

文章编号:1002-980X(2007)08-0125-04

可转换债券对改善公司治理机制的作用研究

姜涛, 姚佐文

(安徽农业大学 管理科学学院, 合肥 230036)

摘要:从股东、管理层和债券人三者之间的利益冲突出发,利用委托—代理理论系统分析了可转换债券是如何调和股东和管理层以及股东和债券人之间的利益冲突,降低代理成本,进而改善公司治理机制。

关键词:可转换债券;利益冲突;代理成本

中图分类号:F830.91 **文献标志码:**A

1 引言

自1992年我国证券市场发行第一只可转换债券深宝安(以下简称可转债)以来,可转债这种金融创新工具逐步发展成为证券市场重要的再融资方式之一。特别是在2003年可转债的筹资额首次超过了配股和增发,成为最重要的再融资方式。人们因此对可转债这个金融创新工具的融资功能已有了深入的研究和认识。但是,国内大多数上市公司仅把可转债视为一种融资成本低的再融资方式,或是推迟了的股权融资手段,对其具有的改善公司治理机制的作用认识并不深刻。正如威廉姆森所指出的那样,债权与股权不仅仅是不同的融资方式,它们还是两种可供选择的治理结构^[1]。因此,可转债不仅是一种再融资方式,而且与公司治理密切相关。

众所周知,代理理论是现代公司治理的理论基石。自Jensen and Meckling对代理成本问题的开创性研究以来,人们普遍认为由于委托人和代理人之间在风险偏好和目标函数等方面的差异,他们之间不可避免的存在着利益冲突,不可避免的产生代理成本。Jensen and Meckling认为,在企业里存在两类重要的利益冲突(代理成本):一类是股东和债权人之间的利益冲突(即债权的代理成本);另一类是股东和管理层之间的利益冲突(即股权的代理成本)^[2]。关于股东和债权人之间的利益冲突,Fama and Miller在《财务理论》一书中提及当企业发行风险负债时,能使企业价值(股东和债券人财富之和)最大化的决策不一定能同时使股东财富和债券人财

富最大化^[3]。Jensen and Meckling和Myers在对代理成本的研究中指出,股东—债券人利益冲突对投资决策的两大影响,即资产替代和投资不足^[2,4]。Smith and Warner也认为,如果经理代表股东的利益,则发行风险债券的企业经理有动力设计出那些对股东有利,但损害债券人利益的经营策略和财务结构。他们将股东与债券人之间的冲突归纳为四种来源,即股利支付、求偿权稀释、资产替代、投资不足^[5]。在前面的研究文献中,大多都假设公司经营者是代表股东利益的,但对于那些“所有权与经营权”分离的企业而言,管理层和股东之间同样存在着利益冲突。比如,管理层的偷懒和在职消费^[2],管理层试图构建一个自己控制的庞大企业王国而形成的“过度投资”,债务过多导致管理层“投资不足”的问题等^[6-7]。

针对上述两类利益冲突而带来的代理成本,可转债这种同时包含债权和期权(暗含股权)的混合型金融创新工具究竟又具有怎样的治理作用?其治理机制是什么?为此,本文从股东、管理层和债券人三者之间的利益冲突出发,利用委托—代理理论系统分析了可转债在调和股东和管理层以及股东和债券人之间的利益冲突,降低代理成本,进而改善公司治理机制方面的作用。

2 可转债降低代理成本的作用机制

2.1 可转债的特性、价值与条款

可转债是兼具债券和期权性质的金融创新衍生产品,它同时兼具了债券和期权的治理作用。另外,

收稿日期:2007-03-23

作者简介:姜涛(1982-),男,安徽合肥人,安徽农业大学管理科学学院硕士研究生,主要从事风险投资和公司治理研究;姚佐文(1963-),男,安徽枞阳人,教授,管理学博士,主要从事风险投资和公司治理研究。

它还衍生出股权性、赎回性、回售性和低息性等特性,这些属性都体现在可转债的构成条款中。图1^[10]描绘了到期日前可转债的价值曲线,并集合了可转债的以上特性,反映了可转债的价值与公司价值之间的关系。

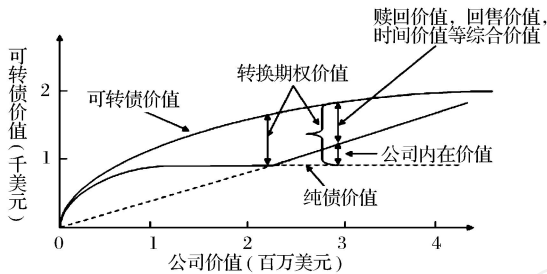


图1 到期日前可转债的价值曲线

由图1我们可以看出,当公司价值较低时,可转债的价值曲线与纯债(不含转换期权的债券)价值曲线较接近,可转债此时表现出债券的“硬约束”,起到债券的治理作用;而当公司的价值不断提升时,由于转换期权特性的存在,转换期权的价值在不断变大,期权的治理作用得以充分发挥。另外,公司价值不断提升后,可转债持有者通常行使转换权,将可转债转换为股票,这就是所谓的衍生出来的股权。

2.2 可转债降低代理成本的治理作用

我们从可转债的特性和构成条款出发,来剖析这些特性和构成条款有助于降低哪些代理成本,进而论述可转债降低企业代理成本的作用机制。

2.2.1 债券特性的治理作用

根据Jenson提出的“自由现金流量”假说,他认为管理层可能会不明智地使用富余现金,比如说管理层会试图构建一个自己控制的庞大企业王国。因此,他建议借助负债的破产成本以及市场监管效应来约束管理层的机会主义行为^[6]。通过负债抑制管理层过度投资的理论方式也得到理论界普遍认可。在具有债务硬约束的条件下,债务融资有利于减少股东和管理层之间的代理成本,有利于公司治理结构的改善,提高公司治理水平^[11-12]。可转债在未转换之前具有普通债券(不包含转换权)的性质,不但要按期付息,而且如果到期持有人还未将其转换成股票,还要偿付本金。如果公司不能按期还本付息就有可能被清算。这样,管理层就会在经营管理中减少现金的不必要支付,降低了经理人员滥用“自由现金流”的可能性,进而减少了股东和管理层的代理成本。

2.2.2 可转债包含期权的治理作用

可转债的转换权和期权的治理作用主要表现在

能有效的解决股利支付、资产替代等问题,并能对管理层起到良好的激励作用。

股利支付问题是指股东和管理层利用负债融资后,通过提高分红率等手段,使股东利益增加,进而影响债券人利益的行为。针对这一问题,可转债的持有人可以通过行使转换权避免或降低损失。另一方面,股东在预期到可转债持有者的上述行为后,会降低其更改股利政策的积极性。

资产替代是指企业在负债融资后,股东倾向于在投资决策时放弃低风险、低收益的项目,而将负债资金投资于高风险、高收益投资项目的行为。假如投资成功,债券人只能获得契约中事先约定的固定收益,其余部分全部归股东所有;假如投资失败,股东可以借助有限责任,将超过出资额部分的损失转嫁给债券人。可转债中内含的股票买入期权,公司的管理层事实上向债权人提供了在股权价值提高情况下通过转换进而分享成果的一种保证。当公司进行高风险投资时,由于公司的预期收益增大,股票的市场价格将上升。可转债持有者要想自己的利益不受到股东高风险投资行为的侵害,只要行使转换权将债券转换为股票,就可和原有股东分享投资成果。这时,新增股本的稀释作用将会使得股票的收益下降。原有股东本来打算通过高风险投资来侵害债权人,增加自身的收益,却因为可转债的转换性而使得债权人分享了成果,所以其进行“资产替代”的动机将会大大弱化。

企业管理层承担了努力所带来的所有成本,而其努力的收益却要与股东分享。这势必会导致经营者的偷懒行为。而管理层热衷于在职消费的原因是,在职消费的成本完全由企业承担,而管理层享受在职消费的全部好处。由于可转债暗含了股票期权的性质,我们可以象国外广泛流行的对经营者实施股票期权激励一样,让管理层持有可转债。利用可转债的激励作用来遏止经营者的偷懒和在职消费。管理层持有可转债后,他们的业绩就与股价挂钩。管理层努力工作使企业价值最大化,他们自身就可以从股价上涨中通过行使转换权获利。如果他们不努力工作,他们就只能获得低息的债券收益。

2.2.3 低息条款的治理作用

和普通公司债券(不含转换权的债券)相比,可转债的票面利率一般要低的多。在我国由于受到《可转换债券暂行管理办法》的限制,可转债的利率不超过银行同期存款的利率。如此低的利率使得发行可转债公司可以减少利息的支付,降低了其遭受

财务危机的可能性。另外,较低的利息支付意味着原本发行普通债券对股东无利可图的项目变得有利,这本身对股东就是个激励。这样可以解决股东“投资不足”的问题,使得股东与债券人利益趋于一致,起到降低代理成本的治理作用。

2.2.4 回售条款的治理作用

回售条款是指当可转债的转换价值远低于债券面值时,持有人不执行转换权利而依据规定的条件要求发行公司以面额加利息补偿金的价格收回可转债。由此可见,回售条款是为降低投资风险、吸引更多投资者而专为投资者提供的一项安全性保障。另外,它可以有效的解决前文提到的求偿权稀释和资产替代等问题。

求偿权稀释是指在企业市场价值在现有营业收入不变的情况下,企业如果发行与现有债券具有同等或同等以上优先权益的证券时,就会稀释现有债券人的债权价值,使之遭受损失。针对这一问题,可转债投资人可以通过执行回售条款来保护自身利益。另外,股东预期到此结果的发生对正常转股不利,也会放弃侵害债券人利益的这种行为。在这里回售条款起到震慑股东的作用,进而降低了代理成本。

在债券收益固定的情况下,其价格将因为投资风险增大而下跌。此时,股东收益的增加,实际上是以债券持有人利益的减少为代价的。我们认为可转债持有人在预见到股东的资产替代动机后,可以通过执行回售条款提前取回本金,减少公司可支配的现金流,约束股东的机会主义行为,弱化其资产替代行为的动机,进而使两者利益趋于一致,达到降低代理成本的目的。

2.2.5 赎回条款的治理作用

赎回是指在一定条件下,发行公司可以按事先约定的价格买回未转股的可转债。此条款的设置主要是降低发行公司的发行成本,避免因市场利率下降而造成利率损失。但是,我们也不应忽略其可以加速转股过程、减轻财务压力的治理作用。当债务过多导致管理层出现投资不足的时候,管理层可以利用可转债的赎回条款促使可转债持有人将其转换为股票,这样一来就可以减少公司的杠杆程度,进而缓解管理层的投资不足,降低股东和管理层的利益冲突。Isagawa 也认为这样一种作用是单纯的债务或者股权融资所无法实现的^[8]。

3 结论与建议

综上所述,可转债在调和股东、债券人和经营者利益冲突,降低代理成本,完善公司治理结构方面有独特作用:可转债的债性方面的硬约束能有效的抑制经营者的过度投资行为,其低息条款可以很好的解决股东投资不足的问题;可转债的转换权和期权能很好解决股利支付、资产替代等问题,运用恰当,在激励、约束管理层方面也有很好的作用;可转债的回售条款可以很好的解决求偿权稀释和资产替代等代理问题,而赎回条款可以克服管理层的投资不足问题。

如本文一开始所述,可转债已经成为最主要的再融资方式之一,上市公司不应仅仅注重可转债的融资功能或把其视为推迟的或“走后门”的股权融资^[9],更应该重视可转债在降低代理成本方面的治理作用,利用可转债的特性和条款去完善公司治理结构,提高治理水平,进而提高公司价值。

参考文献

- [1] WILLIAMSON O. Corporate finance and corporate governance[J]. Journal of Finance, 1988(43): 567 - 591.
- [2] JENSEN M, MECKLING W. Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Capital Structure[J]. Journal of Financial Economics, 1976(3): 305 - 360.
- [3] FAMA EUGENE F, MERTON H MILLER. The Theory of Finance[M]. Holt, Rinehart and Winston, Inc. 1972.
- [4] MYERS S. Determinants of Corporate Borrowing[J]. Journal of Financial Economics, 1977(5): 147 - 175.
- [5] SMITH C, JEROLD B Warner. On Financial Contracting: an Analysis of Bond Covenants[J]. Journal of Financial Economics, 1979(7).
- [6] JENSEN M. Agency Costs of Free Cash Flows, Corporate Finance, and Takeovers[J]. American Economic Review, 1986(76): 323 - 329.
- [7] STULZ R. Managerial Discretion and Optimal Financing Choices[J]. Journal of Financial Economics, 1990(26): 3 - 28.
- [8] NOBU YU KI ISAGAWA. Convertible debt: An effective financial instrument to control managerial opportunism[J]. Review of Financial Economics, 2000(9).
- [9] STEIN J C. Convertible Bonds as Backdoor Equity Financing[J]. Journal of Financial Economics, 1992(32): 3 - 21.
- [10] 陈守红. 可转换债券投融资——理论与实务[M]. 上海: 上海财经大学出版社, 2005.
- [11] 孙永祥. 所有权、融资结构与公司治理机制[J]. 经济研究, 2001(1): 45 - 53.
- [12] 汪辉. 上市公司债务融资、公司治理与市场价值[J]. 经济研究, 2003(8): 28 - 35.

Studies on the Effects of How Convertible Bonds Improve the Corporate Governance Mechanism

JIANG Tao , YAO Zuo-wen

(College of Management Sciences of Anhui Agricultural University ,Hefei 230036 ,China)

Abstract : Based on interest conflict among stockholders , managers and creditors , this paper analyzes how convertible bonds coordinate the interest conflict , reduce agency costs and improve the corporate governance mechanism by utilizing the principle-agent theory.

Key words : convertible bonds ; interest conflict ; agency costs

(上接第 27 页)

参考文献

- [1] PAUL M ROMER. Endogenous Technological Change[J]. The Journal of Political Economy , 1990 , 98 - 5 : s71 - s102.
- [2] EDWARD L GLAESER , HEDI D KALLAL , JOSE A SCHEINKMAN , ANDREI SHLEIFER. Growth in Cities [J]. The Journal of Political Economy , 1992 , 100 (6) : 1126 - 1152.
- [3] WOLFGANG KELLER. Geographic Localization of International Technology Diffusion [J]. American Economic Review , 2002 , 92 - 1 : 120 - 142.
- [4] R ANDERSSON , et al. Agglomeration and the Spatial Distribution of Creativity[Z]. CESIS working paper , 2005 , 42.
- [5] 格罗斯曼 , 赫尔普曼. 全球经济中的创新与增长 [M]. 北京 : 中国人民大学出版社 , 2003.
- [6] MICHAEL STORPER , ANTHONY J VENABLES. Buzz : Face-to-face Contact and the Urban Economy[J]. Journal of Economic Geography , 2004 , 4 - 4 : 351 - 370.
- [7] A B JAFFE. Technological Opportunity and Spillovers of R&D: Evidence from Firms' Patents , Profits and Market Value[J]. American Economic Review , 1986 , 76 : 948 - 999.
- [8] MANSFIELD E , SCHWARTZ M , WAGNER S. Imitation Costs and Patents : An Empirical Study[J]. Economic Journal , 1981 , 91 : 907 - 918.
- [9] ACS Z. Innovation and the growth of cities [M]. Cheltenham : Edward Elgar , 2002.
- [10] WESLEY M COHEN , DANNIEL A LEVINTHAL. Innovation and Learning : the Two Faces of R&D [J]. the Economic Journal , 99 - 397 : 569 - 596.
- [11] EDWIN MANSFIELD. How Rapidly Does New Industrial Technology Leak out ? [J]. The Journal of Industrial Economics , 1985 , 34 (2) : 217 - 223.
- [12] 藤田昌久 , 蒂斯. 集聚经济学 [M]. 成都 : 西南财经大学出版社 , 2004 : 227 , 28 , 277.
- [13] EDWARD L GLAESER. Urban Colossus : Why is New York America's Largest City ? [Z]. NBER Working Paper , 2005 : 11398.
- [14] POWER D , LUNDMARK M. Working through knowledge pools : Labour market dynamics , the transference of knowledge and ideas and industrial clusters [J]. Urban Studies , 2004 , 41 (5 - 6) : 1025 - 1044.
- [15] B CREPON , E DUGUET , J MAIRESSE. Research , Innovation , and Productivity : An Econometric Analysis at the Firm Level [Z]. NBER Working Paper , 1998.

New Theory of Urban Economics : Knowledge Spillover , Endogenous Innovation and Urban Economy

LIN Yun

(Zhejiang University , Hangzhou 310027 ; Zhejiang Normal University , Jinhua Zhejiang 321004 , China)

Abstract : Knowledge spillovers have strong impact on firm innovation , Great difference , in quality as well as quantity , exists between urban and rural economy owing to the stock and the channel of knowledge , which is important reason to interpret why a firm wish to locate in the city. But the capacity of absorbing knowledge cross firms is variant , therefore the innovativeness based on which is not homogenous , so urban economy varies each other. Knowledge spillovers and technology innovation balance the development of a city.

Key words : knowledge spillover ; absorbing capacity ; face-to-face contact ; urban economy ; innovation

(上接第 115 页)

Credit Risk Management of Group Customers by Commercial Banks

LIAN Yu-qing¹ , LIAN Yu-feng²

(1. China Construction Bank Fujian Branch , Fuzhou 350009 , China ; 2. Fuzhou University , Fuzhou 350002 , China)

Abstract : In recent years , many group customers are beleaguered with debt crisis which inflict huge losses and influence on banking credit assets. This paper reveals the cause of credit risk of group customers by focusing on their risk characteristics and management loopholes in our domestic commercial banks. The counterstrategy is pointed out that a sound risk management system for group customers.

Key words : commercial banks ; group customers ; credit risk ; risk management