

## 摘要

随着 2017 年再融资新规出台，股权再融资大幅受限，可转债逐渐受到上市公司青睐。但鉴于中国可转债市场起步较晚，且相关制度还不健全，不少上市公司和投资者对可转债市场的认识也不深刻，本文通过对欧派家居发行可转债的融资效果进行分析，试图探究可转债融资存在的问题以及存在问题的原因。

本文主要运用了文献研究和个案研究相结合的方法。从可转债发行动因、经济后果、条款设计及定价等方面对相关文献进行梳理，并介绍了可转债的特征、制度背景变化以及相关理论基础。本文以欧派家居发行可转债融资作为案例进行分析，首先介绍了欧派家居公司概况，从企业发展需要、可转债偿债压力小、间接股权融资等角度分析其发行可转债的动因，并介绍了欧派家居发行可转债的具体过程。然后从融资成本、财务绩效、委托代理冲突的角度分析欧派家居发行可转债融资的成效，发现其融资成本偏高；存续期内公司的财务绩效未得到提升，转股完成后公司绩效才有所回升；未能有效缓解大股东与中小股东以及债权人的利益冲突。

通过对欧派家居发行可转债融资过程中存在的问题及原因进行分析，本文得出以下结论：欧派转债具体条款设计不合理，诱发融资成本提升；可转债发行目的存在误区，公司治理作用未能发挥；可转债相关制度不完善，给大股东侵占中小投资者利益提供机会。并为发行方、监管部门以及投资者提出相应的启示与建议，以保护中小投资者的权益，促进可转债市场健康发展。本文对上市公司设计可转债相关条款具有一定的启示作用，为监管部门完善可转债相关制度提供了理论参考。

**关键词：**可转换债券；再融资；融资成本；减持套利；股权稀释

## Abstract

With the issuance of new regulations on refinancing in 2017, equity refinancing is greatly restricted, and convertible bonds are gradually favored by listed companies. However, in view of the late start of China's convertible bond market, and the lack of relevant systems, many listed companies and investors do not have a deep understanding of the convertible bond market, this paper tries to explore the problems existing in convertible bond financing by analyzing the economic consequences of Oppein's issuance of convertible bonds.

This paper mainly uses the method of combining literature research and case study. This paper sorts out the relevant literature from the aspects of issuing motivation, economic consequences, clause design and pricing of convertible bonds, and introduces the characteristics, institutional background changes and relevant theoretical basis of convertible bonds. This paper analyzes the financing of convertible bonds issued by Oppein as a case. Firstly, it introduces the general situation of Oppein, analyzes the motivation of issuing convertible bonds from the perspectives of enterprise development needs, low debt repayment pressure of convertible bonds and indirect equity financing, and introduces the specific process of issuing convertible bonds by Oppein. From the perspective of financing cost, financial performance and principal-agent conflict, this paper analyzes the financing effect of the convertible bond issued by Oppein, and finds that its financing cost is high. The financial performance of the company was not improved during the duration, and the company's performance rebounded after the completion of the stock transfer. It failed to effectively alleviate the conflict of interests between major shareholders and minority shareholders as well as creditors.

By analyzing the factors influencing the financing effect of convertible bonds issued by Oppein, this paper draws the following conclusions: The unreasonable design of specific terms of Oppein convertible bonds induces the increase of financing costs of convertible bonds; There are some misunderstandings in the purpose of issuing convertible bonds, and the corporate governance function of convertible bonds is not brought into play. The related system of convertible bonds is not perfect, which provides conditions for major shareholders to encroach on the interests of small and medium investors. It also puts forward corresponding enlightenment and suggestions for issuers, regulatory authorities and investors to protect the rights and interests of

small and medium investors and promote the healthy development of the convertible bond market. This paper provides a theoretical reference for regulatory authorities to improve the relevant system of convertible bonds, and has a certain enlightenment for listed companies to design the relevant provisions of convertible bonds.

**Keywords:** convertible bonds; refinancing; financing costs; sell arbitrage; dilution

# 目 录

<b>第 1 章 绪论</b> .....	1
1.1 研究背景及意义.....	1
1.1.1 研究背景.....	1
1.1.2 研究意义.....	2
1.2 文献综述.....	2
1.2.1 可转债发行动因的相关研究.....	2
1.2.2 可转债经济后果的相关研究.....	4
1.2.3 可转债的条款设计和定价研究.....	6
1.2.4 文献评述.....	7
1.3 研究内容与研究方法.....	7
1.3.1 研究内容.....	7
1.3.2 研究方法.....	8
1.4 创新之处.....	9
<b>第 2 章 相关概述与理论基础</b> .....	10
2.1 可转换债券的特征及核心条款.....	10
2.2 可转债融资政策背景.....	11
2.3 再融资发行条件比较.....	12
2.4 可转债融资的理论基础.....	14
2.4.1 代理理论.....	14
2.4.2 信息不对称理论.....	14
2.4.3 隧道效应理论.....	14
<b>第 3 章 欧派家居发行可转债案例概况</b> .....	16
3.1 公司简介.....	16
3.2 欧派家居可转债融资的动因分析.....	16
3.2.1 满足企业发展需要.....	16
3.2.2 可转债融资偿债压力小.....	17
3.2.3 间接进行股权融资.....	18
3.3 欧派家居发行可转债过程.....	18
3.3.1 可转债预案公告及市场反应.....	18
3.3.2 可转债发行上市情况.....	20
3.3.3 可转债转股情况.....	22

<b>第 4 章 欧派家居可转债融资的效果分析</b> .....	<b>24</b>
4.1 融资成本分析.....	24
4.2 财务绩效分析.....	27
4.2.1 偿债能力分析 .....	27
4.2.2 营运能力分析 .....	28
4.2.3 盈利能力分析 .....	29
4.2.4 成长能力分析 .....	30
4.3 委托代理冲突分析.....	31
4.3.1 对中小股东利益的影响分析 .....	31
4.3.2 对债权人利益的影响分析 .....	32
4.4 本章小结.....	34
<b>第 5 章 欧派家居可转债融资存在问题及原因分析</b> .....	<b>35</b>
5.1 可转债条款设计不合理 诱发融资成本上升.....	35
5.1.1 初始转股价格偏低 .....	35
5.1.2 转股价格大幅下调 .....	36
5.1.3 赎回价格设置较低 .....	37
5.2 可转债发行目的存误区 财务绩效提升不明显.....	37
5.3 可转债制度设计不完善 为大股东利益侵占提供机会.....	38
<b>第 6 章 启示与建议</b> .....	<b>39</b>
6.1 案例启示.....	39
6.1.1 合理设计条款有利于发挥可转债的融资优势 .....	39
6.1.2 大股东减持可转债应受到限制 .....	39
6.1.3 利益相关者应加深对可转债的认识 .....	39
6.2 相关建议.....	40
6.2.1 发行公司层面 .....	40
6.2.2 监管层面 .....	40
6.2.3 投资者层面 .....	41
<b>参考文献</b> .....	<b>42</b>
<b>致谢</b> .....	<b>45</b>
<b>个人简历</b> .....	<b>46</b>

# 第 1 章 绪论

## 1.1 研究背景及意义

### 1.1.1 研究背景

2017 年初，我国新出台的再融资制度中，明确规定了上市公司上一次募集资金到位时间与此次公司董事会决议的时间间隔不得少于十八个月。新的再融资规则适用于首发、增发、配股和非公开发行股票，但不包括可转换债券，这在一定程度上制约了上市公司过度的股票融资，同时也鼓励了企业发行可转债融资。2017 年 5 月 27 日，中国证监会发布了减持新规，旨在引导上市公司大股东进行规范、合理、有序的减持股票，调整并完善减持制度，既保障了二级市场的稳定性，又关注二级市场的流动性，有效堵住了现行机制的漏洞，新规的实施很大程度上也促进了可转债、优先股等融资工具的发展。

2017 年 9 月 8 日，中国证监会再次修订《证券发行与承销管理办法》，进一步完善了可转债以及可交换债券的发行方式。为了吸引更多的投资者，将可转债的申购方式由资金申购转为信用申购，参与申购的投资者在申购时无需预缴申购资金，只需待其确认获得配售后，再按实际获配金额缴款。由于再融资新规的推出，加上可转债申购方式的完善，并且可转债在二级市场交易以及减持限制较少，可转债市场规模迅速扩大。根据 RESSET 数据统计显示（如图 1-1 所示），2017 年以来可转债发行规模呈现爆发式上升，而非公开发行的融资规模呈现明显下降趋势。

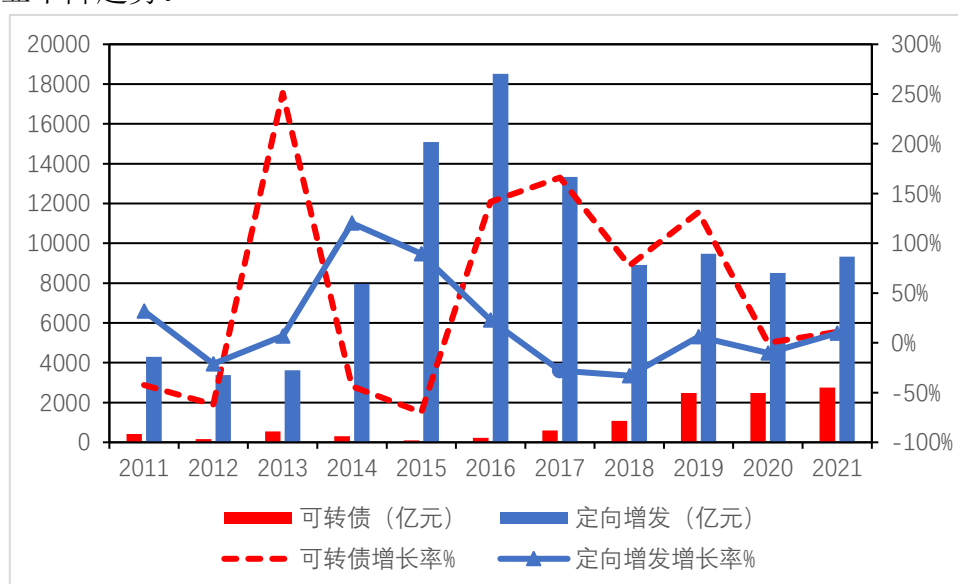


图 1-1 可转债与定向增发的融资规模和增长率

我国上市公司选择发行可转债是看中了其融资优势，还是仅把它当作间接的股权融资？备受青睐的可转债融资效果究竟如何，其发行又会对中小投资者造成何种影响？本文将以欧派家居发行可转债融资为案例进行分析，并进一步分析可转债融资的效果，试图探究可转债融资过程中存在的问题。欧派家居是在再融资和减持新规发布之后进行的可转债融资，经历过大股东减持可转债、向下调整转股价，最后触发赎回直至摘牌，时间线完整，作为可转债融资案例较为典型。

### 1.1.2 研究意义

#### （1）理论意义

以往研究多是聚焦于可转债的发行动机、市场绩效和融资效果等单一方面，区别于以往单个方面的研究，本文通过对具体案例进行研究，分析了可转债的发行动因，并基于其发行可转债的整个过程，分析可转债发行的成效及影响因素，为可转债发行经济后果的相关研究提供了理论补充。

#### （2）实践意义

对上市公司而言，为发行方设计可转债相关条款具有一定的启示作用；对于监管部门而言，为监管层进一步规范可转债的发行管理提供了理论参考，有利于维护可转债市场的交易公平；对于投资者而言，可以帮助投资者更加了解可转债的相关制度和条款，了解自己的利益会受哪些因素的影响，从而更好地保护自己的权益。

## 1.2 文献综述

### 1.2.1 可转债发行动因的相关研究

早期 Brigham（1966）、Hoffmeister（1977）等学者提出企业发行可转债融资存在以下两个目的：首先，可转债票面利率较低，其利息支出远低于普通公司债，对于发行方而言融资成本较低；其次，由于可转债同时具有期权的性质，其转股价值要高于企业当前的市场价值，所以当未来转股时，企业将可以得到远超过现时股价的权益融资。

但是这两种观点存在以下问题：首先，可转债的实际成本不能仅考量票面利率的高低，还需要加上投资者在将来转股时的实际成本溢价；其次，对于传统股权溢价的想法是从现时角度出发的，是否存在股权溢价应与转股时的市场价格进行比较，而不是现在的市场价格，而且也并不能确定可转债是否能够成功完成转股（Brennan & Schwartz，1988）。因此，对于可转债的发行动因不可

以简单地加以解释，目前对可转债发行动因的相关研究大致上可以划分为以下这些理论：

### 1、风险转移假说

Green（1984）提出了风险转移假说，认为企业发行可转债的动因是为了缓解股东和债权人之间的代理问题。因为可转债会赋予了转债投资者转股的权利，转债投资者进行转股后会变成企业的股东，因此企业发行可转债会使债权人和股东共同承担风险和收益，约束股东的过度投资行为。如果企业有风险转移的动机，那就说明该企业的股东与债权人之间的代理问题较为严重，会更倾向于发行可转债融资（Dorion et al., 2014），处在财务困难中的企业的倾向会更明显。

### 2、连续融资假说

Mayers（1998）认为，可转换债券发行者可以利用其条款的灵活性来激励可转换债券的投资者转股热情，不仅能减少融资成本，还能够约束管理层过度投资，解决股东与企业管理人员间的代理问题。Ammann et al.（2006）进一步探讨了连续融资假说，指出企业当前的运营情况将会影响投资者的下一步的投资决策，因此管理层为了促使可转债投资者进行转股，会约束自身过度投资，好好经营。王冬年和王瑜（2007）根据万科集团的成功案例，研究并佐证了连续融资假说，可转债投资项目在万科集团的长期投资中充当着关键角色，有助于其积累资金并对有价值投资期权建设项目进行后续融资。

### 3、评估风险假说

评估风险假说认为，企业选择可转债融资可以降低不明确的投资战略所带来的高风险（Brennan & Kraus, 1987）。发行可转债对于企业自身风险影响微乎其微，选择可转债这种融资方式，可以有效解决再融资方式选择的问题，以及风险不确定性的问题。一般行业龙头的公司会更倾向于这种融资方式来保证自己避免发生较大风险（Masahiko, 2010）。

### 4、后门融资假说

Stein（1992）在 Myers & Majluf（1984）的优序融资理论上建立了一个两阶段模型，即后门融资假说，将可转债视为间接的股权融资。Stein 在模型中证明，当企业遭遇的财政困难足够大时，市场会出现一种平衡状态：好的企业会发行债券，中等的企业会选择可转债融资，较差的企业会选择发行股票。Stein 还强调了“赎回条款”和“财务困境”的重要意义：赎回条款可以促使可转债投资者加速转股；而财务困境则传递了高杠杆企业对自身股价看好的讯息。所以，在后门融资假说框架下，信息高度不对称以及存在财务困境成本的企业，更愿意选择可转债融资的方式。对于这类公司以及初创企业来说，具有较低融资成本也是可转债的一个重要吸引点（Lowry, 2003；Archishman & Bilge,



2003)。

后门权益融资在我国也具有较强的解释力，我国上市公司选择可转债进行融资并不仅仅是对资金的需求，更是为了对大股东的权益进行保护，而且对于规模大且处于成熟期的企业来说，会倾向于通过可转债实现更大的控制权收益，企业通过可转债进行再融资都离不开控股股东的控制权的推动（何佳和夏晖，2005）。我国一些优质的上市公司存在将可转债视为股权融资替代品的动机，可转换债券融资是一种典型的“后门股权”融资（屈文洲和林振兴，2009；刘舒娜等，2006）。黄福广、李西文（2010）以歌华转债为例进行研究，也同样证实了这一观点，企业发行可转债的目的并不是为了降低代理成本，而是为了变相地实现权益融资。

除了以上假说，许多学者也从有其他角度对可转债的发行动因进行研究。王正位等（2013）从行为金融的视角对福记食品连续发行可转债行为进行研究，表明管理者乐观预期可能是可转债发行的动因。从监管政策的视角来看，由于股票减持限制收紧，而可转债在发行配售和退出等方面的限制较少，减持可转债变相套利也成为了可转债发行的动因之一（刘纪鹏，2018）。

### 1.2.2 可转债经济后果的相关研究

以往研究主要从可转债发行的市场绩效以及对公司治理的影响两个方面来分析可转债发行的经济后果。

#### 1、可转债发行市场绩效研究

关于可转债发行对市场绩效的影响，有些学者认为是消极的，发行可转债会对股票市场带来负面效应，但这种负面效应远远小于通过增发股票带来的影响（Stein，1992；Eckbo & Masulis，2000；刘娥平，2005）。在可转换债券发布预案公告的前一天和当日，上市公司的正股价格均有显著下跌，而且股价下跌的显著程度与其信息不对称程度以及资产规模与股权结构成正比（Rahim et al.，2014；宋芳秀和范瀚予，2014）。Huang & Ramirez（2010）以2008年至2010年美国可转换债券作为样本，研究发现股价出现这种显著下跌是因为套利者的卖空行为。

有些学者则认为可转债的发行会给股价带来正面影响。Dutordoir et al.（2016）将美国可转债市场与日本可转债市场进行对比，认为可转债的预案公告会对股价产生正面影响。这可能是因为日本可转债市场相关法规对于融资募得资金的使用范围管理较严，并严格要求公司及时披露其募集资金建设项目的预期收益率，这会加强投资者的信心。也有部分学者认为我国发行可转债同样具有正面效应，并且这种正效应在公告日当天最为明显，而且发现其正面效应

的显著程度与公司的市净率和净资产收益率正相关，与公司规模负相关（王娟和胡敏杰，2012；张丽坤和肖万，2016）。但所处行业不同，其股价对可转债预案公告的反应可能也会不同，刘欢欢等（2016）运用事件研究法对电力行业和制造行业进行了分析，发现可转换债券预案公告的发布对于这两个行业的企业股票价格有积极作用。

## 2、可转债发行对公司治理的影响研究

在上文风险转移理论、连续融资理论、评估风险假说、后门融资理论等诸多理论的支持下，许多国外知名学者指出：合理设计可转债相关条款，有助于消除资产替代、风险误判、信息不对称等问题，从而降低代理成本，并帮助管理者有效的投资决策，进而促进公司业绩提高（Green, 1984; Mayers, 1998）。同时在可转债发行过程中，机构投资者也能够积极参与公司治理，监督管理层提高公司业绩（谢舟，2010）。可转债的期权属性有助于缓解企业所有者与管理层之间、所有者与债权人之间的代理问题（Chakraborty et al., 2011），可转债的还本付息压力能约束管理层的个人消费，促使公司管理层放弃过度投资，（Mayers, 1998; 徐细雄和刘星，2012），虽然可能造成资金投入的不足，但期权性质却会使得管理层期待可转债尽早转股，从而有助于激励投资加速完成（Lyandres et al., 2014）。刘春等（2012）以上市公司借款规模来对大股东的侵占行为进行衡量，研究结果表明已发行可转债的上市公司大股东资金占用比例明显低于未发行可转债的上市公司大股东，说明企业发行可转债有效遏制了大股东的侵占行为，显示了可转债的公司治理作用。

但是也有许多学者并不认同可转债的公司治理作用，甚至认为会带来消极作用。Mclaughlin（1996）认为，每种再融资方式都会降低企业经营业绩，而可转债融资带来的负面影响介于股票融资和债券融资之间，其影响程度与发行规模成正比，前后进行过多种再融资的那类企业绩效下降最严重。而企业业绩恶化、财务风险上升的主要原因，是发行公司为了满足可转换债券的发行要求而实施盈余管理（孙慧玲等，2015）。Craig et al.（2001）对美国可转债市场进行研究，其结果表明可转换债券的发行对上市公司业绩和股票价格的长期效应均有消极作用。而且，投资者对公司投资的预期越高，未来的负面效应也会越大。张高擎和廉鹏（2009）对于湖南华菱管线发行可转债案例的研究，否定了机构投资者作为外部投资者的监督治理作用，认为机构投资者存在利用可转债契约设计缺陷进行套利性侵占的可能性。肖万等（2020）从可转换债券的期权性质入手，对公司治理与可转债发行动因之间的机制进行探讨，发现可转债具有不完全的公司治理功能，但未能降低大股东与小股东之间的代理成本。

### 1.2.3 可转债的条款设计和定价研究

在合同条款设计的方面，当存在信息不对称时，筹资方往往需要支付更多的代价，才可以向市场传递其发展前景良好的讯息，吸引投资者买入其可转债，所以一般投资者会更愿意选择条款设计较为合理可转债，不但可以保障可转债投资者的利益，还能减少可转债投资者与原股东之间的权益矛盾（Smith & Warner, 1979）。因此企业发行可转债融资，要设计好基本条款的同时，还要兼顾股东和债权人等利益相关者的权益（杨亢余，2003）。

在可转债期限设计方面，由于可转债的期权属性，其发行年限和转股期限越短，可转债每一期现金流对期权的价值影响就会下降，抗风险性更强（Barnea et al.,1981）。若把税负的因素考虑进来，那么就有可能发现可转债最合适的存续期限，如果利率随时间递增，则最合适的存续期限是长期；如果利率随时间递减，则为短期（Brick, 1985）。

在转股比率设计方面，可转债发行方可以利用对企业未来发展前景和收益能力的预测来决定可转债转换比例，这会影响到可转债最终的转股情况（Kim, 1990）。在信息不对称的情况下，当可转债发行方对公司的发展状况较为乐观时，会通过上调转股价格使可转债转换比例进一步降低，从而避免了股东权益外流；如果对公司发展缺乏信心，就会调高转换比例加速可转债持有者转股，降低风险。合理的转股条例可以达到降低道德风险的效果（杨建东，2013）。

在赎回条款设计方面，由于信息不对称的原因，具有赎回条款的可转债不仅保障了发行方和可转债投资者的权益，并且还减少了逆向选择成本（Myers & Majluf, 1984）。在公司进行新项目的投资时往往会实施赎回条款，使债权人和股东的权益达到平衡。当公司通过投资项目而获得利润时，可以通过触发赎回条件，向市场传递企业在偿本付息后尚有获利的信号，宣告其投资的有效性和盈利性（Robbins & Schartzberg, 1986），因此企业应设计较高的赎回价格，从而增加对投资者的吸引力。赎回条款中锁定期的触发比例因素还能有效促进可转债投资者加速转股（冯建芬，2018）。

可转债的理论价值，相当于其纯粹债券价值和转换价值中的最大值与其期权价值之和。Black & Scholes（1973）所提出的 Black-Scholes 公式在期权价值计算中得到了广泛的运用，是可转换债券的定价依据。Ingersoll（1977）认为在不考虑其它外部因素的情况下，可转换债券的价值直接受到正股价值的影响，可以直接测算出可转债的理论价值，这即是可转债定价的单因子模型。Ho & Pfeffer（1996）经过深入研究，将利率纳入考量，对单因子模型进行了修正，改进为双因子模型，提出可转换债券的理论价值等于其投资价值加上期权价值再减去强制转换价值。Davis & Lischka（2002）在其基础上又加入了违约风险

因子，建立了三因子模型，并通过引入宏观因子，使模型进一步扩展成多因子模型。

郑振龙和林海（2004）将二叉树模型、有限差分方法和蒙特卡罗模拟相结合，对可转债的市场价值和理论价值进行综合分析，发现三种计算方法所得到的理论价值均高于市场价值，我国可转债市场价值被严重低估。但是通过运用 Black-Scholes 模型并考虑公司分配股利的要素，所计算出可转债的理论价值要低于市场价值。而通过附加修正条款可以有效减少可转债的定价误差，从而使所计算的可转债理论价值更为贴近其票面价格（狄为和郁梦丹，2015；王茵田和文志瑛，2018）。

#### 1.2.4 文献评述

通过对国内外有关文献的整理，可以发现国外有关可转换债券融资动机的研究已经相当完善和系统化，基于代理成本、信息不对称等经典理论框架提出的风险转移假说、连续融资假说、后门权益融资假说等诸多动因方面的假说，从不同的视角阐述了企业发行可转债融资的原因，并进行了一些证明。由于我国可转债市场发展相对较晚，我国的许多研究都是建立在外国学者的前期研究之上。尤其在初期阶段，许多可转换债券的相关研究都是基于现有的理论与研究结果来进行论证。关于可转债发行经济后果的研究，国内学者也是存在诸多分歧，有学者认为可转债发行产生了正面的公告效果，但也有学者认为发行可转债会造成负面影响；有的学者认为可转债具有一定的公司治理能力，有的学者却不认同。这些分歧与我国可转债市场的发展历程较短、样本选取受限有关，因此要理性看待分歧点。

本文在国内外相关理论研究的基础上，选取欧派家居发行可转债融资作为案例，对可转债发行的成效以及影响因素进行分析，为可转债发行经济后果方面的研究提供了一定的理论补充。

### 1.3 研究内容与研究方法

#### 1.3.1 研究内容

在总结归纳了可转债有关理论研究成果的基础上，运用了案例分析方法，通过对欧派家居发行可转债融资过程的介绍，分析欧派家居发行可转债的动因，并进一步对其发行可转债融资的成效以及影响因素进行分析，最后为可转债发行管理的优化改进提出建议。本文一共分为六个部分：

第一部分为绪论。介绍了本文的选题背景、研究意义和方法，从可转债发

行动因、经济后果、条款设计和定价等方面对相关文献进行梳理，并交代了本文的主要内容和框架。

第二部分为可转债的相关概述与理论基础。介绍了可转债的特征以及核心条款，并将可转债融资与其他再融资方式的发行条件进行比较。接着介绍了可转债融资制度背景的变化，最后阐述了与可转债融资相关的理论基础。

第三部分为欧派家居发行可转债案例介绍。首先介绍欧派家居公司概况，并对其再融资的动因进行分析，接着介绍了欧派家居发行可转债的具体过程。

第四部分为欧派家居可转债融资的成效分析。从融资成本、财务绩效、委托代理冲突的角度分析欧派家居发行可转债融资的成效，发现其融资成本偏高，存续期内公司的财务绩效未得到提升，也未能有效缓解大股东与中小股东以及债权人的利益冲突。

第五部分为可转债融资存在的问题及原因分析。通过对欧派家居发行可转债过程中存在的问题及原因进行分析，得出以下结论：欧派转债具体条款设计不合理，诱发可转债融资成本提升；发行可转债融资的目的存在误区，未能发挥可转债的公司治理作用；可转债相关制度不完善，给大股东侵占中小投资者利益提供条件。

第六部分为启示与建议。从发行方、监管部门和投资者三个方面提出相应的建议，对监管部门完善可转债相关制度提供了理论参考，对上市公司设计可转债相关条款具有一定的启示作用。

### 1.3.2 研究方法

本文主要采用了以下三种研究方法：

#### 1、文献研究法

经过大量的国内外文献的查阅，对可转债的发行动因、经济后果、条款设计和定价的文献进行全面梳理，在此基础上展开本文的研究。

#### 2、案例研究法

本文以欧派家居作为案例公司进行分析，梳理了欧派家居发行可转债的过程，研究分析了欧派家居发行可转债的融资成效以及影响因素，并为发行方、监管者以及中小投资者提出一些启示与建议。

#### 3、事件研究法

本文使用事件研究法对欧派家居发行可转债预案公告效应进行分析，以欧派家居的预案公告日为事件日，通过计算预案公告前后的累计超额收益率等数据，分析了可转债发行预案所带来的市场反应。

## 1.4 创新之处

以往研究多是聚焦于可转债的发行动机、市场绩效和融资效果等方面，对于可转债融资过程中存在的问题研究较少，本文为可转债发行经济后果的相关研究提供了理论补充。而且 2017 年再融资新规出台后，我国可转债市场规模迅速扩大，本文对可转债融资成效及影响因素进行研究，对上市公司设计可转债相关条款具有一定的启示作用，为监管部门完善可转债相关制度提供了理论参考，具有较强的现实意义。

本文的研究框架如图 1-2 所示。

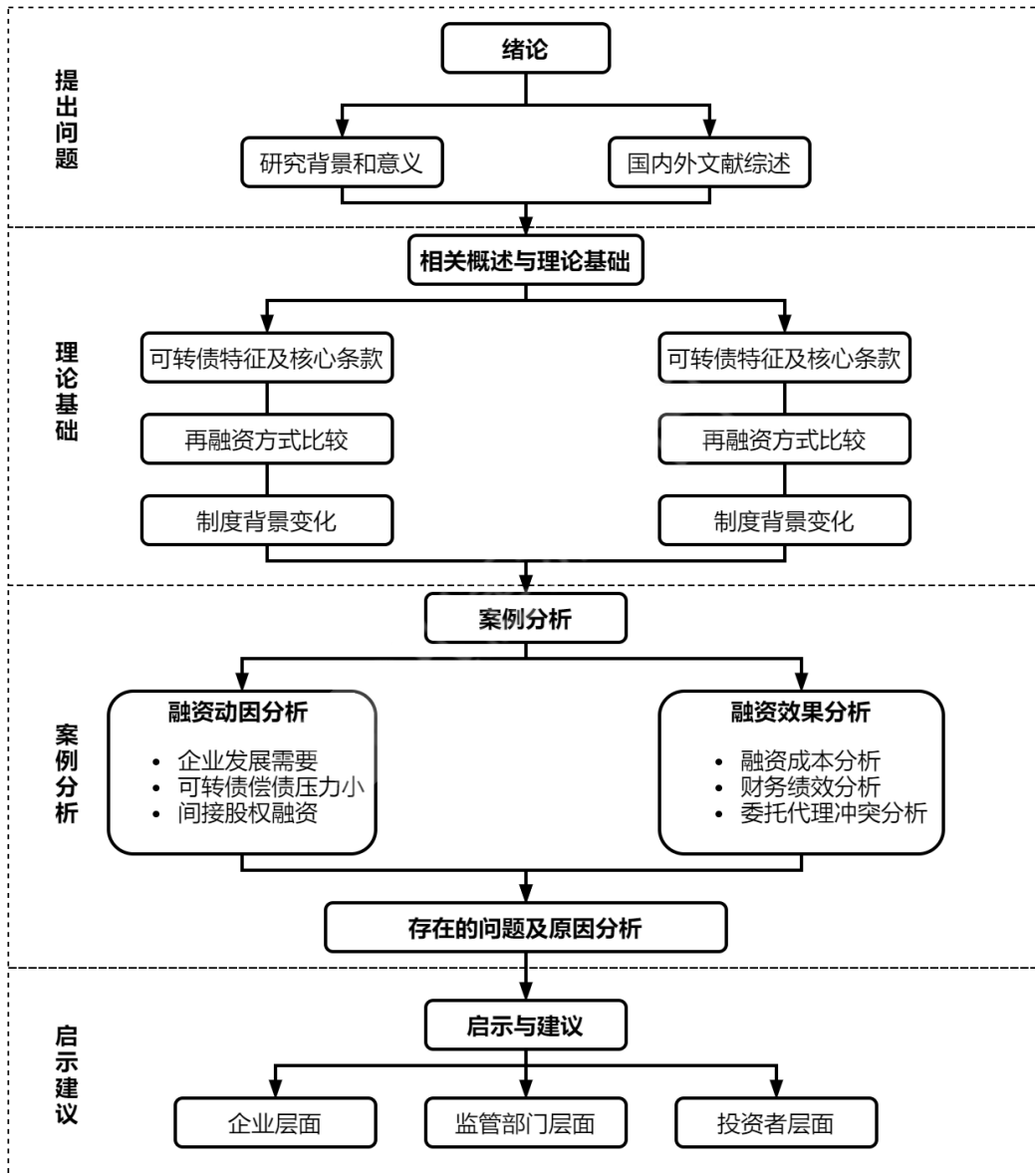


图 1-2 论文研究框架图

## 第 2 章 相关概述与理论基础

### 2.1 可转换债券的特征及核心条款

可转债可以赋予投资者在约定时间内按约定价格转股的权利，具备以下三个特征：

(1) 债权性。上市公司在发行之初便设定了可转债的票面利率和存续期限，可转债投资者可以按期获得利息收入，持有至到期赎回可以获得本金和利息；

(2) 股权性。可转债在转股之前与一般债券类似，但是一旦可转债投资者行使转股权，就可以转变成公司的股东，可以参加公司的经营决策还有分红。行使转股权会对企业股权结构造成影响；

(3) 可转换性。可转债持有者可以按上市时规定的转股价格进行转股，通常会在企业发展前景较好，正股预期上涨空间较大的情况下行使转股权，不看好正股走势的情况下也可以选择继续持有可转债，定期获得利息收入，也可以选择将其抛售获利。由于可转债的期权属性，其票面利率会比普通的债券利率低很多，不过较低的票面利率也能够降低企业的融资成本。

由于可转债具有的这种混合特性，其相关条款也非常多，条款的设计也十分灵活。以下是可转债的五种核心条款：

#### (1) 转股条款

转股条款主要涉及转股期和转股价，是可转债的基础也是最重要的条款，我国发行可转债的上市公司大部分都将转股期设置为 6 个月，即在可转债发行上市 6 个月后可以行使转股权，极少数上市公司将其设置为 12 个月。转股价格会影响其转换的比例，会影响可转债持有者转股后的收益。

#### (2) 赎回条款

赎回条款是赋予可转债发行方的权利，当其正股价格持续上升到转股价格的一定比例时，发行方有权将可转债赎回，我国可转债普遍将比例设置为 130%。通常发行方都会设置较低的赎回价格，当触发赎回条款时，理性的可转债投资者都会选择转股，发行方相当于变相的进行了权益融资，降低了偿本付息的压力。

#### (3) 向下修正条款

向下修正条款也同样是发行方所拥有的权利，当股价持续低迷，跌至转股价的一定比率时，可以对其转股价格进行下修，鼓励可转债投资者进行转股。

#### (4) 向下调整条款

与向下修正条款不同，只有在企业出现分红、转增股本、增发新股或者配

股等情形，从而导致股本发生变动时，才会按照规定对转股价做出调整。

### （5）回售条款

回售条款是给可转债投资者提供的一项保护性条款，当股价持续低迷时，可转债持有者可以将可转债按约定的回售价卖给发行方，但是由于特别向下修正条款的触发股价高于回售条款的触发价，如果向下修正条款被执行，回售条款的触发价也会随之降低，回售条款就相当于处在“失效”状态，对可转债投资者的利益并没有起到实质性的保护作用。

## 2.2 可转债融资政策背景

2017年9月8日新修订的《证券发行与承销管理办法》公布，该办法明确将可转换债券、可交换债券现行的资金申购发行方式改为信用申购。在传统的资金申购模式下，可转换债券的投资者必须在 T-2（T 为认购日）前连续 20 天内，持有超过 10000 元市值的公司股份，才有资格认购公司发行的可转债，而且认购时还必须提前交付认购资金，由于资金申购模式的限制条件较多，许多可转换债券的认购者往往因为无法满足认购条件而选择退出。

可转债申购方式变化对比如表 2-1 所示，通过与资金申购模式进行比较发现，信用申购具有以下优势：信用申购采用先中后付的方式，对于认购可转债的要求降低了，而且不再需要提前缴纳资金，既可以调动投资者的热情，又不会占用其资金，提高了投资者的资金使用效率，降低了投资者的资本成本；同时，将违约记录和资信情况结合起来，可以有效限制投资者的弃购行为，降低弃购率，促进可转换债券市场的良性发展；新增加的中止上市条件使得企业存在一定的发行风险；给基本养老保险基金优先配售的权利，不仅可以拓宽可转换债券的参与主体，而且可以提高企业的投资回报率。

表 2-1 申购方式变化前后对比

修订项目	修订前规则	修订后规则
申购方式	资金申购，实际交款	信用申购，中签后再缴款
信用风险控制	无信用风险	中签后若未能付款会被视为违约，且该违约将结合认购新股的资信情况，12 个月内发生 3 次违约，则投资者 3 个月内不得再参与认购
中止发行条件	无	缴款认购未达到公开发售的 70%
机构配售	公募基金和社保基金有优先配售权	增加基本养老保险基金

2020年10月23日，证监会发布《可转换公司债券管理办法（征求意见稿）》，针对近期个别可转债被爆炒的现象，主要对交易制度、投资者适当性制度、防



范强赎风险以及加强风险监测这几个方面进行完善。可转债交易制度逐渐向股票靠拢。

2020 年末，证监会正式发布《可转换公司债券管理办法》，此办法自 2021 年 1 月 31 日正式施行，将可转债归属为“具有股权性质的证券”，无论是否进入转股期，均纳入短线交易规则，在一定程度上限制了上市公司大股东利用可转债套利的投机行为；另一方面，为了保护中小投资者的利益，管理办法还对发行公司强制赎回事前、事后的信息披露等方面进行了完善。

### 2.3 再融资发行条件比较

再融资的方式有公开增发、配股、非公开发行股票（定向增发）、优先股和可转债。其中，上市公司在发行优先股时，须满足下列三项条件：①其普通股为上证 50 指数成份股；②通过公开发行优先股来购买或吸收合并其他上市公司；③为降低注册资本而回购普通股。

其他几种再融资方式的发行条件如表 2-2，对比发现：①发行规模上，每种方式的限制标准不一样，可转债对发行后累计公司债券余额进行限制，配股和定增则是对发行股数进行限制，公开增发没有限制；②发行价格上，可转债的定价标准低于公开增发和定增，都是以股票均价作为标准，而配股的定价则是以最近一期经审计的每股净资产值作为标准；③盈利条件上，可转债比配股定增要求更严格，适合经营情况较好的企业；④分红条件上，可转债与公开增发、配股一致，定增没有分红要求；⑤财务性投资情况、发行后盈利情况以及发行间隔这三个方面的要求，对于可转债而言基本上没有什么限制，仅仅要求发行后足够支付债券利息，但公开增发、配股和定增对这三个方面要求较为严格，是限制上市公司股权融资、鼓励发行可转债融资的重要因素。

表 2-2 再融资方式发行条件

再融资方式	公开增发	配股	定向增发	可转债
发行规模	无明确要求	拟配售股份数量不超过本次配售股份前总股本的 30%	拟发行的股份数量不得超过本次发行前总股本的 20%	本次发行后累计公司债券余额不超过最近一期末净资产额的 40%
发行价格	转股价格应不低于募集说明书公告日前二十个交易日该公司股票交易均价和前一个交易日的均价	配股价格不低于发行时公司最近一期经审计的每股净资产值	发行价格应不低于公告招股意向书前二十个交易日公司股票均价或前一个交易日的均价	发行价格不低于定价基准日前二十个交易日公司股票均价的 80%
盈利条件	最近三个会计年度加权平均净资产收益率平均不低于 6%	最近三个会计年度连续盈利	无明确要求	最近三个会计年度加权平均净资产收益率平均不低于 6%，年均可分配利润不少于公司债券一年的利息
分红条件	最近三年以现金形式进行的累计分配利润不低于最近三年实现的年均可分配利润的 30%	最近三年以现金方式累计分配的利润不少于最近三年实现的年均可分配利润的 30%	无明确要求	最近三年以现金方式累计分配的利润不少于最近三年实现的年均可分配利润的 30%
财务性投资条件	除金融类企业外，最近一期末不存在持有金额较大的交易性金融资产和可供出售的金融资产、借予他人款项、委托理财等财务性投资的情形			无明确要求
发行后盈利条件	发行完成当年的加权平均净资产收益率不低于前一年的水平			发行完成当年足够支付债券利息
发行间隔	本次发行董事会决议日距离前次募集资金到位日不得少于 18 个月	至少一个会计年度	本次发行董事会决议日距离前次募集资金到位日不得少于 18 个月	无明确要求

## 2.4 可转债融资的理论基础

### 2.4.1 代理理论

Jensen & Meckling (1976) 年认为由于企业所有权与经营权的分离，导致了股东与管理层之间出现委托代理关系，在股东与管理层的目标与风险不一致的情形下，代理成本会因为信息不对称、契约不完全等因素而产生。由于管理层没有按照股东所遵循的“利润最大化”原则来经营公司，股东权益受到损害。

通过发行可转换债券，可以缓解股东与管理层、股东与债权人之间的代理问题。假设相应的持有人不承认企业的投资活动，觉得公司未来无法实现良好的发展成果而不转股，那么此时公司不但必须承担较多利息，同时也很有可能影响其形象和声誉，甚至还会造成公司必须承担巨大的违约资金。因此企业的相关管理人员需要分析企业的整体经营状况，抑制短视和利己的行为。可转换债券还本付息的压力迫使管理层放弃过度投资。虽然可能会导致投资不足，但期权的性质会导致管理层希望尽快转股，从而可以鼓励加速投资。

### 2.4.2 信息不对称理论

信息不对称理论是指不同的人在市场活动中对于相关信息认识存在着差异；拥有更多信息的人通常会更有优势，而那些缺乏信息的人则会处于劣势。各类人员获取信息的能力有差异也是信息不对称的主要内容之一，信息不对称还体现为获取信息的时间不一致。当存在信息不对称时，会带来逆向选择和道德风险问题。逆向选择是企业管理者向投资者隐瞒公司的真实情况，以获得过多的利润，导致市场分配不均和低效。道德风险在于，管理者为了获得最大利润而做一些不利于投资者行为的事情。道德风险通常存在于公司的外部投资者和内部管理者之间，他们更了解公司的经营决策，为了捍卫自己的利益，影响公司的财务信息，干扰投资者的决策。

在一个企业中，大股东和管理者可以了解更多的公司信息，他们是第一个知道很多公司的经营和决策信息的人。他们是交易中的信息优势方，而中小股东由于种种限制，是信息获取的劣势方。中小投资者很难准确了解上市公司的全部信息，只能根据市场的平均变化来做出自己的投资决策，容易导致随大流的现象。

### 2.4.3 隧道效应理论

Johnson et al. (2000) 描述了一家公司的股东的行为，该公司通过资产转移、担保和股权融资等方式，将一家上市公司的资源或资金转移给自己，这种行为便是“隧道效应”或“利益输送”。然而，由于其主导地位，大股东可以在没有

小股东授权的情况下，以合理合法的方式进行资本转让，但其实损害了公司的利益，侵占了中小股东的权益。

当公司控制权较为集中时，大股东可以选择可转债融资，由于其享有优先配售权，股权越集中则可配售比例越高，为大股东减持套利提供条件，并且可转债相关制度对减持可转债限制较小，也使大股东有机会通过减持可转债进行套利。当大股东择机减持可转换债券时，隧道的挖掘就开始了，大股东获利颇丰，风险却由中小股东承担，侵害了中小股东的利益。

## 第3章 欧派家居发行可转债案例概况

### 3.1 公司简介

欧派家居创立于1994年，2013年10月变更设立为股份有限公司，2017年3月28日在上海证券交易所首次公开发行并上市，是国内领先的高品质家居产品配置、一站式家居设计方案、人性化的家居综合服务商。企业主要经营全屋型家具产品的个性化产品设计、开发、制造、营销、安装等室内装饰业务。公司从订制橱柜开始，并由橱柜向全屋产品拓展，并逐步涉及到整套衣柜（欧派全屋订制）、整套卫浴、订制木门、金属窗、软装、家具配套等整个家具产业。公司致力于为每一个家庭定制独一无二的家，让更多家庭享受高品质的家居生活体验。

截止2018年5月欧派转债预案发行前，公司前十大股东信息如表3-1所示，其中姚良松与姚良柏为兄弟关系两者构成一致行动人，合计持有77.23%的股份，欧派家居股权高度集中。

表 3-1 欧派家居前十名股东情况

序号	股东名称	持股比例
1	姚良松	68.47%
2	姚良柏	8.76%
3	红星喜兆投资有限公司	4.43%
4	赣州天欧投资合伙企业（有限合伙）	1.88%
5	北京中天基业投资管理有限公司	0.84%
6	中国银行-华夏回报证券投资基金	0.72%
7	中国银行-华夏回报二号证券投资基金	0.40%
8	香港中央结算有限公司	0.33%
9	全国社保基金一一零组合	0.32%
10	中国农业银行股份有限公司-易方达	0.31%
	合计	86.46%

资料来源：欧派家居公告

### 3.2 欧派家居可转债融资的动因分析

#### 3.2.1 满足企业发展需要

2017年是“定制家居企业上市年”，定制家居上市企业在这一年内迅速增多，

定制家居的战场也从实业延伸至资本。在资本的帮助下，每家公司在产能和渠道分销方面都加快了步伐。在产能方面，不仅行业领先品牌逐渐加大国内产能布局力度，未上市品牌、二线、三线品牌也开始加快产能扩张。渠道方面，行业建设速度显著提高。和传统的成品家具比较，定制家具更能适应消费者在个性化要求上的不同，更能适应新生代年轻人的生活需要，近年来，虽然定制家居行业发展很快，但是成品家具依然占有 70%以上的家居市场份额，而定制家居只占不到 20%，市场占有率依然很低，我国定制家居行业的市场渗透率还有较大的提升空间。面对消费升级、定制家居业态发展迅速的市场环境和日趋激烈的市场竞争，公司拟继续加强信息化建设，提升运营效率，创新供应链管理新模式。

依托于 2017 年的首发，实际募集资金 19.91 亿元，欧派家居获得了企业发展必须的资金，为企业信息化建设、扩大生产规模以及品牌推广提供了充沛的资金来源，还为公司未来在资本市场的再融资开拓了渠道。公司在上市后发展迅速，2017 年营业收入达到了 97.10 亿元，同比增长 36.11%。2018 年由于各地房地产调控表现趋紧趋严，调控措施更加全面，家居行业增速趋缓。在 2018 年公司实现营业收入 115.1 亿元，同比增长 18.53%，增速较往年有所下降，但仍保持稳步增长，而且率先成为国内第一家营业收入破百亿的定制家居企业。2019 年公司实现营业总收入 135.33 亿元，同比增长 17.59%。

2015 至 2017 年，公司整体橱柜、整体衣柜及定制木门销量的复合增长率分别为 22.30%、64.81%及 97.86%，产能利用率均保持 90%以上，而“大家居”业务快速成长也将进一步提升销量。因此，首次公开发行募集资金投资项目达产后公司的产能预计无法满足未来五年整体橱柜、整体衣柜、定制木门销量的增长。面对市场规模不断扩大、订单持续增长的需求，公司希望通过再融资来对前次募投项目进行扩建和补充，以达到合理优化整体生产资源配置，完善多区域生产基地布局，降低生产、运输成本，进一步提升生产能力和服务能力，促进公司发展战略实施的目的。

### 3.2.2 可转债融资偿债压力小

由于欧派家居暂无发行的公司债，故参照目前市场上与欧派转债发行日期相似的等级为 AAA 的一般企业债，其票面利率为 5.35%，银行同期贷款利率为 4.75%，但按照欧派转债发行预案规定，其票面利率为：第一年 0.4%、第二年 0.6%、第三年 1.0%、第四年 1.5%、第五年 1.8%、第六年 2.0%，对比可以发现，公司通过发行可转债融资所支付的票面利率通常会比发行普通债和银行贷款的利率要低，从而有利于降低企业的融资成本费用。此外，若投资者选择将可转债转换为公司股票，还能降低企业的利息支出，减少偿本付息的压力。

### 3.2.3 间接进行股权融资

根据 2017 年 2 月 17 日证监会发布的《发行监管问答——关于引导规范上市公司融资行为的监管要求》的规定，上市公司申请增发、配股、非公开发行股票，其发布董事会决议日距离前一次募集资金的完毕日期原则上不能低于十八个月，而可转债并不受此限制。2018 年 5 月 23 日欧派家居发布关于公开发行可转换公司债券预案的公告时，距首次公开发行仅 14 个月，原则上不可以再申请增发、配股和非公开发行股票，但是可以申请发行可转债作为股权融资的替代。

欧派家居发行可转债后不到一年，因为分派权益分红送股导致其股本发生变化，欧派转债的转股价格也相应进行了大幅度下调，促使了可转债投资者加速转股，不到两年的时间欧派转债便完成了转股，最终转股比例高达 99.9%，实现了欧派家居间接地进行股权融资的目的。

## 3.3 欧派家居发行可转债过程

### 3.3.1 可转债预案公告及市场反应

2018 年 5 月 23 日欧派家居发布了关于公开发行可转债预案的公告，经过两次发行规模的调整，2019 年 4 月 27 日其申请获得证监会批复。表 3-2 是欧派家居发布可转债预案公告到其获得证监会批准的具体历程：

表 3-2 欧派家居申请发行可转债过程

日期	事件
2018 年 5 月 23 日	发布关于公开发行可转换公司债券预案的公告。
2018 年 9 月 22 日	公开发行 A 股可转换公司债券申请获得中国证监会受理。
2018 年 11 月 27 日	调整公司公开发行可转换公司债券方案，从不超过人民币 18 亿元（含 18 亿元）调减为不超过人民币 15 亿元（含 15 亿元），并相应调整募集资金用途，公开发行可转换债券方案的其他条款不变。
2018 年 12 月 29 日	发行规模调减为不超过人民币 14.95 亿元（含 14.95 亿元），公开发行可转换债券方案的其他条款不变。
2019 年 1 月 15 日	申请获得中国证监会发审委审核通过。
2019 年 4 月 27 日	申请获得中国证监会核准批复。

资料来源：欧派家居公告

本文采用事件研究法来分析欧派家居发布可转债预案公告的市场反应。事件日一般选取市场和公众首次接收到事件相关信息的时间，因此本案例将其可转债发行预案公告日（2018 年 5 月 23 日）选定为事件日（第 0 天），以这一天

为事件中心，选用市场模型计算各窗口期的超额收益率（AR）和累计超额收益率（CAR）<sup>①</sup>，分析欧派家居发行可转债的短期市场反应，结果如表 3-3 所示。

表 3-3 事件日前后相关数据

窗口期交易日	AR	CAR	窗口期交易日	AR	CAR
-10	-0.0046	-0.0046	0	0.0202	0.0422
-9	-0.0040	-0.0086	1	-0.0236	0.0186
-8	0.0085	-0.0001	2	0.0018	0.0205
-7	0.0296	0.0295	3	-0.0007	0.0198
-6	-0.0055	0.0240	4	-0.0192	0.0005
-5	0.0088	0.0328	5	0.0408	0.0414
-4	0.0028	0.0356	6	-0.0238	0.0176
-3	-0.0139	0.0217	7	-0.0275	0.0099
-2	-0.0157	0.0060	8	0.0174	0.0075
-1	0.0160	0.0221	9	0.0007	0.0082
			10	-0.0123	-0.0041

数据来源：RESSET 金融研究数据库



图 3-1 短期市场反应

从图 3-1 中可以看出欧派家居的累计超额收益率(CAR)在事件窗口期内发生了很大幅度的变化，这说明当欧派家居发布可转债的消息公开发布之后，市场

① 超额收益率： $AR_t = R_t - R_{m,t}$

超额累计收益率： $CAR_t = \sum AR_t = (R_t - R_{m,t})$

其中， $R_t$  是欧派家居在  $t$  日的股票的实际收益率， $R_{m,t}$  选用上海证券交易所 A 股大盘指数在第  $t$  日的收益率。



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/845341033012011042>