

定期收集社会使用反馈，明确开放重点领域，提供内容更丰富、应用价值更高的公共数据资源。

第三，强化资本市场信息功能，畅通信息反馈渠道。基于本文研究视角，公共数据对企业价值的促进作用，依赖于投资者私有信息生产及资本市场“信息反馈”机制的有效发挥。建议进一步完善资本市场信息制度，培育机构投资者等专业信息主体，降低交易成本、提升市场流动性，从而降低私有信息生产成本，增强资本市场信息聚合与反馈功能，促进信息向实体决策的有效传导。

## 债权人保护与可转债策略性发行 ——基于破产法庭设立的证据

解维敏 郭佳璐 张恒鑫

近年来，可转债已成为中国上市公司重要的再融资渠道，市场地位日益凸显。与普通债券和股票相比，可转债在契约安排上更具灵活性，复杂的条款设计影响了其在债性与股性之间的动态平衡。具体而言，可转债的债性体现为转股前持有人对债券面值和固定利息的索取权，而股性则表现为转股后持有人对企业剩余价值的分享权。通过调整可转债契约设计，发行企业可根据自身战略需求设定可转债的属性特征。

现有文献主要从公司内部视角探讨可转债契约设计的影响因素。例如，信息不对称程度较高的企业倾向于将可转债视为一种“延迟股权要约”，其发行目的主要在于获取股权融资，此时可转债结构更偏股型。代理问题较突出的企业倾向于发行偏债型的可转债，以发挥其公司治理功能。除此之外，金融工具的契约设计还与企业所处的外部法律环境密切相关。债权人保护制度作为外部法律环境的重要组成部分，通过改变债权人的谈判地位和风险预期，将显著影响可转债契约设计中债股属性。尽管已有文献基于发达国家场景验证了债权人保护制度对金融市场的影响，但中国的法律体系

和金融环境与发达国家尚存在一定差异。尤其在债权人保护方面，相关法律制度仍在完善过程中，对债权人权益的保护力度相对有限。同时，我国可转债存在发行门槛较低、信息披露不够充分、投资者过度投机等问题。因此，基于中国场景，探讨债权人保护对可转债发行及契约设计的影响，有助于揭示债权人保护制度在新兴市场的现实作用，对发展中国家的金融工具发展具有一定参考意义。

破产法治建设作为债权人保护的直接体现，其核心在于通过构建完善的破产法律框架和高效的司法体系，有效保障债权人在企业破产清算过程中的合法权益。然而，已有研究指出破产法治建设对企业发展的影响呈现两面性：一方面，破产法治通过强化债权人保护水平，提升了企业融资的可得性，降低了融资成本，有助于企业扩大生产规模；另一方面，破产法治的强化可能使企业对债务融资采取更谨慎的态度，转而依赖内部融资和股权融资，从而限制其长远发展。并且，过于严格的破产法律会使企业家规避高风险投资项目，进而抑制创新活力。破产法治建设对企业可转债发行及发行动机的作用尚未得到充分讨论。因此，在当前破产法治体系日趋完善的背景下，债权人权益保护机制的强化对企业可转债发行行为的影响及其内在机理仍需进一步探究。

基于此，本文以中国各地级市成立破产法庭作为准自然实验，利用2007—2023年上市公司可转债发行数据，从破产法治建设视角实证检验了债权人保护对可转债发行的影响。研究发现：（1）破产法庭设立后，当地企业更可能利用可转债融资，且所发行可转债的股性特征显著增强。（2）作用机制检验表明，“后门权益”动机与“风险转移”动机是破产法庭影响可转债属性的主要路径。（3）进一步分析发现，破产法庭设立对企业发行偏股型可转债的促进作用，在内部治理和外部监督较弱、债权人保护水平较低的企业，以及金融监管水平相对薄弱的地区更加显著。（4）经济后果检验表明，破产法庭设立后，企业发行偏股型可转债会导致投资效率下降、投机性金融资产投资增加、研发投入减少，证明了可转债发行

的策略性动机。

基于以上结论，为完善债权人保护制度与可转债发行机制、促进我国金融高质量发展，提出以下相关建议。

第一，健全破产制度与可转债发行规则，引导企业理性融资。建议对高破产风险企业的可转债设置更为审慎的转股条款，如提高转股溢价、延长锁定期等，以抑制风险转移倾向。同时，加强发行信息披露，尤其是财务风险、转股条件等关键内容，帮助投资者作出合理判断。此外，监管部门应重点关注转股稀释率异常的企业，并建立持续跟踪机制。

第二，强化公司治理、市场约束与金融监管，多角度规范可转债发行。经验表明，企业内部治理与外部监督能有效约束策略性发行行为。因此，企业应完善内控体系，优化决策机制，使可转债发行符合长远发展需要。同时，发挥机构投资者、分析师等市场参与者的监督作用，借助其专业能力识别异常发行行为。监管部门也应加强区域监管协同，对可转债市场进行动态监测，及时矫正不当发行。

第三，平衡债权人与股东利益，维护金融市场稳健运行。基于本文研究视角，破产法庭虽有助于保护债权人，但也可能引发企业通过可转债转移风险，激化两类主体之间的利益冲突。建议债权人通过在债务契约中设置限制性条款，如约束偏股型可转债发行规模、要求企业保持偿债能力等，防范企业风险转嫁。市场投资者应理性分析企业发行动机，避免盲目跟进。此外，可探索通过风险分担机制，如设立专项担保或补偿基金，部分化解高债务风险，促进债权人与股东利益在制度层面的动态平衡，促进金融市場长期稳定发展。

## 基金持股、业绩联动与“基金—基民”绩效差异

李茂林 徐明扬 李逸飞

党的十八大以来，公募基金行业持续深化改革，国家十四五规

# 《债权人保护与可转债策略性发行》附录

## 附录 1 变量说明

### (一) 主要变量定义

附表 1 主要变量定义

| 变量名称       | 变量缩写            | 变量定义  |
|------------|-----------------|---|
| 可转债发行      | <i>Conv</i>     | 企业当年发行可转债取值为 1, 否则为 0                                     |
| 转股稀释率      | <i>Dilution</i> | 全部转股新增股本/ (发行前的总股本+全部转股新增股本)                              |
| 设立时间虚拟变量   | <i>Post</i>     | 破产法庭设立当年及以后年份取值为 1  |
| 破产法庭设立虚拟变量 | <i>Treat</i>    | 样本期间内企业所在城市设立破产法庭取值为 1, 否则为 0                             |
| 可转债发行规模    | <i>Bondsize</i> | 可转债实际发行量的自然对数   |
| 可转债信用评级    | <i>Degree</i>   | AAA 级取值为 5, AA+ 级取值为 4, AA 级取值为 3, AA- 取值为 2, A 级及以下取值为 1 |
| 可转债票面利率    | <i>Rate</i>     | 可转债发行企业预计 1 年内向投资者支付的利息占票面金额的比率                           |
| 可转债发行期限    | <i>Period</i>   | 可转债发行年份与到期年份差值的自然对数                                       |
| 企业规模       | <i>Size</i>     | 年末总资产的自然对数  |
| 企业年龄       | <i>Age</i>      | 样本所在年份减去企业上市年份  |
| 企业净资产收益率   | <i>Roe</i>      | 年末净利润与平均净资产的比值  |
| 企业资产负债率    | <i>Lev</i>      | 年末总负债与总资产的比值  |
| 股权集中度      | <i>Top10</i>    | 前十大股东持股数量/总股数   |
| 股票流动性      | <i>Liquid</i>   | 企业流通股份/总股本  |
| 企业价值       | <i>TobinQ</i>   | 企业市值/总资产  |
| 经济发展水平     | <i>GDP</i>      | 城市人均 GDP 的自然对数  |
| 金融发展水平     | <i>Finance</i>  | 城市金融机构存贷款余额/GDP   |

### (二) 对破产法庭设立变量的说明

该变量定义有以下两方面需要说明：一方面是关于破产法庭概念的界定。作为专门审理破产案件的司法机构，破产法庭的核心能力建在于处理企业或个人破产相关的法律事务。尽管不同地区对破产法庭的命名存在细微差异，如“破产审判庭”、“清算与破产审判庭”、“清算与破产案件专业审判庭”等，但其本质功能基本一致，即专门处理本级法院权限范围内的破产案件（李晓溪和饶品贵，2022）。而对于法院为特定审判任务而设立的临时性组织，如“破产议庭”等，其属于临时组建、任务完成后即行撤销或解散的机构，本文参考潘越等（2023）的研究，不将其纳入本研究的考察范围。基于此，本文以“专门的破产审判机构”作为判定标准，将具备此类功能的机构统称为破产法庭。值得注意的是，破产法庭的设立层级涵盖基层、中级和高级人民法院三个层级。尽管基层人民法院（如区县或以下级别）设立的破产法庭数量较多，但其设立时间往往难以考证（李晓溪和饶品贵，2022），并且本文的研究对象为上市公司，其注册登记机关均为市级及以上工商部门，此类企业的破产案件应由中级人民法院管辖。因此，本文参考许年行等（2023）的研究，仅考察地级市级人民法院的破产法庭设立情况。据此，若企业所在地在样本期间内设立了破产法庭，则将其定义为实验组，此时 *Treat* 取值为 1，否则为 0。

另一方面是破产法庭成立时间的识别。本文破产法庭设立信息的获取主要有以下两个渠道：第一是省高级人民法院及地级市中级人民法院的官方网站，这些平台作为司法信息的权威发布渠道，提供了关于破产法庭设立、运行及相关政策的详细信息。第二是最高人民法院发布的正式文件。例如 2016 年最高人民法院印发的《关于在中级人民法院设立清算与破产审判庭的工作方案》，规定首先在北京、上海、天津、重庆四个直辖市的一个中级人民法院以及河北、吉林、江苏、浙江、安徽、山东、河南、湖北、湖南、广东、四川等 11 个省的

省会城市和副省级市中级人民法院设立清算与破产审判庭，于 2016 年 7 月底前完成。其余省（区）省会城市和副省级市中级人民法院于 2016 年 12 月底前完成清算与破产审判庭设立工作。自 2019 年以来，中国各地相继设立了“独立破产法庭”，这些机构不再隶属于传统的民事诉讼庭，而是作为法院的常设机构之一正式运作。并且，大多数破产法庭的成立并非从零开始，而是在原有的清算与破产审判庭的基础上进行重组和升级。以北京破产法庭为例，该机构于 2019 年正式成立，但其前身可以追溯至 2016 年北京市第一中级人民法院设立的清算与破产案件专业审判庭。对此，本文参考潘越等（2023）的研究，*Post* 从当地最早设立相关机构的年份开始取值为 1，否则为 0。

## 附录 2 稳健性检验

### （一）安慰剂检验

为缓解破产法庭设立城市选择非随机可能带来的系统性偏误，本文采用安慰剂检验以评估估计偏差。具体操作上，分别对全样本和可转债发行样本进行 500 次随机抽样，每次随机分配实验组与对照组，并构建虚拟交乘项 *Virtual\_Treat*×*Post*。基于随机样本对主检验重新回归后，将估计系数及其 P 值绘制为核密度图。结果显示，虚拟解释变量的系数与 P 值均集中分布于零值附近，远小于真实估计值，且整体服从正态分布。该结果证实政策处理效应并非源于随机因素或模型设定偏误，支持了结论的稳健性。限于篇幅，相关结果留存备索。

### （二）Heckman 两阶段模型

本文在研究破产法庭设立对可转债策略性发行的影响时，考虑到企业发行可转债可能受到不可观测因素或固有特征的影响，仅以发行可转债的企业为样本可能导致样本选择偏差。为此，本文采用 Heckman 两阶段模型缓解内生性问题，回归结果如附表 2 所示。第一阶段利用全样本估计企业发行可转债的概率，并以发行前一年的可转债市场规模作为工具变量。结果显示，*Convertible\_market* 的系数为 0.0039，显著为正，表明可转债市场对企业发行决策有显著影响。第二阶段在回归模型中引入逆尔米斯比率（*Imr*）后，核心变量 *Treat*×*Post* 的系数为 0.0151，仍显著为正，表明在控制样本选择偏差后，破产法庭设立促使企业发行偏股型可转债的结论依然成立。

附表 2 Heckman 两阶段模型回归结果

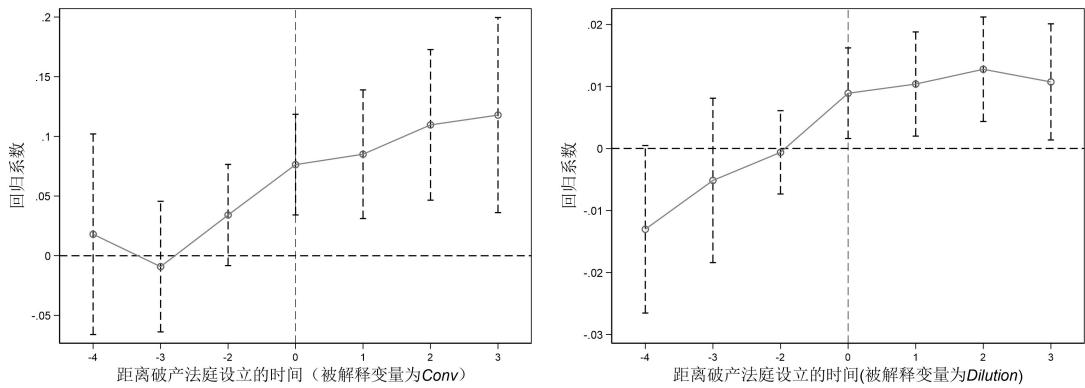
| 变量                           | (1)                   |                       | (2) |  |
|------------------------------|-----------------------|-----------------------|-----|--|
|                              | 第一阶段                  |                       |     |  |
|                              | <i>Conv</i>           | <i>Dilution</i>       |     |  |
| <i>Convertible_market</i>    | 0.0039***<br>(3.7226) |                       |     |  |
| <i>Treat</i> × <i>Post</i>   |                       | 0.0151***<br>(2.8476) |     |  |
| <i>Imr</i>                   |                       | -0.0435*<br>(-1.7419) |     |  |
| 可转债特征变量                      | No                    | Yes                   |     |  |
| 其他控制变量                       | Yes                   | Yes                   |     |  |
| 样本量                          | 36968                 | 2955                  |     |  |
| <i>Pseudo R</i> <sup>2</sup> | 0.1500                |                       |     |  |
| <i>Adj. R</i> <sup>2</sup>   |                       | 0.5945                |     |  |

注：第（1）列括号内报告的是 *z* 值，第（2）列括号内报告的是 *t* 值。

### （三）平行趋势假设评估

实验组与对照组在破产法庭设立前具有一致的可转债转股稀释率趋势，这是采用多期双重差分模型的前提。为此，本文引入时序虚拟变量进行平行趋势假设评估。其中，*Pre2-Pre4*、*Current* 及 *Post1-Post3* 分别表示企业所在城市在破产法庭设立前后不同年份的虚拟变量：*Prej* (*Postj*) 在设立前（后）第 *j* 年取值为 1，否则为 0；*Current* 在设立当年取值为 1，否则为 0。为简化模型，本文将设立前第四年之前的样本归入 *Pre4*，设立后第四年及之后的样本归入 *Post3*，并将 *Pre1* 作为基准组予以剔除。限于篇幅，相关回归结果留存备索。

由附图 1 可见, 无论被解释变量为 *Conv* 还是 *Dilution*, 破产法庭设立前的 *Prej* 回归系数均不显著; 而在设立当年及之后, *Current* 与 *Post1-Post3* 的系数均显著为正, 且呈递增趋势。这表明破产法庭的设立对可转债属性的影响满足平行趋势假设, 且具备动态可持续性。



附图 1 平行趋势假设评估

#### (四) 工具变量法

本文采用工具变量法, 以缓解破产法庭设立决策可能受地方政府政策偏好、区域社会稳定及司法资源分配等不可观测因素导致的遗漏变量问题。参考许年行等 (2023) 的研究, 本文以各城市与全国法学一级博士点高校的平均距离 (*Distance*) 作为工具变量。破产法庭设立依赖于高质量法律人才, 而邻近法学一级博士点高校的城市更易获得此类人才, 因此更可能设立破产法庭。同时, 可转债发行决策与法学教育资源分布无直接关联, 确保了工具变量的外生性。

附表 3 结果显示, 第一阶段回归中, 以 *Distance*  $\times$  *Post* 为核心解释变量, 其系数显著为负, 表明距离法学一级博士点高校越近的城市设立破产法庭的可能性越大。第二阶段回归中, *Treat*  $\times$  *Post* 的系数为 0.0155, 且在 1% 水平显著。Kleibergen-Paap rk 的 LM 统计量和 Wald F 统计量分别拒绝了工具变量识别不足和弱工具变量的原假设。为进一步排除综合类高校学科覆盖的干扰, 剔除“一流大学建设高校”后重新构建工具变量 (*Distance2*), 结果依然显著。以上表明, 在缓解遗漏变量的内生性问题后, 破产法庭设立对企业发行偏股型可转债的促进作用依然成立。

附表 3 工具变量法回归结果

| 变量                                    | (1)                               | (2)                   | (3)                               | (4)                   |
|---------------------------------------|-----------------------------------|-----------------------|-----------------------------------|-----------------------|
|                                       | 第一阶段                              | 第二阶段                  | 第一阶段                              | 第二阶段                  |
|                                       | <i>Treat</i> $\times$ <i>Post</i> | <i>Dilution</i>       | <i>Treat</i> $\times$ <i>Post</i> | <i>Dilution</i>       |
| <i>Distance</i> $\times$ <i>Post</i>  | -0.0008***<br>(-46.3469)          |                       |                                   |                       |
| <i>Distance2</i> $\times$ <i>Post</i> |                                   |                       | -0.0008***<br>(-48.0031)          |                       |
| <i>Treat</i> $\times$ <i>Post</i>     |                                   | 0.0155***<br>(2.8561) |                                   | 0.0157***<br>(2.8880) |
| 控制变量                                  | Yes                               | Yes                   | Yes                               | Yes                   |
| 样本量                                   | 3033                              | 3033                  | 3033                              | 3033                  |
| <i>Adj. R</i> <sup>2</sup>            | 0.9923                            | 0.4121                | 0.9929                            | 0.4120                |

注: 括号内报告的是 *t* 值。

#### (五) 排除替代性解释

本文研究发现的另一种可能解释是, 资质较差的企业因财务风险较高或信用评级较低, 本就倾向于发行股性较强的可转债以弥补偿债能力不足。Lewis et al. (2003) 指出, 企业特征如公司价值、财务杠杆和未来增长率是影响可转债设计的关键因素。为排除这一替代性解

释, 本文进一步检验了在不同公司价值、财务杠杆和未来增长率的企业中, 破产法庭设立对可转债转股稀释率的影响是否存在系统性差异, 从而控制企业自身特征对研究结论的干扰。

具体地, 本文以 TobinQ 衡量公司价值, 以营业收入增长率衡量未来增长率, 并通过(净利润+所得税费用+财务费用)/(净利润+所得税费用)计算财务杠杆。按年度中位数将样本分组后重新回归, 附表 4 结果显示, 无论公司价值、财务杠杆或未来增长率高低, 破产法庭设立 (*Treat*×*Post*) 对可转债转股稀释率 (*Dilution*) 均存在显著正向影响。这进一步支持了本文的核心结论, 即企业发行更具股性的可转债主要由破产法庭设立驱动, 而非企业自身特征所致。

附表 4 排除替代性解释

| 变量                         | (1)                      | (2)                      | (3)                      | (4)                      | (5)                       | (6)                       |
|----------------------------|--------------------------|--------------------------|--------------------------|--------------------------|---------------------------|---------------------------|
|                            | 公司价值高<br><i>Dilution</i> | 公司价值低<br><i>Dilution</i> | 财务杠杆高<br><i>Dilution</i> | 财务杠杆低<br><i>Dilution</i> | 未来增长率高<br><i>Dilution</i> | 未来增长率低<br><i>Dilution</i> |
| <i>Treat</i> × <i>Post</i> | 0.0078*<br>(1.6961)      | 0.0131*<br>(1.8147)      | 0.0158**<br>(2.4128)     | 0.0176***<br>(2.6921)    | 0.0155**<br>(2.4606)      | 0.0125*<br>(1.7274)       |
| 控制变量                       | Yes                      | Yes                      | Yes                      | Yes                      | Yes                       | Yes                       |
| 样本量                        | 1556                     | 1549                     | 1672                     | 1433                     | 1679                      | 1426                      |
| <i>Adj. R</i> <sup>2</sup> | 0.5418                   | 0.6727                   | 0.6033                   | 0.6277                   | 0.6006                    | 0.6082                    |

注: 括号内报告的是 *t* 值。

#### (六) 异质性处理效应检验

传统多期双重差分模型假设政策效果均一, 忽略了个体特征和冲击时间差异导致的异质性处理效应, 可能引发估计偏误。为此, 本文采用 Callaway and Sant'Anna (2021) 和 Cengiz et al. (2019) 的方法进行稳健性检验, 重新评估破产法庭设立对可转债转股稀释率的影响。在控制异质性处理效应后, 研究结论依然稳健。

此外, 本文还进行了倾向匹配得分法、熵平衡法、替换主要变量的度量方法、采用传统双重差分模型、剔除其他同期政策的影响、剔除直辖市样本、高维固定效应等稳健性检验。限于篇幅, 这些稳健性检验的相关结果未予展示, 留存备索。

#### 参考文献

- [1] 李晓溪和饶品贵, 2022, 《破产制度、去杠杆与资本结构动态调整——基于破产法庭设立的研究证据》, 《经济科学》第 3 期, 第 95~111 页。
- [2] 潘越、纪翔阁、宁博和陈怡萍, 2023, 《破产审判改革、财政减负与企业降税》, 《世界经济》第 1 期, 第 192~215 页。
- [3] 许年行、王崇骏和章纪超, 2023, 《破产审判改革、债权人司法保护与企业创新——基于清算与破产审判庭设立的准自然实验》, 《金融研究》第 6 期, 第 150~168 页。
- [4] Callaway, B. and P. H. C. Sant' Anna, 2021, "Difference-in-Differences with Multiple Time Periods", *Journal of Econometrics*, 225(2), pp.200~230.
- [5] Cengiz, D., A. Dube, A. Lindner and B. Zipperer, 2019, "The Effect of Minimum Wages on Low-Wage Jobs", *The Quarterly Journal of Economics*, 134(3), pp.1405~1454.
- [6] Lewis, C. M., R. J. Rogalski and J. K. Seward, 2003, "Industry Conditions, Growth Opportunities and Market Reactions to Convertible Debt Financing Decisions", *Journal of Banking & Finance*, 27(1), pp.153~181.