

# 基于控制权私有收益视角的可转债融资的治理效应研究

徐细雄 刘 星

(重庆大学经济与工商管理学院)

**摘要:** 通过在职消费、过度投资、自由现金流和现金股利支付 4 个变量间接测度管理者攫取的控制权私有收益,并运用中国 A 股市场数据实证检验权益、债务和可转债 3 种不同融资方式下(横向比较)以及可转债发行前后(纵向比较)企业控制权私有收益的差异。研究结果表明,可转债发行将导致在职消费和自由现金流的降低以及现金股利支付的增加;但在抑制管理者过度投资中可转债并未发挥积极作用。研究结果为优化我国企业融资结构,完善内部公司治理提供了理论支持;同时,也将为促进我国资本市场金融创新提供新的证据。

**关键词:** 控制权私有收益; 可转债; 治理效应

**中图分类号:** C93 **文献标识码:** A **文章编号:** 1672-884X(2012)03-0459-07

## Governance Effect of Convertible Debt: A Study Based on Private Benefits of Control

XU Xixiong LIU Xing

(Chongqing University, Chongqing, China)

**Abstract:** Combining external financing and internal corporate governance, this paper discusses the corporate governance effect of convertible debt based on private benefits of control. This paper measures private benefits of control indirectly through managerial perks, overinvestment, free cash flow and dividends by cash, and then examines the difference of private benefits of control under different financial styles. The empirical results show that, managerial perks and firm's free cash flow will decrease, and the dividends by cash will increase with the issuing of convertible debt; but we can not find the relationship between overinvestment and issuing of convertible debt. This research will be of some help to improve corporate governance and financial construct of Chinese enterprise, and will also bring some advice to advancement of Chinese financial innovation.

**Key words:** private benefits of control; convertible debt; governance effect

## 1 研究背景

可转债是赋予债券持有人在未来一定时期内,按照预先约定的条件将其转换为公司股票的一种公司债券。我国可转债发行始于 1991 年,自 1997 年 3 月《可转换公司债券管理暂行办法》以及 2001 年 4 月《上市公司发行可转换公司债券实施办法》发布以后,可转债逐渐成为我国上市公司再融资的重要方式之一<sup>[1]</sup>。随着我国金融市场改革的推进,可转债在我国上市公司融资中的比重不断增加,引起理论界和企业界的持续关注。

外部市场融资和内部公司治理之间存在紧密联系<sup>[2,3]</sup>。资本结构不仅影响股东和管理者之间的代理关系,也将对股东与债权人之间的代理冲突产生重要影响<sup>[4,5]</sup>。由此,对管理者行为及其治理机制的研究不仅要考虑权益代理成本,而且有必要考虑负债代理成本<sup>[6]</sup>。从另一方面来讲,企业的本质是一系列契约的组合,而连接各利益主体关系的金融(融资)契约又处于核心地位。由此,稳定与长期有效的公司治理机制有必要与金融契约相联系<sup>[4,5]</sup>。那么,我国企业可转债融资规模的快速扩张会对内部公司治理产生什么影响?可转债发行是否有利于改

收稿日期: 2009-06-26

基金项目: 国家自然科学基金资助项目(71102063);教育部博士点基金资助项目(20100191120041);教育部人文社会科学规划基金资助项目(09YJC630243),中央高校基本科研业务费资助项目(CDJSK11009,CDJSK100056)

善公司治理,增加企业价值?其实现机理又是什么?这是本研究试图回答的关键问题。

GREEN<sup>[7]</sup>最先探讨可转债发行的治理效应,认为可转债内嵌转股期权有利于修正权益投资者的风险转移激励,进而减轻企业债务融资的代理成本。CORNELLI等<sup>[8]</sup>认为,其内嵌转股期权将大大降低企业家操纵财务信号的价值。D'SOUZA<sup>[9]</sup>也认为,可转债有利于引导企业家向外部投资者真实披露企业经营现状。ISAGAWA等<sup>[10]</sup>则通过模型证明,设计良好的可转债既有利于抑制管理者的过度投资倾向,也有利于缓解企业投资不足。

尽管上述研究从不同视角对可转债治理效应展开了分析,但仍主要是沿袭传统的现金流思路,忽视了更为重要的控制权因素。在中国制度背景下,由于国有股权所有者缺位以及内部决策机制和外部监管制度的低效率,使得拥有企业实际控制权的内部管理者具有广阔空间攫取控制权私有收益,侵害投资者利益<sup>[11,12]</sup>。控制权私有收益源于拥有控制权一方对其权利的滥用,因此,优化企业内部控制权配置,形成合理有效的权力制衡才是抑制控制权私有收益,保护投资者利益的根本所在。OLIVER<sup>[13]</sup>指出,由于现实中契约不完全以及控制权私有收益的存在,仅从现金流视角分析管理者激励问题无法得到令人满意的答案,此时控制权因素将发挥重要作用。另一方面,现有研究主要采用理论模型,缺乏经验证据的支持。公司治理在很大程度上受制于企业所处的外部环境,如产权保护、法律制度、金融市场等<sup>[14]</sup>。在经济转型环境下,我国企业面临的产权制度、法律监管体系、外部金融市场等都与西方国家存在显著差异。那么,在这一特殊制度背景下,我国企业对外发行可转债引发的治理效应是否与理论模型相一致都有待于经验证据的支持。

## 2 制度背景与理论分析

控制权私有收益在理解 and 实践公司治理(尤其是转型国家公司治理)中扮演着重要角色。关于投资者利益保护和金融市场发展研究的核心问题就是理解控制权私有收益及其对公司治理效率的影响<sup>[14]</sup>。在中国制度背景下,由于国有股权所有者缺位以及内部决策机制不健全,导致企业的实际控制权往往掌握在政府任命的但却并不拥有企业权益(或权益份额很少)的内部管理者手中<sup>[11]</sup>。AGHION等<sup>[15]</sup>也指出,企业名义控制权由持股比例决定,而实际控

制权则掌握在具有信息优势和专业技能的内部管理者手中。由于管理者拥有企业实际控制权,同时又具备信息优势;而且他们并不拥有企业权益,无须承担因攫取私有收益而引发企业价值损失带来的成本等,所以他们攫取控制权私有收益时更无“后顾之忧”。鉴于此,如何对管理者实施有效激励约束,抑制其过度攫取控制权私有收益,已经成为转型环境下我国公司治理、产权制度以及金融市场改革等方面亟待解决的关键问题之一。

AGHION等<sup>[16]</sup>首先注意到控制权在公司治理中的重要性,认为投资者仅仅关注项目产生的货币收益;而管理者则不仅关注货币收益,而且还关注控制权私有收益,因此,两者之间存在不可调和的代理冲突,此时如何配置控制权将显得非常重要。OLIVER<sup>[13]</sup>和 AGHION等<sup>[15]</sup>对此作了进一步研究,并在此基础上形成了控制权理论。该理论的基本思想是:管理者与投资者之间或不同投资主体之间的关系是动态而非静态的,这一关系随着时间推移将出现一些不可测事件,而这些事件在双方初始交易或合同中是无法轻易预测或列入契约条款的,此时谁拥有控制权便显得非常重要。随着控制权理论的发展,许多学者提出了控制权动态配置思想,即企业控制权在不同的绩效信号下实现投资者与管理者之间的动态转移,企业绩效越好,则控制权越多转移给内部管理者;企业绩效越差,则控制权越多转移给投资者。许多研究表明,控制权动态转移机制将对拥有控制权一方(尤其是内部管理者)的权力行使产生有效约束,促使其降低控制权私有收益,增加企业价值,以避免因企业绩效恶化而导致控制权的动态转移<sup>[15]</sup>。

金融契约主要涉及资金交易形式、交易价格等事项,目前应用比较普遍的金融契约主要包括权益契约、债务契约、可转债契约等。本质上,金融契约是企业控制权和现金流权安排的集中体现。其中,现金流权是投资者参与企业融资活动的终极目标,而控制权则是确保其现金流权安全的制度保障。尽管任何金融契约都赋予投资者2项基本权力,但不同形式金融契约下投资者拥有现金流权和控制权的权力属性与权力强度则存在很大差异<sup>[17]</sup>,这进一步导致投资者对管理者攫取控制权私有收益的行动实施干预的动机和强度都有所不同。

当金融契约为权益契约时,由于权益投资者拥有企业剩余索取权,企业现金流的变化将

直接影响其投资回报。由此,理论上讲,一旦管理者因过度攫取控制权私有收益而引发企业现金流恶化时,股东将具有很强的激励进行干预。然而,股东对管理者实施干预也是需要承担风险的,比如替换管理者可能引发组织不适应或企业绩效发生更大波动等。由此,尽管股东拥有很强的干预能力,但由于干预行动产生的任何后果都由其自身承担,这导致现实中权益投资者并非足够强硬<sup>[13]</sup>。此外,中国制度情境下,国有企业普遍存在的“所有者缺位”以及“预算软约束导致经营绩效恶化情形下的政府买单”等现象表现得尤为突出<sup>[18,19]</sup>。

对于债务契约,债权人具有带上限的索取权(这使得他们并不承担干预行动产生的任何风险,故对管理者缺乏耐心),因此,在企业绩效恶化情形下债权人对管理者实施干预的激励比权益投资者更强<sup>[20,21]</sup>。一旦企业绩效恶化或不能偿还到期债务,债权人就会变卖企业资产,甚至申请破产清算,进而使管理者丧失对企业的实际控制权。由此,债权人干预将导致企业控制权的动态转移,这一可置信威胁将对管理者产生很强的事前约束<sup>①</sup>,促使其降低控制权私有收益,保护投资者利益。尽管债务契约隐含的控制权相机转移威胁能够对管理者产生很强的事前硬约束,但正如许多研究指出的,一旦企业负债超过一定规模,债权人也将不再强硬<sup>[13]</sup>。这主要是因为,当企业债务规模较大时,债权人对管理者实施干预的成本将大大增加<sup>②</sup>,根本无法体现硬约束效应。需要强调的是,由于我国债券市场刚刚起步,企业债务融资主要源于国有商业银行贷款,相同的国有背景以及政府行政干预的介入使得银行对企业管理者的硬约束效应大打折扣<sup>[5,19]</sup>。此外,债权硬约束主要通过事后破产机制来实现,此时,企业经营不善的后果已经出现,无法体现对管理者最优行动的事前诱导。

对于可转债契约,可转换债券允许其持有人在一定期限内按约定条件转换为公司普通股,其实质就是期权的一种变异模式,因而可转债兼具债券、股票和期权 3 个方面的部分特征。由于可转债赋予其持有人根据企业现金流信号在债务和权益之间自由转换的选择期权,因此,它既可以有效弥补权益投资者的软约束性,又可以通过中期转股期权规避债务硬约束的“滞后效应”。特别是,可转债内嵌的转股期权还能够实现企业控制权在项目中期根据不同绩效信号实现动态转移,这一可置信的制权转移威胁

将对管理者产生有效约束,迫使其降低控制权私有收益,改善企业绩效以避免控制权转移<sup>[15,22]</sup>。具体来讲,当项目中期的企业现金流信号显示为“好”时,可转债投资者将执行转股并让管理者继续保留企业控制权;当企业现金流信号显示为“中”时,可转债投资者将放弃转股并让管理者保留控制权,尽管此时企业控制权并未转移,但可转债持有人放弃转股引发的债务清偿将对管理者产生很强的现金流压力;当企业现金流信号显示为“坏”时,可转债投资者将放弃转股并行使债权人干预,此时管理者将失去对企业的控制权。CASAMATTA<sup>[23]</sup>认为,由于可转债契约给予投资者状态依存的转股期权,为了避免可转债投资者放弃转股引发的还贷压力或企业控制权转移,管理者将不得不主动降低控制权私有收益。KAPLAN 等<sup>[6]</sup>则指出,可转换证券和控制权相机转移机制的组合使用能够在现代公司治理和投资者利益保护中发挥重要作用。由此,提出以下假设:

假设 1 企业对外发行可转债有利于抑制管理者攫取控制权私有收益,保护投资者利益;

假设 1a 企业发行可转债后一年度的管理者攫取的控制权私有收益将低于发行前的一年度;

假设 1b 在其他条件相似的情形下,发行可转债企业管理者攫取的控制权私有收益将低于发行权益或债务融资的企业。

## 3 研究设计

### 3.1 样本选择

本研究选择 2002~2005 年中国证券市场发行可转债的企业作为样本。样本选择原则如下:①剔除 2002 年以前的可转债发行样本。主要是因为,尽管我国可转债发行始于 20 世纪 90 年代初,但直到 2001 年可转债才真正成为我国上市公司再融资的重要方式之一。②2006 年我国再融资市场因股权分置改革而关闭,而

① 控制权转移威胁将对管理者产生很强的事前约束。这是因为一旦失去控制权,管理者不仅无法攫取私有收益,就连正常的待遇(高额薪酬、舒适办公条件)也无法保障。同时,管理者人力资本发挥作用的基础在于拥有企业决策权。企业控制权的转移将意味着管理者失去发挥管理技能,施展个人抱负的机会。此外,控制权转移也被视为投资者对管理者不满的一种惩罚,这一市场信号将对管理者声誉和人力资本价值产生重要的负面影响。

② 债权人申请破产清算意味着自己将变成企业的剩余索取者,企业债务规模越大则进入破产清算程序后债务被清偿的可能性越小,债权人承担的债务沉没成本越大。此时,前文分析指出的权益投资者软约束性将同样在债权人身上得到体现。

要考察 2007 年度发行可转债引发的治理效应,则需要滞后一年的,即 2008 年度的数据,但本研究成文时 2008 年度的公司年报尚未披露。

③受到数据收集限制,剔除了未上市公司的数据。最后得到 33 支可转债作为研究样本。

为了检验可转债融资与权益和债务融资方式下管理者攫取控制权私有收益的差异,本研究以 33 家发行可转债的企业为控制样本,根据其发行时间、融资规模、所处行业、企业规模、企业属性(国有或非国有)等条件分别甄选 33 家权益融资和 33 家债务融资(银行贷款)的企业作为配对样本,最终共获取 99 家样本企业。

本研究所有数据主要通过中国金融和经济研究数据库获取。该数据库中缺失数据则通过 CSMAR 数据库,巨潮资讯网等渠道查询。

### 3.2 变量定义和说明

如何对管理者控制权私有收益进行准确测度是本研究的难点之一。控制权私有收益是管理者利用其控制权地位攫取的独占且不可转移的收益,是对外部投资者利益的侵蚀。ALEXANDER 等<sup>[14]</sup>明确指出,控制权私有收益本质上是企业代理成本的具体体现。由此,本研究从代理成本视角寻求管理者控制权私有收益的替代测度变量,这既可以有效解决控制权私有收益的度量问题,也有利于辨析中国制度背景下管理者攫取控制权私有收益的具体形式和渠道,为防范控制权私有收益提供必要的借鉴。

#### 3.2.1 在职消费

在职消费是管理者攫取控制权私有收益的常用手段<sup>[13,14]</sup>。我国上市公司的主体是国有企业,企业管理者主要由政府行政任命,而且管理者薪酬并不完全按照市场规则确定,政府对其薪酬水平做了严格管制<sup>[24]</sup>。由于根据企业绩效获取薪酬回报的市场机制受到一定程度的抑制,在职消费成为我国企业管理者获取隐性收入的主要来源<sup>①</sup>。魏明海等<sup>[25]</sup>也指出,在职消费是我国国有企业管理者获取隐性收入的主要来源,这些费用包括餐饮、通信、交通、公费旅游,甚至家属安置费用等。基于此,本研究将在职消费视为管理者控制权私有收益的一个代理变量。

管理费用是指组织、运营企业过程中的管理支出,它包括了正常运营管理支出和管理团队的在职消费。尽管在职消费并未在公司年报中予以单独披露,但它却是管理费用科目的主要构成部分。为了剔除企业正常运营支出对管理费用的影响,本研究采用经过主营业务收入

调整后的管理费用来度量在职消费。这有利于控制企业规模的影响。

#### 3.2.2 过度投资

管理者一般都具有过度投资和商业帝国构建倾向,以满足其权力欲望并获取控制权私有收益<sup>[10]</sup>。许多研究揭示,我国上市公司确实存在严重的过度投资行为,这大大降低了公司价值<sup>[26,27]</sup>。由此,本研究将过度投资视为管理者控制权私有收益的另一个替代变量。借鉴刘国昌<sup>[28]</sup>的研究,本研究采用实际投资水平与适度投资水平的偏离来度量企业过度投资水平。

会计准则中企业资本支出由 3 个部分构成:长期投资、短期投资和在建工程。根据微观经济理论,任何处于市场竞争环境下的经济主体都存在一个适度投资需求水平。由此,可以利用企业实际投资水平( $I$ )对适度投资水平( $I^*$ )的偏离度量企业投资行为扭曲的程度( $O$ )。即  $O = I - I^*$ ,如果  $O > 0$  则表示企业过度投资;若  $O < 0$  则表示企业投资不足。由此,估计过度投资的关键是确定企业适度投资水平。根据企业投资理论,增长机会( $G$ )是企业投资需求的内在驱动因素,企业成长机会越好,其投资需求越高。为简化起见,假定其标准函数如下:

$$I^* = f(G) = \alpha_0 + \gamma G.$$

鉴于中国股票市场的不完善,托宾  $Q$  值并不能很好反映我国上市公司的成长机会。由此,本研究选用经行业调整后的上年度主营业务利润增长率作为公司成长性的替代变量。为了剔除行业因素对企业投资的影响,本研究使用经过主营业务收入调整的过度投资比率作为管理者控制权私有收益的替代变量。

#### 3.2.3 自由现金流量

随着公司治理研究的不断深入,研究者不仅考察公司治理机制对企业绩效的影响,也开始关注公司治理对决策过程和决策质量(如 CEO 变更、投资政策、高管薪酬、现金持有水平等)的影响。辛宇等<sup>[29]</sup>的研究也表明,代理成本是公司现金持有水平的重要决定因素,这些超额现金将被内部管理者用于攫取私有利益,并以投资者的利益受损为代价。由此,本研究将自由现金流作为管理者控制权私有收益的另一个代理变量。为了剔除行业因素影响,本研究使用经主营业务收入调整的自由现金流量比率。

① 关于国有企业中管理者薪酬管制及其与在职消费的关系可参见文献<sup>[24]</sup>。

### 3.2.4 现金股利支付率

股利分配一直是学者和投资人共同关注的焦点。特别是在当前我国凸现收入分配不公、国有企业不分红等社会争议的现实背景下,研究企业股利分配形式及其决定因素更具现实意义。由于历史原因,我国中央和地方政府以及地方国企管理部门大多未从所管理的国企中获得红利。国有企业将大量利润予以留存,从而为内部管理者攫取控制权私有收益提供了现成的资金来源<sup>[25]</sup>。许多研究表明,与欧美上市公司相比较,中国上市公司大多没有定期发放现金股息,而是采用分配红股或资本公积金转增红股来替代现金股息的派发。现金股利支付将减少管理者可自由支配现金流,会大大降低管理者攫取控制权私有收益的操作空间;而股票股利支付则仅仅导致企业财富在不同投资者之间的重新分配,并不对管理者产生实质性影响。从这个意义上讲,拥有企业实际控制权的内部管理者有动机降低现金股利支付,以更便利地攫取控制权私有收益。由此,本研究将现金股利支付作为管理者控制权私有收益的另一个代理变量。为了剔除企业现金股利支付能力的影响,本研究将采取相对指标来衡量股利支付,即现金股利支付率=每股现金股利/每股收益。

表 1 可转债发行前后年度控制权私人收益的差异分析(N=33)

| 变量      | T 检验    |         |                 | Mann-Whitney U 秩检验 |         |                 |
|---------|---------|---------|-----------------|--------------------|---------|-----------------|
|         | 发行前(-1) | 发行后(+1) | t 统计量(P> T )    | 发行前(-1)            | 发行后(+1) | z 统计量(P> Z )    |
| 在职消费    | 0.071   | 0.056   | 1.328** (0.046) | 845.5              | 694.5   | 0.565** (0.030) |
| 自由现金流比率 | 0.114   | 0.091   | 1.250** (0.018) | 770                | 608     | 0.514* (0.078)  |
| 过度投资比率  | 0.184   | 0.231   | -2.580* (0.066) | 689.5              | 812.5   | 0.728* (0.054)  |
| 现金股利支付率 | 0.129   | 0.158   | 1.359* (0.089)  | 1 023              | 1 187   | 1.055* (0.066)  |

注:\*\*\*、\*\*、\* 分别表示显著性水平为 1%、5%和 10%,下同。

令人意外的是,企业对外发行可转债不仅没有缓解过度投资水平,反而进一步恶化了过度投资。之所以出现与理论预期截然相反的实证结果,其原因可能是:①企业投资不仅受到管理者攫取控制权私有收益动机的影响,同时也面临企业投资能力的约束。企业可转债融资活动将在很大程度上放松管理者投资决策面临的资金约束,这在客观上为管理者实施过度投资攫取私有收益提供了便利。②本研究的样本数据区间为 2002~2005 年,当时我国企业股权分置改革还未启动,一股独大的畸形股权结构导致控股股东也有强烈动机实施过度投资,以攫取控制权私有收益,侵害中小股东利益。由于控股股东拥有任命、替换企业高层管理者的权利,因此,很容易诱发内部管理者与控股股东的

## 4 实证结果及分析

### 4.1 可转债治理效应的纵向比较分析

本研究首先对 33 支可转债样本的主要变量进行描述性统计,并对可转债发行前后年度各变量间差异进行检验。表 1 显示,可转债发行前后年度企业的自由现金流和在职消费均存在显著性差异,可转债发行显著降低了管理者在职消费水平和企业自由现金流。同时,随着可转债的发行,企业现金股利支付率则显著提升。这同本研究的理论预期是一致的,即当企业对外发行可转债时,内部管理者需要通过减少在职消费、降低现金持有、增大现金股利支付等行动向可转债持有人传递利好信息。这将有利于避免可转债持有人放弃转股而给管理者带来的短期还贷压力,甚至是控制权转移等不利局面。同时,通过上述策略诱导可转债持有人执行转股决策,进而顺利实现第 2 次融资,这也有利于降低企业融资成本。这一检验结果表明,当控制权私人收益的代理变量为在职消费、自由现金流和现金股利支付时,企业对外发行可转债有利于抑制管理者攫取控制权私有收益,保护投资者利益。这为假设 1a 提供了证据。

合谋行为,共同实施过度投资侵蚀外部投资者利益。何佳<sup>[30]</sup>也认为,控股股东攫取控制权私人收益是当前我国企业发行可转债的主要原因之一。

### 4.2 可转债治理效应的横向比较分析

为了深入剖析企业对外发行可转债引发的治理效应,本研究以 33 支可转债为控制样本,并分别甄选 33 家权益融资和 33 家债务融资的企业作为配对样本,运用 Mann-Whitney U 秩检验考察不同融资方式下管理者控制权私有收益的差异,检验结果见表 2。

由表 2 可知,通过可转债融资企业的管理者在职消费水平和自由现金流水平显著低于发行权益融资或债务融资的企业;而可转债融资企业的现金股利支付则显著高于权益融资或债

表2 3种融资方式下控制权私人收益变量的差异分析

| 控制权私人收益变量 | 融资方式  | 秩和  | 期望秩和 | $prob> z $ 显著性 |
|-----------|-------|-----|------|----------------|
| 在职消费      | 可转债融资 | 627 | 676  | 0.049**        |
|           | 权益融资  | 699 | 715  |                |
|           | 可转债融资 | 491 | 624  |                |
|           | 债务融资  | 637 | 504  |                |
| 自由现金流     | 可转债融资 | 574 | 591  | 0.025**        |
|           | 权益融资  | 622 | 613  |                |
|           | 可转债融资 | 498 | 512  |                |
|           | 债务融资  | 502 | 522  |                |
| 现金股利支付    | 可转债融资 | 603 | 654  | 0.005***       |
|           | 权益融资  | 588 | 628  |                |
|           | 可转债融资 | 578 | 624  |                |
|           | 债务融资  | 542 | 588  |                |
| 过度投资      | 可转债融资 | 622 | 600  | 0.359          |
|           | 权益融资  | 603 | 625  |                |
|           | 可转债融资 | 482 | 528  |                |
|           | 债务融资  | 464 | 418  |                |

务融资的企业。这表明企业对外发行可转债确实对管理者控制权私有收益的事前决策产生重要影响。这为假设1b提供了进一步支持。

但是,3种融资方式下企业过度投资水平并不存在显著性差异。这一方面是因为企业投资活动除了受到管理者攫取控制权私人收益的动机影响外,还可能受到许多其他因素影响,比如企业发展战略、投资机会、投资能力等。另一方面也可能是由于样本量局限所致。当前我国可转债发行规模还很有限,本研究采用的有效样本量仅仅为33支,因此,可转债融资对管理者投资决策影响的研究结论还有待进一步探讨。

#### 4.3 可转债治理效应的回归分析

为了检验可转债发行对管理者控制权私有收益的影响效应,本研究以99家企业为样本进行回归分析。其中,因变量为管理者控制权私有收益,即在职消费、过度投资、自由现金流和现金股利支付等,自变量为融资方式虚拟变量( $F$ ),若企业对外发行可转债,则该变量取值为1;若企业对外发行权益或者债务,则该变量取值为0。借鉴已有研究成果,在回归方程中还引入了企业绩效( $R$ )、管理层薪酬( $P$ )、独立董事比例( $I_1$ )等变量,以控制它们对管理者控制权私有收益的影响。回归结果见表3。

由表3可知,管理者在职消费和企业自由现金流均与 $F$ 变量之间存在显著的负相关关系,相关系数分别为-0.04和-0.18。这表明,企业对外发行可转债有利于抑制管理者的在职消费,降低企业自由现金流。而现金股利支付则与 $F$ 变量之间存在显著的正相关关系,相关系数为0.12。这一结果表明,企业对外发

表3 可转债治理效应的回归结果( $N=99$ )

| 变量                 | 在职消费    | 自由现金流比率 | 现金股利支付率 | 过度投资比率 |
|--------------------|---------|---------|---------|--------|
| Constant           | 0.54**  | 0.68*** | 1.26*** | 2.44** |
| $F$                | -0.04** | -0.18*  | 0.12*** | 0.22   |
| $R$                | 0.13    | 0.17**  | 0.04*** | 0.12** |
| $P$                | -0.21*  | -0.08*  | 0.13    | 0.15   |
| $I$                | -0.10   | -0.14   | 0.34    | 0.20   |
| $S$                | 控制      | 控制      | 控制      | 控制     |
| $I_2$              | 控制      | 控制      | 控制      | 控制     |
| Adj-R <sup>2</sup> | 0.10    | 0.18    | 0.23    | 0.21   |
| 检验结果               | 支持假设    | 支持假设    | 支持假设    | 拒绝假设   |

行可转债有利于刺激内部管理者增加现金股利支付。与前文的检验结果一致,在过度投资变量的回归模型中,金融契约属性变量的回归系数并不显著。表3的回归结果表明,除过度投资变量未获通过外,当控制权私有收益的代理变量为在职消费、自由现金流和现金股利支付时,企业对外发行可转债有利于抑制管理者攫取控制权私有收益,保护投资者利益。

#### 5 研究结论与政策启示

本研究将内部公司治理和外部市场融资有机结合起来,从控制权私有收益角度考察了企业可转债发行引发的治理效应,并利用来自中国证券市场的33支可转债样本进行了实证检验。研究发现,企业对外发行可转债将导致管理者在职消费和自由现金流的降低以及现金股利支付的增加;但却并未发现可转债在抑制管理者过度投资中的积极作用。

本研究结果表明,可转债内嵌的转股期权有利于实现企业控制权在不同绩效信号下的动态转移,这一控制权相机转移机制将在事前对内部管理者产生有效约束,促使其主动降低控制权私有收益,以避免因企业绩效恶化而导致控制权转移。这说明,可转债不仅是一种简单的企业融资工具,而且还能在完善内部公司治理、增强投资者利益保护中发挥积极作用。由此,我国有必要大力推进债券市场,尤其是可转债市场的快速发展,通过优化企业融资结构,完善内部控制权配置等措施强化投资者利益保护。需要说明的是,由于我国可转债还处于起步阶段,发行可转债的企业样本量有限,故本研究结论的有效性值得审慎对待。此外,从控制权角度来考察可转债的治理效应,还需对可转债是如何引发企业控制权的动态转移及其内在机理在理论模型上开展进一步研究。

参 考 文 献

- [1] 唐康德,夏新平.我国上市公司可转债融资选择的实证分析[J].管理学报,2006,3(3):360~366.
- [2] JEREMY S. Agency, Information and Corporate Investment, in G. M. Constantinides[M.]/HARRIS A, STULZ R. Handbook of the Economics of Finance. Amsterdam:Elsevier,2003.
- [3] JEAN T. The Theory of Corporate Finance[M]. Princeton:Princeton University Press, 2006.
- [4] MYERS B. Corporate Finance and Lifecycle of the Firm[EB/OL]. (2004-09-08)[2008-12-29]. <http://www.ssrn.com>.
- [5] 江伟. 负债的代理成本与管理层薪酬——基于中国上市公司的实证分析[J]. 经济科学, 2008(4): 110~123.
- [6] KAPLAN S, MARTEL F, STROMBERG P. How Do Legal Differences and Experience Affect Financial Contracts[J]. Journal of Financial Intermediation, 2007,16(3):273~311.
- [7] GREEN R. Investment Incentives, Debt and Warrants[J]. Journal of Financial Economics, 1984, 13(1): 115~136.
- [8] CORNELLI F, YOSHA O. Stage Financing and the Role of Convertible Securities[J]. Review of Economic Studies, 2003, 70(1): 1~32.
- [9] D'SOUZA C. Callable Convertible Debt under Managerial Entrenchment[J]. Journal of Corporate Finance, 2001, 8(3): 255~270.
- [10] ISAGAWA F, NOBUYUKI C. A Theory of Unwinding of Cross-shareholding under Managerial Entrenchment[J]. Journal of Financial Research, 2007,30(2):163~179.
- [11] 黄群慧. 控制权作为企业家的激励约束因素:理论分析及其解释意义[J]. 经济研究, 2000, 21(1): 41~48.
- [12] 徐细雄,万迪昉. 我国企业高管人员激励机制设计:可转债视角[J]. 金融研究, 2007(1): 99~108.
- [13] OLIVER H. Financial Contracting[J]. Journal of Economic Literature, 2001, 39(4): 1 079~1 101.
- [14] ALEXANDER D, LUIGI Z. Control Premiums and the Effectiveness of Corporate Governance Systems [J]. Journal of Applied Corporate Finance, 2004, 16(2/3): 51~72.
- [15] AGHION P, BOLTON P, TIROLE J. Exit Options in Corporate Finance: Liquidity Versus Incentives [J]. Review of Finance, 2004, 8(2): 327~353.
- [16] AGHION P, BOLTON P. An Incomplete Contracts Approach to Financial Contracting [J]. Review of Economic Studies, 1992, 59(3): 473~494.
- [17] 徐细雄,万迪昉. 金融契约与管理者激励:实验的证据[J]. 管理科学学报, 2008, 11(4): 131~142.
- [18] 田利辉. 杠杆治理、预算软约束和中国上市公司绩效[J]. 经济学季刊, 2004, 14(4): 15~26.
- [19] 田利辉. 国有产权、预算软约束和中国上市公司杠杆治理[J]. 管理世界, 2005, 14(7): 123~130.
- [20] CAMPBELL R, HARVEY K L, ANDREW H. The Effect of Capital Structure When Expected Agency Costs Are Extreme[J]. Journal of Financial Economics, 2004, 74(1): 3~30.
- [21] DEWATRIPONT M, TIROLE J. A Theory of Debt and Equity: Diversity of Securities and Manager-shareholder Congruence[J]. The Quarterly Journal of Economics, 1994, 109(4): 1 027~1 054.
- [22] HELLMANN T. IPO's, Acquisitions and the Use of Convertible Securities in Venture Capital [J]. Journal of Financial Economics, 2006, 81(3): 649~679.
- [23] CASAMATTA C. Financing and Advising: Optimal Financial Contracts with Venture Capitalists [J]. Journal of Finance, 2003, 58(5): 2 059~2 086.
- [24] 陈冬华,陈信元,万华林. 国有企业中的薪酬管制与在职消费[J]. 经济研究, 2005, 16(2): 92~101.
- [25] 魏明海,柳建华. 国企分红、治理因素与过度投资[J]. 管理世界, 2007(4): 88~95.
- [26] 潘敏,金岩. 信息不对称、股权制度安排与上市企业过度投资[J]. 金融研究, 2003(1): 36~46.
- [27] 唐雪松,周晓苏. 上市公司过度投资行为及其制约机制的实证研究[J]. 会计研究, 2007(7): 44~52.
- [28] 刘国昌. 公司治理机制、自由现金流量与上市公司过度投资行为研究[J]. 经济科学, 2006, 25(4): 50~59.
- [29] 辛宇,徐莉萍. 公司治理机制与超额现金持有水平[J]. 管理世界, 2006(5): 135~141.
- [30] 何佳. 内部及外部投资者:银行贷款、普通公司债和可转换公司债的选择[M]. 上海:复旦大学出版社, 2004.

(编辑 郭恺)

通讯作者:徐细雄(1978~),男,湖南岳阳人.重庆大学(重庆市 400030)经济与工商管理学院副教授,博士.研究方向为人力资源管理、公司治理. E-mail: xuxixiong@cqu.edu.cn