

高管薪酬与资本结构动态调整

谢 辰 应惟伟 彭梓倩*

摘要: 在考察了高管薪酬对资本结构调整行为产生的影响后,我们发现,高管薪酬会通过降低管理者代理成本提高公司资本结构调整速度。随着高管薪酬的增加,公司的资本结构调整速度显著地提高,这说明高管薪酬有效地发挥了激励作用,抑制了代理成本。而当高管持股时,公司向目标资本结构调整的速度更快。进一步分组检验发现,相比于高管不持股的公司,在高管持股的公司中,高管薪酬提高资本结构调整速度的作用明显更强。并且,在研究了不同性质企业中高管薪酬的激励作用后发现,高管薪酬仅在国有企业中才能产生显著的正向激励作用。

关键词: 高管薪酬;资本结构;管理者代理问题;代理成本

一、引言

资本结构静态权衡理论认为,在权衡了负债的边际收益与边际成本后,公司会选择一个最优资本结构以实现价值最大化。但是,调整成本会使得公司实际资本结构与目标发生偏离。Drobtetz 和 Wanzenried(2006)指出,因为有调整成本的存在,所以公司即使意识到其偏离了最优资本结构也只会局部地向最优资本结构进行调整。Lambrecht 和 Myers(2008)研究发现,管理者为了获取未来租金会使公司过度负债,这说明管理者代理问题是调整成本产生的原因之一。

根据最优契约理论,高管薪酬能够有效地缓解管理者代理问题,降低代理成本,进而减少调整成本,最终提高资本结构调整速度。作为公司治理的一种手段,高管薪酬能对高管产生正向的激励作用,减少高管的代理行为,实现激励相容,提高公司治理能力。Benmelech 等(2010)指出,激励高管的最佳方式是将股权激励与薪酬激励结合使用。作为一种长期激励手段,股权激励能更好地将股东与高管的利益联系在一起,进一步地降低代理成本,从而使高管薪酬对资本结构调整速度的提高作用更强。此外,在中国特色社会主义市场经济体制下,国有企业是我国国民经济的重要支柱。而国有企业的产权性质导致了其高管薪酬激励机制具有特殊性,政府作为国有企业的实际控制人往往无法有效地监督高管的行为。为了抑制国有企业中存在的管理者代理问题,政府通过实行薪酬管制来防止国有企业高管利用

*谢辰,武汉大学经济与管理学院,邮政编码:430072,电子信箱: xiechen1225@126.com;应惟伟,泰康保险集团股份有限公司,邮政编码:100031,电子信箱: yingweiwei@whu.edu.cn;彭梓倩,湖北工业大学经济与管理学院,邮政编码:430068,电子信箱: 404247829@qq.com。

本研究感谢国家自然科学基金项目“控股股东代理问题、现金股利与资本结构动态调整”(项目编号: 71772140)的资助,感谢匿名审稿人的宝贵修改意见,但文责自负。

自身权力操纵薪酬,从而使高管薪酬能够在国有企业中更有效地发挥激励作用,降低代理成本。然而,也有一部分学者认为,高管薪酬不仅不能缓解管理者代理问题,减少代理成本,反而会成为高管为谋取个人私利而损害公司利益的一种手段。最终,高管薪酬会成为代理问题的一部分。

本文选取 2005–2016 年中国全部 A 股上市公司作为研究样本,借鉴 Lambrinoudakis (2016) 的方法对高管薪酬与公司资本结构调整速度之间的关系进行了研究。我们还以高管持股与企业性质为划分标准对总样本进行分组,分别检验了在高管持股与高管不持股情况下以及在国有企业和民营企业中高管薪酬的激励效果。我们发现,高管薪酬的增加提高了公司资本结构调整速度,这在一定程度上支持了最优契约理论。在结果表明高管持股的公司资本结构调整速度更快的情况下,我们发现,当高管持股时,高管薪酬提高资本结构调整速度的作用明显更强。而在国有企业与民营企业的对比中我们发现,高管薪酬仅在国有企业中才能提高资本结构调整速度。

本文创新之处主要体现在以下几个方面:第一,研究了高管薪酬在资本结构动态调整过程中所起的作用,结果表明,高管薪酬越高,公司资本结构调整速度越快;第二,分别考察了高管薪酬在高管持股与不持股的公司中对资本结构调整速度的影响,高管持股时,高管薪酬对资本结构调整速度的正向作用更强;第三,分别考察了在国有企业与民营企业中高管薪酬对资本结构调整速度产生的影响,研究发现,高管薪酬仅在国有企业中才能有效地激励高管以提高资本结构调整速度。

本文第二部分是文献综述,第三部分是理论分析与实证假说,第四部分是研究设计,第五部分是实证检验结果,第六部分是结论。

二、文献综述

资本结构静态权衡理论认为,在考虑了税收和破产的直接成本与间接成本对公司价值的影响后,公司存在最优资本结构。但在实际中,公司的资本结构往往偏离了最优资本结构。Myers(1984)研究发现,调整成本因信息不对称和代理问题而产生,它会导致资本结构调整存在一定的滞后,最终使公司与最优资本结构偏离。Ozkan(2001)使用英国公司的数据进行实证检验,也发现调整成本在资本结构调整过程中起到重要作用。Lambrecht 和 Myers(2008)从管理者代理问题的角度进行分析,发现不完善的契约会导致管理者无法保证通过股权融资来获得未来的租金,从而管理者会使公司过度负债来谋求最大租金,说明了管理者代理问题是影响调整成本的重要因素。Morellec 等(2012)研究了代理冲突在资本结构决策中的作用,发现代理成本对调整速度有较大影响。

代理成本会影响资本结构调整速度,而如何抑制管理者代理问题、降低代理成本也是学术界十分关注的一个问题。根据最优契约理论,管理者代理问题的产生是由于公司控制权与所有权的分离,公司可以通过给予高管一定的激励来减少代理成本(Jensen and Meckling, 1976; Jensen and Murphy, 1990)。T.A.John 和 K.John(1993)从债务代理成本的角度出发进行分析后发现,高管薪酬不仅可以实现高管与股东的利益趋同,还可以使杠杆公司的债务代理成本最小化。Frydman 和 Saks(2010)认为,合理的薪酬安排将管理者的财富与公司的业绩联系在一起,进而可以有效地使公司管理者与股东的利益趋同化,减少代理问题。Conyon 和 He(2011)以中国上市公司为研究样本进行实证研究后发现,高管薪酬激励的确能够显著

地降低代理成本,改善公司治理能力,进而提高公司业绩水平,并指出高管持股是使公司股东与公司管理者利益相一致的重要机制。Belghitar 和 Clark (2015) 的实证结果也证明了高管薪酬激励的有效性,他们发现,在规模较大的公司,高管现金薪酬与代理成本呈现出显著的负相关关系。另一方面,基于管理层权力理论,Bebchuk 和 Fried (2003) 指出,高管会凭借自身权力影响高管薪酬的设计,因此,高管薪酬本身就成为了代理问题的一部分。

关于资本结构动态调整机制,国内学者们也进行了深入研究。连玉君和钟经樊 (2007) 通过将调整成本设定为受一系列公司特征因素影响的特征变量,研究发现我国上市公司面临着较高的调整成本,调整成本的存在使公司资本结构调整速度变慢。同时,学者们也围绕着高管薪酬与代理成本之间的关系展开了研究,并有部分学者考察了高管薪酬在资本结构动态调整过程中的作用。曲亮和任国良 (2010) 指出,高管薪酬对公司价值的影响是非线性的,高管薪酬低于一定水平时,其对公司价值会产生负面的影响,而当高管薪酬超过了一定水平后,其开始发挥正向的激励作用。部分学者发现,高管薪酬作为公司治理的一种手段,具有明显的正向激励作用,可以抑制代理成本,并与代理成本呈负相关关系 (黄福广等, 2011; 周建、袁德利, 2013)。进一步地,盛明泉和戚昊辰 (2014) 发现,高管薪酬差距越大,资本结构调整速度越快。黄继承等 (2016) 发现,当资本结构低于目标资本结构时,资本结构向上调整的速度随高管薪酬的增加而变快。朱德胜和张伟 (2017) 指出,高管薪酬与代理成本呈现出 U 型关系,适度的高管薪酬能够降低代理成本,但当高管薪酬高于一定临界值后,高管薪酬的增加反而会使代理成本增加,而随着高管持股比例的增加,代理成本也会下降。另一方面,也有学者从管理层权力理论的角度出发对高管薪酬与代理成本之间的关系进行了研究。吴育辉和吴世农 (2010) 认为,在我国上市公司中,高管利用自身对公司的控制权操纵薪酬,薪酬水平本身就是高管自利行为的一种体现,因此,高管薪酬不仅不能降低代理成本,反而会增加代理成本。也有一部分国内的学者基于企业性质对上市公司进行分类,研究了在国有企业和民营企业中高管薪酬的激励作用。刘绍妮和万大艳 (2013) 发现,相比于非国有上市公司,在国有上市公司中高管薪酬对公司绩效的激励效应更高,他们认为这是由于不断改革的薪酬激励制度将高管薪酬与企业业绩联系起来,提高了高管的经营积极性。

从国内外已有的研究成果来看,学者们对高管薪酬的研究较多集中于其与代理成本之间的关系,也有学者探讨了代理成本与资本结构调整速度之间的关系,但较少将三者纳入同一个分析框架。此外,学者们在研究高管激励降低代理成本进而提高资本结构调整速度时,较多关注的是高管持股的激励作用,忽视了高管薪酬在抑制代理问题、减少代理成本并最终提高资本结构调整速度方面的作用。本文的研究目的在于从管理者代理问题的视角出发,构建高管薪酬影响资本结构调整速度的动态模型,对高管薪酬提高资本结构调整速度的长期作用机制进行探讨,并进一步地分别检验了高管薪酬在高管持股与高管不持股的条件下以及在国有企业与民营企业中对资本结构调整速度的影响,以考察我国上市公司高管薪酬与资本结构调整速度之间的关系。

三、理论分析与研究假说

静态权衡理论认为,公司在权衡负债融资的边际成本与边际收益之后会得到一个最优资本结构,公司在这个最优资本结构下实现公司价值最大化。然而,调整成本会使实际资本结构偏离目标。Fischer 等 (1989) 指出,即使是很小的资本结构调整成本也会导致公司的资

本结构偏离目标,并且使公司无法持续地对资本结构进行调整。调整成本制约了调整速度,而融资中的交易成本与公司内部的代理成本是调整成本的重要组成部分。Morellec 等(2012)指出,相比于交易成本,代理成本对调整速度的影响更大。我国对上市公司高管的监管力度明显不足,在上市公司中存在着严重的管理者代理问题,高管可以凭借自身权力干预甚至决定公司资本结构的调整决策。高管为了谋取私利,会影响公司各项决策来调整资本结构。这使得管理者代理问题尤为突出,管理者代理成本就成为影响资本结构调整速度的一个重要因素。

根据委托代理理论,高管会通过自利行为侵占公司利益,从而导致代理成本的产生。由于信息不对称问题的存在,公司股东无法有效地监督高管的行为,最优契约理论认为,高管薪酬能够有效地激励公司高管、减少代理成本,最终实现股东财富最大化。高管薪酬能够使股东和高管的利益趋同化,提高公司治理能力,从而缓解公司的管理者代理问题。高管薪酬通过抑制高管的自利行为,减少高管自利行为所产生的代理成本,促使高管以公司价值最大化为目标进行管理决策,进而朝最优资本结构进行调整,最终,资本结构调整速度提高。然而,也有一部分学者从管理层权力理论的角度出发进行分析,认为高管薪酬不是实现激励的一种手段,而是高管凭借自身权力攫取私利的工具。高管可能会利用职务便利操纵薪酬制度的制定,设计自利性薪酬契约,利用薪酬制度的漏洞侵占公司与股东的利益。这些行为扭曲了高管薪酬的激励效应,使高管薪酬成为了代理问题的一部分,从而增加了公司的代理成本,最终导致公司的资本结构调整速度变慢。国内学者徐向艺等(2007)研究发现,高管薪酬与代理成本呈显著负相关关系,高管薪酬越高,代理成本越低。高管薪酬能够有效地降低代理成本,提高资本结构调整速度,这与最优契约理论的观点相一致。所以我们主要基于最优契约理论来研究高管薪酬的激励作用,公司可以通过增加高管薪酬来减少代理成本进而提高公司资本结构调整速度。因此,我们提出如下假说:

假说1:高管薪酬越高,资本结构调整速度越快。

委托代理理论认为,所有权与控制权的分离会导致管理者代理问题。因为管理者不能完全拥有公司剩余索取权,所以管理者会在管理公司时减少所投入的努力,甚至会转移公司财产为自己谋利,这就导致管理者与股东的冲突增加。换句话说,当公司股东与管理者利益不一致时,管理者会通过机会主义行为谋取私利,进而导致公司代理成本增加。而股权激励就是通过给予管理者一定股份,将管理者与股东的利益联系在一起,从而减少代理问题。高管持股增加了高管的剩余索取权,有利于减少管理者的自利行为,降低代理成本,最终提高公司资本结构调整速度。Huang 等(2009)研究发现,高管持股不仅可以使高管与公司利益一致,减少代理问题,还可以替代股东权利发挥降低代理成本的作用。我们基于最优契约理论进行分析,认为高管持股可以减少代理成本,进而提高资本结构调整速度。

公司会选择不同的方式来激励高管,其中,薪酬激励与股权激励是最主要的两种方法。由上可知,当高管持股时,由于高管与公司具有利益趋同性,公司的代理成本会显著下降。而作为薪酬激励的一个重要补充,股权激励会影响薪酬激励下的高管行为。Benmelech 等(2010)指出,高管激励的最佳选择是将薪酬激励与股权激励相结合,股权激励可以引导高管努力选择能够实现公司增长的方案,而薪酬激励则可以通过抑制高管的“自肥动机”来避免高管故意隐瞒不利于公司长期发展的坏消息。由此我们进一步分析,当公司只采用薪酬激励而不采用股权激励时,因为高管与公司利益存在不一致性,薪酬的激励作用有限,所以高

管此时会通过侵占股东权益来为自己谋福利。这会导致激励作用的弱化甚至恶化,从而增加代理成本,最终导致资本结构调整速度变慢。而当公司将股权激励与薪酬激励结合使用时,高管持股可以促使股东和高管利益的一致,防止高管薪酬本身成为代理问题的一部分,使高管薪酬能够有效地发挥正向的激励作用。薪酬激励则在高管持股的条件下进一步弱化了公司高管谋取私利的动机,遏制了高管的利己行为,进而减少代理成本,最终使资本结构调整速度进一步提高。因此,我们分析,当高管持股时,高管薪酬的激励作用进一步扩大,从而公司资本结构调整速度也会进一步提高。由此,我们提出如下假说:

假说2:在高管持股的公司,高管薪酬对资本结构调整速度的正向作用更强。

由于企业性质的不同,国有企业与民营企业在公司治理机制等方面存在着明显的差异。与民营企业相比,我国国有企业董事会与公司高管重合度较高,内部监督机制难以发挥作用。国有企业高管拥有较大的权力,更容易凭借手中权力操纵高管薪酬,高管薪酬会成为代理问题的一部分,从而使得代理成本增加。为了有效地从外部对高管进行监督与激励,我国政府对国有企业采取了一系列的薪酬管制措施,将国有企业的高管薪酬与企业绩效相联系,并对国有企业负责人的薪酬加以限制。2009年下发的《关于进一步规范中央企业负责人薪酬管理的指导意见》将负责人基本薪酬与在岗职工平均工资相联系,将绩效薪酬与企业经营业绩相挂钩。2013年颁布的《关于深化收入分配制度改革的若干意见》进一步提出了限制国有企业高管薪酬、抑制高管薪酬负面作用的要求。2015年实施的《中央管理企业负责人薪酬制度改革方案》对72家国有企业负责人实行首批降薪。国有企业高管薪酬实际上受到了政府的直接管制,管制力度在逐步加强。而相比于民营企业的外部监督机制,这种直接管制具有更强的约束性与实施力度,能够更好地规范高管行为,从而缓解管理者代理问题。根据最优契约理论,薪酬管制能够有效地防止国有企业高管操纵高管薪酬,可以进一步地完善薪酬契约,提高高管薪酬对国有企业高管的激励作用。陶萍等(2016)研究发现,“限薪令”颁布后,中央控股公司高管薪酬对公司绩效的正向激励作用明显比“限薪令”颁布前更强。因此,我们认为,薪酬管制能够使高管薪酬在国有企业中发挥出正向的激励作用。与民营企业比较而言,国有企业中的高管薪酬能够更有效地抑制管理者代理问题,降低代理成本,最终提高资本结构调整速度。因此,我们提出如下假说:

假说3:在国有企业中,高管薪酬对资本结构调整速度的正向作用比在民营企业中更强。

四、研究设计

(一)数据来源与样本选择

本文选取2005-2016年间全部A股上市公司作为研究样本^①。进一步地,我们还对样本进行了以下的处理:第一,剔除了数据缺失的公司;第二,剔除了金融行业的公司;第三,剔除了ST公司、资不抵债的公司。最后,样本公司共2489家,样本数据为16367个,所有数据来源于国泰安数据库。

(二)变量定义及特征

胡国柳和黄景贵(2006)利用逐步回归法实证检验了公司资本结构选择的影响因素,结果表明,公司特征变量与行业效应均是公司资本结构选择的重要影响因素。因此,本文使用

^①为测度最优资本结构需要使用滞后变量,本文还使用了上市公司2004年的数据。

公司特征变量与代表行业因素的行业资本结构中值来测度目标资本结构。在测算时,被解释变量选取了总负债/总资产来代表资本结构(Lev)。公司的特征变量则选取了 M/B 、 Liq 、 $EBITDA$ 、 $Size$ 、 $Stru$ 、 $NDTS$ 这 6 个变量,分别代表市值账面值比率、流动性、盈利能力、规模、资产结构、非债务税盾。另外,还利用控制变量 $Industry$ 来控制行业因素,代表根据中国证券监督管理委员会行业分类标准计算的所属行业资本结构中值,具体见表 1。

本文选取高管前三名薪酬总额的自然对数作为薪酬激励的变量(Com)。此外,在股权激励的设计上,我们选择高管持股的虚拟变量(Equ),当高管持股时, Equ 取值为 1,否则为 0。

表 1 变量定义表

变量符号	变量名称	变量定义
Lev	资本结构	总负债/总资产
$Industry$	行业资本结构中值	所处行业中资本结构的中值
M/B	市值账面值比率	(总负债+股份市场价值)/总资产
Liq	流动性	流动资产/流动负债
$EBITDA$	盈利能力	息税折旧摊销前利润/总资产
$Size$	规模	$\ln(\text{总资产})$
$Stru$	资产结构	固定资产/总资产
$NDTS$	非债务税盾	折旧/总资产
Com	薪酬激励	高管前三名薪酬总额的自然对数
Equ	股权激励	高管持股取 1, 否则取 0

表 2 描述了总样本、高管持股以及高管不持股公司样本的变量特征。在以企业性质为标准划分子样本时,删除了部分实际控制人性质不明确的样本。

表 2 样本描述性统计

	全样本 (N=16 357)		高管不持股 (N=5 833)		高管持股 (N=10 524)		国有企业 (N=3 329)		民营企业 (N=5 721)	
	均值	标准差	均值	标准差	均值	标准差	均值	标准差	均值	标准差
Lev	0.456	0.209	0.490	0.205	0.438	0.209	0.497	0.198	0.362	0.197
$Industry$	0.455	0.093	0.466	0.092	0.449	0.092	0.468	0.093	0.432	0.083
M/B	2.491	2.309	2.385	2.224	2.550	2.353	2.186	1.542	3.124	3.162
$EBITDA$	0.088	0.123	0.085	0.170	0.089	0.087	0.086	0.071	0.095	0.151
$Size$	21.738	1.202	21.702	1.262	21.757	1.168	21.927	1.159	21.225	0.883
$Stru$	0.272	0.246	0.293	0.321	0.260	0.191	0.312	0.203	0.229	0.308
$NDTS$	0.025	0.023	0.027	0.031	0.024	0.018	0.029	0.018	0.023	0.031
Liq	2.557	3.968	2.020	3.706	2.854	4.076	1.851	2.559	4.084	6.081
Com	13.977	0.772	13.804	0.777	14.073	0.753	13.977	0.800	13.980	0.691

(三) 模型设定

我们参考 Lambrinoudakis(2016)的做法,采用资本结构局部调整模型来进行研究,并加入薪酬激励的变量 Com ,得到式(1):

$$L_{i,t} - L_{i,t-1} = \alpha + (\lambda_1 + \lambda_2 Com_{i,t})(L_{i,t}^* - L_{i,t-1}) + \varepsilon_{i,t} \quad (1)$$

在模型(1)中, $L_{i,t}$ 为公司 t 年资本结构, $L_{i,t}^*$ 为公司 t 年目标资本结构。 λ_2 为高管薪酬对资本结构调整速度产生的影响, $\lambda_2 > 0$ 说明高管薪酬越高,公司向最优资本结构的调整速度越快; $\lambda_2 < 0$ 说明高管薪酬越高,公司向最优资本结构的调整速度越慢。由于我们无法在现实中观察到目标资本结构 $L_{i,t}^*$ 的数值,我们采用 Flannery 和 Rangan(2006)的方法选取影响资

本结构的特征变量来进行估计,并用 $X_{i,t-1}$ 来表示,见式(2):

$$L_{i,t}^* = \beta X_{i,t-1} \quad (2)$$

为了检验高管持股的激励作用,我们用高管是否持股的哑变量替代模型(1)中的薪酬激励变量,得到式(3)。其中, λ_4 表示高管持股对资本结构调整速度产生的影响, $\lambda_4 > 0$ 说明当高管持股时,公司资本结构调整速度加快, $\lambda_4 < 0$ 说明当高管持股时,公司资本结构调整速度变慢。

$$L_{i,t} - L_{i,t-1} = \alpha + (\lambda_3 + \lambda_4 Equ_{i,t})(L_{i,t}^* - L_{i,t-1}) + \varepsilon_{i,t} \quad (3)$$

五、实证结果分析

(一) 目标资本结构的测度

表3汇报了总样本中目标资本结构测度的结果。由结果可知,公司资本结构与其市值账面价值比率呈负相关关系,市值账面价值比率较高的公司往往拥有较大的成长机会,其资本结构比率因此较低。公司资本结构与 *EBITDA* 所代表的盈利能力也呈负相关关系,这是由于盈利能力较强的公司有较多的留存收益可以进行内部融资,因此其资本结构比率也较低。规模较大的公司在公开市场上进行债务融资的能力更强,因此公司规模越大,其负债比例越高。而有形资产较多的公司借债能力也更强,所以公司资本结构与其资产结构正相关。实证结果还表明,公司资本结构与非债务税盾负相关,但这种关系不显著。公司资本结构与流动性负相关,与行业资本结构中值正相关。

表3 目标资本结构的回归结果

变量	<i>Lev</i>
<i>Industry</i>	0.4631 *** (31.77)
<i>M/B</i>	-0.0114 *** (-18.74)
<i>EBITDA</i>	-0.1049 *** (-8.98)
<i>Size</i>	0.0155 *** (46.25)
<i>Stru</i>	0.0353 *** (3.43)
<i>NDTS</i>	-0.1937 (-1.76)
<i>Liq</i>	-0.0220 *** (-65.29)
N	16 357
R^2	0.8926

注:括号内为 *t* 值;*** 表示 $p < 0.01$ 、** 表示 $p < 0.05$ 、* p 表示 < 0.1 。

(二) 高管薪酬与资本结构调整速度关系的实证检验

表4中第(1)列显示的是选取高管前三名的薪酬总额作为高管薪酬变量的回归结果,由 λ_2 显著为正我们可知,高管薪酬越高,公司资本结构调整速度越快。这说明了高管薪酬对高管产生了正向的激励作用,减少了代理成本,促使公司向目标水平进行调整,调整速度得到提高。由此,本文的假说1得以证明。在第(2)列中,我们选取高管董事监事的薪酬总额作为高管薪酬变量进行稳健性检验。其中,可以看出, λ_2 仍显著为正,这与第(1)列的实证结果相似。

表 4 高管薪酬对资本结构调整速度产生的影响

变量	(1)	(2)
λ_1	0.0658 (0.66)	0.1072 (1.05)
λ_2	0.0205 ** (2.89)	0.0164 * (2.39)
α	0.0052 *** (8.03)	0.0053 *** (8.24)
R^2	0.1398	0.1398
N	16 357	16 389

注:括号内为 t 值;*** 表示 $p<0.01$ 、** 表示 $p<0.05$ 、* 表示 $p<0.1$ 。

(三) 高管持股与资本结构调整速度关系的实证检验

在分子样本进行检验前,我们先对高管持股对资本结构调整速度的影响进行研究,实证结果见表 5。其中,第(1)列显示的是选取高管持股作为高管股权激励虚拟变量的回归结果,由 λ_4 显著为正我们可知,当高管持股时,公司资本结构调整速度变快。这是因为高管持股使股东与高管利益一致,减少了股东与高管之间的代理冲突,从而降低了代理成本,提高了资本结构调整速度。在第(2)列中,我们选取管理层持股作为高管股权激励的虚拟变量来进行稳健性检验。其中, λ_4 仍显著为正,这与第(1)列中的实证结果相似。

表 5 高管持股对资本结构调整速度产生的影响

变量	(1)	(2)
λ_3	0.3252 *** (32.59)	0.3154 *** (27.46)
λ_4	0.0479 *** (3.96)	0.0516 *** (3.99)
α	0.0048 *** (7.41)	0.0051 *** (7.95)
R^2	0.1402	0.1397
N	16 357	16 589

注:括号内为 t 值;*** 表示 $p<0.01$ 、** 表示 $p<0.05$ 、* 表示 $p<0.1$ 。

(四) 高管持股条件下高管薪酬与资本结构调整速度关系的实证检验

表 6 汇报了在高管持股与高管不持股样本中模型(1)的回归结果。我们以高管持股为标准划分样本,其中,第(1)列显示的是选取高管前三名的薪酬总额作为高管薪酬变量的回归结果。对比高管持股与高管不持股两个子样本的回归结果,我们发现,在高管不持股的样本中, λ_2 显著为负,表明在这种情况下高管薪酬越高,资本结构调整速度越慢。这说明了当高管不持股时,高管薪酬的激励作用被扭曲,不仅不能起到抑制代理问题的作用,反而增加了公司的代理成本,使公司的资本结构调整速度变慢。而在高管持股的样本中, λ_2 则显著为正,表明在这种情况下高管薪酬越高,资本结构调整速度越快。我们首先对比表 6 中高管持股样本回归结果中的 λ_2 与表 4 中全样本回归结果中的 λ_2 ,我们可以发现 λ_2 由 0.0205 增加到了 0.0595,这说明当高管持股时,高管薪酬对资本结构调整速度的正向作用加强。这也在一定程度上说明了股权激励与薪酬激励的结合进一步地弱化了代理问题,减少了代理成本,使公司以更快的速度向目标资本结构进行调整。我们再对比表 6 中高管不持股与高管持股两个子样本回归结果中的 λ_2 , λ_2 由显著为负变为显著为正,表明高管薪酬的增加从降低资本结构调整速度转变为提高资本结构调整速度。这说明仅仅采用薪酬激励无法有效地缓解公司的代理问题,高管薪酬甚至会成为代理问题的一部分,而股权激励则可以解决这一

问题,将高管薪酬对代理问题的负面作用扭转为正向作用,从而使得高管薪酬与资本结构调整速度的负向关系转变为正向关系。由此,本文的假说2得以证明。在第(2)列中,我们选取高管董事监事的薪酬总额作为高管薪酬变量进行稳健性检验,实证结果与第(1)列相似。

表6 高管薪酬在不同股权激励方案下对资本结构调整速度产生的影响

变量	(1)		(2)	
	高管不持股	高管持股	高管不持股	高管持股
λ_1	1.0811 *** (6.99)	-0.4487 ** (-3.14)	1.1626 *** (7.38)	-0.4394 ** (-2.94)
λ_2	-0.0515 *** (-4.68)	0.0595 *** (5.84)	-0.0543 *** (-5.11)	0.0550 *** (5.52)
α	0.0088 *** (7.72)	0.0027 *** (3.49)	0.0088 *** (7.79)	0.0030 *** (3.86)
R^2	0.1527	0.1562	0.1534	0.1558
N	5 833	10 524	5 855	10 534

注:括号内为t值;***表示 $p<0.01$ 、**表示 $p<0.05$ 、*表示 $p<0.1$ 。

(五) 不同企业性质下高管薪酬与资本结构调整速度关系的实证检验

表7汇报了在国有企业与民营企业样本中模型(1)的回归结果。我们以企业性质为标准划分样本,其中,第(1)列显示的是选取高管前三名的薪酬总额作为高管薪酬变量的回归。在国有企业的子样本中, λ_2 显著为正,说明高管薪酬发挥了正向的激励作用,提高了资本结构调整速度,但 λ_2 在民营企业的子样本中为正且并不显著。其中,国有企业子样本中的 λ_2 比民营企业子样本中的 λ_2 更大,且 λ_2 只在国有企业的子样本中显著为正。这说明在薪酬管制下的国有企业中,高管薪酬确实能够更有效地发挥其激励作用,提高资本结构调整速度的作用更强。但在民营企业中,由于缺乏有力的监督机制,高管薪酬无法有效地发挥激励作用。但是,薪酬管制对于不同级别的国有企业来说约束力度也有所不同^①,这就导致在部分国有企业中薪酬管制无法有效地抑制高管操纵薪酬的行为,从而使得高管薪酬的激励作用在国有企业与民营企业中并没有产生显著的差距。在第(2)列中,我们选取高管董事监事的薪酬总额作为高管薪酬变量进行稳健性检验,在民营企业子样本中 λ_2 为正但不显著,而国有企业子样本中 λ_2 比民营企业子样本中 λ_2 更大,这与第(1)列的实证结果相似。

表7 高管薪酬在不同企业性质下对资本结构调整速度产生的影响

变量	(1)		(2)	
	国有企业	民营企业	国有企业	民营企业
λ_1	-0.3082 (-1.55)	0.1071 (0.56)	-0.2410 (-1.23)	0.0941 (0.46)
λ_2	0.0492 *** (3.45)	0.0199 (1.46)	0.0417 *** (3.15)	0.0196 (1.42)
α	0.0161 *** (12.23)	0.0023 * (1.83)	0.0162 *** (12.28)	0.0023 * (1.8)
R^2	0.1706	0.1494	0.1708	0.1497
N	3 329	5 721	3 331	5 724

注:括号内为t值;***表示 $p<0.01$ 、**表示 $p<0.05$ 、*表示 $p<0.1$ 。

①针对不同级别国有企业的分组检验结果,详见表8。

为了进一步地检验薪酬管制在不同的国有企业中所起的作用,我们将国有企业划分为中央控股企业与地方控股企业,表8汇报了高管薪酬分别在中央控股企业与地方控股企业样本中对资本结构调整速度产生的影响。其中,第(1)列显示的是选取高管前三名的薪酬总额作为高管薪酬变量的回归。我们发现,中央控股企业子样本中的 λ_2 比地方控股企业子样本中的 λ_2 更大。这说明薪酬管制在中央控股企业有着更强的约束作用,使高管薪酬能够更有效地激励高管,抑制代理问题,因此,中央控股企业的资本结构调整速度也就更快。在第(2)列中,我们选取高管董事监事的薪酬总额作为高管薪酬变量进行稳健性检验,实证结果与第(1)列相似。

表8 高管薪酬在不同级别国有企业中对资本结构调整速度产生的影响

变量	(1)		(2)	
	中央控股企业	地方控股企业	中央控股企业	地方控股企业
λ_1	-0.4068 (-1.05)	-0.2327 (-0.95)	-0.3376 (-0.92)	-0.1304 (-0.54)
λ_2	0.0542 ** (1.98)	0.0459 *** (2.59)	0.0465 * (1.90)	0.0361 ** (2.21)
α	0.0158 *** (7.23)	0.0169 *** (10.25)	0.0158 *** (7.23)	0.0171 *** (10.36)
R^2	0.1687	0.1810	0.1691	0.1812
N	1 082	2 248	1 082	2 248

注:括号内为t值;***表示 $p<0.01$ 、**表示 $p<0.05$ 、*表示 $p<0.1$ 。

(六)“限薪令”颁布前后高管薪酬与资本结构调整速度关系的实证检验

表9汇报了在2013年“限薪令”颁布前后模型(1)的回归结果。我们以2013年这一时间节点为标准划分样本,其中,第(1)列显示的是选取高管前三名的薪酬总额作为高管薪酬变量的回归。对比在“限薪令”颁布前后的子样本中 λ_2 ,不仅均显著为正,且从0.0648增加到了0.0914,说明在“限薪令”颁布后高管薪酬提高资本结构调整速度的作用加强,“限薪令”能够约束高管的自利行为,增强高管薪酬的激励作用。在第(2)列中,我们选取高管董事监事的薪酬总额作为高管薪酬变量进行稳健性检验,实证结果与第(1)列相似。

表9 高管薪酬在“限薪令”颁布前后对资本结构调整速度产生的影响

变量	(1)		(2)	
	颁布前	颁布后	颁布前	颁布后
λ_1	-0.4104 (-1.55)	-0.5921 (-1.06)	-0.3358 (-1.29)	-0.4520 (-0.78)
λ_2	0.0648 *** (3.38)	0.0914 ** (2.31)	0.0557 ** (3.16)	0.0765 ** (1.99)
α	0.0237 *** (12.23)	0.0160 *** (1.83)	0.0236 *** (14.06)	0.0167 *** (7.90)
R^2	0.2183	0.2789	0.2177	0.2777
N	2 149	1 180	2 151	1 179

注:括号内为t值;***表示 $p<0.01$ 、**表示 $p<0.05$ 、*表示 $p<0.1$ 。

六、结论

在对高管薪酬与资本结构调整速度之间的关系进行考察之后,我们发现,高管薪酬能通过减少公司代理成本提高资本结构调整速度。高管薪酬越高,公司向最优资本结构的调整

速度越快。而股权激励则能够促使股东与高管的利益趋于一致,当高管持股时,公司的资本结构调整速度更快。在此基础上,我们进一步发现,在高管持股的情况下,由于股东与高管的利益趋同,高管薪酬的激励作用更加明显。在高管持股的公司,高管薪酬对资本结构调整速度的正向作用更强。而在分别检验了高管薪酬在国有企业与民营企业中的激励作用后,我们发现,只有在国有企业中,高管薪酬才能显著地提高资本结构调整速度。

管理者代理问题是公司治理的重要内容,而高管薪酬则是缓解管理者代理问题的重要手段。从实证结果来看,高管薪酬越高,资本结构调整速度越快;当高管持股时,高管薪酬对调整速度的提高作用更强;由于薪酬管制,只有在国有企业中高管薪酬才能显著地提高资本结构调整速度。本文的研究结果表明,高管薪酬是缓解我国上市公司内部管理者代理问题的重要手段。一方面,我国上市公司普遍存在着短期股东控制高管损害长期股东利益进而损害公司长期价值的问题。在研究资本结构动态调整的过程中,我们发现高管薪酬在公司治理方面有着较好的长期效果。公司可以适度增加高管薪酬以激励高管,使高管与长期股东的利益趋同,缓解短期股东与长期股东冲突所造成的管理者代理问题。同时,为了更好地发挥高管薪酬的激励作用,公司应将股权激励与薪酬激励结合起来,完善薪酬设计,最终推动公司长期价值的提升。另一方面,我国国有企业的高管薪酬激励机制仍不健全。2009年以来,我国政府颁布了一系列“限薪令”来规范我国上市公司尤其是国有企业高管薪酬的制定制度,并取得了较为显著的效果。但是,部分国有企业高管为提升任期内的公司绩效只注重短期利益,这最终会损害国有企业的长期价值。中国特色社会主义市场经济体制决定了国有企业在国民经济中的重要性,解决国有企业中存在的代理问题与薪酬激励问题对推进国有企业深化改革具有重要意义。政府可以加强国有企业高管薪酬与企业绩效相挂钩制度的实施力度,推动国有企业高管薪酬市场化;对国有企业高管采取适当的股权激励,使高管薪酬在长期对高管有效发挥激励作用,维护国有企业的长期价值。

参考文献:

1. 胡国柳、黄景贵,2006:《资本结构选择的影响因素——来自中国上市公司的新证据》,《经济评论》第1期。
2. 黄福广、李广、李西文,2011:《高管薪酬、行政级别与代理成本》,《科学学与科学技术管理》第2期。
3. 黄继承、阚铎、朱冰、郑志刚,2016:《经理薪酬激励与资本结构动态调整》,《管理世界》第11期。
4. 连玉君、钟经樊,2007:《中国上市公司资本结构动态调整机制研究》,《南方经济》第1期。
5. 刘绍妮、万大艳,2013:《高管薪酬与公司绩效:国有与非国有上市公司的实证比较研究》,《中国软科学》第2期。
6. 曲亮、任国良,2010:《高管薪酬激励、股权激励与企业价值相关性的实证检验》,《当代经济科学》第5期。
7. 盛明泉、戚昊辰,2014:《高管薪酬差距与资本结构动态调整研究》,《商业经济与管理》第12期。
8. 陶萍、张睿、朱佳,2016:《高管薪酬、企业绩效激励效应与政府限薪令的影响——133家A股国有控股公司的实证研究》,《现代财经(天津财经大学学报)》第6期。
9. 吴育辉、吴世农,2010:《高管薪酬:激励还是自利?——来自中国上市公司的证据》,《会计研究》第11期。
10. 徐向艺、王俊韡、巩震,2007:《高管人员报酬激励与公司治理绩效研究——一项基于深、沪A股上市公司的实证分析》,《中国工业经济》第2期。
11. 周建、袁德利,2013:《公司治理机制与公司绩效:代理成本的中介效应》,《预测》第2期。
12. 朱德胜、张伟,2017:《高管薪酬激励对股权代理成本影响的实证研究》,《经济与管理评论》第3期。
13. Bebchuk, L.A., and J.M. Fried. 2003. "Executive Compensation as an Agency Problem." *Journal of Economic Perspectives* 17(3): 71-92.
14. Belghitar, Y., and E. Clark. 2015. "Managerial Risk Incentives and Investment Related Agency Costs." *International Review of Financial Analysis* 38(3): 191-197.
15. Benmelech, E., E. Kandel, and P. Veronesi. 2010. "Stock-based Compensation and CEO (Dis) Incentives." *The*

- Quarterly Journal of Economics* 125(4): 1769–1820.
16. Conyon, M.J., and L. He. 2011. “Executive Compensation and Corporate Governance in China.” *Journal of Corporate Finance* 17(4): 1158–1175.
17. Drobetz, W., and G. Wanzenried. 2006. “What Determines the Speed of Adjustment to the Target Capital Structure?” *Applied Financial Economics* 16(13): 941–958.
18. Fischer, E.O., Heinkel, R., and Zechner, J. 1989. “Dynamic Capital Structure Choice: Theory and Tests.” *The Journal of Finance* 44(1): 19–40.
19. Flannery, M.J., and K.P. Rangan. 2006. “Partial Adjustment toward Target Capital Structures.” *Journal of Financial Economics* 79(3): 469–506.
20. Frydman, C., and R.E. Saks. 2010. “Executive Compensation: A New View from a Long-term Perspective, 1936–2005.” *The Review of Financial Studies* 23(5): 2099–2138.
21. Huang, H., Q. Wang, and X. Zhang. 2009. “The Effect of CEO Ownership and Shareholder Rights on Cost of Equity Capital.” *Corporate Governance* 9(3): 225–270.
22. Jensen, M.C., and W.H. Meckling. 1976. “Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure.” *Journal of Financial Economics* 3(4): 305–360.
23. Jensen, M.C., and K.J. Murphy. 1990. “Performance Pay and Top-management Incentives.” *Journal of Political Economy* 98(2): 225–264.
24. John, T.A., and K. John. 1993. “Top-management Compensation and Capital Structure.” *The Journal of Finance* 48(3): 949–974.
25. Lambrecht, B.M., and S.C. Myers. 2008. “Debt and Managerial Rents in a Real-options Model of the Firm.” *Journal of Financial Economics* 89(2): 209–231.
26. Lambrinoudakis, C. 2016. “Adjustment Cost Determinants and Target Capital Structure.” SSRN Working Paper Series No. 2746378.
27. Morellec, E., B. Nikolov, and N. Schurhoff. 2012. “Corporate Governance and Capital Structure Dynamics.” *The Journal of Finance* 67(3): 803–848.
28. Myers, S.C. 1984. “The Capital Structure Puzzle.” *The Journal of Finance* 39(3): 575–592.
29. Ozkan, A. 2001. “Determinants of Capital Structure and Adjustment to Long Run Target: Evidence from UK Company Panel Data.” *Journal of Business Finance & Accounting* 28(1–2): 175–198.

Executive Pay and Dynamic Capital Structure Adjustment

Xie Chen¹, Ying Weiwei² and Peng Ziqian³

(1: School of Economics and Management, Wuhan University; 2: Taikang Insurance Group Company Limited; 3: School of Economics and Management, Hubei University of Technology)

Abstract: This paper investigates the relationship between the executive pay of Chinese listed companies and their capital structure adjustments in recent decade. The results show that executive pay can affect the adjustment speed to their target capital structures through affecting the management agency cost. With the increasing of executive pay, the capital structure adjustment speed of these companies would be significantly improved, which demonstrates that executive pay can play a role of incentive and control agency costs. Companies with managerial ownership would adjust capital structures towards their target capital structures at the higher speed. After examination with separating groups, we find that compared with companies without managerial ownership, the effect of executive pay improving the capital structure adjustment speed is significantly stronger in companies with managerial ownership. Moreover, compared with private enterprises, the effect of executive pay improving the capital structure adjustment speed is stronger in state-owned companies.

Keywords: Executive Pay, Capital Structure, Management Agency Problem, Agency Cost

JEL Classification: G32, G34, J33

(责任编辑:彭爽)