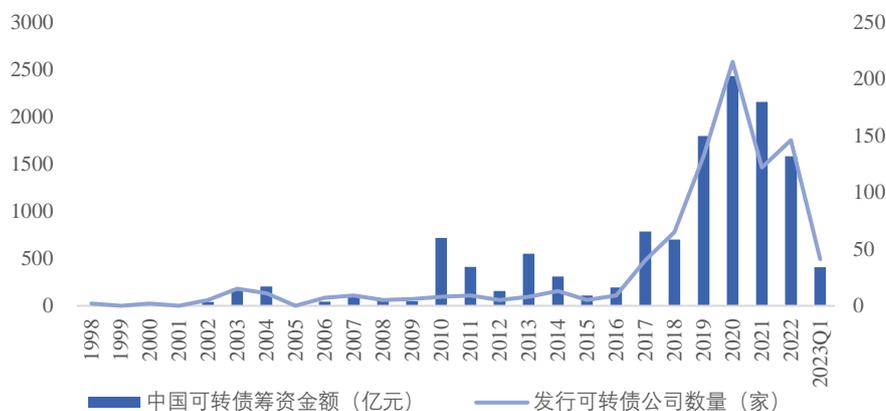


图 1-2 我国可转债市场近年来发展迅速

数据来源：WIND 数据库

可转债作为一种独特的再融资工具，区别于一般的债券，其具备股权性，可以转换为公司股票，可以在某种程度上作为股权融资；同时，发行企业的股东可以在发行前买入一定股份，具有股东的优先配售权。对可转债的发行公司来说，二级市场股价的变动是不可控的风险，但发行条款的设计是可控的，发行公司可以通过对赎回条款、回售条款和强制转换条款进行合理设计来取得相对最佳经济效益。

在国内现有的可转债发行前盈余问题的研究中，多数采取实证研究法，经研究发现，可转债与企业盈余管理行为有密切关系。但已有研究对发行通过何种手段实现盈余管理未做深入探讨，且选择的样本较为老旧，在相关政策法规出现较大修订的背景下能否适用于现代社会还值得进一步考量。为解

决以上问题，本文结合科伦药业的案例进行分析，对企业在发行可转债前的盈余管理行为的细节进行探讨。

1.2 研究意义

1.2.1 理论意义

目前，在 IPO、配股、定向增发等再融资方式的研究上，国内已有丰硕的研究成果。然而，由于我国可转债融资市场的发展较为滞后，我国在可转债这一领域的研究相对较少，且已有的研究大多采用理论分析和实证分析相结合，内容上以可转债发行的动因、融资偏好顺序和定价问题为主，很少有文章通过案例分析的方法对可转债再融资过程中的盈余管理问题进行探究。在对国外的相关研究梳理后发现，国外关于可转债的研究十分系统全面。但由于国内外国情的差异，国外的经验与成果不能直接照搬，而是需要在国内实践验证。

此外，在新政对其他再融资方式进行诸多限制的背景下，出现了可转债对其他融资手段的替代现象，主板市场上可转债大量发行。再融资过程中常常伴随着盈余管理的现象，可转债作为再融资方式的一种，在发行过程中是否存在盈余管理的现象？企业盈余管理行为是否会对正常经营造成影响？可转债是否存在沦为“圈钱工具”的风险？这些都是值得研究的问题。

本文结合了我国再融资市场的背景，对企业可转债融资中的盈余管理行为进行研究，选取了科伦药业作为案例，分析其在可转债发行中的盈余管理的动机、手段以及影响，对国内已有的研究中未涉及的部分进行深入，为上市公司盈余管理的案例研究提供进一步的参考，丰富了可转债及盈余管理领域的研究，具有一定理论意义。

1.2.2 现实意义

企业地盈余管理行为可能会对外部信息使用者和内部上市公司自身造成影响。首先，经企业盈余管理后地财务数据无法反映企业真实的经营情况，其

会计信息可能会造成投资人、债权人、政府机关等外部信息使用者受到误导，影响投资回报，从而损害信息使用者的利益。同时，利用会计信息进行日常经营活动管理及制定公司战略决策的内部管理人员同样可能受到误导，做出错误决策，不利于企业的长足发展。

因此，对企业发行可转债中的盈余管理行为进行研究将有助于监管部门对企业的盈余管理行为进行监控，填补监管漏洞，规范证券市场的资源配置，保护中小股东的权益不受侵害。同时，由于投资者难以接触到企业实际的生产经营活动，存在信息不对称问题，对企业发行可转债中的盈余管理行为进行研究将有助于帮助提升投资者的辨别能力，判断企业的真实经营状况，做出正确投资决策。

其次，本文希望通过研究，进一步促进企业管理者、投资者及监管部门对可转债这一再融资工具的了解。为企业经营者提供相应的参考，使其能够在实际的筹融资活动中合理选择金融工具，降低融资成本，提升融资效率。对投资者而言，可转债可以丰富其投资组合。对监管机构而言，进一步了解可转债的相关风险，可以规范企业投融资场。综上所述，本文具备一定的现实意义。

1.3 研究内容与研究方法

1.3.1 研究内容

本文对科伦药业可转债发行前的盈余管理行为进行剖析，在可转债市场蓬勃发展的背景下具备重要分析价值。全文第一章为引言，介绍了本文的研究背景、研究意义、研究方法研究内容及框架；第二章为文献综述，参考学者们的过往研究成果，对可转债融资、盈余管理两方面的文献进行综述；第三章是理论基础部分，主要介绍了企业盈余管理相关的理论基础；第四章为案例介绍，简要介绍了科伦药业及所处医药生物行业的基本情况、科伦药业 2021 年发行可转债的情况；第五章为案例分析，首先利用财务报表数据识别科伦药业是否进行盈余管理，其次分析其动机和手段，最后分析产生的经济影响；第六章为研究结论及建议，总结了本文的研究，向投资者、监管部门等信息使用者和准则制定机构提出建议。

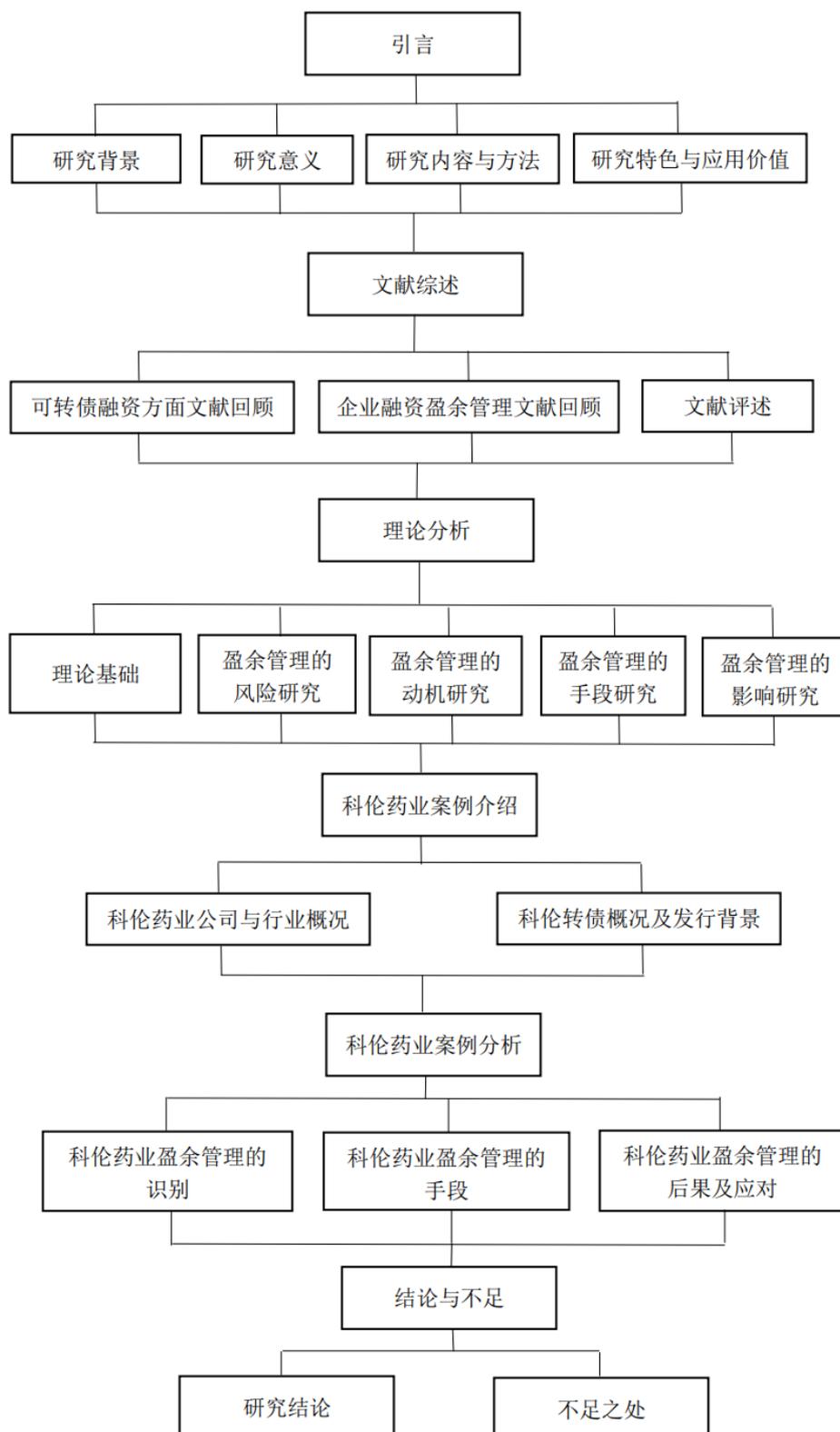


图 1-3 本文结构框架

1.3.2 研究方法

(1) 案例分析法

本文选取科伦药业为特定研究对象，运用案例研究法，对其可转债发行过程中的盈余管理相关问题进行深入分析，深入探讨其中的细节问题。首先，本文通过科伦药业的市场公开信息，运用财务报表疑点分析法识别其可转债发行前的盈余管理行为，之后分析其动机、手段以及后果，最后向投资者、监管部门等信息使用者、准则制定机构提出建议。

(2) 事件研究法

事件研究法通过运用市场公开资料来分析某一特定事件对企业价值的影响。如果市场有效，该事件的影响将快速地反映在股价上。本文运用了相对短期内的股票价格变化来测定科伦药业可转债发行对其二级市场股价造成的经济影响。

(3) 文献研究法

本文通过 wind 金融数据终端、知网文献库、网站搜索等手段大量阅读国内外有关盈余管理的文献，为本文案例研究积累了丰富的理论知识，打下了扎实可靠的理论基础。在此基础上，对科伦药业案例的具体细节进行分析讨论。

1.4 研究特色与应用价值

在大量阅读过去学者的文章后，笔者积累了大量的知识，同时发现过去国内有关企业发行可转债过程中盈余管理行为的研究不多，且研究方法多采用实证研究法，研究时间较早，难以适应目前资本市场的各项法律法规的修订。因此，本文站在巨人的肩膀上，对科伦药业的案例进行具体分析，希望弥补前人的上述不足，主要创新点体现在新主题和新环境两方面。

在我国再融资市场上，可转债的发展滞后于其他方式，而在 2017 年相关修订后开始快速发展，近年才受到学术界的集中关注，因此，以往的国内研究较少，尤其是对于企业发行可转债过程中的盈余管理问题。本文对科伦药业可转债发行前的盈余管理行为进行分析，选取了一个较新的问题进行分析，

因此选择的主题较为新颖。

近年来，企业再融资的相关法律法规几经修订完善，市场处于快速变化的环境中。而过往研究时间较早，恐难以适应新形势和新环境下的研究需求。因此，本文选择于 2021 年发行可转债的科伦药业作为案例，案例较新，时间上更能反映近期市场环境的情况。

本文通过对科伦药业可转债融资中的盈余管理行为进行研究，对投资者、监管部门等信息使用者提出了相关建议，可以使市场监管者更好地监控再融资市场的金融风险，有利于投资者更好地做出投资决策。同时，对于企业管理者来说，可以通过调整投资结构，实现再融资地最佳经济效益，降低融资风险和企业经营风险，益于企业长期发展，因此本文具备一定的应用价值。

2.文献综述

2.1 可转债融资方面文献回顾

2.1.1 可转债融资动机文献回顾

自 20 世纪 80 年代越来越多的公司通过发行可转债以来，国外学术界对于可转债发行动机的研究已经从不同角度提出了多种的假说，国外的研究主要可以分为信息不对称理论和委托代理理论两类。

委托代理理论来看，学者 Green（1984）提出了风险转移假说，其认为可转债有利于维系股东与代理人的代理关系，降低代理成本。Mayers et al.（1998）提出了连续融资假说，认为发行可转债主要是在满足未来的投资需求，同时可以抑制管理人过度的投资行为。Isagawa（2002）形成了管理保护假说，其认为，通过发行设计良好的可转换债券，并带有赎回和转债的选择权，将帮助企业降低代价成本，规避蓄意收购和濒临破产的危害。然而，基于国外的研究成果并不完全与国内的客观实际相匹配。

信息不对称理论来看，Myers and Majluf（1984）提出了优序融资假说，其经过研究表明，在资本市场上，由于不对称的信息，权益融资在发行时会产生折价，这对于高质量的公司十分不利，故此类公司会倾向于走“内部收入-负债-股权”的融资次序优化道路。M. Brennan and A. Kraus（1987）提出风险协调假说，可转债筹资可以避免因直接通过股票筹资而使得部分大股东所持股份发生冲减的危险。Stein（1992）提出权益融资的“后门”假说，他认为由于信息不对称问题，带来逆向选择的高成本，从而权益融资受阻，于是出现了间接的可转债融资方式。

国内研究来看，我国学者对前述的可转债发行动机理论进行了验证。基于后门融资假说，柯大钢、袁显平（2006）以中国 2002-2004 年间发行可转债

的公司为样本，验证发现公司选择可转债的动机包括筹集大额资金、在市值被低估时实现递延股权融资、最大化控股股东的利益以及政策性的诱导性支持。根据连续融资假说，王冬年（2007）验证了可转债在公司连续融资中的作用，其研究以万科股份为例，分析得出了可转债能降低发行成本，同时抑制管理者过度投资动机的结论。徐子尧（2009）年利用我国 2002-2006 年间的公告发行可转债公司为研究样本，验证连续融资假说引导下的发行动机，实证分析未得到显著性的验证结果，因此连续融资假并不完全适合我国的市场。

2.1.2 可转债融资对企业业绩影响的文献回顾

部分学者研究发现，发行可转债并未能使得上市公司的业绩好转，反而带来了负面影响。Lee et al.（1998）研究了 1975-1990 年美国市场上通过发行可转债进行再融资的 986 家上市公司，发现其经营绩效明显下滑，股票收益率也明显下降。Lewis et al.（2001）对美国市场 1979-1990 年发行可转债的 566 家进行研究，发现其业绩相较于同行业可比公司出现了明显的滑坡。刘娥平（2011）通过对比我国 2000 -2008 年发行可转债的 44 家公司，发现其财务绩效显著弱于同行业可比公司，进一步分析发现，导致绩效下滑的原因来自公司可转债发行前的盈余管理行为。

也有部分学者的观点相反，他们认为可转债的发行为公司业绩带来了正面影响。Stein（1992）认为，可转债降低了代理成本，因此可以确保资金流入有效的项目，提高了募集资金的使用效率，有利于业绩提升。甘婷（2009）对 2003 年全年发行可转债的公司和同行业其他上市公司进行对比分析，发现发行可转债的公司绩效先增长，后下滑，但对比行业其他公司显著提升。魏启明（2014）对不同的融资方式对公司绩效的影响进行对比研究，发现在可转债、公司债券、公开增发、定增、配股、中期票融资中绩效均存在下滑情况，但其中可转债融资的企业绩效表现最佳。

2.2 企业融资盈余管理文献回顾

2.2.1 企业融资中的盈余管理动机文献回顾

国外学术界认为，盈余管理的主要动机包括契约动机、资本市场动机和政治成本动机，其中资本市场动机是最主要的动机，资本市场动机包括 IPO、配股与再融资等。Schipper（1988）提出了盈余管理的概念，认为盈余管理是有目的地干预对外报告，目的是获取部分私有利益，实质上是操纵其所披露的信息对象。Aharony et al.（1993）认为，尤其是规模较小、财务杠杆较高的公司，在 IPO 前会通过会计手段增厚利润。Friedlan（1994）认为，由于财务报告信息会对 IPO 发行价格产生影响，因此发行人会在 IPO 前利用收入增长承诺来提高招股说明书最后一期的财务报表数据，以达到用更高发行价发行股票的结果。Du Charme et al.（2004）研究发现，公司在 IPO 前、再融资过程中可能通过应计利润的手段来提高公司业绩，进而提高股票发行价，以达到筹集更多资金的目的。契约动机方面。Dechow et al.（1996）发现，企业进行盈余管理动机包括通过低成本获取外部融资。Teoh et al.（1998）的研究表明，企业在融资困境下往往有强烈的动机通过盈余管理进行融资。政治成本动机方面，Watts and Zimmerman（1986）发现，易受到监管调查的、易陷入不利政治程序的企业管理者有动机进行盈余管理，以降低公司展现公司的盈利能力。Healy and Wahlen（1999）的研究表明，公司管理层倾向于使用特定的盈余管理项目和条款来操纵二级市场对公司的看法、做多利润、减少违反信贷协议的可能性，并躲避监管部门的介入。

国内学者也对公司盈余管理行为的动因进行了论证，部分学者的研究显示，在中国的资本市场里，上市公司通常是为了扭转亏损和避免退市而实行盈余管理（陆建桥，1999；陈晓和戴翠玉，2004）。王春峰和李吉栋（2003）研究发现，国内公司在上市前一年和上市当年存在人为增加利润的行为，以提高 IPO 价格、避免盈利能力快速下滑，而在上市后的一年中，又存在人为减少利润的情况。雷光勇和刘慧龙（2006）对选取了在 A 股上市的、配股 3 年 roe 要求的最后 1 年为 1999 年的 196 家公司为样本，研究发现公司在配股前存在盈余管理行为。蔡春等（2013）研究表明 IPO 企业同时通过应计盈

余管理和真实盈余管理两种手段来提高股票的发行价。梁鑫（2012）通过方差分析法研究了 2010 年以前的 5 个年度发行和退出可转债的上市公司，发现上市公司在发行和退出当年与发行前后一年相比，具有更强的盈余管理意愿。

2.2.2 企业融资中的盈余管理手段文献回顾

学术界将盈余管理的方式可以分为应计盈余管理和真实盈余管理。应计盈余管理的手段包括方面调整收入和成本、调整会计政策与会计估计方法以及利用公允价值变动。Haw et al.（1998）发现，上市公司偏好在亏损的前一年提前增加线下项目，以获得更多的利润；在亏损当年则偏好于应计项目和调减线下项目。郭宪英和张炳发（2002）研究发现，有效的盈余管理方法主要包括更会计政策、调节生产经营活动、操控关联方交易。蒋丽梅（2004）研究了上市公司盈余管理行为中的变更会计政策的手段，发现通过变更自发性的会计政策，已经实现盈利的公司可以做高利润，而亏损公司则可以减少亏损。王虹（2011）进行实证分析发现，亏损企业会通过减少公允价值变动收益来达到降低亏损的目的。吴腊（2014）对我国 2003-2010 年上市公司进行研究，发现在新准则实施后，上市公司盈余管理程度显著提升；在公允价值计量方法下，管理者很可能通过债务重组、非货币性交易和资产减值的手段进行盈余管理。

真实盈余管理的手段主要包括利用关联方交易、并购重组、债务重组以及非经常性损益。Walsh et al.（1991）研究发现，澳大利亚上市公司通过经常性的损益来进行大洗澡，达到扭亏目的。Craig and Walsh（1989）发现非经常性的损益被许多企业用于平滑收益。蒋义宏和魏刚（2001）认为，当上市公司 ROE 略高于 0 和 6%时，其非经常性损益占净利润的比例显著高于同类型上市公司。徐晓伟等（2003）研究发现，我国资本市场上普遍存在使用非经常性损益进行盈余管理的行为，其中部分通过这种手段快速提升了业绩，实现扭亏。蒋义宏和王丽坤（2003）对 1999-2001 年间 A 股上市公司进行研究，发现亏损公司为了避免退市会对非经常损益的交易时点，上述公司往往在亏损年度大量确认非经常性损失，而在扭亏年度大量确认非经常性收益。

2.2.3 企业融资中的盈余管理业绩影响文献回顾

大部分学者认为，公司在融资后，其绩效和利润均会呈现下滑趋势，绩效的下滑与公司在融资管理过程中实现的盈余管理相关。Teoh（1998）分析了公司 IPO 中的盈余管理行为，发现部分公司在 IPO 当年的应计利润出现异常上升，而上市后三年，股票回报的收益率较低。D. A. Cohen and Zarowin（2010）对公司增发融资中的盈余管理行为进行了研究，发现增发后业绩表现平平的公司往往在增发前进行了真实盈余管理，进一步研究发现，真实盈余管理对公司利润的影响显著大于应计盈余管理。李增福等（2012）对我国上市公司的定增融资方式中的盈余管理行为进行研究，发现上市公司会同时使用应计与真实盈余管理两种方式，进一步研究发现应计项目盈余管理造成定增后短期公司业绩下滑，真实盈余管理则导致长期业绩滑坡，且是公司定增后业绩下滑的主要原因。王晓亮（2016）研究发现，企业通过定增的方式融资时，在发行前一年和当年存在的向上盈余管理行为会降低优质公司股票在二级市场上的流动性。

少部分学者认为盈余管理对于企业业绩存在正向作用。Gunny（2010）认为，企业的真实盈余管理向市场传递出积极的信号，提升了信息使用者对企业的信心，最终提升企业业绩。

2.3 文献评述

我国可转债市场起步较晚，且正处于发展阶段，对于其发行动机和融资后绩效的研究数量相对较少。对于可转债的发行动机的研究主要分为信息不对称理论和委托代理理论两类。对其发行后的绩效研究方面，多数学者们认为，发行可转债后公司绩效出现下滑。

目前关于融资盈余管理已经有充分完善的研究成果，主要包括盈余管理的动机、手段及经济后果等方面。已有研究认为，企业的再融资活动往往都伴随着盈余管理行为。在在融资活动中，公司进行盈余管理的动机包括契约动机、资本市场动机和政治成本动机，盈余管理行为能帮助企业达到融资相关政策的底线要求，以低成本获取融资，实现收益最大化，同时规避陷入不利政

治程序的风险。从手段来看，企业通常会将真实盈余管理和应计盈余管理结合，常用的手段包括对收入和成本、会计政策、会计估计方法、公允价值变动的调整及利用关联交易、并购重组、债务重组以及非经常性损益进行盈余管理。经济后果来看，多数学者倾向于盈余管理行为使得企业绩效和利润下滑。

3.企业可转债融资中盈余管理的理论分析

3.1 信息不对称理论与信号传递理论

信息不对称理论指在市场经济活动中，交易的双方拥有的信息存在差异。往往掌握更多信息的一方在博弈中处于有利地位，而掌握信息较少的一方则处于比较不利的地位。各种交易市场都存在着不同程度的信息不对称问题。在我国融资市场上，融资企业和投资者作为交易的双方，存在信息不对称问题，融资企业对于自身的经营管理信息的掌握远高于仅能通过外部信息对公司进行了解的投资者，因此，在双方的博弈中，上市公司往往处于优势地位，其通过盈余管理以达到掩盖或修饰财务信息的目的成为可能。

信号传递理论起源于信息不对称理论，广泛运用于公司金融中。信号传递理论认为，在信息不对称的背景下，公司主要向外界传递的内部信息包括利润宣告、股利宣告和融资宣告。信号传递理论的两个重要的条件分别是：1) 在信息不对称的环境中，拥有较多信息的一方来首先释放信号；2) 释放信号这一行为对其中的一部分人来说成本更低，才能保证信号可信。

在企业再融资市场中，上市公司和投资者之间存在着信息不对称，上市公司是具有信息的一方，对企业内部的生产、销售、经营等等情况具备信息优势，而投资者等外部信息使用者则是不具有信息的一方，仅能通过上市公司向外部传递出的信息来对公司加以了解，进而进行投资决策。而上市公司为了使得自身的利益最大化，可能会通过盈余管理的手段对自己的财务信息进行修饰，对外界释放出上市公司自身经营状况良好的信号，以满足监管部门的相关要求，同时向投资者展现公司的投资价值。经营状况不佳的公司可能会通过盈余管理掩盖自身经营的问题，以躲避来自监管机构的监管压力。

3.2 委托代理理论

委托代理理论主要研究在所有权与经营权相分离的背景下，委托人与代

理人直接的委托代理关系。在信息不对称的背景下，委托人和代理人双方产生利益冲突。对于股东来说，其追求的是公司价值最大化，以实现股东利益最大化。而对代理人而言，其追求的是个人的报酬及声誉等。两者出现了偏离，此时委托人为了保护自身的利益，产生了代理成本。

在企业的融资活动中，一方面，股东为了最大化自身利益，会支持委托方进行一定的盈余管理活动，以达到顺利融资的目的；公司管理者为了获得更高的报酬，可能会通过盈余管理活动做高公司盈利能力，因此很多上市公司的管理层会通过盈余管理来对公司的财务信息进行修饰或掩盖。另一方面，管理层作为时刻参与公司的经营活动的参与者，对公司内部真实的生产、销售、经营活动掌握更多的信息，管理层在进行决策时，可能会优先考虑自己的满足需求，而做出损害股东利益的行为，不利于公司长期的发展。

3.3 不完全契约理论

以委托代理理论为代表的完全契约理论可能出现脱离实际的情况，而不完全契约理论则打破了完全契约理论下的各种假设，其认为缔约双方无法完全预见契约履行期内可能出现的各种情况，从而无法达成内容完备、设计周详的契约条款。导致不完全契约的原因包括：1) 人的理性、思维是有限的，受到外在客观条件的影响，无法对未来的事件进行全面的预期；2) 在缔约受到交易成本限制的情况下，缔约各方愿意遗漏许多内容，或留待事件出现后再协商。

在企业的经营活动中，公司股东和管理层之间存在契约关系，公司管理层与投资者间同样存在契约关系。契约的不完全性促进了各个主体的机会主义行为的动机。对企业管理层来说，通过进行盈余管理做高公司的业绩，将有利于提升管理层的薪酬水平及声誉，因此管理层有动机进行盈余管理，而盈余管理行为可能会侵害股东的利益。同时，由于盈余管理行为将使得企业达到融资相关条件，成功融资后的企业将拥有更充裕的现金流用于投资及生产经营活动，提高绩效水平，因此管理层为了满足自己的利益，有动机进行盈余管理活动，而对投资者的利益造成损害。

3.4 理论分析小结

本节主要通过对信息不对称理论、信号传递理论、委托代理理论和不完全契约理论进行理论分析，对可转债融资前盈余管理的动机的进行了理论分析。在信息不对称理论中，交易的双方存在信息差，掌握更多信息的一方往往处在有利地位，公司管理层相较于股东和投资者对企业内部的生产经营活动掌握了更多的信息，因此在博弈中往往处于优势地位。在信号传递理论中，为了实现融资，满足生产经营的需要，上市公司可能会通过盈余管理修饰财务信息，向外界释放出经营状况良好的信号，以满足监管要求，向投资者展现公司的价值。而经营状况不佳的公司也可能通过盈余管理，掩盖自身的经营问题，以躲避来自监管机构的监管压力。在委托代理理论中，由于信息不对称的存在，管理层在进行决策时，可能会优先考虑自己获取更高薪酬、更高声誉的需求，而做出损害股东利益的行为，不利于公司长期的发展。在不完全契约理论下，契约的不完全性促进了各个主体的机会主义行为的动机。

4.科伦药业案例介绍

4.1 科伦药业、行业背景

4.1.1 主营业务

科伦药业是国内产业生态体系最为综合的大型医药企业集团之一，主营业务收入主要来源于医药制造及上下游相关产业，主要从事大容量注射剂（输液）、小容量注射剂（水针）、注射用无菌粉针（含分装粉针及冻干粉针）、片剂、胶囊剂、颗粒剂、口服液、腹膜透析液等 25 种剂型药品及抗生素中间体、原料药、医药包材等产品的研发、生产和销售。产品涵盖抗肿瘤类、心脑血管类、麻醉镇痛类、精神类、抗病原微生物类、营养输液、呼吸类、抗骨质疏松类、男性专科、糖尿病、水电解质平衡类等。

科伦药业的发展大致分为三个阶段。1996 年，其前身四川科伦大药厂创立，发展初期以大输液产品为主，通过高生产效率和成本优势抢占市场，在医疗机构取消自制输液政策、非典事件发生后，公司成为全国大输液龙头。此后，科伦药业通过并购手段逐渐增加制剂业务，2010 年成功在深交所上市。2011 年前后，科伦药业通过投资伊犁川宁项目、引进大批科研人才成功转型，确定了“三发驱动”的长期发展战略，通过研发体系的建设和多元化的技术创新，对优秀仿制药、新型给药系统、生物大分子及创新小分子等高技术内涵药物进行研发，品类覆盖了抗肿瘤、糖尿病、肝病、肠外营养、术后阵痛、精神疾病等重大疾病领域。

科伦药业股权结构稳定，董事长刘革新和副总经理潘慧分别持股 26.6%、4.84%，雅安市国有资产经营有限责任公司持股 6.58%。科伦药业的子公司按业务可以分为大输液、仿制药、创新药三大部分。在大输液领域，由于受到输液运输半径限制，科伦药业通过布局各地的子公司和生产线来确保输液市场份额，主要包括湖南科伦、昆明南疆、贵州科伦和青山利康等；原料药方面，科伦药业则以伊犁川宁为核心，上下游布局了瑾禾生物、邛崃分公司和新迪

医化以及广西科伦的抗生素制剂；科伦药业的创新药依托于科伦研究院和博泰生物，致力于大分子、小分子创新药和重磅仿制药研发。

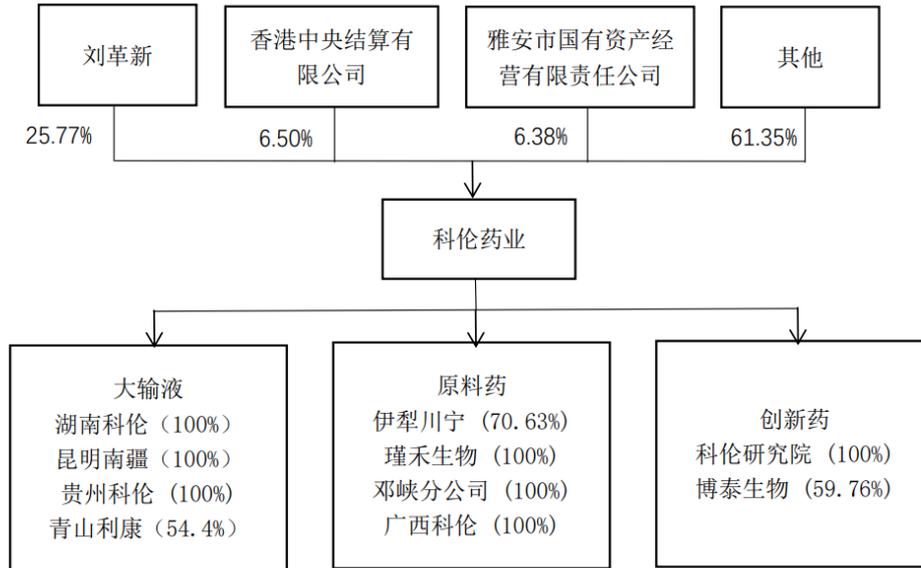


图 4-1 科伦药业股权结构

数据来源：WIND 数据库

4.1.2 经营状况

科伦药业的营业收入整体呈现出稳步增长态势。科伦药业以输液业务起家，输液业务是其主要营收构成。2010 年实施“三发驱动、创新增长”战略后，公司非输液业务迅速增长，比重不断提高。2015 年，受到市场需求不足的影响，公司营收下滑 3.24%，随着市场需求好转后，公司业绩恢复正常增长，2019 年实现总营收 68.36 亿元，其中非输液业务占比 38.76%，成为公司主要增长支撑点。2020 年新冠疫情爆发后，医院人流量大幅减少造成公司业绩下滑，全年实现营收 164.64 亿元，同比降低 6.65%。伴随着 2021 年开始疫情常态化管理，公司营收达 172.76 亿元，同比增长 4.93%。2022 年，公司营收创下历史新高，达到 189.13 亿元。

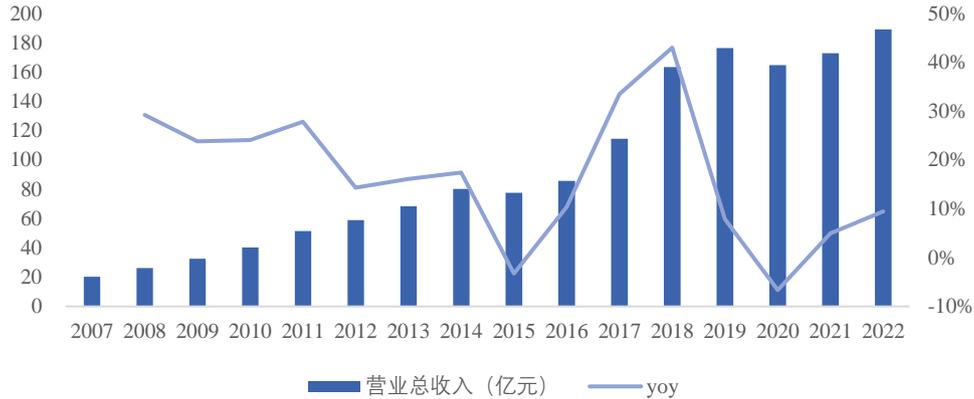


图 4-2 科伦药业营收情况

数据来源：WIND 数据库

科伦药业净利润波动相对营收较大。2013-2017 年，受到川宁项目环保投入、创新药领域投入的影响，公司净利润连续下滑。2018 年川宁项目产能释放，大输液结构优化，公司归母净利润大幅增长至 12.13 亿元。2019 年，抗生素产品市场竞争加剧，价格下行影响利润，2020 年叠加受到新冠疫情的打击，利润继续下滑。2021 年，公司非输液业务毛利率同比上涨 2.77pp，带动整体盈利能力上行，当年实现归母净利润 11.02 亿元，同比增长 32.93%。2022 年，公司创新药逐渐持续兑现，归母净利润大幅增长 54.94%，达到 17.09 亿元。



图 4-3 科伦药业归母净利润情况

数据来源：WIND 数据库

科伦药业整体毛利率稳步攀升。2010-2019 年，受益于行业集中度提升、产品结构优化、两票制政策落地等，公司大输液业务毛利率持续提升；公司非

输液业务受益于创新药逐步投产，近年提升速度较快，2019 年达到近年峰值 60.18%。2020 年，受到疫情管控影响，公司毛利率同比下滑 5.93pp 至 54.25%，2021 年有所好转至 55.66%。

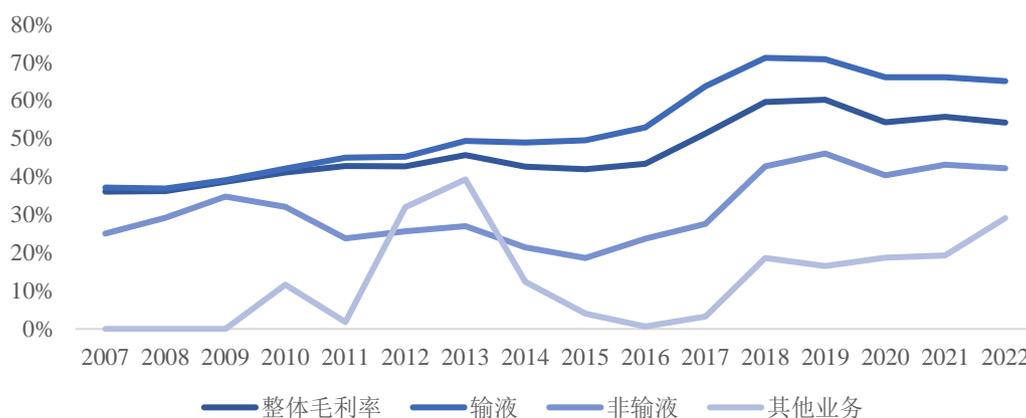


图 4-4 科伦药业毛利率情况

数据来源：WIND 数据库

4.1.3 医药制造行业稳步发展

我国医药制造行业呈现良好发展态势，国家陆续出台法律法规和政策保障行业良性发展。2020 年，国家市场监督管理总局颁布的《药品注册管理办法》对在我国境内申请药物临床研究、药品生产、药品注册检验以及监督管理进行了具体规定，目的在于保证药品的安全、有效和质量可控，规范药品注册行为。2022 年 1 月，工信部、发改委等部委联合印发了《“十四五”医药工业发展规划》，提出了“十四五”期间要落实的重点任务，包括加快产品创新和产业化技术突破、提升产业链稳定性和竞争力、推动医药制造能力系统升级以及创造国际竞争新优势等。

医药制造行业市场规模稳步增长。医疗卫生支出是实现社会公平、保障居民健康的重要手段之一，也是衡量医药产业发展情况的重要指标。从 2015 年到 2021 年，中国的医疗卫生总支出从 40975 亿元增长到 76845 亿元，呈逐年上升趋势，年化复合增长率达 11.05%。根据国家统计局数据，2021 年，规模以上医药制造业营业收入为 2.93 万亿元，同比增长 20.1%；利润总额为 6271.4 亿元，同比增长 77.9%，医药制造行业呈现出稳步发展的趋势。



图 4-5 我国卫生总费用

数据来源：公司公告

未来，伴随着我国人均收入水平持续稳步提高、人口老龄化进程加快、优化生育政策的陆续出台、市场主体创新能力持续提高以及国家政策的大力支持等众多积极因素的共同驱动，我国医药行业的营业收入和利润总额预计仍将保持较高的增长趋势，行业将保持良好的发展态势。

4.2 科伦转债概况及发行背景

4.2.1 科伦转债发行背景

在发展早期，为快速抢占大输液市场份额，科伦药业投入大量资金购置固定资产、无形资产及其他长期资产。现金流量表显示，公司支出最大项是投资性现金流，主要是用来购建固定资产。2011-2015 年间，为建设新疆伊犁抗生素中间体项目，公司大量投入资金，五年间为购买固定资产、无形资产及其他长期资产耗费现金 116.36 亿元，占 2015 年总资产的 51.53%。大幅的扩产使得公司现金流拮据，即使承担高额的利息费用，也不得不不断贷款。

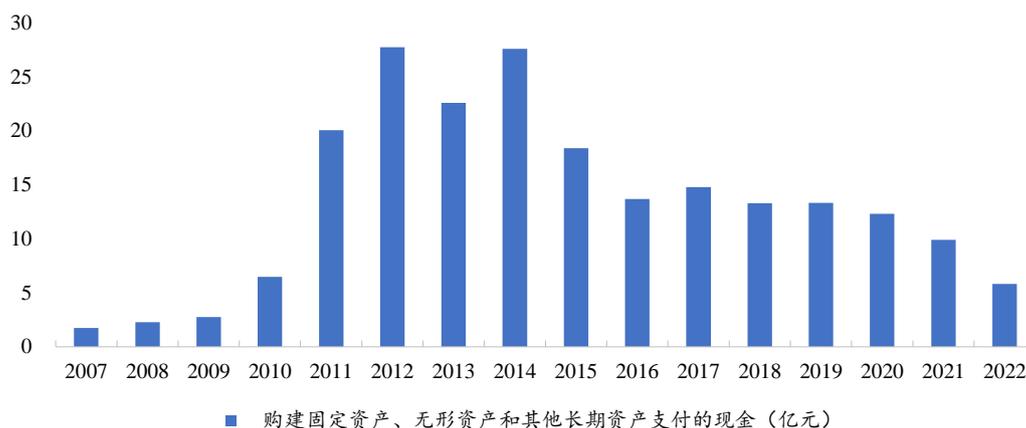


图 4-6 科伦药业购买固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金

数据来源：WIND 数据库

转型创新药，研发投入资金需求大。自大输液和仿制药开始集采后，科伦药业意识到转型创新药才是未来出路，确立了“三发驱动、创新增长”的战略，随着大多项目进入临床阶段，研发费用不断攀升。科伦药业在肿瘤、细菌感染、肠外营养、心脑血管等多个疾病领域相继启动了 300 余项重大药物的研制，自 2013 年以来已累计将超过 85 亿元资金投入研发创新。2014-2021 年，研发投入占营收的比例由 4.84% 上升 5.58pp 至 10.42%，2021 年研发支出绝对额达到 18.0 亿元。

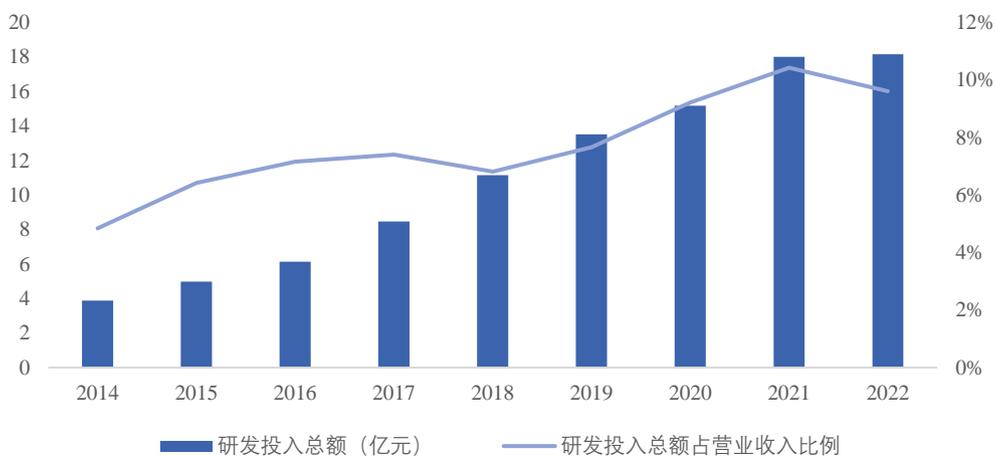


图 4-7 科伦药业研发支出情况

数据来源：WIND 数据库

科伦药业主营业务为大输液，经营模式可以类比快消品，产品出货量极大，资金往来快，现金流应该相当充裕。然而，实际上公司资金链非常紧张，

以上内容仅为本文档的试下载部分，为可阅读页数的一半内容。如要下载或阅读全文，请访问：<https://d.book118.com/597036066026006032>