

分类号:

学号: 20192216193

密级: 公开

单位代码: 10759

石河子大学

硕士学位论文



圆通速递可转换债券融资效应研究

学位申请人

何泽慧

指导教师

郭桂华教授

申请学位类别

专业硕士

专业名称

会计硕士

研究领域

财务理论与方法

所在学院

经济与管理学院

中国·新疆·石河子

2022年5月

分类号:

学号: 20192216193

密级: 公开

单位代码: 10759

石河子大学

硕士学位论文



圆通速递可转换债券融资效应研究

学位申请人	何泽慧
指导教师	郭桂华教授
申请学位类别	专业硕士
专业名称	会计硕士
研究领域	财务理论与方法
所在学院	经济与管理学院

中国·新疆·石河子

2022年5月

**Research on the financing performance of the issuance of convertible
bonds by YTO Express Co.**

A Dissertation Submitted to

Shihezi University

In Partial Fulfillment of the Requirements

for the Degree of

Master Of Professional Accounting

By

He ze-hui

(Accounting and financial management)

Dissertation Supervisor: Prof. Guo Gui-hua

May, 2022

石河子大学学位论文独创性声明及使用授权声明

学位论文独创性声明

本人所呈交的学位论文是在我导师的指导下进行的研究工作及取得的研究成果。据我所知，除文中已经注明引用的内容外，本论文不包含其他个人已经发表或撰写过的研究成果。对本文的研究做出重要贡献的个人和集体，均已在文中作了明确的说明并表示谢意。

研究生签名：何泽慧

时间：2022年05月30日

使用授权声明

本人完全了解石河子大学有关保留、使用学位论文的规定，学校有权保留学位论文并向国家主管部门或指定机构送交论文的电子版和纸质版。有权将学位论文在学校图书馆保存并允许被查阅。有权自行或许可他人将学位论文编入有关数据库提供检索服务。有权将学位论文的标题和摘要汇编出版。保密的学位论文在解密后适用本规定。

研究生签名：何泽慧

时间：2022年05月30日

导师签名：郭桂华

时间：2022年05月30日

摘要

投融资是企业财务管理的重要部分，在企业的经营与健康发展中占据举足轻重的地位。可转换债券是应市场需求而生的新型融资工具，这一工具兼具股东权利和债务权利的双重属性，丰富了企业的投资渠道。2015年，中国的可转债市场尚处在起步探索的阶段，当年发行可转债的数量仅有个位数，发行规模也不超过百亿元。但近几年来，在政府激励政策与市场需求的驱动下，2021年我国A股可转债市场发行规模已超过2828.49亿元，并已连续3年发行规模超2500亿元，可见近年来发行可转债已成为企业融资的重要手段之一，然而在这庞大的可转债融资市场中也不乏有发行失败或者发行后黯然退场的案例。由此可见，公司能否充分利用可转债的特性发挥优势，可转债发行后的融资效果能否满足公司融资需求等问题是值得讨论的。研究成功利用可转债融资的公司，能够为上市公司以及投资者提供思路，进而带动可转债市场良好规范的运行发展。圆通速递作为我国快递行业中被投资者们重点关注的企业之一，在日渐灼热的行业市场竞争中，公司也面临着业务结构集中、终端网络加盟模式及政策波动等多重风险，在这些情形下，圆通速递选择发行可转换债券筹措资本，这一行为是否能够帮助公司达成投资目标，并且发行可转债后企业的股东财富又会受到怎样的影响呢？本文将试在上述方面展开深入探讨。

本文首先回顾可转换债券的研究历史、重要性和现状，总结可转换债券的概念、本文所使用的估值方法和相关的理论框架。然后介绍了圆通速递的基本情况、融资过程，由此初步分析“圆通转债”的融资内因，为下文融资效应的研究做好铺垫。紧接着通过事件研究法，计算“圆通转债”事件期内的每日超额收益率和累积超额收益率，探究投资者对于“圆通转债”的反应程度，随后从圆通速递可转债的融资成本、圆通速递可转债的运营绩效、圆通速递可转债的资本结构对圆通速递可转债融资效应进行分析，最后综合以上分析，判断圆通速递发行此次可转换债券是否为企业带来了较好的融资效应。

研究了圆通速递的可转债发行过程后可以发现：“圆通转债”的发行虽然在短期内减损了股东权益，但由于圆通速递在发行之初即制定了与自身相适应的发行条款，帮助公司提高了转股效率，同时公司对融资成本加以控制，另外利用优先配售条款，有效保证了公司主要股东的持股比例，此次可转债的发行对公司资本结构、运营业绩等均产生正面影响。本文提出了以下建议：企业在增发可转债前，应科学合理地编制增发条件，以应对股票价格变动风险；在配售过程中，应当合理使用优先配售条件，以保障股东的最大权益。一旦发行可转换债券，应根据成本效益原则对所筹集资金进行管理。企业需要立足于自身的实际情况，合理考虑发行可转债，可以综合考虑可转债与其他融资方式的结合，进而提高融资效应。

关键词：圆通速递；可转换债券；融资动因；融资效应

Abstract

Investment and financing is the main part of an enterprise's financial management and plays a vital role in the operation and development of an enterprise. As a new financing tool, convertible bonds have dual attributes of shareholder rights and debt rights, and provides more choices for enterprises' investment channels. In the past five years, China's convertible bond market is still in the stage of initial exploration. The number of convertible bonds issued in that year was only single digits, and the issuance scale was not more than 10 billion yuan. By 2021, driven by both policy encouragement and market demand, Chinese stock market convertible bond issuance scale will reach 277.167 billion yuan, and the issuance scale has exceeded 250 billion yuan for three consecutive years. However, among them, there are also cases in which the issuance of convertible bonds failed or they exited the market sadly. It can be seen that whether the company can make full use of its characteristics to give full play to the advantages of convertible bonds when issuing convertible bonds, and what the financing effect will be after issuance is worth discussing. Companies that have successfully issued convertible bonds for financing study the reasons and shortcomings of their issuance. It provides ideas for listed companies and investors, and then drives the well-regulated operation and development of the convertible bond market. As one of the leading companies in Chinese stock market express delivery industry, YTO Express is facing multiple risks such as business structure concentration, terminal network franchise mode and policy fluctuations in the increasingly fierce market competition. In this case, YTO Express chooses to issue convertible bonds. How can this behavior help the company achieve its investment goals, and how will the shareholder wealth preference be affected after the issuance of convertible bonds? This article will try to explore these aspects.

This thesis first reviews the research history, importance and current situation of convertible bonds, summarizes the concept of convertible bonds, the valuation methods used in this thesis and the related theoretical framework. Then, it introduces the basic situation and financing process of YTO Express, and then preliminarily analyzes the financing motivation of YTO Convertible Bonds, so as to pave the way for the following research on financing effects. Then, from the financing cost of YTO Express convertible bonds, the operating performance of YTO Express convertible bonds, and the capital structure of YTO Express convertible bonds, the financing effect of YTO Express's convertible bonds is analyzed, and then the event research method is used. The excess rate of return and cumulative excess rate of return are explored to explore the extent of investors' reaction to the YTO convertible bonds. Finally, based on the above analysis, it is determined whether the issuance of this convertible bond by YTO Express has brought a better financing effect to the company.

After studying the convertible bond issuance process of YTO Express, it can be found that: YTO Express has formulated reasonable issuance terms, improved the efficiency of share conversion, and controlled financing costs. At the same time, although the issuance of YTO convertible bonds has impaired shareholders' equity in the short term, it has had a positive impact on the company's capital structure and operating performance. This thesis puts forward the following suggestions: before issuing convertible bonds, companies should formulate issuance terms scientifically to deal with the risk of stock price changes; in the process of placement, they should make reasonable use of preferential placement terms to safeguard shareholders' rights and interests. Once convertible bonds are issued, the use of funds raised should be managed on a cost-benefit basis. The company should reasonably consider issuing convertible bonds, and improve the financing effect through the reasonable combination of issuing convertible bonds and other financing methods.

Key words: YTO Express; Convertible Bonds; Financing Motivation; Financing Effect

目 录

摘 要	I
ABSTRACT	II
第 1 章 绪论	1
1.1 研究背景与意义	1
1.1.1 研究背景	1
1.1.2 研究意义	2
1.2 文献综述	3
1.2.1 可转换债券融资动因的研究概览	3
1.2.2 可转换债券融资的经济后果研究概况	5
1.2.3 文献评述	8
1.3 研究内容及框架	8
1.3.1 研究目标	8
1.3.2 研究内容	9
1.4 研究思路与方法	10
1.4.1 研究思路	10
1.4.2 研究方法	10
第 2 章 概念界定与理论基础	12
2.1 概念界定	12
2.1.1 可转换债券	12
2.1.2 可转换债券融资效应	13
2.2 融资效应评价方法	13
2.2.1 内含报酬率法	13
2.2.2 经济增加值	13
2.2.3 每股收益测算	14
2.2.4 累计超额收益率	15
2.3 理论基础	15
2.3.1 剩余权益理论	15
2.3.2 优序融资理论	16
2.3.3 市场有效性理论	16
2.3.4 基于控制权的融资理论	16
第 3 章 圆通速递发行可转换债券案例简介	17

3.1 圆通速递的基本情况.....	17
3.1.1 圆通速递简介.....	17
3.1.2 圆通速递的经营情况.....	17
3.2 圆通速递发行可转换债券案例介绍.....	18
3.2.1“圆通转债”募集资金规模及用途.....	18
3.2.2“圆通转债”基本发行条款.....	19
3.3“圆通转债”发行后转股情况概述.....	20
3.3.1 短期内债券大量成功转股.....	20
3.3.2“圆通转债”强制赎回剩余未转股债券.....	21
3.4“圆通转债”融资的动因.....	21
3.4.1 内源资金难以满足企业战略发展需求.....	22
3.4.2 缓解企业融资成本过高的压力.....	22
3.4.3 灵活调整企业的资本结构.....	24
第 4 章 “圆通转债”发行的融资效应分析.....	25
4.1“圆通转债”融资效应的市场绩效.....	25
4.1.1 公告事件窗口期股价波动情况分析.....	25
4.1.2 基于事件研究法的市场反应分析.....	26
4.2“圆通转债”对融资成本的影响分析.....	30
4.2.1 “圆通转债”不同年份转股融资成本测算.....	30
4.2.2“圆通转债”实际融资成本计算.....	33
4.2.3“圆通转债”融资成本综合分析.....	33
4.3“圆通转债”对资本结构的影响分析.....	34
4.3.1“圆通转债”发行前后主要财务指标对比分析.....	34
4.3.2“圆通转债”发行前后资产负债率变化.....	35
4.4“圆通转债”对股东权益的影响分析.....	37
4.4.1“圆通转债”对股东权益的稀释效应分析.....	37
4.4.2“圆通转债”股权结构的影响分析.....	39
4.5 基于经济增加值 EVA 的经营绩效分析.....	40
4.5.1 经济增加值概述.....	40
4.5.2 经济增加值计算过程.....	40
4.5.3 经济增加值综合分析.....	43
第 5 章 结论与启示.....	46
5.1 研究结论.....	46

5.1.1 市场对“圆通转债”的发行呈悲观态度.....	46
5.1.2 合理的发行条款有效约束融资成本	46
5.1.3 公司资本结构得以动态优化	47
5.1.4 特殊条款灵活调节股权结构	47
5.1.5 对公司经营绩效起到积极作用	48
5.2 研究启示.....	48
5.2.1 谨慎设计发行条款以防范股价波动风险	49
5.2.2 利用优先配售条款以保障股东权益	49
5.2.3 确保并监督募集资金的合理使用	49
5.2.4 公司需要结合宏观环境理性发债	50
5.3 研究不足与展望.....	50
参考文献.....	52
致 谢.....	55

第 1 章 绪论

1.1 研究背景与意义

1.1.1 研究背景

在融资市场经济蓬勃发展的过程中，可转换债券作为一种全新的融资工具逐步走入大众视野，可转换债券融资的使用率较之过去得到了极大的提高。可转换债券在发行之初被视为债券，发行后可按照债权人的意志和可转债的发行条款自由选择是否将其转为相应比例的公司股票，也可以持有至到期。所以，可转换债券既可以被看成为一种债券、一种股票，也可以将其视为一种期权。利用可转债融资的优势在于，既能够在较短的时期内募化大规模资金以满足公司的融资需求，较之银行贷款等其他债务融资方式，可转债较低的票面利率降低了企业融资成本，并且债权人的转股选择权也为企业分担了债券到期时的偿债压力。因此，自 20 世纪 70 年代以来，可转债融资已日渐成为国际资本市场上盛行和成熟的融资工具。

2015 年，中国的可转债市场尚处在起步探索的阶段，当年发行的可转债的数量仅有个位数，发行规模也不超过百亿元。2017 年，中国证监会增订了多项再融资政策，中国企业也渐渐学习并使用可转换债券这一融资工具，这一年，中国的可转债市场规模较 2015 年增长近 10 倍。2018 年，可转债市场仍保持在高速增长的状态，虽然融资规模有所下降，但进入可转债市场的公司数量却有了飞跃性的增长。自 2019 年起，可转债市场的规模和数量突飞猛进，有了质的飞跃。并且 2020 年 3 月 1 日新证券法的落地实施为再融资市场提供了更为宽松的软环境，这进一步激发了我国的可转债市场潜力，使可转债融资拥有更为广袤的光景。在国内可转债市场的繁荣发展中，可转债的研究较之过去也经历了从无到有、再到硕果累累的发展过程，然而，我国可转换债券市场的发展历程不过短短几十年，在可转债的现有研究上，集中于关注可转换债券的公告效应和可转换债券的经营业绩这两个领域，亟待补充新鲜血液，以期在政策与理论协同推进的背景下，越来越多的企业加入可转债市场，为可转债市场注入新的活力。

物流服务业是中国现代服务业的重要支柱，是促进中国商品流通方式转变和消费现代化的重要现代服务业，对提升企业效益有着重大作用，如何有效筹集资金进而提升自身效率已经是快递企业面对的新挑战。统计近年来行业龙头快递公司的再融资政策发现，圆通速递于 2018 年 11 月 16 日率先发行可转债融资，融资规模达 36.5 亿元，

百世快递、顺丰速运紧随其后，分别在 2019 年 10 月、2019 年 11 月陆续发行可转换债券，其中，百世快递融资规模为 13.06 亿元，顺丰控股融资规模为 58 亿元，对比分析发现，圆通转债发行时间较早并且规模适中。在中国物流行业内，圆通速递作为被众多投资者重点关注的一家企业，在逐渐白热化的行业市场竞争中，自身同时面临着业务结构相对集中、终端网络加盟模式不固定及政策波动较大等诸多风险，在这种情况下，“圆通转债”会产生怎样的融资效应？是否能够帮助企业顺利完成融资目标、增强盈利能力，企业的股东权益也会在可转债发行后受到影响么？本文将试从上述方面展开讨论。

1.1.2 研究意义

（1）理论意义

可转债作为集债权、股权与期权多重属性于一体的新型金融工具，能够帮助企业在有限的时间内筹措到企业建设项目所需要的资金，切实缓解企业融资困境，并且近年来，在政策引导及其自身风险收益的综合衡量下，这一融资工具愈来愈受到企业和投资者的青睐。

从理论意义上讲，可转换债券的定价模式与公告效果向来是国内学术研究中较为集中的领域，那么影响公司选择可转换债券的主要因素又是什么？公司发行可转换债券是否有助于公司达到投资目的，从而增强获利能力？公司股东权益又会受到可转换债券发行带来的那些影响呢？本文将就这几方面展开研究。本文基于国内外关于可转债研究的相关理论，对圆通速递发行可转债的融资效应进行研究，希望能够作为学术探讨中对公司发行可转债案例研究的补充，为学术界的理论研究提供更多参考资料。

（2）实践意义

新证券法的落地使得可转债市场日趋受到企业和投资者的关注，随着新证券法的发布和推进，通过发行可转债的手段进行再融资或许可能会成为许多公司的首选。本文将对企业发行可转债的融资效应进行探讨。这能够给其他企业的投资决策提供更多的参考建议，也可以让投资人更好地理解可转债融资。新证券法对可转债市场产生了重大影响，近年来利用可转债这一方式进行再融资的公司数量激增，但由于可转债的存续期间一般会超过 5 年，所以如果选取较新的可转债案例研究其发行后的融资效应可能存在无法获取后续财务数据的困难，因此本文选取 2018 年圆通速递发行可转换债券作为案例进行研究，这一案例能够获取到圆通速递发行可转债之后较长一段时间内公司相关的财务数据。圆通速递 2018 年发行的可转债，是该公司自挂牌至今增发的最大规模可转换债券，并且圆通速递是快递行业的领先企业，选取圆通速递作为研究案例对该行业具有借鉴和启示作用。

1.2 文献综述

企业的融资问题向来是经济领域中国内外研究者的重点研究对象，作为一种重要的融资手段，可转换债券自诞生之日起便受到众多学者的关注。中外学者利用不同的研究方式，从不同的研究角度深刻、全面的对企业增发可转换债券的投资效果展开研究，并给出了一定结果的理论假设。

1.2.1 可转换债券融资动因的研究概览

国内研究者已开展了不少相关研究分析并提出了相关的理论，下文将从间接权益融资假说、融资成本角度、资产替代假说三个方面对可转债的融资动因进行综述。

(1) 间接权益融资假说

Myers 和 Majluf (1984)^[27] 在 Ross (1977)^[28] 融资会受到信息激励影响的研究基础上构建了优序融资理论假说，其研究认为企业可以通过增加权益份额来降低信息不对称的影响进而获得外部融资，该假说强调企业融资时需要首先考虑利用自身资本进行内部融资，再去考虑借款等外部融资模式，这一模式中也存在着先优先股、再可转换债券最后普通股的顺序，即优序融资理论。在这一基础上，Stein (1992)^[28] 提出了公司为“间接进行权益融资”而发行可转换债券的假说理论。他认为，在市场中容易受到信息不对称的影响，较高的发行成本和潜在的股权稀释效应使得大多数企业对传统的股权融资望而却步，而发行可转债可以帮助企业减少逆向选择成本，利用可转债的特性“间接”集中股权，完成权益融资的行为。Igor Loncarski (2008)^[30] 等人研究了企业发展可转债的投资动机，并按照投资来源的不同，把投资方法分成股票投资和债权融资，其结果显示，在无法实现股票投资或急需筹集资本的情形下，公司会“被迫”增发可转债实现投资，这一融资手段使得公司完成了间接的股权融资。但刘舒娜、陈收和徐颖文 (2006)^[1] 通过对 1999 年至 2004 年期间成功利用可转换债券筹集资金的公司样本研究发现，兼具较低的融资成本和较高的潜在股权资本是企业发行可转债的主要动力，这在某种程度上证明了可转债的间接权益假说理论。黄福广等 (2010)^[1] 对歌华转债的主体条件进行了细致的对比分析，分析结果显示，可转债实质上更偏向于投资股票而不是债券，从可转债的主体条件设定与注释中能够看到，歌华转债的主要投资目的是用来增加公司的权益融资。此后，林建秀 (2019)^[3] 以间接权益融资与避免过度投资的角度为切入点，深入分析了福记转债的投资动机与该事件的经济后果，并研究指出，可转债的投资利益和风险共存，但是可转债的风险可以通过发行条款设计和后续加强公司治理来化解。

（2）融资成本角度

据 Paul M (1956)^[31]研究, 可转换债券的较低票面利率可以降低公司所需要缴纳的利息金额, 使其在融资成本方面大大低于传统债券。因此, 就发行公司的融资成本而言, 它们明显低于传统债券。徐子尧 (2009)^[4]比较了分别以可转债、增发配股等不同方式融资的融资成本, 其样本来源于 2002-2007 六年间在中国证券市场上进行融资的公司, 结果显示, 可转换债券的成本明显低于其他两种方法, 这表明在进行融资决策时, 公司将重点考虑融资方式的成本问题。李果 (2016)^[5]对企业利用可转债融资的融资动因进行研究, 在研究过程中得出可转债融资的主要动因是其相对低廉的票面利率, 较之其他融资方式, 可转债融资帮助企业降低了融资成本, 并且还可以推迟企业采用股权溢价融资的时机, 从而使公司的融资架构得以进一步优化。李妙娟 (2017)^[6]对可转债和对应的融资成本之间的关系进行研究, 研究结果显示, 可转债的融资成本低于其他债务融资手段, 能够防止高股价导致的投资欲望降低的风险, 因此她认为较为低廉的融资成本是企业利用可转债融资的驱动力。

（3）资产替代假说

“资产替代假说”这一概念最早由 Jensen 与 Meckling (1976)^[32]提出, 他们将其定义为资金募集的过程中普遍存在的公司与债权人之间的代理成本冲突, 但是这一成本能够通过可转换债券的发行来缓解, 这使得债权人可以减轻股东的利息负担, 同时也可以利用可转换债券筹集资本。Green (1984)^[33]以代理问题的视角为切入点, 研究发行可转换债券的动机, 可转换债券的转换特性也被看作是可以大股东与小股东间风险取向差异的均衡点, 便于控制经营者对过量融资或投资不足的风险, 可转换债券的可转换性可能会随着股价的上涨而扩大债券持有人的潜在收益, 为债券持有人创造过度投资或投资不足的激励。Green 认为在股票价格上升时, 可转换债券的转换特性将有助于提高可转债持有者的潜在收益, 使债权人更有机会分享溢价收入。受股东与债务持有者的权益并不趋同的影响, 经营损失由债务持有者与股东一起负担, 这样权力与义务的不均衡就使得财产从债务人那里分流到股东手中。黄耀 (2015)^[7]提出, 公司的代理成本可以通过发行可转债的方式来降低, 筹措的资金将成为公司长期发展的有利条件, 同时能够令经营者面临提高公司业绩的压力。肖万、张宇彤 (2018)^[8]构建了一个多元回归模型, 指出在确定可转债的发行条件时, 需要充分考虑到债务人与公司之间的代理问题, 研究结果表明, 公司所希望的结果是通过可转换债券的发行来减少他们相互之间的风险。

1.2.2 可转换债券融资的经济后果研究概况

关于可转债融资对发行人的影响有很多不同的观点，国内外学者主要集中在可转债融资对公司经营业绩和发行公司股权的影响上，另外，可转债导致的股东权益稀释和控制权转移问题也是近年来学者关注的热点问题。

(1) 对经营绩效的影响

经营绩效指的是一家企业在商业运营中的整体运营收入水平，整体而言，包括在企业的资本增值能力、经营能力、支付现金和偿还债务能力以及企业潜力等若干个方面。Stein (1992)^[28]认为企业若在发行可转换债券之前便能够制定较为合理的条款，在发行之后能够引导投资者购入该债券，一来能够提高资本效率，其次，随着可转换债券的发行面世，投资者与管理者之间的利益矛盾也能被逐渐瓦解，因此，发行可转债对企业的长期经营能力提供正面影响。Brian J. Henderson 和 Bo Zhao (2014)^[34]的研究内容为可转债发行和经营绩效之间的相关性关系，所选用的分析法为实证分析法，分析结果表明可转换债券对收益递延的投资具有积极影响，且发行当期回报率明显高于股票。

但是，国外研究者在进行了大量的实证分析后指出，发行可转债并不必然导致公司经营业绩增长，甚至有些企业在可转债发行之后经营业绩直转而下。Crutchley 与 Hansen (1990)^[35]调查了利用可转债或其他再融资方法筹集资金的上市公司绩效，比较研究了利用债券、股票和可转债进行融资的公司，结果发现，这些公司的经营绩效在发行后均略有下降，这其中股票下降幅度最大，可转债适中。

中国的研究者从各种角度研究了可转债发行后对公司绩效的影响，有部分学者认为，公司在发行可转债后其经营业绩会下降。刘娥平、刘春 (2011)^[9]将 2000 年至 2007 年期间发行了可转换债券的 52 家公司样本与没有发行可转换债券的 104 家对照公司的业绩进行了比较，他们发现，样本公司的业绩明显低于对照公司的业绩。韩庶 (2018)^[10]对沪深两市上市公司的可转债融资与经营绩效期间的相关性展开了调研，结果表明，企业增发可转债后，公司的股票交易价值不但下降，而且普遍会低于行业均值；债券发行前的业绩越好，发行后的股价就越低，这一结果直接体现在公司的经营业绩比发行前更差了。

尽管如此，一些研究者认为，企业在发行可转换债券后的业绩趋势是相对稳定的，并趋于改善的方向：袁显平和柯大钢 (2006)^[11]研究发行可转债对企业经营业绩造成的影响，选取同一时间段内的同类企业作为研究对象，以其在这一时间段内是否发行过可转债融资作为对照组进行分类，利用实证分析法对这些公司的经营业绩变化进行分析，分析结果显示，利用可转债融资并不是导致公司经营业绩下滑的直接原因，部

分企业更是在发行后的总体业绩较同类公司更佳。冯晓丽等（2016）^[12]取样自 2008 年至 2010 年发行可转换债券的上市公司，利用秩和检验对这些公司的关键财务绩效进行了实证研究。结果显示，关键的财务指标，如净资产收益率，在可转换债券发行后显著增加。董方（2018）^[13]的研究内容为可转债发行对财务绩效造成的影响，以经济增加值的角度分析川投能源可转债发行前后的经营业绩，分析结果为该转债优化了公司的财务绩效。陈雨薇（2020）^[14]调研了在 2016-2018 年完成增发可转债的 65 家上市公司，研究结果表明通过可转换债券实现融资对公司的长期绩效有正面影响。

（2）对股东权益的影响

可转债的公告效应指，公司发布与可转债相关的公告后市场对该事件的反应程度，直观表现在企业的股价波动上，进而会对股东权益有所影响。

在西方资本主义市场的融资研究中，多数国外研究者都指出，可转换债券的公告效应大多为负面影响，在股价上的表现便是价格降低。Smith（1986）^[36]调查了对美国市场超额收益率，发现在可转债公告公布以后，按照股价计算的市场平均超额收益率为负值，并且提出，市场往往对普通股增发的公告持悲观态度，其次是可转换债券和优先股。Lee 与 Loughran（1998）^[37]统计了美国 1975 至 1990 年间利用可转债融资的公司的公告效应，经过实证分析，最终获得了明显的负值超常收益。Bala Arshanapalli（2004）^[38]的研究内容为可转债和财务效应之间的相关性关系，研究数据是 1993-2001 年上市公司所发行的可转换债券，所选用的分析法为实证分析法，比较了可转换债券发行 36 个月后的长期市场反应，分析结果表明可转换债券的发行公告对股东财富有明显的影

响。随着中国国内可转债交易市场的蓬勃发展，国内学者逐渐对可转债公告的效果进行了研究，并大致上形成了如下的几种观点：屈文洲、林振兴（2009）^[15]对 2002-2008 年中国上市公司可转换债券进行了实证研究。研究结果显示，可转换债券的预期转换概率越高，股票市场情绪越好，出现正向公告效应的概率就越高，同时指出，公司发行的可转换债券名义上为债券但实际上是股权的融资，这一结论支持了“间接股权融资假说”的观点。张丽坤与肖万（2016）^[16]研究了可转债发行公告和股票价格之间的关系，研究数据是 2006 年至 2013 年期间发行可转换债券的公司，所选用的分析法为实证分析法，分析结果表明可转债的发行公告对公司的股票有积极的影响，尤其是在公告发布当天，公司股票波动最为显著。胡敏杰等（2013）^[17]在运用事件研究法分析的基础上，引入了投资者情绪指标这一影响因素，综合分析可转债公告效应对正股股价的影响程度。其研究结果发现，可转债的负面公告效应并不明显，投资者反而在可转债公告发布日更热衷于购买该公司的股票。

然而，中国也有许多研究认为，可转换债券公告的影响是负面的。刘娥平（2005）^[18]看来可转债公告的发行属于“利空”消息，而且有着减损股东财富的作用，她将事件研究法和2001-2003年间的89家上市公司可转换债券数据充分结合，定义窗口期后，观察这一期间内可转换债券在上市的市场异常收益率，最终进一步得出了虽然可转债的负面公告效应会引起公司财富的下降，但是这一下降幅度远小于增发股票负面影响的结论。王梦然和于谨（2011）^[19]的实证研究主要围绕可转债的公告效应，通过事件研究法进行分析，其研究发现出于成功利用可转债融资的目的，公司有事前盈余管理的动机，他们的研究结论认为这种盈余管理在长期会给股价带来一定的负面效应。由此可知众多学者对于该方面的研究结论大多是不同的。而张素娥（2016）^[20]从动机研究的角度对上市公司发行可转换债券的公告进行了分析。她提出可转换债券市场并不是中国常见的再融资工具，可转换债券会对发行公司融资产生负面影响，她将2006-2015年在中国市场发行可转换债券的上市公司作为研究对象，结合Logistic模型来进行实证分析证明了这一观点。刘坚、唐美林、颜李朝（2019）^[21]运用事件研究法和主成分回归方法，对我国可转换债券的赎回与公告效果的主要影响因子进行了解析，结果显示在窗口期内，即事件发生前后5天内涨跌幅均为负数，由此可知可转换债券的赎回将产生负价效应，但同时该效应会受到受公司的盈利性、公司发展环境和可转换债券特性的影响，从而并不会直接使企业陷入财务状况恶化的困境。

（3）可转债融资股权稀释效应

股权稀释效应，是指企业由于普通股的数量增加而导致原有股东权益在公司中的比例被稀释。刘斌（1998）^[22]及唐立新（2008）^[23]通过对转债条款的研究，发现转股价格、赎回条款及转换时点等条款的约定会影响可转债后的股权稀释效应。Gillet R（2010）^[39]则凭借可转债债券投资项目、投资收益率和公司的融资结构三个方面的综合研究，明确评价可交换公司债券的股本稀释效果。他认为若融资所得的资金被用来偿还公司的债务，则转股给企业带来的稀释影响会较大，但是偿债对企业资本结构的优化可以弥补一部分影响；反之则需要考虑企业可以得到的回报率以及企业的资本结构是否受影响；如果企业的资本结构并未变化，而且企业得到的回报较高，那么可以忽略转股给企业带来的稀释作用。但是，由于可转债而产生的权利转让风险却不容忽视：Korkeamaki 和 Moore（2004）^[40]提出，由于转债的操作受到股票市场和债转股期权性质的影响，可能存在控制权转移或企业价值变动的风险。祝继高（2012）^[24]通过研究国美控制权争夺的案例发现，国美转债含有私人的获利目的，代理人和债权人的合谋同时损害了全体国美股东的利益。

1.2.3 文献评述

通过以上内容可知，学界对可转债的影响因素进行了深入研究，形成了一系列假设，如资产替代假说假设、间接权益融资假说体系等。在可转债的融资效果和宣告效应方面，多位学者利用实证分析法，研究大样本的共性从而得出一般性结论，但受样本研究方法不同的影响，可转债发行时的市场条件也有所不同，结果也不统一。同时，部分学者也关注到可转债融资中股权稀释可能带来的控制权转移风险。在当前的市场研究中，利用可转债融资的案例并不少，而透过对可转债融资个案的深入研究，就能够进一步挖掘利用可转债融资的成因，通过剖析具体的产业背景，能够提出一些有参考价值的意见。

综上所述，中国证券市场的研究成果应更加适合中国的当前金融市场环境，给国内公司融资提供参考。本文在前辈研究的理论基础上，选择“圆通转债”作为研究的对象，期为相关的研究提供案例基础。

1.3 研究内容及框架

1.3.1 研究目标

本文研究圆通速递通过利用增发可转换债券实现投资活动的行为，首先用事件研究法分析可转债增发的市场效果，以此来研究对股东财富的短期影响，然后计算“圆通转债”融资成本，分析企业融资行为的合理性在一定程度上可以通过融资成本的计量来判断；其次分析“圆通转债”对资本结构的影响，先纵向分析可转债发行前后的主要财务指标，再选取资产负债率与行业均值对比分析，可转债前后的资本结构可能会影响公司的再融资和债务偿还方案，并在一定程度上影响收益水平。然后从稀释效应和股权结构两个角度分析“圆通转债”对股东权益的影响，由于可转债本身具特有的转股权，可转换债券将在满足转让要求时转化为企业普通股，资本增值导致了股份稀释，即老股东的权益和新股东的权益共享，转换率越高，股权稀释的效果越明显，进一步影响公司的股东结构。最后以经济增加值为基础，对“圆通转债”在增发前的经营业绩变动做出了分析，并将其与同行业规模相似的公司经营绩效进行比较。本文的研究成果不但丰富了有关可转债投资效应的案例研究成果，为今后相关研究提供了依据，同时也对于愿意采取可转债投资方法的上市公司，有着重要现实参考价值。

1.3.2 研究内容

本论文由以下五部分构成，以圆通速递发行可转换债券融资案例为主要背景，首先阐述了圆通速递的发展并剖析其通过可转债融资的动因，然后详细研究了可转换债券发行的实施情况，先观察市场对这一事件的反应后，再从融资成本、资本结构、对股权结构的影响、经济增加值四个方面对可转换债券发行的有效性展开了分析，最后对可转换债券的发行进行了评价并为其他企业发行可转债带来了经验和借鉴。

本文的主要框架分为如下六个部分。

第一章为绪论，阐述该文的研究背景和含义，总结可转换债券投资动机和融资效应、结果分析方法的研究状况，并对其加以评价。同时，对本文的研究思路和框架进行介绍。

第二章为相关概念的解释和基础理论的介绍。首先界定可转换债券融资的相关概念及基础理论，以及融资效应的定义和可转换债券的定义与特点。再从权衡理论、优先投资理论、市场有效性理论以及基于控制权的融资理论四方面介绍了可转换债券的经典理论。同时，总结评价可转债融资效应的方法，为下文的案例剖析提供理论支撑和铺垫。

第三章首先对圆通速递行业环境及经营业绩进行了介绍，从融资规模、融资项目、融券发行条件等三个方面介绍了圆通速递的发展环境和经营业绩。再对此次圆通速递发行可转换债券过程进行了梳理，从融资规模、融资项目、融券发行条件即可转债发行上市后的转股情况作了介绍，同时探究此次圆通速递发行可转债的动因。

第四章是融资效应分析，对“圆通转债”的融资效率进行了研究，以期能够为企业融资决策提供一定的借鉴意义。本节由五个部分组成，首先运用事件研究法分析了资本市场的反应以及资本市场发展对股东财富的影响；其次运用内含报酬率法计算了不同存续年份和不同存续期内的资本成本率，通过与实际融资成本的比较，以此判断企业融资行为的合理性；再者结合圆通速递的相关财务数据，探讨可转换债券的发行对公司资本结构造成的影响；接着从稀释的角度对股权结构进行分析，研究可转换债券发行对股东财富带来的影响；最后，对发行可转债后企业的经营业绩与规模相近的企业进行比较，该比较采用经济增加值这一指标进行分析。

第五章是本文的结论与启示，通过对本文的剖析与总结，试图为我国其他的上市公司提供一些有益的借鉴与意见。

1.4 研究思路与方法

1.4.1 研究思路

本文以企业债券融资的动因为起点，进而对其通过发行可转公司债券的筹资效果加以分析。“圆通转债”发行对企业最直接的影响就是提高企业的负债比重，改变了公司的资产构成，影响公司的经营绩效，并且对股东权益具有稀释效应，同时市场也会对这一事件做出反应，进而从这五个方面研究发行可转债这一融资行为是否能够满足企业的融资需求，是否能帮助企业发挥财务杠杆的正向效应并优化企业资本结构。

1.4.2 研究方法

(1) 文献研究法

本论文在写作的初始阶段，撰写的最初阶段，认真查阅了有关资料，研读了大量国内关于可转换债券研究的杂志、文章和图书，在大量资料调研的基础上，精心组织了写作思路和内容，为论文撰写工作打下了科学的理论基础，并认真分析了圆通速递的财务报表，使文章内容更加翔实，通过大量的理论参考，对数据分析进行了更加科学合理的分析。

(2) 案例分析方法

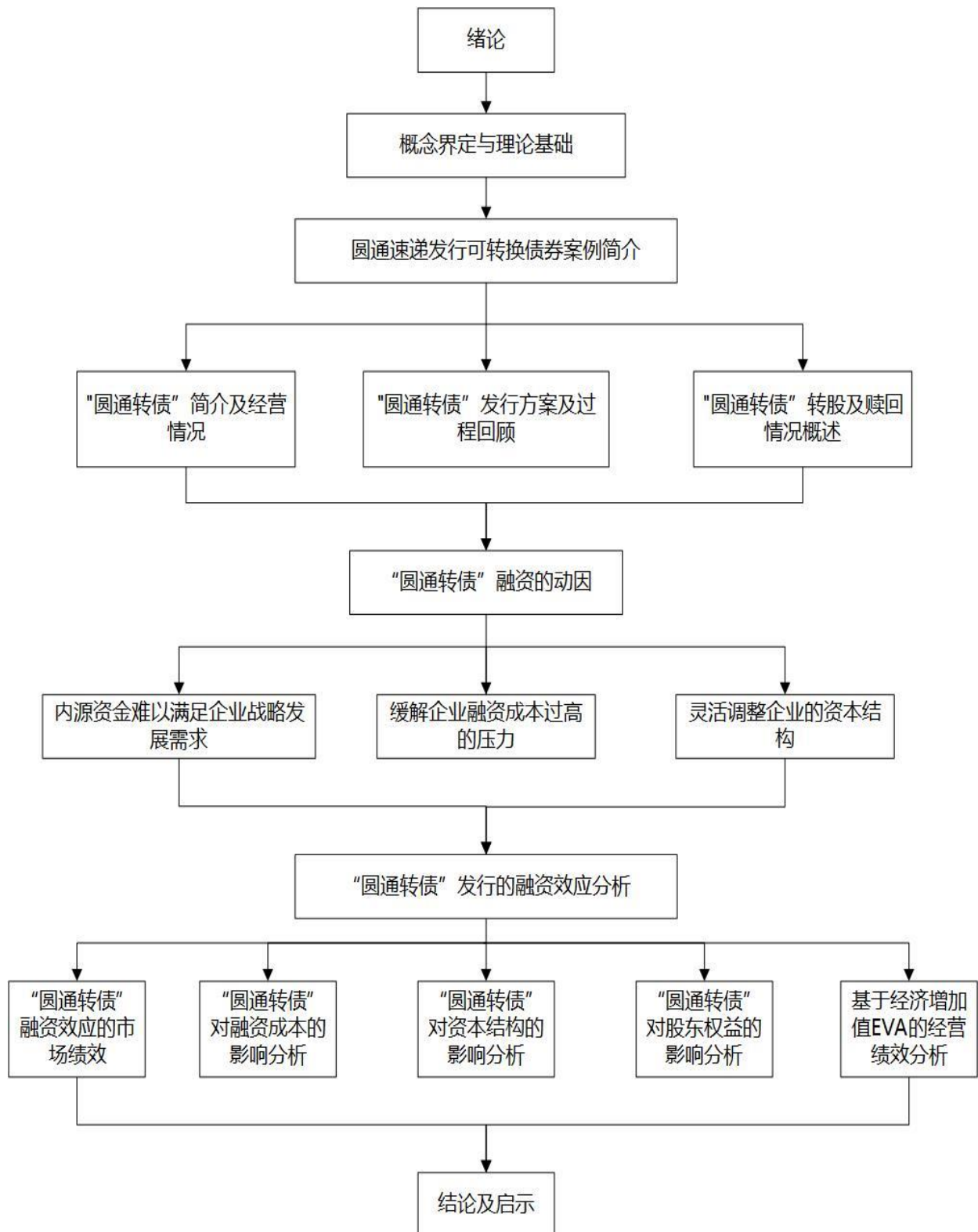
文章主要借助圆通速递通过发行可转换债券实现融资这一事件，从“圆通转债”的投资条件设定、筹资动机、资金的实现流程等展开了探究，并对圆通速递在发行可转债后的实际投资效果展开全面深入的研究，在此基础上提出建议，为中国其他拟发行可转债的公司提供借鉴，也为中国学界以往关于可转债融资问题的研究加以了检验。

(3) 数据收集分析法

本文收集并整理了圆通速递及“圆通转债”发行前后的相关数据，对其进行了统计计算和分析，通过数据和指标的呈现评价“圆通转债”的融资效应。

(4) 技术路线图

本文主要运用技术路线图的方法对研究框架进行分析，以便更直观地展示本文的研究重点。



第2章 概念界定与理论基础

2.1 概念界定

2.1.1 可转换债券

在可转换债券的持有者转股之前，企业必须将其作为普通公司债券进行处理，这要求企业应当足额提供债息。但由于可转债的发行条款约定，债券持有者可以在规定的转让期限内，按照一定的比率转化为公司股份。而可转换债券也另行约定了包括期限等基本要素，通过不同的条款和条件约束为公司留下了更多能够调整和优化资本结构的空间，对可转债的发行效果起到一定的影响。

(1) 可转换债券的定义

可转换债券，是由发行企业依照法规要求所发行的公司债券，投资者具有自由选择是否将所拥有的公司债券转换为企业股份的权利。投资者可根据公司的经济和经营状况选择股权，以便在不损害权益的情况下获得较高的回报。可转换债券的期限一般分为转换为股票前和转换后两个阶段。可转债的投资者可以获得一个固定的利率，这个利率比普通债券要低很多。一旦进入转换期，债券投资者即可行使权益，并根据所规定的价格将其转换为相应的公司股份。但是，如果公司经营欠佳，股价大幅下跌，投资者有可能会拒绝转股，这种情况下公司必须及时付息，并在期末足额偿还本金。反之，当公司的筹资项目表现优秀，且股票价格远高于转换价格时，投资者更乐于将资金投入股权，行使转换权利，以期获得更高的回报，企业也能获得更及稳定的融资。因此，可转换债券可被视为一种创新和创造性的金融工具组合，其特点是债券、股票和期权集于一身。

(2) 可转换债券发行条款

相对于其他融资方式，对可转债的发行有着更为复杂的要求。可转债在转换前具备普通债券条款的基本条件，如票面利率、面值、期限等。不过，由于可转债的转换特性，其也有一些与普通债券不同的特殊条款，如转股条款、股价向下修正条款以及赎回条款等。上述规则，对筹资者和投资者之间的筹资行为产生了规范和制约的效应。

2.1.2 可转换债券融资效应

不同的研究者对融资效应的界定持不同看法。黄耀（2015）^[7]认为融资效应是指在不同的筹资方式中，公司能够以最低的资本化和最少的经营风险来最大限度地提供并使用大量的金融资本。付耘（2008）^[25]根据集资前后的长短期业绩，认为上市公司的绩效应由市场绩效和公司的经营绩效组成。本文认为融资效应，即是指融资行为的效率和融资行为产生的影响，通常表现为企业在多种不同的融资手段中选取适合自身的方式在资本市场上融通资金的一种行为，这一行为将对企业经营发展战略的方方面面形成深远的影响。在此基础上，可转换债券的融资效应研究主要围绕其市场反应、融资成本管理、对资本结构和权益的影响和发行可转换债券的业绩效应等方面展开。

2.2 融资效应评价方法

本文中采用的融资效应评价方法可归结于以下四种：内部报酬率法、经济增加值、每股收益、累计超额收益率。后文将通过以上四种关键评价方法计算出相关的重要指标进而研究分析可转债的融资效应。

2.2.1 内含报酬率法

融资成本指公司必须向投资者支付资金的使用成本才能使用投资者投入的资金，这一使用成本即。如果选用了可转换债券进行投资，融资成本或随着时间的延长而变化，或根据转股情况的不同而有所变化。为最大限度地提升融资效益，管理者需要通过已有信息和融资需求测算不同情形下的融资成本，以判断较为适当的发行条件。本文将通过内含报酬率法对本次可转债的资本成本评估，具体计算公式如下：

$$CI_0 = \sum_{t=0}^n CO_0 \ln t \quad (2.1)$$

在评估可转债的融资成本时， t 即可转债的未来现金流量贴现后与当前公允价值相同的折现率， CI_0 指募集资金总额扣除相关发行费用后的余额，如承销费用、审计费用等。其中，承销费用是对可转债发行过程中的支付费用。 CO_0 指不同年份下的现金流入值，从而判断不同转股转换情景下可转换债券融资的资本成本率。

2.2.2 经济增加值

经济增加值（EVA）由考虑所得税后的企业经营净利润与资产总额的资本成本的差额所组成，其计算方法为：

$$EVA = \text{税后经营净利润} - \text{资本总额} \times \text{综合资本成本率} \quad (2.2)$$

经济增加值完善了绩效评价体系的结构，为该体系补充了资本成本这一关键指标，将能够防范资产配置不合理的风险。经济增加值的计算分为以下3个步骤：

(1) 计算税后净营业利润 (NOPAT)

NOPAT 以公司财务报告的税后净利润为基础，并进行部分会计调整，一般涉及利息费用、资产减值损失、非经常性损益等。

(2) 计算资本总额 (TC)

负债和权益共同组成了企业的资本，具体划分时，负债对应的资本可以划分为借款、债券和一年内到期的非流动负债，而权益对应的资本即指股东所持有的股权。在对资本总额进行计算时，还需要根据企业的实际情况做若干调节。

(3) 计算加权资本成本率 (WACC)

加权平均资本成本率是根据公司的债务成本和股权成本的比例行加权平均，考虑所得税影响后根据利率计算债务成本，而股权成本是使用资本市场模型 (CAMP) 计算的。可转债融资后，公司原有的资本结构被打破，这反过来又影响了加权平均资本成本。投入可转换债券的资本又会影响到公司创造收益的能力，所以计算经济附加值有助于评估发行可转换债券是否改善了业绩，增加了股东财富。

2.2.3 每股收益测算

每股收益是剔除了优先股影响之后的每股盈利情况，是普通股股东能够按持股比例分享的企业净利润。基本每股收益的计算公式为：

$$\text{基本每股收益} = \frac{\text{普通股股东报告期净利润}}{\text{发行在外普通股加权平均数}} \quad (2.3)$$

可转换债券必须在符合相应要求的情形下才能够转化为股份，但是这一潜在的转股可能性会每股净经营收益，假设当具备“转换”特性的债务全部转股，此时可以计算出稀释后的每股收益，首先要调整归属于普通股股东的净利润，同时重新计算普通股的流通数量。稀释后的基本每股收益计算公式如下：

$$\text{稀释每股收益} = \frac{\text{(净利润+假设转换时增加的净利润)}}{\text{发行在外的普通股+假设转换增加的普通股加权平均数}} \quad (2.4)$$

测算所有已发行可转换债券稀释后的每股利润时，可以假定所有可能增发的普通股在增发期间都已转换，而与该等股票有关的利息将不再支付。如果转换后能够提高公司的股权数量，同时假设当期可供分配的盈余保持稳定，那么将间接降低了普通股股东的股东财富，计算这一指标能够进一步具体分析可转债的稀释效应对股东收益造成的影响。

2.2.4 累计超额收益率

事件研究法运用中的关键技术指标是累计超额收益率（CAR），该指标利用股票价格体现出市场经济对公司相关事项公布后的反应。因此，可以用相对短期的证券价格来衡量相关事件对企业的经济影响，大致可分为以下几个步骤：

（1）确定事件及窗口期：

一般将公司发布可转债公告的当天作为第0日，以此为基准设立窗口期（-n、n），所谓窗口期，旨在观察股价在选定的这一时间段内是否会受到事件的影响。

（2）确定实际收益及正常收益：

比较事件窗口期内个股股价和市场指数 R_{mt} 可以测算出单个股票的日平均回报率，或者整个市场的日平均回报率。正常收益率是指在通过未受特殊事件影响下的正常股价波动计算得出的预期回报率 R_{it} 。目前有多种确定预期回报率的方法，本文采用市场调整模型 R_{it} 的方法。即：

$$R_{it} = R_{mt} \quad (2.5)$$

（3）计算超额收益率（AR）与累计超额收益率（CAR）：

$$AR = \text{事件窗口期实际收益率} - \text{预期收益率} \quad (2.6)$$

$$CAR = \sum AR \quad (2.7)$$

累计超额收益率的正负属性能够在量的方面描述事件对股东财富的不同影响，如若为正数，表示该事件对股东财富具有正面影响，能够增加股东财富；相反，则说明这一事件对股东财富产生了消极影响，减损了股东财富。

2.3 理论基础

2.3.1 剩余权益理论

剩余资本理论反应普通股东对公司实体的重要程度，该理论认为，公司资产是由特定权益和剩余权益组合而成的。剩余利益是指普通股股东的权利，在公司发生重大损失或处于破产过程中时，普通股股东和优先股均有可能成为剩余利益的持有人。但同时，优先股及其他特定权益的持有人所享有的权利也远远领先于普通股股东，一旦企业遭受损失，普通股股东最先承受较大的冲击。

普通股股东为企业注入的资金能够发挥重要作用，并在经济上和其他方面为企业做出了贡献，所以普通股股东的权益必须得到保护。在这种情况下，剩余权益理论是保护股东权利的有效途径，为会计准则和实践提供了理论依据。剩余权益理论在实际操作

中能够减少了对股权概念理解的诸多差异并且能够有效支持目前企业中的所有者与企业的关系，促进企业的现代化、良性化发展。

2.3.2 优序融资理论

Myers 和 Majluf (1984)^[27]在 Ross (1977)^[28]融资会受到信息激励影响的研究基础上构建了优序融资理论假说，其研究认为企业可以通过增加权益份额来降低信息不对称的影响进而获得外部融资，该假说强调企业融资时需要首先考虑利用自身资本进行内部融资，再去考虑借款等外部融资模式，这一模式中也存在着先优先股、再可转换债券最后普通股的顺序，即优序融资理论。但从市场角度来看，投资者却并不习惯用优序融资理论来判断企业是否值得投资，比如出现股权融资时投资者往往认为是由于经营业绩不佳公司才会主动寻求股权融资。通常发行的可转债在条款设计上往往是倾向于股权融资，实质上公司想要完成的仍是股权融资，不论公司亦或是投资人，习惯于将可转债作为股票投资的替代品，这也向可转债市场之外的投资者传递了企业选择发行可转债代表了其业务发展前景尚不明确，仍需要外部资金支持才能继续发展的信息。

2.3.3 市场有效性理论

目前被广泛认可的市场有效性理论最早由 Fama (1965)^[41]正式提出，他认为股票价格是对市场最直接的反应，并且证券价格与信息之间紧密相关，所谓有效市场，即股票价格随机且无法被预测的市场，这一理论同时结合了 Harry V. Roberts (1967)^[42]将有效市场分为“弱式有效”“半强式有效”和“强式有效”三种类型的方法。张浩 (2021)^[26]以市场有效性理论为基础，采用游程检验与自相关性检验等实证方法分析可转债市场的有效性，研究结果表明中国可转债市场尚未达到有效市场理论中弱型有效的层次。

2.3.4 基于控制权的融资理论

Harris 和 Raviv (1988)^[43]表明，公司主要股东的控制程度和股东持有的股份比例也可通过债务程度影响公司价值。Grossman (1982)^[44]将普通债务与可转换债券作了比较，发现对控制权转移问题有所争议的持股股东，往往会使用可转债“转换”特性来增加自身的权益份额。受到可转债独特的期权属性的影响，当外部环境发生变化时，可转债能够对控制权的分配和委托-代理关系的处理产生积极的影响。总之，投资理念是建立在控制的基础上的，其侧重于通过利用资本来增加企业价值的投资。

第3章 圆通速递发行可转换债券案例简介

3.1 圆通速递的基本情况

3.1.1 圆通速递简介

圆通速递股份有限公司（以下简称“圆通速递”）隶属快递邮政行业，2016年圆通速递利用大杨创世资产重组后成功上市。2016年9月，经过中国证监会核准并在2016年10月完成依法变更后，圆通速递股份有限公司正式确立。同月，在A股市场上流通的“大杨创世”也正式更名为“圆通速递”。截至2017年12月末公司总股本为28.25亿股，大股东蛟龙集团持有14.44亿股，持股比例为51.11%。自然人俞会蛟和张小娟分别持有蛟龙集团51.00%和49.00%股权。

圆通速递是中国国内领先的以速递业务为核心的综合型速递配送运营商，同时对顾客要求提供最先进的物流配送业务，如提货、仓储和配送。公司将不断完善基层服务网络建设，搭建以自有转运中心和终端加盟服务商为核心的既集中又分散的服务网络，进一步增加网络的覆盖范围宽度和密度，以提升准时度和服务水平，为顾客提供最具性价比的配送业务。

快递业作为服务业的重要组成部分，在转变经济增长方式和提高中国经济发展质量方面发挥着重要作用。近年来，相关政府机构加强了对快递物流业的支持，促进了快递业的发展。作为物流行业的标杆企业，本次对“圆通转债”的研究将对中国物流行业的融资问题起到借鉴和启发作用。

3.1.2 圆通速递的经营情况

圆通快递公司是中国国内领先的以速递业务为核心的综合型速递配送运营商，并针对顾客要求提供最先进的物流配送业务，如提货、仓储和配送。近年来，随着中国网上购物市场规模的持续增长，公司以电子商务包裹为主的物流业务量迅速增长的同时，快递行业的业内竞争也愈发激烈，因此，圆通速递制定了产业革新和转型的发展规划，在强化存量市场的同时，将进一步推进产业升级，提高竞争优势。公司的产业升级需要在扩大产能方面投入研究、开发和生产活动，这必然需要大量的资金支持。

“圆通转债”发行前三年的营业收入分解如表3-1所示：

项目	2015 年	2016 年	2017 年
营业收入	1,209,600.25	1,681,782.56	1,998,220.10
其中：主营业务收入	1,174,667.8	1,635,448.41	1,944,684.30
其他业务收入	34,932.45	46,334.15	53,535.80
主营收入占营业收入比例	97.11%	97.24%	97.32%

数据来源：圆通速递年度报告

在未发行可转债的 2015-2017 年，公司 97.11% 以上的收入是由主营业务创造的，可见主营业务的获利能力是圆通速递经营的重点。表 3-2 列示并计算了圆通速递的各项经营指标。

业务类型	2015 年		2016 年		2017 年	
	金额	比例	金额	比例	金额	比例
快递服务	1,158,956.10	98.66%	1,621,379.58	99.14%	1,862,124.44	95.75%
增值服务	8,291.58	0.71%	7,969.04	0.49%	7,447.71	0.38%
仓储服务	-	0.00%	0.00	0.00%	242.99	0.01%
货代服务	-	0.00%	0.00	0.00%	66,899.21	3.44%
其他	7,411.65	0.63%	6,099.79	0.37%	7,969.96	0.41%

数据来源：圆通速递年度报告

从上表 3.2 可以看出公司的主要业务收入来源是快递业务，占比均在 95% 以上。由于 2017 年 11 月，圆通速递完成了对先达国际物流 61.75% 的股权收购，将其由此新增货代服务业务，增加了公司的仓储服务、货代服务收入，由此可见，企业的发展趋势是在夯实成熟市场基础的同时，进一步开拓业务市场以适应新产业发展的大方向，勇于探索多样化的战略格局，并针对顾客需要、客户发展趋势以及行业动态优化商品结构，逐步形成了公司的快递配送新系统。

3.2 圆通速递发行可转换债券案例介绍

3.2.1 “圆通转债”募集资金规模及用途

根据募集说明书，本次“圆通转债”计划募集外部资金共计 365,000.00 万元，暂不考虑此次发行产生的相关发行费用，将全部投入到以下项目：

序号	建设项目名称	建设项目总额	拟投入募集资金
1	多功能转运及仓储一体化建设项目	314,532.24	230,000.00

序号	建设项目名称	建设项目总额	拟投入募集资金
2	转运中心自动化升级项目	221,929.26	100,000.00
3	航空运能提升项目	58,393.30	35,000.00
	合计	594,854.80	365,000.00

数据来源：圆通速递可转债募集说明书

若募集到预计的资金总额后仍不能满足此次可转债募投项目的资金需求，公司可以另行筹措资金对项目进行注资。公司可以从别处自筹资金弥补缺口。虽然存在募投项目不得随意变更的限制，但是公司董事会仍有权利根据业务实际按需调整募集资金的分配情况。

3.2.2 “圆通转债”基本发行条款

为向公司的多功能运输中心与物流一体化项目、转运中心智能化提升项目和航空运能升级项目等注入新融资，同时响应集团公司产品升级转型发展战略的实施需求，圆通速递于2018年4月16日召开股东大会，审查评估后通过发行预案。2018年11月20日，圆通速递公开发行人规模为36.5亿元的公司可转换债券。本次发行“圆通转债”的主要条款如表3-4所示：

表3-4 “圆通转债”发行条款概览

基本条款	发行规模：36.5亿元
	债券期限：自发售之日起六年期，即2018年11月20日至2024年11月19日
	票面金额和发行价格：100元/张，按面额发售
转股条款	票面利率：第一年0.5%、第二年0.8%、第三年1.0%、第四年1.5%、第五年1.8%、第六年2.0%
	转股期限：2019年5月27日至2024年11月19日
	初始转股价格：10.89元/股
回售条款	转股价格向下调整：在连续30个交易日内，若股票收盘价都不高于股票面值的90%，经公司董事会提案、股东大会决议后可降低转股价格
	有条件回售条款：只要连续30个交易日市值均小于本期可转换公司债券价格的70%，那么持有人有权将全部或部分的转债回手给公司，期限为本次转债到期的前两年
	回售价格：包括债券面值和当期应计利息（当期应计利息指按票面利率和持有天数计算的债券持有人本次赎回总额的利息）

赎回条款	附加回售条款：若本次募集资金投入的建设项目落地实施情况与招股说明书中的描述存在较大差异，该差异是由于企业变更了资金使用情况所致且原因被证监会所认可的，债券持有人拥有一次性将可转债按面值加利息售回的权利
	到期赎回条款：在可转债到期日的5个交易日内公司将按110%的比例赎回尚未转换的可转债
	有条件赎回条款：连续30个交易日内至少超过一半的收盘价均高于转股价格的130%，或者未行使转股权利的可转债余额超过3000万元，以上条款满足其一即可触发有条件赎回条款

数据来源：圆通速递可转债募集说明书

本次“圆通转债”的发行顺序为：首先根据优先配售条款向原股东提供优先认购的权利，其次剩余的全部可转债将在线上向社会公众公开发售，最后若仍有未被认购的部分，则由主承销商中金公司及联席主承销商等共同认购。

表 3-5 “圆通转债” 发售结果 单位：万元

投资者	有效申购量	实际获配量	中签率	总发行量占比
原 A 股股东	1,436,019.00	1,436,019.00	100.00%	39.34%
网上社会公众投资者	128,240,750.00	267,305.00	0.21%	7.32%
网下机构投资者	933,930,000.00	1,946,676.00	0.21%	53.33%

数据来源：圆通速递可转债发行结果公告

本次发行结果为：原持股人共计认购 1,436.019 万股（其中控股股东上海圆通蛟龙公司认购 1,1400 万股），占发行后总股本的 39.35%；其余 26.73 万股通过上交所系统线上发行，占总股本的 7.32%。网下社会公众投资者认购 1,946,676 万股，占发行总量的 53.33%。此次发行共募集 36.19 亿元（不包括发行费用）资金。

3.3 “圆通转债” 发行后转股情况概述

2020 年 1 月 2 日至 2020 年 2 月 20 日内，圆通速递对可转债的限制赎回规定被触动，在这 30 个交易日内，圆通速递的股价有 15 个交易日的收盘价格高于此前规定的转股价格（13.95 元/股）的 130%，在公司先后六次进行拟回购公告之后，2020 年 3 月 23 日“圆通转债”摘牌并终止交易。

3.3.1 短期内债券大量成功转股

“圆通转债”的转股开始期为 2019 年 5 月 27 日，270 天后，于 2020 年 2 月 21 日触发赎回条款。转股期内，圆通速递的股价变动情况如图 3-1 所示。

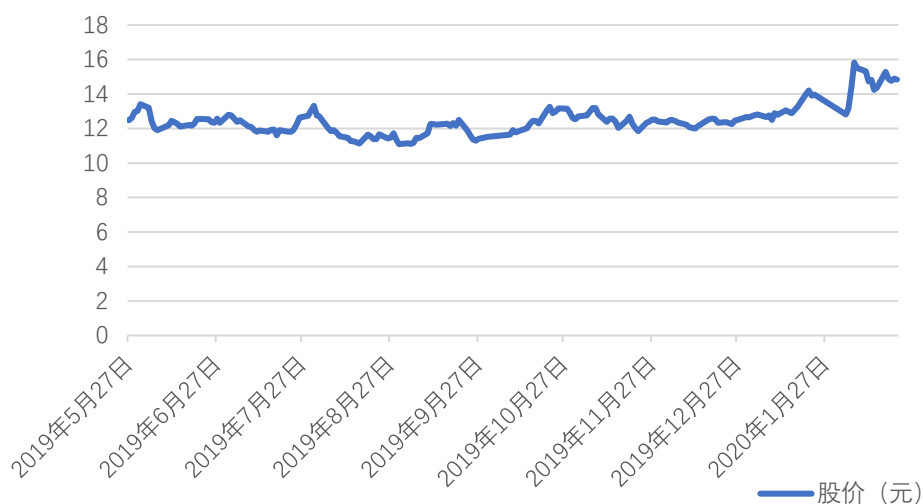


图 3-1 “圆通转债”转股期间股价变动情况

截止到 2019 年 9 月 30 日，自可以转股开始“圆通转债”转增股本的比例仅为 2.93%。此后，公司股价持续上涨，2020 年 2 月 6 日公司小幅收涨，为维护公司的权益，公司发布了可转债提前赎回公告，最终在 2020 年 3 月 30 日收盘退市。根据公司发布的最新赎回公告，可转债的流通股数量减少至 2.36%。累计转股的数量为 332,147,371 股，当期新增股本占原股本总额的比重为 11.74%，公司总股本增至 2,829,193,960.82 股。

3.3.2 “圆通转债”强制赎回剩余未转股债券

截止到终止上市的 2020 年 3 月 23 日，仍然有尚有总金额为 85,993,000.00 元的“圆通转债”尚未转股，此部分占比发行规模的 2.36%。对于这部分尚未转股的债券，公司已发行公告宣布以 100.27 元/张的价格全部赎回，此次赎回“圆通转债”共计 859,930 张，影响公司融资现金流出 86,225,181.10 元。

3.4 “圆通转债”融资的动因

在研究可转换债券的动因时，需要统筹兼顾项目建设需要的外部资金现金流和对公司未来经营业绩影响等多种因素，以规避短视融资行为对公司经营造成的阻力。

3.4.1 内源资金难以满足企业战略发展需求

通常而言，可供企业进行融资选择的渠道包括内部融资和外部融资，由于内部融资仅需要利用到企业经营活动中的留存收益，因此这种方式的融资成本低于外部融资。如果想要评价企业内源资金是否能够满足战略投资项目的需求，核心指标是基于销售百分比法计算出的内含增长率。

引入计算公式如下：

$$\text{对外融资需求金额} = (\text{资产销售百分比} - \text{负债销售百分比}) \times \text{销售额} - \text{销售净利率} \\ \times \text{销售额} \times \left[\frac{(1 + \text{增长率})}{\text{增长率}} \right] \times (1 - \text{股利支付率}) \quad (3.1)$$

若圆通速递留有较为充足的留存收益且不存在外部投资的项目，那么此时的外部融资额可视为0。假设销售增长率不低于内含增长率，则说明企业不通过外部筹措资金，将难以实现投资战略性建设项目的目标；反之则说明企业仅通过内源资金就可以完成募投项目的建设任务。

具体计算时，以圆通速递 2017 年财报数据为基数，需要对四个重要指标进行计算，这四个指标由经营资产销售百分比、经营负债销售百分比、销售净利率及股利支付率组成，其中，预计销售净利率以发行前三年均值计算，数据及计算如表 3-6 所示。

表 3-6 “圆通转债”内含增长率相关指标

经营资产销售百分比	经营负债销售百分比	销售净利率	股利支付率
70.77%	23.92%	7.10%	21.57%

数据来源：圆通速递年度报告

$$(70.77\% - 23.92\%) - 7.10\% \times \left[\frac{(1 + \text{增长率})}{\text{增长率}} \right] \times (1 - 21.57\%) = 0$$

计算显示，如果圆通速递以自有资金投资转运等项目，其内含增长率为 13.14%，但从圆通速递 2015-2017 年财务报告数据来看，近三年的销售增长率高达 18.54%，而 2017 年内含增长率 13.14% 是近三年最低的内含增长率。因此，在保持企业稳定运行基础上，仅依靠内源资金建设多功能转运、仓储一体化建设等新项目是不够的，还必须寻求外部融资。

3.4.2 缓解企业融资成本过高的压力

(1) 直接融资和间接融资是市场上企业经常选用的两种债权融资方式，企业向投资者直接募集资金的方式往往是通过发行企业债券或者中期票据实现，或者企业向银行申请贷款，间接地通过银行筹措资金。跟直接融资或间接融资的常用手段相比，能够在股价上涨时由债务转换为权益的特性赋予了可转债较为宽裕的递延收益空间，正因如此，较之其他债务融资方式，可转债的票面利率往往更低。

表 3-7 多种债务融资方式利率比较

年份	银行借款（5 年以上）	中期票据（6 年、AA+）	企业债券（6 年、AA+）	圆通转债（首年）
2018	7.35%	5.90%	6.81%	0.50%

数据来源：中经网统计数据库

通过表 3-7 的对比可以看出，首先如果直接向银行贷款，则会背负最高的借款利率，这一利率达到了 7.35%，这说明假如圆通速递选择向银行借贷的方式募集资金，一方面在支付利息时，企业需要承担大额度的现金流出；另一方面若募集项目盈利不及预期，企业也会承受较高的还本压力。其次比较“圆通转债”发行同期直接融资工具的利率发现，企业债券利率为 5.90%，中期票据利率为 6.81%，这两种方式略低于银行借贷融资，但是企业也需要面对着资金来源不稳定或提前偿付的风险。而“圆通转债”发行首年利率仅为 0.50%，每年利率上涨缓慢，即使利率最高的第六年，也仅有 2.00%，是多种债务融资方式中最低利率。因此，公司的财务费用能够通过可转债的低利率、缓上升的特性加以把控，选择可转债进行融资能够为公司保持较为健康的现金流量。

(2) 由于债券的利息可以在所得税汇算时进行税前扣除，因此可转债具有一定的税盾效应，能够降低企业的税负承担，提升企业净利润，相应的税盾效应计算公式为：

$$\text{每股税盾效应} = \text{每股收益} + \text{每股利息支出} - \frac{\text{EBIT} \times (1 - \text{税率})}{\text{总股本}} \quad (3.2)$$

随着“圆通转债”的发行，每股收益也会产生相应的变化，究其原因，主要受到每股利息支出和每股税盾效应产生的影响，将上述公式移项后：

$$\text{每股息税后利润} - \text{每股利息支出} + \text{每股税盾效应} = \text{每股收益} \quad (3.3)$$

假若每股税盾效应为正数，则企业的每股收益会有所提升，本节采用圆通速递 2019 年的财务数据进行测算，此时正值“圆通转债”发行后的第二年，如表 3-8 所示。

表 3-8 圆通速递税盾效应测算

时间	利息费用（万元）	股数（万股）	每股利息费用	每股收益	净利润	每股税盾效应
2019 年	6,998.83	353,985.20	0.0198	0.5897	166,800.00	0.2561

数据来源：整理圆通速递年报数据后得出

简单来说，忽略因转股情况而产生的利息支付变动情况后，假定发行之初的条款在实际中能够贯彻执行，则利率的支付可以按照条款进行计算，因此，2019 年公司因“圆通转债”发行共支付利息 6,998.83 万元，不包括因持续股权转让而发生的利息支出变动且企业所得税率为 25% 的情况下，根据协议约定，这部分利息的税前列支扣除后将对公司产生 0.2561 元/股的税前加计扣除效应，增加每股收益。

3.4.3 灵活调整企业的资本结构

公司资本结构是资本构成的结构比例，通常分为债务和股权。改变这两种资本的比例，会影响公司吸收资本和偿还债务的能力，资本结构的“循环”功能甚至会决定公司未来的发展。从理论上讲，在提升公司价值和减少加权平均资本成本上，加权资本结构具有最大优势。实践中，多数企业无法优化资本结构，只能适应战略目标和商业政策的变化进行调整和优化。

可转换债券能够补偿投资者的投资收益。在市场利率较高或公司业绩较差的情况下，利用可转债的看涨期权属性，发行时以较低利率的利率发行有利于降低资本成本。设计合理有效的发行条款，能够尽可能的确定债券转股时能够转换的权益比重。由此可见，合理的设计能够将可转债运用成为内部资本重组的机制，同时可转债较为因时制宜的转换属性也为公司进行资本重组提供了主动权。

选取“圆通转债”发行前三年圆通速递的相关财务数据，与同一时期内同行业公司的相关数据进行比较分析，结果如表 3-9 所示。

表 3-9 圆通速递与同业上市公司资产负债率指标对比

公司	2015 年	2016 年	2017 年
顺丰速递	60.37%	53.42%	46.23%
中通快递	25.85%	15.61%	16.98%
申通快递	51.61%	31.67%	23.08%
韵达快递	53.64%	44.06%	44.11%
平均值	47.87%	36.19%	32.60%
圆通速递	44.68%	26.53%	33.80%

数据来源：整理各公司年报数据后得出

根据表 3-9 的数据可以发现，在资产负债率这一指标下，圆通速递处于行业较低水平，2016 和 2017 年，即可转债发行前 2 年，同业平均资产负债率为 36.19%，32.60%，而圆通速递的资产负债率则只有 26.53% 和 33.8%。一方面说明圆通速递有着较高的长期偿债能力，同时意味着此时圆通速递负担的债务并不多，虽然有较好的偿债水平，但财务杠杆运用的并不充分，这不利于企业的开拓战略。另一方面公司需要投资者展现企业的内部经营状况，运营良好的企业能够向投资者传递出企业拥有较强的现金流量，这样的企业才敢于发债。此时圆通速递发行可转债能够帮助企业改善资本结构，利用适度负债以防止管理层过度投资。

圆通速递在利用可转债融资的基础上，将充裕的资金投入转运仓储一体化项目、转运中心自动化等项目的投资建设，有效释放了降本增效项目的利润潜力。科学的负债水平能够适当性调整股本数量，进而促进公司的资本结构健康发展。

第4章 “圆通转债”发行的融资效应分析

发行“圆通转债”之后会从多个方面对公司带来财务影响，投资者对发行“圆通转债”的反应如何？这将对公司的股价产生什么影响？其次在本节中将衡量“圆通转债”的融资成本，评估可转债的融资成本是否能够控制在较为合理的水平；再次最直接的是对公司偿债能力和资本结构的影响，“圆通转债”的募集资金将投资于为公司降本增效的新项目上，作为优质资产，能够提升公司的盈利能力；同时，转债将增加公司的股权，或许对企业的每股收益有所影响；另外，通过经济增加值评价圆通速递发行可转债之后的经营业绩。本节将从以上四个方面分析其发行的融资效果。

4.1 “圆通转债”融资效应的市场绩效

4.1.1 公告事件窗口期股价波动情况分析

本文根据该事件发生前后的公司股价涨跌幅与上证指数涨跌幅的数据对比分析，以进一步研究“圆通转债”这一事件对圆通速递股价带来的影响。圆通速递在2018年11月16日公布了可转债发行公告，因此本文将这一日期作为第0天，并对比分析第0天前后10天的公司股价与大盘指数涨跌幅的情况。下图4-1为“圆通转债”发行前后圆通速递个股与上证指数涨跌幅情况：

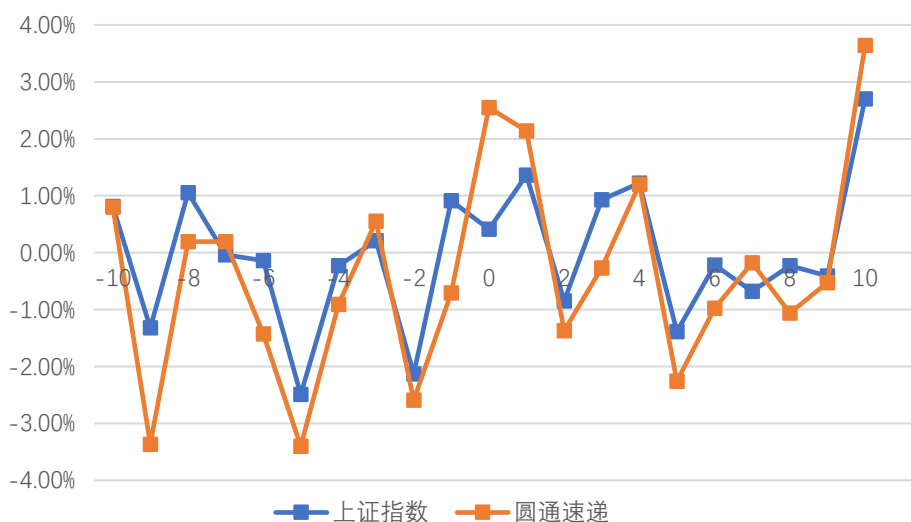


图 4-1 “圆通转债”发行前后圆通速递个股与上证指数涨跌幅情况

通过图 4-1 中发现, 在这个时期内, 圆通速递的相关数据表现与大盘走向趋同, 但在公告发布当期, 圆通速递涨跌幅显著高于指数近 2 倍, 此时公司股价涨跌幅的幅度较为明显, 意味着公司股价受到“圆通转债”的影响从而产生了较为明显的反应。

具体来看, 圆通快递在增发公告披露的前一天涨跌幅度为负且小于上证指数, 公告增发当天和后一日股票涨跌幅均为正值且超过上证指数, 特别是在增发公告披露的当天, 涨幅达到最高值 2.55%。尽管在公告发布后的第二天公司股票价格明显回落, 但是在第 3 天至第 4 天公司股票价格却又在震荡中走高, 此后 6 天内围绕上证指数涨跌幅波动, 在“圆通转债”增发公告中披露的第 10 天, 公司股票价格涨跌幅较前一天扩大 4.17%, 逐渐与上证指数趋同。

综上所述, “圆通转债”发布的公告窗口期股票价格变化较为显著, 股票价格虽然在公告发布后的二日里下跌剧烈, 但在公告发布前期股票的迅速上涨和发布后期股票的缓慢回调均表明了市场上对“圆通转债”的反应持谨慎并愿长期持有的态度。股票价格上涨具体将会给公司财富带来什么样的影响, 下文将基于案例研究法进行深入的探讨。

4.1.2 基于事件研究法的市场反应分析

上文我们已经利用了最直观的股票价格涨跌变化剖析了可转债上市后对企业股票价格的影响。而对于更深层次的分析, 本节还将利用案例研究法来分析“圆通转债”发行后的市场反应, 并由此来发现短期内对企业股权持有者的权益影响。本文还将利用事件研究法来预测“圆通转债”上市前的平均超额收益率和累计超额收益率, 并由此来确定可转债的上市是不是为公司创造了超额利润。

基于事件发生前后一段时期内股票波动的历史数据, 对该事件给企业造成的影响程度进行探讨的研究方法被称为事件研究法, 该方法可以被拆分为事件窗口期的定义、预期收益率的计算及累计超额收益率的测算三个步骤, 计算方法如下:

(1) 确定事件日、窗口期及估计期

首先对事件发生日进行界定, 市场首次能够获知事件的日期作为事件基准日(第 0 天), 本文采用 2018 年 11 月 16 日为第 0 天, 此日期为“圆通转债”的公告发布日。其次对事件窗口期进行界定, 考虑到信息不对称可能导致的市场信息滞后的问题, 本文将窗口期定为 $(-10, 10)$, 即事件日前后 10 个交易日。最后确定事件的估计期限。一般选择相对窗口期较长的时间段作为事件的估计期, 本文选取窗口期前的 120 个交易日作为估计期, 将估计期定义为 $(-130, -11)$ 。

(2) 计算预期正常收益率

本文以市场模型为基础，结合股票的历史数据对预期正常收益率进行测算。该模型通过个股收益率与市场报酬率之间的函数关系，通过基期数据能够计算出未知数 α 和 β ，市场模型的具体公式如下：

$$R_{it} = \alpha + \beta R_{mt} \quad (4.1)$$

其中 R_{it} 是圆通速递 t 日与 $t-1$ 日股票收盘价差值与 $t-1$ 日股票收盘价的比率，用来衡量圆通速递在这一时期内的个股收益率。结合上证指数的数据，并利用同样的方法可计算出市场收益率 R_{mt} 。 α 、 β 作为相关系数。

本文通过 WIND 数据库获取相关数据，整理后计算出事件估计期内 R_{it} 与 R_{mt} ，接着对相关数据进行回归分析，得到如下回归方程：

$$R_{it} = 0.2731R_{mt} - 0.0006 \quad (4.2)$$

其回归分析散点图如下图 4-2 所示：

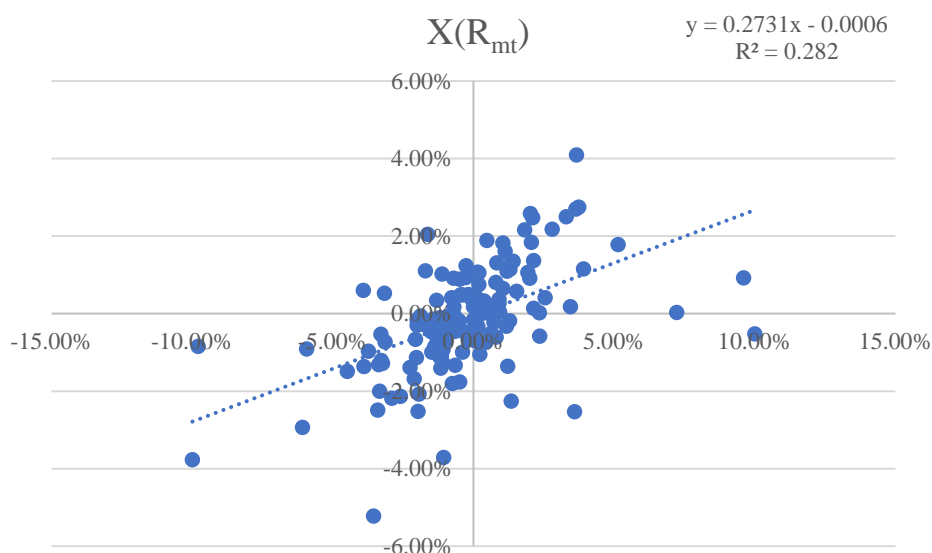


图 4-2 “圆通转债”事件估计期个股收益率回归分析散点图

回归分析方程为 $R_{it}=0.2731R_{mt}-0.0006$ ，根据估计期的上证综指涨跌幅预测圆通速递个股的预期正常收益率，具体结果如下表 4-1 所示：

表 4-1 圆通速递窗口期正常收益率

窗口期	日期	上证综指涨跌幅	预期正常收益率
-10	2018年11月2日	2.70%	0.58%
-9	2018年11月5日	-0.41%	-0.19%
-8	2018年11月6日	-0.23%	-0.15%
-7	2018年11月7日	-0.68%	-0.26%
-6	2018年11月8日	-0.22%	-0.14%
-5	2018年11月9日	-1.39%	-0.44%
-4	2018年11月12日	1.22%	0.21%
-3	2018年11月13日	0.93%	0.14%

窗口期	日期	上证综指涨跌幅	预期正常收益率
-2	2018年11月14日	-0.85%	-0.30%
-1	2018年11月15日	1.36%	0.25%
0	2018年11月16日	0.41%	0.01%
1	2018年11月19日	0.91%	0.14%
2	2018年11月20日	-2.13%	-0.62%
3	2018年11月21日	0.21%	-0.04%
4	2018年11月22日	-0.23%	-0.15%
5	2018年11月23日	-2.49%	-0.71%
6	2018年11月26日	-0.14%	-0.13%
7	2018年11月27日	-0.04%	-0.10%
8	2018年11月28日	1.05%	0.17%
9	2018年11月29日	-1.32%	-0.42%
10	2018年11月30日	0.81%	0.11%

数据来源：WIND 数据库

(3) 计算超额收益率及累计超额收益率

超额收益率，即个股的实际收益率与预期正常收益率的差值，能够衡量个股的实际收益水平。如若需要评价一段时期内个股收益率的表现情况，累加超额收益率可得出该时期内的累计超额收益率。本文将以累计超额收益率的计算结果来评价“圆通转债”对股东财富带来的影响。下表4-2为计算结果：

表4-2 “圆通转债”窗口期累计超额收益率

窗口期	日期	预期正常收益率	实际收益率	超额收益率	累计超额收益率
-10	2018年11月2日	0.80%	1.05%	0.24%	0.24%
-9	2018年11月5日	-0.05%	-0.08%	-0.03%	0.21%
-8	2018年11月6日	0.00%	-0.23%	-0.21%	0.00%
-7	2018年11月7日	-0.13%	0.01%	0.12%	0.13%
-6	2018年11月8日	0.00%	-0.21%	-0.19%	-0.07%
-5	2018年11月9日	-0.32%	-0.56%	-0.22%	-0.28%
-4	2018年11月12日	0.39%	0.39%	0.00%	-0.29%
-3	2018年11月13日	0.31%	-0.01%	-0.30%	-0.59%
-2	2018年11月14日	-0.17%	-0.32%	-0.13%	-0.72%
-1	2018年11月15日	0.43%	0.64%	0.19%	-0.53%
0	2018年11月16日	0.17%	0.76%	0.53%	0.01%
1	2018年11月19日	0.31%	-0.13%	-0.41%	-0.40%
2	2018年11月20日	-0.52%	-0.65%	-0.11%	-0.51%
3	2018年11月21日	0.12%	0.21%	0.08%	-0.43%
4	2018年11月22日	0.00%	-0.19%	-0.17%	-0.60%

窗口期	日期	预期正常收益率	实际收益率	超额收益率	累计超额收益率
5	2018年11月23日	-0.62%	-0.87%	-0.23%	-0.82%
6	2018年11月26日	0.02%	-0.33%	-0.32%	-1.15%
7	2018年11月27日	0.05%	0.11%	0.06%	-1.09%
8	2018年11月28日	0.35%	0.11%	-0.21%	-1.30%
9	2018年11月29日	-0.30%	-0.86%	-0.51%	-1.82%
10	2018年11月30日	0.28%	0.28%	0.00%	-1.82%

数据来源：WIND 数据库

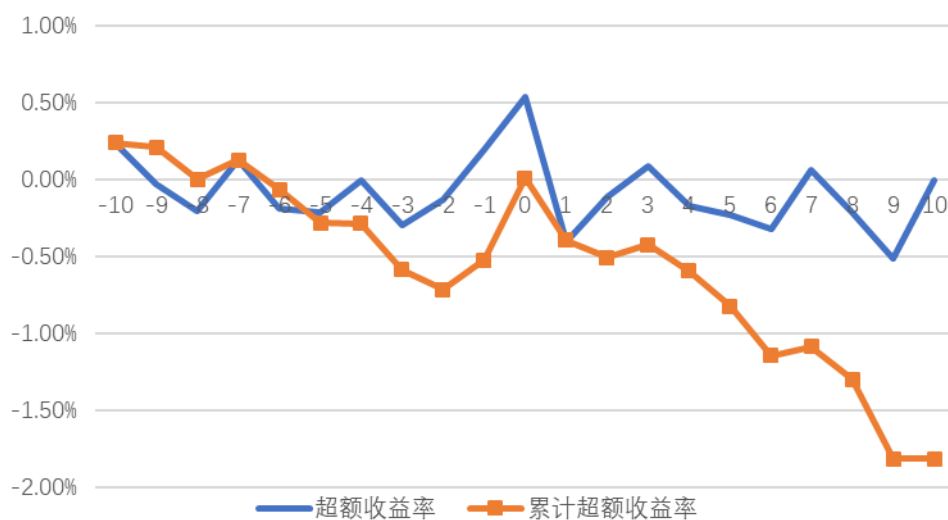


图 4-3 圆通速递事件窗口期 AR 与 CAR 的变化图

从上图 4-3 可以看出，事件窗口期内，超额收益率在横轴附近波动，其振幅最高约在 0.5% 左右，而累计超额收益率则持续下跌，最后远远偏离超额收益率指标，以下分别对这两个指标进行具体分析。关于超额收益率，该指标在事件窗口（-10，2）内较为平稳，波动并不明显，从公告披露的前 2 天开始，该指标较为明显的上升，并在发行当天达到窗口期内的最高点 0.53%，此后期间内继续围绕横轴震荡，但是这段期间内的幅度与之前相比更为剧烈，这与股价的变动情况基本保持一致。累计超额收益率作为超额收益率的累计金额，该指标在事件窗口内持续下跌，即使在公告发行的当天这种势头有所缓解，出现了短暂的回升状态，但在公告日之后继续走低，甚至加速下降。这表示二级市场的投资者对该债券的发行态度并不乐观，继第 3 天起的加速下跌后，最终事件窗口期内的累计超额收益率为 -1.82%。

当未来股价上涨时，出于获利的目的股票持有人会在市场上出售股票，潜在的买方市场也会因为股价上涨而扩大，买卖之间原股东即能从中获取溢价收益；而未来股价下跌时，为避免过于严重的损失，股票持有人在出售股票上反而会相对谨慎和保守，往往会选择观望一段时间。此次“圆通转债”发行的公告效应为负，说明二级市场上

对此次可转债的发行并不十分看好，由此导致事件窗口期内将近-1.82%的累计超额收益率，负值表示股东权益受到了部分减损，虽然可能有部分股东对此项目一直抱有悲观态度而出售债券，但理智的股东会综合考虑债券募投项目的后续表现、盈利水平等多因素从而保持观望态度继续持有债券。

综上所述，在“圆通转债”发行公告披露的前后，超额收益率在一定区间内震荡，但是累计超额收益率一路下跌，这在一定程度上也可解释此次可转债的发行产生了负面的市场反响，减损了公司股东取得的额外收益。

4.2 “圆通转债”对融资成本的影响分析

公司因向投资者募集资金而必须支付的利息费用可视为“圆通转债”的融资成本，即“融资者为占有投资者资金进行风险投资时所需要提供给投资人的最低收益，它也可以视为融资项目的贴现率”。在可转债融资的过程中融资成本主要由两个部分组成，一是为了筹措资金而需要支出的费用，二是资金占用成本。第一种融资成本主要包括证券评估机构所承担的资信评估费，以及证券承销商从圆通快递所收到的手续费等，而这类费用在募集资金总额中仅占据较小的固定比例，在此次融资中仅占有 0.8%的比例；第二种成本由债券利息、股权分红等因债券存续期变化而变化的成本组成。融资成本的计算公式为：

$$CI_0 = \sum_{t=0}^n CO_0 \ln t \quad (4.3)$$

利用这个公式，能够根据不同时点的数据计算出该时期内的融资成本。

4.2.1 “圆通转债”不同年份转股融资成本测算

可转换债券由于自身的转让特性，显著影响可转债的融资成本，考虑资金的时间价值后发现，融资成本会转股期限的延长而降低，这也是可转债区别于其他普通债券或股权融资方案的根本原因。但是如果仅仅基于成本控制原则的考虑，就片面地将可转债看作利率较低的普通证券或是迟延的股权融资将难以充分利用其优势，这就对发行人和投资者提出了更高的要求，需要具备战略眼光、全面而发展地审视可转换债券及其发展。

综合考虑“圆通转债”的融资成本水平，需要整理数据并计算该项可转债的最低融资成本、最高融资成本以及受不同时点转股影响的融资成本。根据前文对“圆通转债”条款的梳理，此次可转债的发行规模为 36.5 亿元，每一年的票面利率不同，分别为：第一年 0.5%、第二年 0.8%、第三年 1.0%、第四年 1.5%、第五年 1.8%、第六年

2.0%。此外为筹措资金而投入的费用需要从发行总规模中提前扣除，具体的发行费用如表 4-3。

表 4-3 承销费用明细表

项目	金额（万元）
承销及保荐费	2,738.20
会计师费用	42.4
律师费用	248
资信评级费用	25
信息披露费用	18
登记服务费用	36.5
发行手续费用	4.9
合计	3,113.00

数据来源：圆通转债募集说明书

所以圆通转债的首期现金流量为 $365,000 - 3,113 = 361,887.00$ 万元，计算出每年因支付债券利息费用导致的现金流出如下：

表 4-4 “圆通转债”期间债券利息费用

单位：万元

t	1	2	3	4	5	6
co_t	1,825.00	2,920.00	3,650.00	5,475.00	6,570.00	7,300.00

(1) 最低融资成本

理论上的最低融资成本为可转债在存续期内不行使转换权利，仅作为一种债券持有至到期，其计算公式如下：

$$361,887 = \frac{1,825}{(1+i)} + \frac{2,920}{(1+i)^2} + \frac{3,650}{(1+i)^3} + \frac{5,475}{(1+i)^4} + \frac{6,570}{(1+i)^5} + \frac{372,300}{(1+i)^6} \quad (4.4)$$

计算可得 $i=1.38\%$ ，虽然具有较低的融资成本，但此时“圆通转债”仅仅成为了普通债券，可转债的灵活性未得到有效利用，并且公司不仅需要在长期内支付债券的利息费用，而且在可转债到期时还需支付偿本付息的款项，压缩了企业的现金流空间，极为可能对企业的经营状况带来负面效应。

(2) 最高融资成本

由计算公式可见，债券利息偿付和募集资金总额为固定成本，在这种情况下，存续越短的可转债融资成本越高。基于这一点，假设初次满足赎回条款时圆通速递即全部转股，此时融资成本最高。根据发行条款，转股价格为 10.89，触发赎回条款的价格为 14.16 元/股 ($10.89 \times 130\% = 14.16$)。根据圆通速递历史股价数据，可以发现触碰这一价格的最早交易日为 2020 年 2 月 5 日，这一天的收盘价为 14.38 元，该价格比初始转股价格高出 132.05%，以“圆通转债”上市日期为起点到此时，债券的实际存续期为 1.21 年，现金流出量为 $365,000 \times 132.05\% = 481,974.29$ 万元。

$$361,887 = \frac{481,974.29}{(1+i)^{1.21}} \quad (4.5)$$

计算可得最高融资成本 $i=126.72\%$ 。

(3) 不同年份转股融资成本

根据赎回条款，连续30个交易日内至少超过一半的收盘价均高于转股价格的130%，投资者即拥有是否将债券转为股票的自由选择权。本文假设该条款一旦被触及，可转债就全部转股。在计算不同年份转股融资成本时，需先计算出可转债全部转股后公司的现金流量。

先假设 P_0 为初始转股价格， P_1 为转股时， R 为转股比率，面值总额为 365,000 万元， $P_1=P_0 \times 130\%$ ， $R=365,000 \div P_0$ ，则期末现金流出量为 $P_1 \times R=(P_0 \times 130\% \times 365,000) \div P_0=474,500.00$ 万元，不同年份转股的现金流出量如下表 4-5 所示。

表 4-5 “圆通转债”不同年份现金流出 单位：万元

t	1	2	3	4	5	6
	474,500.00					
	1,825.00	474,500.00				
cot	1,825.00	2,920.00	474,500.00			
	1,825.00	2,920.00	3,650.00	474,500.00		
	1,825.00	2,920.00	3,650.00	5,475.00	474,500.00	
	1,825.00	2,920.00	3,650.00	5,475.00	6,570.00	474,500.00
	1,825.00	2,920.00	3,650.00	5,475.00	6,570.00	474,500.00

根据这一时期内的现金流量，通过资金占用成本的折现公式，能够对“圆通转债”中在不同年份转股的资金成本进行计算，具体的计算步骤及结论如表 4-6 所示。

表 4-6 “圆通转债”不同年份转股融资成本测算

t	计算公式	i
2018	$361,887 = \frac{474,500}{(1+i)}$	31.12%
2019	$361,887 = \frac{1,825}{(1+i)} + \frac{474,500}{(1+i)^2}$	14.76%
2020	$361,887 = \frac{1,825}{(1+i)} + \frac{2,920}{(1+i)^2} + \frac{474,500}{(1+i)^3}$	9.87%
2021	$361,887 = \frac{1,825}{(1+i)} + \frac{2,920}{(1+i)^2} + \frac{3,650}{(1+i)^3} + \frac{474,500}{(1+i)^4}$	7.55%
2022	$361,887 = \frac{1,825}{(1+i)} + \frac{2,920}{(1+i)^2} + \frac{3,650}{(1+i)^3} + \frac{5,475}{(1+i)^4} + \frac{474,500}{(1+i)^5}$	6.27%
2023	$361,887 = \frac{1,825}{(1+i)} + \frac{2,920}{(1+i)^2} + \frac{3,650}{(1+i)^3} + \frac{5,475}{(1+i)^4} + \frac{6,570}{(1+i)^5} + \frac{474,500}{(1+i)^6}$	5.47%

通过上述计算可以发现，可转债的转股期限会显著影响融资成本。根据测算结果，“圆通转债”发行后一年转股的融资成本最高，为 31.12%；存续期的最后一年，即发行后第六年转股，此时的融资成本最低，仅为 5.47%。受转股年份的影响，融资成本可

相差近六倍。由此可见，转股年份的不同会显著影响可转债融资的融资成本，融资成本随可转债的存续期延长而降低，且最高与最低之间的差距相当明显。

4.2.2 “圆通转债”实际融资成本计算

“圆通转债”实际存续期为 1.34 年，计算期间从 2018 年 11 月 20 日在上交所挂牌到 2020 年 3 月 23 日从上海证券交易所摘牌截止。根据公司发布的赎回公告，公司以每张 100.27 元的价格强制赎回截止 2020 年 3 月 23 日尚未转股的可转债，经后续披露，此次赎回债券共计 859,930 张，这一行为影响公司的现金流出量为 86,225,181.10 元，此次赎回累计转股数量为 332,147,000 股。

96.91%的可转债集中于 2020 年 1 月 2 日至 2020 年 3 月 23 日这一期间内转股，本文采用赎回登记日 2020 年 3 月 23 日的收盘价 10.54 元/股。根据以上数据，计算得出债券转股的价值为 $332,147,000 \times 10.54 = 3,500,829,380.00$ 元。综合考虑公司的累计现金流量，包括因强制赎回行为的现金流量和股本增加的现金流量，最后累计现金流量为 358,705.46 万元。

$361,887 = \frac{358,705.46}{(1+i)^{1.34}}$ ，计算得 $i=100.89\%$ ，即“圆通转债”的实际融资成本为 100.89%。

4.2.3 “圆通转债”融资成本综合分析

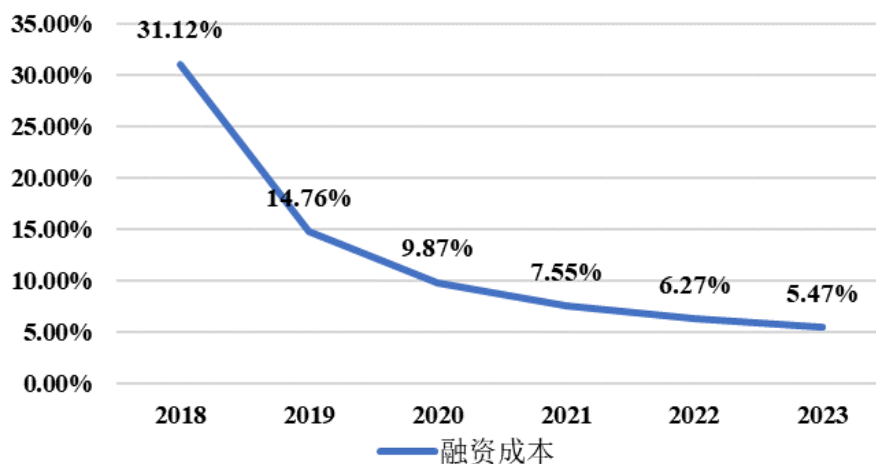


图 4-4 “圆通转债”不同年份转股的融资成本

结合上文计算结果与上图 4-4 可以看出，首先，“圆通转债”的最低融资成本为持有到期后不存在转股的情况，该情况下融资成本为 1.38%；其次，随着转股年份存续期间的延长，可转债的融资成本越来越低；最后，在初次实现赎回条款时即全部转股的情况下，“圆通转债”的融资成本最高，达到 126.72%。但是，最低与最高成本的测算

是基于“圆通转债”作为利率较低的普通证券或是迟延的股权融资这两种情况下计算得出的融资成本，在实际情况下，企业不可能因为能支付相对便宜的债务贷款利率成本这一点优势而就背离了发行可转换债券的本意，即完全避免或者提前一次性行使可转债的转换权利，这两种情况下，要么需要承担高额的融资成本，要么需要面对债券到期时较高的还本付息压力。因此设计适当的发行条款能够帮助公司未雨绸缪，约束转股比例的自由转换，防范因公司股本激增稀释股东权益的风险，同时有助于公司在实际中把控成本，尽可能的将成本控制在合理范围之内。此次“圆通转债”的实际融资成本100.88%，处于不同年份转股融资成本中的最高值31.12%和最高融资成本126.72%之间的水平。观其原因，“圆通转债”的实际存续期间只有1.34年，2018年股市整体低迷，但从2020年1月开始，圆通速递的股价上涨十分迅速，“圆通转债”的转股开始期为2019年5月27日，270天后，于2020年2月21日触发赎回条款。圆通速递的管理者显然要把握这个时机，期待投资人可以将手中的债券变现为股权，如果后期宏观经济局势变化导致股票下行，股价难以符合债券投资者的预期，债券转股将更艰难，企业就必须正视债券到期还本付息给企业资金流产生的压力，在这种情况下，公司有意愿提高可转换债券的转股效率。截止至2020年1月2日，将近96.91%的可转债尚未转股，在圆通速递接连发布了六次公告之后，公司赎回剩余未转股债券，共计859,930张，影响公司现金流出近8,662万元。虽然影响了当期公司的现金持有水平，但是公司股票未来的表现能否如现在一般强势是无法预知的，一旦宏观政策出现对公司不利的调整变化，可能出现公司总市值降低的情况，那么公司将不得不正视资金回流的风险。

综上所述，虽然“圆通转债”短时间之内就大量转股，融资成本达到了较高的100.88%，但同时为股东们募集到了本次增发规模36.5亿元的资金，并通过强赎条款规避了后期的还本付息压力，其实际融资成本也低于此次测算的最高融资成本，因此认为其融资成本保持在了较为科学合理的范围内。

4.3 “圆通转债”对资本结构的影响分析

“圆通转债”对公司产生最直接的影响就是通过利用证券的增发和转股来改善企业的资产结构。资本结构在特定情形下可影响公司再融资和偿债的能力，也在一定程度上影响企业将来的利润水平，因此科学合理的资本结构将有助于提高企业价值。

4.3.1 “圆通转债”发行前后主要财务指标对比分析

“圆通转债”2016-2020年有关资本结构的财务数据如下4-7所示：

财务指标	2016	2017	2018	2019	2020
资产总额	11167.86	14,143.16	19,968.53	22,160.97	26,429.15
负债总额	2962.51	4,780.43	8,174.62	8,940.04	8,913.48
所有者权益总额	8205.35	9,362.74	11,793.92	13,220.94	17,515.67
非流动负债	41.97	316.30	3,359.66	3,297.43	284.91
长期负债比率	0.38%	2.24%	16.82%	14.88%	1.08%
股东权益比率	73.47%	66.20%	59.06%	59.66%	66.27%
资产负债率	26.53%	33.80%	40.94%	40.34%	33.73%
资产负债率行业均值	35.40%	34.02%	35.85%	40.12%	41.22%

数据来源：整理圆通速递年报数据后得出

从上表可以看出，在“圆通转债”发行前即 2016-2017 年，企业的资产小幅度良性增长，这一趋势延续到 2018 年“圆通转债”发行之后，公司资产总额增加到将近 19 亿元。由于可转债在发行之初被视为长期负债，因此公司的长期负债比例在 2018 年同比大幅增加，是 2017 年的 7.5 倍。在 2020 年可转债转股完成的当年，资产增加 4268.18 万元，负债减少 25.56 万元，所有者权益总额有所增加，长期负债比例降低至可转债发行前水平，为 1.08%。从股东权益比率来看，可转债发行前为 66.02%，在可转债存续期间内保持在 59.36% 左右，可转债转股完成后该比率回升至 66.27%。此次可转债的发行，未给企业的财务状况产生明显的负面影响，并且为企业融入了较为充足的资金，为企业长期战略发展建设项目提供了充分的支持。此外，从资产结构中可以看出企业的长期负债率一贯停留在低位水平，这意味着面对债务融资的方案，圆通速递始终保持审慎态度。

4.3.2 “圆通转债”发行前后资产负债率变化

在财务指标评价体系中，资产负债率是衡量公司财务状况的关键指标，下面将比较 2016-2020 年圆通速递与行业均值的资产负债率。

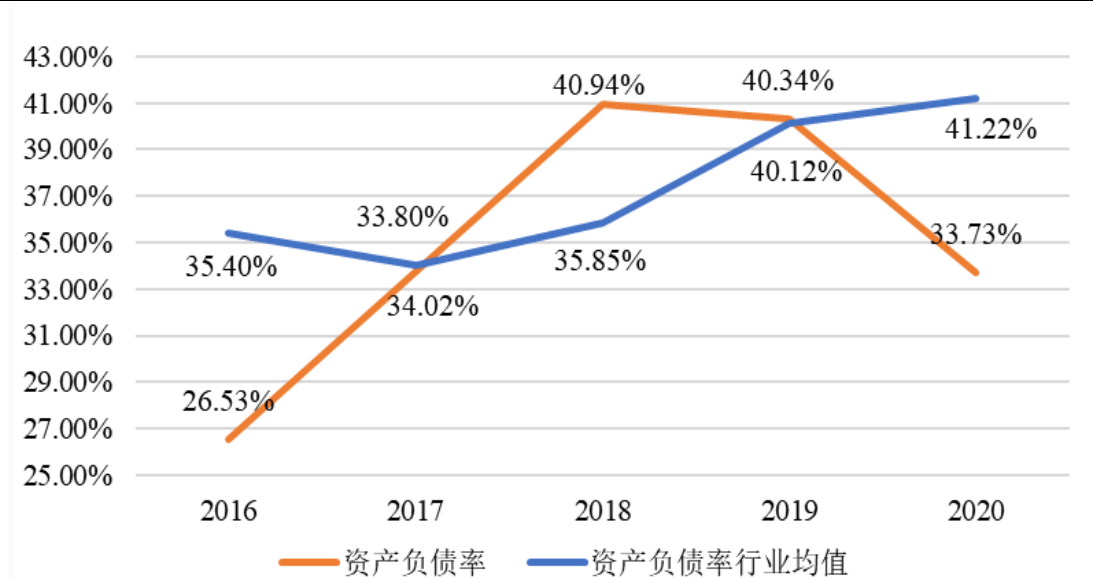


图 4-5 “圆通转债”发行前后圆通速递的资产负债率变化

由上图 4-5 可知，在“圆通转债”发行前 2 年，圆通速递的资产负债率分别为 26.53%、33.80%，均低于这 2 年的行业平均资产负债率。在 2018 年发行可转债后，公司资产负债率迅速提升，当年资产负债率为 40.94%，远超行业均值近 5 个百分点。根据公式：

$$\text{净资产收益率} = \text{总资产收益率} + \frac{\text{负债平均余额}}{\text{净资产平均余额}} \times (\text{总资产收益率} - \text{负债成本率}) \quad (4.6)$$

上述公式说明，净资产收益率高于总资产收益率时，此时负债成本率会低于总资产收益率，假如此刻公司提高财务杠杆的使用效率，能够帮助公司获取更多利润。根据计算，2016-2018 年圆通速递的净资产收益率分别为 27.81%、16.56% 及 18.89%，同时期总资产收益率分别为 19.32%、14.38% 及 13.72%。通过对比发现，增发可转债这一事件使得圆通速递提高了自身的债务比例，放大了财务杠杆的作用，对股东权益具有正面影响。同时，“圆通转债”所具有的转换特性对缓解公司财务风险而言意义突出。如果仅将“圆通转债”持有至到期，无疑能够将财政杠杆的效果实现的更久。但是现阶段内，圆通速递尚处于转型升级的关键节点，对建设项目的投入要求企业保有较高的现金持有量，并且持续的高资产负债率也会加大公司压力，影响到企业的再融资能力。为此，圆通速递成功把握 2020 年股价上涨的时机，通过赎回条款促成债券转股，改善了公司的资本结构。圆通速递根据实际情况，适当性调整了转股时点，在化解了债务风险的同时，还可以做到公司自有资本的增加，完善了公司的资本结构。通过以上分析可得，“圆通转债”在存续期内适当提高了公司的资产负债比率，并且在此期间内对财务杠杆的科学、合理运用，为公司创利提供了良好的条件。公司满足条件后的择机转股既提高了企业自有资金比例，更为充裕的现金流也提升了公司的总体抗风

险实力。总的来说，“圆通转债”的发行帮助公司根据实际情况，灵活、动态调整了公司资本结构，并解决了企业发展对持续资本结构的要求。

4.4 “圆通转债”对股东权益的影响分析

由于可转债本身特有的转换性，公司的股份总额在可转债转换后将会有所增加，这将导致原有的股东权益被稀释，与普通股权融资相比，可转债具有迟延股权稀释的效果。每股收益和每股净资产的稀释作用将较为显著，并且这两个指标也是公司价值的一个重要影响因素，对于企业价值的提升具有重要意义。因此，稀释效应和每股EBIT将在下文中加以分析。

4.4.1 “圆通转债”对股东权益的稀释效应分析

(1) 每股收益的稀释效应分析

表 4-8 2017-2020 年企业每股收益变化

项目	2017	2018 (发行年)	2019	2020 (赎回年)
每股收益				
基本每股收益	0.5113	0.6746	0.5897	0.5723
假设未发生转股的每股收益	0.5113	0.6746	0.5915	0.6428
稀释程度	1-基本每股收益/未发生转股的情况	0%	0%	0.3043%
				10.9676%

数据来源：整理圆通速递年报数据后得出

从上表可以看出，由于公司持续加大战略性新兴业务领域的投入，确保了业绩的稳定增长，2018年，圆通速递基本每股收益实现增长。2020年，由于股价的持续上升，96.90%的“圆通转债”在2019-2020年内转股完成，2020年因转股增加的股本占当年期末股本总数的10.97%。在转股优化了资产结构的同时，2020年利润增长率低于股本增长率，这导致2020年基本每股收益有所下降。

以可转债是否转股作为变量，比较在不转股与实际转股两种情况下的每股收益，比较结果表明，在可转债发行当年二者没有差异，即稀释程度主要受到可转债转股的影响。2020年“圆通转债”转股完成后，此时因转股导致的股本上升10.97%，与此刻的稀释程度10.9676%接近，因此转股并未显著影响股权的稀释。虽然在一定条件下，可转债的发行会降低公司的流动性，但是当可转债的转股价格低于其转换价格时，这种效应就会被缓解甚至抵消。由此可以看出，原股东的股东权益并未因本次可转债的发行而受到较为严重的不利后果，同时也说明“圆通转债”的发行规模和转股价格都保持在了较为适中的水平。

(2) EBIT的稀释效应分析

通过对可转债每股收益与实际情况的比较,分析了可转债融资的稀释效应。根据绝大多数情况且便于计算,将债务融资区分为直接观融资与可转债融资,通过比较分析法,对比分析圆通速递的每股息税前利润受这两种情况影响下的稀释程度。另外通过圆通速递年度报告发现,在“圆通转债”存续期,不存在增发、配股及资本公积转增股本等其他对研究结果影响较为明显的情况。

为便于统计,本文选取新股发行作为直接权益融资的方式。募集资金总额相同的情况下,可以通过对比分析,得出可转债发行的新股权结构,公司规模和盈利能力是影响公司股权结构的因素。假设本次发行新股的初始转股价格为10.89元/股,预计本次发行后公司股东权益总数将增加3,321.43万股。下文将测算每股EBIT之差,将此差额视为稀释效应的差异表现。假设融资总额与建设投入项目均一致,可利用公式(4.7)得到可转债与的直接股权融资的每股EBIT之差。

$$\text{稀释效应差异} = \frac{\text{每股 EBIT}}{\text{股权融资下的股本}} - \frac{\text{每股 EBIT}}{\text{可转债融资下的股本}} \quad (4.7)$$

根据公式(4.7)计算得出的每股EBIT稀释效应如下:

表4-9 每股EBIT稀释效应计算表

时间	EBIT(单位:元)	股本(可转债融资)	股本(直接权益融资)	每股EBIT(可转债融资)①	每股EBIT(直接股权融资)②	稀释效应差异	相对稀释效应差异(①-②)/①
2018.12.31	257,913.00	214,475.00	247,690.00	1.2025	1.0413	16.13%	13.41%
2019.12.31	222,021.00	215,473.00	247,690.00	1.0304	0.8964	13.40%	13.01%
2020.12.31	220,229.00	246,692.00	247,690.00	0.8927	0.8891	0.36%	0.40%

根据表4-9中的数据,2018年可转债融资下的每股EBIT为1.2025元/股,高出直接融资每股EBIT得出的1.0413元/股16个百分点,这表示可转债发行当年直接融资方式下稀释效应表现的更为明显。但在可转债陆续转股后,相对稀释效应的差异会逐步趋同于0。2018年可转债发行当年,直接股权融资即完成一次性稀释,此时的相对稀释效应为13.41%。随后,受转股行为的影响,可转债融资下的股本数量逐渐增加,进而减弱对相对稀释效应的影响。“圆通转债”摘牌后其相对稀释效应差异为0.40%,这是因为圆通速递在发行可转债之时即确定股权融资倾向的目标,这一目标体现在“圆通转债”股性偏向的发行条款之中。可转债融资在公司治理结构方面存在一定的优势,可以通过加强公司治理结构的投资管理制度,以及对可转换债券融资方式进行规范。整体而言,相较于直接股权融资,可转债融资在降低稀释效应负面影响的方面具有更为显著的优势,能够起到推迟并摊薄稀释效应的作用。

4.4.2 “圆通转债”股权结构的影响分析

2016年，国美电器发行无优先配售条款的可转债并且仅依靠机构投资者完成转股，这一行为抢占了控股股东的控制权，出现控制权争夺的局面。由此，可转债带来的股权结构问题成近年来关注的热点问题。

可转债作为一种混合型融资工具，其特点在于，它可以通过转化的方法将公司债券转化为股权。这也是可转债票面利息远低于普通企业债券的原因所在。但是，由于可转债本身固有的缺陷，使得可转债在转股时存在较大的风险。作为一种混合型金融工具，圆通速递的股权结构变化，从上市到股权转让完成，都应受到高度关注。下表4-10为“圆通转债”转股前后的股东持股比例变化。

表4-10 “圆通转债”发行前后股东持股比例变化 单位：万股

序号	2018			2019			2020			优先配售认购比例
	股东简称	持股数量	持股比例	股东简称	持股数量	持股比例(%)	股东简称	持股数量	持股比例(%)	
1	上海圆通蛟龙	144,396	51.05%	上海圆通蛟龙	144,396	50.79%	上海圆通蛟龙	108,271	34.26%	39.35%
2	杭州阿里创业	31,299	11.07%	杭州阿里创业	31,299	11.01%	阿里巴巴中国	37,917	12.00%	-
3	上海云锋新创	16,918	5.98%	上海云锋新创	15,114	5.32%	杭州阿里创业	31,299	9.91%	-
4	其他	90,229	31.90%	其他	93,477	32.88%	其他	138,514	43.83%	-

数据来源：圆通速递年度报告

从上表中可以看出，圆通速递的股权结构相对集中，在本次发行可转换债券之前，上海圆通蛟龙公司因51.05%的股权而占据绝对控制地位。“圆通转债”发行时，原股东有权优先配售认购39.35%的股份。上海圆通蛟龙投资发展（集团）有限公司为公司第一大股东，根据其持有的公司51.05%的股份优先认购了“圆通转债”。股权结构集中有助于提升企业经营与管理效率。本次发行数量较大，发行后完全转股量转换为发行前总股本的12.38%，将对本次发行后的股权产生稀释作用。物流行业作为推动中国现代化进程的重要战略行业，股权的集中能够提高公司的经营效率，使得公司更快、更好的响应行业政策变化，适应国情，共同成长。

同时从代理成本理论的角度出发，股东的持股比例决定了股东和公司的目标利益是否趋同甚至一致。在目标一致的情况下，公司实际管理者的决策会受监督严格的影响而变得更为谨慎小心。在“圆通转债”发行时，原控股股东以39.35%的比例优先认购了“圆通转债”。在2020年转股结束后，上海圆通蛟龙较之过去持股比例降低至

34.26%，但是控股股东的地位未发生变化。在股东大会的监督下，圆通速递公的发展战略目标和经营理念仍然没有变，其股权制衡的机制依旧存在。圆通速递此次发行可转债的优先配售权保障了股权结构的集中度。

综上所述，进行可转债融资以后，圆通速递在满足公司战略投资资金需求的同时，还可以做到通过优先配售条款的合理运用，保护公司较为集中的股权结构，尽最大努力防范丧控风险。

4.5 基于经济增加值 EVA 的经营绩效分析

可转债的融资初衷往往是为公司的战略发展提供资金支持，而可转债发行也会对公司的经营绩效产生影响。圆通速递是我国的代表性优秀企业，在中国经济发展中占有重要地位，本文将对可转债发行后，圆通速递经营绩效的变化进行分析。

本文采取经济增加值这一指标，分析圆通速递在发行可转债前后经营绩效的变化。根据圆通速递 2016 年-2020 年的年度报告，本次发行前后公司未发生与本次发行可转债同等影响的事件，此外圆通速递的部分债券募投项目自 2020 年起已开始产生效益并影响经营绩效。为了更好地比较研究结果，将韵达快递作为可比对象。该公司与圆通速递属于同一行业，经营范围和资产规模都较为相似，同时在比较期内，该公司未发过行可转债。

4.5.1 经济增加值概述

相较于传统的财务指标，经济增加值更充分的考虑到了股权资本成本，从而准确地体现了股东财富增加程度，进而能够更准确的对经营业绩进行评价。经济增加值计算公式如下：

$$EVA = NOPAT - TC \times WACC \quad (4.8)$$

4.5.2 经济增加值计算过程

(1) 税后净营业利润（NOPAT）的计算

通过公司的利润总额并进行若干项会计调整后可以计算出税后净营业利润，这一指标能够反映出公司真实的盈利情况。根据圆通速递的实际情况进行以下调整：

表 4-11 2016-2020 年圆通速递调整后的税后净营业利润计算过程

单位：万元

财务指标	2016	2017	2018	2019	2020
会计利润总额	182,826.15	190,620.22	257,913.23	222,021.76	220,229.36
+ 财务费用	-1,158.01	-2,306.37	-1,849.03	5,149.80	-1,343.57

财务指标	2016	2017	2018	2019	2020
+资产减值损失	-368.62	-2,062.08	-4,899.32	-35,604.33	-5,354.44
-公允价值变动损益	-	0.19	-9.84	8,318.00	8,740.11
-营业外收入	9,905.74	9,462.32	8,052.96	1,086.86	1,364.61
+营业外支出	1,177.91	2,622.46	2,944.35	5,520.29	2,902.49
×(1-所得税税率)	0.85	0.85	0.85	0.85	0.85
-递延所得税资产增加额	275.56	621.18	1,924.15	2,649.70	2,079.87
+递延所得税负债增加额	-	1,308.44	-332.98	-67.48	461.70
调整后的税后净营业利润	146,410.38	153,187.22	206,899.06	156,813.08	173,761.58

数据来源：整理圆通速递年报数据后得出

(2) 投入资本总额 (TC)

投入资本总额是指公司向投资者提供的全部资本，这一指标可以划分成为向所有者提供的权益资本与债务人提供的债务资本。对投入资本总额进行如下调整：

表 4-12 2016-2020 年圆通速递投入资本总额计算过程

单位：万元

财务指标	2016	2017	2018	2019	2020
短期借款	5,000.00	65,688.67	16,563.79	5,435.80	175,336.50
+长期借款	-	-	-	-	-
+应付债券	-	-	298,241.85	301,714.74	-
+一年内到期的长期借款	-	-	-	-	-
=债务资本总额	5,000.00	65,688.67	314,805.64	307,150.54	175,336.50
+权益资本总额	820,535.17	936,273.60	1,179,391.95	1,322,093.69	1,751,567.07
=调整前的投入资本总额	825,535.17	1,001,962.27	1,494,197.59	1,629,244.23	1,926,903.57
+递延税款贷方余额	-	-	-	-	-
+各项资产减值准备余额	1,372.67	2,537.51	7,215.19	7,482.25	9,655.14
-在建工程	65,265.11	71,526.73	58,655.49	89,728.86	106,115.61
=投入资本总额	761,642.73	932,973.05	1,442,757.29	1,546,997.62	1,830,443.10

数据来源：整理圆通速递年报数据后得出

(3) 加权平均资本成本 (WACC) 的计算

加权平均资本成本按如下公式计算得出：

$$WACC = \text{债务资本成本} \times \text{债务资本/资本总额} \times (1 - \text{所得税税率}) + \text{权益资本成本} \times \text{权益资本/资本总额} \quad (4.9)$$

由上式可知，在计算加权平均资本成本之前，应先确定债务成本和股本成本。本文采取央行贷款基准利率计算债务资本成本。权益资本成本则通过国内常用的 CAPM 模型计算得出，公式为：

$$K = R_f + \beta \times (R_m - R_f) \quad (4.10)$$

在考虑无风险投资时，往往会参考国债收益率，因此本文选择十年期国债平均收益率为无风险利率 R_f ，选择我国各年 GDP 增长率作为预期市场回报率 R_m 。对于风险系

数 β ，由于本文以国内A股为研究背景，故以沪深300指作为市场风险衡量的标准。具体计算过程如下：

表 4-13 2016-2020 年圆通速递加权平均资本成本计算过程 单位：万元

各项指标	2016	2017	2018	2019	2020
无风险利率 R_f	2.89%	3.61%	3.66%	3.21%	2.98%
市场风险收益率 R_m	6.85%	6.95%	6.75%	6.11%	2.35%
市场风险系数 β	1.87	1.49	1.03	1.08	0.95
权益资本成本	10.28%	8.59%	6.85%	6.34%	2.38%
债务资本成本	4.35%	4.35%	4.35%	4.35%	4.35%
权益资本权重	99.39%	93.44%	78.93%	81.15%	90.90%
债务资本权重	0.61%	6.56%	21.07%	18.85%	9.10%
加权平均资本成本 WACC	10.24%	8.24%	6.09%	5.76%	2.46%

数据来源：圆通速递年度报告、WIND 数据库

(4) 经济增加值的计算

将上述步骤结果带入公式 $EVA = NOPAT - TC \times WACC$ 中，可以计算出圆通速递 2016 年-2020 年的 EVA 值，计算结果如下表 4-14 所示：

表 4-14 2016-2020 年圆通速递经济增加值 EVA 单位：万元

各项指标	2016	2017	2018	2019	2020
税后经营净利润 NOPAT	146,410.38	153,187.22	206,899.06	156,813.08	173,761.58
投入资本总额 TC	761,642.73	932,973.05	1,442,757.29	1,546,997.62	1,830,443.10
加权平均资本成本 WACC	10.24%	8.24%	6.09%	5.76%	2.46%
经济增加值 EVA	68,441.26	76,313.94	119,027.10	67,736.87	128,695.99

依据与圆通速递 EVA 相同的计算方式与口径，计算得出韵达股份的 2016-2020 年的 EVA 值，详细过程不再赘述，具体计算结果见下表 4-15 所示：

表 4-15 2016-2020 年韵达股份经济增加值 EVA 单位：万元

各项指标	2016	2017	2018	2019	2020
税后经营净利润 NOPAT	137,687.61	86,795.96	308,144.29	295,046.62	143,291.17
投入资本总额 TC	376,714.81	823,612.70	1,463,215.97	1,273,114.92	2,145,134.02
加权平均资本成本 WACC	10.24%	6.63%	6.03%	6.18%	2.67%
经济增加值 EVA	99,111.62	132,213.65	219,921.19	216,313.29	86,046.23

4.5.3 经济增加值综合分析

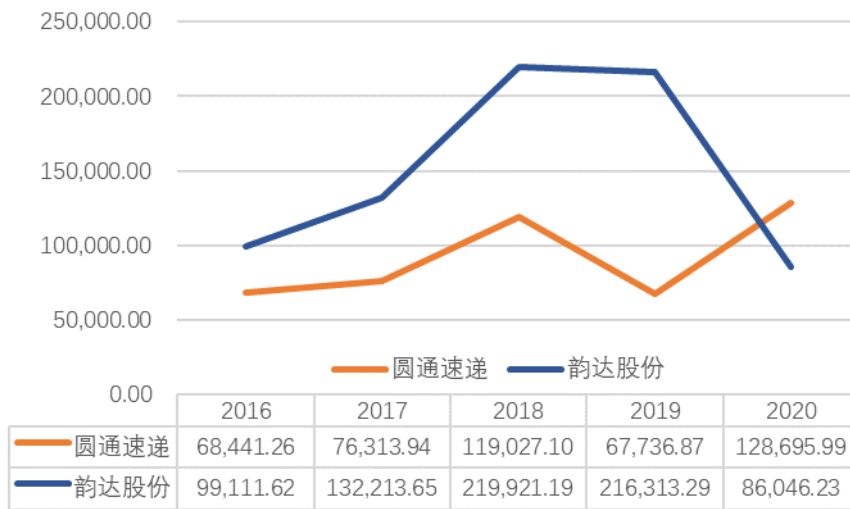


图 4-6 圆通速递与韵达股份 2016-2020 年 EVA 比较

从图 4-6 可以看出，发行可转债前后，圆通速递的经济增加值普遍呈增长趋势。2016-2017 年，基于我国网购市场交易频次提升和消费结构多元化发展，加之电商市场内生增长的势头不减的宏观环境，作为公司主营业务的快递业务迎来蓬勃发展的局面，公司利润稳步增长，投入资本总额大幅增加，尽管加权平均资本成本下降，但 EVA 仍表现出上升趋势。2018 年，公司营业收入较上年增长 37.74%，主要原因是 2018 年税后净营业利润较上年增加近三成，这是由于当年发行的大额融资增加了债券资本权重，拉低了加权平均资本成本，同时这一时期的投入资本总额也在上升，由于此刻募投资项目还未产生效益，投入资本总额的增加在一定程度上限制了 EVA 的增速，所以这一年 EVA 的上升趋势较为平缓。这种抑制状态延续到可转债发行后的第二年，即 2019 年，在这一年圆通速递营业收入未能延续 2018 年的猛增势头，反而回落到可转债发行前两年的水准，此时募投资项目仍在进行中，因此 2019 年的经济增加值为近年最低。2020 年，公司发行可转债后经济增加值继续攀升，但随着可转债转股转增股本的完成，较高成本权益类资产权重也在不断提升。即使受到 2020 年新冠疫情的负面影响，公司的 EVA 逆势转向，攀升至绩效的新高度。

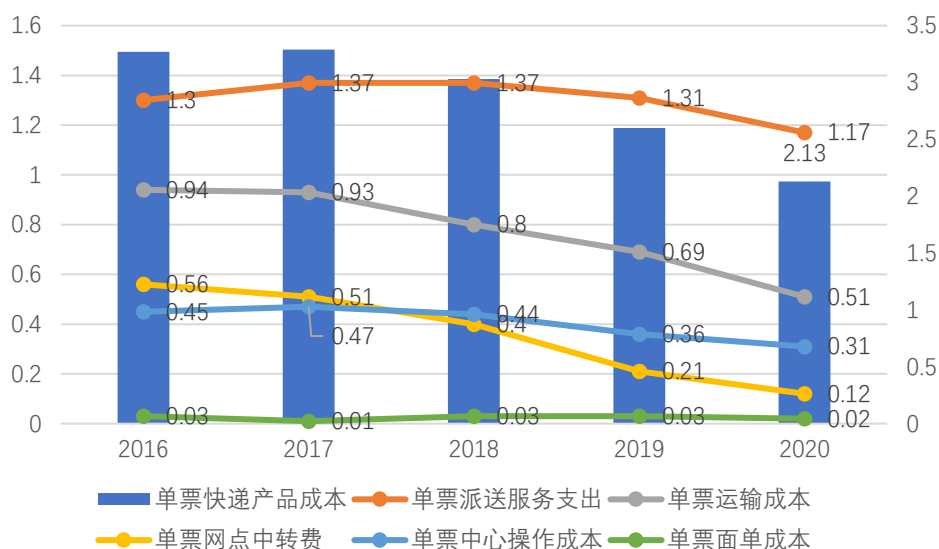


图 4-7 圆通速递 2016-2020 年单票快递产品成本趋势

可转债对业绩增长的主要贡献有以下两方面：一是随着可转换债券的转股和募集资金投资的逐步到位，公司资产结构不断优化，经营效率显著提升；二是加大资本开支，完善运营基础，尤其是 2018 年募集资金、2019 年募投项目开始建设之后，单票快递产品成本显著下降。公司通过“圆通转债”募集的资金已于 2018 年 11 月 26 日全部到位，相关项目于 2019 年开始建设，截至 2019 年底，使用募集资金投入的圆通速递浙东总部项目（一期）、圆通速递东北管理区项目等四个项目完工进度已达 100%，至 2020 年底，新增圆通速递辽宁区域总部项目二期、圆通武汉中心出港库改扩建工程等三项资金渠道为募集资金的项目完成建设，另有云南区域管理总部基地项目、圆通速递豫南区域总部项目二期等五项在建工程平均建设进度为 63.22%，在单票快递成本结构中，单票网点中转费下降趋势最为明显，由此看出，2019-2020 年，该资金募投项目的多功能转运仓储一体化项目将逐步投入使用并见效，新建成的转运枢纽和部分转运枢纽将由租赁场地向自有建设的转运枢纽转移，派送成本逐步降低，规模优势将逐渐显现。

在这两个原因的综合作用下，圆通速递的主要经营成本不断降低，助力公司的业绩攀升至历史新高。项目全面投产后圆通速递的经营业绩将得到进一步提升。韵达股份的 EVA 变化趋势与圆通速递基本相同。在 2016-2018 年快递需求向好，市场格局持续优化的行业环境下，税后净营业利润的不断攀升，即使综合资本成本也在增加，但韵达股份的经济增加值呈不断上升的趋势。受 2020 年新冠疫情影响，韵达股份仅实现利润总额共计 17.52 亿元，同比下降 49.62%，这一影响使得税后净营业利润大幅度下滑，其 EVA 陡然下降。圆通速递的 EVA 在可转债发行前的 2016-2017 年低于韵达股份，但是“圆通转债”发行之后，圆通速递的经营业绩开始追赶韵达股份，并在 2020 年之后反超韵达股份。

总而言之，可转债的发行改变了圆通速递的资本结构，2018年，公司发行可转债暂时对公司的EVA产生了不利影响，但在建设项目的投入和降本创利过程中，公司的EVA较之过去得到了改善并在同行中处于领先水平。圆通速递作为中国快递物流业务的龙头企业的财务指标也有所改善，盈利能力得到了提升，偿债能力得到了提高，营运能力得到了改善，成长性得到了提升。总体来看，可转债发行后，通过合理利用募投资金，圆通速递的经营绩效有所改善。

第5章 结论与启示

5.1 研究结论

5.1.1 市场对“圆通转债”的发行呈悲观态度

本文通过事件研究法，计算超额收益率与累计超额收益率，从而分析了市场对圆通速递发行可转债的反应程度。结果显示，在事件窗口期，圆通速递的超额收益率和累计超额收益率的波动都是负面大于正面的，这意味着投资者对公司的整体估值更加悲观。其中，在公告发布后的10个交易日中，仅3个交易日的超额收益率为正，并且在公告发布后的10个交易日内，累计超额收益率均处于负值。

综合来看，投资者对募投项目的发展态势情况和盈利水平存在分歧，导致发行后市场反应欠佳，导致公司股价上涨趋势放缓，进而侵蚀股东财富。

5.1.2 合理的发行条款有效约束融资成本

本文计算了不同假设条件下的融资成本，发现发行条款的合理性在某种程度上决定了融资成本的高低。根据以上不同假设进行的计算表明，持有可转债至到期而未转换为呆滞证券的，其融资成本至少为1.38%。如果所有转换在最早的可转换点集中进行，融资成本最高可达126.72%；如果在不同的年限之后，融资成本将随着存续期的提高而变化 and 降低，投资者的投资意愿不强。受可转债较低的初始转股价格及低于其他债券融资的票面利率的影响，导致“圆通转债”的实际融资成本为31.12%，这一指标远高于测算出的最低融资成本。绝大多数情况下，投资者认为可转债具有看涨属性，因此具有的较强转股意欲，以至于可转债的实际存续期往往短于其预计的存续期。如果能够在发行时便设计合理的累进票面利率和赎回条款，那么就有可能提升转股效率，同时进一步有效控制了融资成本的大幅上升。

根据募投说明书，“圆通转债”首次公开发行股票的价格为每股10.89元。公司设计了较为容易转股的初始转股溢价率，即10%，这一比例说明圆通速递预计未来股价涨幅有限。随着票面利率的降低，公司的现金流压力也会随之减轻，进而在某种程度上降低了融资成本。此外科学制定和运用赎回条款，为公司的融资成本控制提供了保障。赎回条款的设置能够防范市场利率过低而导致的过度偿息风险，这一条款的设计，使得企业能够在股价上涨时控制转股的进程，避免公司偿付高额利息的风险。赎回权

利的行使，也为公司提供了一种新的融资方式。圆通速递在可转债转股后的后续发展也具有重要意义。当股价首先触发赎回条款时，圆通速递能够选择行使赎回权利，虽然这会缩短“圆通转债”的实际存续期，但最高转债价格也避免了债券持有人资金过度增值和融资成本上升的风险。

5.1.3 公司资本结构得以动态优化

通过研究“圆通转债”发行前后资本结构的相关指标变化，以及对圆通速递债券资产负债率的重点分析，可以发现圆通债券的发行明显地改变了公司的资本结构，这对公司资本结构也有积极影响。2018年圆通速递发行可转换债券后，募集资金近36.5亿元，创下公司上市以来资产总额增长的新纪录。由于可转换债券本质上是债券，发行以后公司资产负债率大幅攀升，远超行业平均水平。公司的融资部门应适当的对融资渠道和融资成本进行把控有助于提高企业的资金运营效率。适度增加负债有助于企业更充分地发挥财务杠杆的效用，但由于现阶段是公司战略型扩张的重要时点，健康、稳定的现金流是企业运营的首要考虑因素，基于此，企业果断把握因股价上涨而触发赎回条款的机会，舍弃债务转而置换企业当前急需的现金流，这一行为导致公司资产负债率大幅下降，低于当年行业均值。因此，圆通速递通过股权转让、增资扩股等方式提前化解了债务风险。

综上所述，可转债在发行过程中，提高了企业的负债比例，在一定程度上发挥了财务杠杆的正面影响。此外公司根据自身实际情况选择了合适的时间进行转股，无论是降低偿债负担，还是强化企业风险抵抗能力上，都产生了积极的影响。由此可以看出，“圆通转债”的发行对优化公司资本结构、满足公司长期资金需求具有积极推动的作用。

5.1.4 特殊条款灵活调节股权结构

可转换债券是一种新型的混合金融工具，具有股权融资的一些特点。上市公司的股东结构会受到债券投资者是否行使转换权的影响。由于可转换债券融资一般涉及大量资本，如果公司没有就配售的优先购买权条款做出充分规定，大股东的控制地位可能受到威胁。因此，可转换债券对公司股权结构的影响一直是投资者关注的焦点。本文通过对圆通速递发行前后股权成功转让情况的分析，分析了可转换公司债券对圆通速递股权结构产生的影响。在2016年，大股东上海圆通蛟龙投资发展（集团）有限公司拥有圆通速递51.18%的股份，处于绝对控股的地位。2018年可转债发行当年圆通速递为保护大股东的权益，设计了优先配售条款，鼓励大股东优先认购可转债，基于此，控股股东上海圆通蛟龙按39.35%的比例对“圆通转债”进行了认购2020年股权转

股结束后，上海蛟龙持股比例降至 34.26%，但其控股股东地位保持不变。出于保护公司控股股东地位的考虑对控股股东实施优先配售条款，督促大股东主动对公司日常经营进行监督，进而缓解了公司代理成本。

综上所述，在发行可转债的过程中，圆通速递不仅满足了公司战略转型的资本需求，还科学使用了优先配售条款，保障了公司股权集中程度，确保了公司控制权的相对稳定。

5.1.5 对公司经营绩效起到积极作用

对相关文献的综合分析表明，为顺利进行可转债融资，通常公司在发行前会进行经营绩效的盈余管理，因此债券发行后经营业绩可能会有所下滑。本文利用经济增加值指标，考察了圆通公司发行可转换债券前后的经营业绩变化，发现由于资本总额的大幅度增加以及拟投入的项目产生的利润尚不明显，导致公司经营业绩在发行后一路走低。“圆通转债”募投建设项目包含的综合转运和仓储设施部分内容的交付使用以及公司充分高效的利用，令圆通速递在可转债发行后的短短两年，公司的业绩持续增长并超过了同行业规模相似的公司。

综上所述，尽管本次可转债发行后当年的业绩呈现短暂下滑趋势，但随着项目的完成和使用，本次可转债发行对公司经营绩效逐步产生了积极影响。

5.2 研究启示

近年来，再融资政策的调整提振中国的可转债市场，随着可转债在融资市场中逐渐显现出其独特的优势，越来越多企业开始利用可转债进行融资。通过以上分析，可以得出结论：在股票市场长期负增长的情况下，审慎的设计可转债融资条款能够使企业在可转债的存续期内掌握主动权，虽然短期来看增加了企业的融资成本，但企业总体的融资成本得到了合理控制。此外，虽然市场对可转换债券的发行报以观望态度，但是，可转债的发行会对公司的资本结构、股本结构和经营业绩产生积极影响，希望发行可转债的上市公司应当根据自身情况及宏观经济环境做出决策。另外，在可转债的发行过程中，还存在一定的风险，如果投资者缺乏对可转债的了解，将会造成损失。基于以上研究结果，本文对其他有意进行可转债融资的公司提出如下建议。

5.2.1 谨慎设计发行条款以防范股价波动风险

可转换债券是一种复杂的金融工具，从发行到转换、赎回和转售，都与股票价格密切相关。假设股价持续下跌，将难以转换成为公司股票，此时若仅将可转债视为普通债券而忽略其“转换”属性，那么公司将难以利用可转债的灵活性动态进而配置募集资金，从而使此次融资难以达到公司期望的效果；如果股价持续走高，一方面会加剧股权稀释效应，另一方面也会增加公司的融资成本。因此，审慎制定灵活、合理的发行条款，可以适当地控制股价波动带来的影响。公司在制定发行条款时，可以综合考虑发行的基本条款和特殊条款，以达到融资目标。

科学制定和灵活运用可转换债券发行条件，是做好可转债融资工作的关键。可转换债券的发行条件包括转股价格，转换率和转换比例三个方面。发行可转换债券时，发行条款不应过于苛刻，也不应完全照搬其他可转债的发行条件，应根据宏观经济环境及公司实际情况进行适当调整，以控制股票价格波动的风险，降低公司融资成本，有利于公司实现融资目标。

5.2.2 利用优先配售条款以保障股东权益

优先配售条款是公司在发行可转债时可以选择并制定的一项特殊条款，该条款旨在帮助公司维持原有的股权控制结构。但在具体操作过程中，如果这项条款的范围过于宽泛，会导致大股东对可转债的过度控制。企业需要斟酌并合理使用这一规定，才能既帮助公司避免因股权增加而失去控制的风险，又防范股权过于集中的风险。为避免公司经营中控制权被动转移的风险，科学、合理地设计优先配售条款对公司的股权控制而言意义突出，将有效防止此次发行的可转债被机构投资者大规模买入，进而对大股东的控股地位造成威胁。

假设公司已设定优先配售条款，股东也需要合理使用该条款认购可转债，否则，原股东认购不足会影响公司的控制权。而圆通速递的大股东利用优先配售条款，发行时认购 39.35%的“圆通转债”，这使得公司对大股东保持绝对控制权。在此情况下，公司股东可以利用可转换债券进行融资，原股东出于自身的保护意识，更应注意可转债的优先购买权的条款，合理使用优先购买权利，保护自身权益，防止公司股东结构发生重大变化。

5.2.3 确保并监督募集资金的合理使用

从发行条件确定到发行方式选择，“圆通转债”都符合宏观经济环境和企业自身实际情况。公司前期发行的可转换债券转股后转增股本，优化了公司资本结构，提供

了稳定的股本结构、良好的后续项目建设回报，增强了公司业务的稳定性。不过，所有这些业绩在一定程度上都是基于“圆通转债”募集资金的审慎运用。如果募集资金的使用未产生或者产生的收益远不及预期，那么这笔资金的投资就会给公司带来一定的负面影响，并且会给公司的股东带来损失，可转换债券的发行并不是完全解决公司的融资的终点，而是解决企业自身战略问题的起点。因此在使用可转换债券的募集资金时应该更加谨慎，将资金用于盈利能力有确切保证的项目尤为重要。

首先，公司在确定募集项目时，应提前进行市场调研，以确定募集项目是否适合公司整体发展战略，是否能为公司提供健康的资本结构亦或是能为企业的降本增效发力。二是企业在募集资金时，必须严格遵守有关制度规定，将资金存放在企业在指定机构开立的专用账户内，不得挪作他用，募集资金使用后的财务分析也必须做到科学合理。四是在使用募集资金前，要科学制定资金使用计划，防止盲目扩张投资或不作为致使资金使用效率低下，加强资金使用管理，建立募集资金使用管理总账，准确记录资金使用和募集项目进展情况。只有这样才能确保募集资金的使用对公司的业绩产生积极影响，缓解增资股权带来的利润摊薄压力，实现成本效益最大化。

5.2.4 公司需要结合宏观环境理性发债

通过对“圆通转债”融资效应的研究发现，受可转债发行影响，能对公司的财务业绩有积极的提升作用，虽然市场反应有一定的负面影响，但在政策环境上，随着可转债相关法规的明确、准入门槛降低、再融资政策更新等一系列相关政策的发布，可转债将迎来蓬勃发展的新局面，越来越多的企业将愿意选择可转债进行融资。但是，在国家鼓励发行可转换债券的政治环境下，企业仍然需要结合外部宏观经济条件和国内实际，合理安排可转换债券的发行。建议企业在综合考虑宏观经济环境和自身经营状况的前提下，理性选择使用可转换债券进行融资。此外，公司还可以立足于自身，采取多样化的融资方法，如可转换债券、增发、配股等多种融资方法的组合。组合使用筹资手段能够防范并分散因筹资带来的风险，同时保障资金的有效利用，是企业健康发展的长久之计。

5.3 研究不足与展望

本文选取圆通速递发行可转债作为研究案例，结合数据和理论分析“圆通转债”的发行动因和其发行后的融资效应，分析过程尚存在一定的局限性，需要在今后的研究中加以改进：限于笔者的研究水平和文笔，加之本文所使用的数据主要来源于第三

方数据平台公布披露的相关信息。由于客观条件的限制，企业内部非公开的一手数据无法获取，使得本文的研究结果有所偏颇。其次，本文未能结合“圆通转债”的实际情况与条款设计进行更为深入的分析，如果有机会获取相关数据，可以进一步进行研究和探讨。

参考文献

- [1] 刘舒娜,陈收,徐颖文.可转换债券发行动因及股价效应研究[J].系统工程,2006(01):62-69.
- [2] 黄福广,李西文.我国上市公司发行可转债的动机与条款设计——以“歌华转债”为例[J].华东经济管理,2010,24(03):133-138.
- [3] 林建秀.可转换债券发行的动因与后果——基于“福记食品”的案例研究[J].金融发展研究,2019(03):64-71.
- [4] 徐子尧.我国上市公司可转换债券融资动机研究——基于融资成本的分析[J].经济与管理研究,2009(02):25-29.
- [5] 李果.我国上市公司发行可转债融资的动机及后果[J].现代企业,2016(07):50-51.
- [6] 李妙娟.上市公司可转换债券融资研究——以航天信息可转换债券融资案为例[J].财会通讯,2017(14):11-15+129.
- [7] 黄耀.我国上市公司可转债融资的动机与特点——以条款设计为视角[J].郑州航空工业管理学院学报,2015,33(04):116-120.
- [8] 肖万,张宇彤.可转换公司债券在 PPP 模式中的创新运用[J].科技管理研究,2018,38(03):227-232.
- [9] 刘娥平,刘春.盈余管理、公司治理与可转债绩效滑坡[J].管理科学,2011,24(05):78-88.
- [10] 韩庶.可转债融资与上市公司绩效研究[D].浙江大学,2018.
- [11] 袁显平,柯大钢.可转换债券发行前后标的公司财务绩效研究[J].山西财经大学学报,2006(03):124-129.
- [12] 冯晓丽,李小健.可转换债券融资对公司绩效影响的实证分析[J].特区经济,2012(05):115-117.
- [13] 董方.川投能源可转债融资效果研究[D].安徽财经大学,2018.
- [14] 陈雨薇.可转债融资对家族企业的绩效影响研究[D].上海外国语大学,2020
- [15] 屈文洲,林振兴.中国上市公司可转债发行动因:“后门权益”VS“代理成本”[J].中国工业经济,2009(08):141-151.
- [16] 张丽坤,肖万.上市公司可转债发行效应实证分析[J].财会通讯,2016(23):26-28+129.
- [17] 胡敏杰,王娟,余怒涛.投资者情绪与可转债发行股价效应研究[J].预测,2013,32(01):42-46.
- [18] 刘娥平.公司发行可转换债券融资的动机分析[J].财会通讯(学术版),2005(12):117-119.
- [19] 于瑾,王梦然.可转债融资对上市公司市场价值的长期影响及原因分析[J].国际金融研究,2011(05):74-80.
- [20] 张素娥.可转债发行动因、宣告效应影响因素比较研究[D].华南理工大学,2016.
- [21] 刘坚,唐美林,颜李朝.中国可转换债券的赎回公告效应及其影响因素研究[J].系统与数学,2019,39(03):425-436.
- [22] 刘斌.可转换公司债券对每股净收益的稀释问题探讨[J].会计研究,1998(12):35-36.

- [23]刘金全,唐立新,隋建利.我国上市公司可转换债券融资问题研究[J].经济纵横,2008(11):68-70.
- [24]祝继高,张乔,汤谷良.可转换债券:融资工具还是制度安排——基于贝恩资本投资国美电器可转换债券的案例研究[J].中国工业经济,2012(05):122-134.
- [25]付耘.我国上市公司股权再融资偏好浅析[J].当代经济(下半月),2008(03):24-25.
- [26]张浩.我国可转换债券市场有效性实证分析[D].浙江大学,2021.
- [27]Myers Stewart C.,Majluf Nicholas S. Corporate financing and investment decisions when firms have information that investors do not have[J]. Journal of Financial Economics,1984,13(2).
- [28]Ross Stephen A.. The Determination of Financial Structure: The Incentive-Signalling Approach[J]. The Bell Journal of Economics,1977,8(1).
- [29]Stein Jeremy C. Convertible bonds as backdoor equity financing[J]. Journal of Financial Economics,1992,32(1).
- [30]Igor Loncarski, Jenke ter Horst, Chris Veld. Why do companies issue convertible bond loans? An empirical analysis for the Canadian market[J]. Canadian Journal of Administrative Sciences / Revue Canadienne des Sciences de l'Administration,2008,25(3).
- [31]Van Arsdell Paul M. "book-review" Raising Capital with Convertible Securities[J]. The Journal of Finance,1956,11(3).
- [32]Jensen Michael C., Meckling William H.. Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure[J]. Journal of Financial Economics,1976,3(4).
- [33]Green Richard C. Investment incentives, debt, and warrants[J]. Journal of Financial Economics,1984,13(1).
- [34]Brian J. Henderson, Bo Zhao. More than meets the eye: Convertible bond issuers' concurrent transactions[J]. Journal of Corporate Finance,2014,24.
- [35]Robert S. Hansen, Claire Crutchley. Corporate Earnings and Financings: An Empirical Analysis[J]. The Journal of Business,1990,63(3).
- [36]Smith Clifford W. Investment banking and the capital acquisition process[J]. Journal of Financial Economics,1986,15(1-2).
- [37]Inmoo Lee, Tim Loughran. Performance following convertible bond issuance[J]. Journal of Corporate Finance,1998,4(2).
- [38]Bala Arshanapalli, Switzer L N, Fabozzi F J, et al. 2004. New Evidence on the Market Impact of Convertible Bond Issues in the U.S[J]. Ssrn Electronic Journal,3(3).
- [39]Roland Gillet, Hubert De La Bruslerie. The Consequences of Issuing Convertible Bonds: Dilution and/or Financial Restructuring?[J]. European Financial Management,2010,16(4).
- [40]Timo P. Korkeamaki, William T. Moore. Convertible Bond Design and Capital Investment: The Role of Call Provisions[J]. The Journal of Finance,2004,59(1).
- [41]Fama, E. F. The Behavior of Stock Market Prices[J]. Journal of Business, 1965, 38: 34-105.
- [42]Roberts V. Harry. Statistical Versus Clinical Prediction of the Stock Market[C]. Center for Research in Security Prices, University of Chicago,1967.

-
- [43] Harris Milton, Raviv Artur. Corporate control contests and capital structure[J]. Journal of Financial Economics,1988,20.
- [44] Grossman Sanford J., Hart Oliver D.. Takeover Bids, The Free-Rider Problem, and the Theory of the Corporation[J]. The Bell Journal of Economics,1980,11(1).

致谢

论文是毕业的终点站，过完这道坎，我的学生生涯就告一段落了，此时的我心情复杂，既有对过去的不舍，又有对未来的期待，最多的还是感谢。

2019年春暖花开时分，我满怀忐忑到石河子大学参加复试的画面似乎就在昨天，那天夕阳下的校园格外美丽。后来我如愿成为了石大学子，盛夏顶着酷暑，隆冬踏着风雪，就算疫情阻隔，莘莘学子前进的步伐也从未停止过，在石河子大学就读的每一刻都是珍贵而美好的存在。

感谢吾师，郭桂华老师。和郭老师结缘于研究生复试，后来有幸成为郭老师的学生，从论文写作的每一次修改再到最后的完稿，每一步，都倾注了郭老师巨大的时间与精力。在论文的写作过程中，每当我遇到问题时，郭老师总能及时又耐心的为我提供指导。郭老师严谨的学术作风及高度的责任感使我受益匪浅。最后，再次向郭老师表达我最深的谢意与敬意。

感谢家人。感谢爸爸妈妈的开明与尊重，在我的低谷期永远在坚定着支持我、陪伴我，永远是最可靠、最坚实的后盾。我亲爱的家人们，既是我岁月静好的避风港，也是鼓舞我一往无前、勇敢拼搏的源动力。

最后，感谢挚友。研究生三年，有重新认识的“老朋友”，也有新收获的至交好友。大家自天南地北而来，缘聚于此，即将各奔东西，祝愿我们都能奔向光明的未来。另外我亲爱的朋友们，在我研究生就读和论文写作期间能够认同我、理解我、鼓励我、包容我，大家的鼓励和支持，陪着我走过这一段难忘的旅程。谢谢我的小伙伴周捷，能够陪伴并无限包容我时不时的焦躁和很多时间上的不得已。谢谢大家！。

谢谢陪伴我的所有人，感恩所有的相遇，山水相逢，终有一别，我们后会有期！

作者简介

（1）基本情况

何泽慧，女，27岁，新疆阿勒泰市

（2）学习经历与工作经历

2017年毕业于安徽财经大学会计学专业，获工商管理学士学位。2018年参加工作，任职于新疆尤尼泰税务师事务所有限公司任职，主要从事税务审计工作。2019年7月起在石河子大学会计学专业学习，2020年3月任职于新疆建筑设计研究院有限公司，主要从事财务会计核算工作。

（3）本阶段学位攻读期间课程学习情况：

学习课程21门，总学分43分，其中学位课程学分29分

石河子大学硕士研究生学位论文

导师评阅表

研究生姓名	何泽慧	学制	三年
专业	会计专业硕士	研究方向	财务理论与方法
学术评语: 选题来源于实际,系所属专业学位类别的研究范畴,有明确的现实研究背景。掌握本研究领域基础理论及专业知识系统性的深度、广度。理论结合实际地采用应用型的方法和技术路线,体现专业学位特色,实践操作性强。研究方法或设计方案恰当,研究步骤和过程科学规范,工作量饱满。 文章通过对圆通速递可转换债券的融资分析,认为圆通转债的发行虽然在短期内减损了股东权益,但由于在发行之初制定了发行条款,帮助公司提高了转股效率,控制了融资成本,保证了公司主要股东的持股比例,故可转债的发行案例公司的资本结构、运营业绩等产生了正面影响。分析中体现作者对本专业的基础知识不错的理解与掌握程度,研究有一定的深度,研究结论也对其他公司的可转换债券发行有启示意义。 论文选题源于现实,对文献的归纳有一定的条理,研究有一定的深度,研究结论也对其他公司的可转换债券发行有启示意义。			
指导教师签字: 郭桂华 2022年05月30日			

