

高管权力对债券融资成本的影响研究

俞 静,徐小清

(河海大学 商学院,江苏 南京 211100)

[摘 要] 基于我国债券市场数据,研究高管权力强度与权力维度对公司债券融资成本的影响,并进一步探讨产权性质与市场化进程对两者关系的调节作用。实证结果表明:(1)随着高管权力的增强,债券融资成本会随之增加,其中组织权力、所有权权力与债券融资成本显著正相关,个人能力权力与债券融资成本负相关但不显著。(2)相比于非国有企业,国有企业中高管权力与债券融资成本的正相关关系更加显著。(3)在市场化程度越低的地区,高管权力与债券融资成本的正相关关系越显著。

[关键词] 高管权力;公司债券;信用利差;产权性质;市场化进程;债券融资成本;国有企业

[中图分类号] F830.9 **[文献标志码]** A **[文章编号]** 2096-3114(2019)05-0084-10

一、引言

高管权力的配置结构是公司治理机制中很重要的一环,合理的权力配置有助于企业各项制度和政策的有效执行,提升企业绩效与价值;反之,过度膨胀的高管权力会产生恶劣的经济后果,损害公司价值。最初关于高管权力经济后果的研究主要集中在薪酬机制方面,随后学者们开始将研究视角转向经营风险、治理效率、信息质量、投资效率等方面,研究结论趋近一致,即过度集中的高管权力将带来负面的经济后果,损害公司价值^[1-4]。作为财务经营决策的重要参与者,高管对企业的融资模式与融资决策有着重要影响,其背景特征与行为动机也会成为市场投资者进行投资选择的参考^[5]。然而,通过梳理文献我们发现,关于高管权力在融资活动领域尤其是债券市场影响的研究并不多见,大多研究集中在高管个人背景特征即非正式权力或公司内部治理结构赋予的高管控制权方面,前者包括政治背景、学术水平、持股比例等^[6-8],后者主要基于两职兼任或董事会结构等视角^[9-10]。Anderson等研究发现,董事会独立性越强,其监督作用越大,能够约束高管滥用权力的行为,进而降低权益融资成本^[10]。少数学者研究了高管权力对融资活动的影响,但主要集中在股票市场或融资规模方面^[11-13],并没有探讨债券市场。

目前债券市场发展迅速,凭借融资额度大、资金来源稳定、保障股东控制权等优势,发行债券开始成为公司直接融资的方式之一,因此债券融资成本成为学者们关注的热门话题。现有文献对债券融资成本影响因素的研究主要集中在公司治理微观层面上:首先,信用评级对债券发行成本具有显著解释力,信用评级越高,债券融资成本越低^[14];其次,内部控制、信息披露、会计信息质量、客户集中度等均会显著影响债券融资成本^[15-18]。然而,鲜有研究关注高管权力在债券市场的经济后果,而且已有关于债券融资成本影响的研究大多是基于高管同质性的角度展开的。根据高阶梯队理论,企业的经营业绩和战略决策受到高管个人特征与认知价值的影响^[19]。高管作为公司的最高决策者,其权力强度对企业的资源配置效率和实际利益分配起着决定性作用,因此权力配置的异质性直接影响公司的经营活动和治理效率,进而影响投资者的风险预期与投资决策。

基于此,本文旨在研究高管权力对债券市场融资成本的影响,与债务融资成本不同,债券融资成本主

[收稿日期] 2018-11-26

[基金项目] 国家社会科学基金项目(16BGL211)

[作者简介] 俞静(1969—),女,江苏南通人,河海大学商学院副教授,硕士生导师,博士,主要研究方向为资本市场的财务会计问题,邮箱:yujing3721@163.com;徐小清(1993—),女,湖北荆州人,河海大学商学院硕士生,主要研究方向为资本市场的财务会计问题。

要取决于投资者的评估与决策。高管权力过大会带来一系列的恶劣后果,如业绩波动与经营风险变大、会计信息质量降低、治理效率和投资效率下降等^[1-4],那么债券市场的投资者是否能意识到高管权力导致的负面影响并提高风险补偿,进而推高债券融资成本呢?高管权力是个人背景特征与公司治理结构的综合体现^[20],权力维度的差异可能导致经济后果的不同,那么不同维度的高管权力对债券融资成本的影响是否会存在差异呢?我国特有的制度背景使得国有企业与非国有企业的高管在权力配置、经营目标、出发动机等方面存在差异,进而导致高管权力的经济后果也有所不同。与此同时,高管对权力的利用及其经济后果也会受到外部市场环境的影响,市场化程度越高,监管措施与执法力度越完善^[21],高管行为受到的监督与制约越多,进而能够有效抑制高管滥用权力导致的恶劣经济后果。那么,在不同的产权性质和不同的市场环境下,高管权力与债券融资成本之间的关系是否会发生变化呢?为解答这些问题,本文拟从高管权力这一新视角出发,聚焦债券市场,以2013年至2017年证券交易所上市公司发债数据为样本,研究高管权力强度差异与维度差异对债券融资成本的影响,并进一步分析产权性质、市场环境对两者关系的调节作用,更明确地考察不同产权性质与制度环境对公司管理者行为的影响。

本文的可能贡献在于:(1)丰富和拓展了高管权力经济后果的研究。目前关于高管权力经济后果的文献较为丰富,但是并没有聚焦债券市场,且以往关于债券融资成本的研究并没有考虑高管异质性,由于不同强度的权力产生的融资效应是不同的,因此本文研究进一步丰富了关于高管权力和债券融资成本的相关文献。(2)结合我国特有的制度背景,从产权性质与市场化进程两个角度深入分析高管权力对债券融资成本的影响差异,更具有针对性与实践性,可以为处于不同环境的企业优化管理层的权力配置结构,以抑制其滥用权力提供实证支持。

二、理论分析

(一)高管权力与债券融资成本

现代企业所有权和经营权分离导致了严重的“内部人控制”问题,我国企业股东普遍“缺位”,无法对管理者形成有效的监督,导致高管权力往往凌驾于公司治理机制之上。当高管拥有的权力过大时,公司的经营活动、战略决策会大多反映高管的个人意志,高管可能会更加关注自身所获得的利益而忽略其中的风险。权力配置结构属于公司治理机制的重要环节,直接影响企业的投融资决策、经营业绩等各个方面,进而影响市场投资者的风险估计。

首先,高管权力过大会带来经营风险加大的恶劣后果,导致投资者要求更高的风险补偿,进而使得债券融资成本更高。根据委托代理理论,管理者为了追求个人利益可能做出不利于提升公司价值的决策,比如超额在职消费或制定利己薪酬机制^[22-23]。同时,高管权力越大,其受到的约束越少,基于个人意志和判断所做出的决策越为极端,并且会压制董事会和其他管理人员对决策的影响力,使得企业业绩波动幅度变大,经营风险显著增加^[24]。有研究表明,高管权力过大一方面会使其只关注决策所带来的收益而忽略风险,另一方面使其有能力攫取私人利益和建立自己的“帝王地位”,甚至为了私利而投资一些无价值的项目,导致过度投资^[4],最终使得企业的业绩波动增加,承担的经营风险提高。由此可见,经营风险与非效率投资会显著提高企业的融资成本,过大的高管权力带来的经营风险将提高投资者所要求的投资回报率,使发债企业进行债券融资时所付出的成本增加。

其次,高管权力过大会造成会计信息质量下降,导致投资者由于信息不对称而面临的风险增大,进而使得债券融资成本提高。根据高层梯队理论,管理者特质影响他们的决策选择,进而影响企业的执行效率与经营活动,其中包括会计活动^[25]。一方面,权力过大的高管可以操控会计信息,导致会计信息质量下降。随着高管权力的增大,高管有动机也有能力利用自身权力直接操纵盈余管理来获得私有利益,也能间接通过削弱内部控制的有效性来降低会计信息质量。不仅如此,在高管集权的情况下,企业CFO会迫

于CEO的压力而参与会计信息操纵^[26]。另一方面,高管谋取私利后倾向于减少信息披露,从而导致信息披露质量下降,信息不对称问题会更加严重。赵息等研究发现,管理层权力越大,其越倾向于隐瞒已经存在的内部控制缺陷^[27],也就是说,管理层会利用自身对公司的控制权来影响内部控制以及表内表外或有事项的信息披露情况。可见,会计信息质量、信息披露会直接影响债券融资成本,债券发行者和投资者之间的信息不对称会导致投资者要求更高的风险补偿,从而推高债券信用利差,由此可以推断,高管权力越大,企业债券融资成本越高。

最后,高管权力越大,其受到的制约与监督越少,公司治理机制可能会失去作用,使得投资者面临的风险增大,最终导致债券融资成本提高。当高管权力过大时,公司的激励机制和监督机制会受到严重的威胁,公司治理机制失去作用。基于“经济人”假设,高管在进行决策时会争取最大的经济利益,从而影响公司治理。一方面,高管权力越大,其越有能力影响企业的薪酬结构和股权激励条件,并有可能导致激励机制失效^[22];另一方面,高管权力越大,其受到董事会、股东和其他管理人员的约束就会越少,拥有的经营决策权越大,进而会使得企业的监督机制无法发挥作用^[8]。此外,高管权力影响企业的内部控制质量,高管权力越大,其越有可能实施机会主义行为,增加内部控制缺陷存在的可能性,而且有研究发现高管权力可以通过干预审计委员会专业性作用的发挥来降低其对内部控制的监督作用^[28]。由此我们可以发现,高管权力过大会影响公司治理机制,导致公司治理效率降低。此外,公司治理水平、内部控制质量对企业的资本成本有着显著影响,所以在高管权力过大的情况下,投资者会因为公司治理机制失效产生的潜在风险而采取价格保护措施,进而导致债券发行者的融资成本变高。

基于以上分析,本文提出假设1:

H1:在其他条件不变的情况下,高管权力增强会导致企业债券融资成本提高。

(二)产权性质、高管权力与债券融资成本

产权性质的差异不仅使得高管权力产生的经济后果不一致,而且对企业债券融资成本的影响程度也不一致。就国有企业而言,自20世纪80年代实行“放权让利”改革以来,管理层权力得到不断增强和提升,高管对企业的经营决策有着绝对影响力。我国的国有企业中存在“所有者缺位”现象,所有权的分散导致无法对高管实行有效的监督,高度集权的高管具有绝对决策权。此外,我国目前处于经济转型时期,不完善的外部市场环境(资本市场不健全、法律环境不完善等)无法对公司进行有效的监督和约束,内部治理结构的不健全和外部约束机制的不完善导致国有企业“内部人控制”现象更加严重,这为高管利用自身权力获取私利与寻租活动提供了“隐形保障”。相对而言,在民营企业中,管理者与股东的利益更加趋同,代理问题得到了较好的解决。在国有企业中,高管会利用权力进行薪酬操纵以攫取私有利益,损害公司价值,并且国有企业中高管权力对隐形腐败的影响更加显著,而民营企业中的股权激励制度较好地解决两者之间的关系^[29]。董红晔等研究发现,高管权力的增强导致国有企业过度投资的现象加重^[4]。不仅如此,国有企业高管还会对投资效率产生间接影响,过大的高管权力会降低内部控制对过度投资的抑制作用。权小锋等通过区分产权性质研究发现,相对于非国有企业,国有企业中CEO权力大小对业绩波动的影响更加显著,说明在国有企业中过大的高管权力带来的经营风险更多^[24]。再者,民营企业更加注重经济收益,而国有企业的经营目标更加多元化,高管的关注点较为分散,精力更多地放在政治身份、社会影响等方面,经营目标得不到实现,进而导致经营风险加大,而且国有企业的高管一般具有政治身份,这在一定程度上增强了其权力,为其谋取私利与寻租行为提供了渠道与保障。

从上述分析中我们可以看出,国有企业高管权力过大带来的经济后果更加恶劣,使得投资者面临的风险更大,导致投资者要求更高的价格补偿,债券融资成本增加,由此本文提出假设2:

H2:在其他条件不变的情况下,国有企业中高管权力对债券融资成本的影响程度显著高于非国有企业。

(三)市场化进程、高管权力与债券融资成本

自市场化改革以来,我国市场化进程逐渐加快,但各地区市场化发展水平存在显著的不均衡,这也导致不同地区的公司所面临的外部市场环境存在显著差异。高管的权力配置虽然是公司内部治理结构的体现,但其对权力的使用及经济后果同时受到外部市场环境的制约。在市场化程度较低的地区,监管措施与立法制度的不完善难以对高管权力形成有效的约束,使高管有漏洞可循,滥用权力谋取私利的可能性极大增加。张敦力等分析发现,在不确定的市场环境下,企业对或有事项信息的可操纵性更强,因此高管利用权力对信息进行操纵的动机也更强,以掩盖“坏消息”^[30]。而在市场化程度较高的地区,有效的政府监督与市场制约机制能够提升对高管日常经营活动的披露要求和监督力度,从而可以抑制高管获取过度隐形私有利益^[31]。杨兴全等研究发现,市场化进程可以有效降低管理层权力的负面经济效应,能够抑制管理层滥用权力持有大量现金而进行过度投资的行为^[32]。李小荣研究发现,法律制度越完善的地区,高管权力与权益资本成本之间的正相关关系越弱,而且在市场化水平较高的地区,企业高管以其经营绩效作为晋升参考标准的激励机制更能得到有效执行^[11]。可见,市场化程度越高,高管滥用权力进行机会主义的行为越能够受到约束和控制。另外,在市场化程度越高的环境中,经理人市场越完善,为了自身声誉与形象,高管的行为决策会更加谨慎与高效,利用权力获取私利的动机会越少。

不仅如此,市场化程度越高,保障制度越完善,越能充分发挥市场的公司治理效应,这通过影响公司行为来影响债券融资成本。在市场化程度较高的地区,企业的盈余管理行为会受到更多的约束,而且企业更愿意通过自愿性信息披露来降低逆向选择,进而更容易获得市场投资者的认可。综上所述,本文提出假设3:

H3:在其他条件不变的情况下,市场化进程能够抑制高管权力与债券融资成本之间的正相关关系,即在市场化程度较高的地区,高管权力与债券融资成本之间的正相关关系不再显著。

三、研究设计

(一)样本选择与数据来源

本文选取2013—2017年沪深证券交易所上市公司发债数据为研究样本,探讨高管权力与公司债券融资成本之间的关系。在获得初始样本之后,我们对数据进行如下处理:(1)剔除金融行业的样本;(2)剔除ST上市公司和IPO公司发行的公司债券;(3)剔除数据缺失的样本。经筛选,本文最终获得877个观测值。考虑到极端值对实证结果的消极影响,本文对所有连续变量进行上下1%的缩尾处理。本文的债券数据以及机构投资者持股比例数据来源于Wind数据库,财务数据以及高管个人信息来源于CSMAR数据库,其中部分缺失的数据通过上市公司年报以及新浪财经网进行查询并经手工整理获得。本文使用SPSS和STATA计量分析软件进行数据处理。

(二)变量选取与定义

1.解释变量:高管权力。国内关于高管权力的研究大多将高管范围界定为公司的总经理、CEO或总裁,本文考虑到我国公司的总经理位于科层结构的顶端,掌握着实际经营决策权,所以我们将高管限定为公司的总经理、CEO等。对于高管权力的衡量,本文根据Kim等的权力模型^[33],借鉴权小锋等、赵息等的研究思路^[24,27],从组织权力、所有权权力、个人能力权力三个维度各选取两个虚拟变量来刻画高管权力的大小,对六个虚拟变量直接加总求和得到高管综合权力 $Power$,具体如表1所示。另外,我们在后文将对六个指标进行主成分分析,以主成分综合得分来衡量高管综合权力,并进行稳健性检验。

(1)组织权力:本文选取两职兼任与董事会规模两个虚拟指标来衡量。总经理一般处于企业科层结构的顶端,是整个组织中职务最高的管理者与经营者,拥有实际的经营决策权。如果总经理同时兼任董事长,必然会具有更强的实际控制权,权力更大,所以这种情况下虚拟变量取1,否则取0。当董事会规模

过大时,董事会的沟通会存在一定的困难,难以达成统一意见,无法对高管形成有效监督,使得高管的话语权变大,所以当董事会规模大于行业中位数时虚拟变量取1,否则取0。

(2)所有权权力:本文选取高管是否持股和机构投资者持股比例来衡量。在所有权和经营权分离的情况下,高管的所有权权力是衡量高管综合权力的一个重要指标。当高管持有公司的股权时,管理者和股东的双重身份会使其拥有的权力更大,这会增强高管的决策影响力,所以当高管持股时取1,否则取0。近年来机构投资者作为外部监督者发展迅速,可以实现对公司管理层和运行情况的监管,这在一定程度上削弱了高管的决策自由度,当机构投资者持股比例较低时,高管受到的外部监督就会降低,使得高管拥有的权力增大,所以当机构投资者持股比例小于行业中位数时虚拟变量取1,否则取0。

(3)个人能力权力:本文采用高管任职时长与是否在外兼职来衡量。作为非正式权力,个人能力权力反映了高管自身所具备的能力。高管的任职时长在一定程度上代表其拥有的经验与树立的威信,当高管任职时间较长

表1 高管权力的维度指标

权力维度	指标解释	维度符号
组织权力 $power1$	当总经理兼任董事长时取1,否则取0	$p1$
$power1=p1+p2$	当董事会规模大于行业中位数时取1,否则取0	$p2$
所有权权力 $power2$	当高管持有公司股份时取1,否则取0	$p3$
$power2=p3+p4$	当机构投资者持股比例小于行业中位数时取1,否则取0	$p4$
个人能力权力 $power3$	当高管的任职时长大于行业中位数时取1,否则取0	$p5$
$power3=p5+p6$	当高管在外兼职时取1,否则取0	$p6$
综合权力	$power=power1+power2+power3$	$power$

时,其权力会得到强化,对董事会的控制力与影响力越大,被替换的可能性越小。高管在外兼职越多,说明其拥有的社会资本越多,影响力与决策权越大。当高管的任职时长大于行业中位数时取1,否则取0;当高管在外兼职时虚拟变量取1,否则取0。

2.被解释变量:公司债券信用利差。关于公司债券融资成本的衡量方法主要是信用利差,即公司债券的到期收益率与同时同期限的国债到期收益率之差。信用利差反映了投资者对公司债券所要求的风险补偿,也在一定程度上反映了公司进行债券融资所需要的成本。由于我国公司债券为平价发行,因此本文中公司债券的信用利差通过债券的票面利率与同期同剩余期限的国债到期收益率的差额求得。

3.调节变量:市场化进程。借鉴杨兴全等的做法^[32],本文选用王小鲁、樊纲的《中国分省份市场化指数报告》中的中国各地区市场化指数^[34]对市场化进程进行衡量。然后,根据市场化指数的中位数对样本进行分组,分别得到市场化程度较高的样本组和市场化程度较低的样本组进行回归检验。

4.控制变量:由于公司债券的融资成本会受到其他因素的影响,因此借鉴朱松、王雄元等的研究^[17-18],本文选择债券剩余期限、债券发行规模、企业资产规模、企业的盈利能力、企业的偿债能力、企业的发展能力、企业的每股盈利、企业的产权性质作为控制变量,并且设置年份($Year$)与行业($Industry$)两个哑变量。考虑到滞后效应的影响,本文的解释变量与财务变量均采用滞后一期的数据。

主要变量的定义如表2所示。

(三)模型设定

为了检验提出的假设,本文构建如下模型检验高管权力与债券融资成本之间的关系。

$$Spread = \alpha_0 + \beta_1 power + \beta_2 Maturity + \beta_3 Volume + \beta_4 Size + \beta_5 Roe + \beta_6 Leverage + \beta_7 Growth + \beta_8 Eps + \beta_9 State + \sum Year + \sum Industry + \varepsilon$$

其中, $Spread$ 表示债券融资成本; $Power$ 表示高管综合权力,考虑到高管权力产生的经济后果可能存在滞后效应,所以高管权力的衡量采用滞后一期的数据,另外在检验高管权力不同维度的影响差异时,采用表1中整理得到的 $power1$ 、 $power2$ 、 $power3$ 数据进行回归分析,根据相关系数与显著性水平进行分析探讨;在进一步分析产权性质与市场化进程的调节作用时,将全样本分为国有企业与民营企业、市场化程度高与市场化程度低的样本组,研究不同产权性质与市场化进程下高管权力对债券融资成本的影响差异。

四、实证结果与分析

表2 主要变量定义表

(一)描述性统计

表3为变量的描述性统计结果。债券的信用利差平均值为2.509%,最大值为6.747%,最小值为0.0588%,说明债券市场中不同债券之间的融资成本差异较大,投资者对风险不同债券要求的价格补偿存在显著差异。*Power*的最大值为6,最小值为0,平均值为2.3170,说明不同的发债企业间高管特征存在异质

性,权力配置结构也存在差异。其他变量的统计结果均在正常范围之内,不同公司在盈利情况、偿债能力、规模大小等方面均存在差异。

(二)相关性分析

表4列示了变量之间的相关性分析结果。高管权力*power*与债券融资成本在1%显著性水平上正相关,初步说明高管权力过大将会导致债券融资成本增加的恶劣后果,假设1得到支持。另外,债券特征、企业财务指标与债券融资成本的关系也比较显著,说明投资者会将这些指标作为投资决策的参考依据。此外,各变量之间相关系数的绝对值小于0.5,且进一步分析发现方差膨胀因子VIF平均值小于2,说明变量之间不存在严重的多重共线性问题。

表3 变量的描述性统计

变量	N	均值	标准差	最小值	最大值	中位数
<i>Spread</i>	877	2.5090	1.3899	0.0588	6.7470	2.2977
<i>Power</i>	877	2.3170	1.3293	0	6	2
<i>Power1</i>	877	0.4322	0.5419	0	2	0
<i>Power2</i>	877	0.9418	0.7231	0	2	1
<i>Power3</i>	877	0.9430	0.7533	0	2	1
<i>Maturity</i>	877	4.4726	1.5002	1	10	5
<i>Volume</i>	877	6.7472	0.8770	3.9120	9.6804	6.8024
<i>Size</i>	877	23.7878	1.4855	20.3706	28.5052	23.7086
<i>Roe</i>	877	10.0333	11.4310	-124.5100	43.4800	9.2900
<i>Leverage</i>	877	59.4896	18.3962	4.3526	94.1317	62.8088
<i>Growth</i>	877	22.5340	73.4524	-59.1203	1263.9930	11.9783
<i>Eps</i>	877	0.4541	0.4618	-1.3320	2.7101	0.3300
<i>State</i>	877	0.5436	0.4930	0	1	0
<i>Market</i>	877	8.0465	8.6900	0.6200	9.9500	1.7541

表4 变量的相关性分析

变量	<i>spread</i>	<i>power</i>	<i>Maturity</i>	<i>Volume</i>	<i>Size</i>	<i>Roe</i>	<i>Leverage</i>	<i>Growth</i>	<i>Eps</i>	<i>State</i>
<i>Spread</i>	1									
<i>Power</i>	0.123***	1								
<i>Maturity</i>	-0.407***	-0.002	1							
<i>Volume</i>	-0.322***	-0.095***	0.230***	1						
<i>Size</i>	-0.279***	-0.078**	0.153***	0.482***	1					
<i>Roe</i>	0.035	0.059*	-0.034	0.161***	0.192***	1				
<i>Leverage</i>	0.144***	-0.096***	-0.085**	0.304***	0.469***	0.182***	1			
<i>Growth</i>	-0.240***	-0.02	-0.156***	-0.059*	0.119***	0.248***	0.036	1		
<i>Eps</i>	-0.121***	0.012	0.061*	0.237***	0.273***	0.779***	0.140***	0.146***	1	
<i>State</i>	-0.508***	-0.225***	0.294***	0.302***	0.287***	-0.233***	0.108***	-0.235***	-0.149***	1

(三)多元回归分析

1. 高管权力和债券融资成本

表5报告了高管权力与债券信用利差的回归结果,第(1)列中高管综合权力*Power*和债券信用利差的关系显著为正,*Power*的系数为0.0847,显著性水平达到1%,说明高管权力的强度显著影响债券的融资成

本,并且高管权力越大,债券的信用利差越大,即发债企业需要付出的成本越多,假设1得到验证。市场投资者能够意识到高管权力过大带来的恶劣后果,从而会采取风险补偿措施,要求更高的投资回报率,进而导致债券的融资成本提高。从控制变量的结果来看,债券自身特征直接影响债券定价,发债规模和剩余年限与债券信用利差显著相关,同时发债主体的财务状况(如资产规模、偿债能力、成长能力)在1%的显著性水平上影响债券信用利差。另外,产权性质在1%的显著性水平上与债券融资成本负相关,说明国有企业发行债券时由于隐形担保作用更容易获得较低的融资成本。

本文还检验了高管权力三个维度与债券融资成本的关系。首先,从高管的组织权力来看,第(2)列中 *power1* 与债券融资成本在1%的显著性水平上正相关,回归系数为0.2239,说明高管的组织权力越大,债券的融资成本越高。两职合一会导致高管权力过大,削弱董事会的监督作用,此时高管越有可能隐瞒负面信息,降低信息透明度。对于董事会规模来讲,一方面,过大的董事会规模容易产生沟通不畅问题,对高管的约束和监督作用会减少,反而使得高管权力增大;另一方面,董事会规模越大,企业越有可能发生财务舞弊行为,盈余管理程度越高。因此,高管的组织权力过大会导致投资者要求更高的风险补偿,进而推高债券融资成本。其次,从所有权权力来看,第(3)列中 *power2* 与债券融资成本在1%的显著性水平上正

相关,回归系数为0.1266,说明当高管持有公司股份时,管理者与所有者两者身份的重合使得高管的权力更大,高管的决策影响力更大。一方面,根据壕沟防守效应,当高管持股比例增加时,其受到的约束会更少,高管就更有可能为了追求个人利益而降低企业价值;另一方面,当机构投资者持股比例较低时,对高管的监督和约束作用下降,无法有效减少高管滥用权力进行机会主义的行为。最后,从个人能力权力来看,第(4)列中 *power3* 与债券融资成本负相关,系数为0.0325但不显著,这也符合实际情况,说明高管的个人能力不会对企业造成负面影响,反而能够在一定程度上给企业带来正面影响。

2. 产权性质的调节作用

从表6中第(1)列和第(2)列可以看出,在国有企业样本中,高管权力 *Power* 的系数为0.1258,显著性水平达到1%,而在非国有企业中, *Power* 与债券信用利差的关系不显著,且相关系数变小,说明国有企业中高管权力过大产生的经济后果更加严重,对债券融资成本的影响程度显著高于非国有企业,假设2得到验证。

3. 不同市场化进程下高管权力和债券融资成本的关系

从表6中第(3)列和第(4)列可以看出,在市场化程度较低的地区,高管权力 *Power* 与债券融资成本在1%的水平上显著正相关,相关系数为0.1948,而在市场化程度较高的地区,高管权力 *Power* 与债券融资成本之间呈负相关关系且不显著,说明市场化进程能够抑制高管滥用权力导致的恶劣后果,并且在一定程

表5 高管权力对债券信用利差的影响

变量	(1) <i>Power</i>	(2) <i>Power1</i>	(3) <i>Power2</i>	(4) <i>Power3</i>
	<i>Spread</i>			
<i>Power</i>	0.0847*** (3.251)			
<i>Power1</i>		0.2239*** (3.515)		
<i>Power2</i>			0.1266*** (2.600)	
<i>Power3</i>				-0.0325 (-0.718)
<i>Maturity</i>	-0.1901*** (-7.722)	-0.1934*** (-7.845)	-0.1881*** (-7.632)	-0.1849*** (-7.484)
<i>Volume</i>	-0.1422*** (-2.635)	-0.1509*** (-2.799)	-0.1344** (-2.479)	-0.1460*** (-2.691)
<i>Size</i>	-0.2146*** (-5.260)	-0.2209*** (-5.402)	-0.2045*** (-5.010)	-0.2076*** (-5.062)
<i>Roe</i>	0.0096 (1.419)	0.0111 (1.644)	0.0097 (1.428)	0.0108 (1.591)
<i>Leverage</i>	0.0217*** (7.944)	0.0208*** (7.619)	0.0218*** (7.964)	0.0216*** (7.861)
<i>Growth</i>	-0.0028*** (-3.009)	-0.0024*** (-2.590)	-0.0028*** (-2.997)	-0.0027*** (-2.844)
<i>Eps</i>	-0.6800*** (-5.372)	-0.6907*** (-5.469)	-0.6861*** (-5.410)	-0.7009*** (-5.511)
<i>State</i>	-1.1150*** (-13.568)	-1.1588*** (-14.361)	-1.1137*** (-13.377)	-1.1593*** (-14.215)
<i>cons</i>	11.1848*** (11.603)	11.6102*** (11.994)	10.8845*** (11.148)	11.2725*** (11.625)
<i>Year/Industry</i>	yes	yes	yes	yes
R-squared	0.519	0.52	0.5168	0.5133
F	36.0042***	36.1445***	35.7056***	35.2155***

注:括号内为t值,***、**、*分别表示在1%、5%、10%水平上显著。下同。

度上能够发挥高管权力的正面治理作用,降低债券融资成本,假设3得到验证。市场化程度越高,高管权力与债券融资成本的正相关性越弱,说明市场化程度更高的外部环境能够抑制高管滥用权力,降低其负面经济后果,甚至能有效引导管理者利用手中权力进行合理决策,给公司带来正面影响。

(四)稳健性分析

为了使研究结论更加稳健,本文进行如下测试:(1)改变高管权力的衡量方法,对高管权力的六个虚拟指标进行主成分分析,用主成分综合得分来衡量高管权力 $power_{-new}$,带入回归模型中再次进行实证分析,具体结果见表7。(2)改变债券融资成本的衡量方法,债券融资成本利用发行当年二级市场债券的到期收益率与同期相同剩余期限国债到期收益率之差求得,二级市场中债券的到期收益率是债券市场投资者的直接反馈,更能体现债券风险程度与投资者要求的投资回报率,为此本文使用新的 $spread_{-new}$ 替代 $Spread$,放入实证模型中重新进行回归分析,具体结果如表8所示。(3)改变调节作用的检验方法,采用高管权力与产权性质的交乘项 $power \times state$ 、高管权力与市场化进程的交乘项 $power \times market$ 取代分组方式来检验产权性质、市场化进程的调节作用,这样使得结果更具有

说服力。表9为交乘项检验的回归结果, $power \times state$ 与债券融资成本显著正相关,说明在国有企业中高管权力对债券融资成本的负面影响更大; $power \times market$ 与债券融资成本在1%显著性水平上负相关,说明在市场化程度更高的环境中管理者受到的约束相对更多,产生的负面后果相对更少,甚至会引导高管利用权力创造价值,研究结论再一次得到证实。稳健性检验结果与前文回归分析结果没有实质性差异,说明本文所得研究结论是稳健和可靠的。

表6 不同产权性质、市场化进程下高管权力对债券信用利差的影响

变量	(1)国有企业	(2)非国有企业	(3)市场化程度低	(4)市场化程度高
	Spread			
Power	0.1258*** (3.606)	0.0498 (1.418)	0.1948*** (5.375)	-0.0164 (-0.451)
Maturity	-0.0540** (-2.092)	-0.3657*** (-8.787)	-0.1619*** (-4.573)	-0.1727*** (-5.230)
Volume	-0.05 (-0.659)	-0.0617 (-0.881)	-0.1271* (-1.662)	-0.1046 (-1.415)
Size	-0.2638*** (-5.703)	-0.3427*** (-4.751)	-0.2332*** (-3.721)	-0.2533*** (-4.584)
Roe	0.0084 (0.643)	-0.0009 (-0.109)	-0.0054 (-0.591)	0.0184* (1.837)
Leverage	0.0202*** (5.954)	0.0218*** (5.433)	0.0185*** (4.759)	0.0212*** (5.559)
Growth	-0.0018 (-1.239)	-0.0034*** (-2.942)	-0.0035*** (-2.770)	-0.0024* (-1.711)
Eps	-0.5559*** (-2.365)	-0.4797*** (-3.074)	-0.4656*** (-2.784)	-0.7359*** (-3.976)
State			-1.0230*** (-8.635)	-0.9337*** (-8.263)
cons	8.8284*** (6.214)	13.0487*** (8.861)	11.3258*** (7.863)	10.8335*** (8.552)
Year/Industry	yes	yes	yes	yes
R-squared	0.4108	0.4288	0.5527	0.5065
F	12.0017***	15.7855***	22.0075***	17.4609***

表7 稳健性分析结果1 (采用主成分分析方法衡量高管权力)

变量	全样本	国有企业	民营企业	市场化程度低	市场化程度高
	Spread				
Power _{-new}	0.1570*** (3.123)	0.2132*** (3.207)	0.068 (0.998)	0.3359*** (4.784)	0.0176 (0.252)
控制变量	yes	yes	yes	yes	yes
R-squared	0.5185	0.4062	0.4277	0.5466	0.5064
F	35.9405***	11.7956***	15.7138***	21.4942***	17.4497***

表8 稳健性分析结果2 (采用二级市场信用利差衡量债券融资成本)

变量	全样本	国有企业	民营企业	市场化程度低	市场化程度高
	spread _{-new}				
Power	0.1011*** (3.423)	0.1570*** (3.933)	0.0750* (1.861)	0.2178*** (5.291)	0.0457 (1.069)
控制变量	yes	yes	yes	yes	yes
R-squared	0.4656	0.349	0.3872	0.5067	0.4292
F	29.2302***	9.4598***	13.4164***	18.4596***	13.0319***

五、结论性评述

本文利用2013—2017年沪深证券交易所上市公司发债数据分析了高管权力与债券融资成本的关系,

并检验了产权性质与市场化进程对两者关系的调节作用,所得研究结论如下:(1)高管权力的增强会导致债券融资成本的增加,高管权力的三个维度对债券融资成本的影响不同,组织权力与所有权权力会导致债券融资成本显著增加,个人能力与债券融资成本负相关但不显著。(2)国有企业中高管权力对债券融资成本的影响显著高于非国有企业,说明国有企业中高管权力过大带来的经济后果更为严重。(3)在市场化程度较高的地区,高管权力与债券融资成本之间的正相关关系不再显著,说明市场化进程能够对高管权力形成有效的监督与制约,弱化高管权力与债券融资成本之间的关系。

根据研究结论,本文提出如下建议:(1)就外部市场环境而言,一方面应该健全法律机制,制定有效的监督机制与引导策略,合理引导高管合法利用自身权力为公司创造价值;另一方面应提高法律执行效率,明确高管滥用权力造成市场运行失调的惩罚措施,以对管理者行为形成一定的制约。(2)就企业自身而言,企业应该建立完善的内部治理机制和企业文化,合理配置高管权力以抑制其过度膨胀,避免高管滥用职权损害公司价值和投资者利益。国有企业更应该关注高管权力滥用的现象,更应该通过对高管权利进行有效的监督和约束来提高公司治理效率,避免高管权力滥用产生的恶劣后果。首先,可以实行两职分离,避免因CEO兼任董事长而导致其权力无法受到约束;其次,合理控制董事会规模,使得董事之间的沟通及时有效,能够对高管形成强有力的监督与约束;最后,制定适当的股权激励政策和高管任期年限,注重培养高管的个人能力,在最大程度上充分发挥高管及其权力的作用。

由于目前高管权力的衡量体系尚未统一明确,且不同的权力维度之间可能存在交互影响,因此将来需要进一步厘清高管权力的衡量方法以及不同权力维度之间的关系,另外未来可以通过实证检验来更加深入地研究高管权力对债权融资成本的影响路径。

参考文献:

- [1] Cheng S. Board size and the variability of corporate performance[J]. Journal of Financial Economics, 2008, 87(1):157-176.
- [2] 刘启亮, 罗乐, 张雅曼, 等. 高管集权、内部控制与会计信息质量[J]. 南开管理评论, 2013(1):15-23.
- [3] 刘星, 代彬, 郝颖. 高管权力与公司治理效率——基于国有上市公司高管变更的视角[J]. 管理工程学报, 2012(1):1-12.
- [4] 董红晔, 李小荣. 国有企业高管权力与过度投资[J]. 经济管理, 2014(10):75-87.
- [5] Malmendier U, Tate G, Yan J. Overconfidence and early-life experiences: The effect of managerial traits on corporate financial policies [J]. The Journal of Finance, 2011, 66(5):1687-1733.
- [6] 林晚发, 钟辉勇, 李青原. 高管任职经历的得与失?——来自债券市场的经验证据[J]. 金融研究, 2018(6):171-188.
- [7] 周楷唐, 麻志明, 吴联生. 高管学术经历与公司债务融资成本[J]. 经济研究, 2017(7):171-185.
- [8] Shuto A, Kitagawa N. The effect of managerial ownership on the cost of debt: Evidence from Japan[J]. Journal of Accounting Auditing & Finance, 2010, 26(DP2010-05):590-620.
- [9] Gul F A, Leung S. Board leadership, outside directors' expertise and voluntary corporate disclosures[J]. Journal of Accounting & Public Policy, 2004, 23(5):351-379.
- [10] Anderson R C, Mansi S A, Reeb D M, et al. Board characteristics, accounting report integrity, and the cost of debt[J]. Journal of Accounting & Economics, 2004, 37(3):315-342.
- [11] 李小荣, 董红晔. 高管权力、企业产权与权益资本成本[J]. 经济科学, 2015(4):67-80.
- [12] 李小荣, 董红晔, 张瑞君. 企业CEO权力影响银行贷款决策吗[J]. 财贸经济, 2015(7):81-95.
- [13] 李小荣, 董红晔. 高管权力与商业信用[J]. 当代经济科学, 2015(4):110-117.
- [14] 何平, 金梦. 信用评级在中国债券市场的影响力[J]. 金融研究, 2010(4):15-28.

表9 稳健性分析结果3(采用交乘项检验调节作用)

变量	产权性质的调节作用	市场化进程的调节作用
<i>Power</i>	0.0238 (0.728)	0.2469*** (6.446)
<i>Power×state</i>	0.1639*** (3.082)	
<i>State</i>	-1.4575*** (-10.564)	
<i>Power×market</i>		-0.1661*** (-3.079)
<i>Market</i>		-0.1941 (-1.324)
控制变量		
R-squared	0.5237	0.459
F	35.4051***	27.5457***

- [15] 敖小波,林晚发,李晓慧.内部控制质量与债券信用评级[J].审计研究,2017(2):57-64.
- [16] 方红星,施继坤,张广宝.产权性质、信息质量与公司债定价——来自中国资本市场的经验证据[J].金融研究,2013(4):170-182.
- [17] 朱松.债券市场参与者关注会计信息质量吗[J].南开管理评论,2013(3):16-25.
- [18] 王雄元,高开娟.客户集中度与公司债二级市场信用利差[J].金融研究,2017(1):130-144.
- [19] Hambrick D C, Mason P A. Upper Echelons: The organization as a reflection of its top managers[J]. Academy of Management Review, 1984, 9(2):193-206.
- [20] Finkelstein S. Power in top management teams: Dimensions, measurement, and validation[J]. Academy of Management Journal Academy of Management, 1992, 35(3):505-538.
- [21] 樊纲,王小鲁,张立文,等.中国各地区市场化相对进程报告[J].经济研究,2003(3):9-18.
- [22] Bebchuk L A, Fried J M, Walker D I. Managerial power and rent extraction in the design of executive compensation[J]. University of Chicago Law Review, 2002, 69(3):751-846.
- [23] Van Essen M, Otten J, Carberry E J. Assessing managerial power theory: A meta-analytic approach to understanding the determinants of CEO compensation[J]. Journal of Management, 2015, 41(1):164-202.
- [24] 权小锋,吴世农.CEO权力强度、信息披露质量与公司业绩的波动性——基于深交所上市公司的实证研究[J].南开管理评论,2010(4):142-153.
- [25] Luzi H, Christian L, Wysocki P D. Global accounting convergence and the potential adoption of IFRS by the United States: An analysis of economic and policy factors[J]. SSRN Electronic Journal, 2009, 24(3):355-394.
- [26] Feng M, Ge W, Luo S, et al. Why do CFOs become involved in material accounting manipulations? [J]. Social Science Electronic Publishing, 2011, 51(1-2):21-36.
- [27] 赵息,许宁宁.管理层权力、机会主义动机与内部控制缺陷信息披露[J].审计研究,2013(4):101-109.
- [28] 刘焱,姚海鑫.高管权力、审计委员会专业性与内部控制缺陷[J].南开管理评论,2014(2):4-12.
- [29] 黄国良,丁月婷,吴汉英.高管权力、股权激励与隐性腐败[J].经济经纬,2017(3):105-110.
- [30] 张敦力,张婷.管理层权力与或有事项信息披露——基于环境不确定性的调节效应研究[J].审计与经济研究,2018(2):1-8.
- [31] 谢获宝,惠丽丽.市场化进程、企业绩效与高管过度隐性私有收益[J].南方经济,2015(3):52-76.
- [32] 杨兴全,张丽平,吴昊旻.市场化进程、管理层权力与公司现金持有[J].南开管理评论,2014(2):34-45.
- [33] Kim E H, Lu Y. Is chief executive officer power bad?[J]. Asia-Pacific Journal of Financial Studies, 2011, 40(4):495-516.
- [34] 王小鲁,樊纲,余静文.中国分省份市场化指数报告(2016)[M].北京:社会科学文献出版社,2017.

[责任编辑:王丽爱]

A Research on the Impact of Executive Power on Bond Financing Cost

YU Jing, XU Xiaoqing

(School of Business, Hohai University, Nanjing 211100, China)

Abstract: Based on the data of bond market in China, this paper studies the impact of intensity and dimension of executive power on the cost of corporate bond financing, and further explores the moderating effect of property right nature and marketization process on the relationship between them. Empirical results show that: (1) with the enhancement of executive power, the cost of corporate bonds will increase. Executive organization power and ownership power are significantly and positively correlated with the cost of corporate bonds, while individual ability power is insignificantly and negatively related to the cost of corporate bonds. (2) Compared to non-state-owned enterprises, the positive correlation between executive power and the cost of corporate bonds in state-owned enterprises is even more significant. (3) In the region with lower marketization progress, the positive correlation between executive power and the cost of corporate bonds is more significant.

Key Words: executive power; corporate bonds; credit spread; ownership type; marketization process; bond financing costs; state-owned enterprises