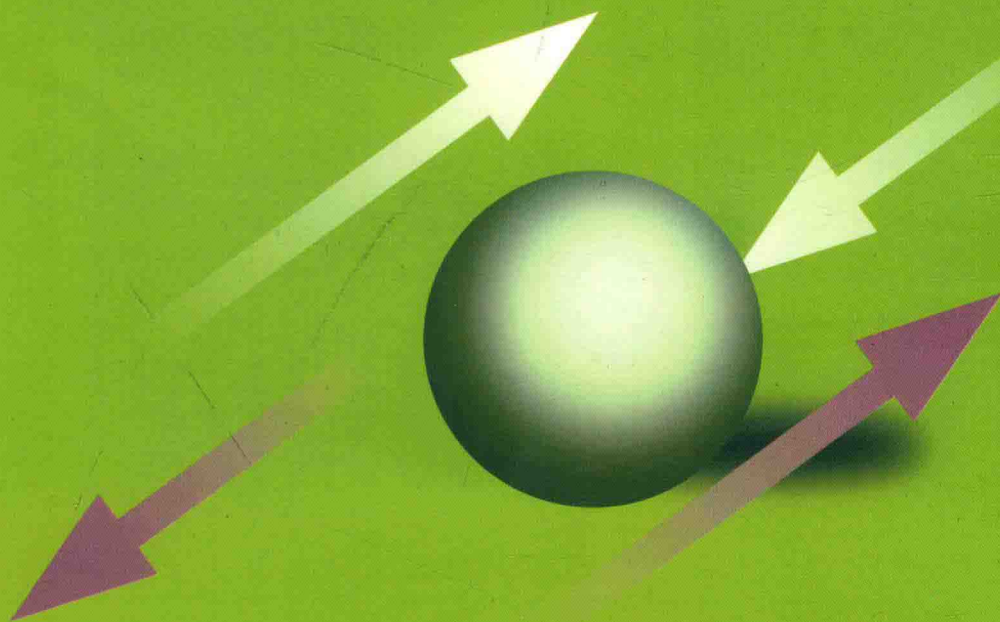




高管激励

与

Executive Incentive
and the Dynamics of
Capital Structure

资本结构动态调整

盛明泉 张春强 著

财经出版传媒集团
经济科学出版社
Economic Science Press

国家自然科学基金项目 (71540004)

高管激励与资本结构动态调整

Executive Incentive and the Dynamics of Capital Structure

盛明泉 张春强/著

中国财经出版传媒集团



经济科学出版社
Economic Science Press

图书在版编目 (CIP) 数据

高管激励与资本结构动态调整/盛明泉, 张春强著.
—北京: 经济科学出版社, 2016. 11
ISBN 978 - 7 - 5141 - 7475 - 5

I. ①高… II. ①盛…②张… III. ①企业 - 管理
人员 - 激励 - 研究②企业管理 - 资本结构 - 经济
结构调整 - 研究 IV. ①F272.92②F275.1

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2016) 第 282091 号

责任编辑: 黄双蓉
责任校对: 隗立娜
责任印制: 邱 天

高管激励与资本结构动态调整

盛明泉 张春强/著

经济科学出版社出版、发行 新华书店经销

社址: 北京市海淀区阜成路甲 28 号 邮编: 100142

总编部电话: 010 - 88191217 发行部电话: 010 - 88191522

网址: [www. esp. com. cn](http://www.esp.com.cn)

电子邮件: [esp@ esp. com. cn](mailto:esp@esp.com.cn)

天猫网店: 经济科学出版社旗舰店

网址: [http: //jjkxcbs. tmall. com](http://jjkxcbs.tmall.com)

固安华明印业有限公司印装

710 × 1000 16 开 12.25 印张 220000 字

2016 年 11 月第 1 版 2016 年 11 月第 1 次印刷

ISBN 978 - 7 - 5141 - 7475 - 5 定价: 30.00 元

(图书出现印装问题, 本社负责调换。电话: 010 - 88191510)

(版权所有 侵权必究 举报电话: 010 - 88191586)

电子邮箱: [dbts@ esp. com. cn](mailto:dbts@esp.com.cn))

序

资本结构问题是现代公司财务研究中的核心课题之一。自MM理论提出之后，学术界就资本结构是否和如何影响企业价值、企业是否存在最优资本结构，以及资本结构的决定因素等问题进行了大量、持续的理论分析和实证检验，先后出现了权衡理论、融资优序理论和市场择时等理论假说。其中，动态权衡理论认为企业存在目标资本结构，由于影响目标资本结构的因素始终处于动态变化之中，该目标资本结构并非一个固定数值，而是随着众多因素的变化而变化的。再加上资本市场摩擦等原因，使得实际资本结构偏离其目标资本结构时，企业很难即刻调整到位。

盛明泉教授和张春强博士长期致力于上市公司财务，特别是资本结构方面的研究。他们已于国内顶级期刊上发表多篇学术论文，本书是盛明泉教授主持的国家自然科学基金资助项目“高管激励与资本结构动态调整”的主要研究成果。该书研究问题明确，研究视角新颖，研究内容丰富，具有很强的可读性。具体而言，其价值和意义如下：

第一，研究视角新颖。纵观现有文献，对于资本结构动态调整的影响因素进行的研究中，早期主要是从公司特征这一微观层面切入的，学者们关注的主要影响因素有公司的盈利能

力、成长机会、财务弹性和公司规模等。近些年则主要着眼于货币政策、市场竞争程度和法律环境等宏观经济环境方面的影响。可以发现，无论是微观公司特征还是宏观经济环境，其本质都是基于权衡理论对资本结构调整能力或者调整成本的影响因素所进行的挖掘和探讨。本书则从高管激励入手，研究高管的调整意愿对于公司资本结构动态调整的影响。毫无疑问，作为公司重大财务决策的执行人，高管对于公司资本结构调整行为的影响是不容忽视的。从这个意义上讲，本书为后续关于资本结构动态调整的研究打开了新视角、提供了新思路，有利于资本结构相关理论研究的丰富和完善。

第二，研究内容丰富。对于本书研究的主要影响因素——高管激励，本书几乎涵盖了其所有主要内容。本书分章节依次探讨了高管获取的货币薪酬、股权激励等显性激励以及在职消费等隐性激励对于资本结构调整速度的影响，囊括了实务中高管激励的各种形式。同时，在研究货币薪酬对于资本结构动态调整的影响时，作者在后文中进一步分析和检验了超额薪酬的影响。另外，作者还进一步检验了各种形式的高管激励之间的替代关系。这为后续的交叉对比研究提供了很好的范本，同时又增强了本书研究结论的适用性，从而可以为后续的理论研究和实务中公司关于高管激励方式的选择提供了参考。

第三，研究设计合理。一方面，在本书的主回归之外，作者针对产权性质、公司治理状况等影响资本结构的公司特征，进行了进一步的分样本回归分析。另一方面，针对股权分置改革、限薪令等对于高管激励有重大影响的事件，作者进行了执行前后的对比研究。这样的研究安排显示了本书作者严谨的治学态度，使得本书的研究结论更加准确和可靠。

一言以蔽之，本书的研究成果对于后续关于资本结构的理论研究和实务决策均具有较强的借鉴意义。希望盛明泉教授、张春强博士能够继续致力于相关领域的研究，从而为资本结构理论研究的发展和完善做出更大的贡献。

北京大学光华管理学院 陆正飞

2016年11月

前 言

资本结构理论是现代公司财务理论的重要组成部分。1958年，经典的MM理论于严苛的假设之上，推导出企业价值与企业资本结构无关的结论。尽管该理论具有不存在所得税和交易成本等一系列较为严苛的假设前提，但对于开拓人们的视野、引导人们研究资本结构与资本成本和公司价值的关系具有重大的意义。为了使得相关研究更加符合现实状况，罗比切克（Robichek）、梅耶斯（Mayers）等人提出了权衡理论，该理论通过放宽MM理论的各种假定，考虑在税收、财务困境成本、代理成本、代理收益分别或共同存在的条件下，资本结构如何影响企业价值。动态权衡理论认为公司存在目标资本结构，且由于影响目标资本结构的因素始终处于动态变化之中，因而其并非是一个固定数值。考虑到调整成本，企业会任由其资本结构在一定区间内变动，只有偏离目标值较大或调整收益大于调整成本时，企业才会对自身的资本结构进行调整。因此，企业的债务水平仅在部分时期处于最优，而在其他时间里都是偏离目标水平的。由于受到公司内外部大量因素的影响，公司的资本结构实际上一一直处于不断向目标资本结构调整的动态过程之中。动态权衡理论的提出吸引了大批学者关注资本结构的动态调整问题。随着经济环境的不确定性日益凸显以及研究方法上

关于跨期模型的引入，资本结构动态调整无疑已成为资本结构研究领域的一大前沿课题。

现有的关于资本结构动态调整的研究大多可归结为基于权衡理论对资本结构调整能力（调整成本）的影响（制约）因素进行挖掘和探讨。其中，宏观因素主要包括：经济环境、货币政策、预算软约束、法律环境等；微观因素包括预期盈利、财务弹性、成长机会和公司规模等公司特征方面的因素以及 CEO 的财务经历、高管变更等高管个人的因素。

事实上，除了微观企业特征和宏观经济环境等影响因素之外，公司资本结构动态调整进程还会受到企业内部制度安排的影响。由于股东与高管之间存在着代理问题，高管做出的资本结构决策有可能与股东的利益相背离进而减损公司的价值。因此，资本结构动态调整不仅会受到调整成本的影响，高管的调整意愿对于公司的资本结构调整行为同样具有重要影响。按照委托代理理论的分析思路，可以合理预期：企业对于高管的激励制度安排能够显著地影响高管在资本结构决策中的代理行为，进而影响企业资本结构动态调整的进程。按照这一思路，本书尝试研究以下几个问题：公司给予高管的薪酬激励^①、股权激励以及隐性激励^②分别对于公司的资本结构调整速度有何影响？对于不同产权性质和垄断程度的公司，该影响是否相同？股权分置改革和“限薪令”实施前后，该影响是否有显著变化？作为重要的公司内部制度安排——公司治理对于该影响是否有显著的调节作用？

本书选取我国 2004 ~ 2014 年间的 A 股上市公司为样本，

① 本书所称“薪酬激励”仅指货币薪酬。

② 考虑到数据的可得性和衡量方法的可靠性，本书对于隐性激励的研究仅限于在职消费，而不涉及晋升激励。

对高管激励之于资本结构动态调整的影响进行了逻辑推演和实证研究。研究发现：第一，无论是薪酬激励、股权激励还是隐性激励，均能够显著地促进公司对于资本结构的调整速度。第二，该促进作用在不同产权性质的公司中的表现不同。具体而言，薪酬激励对于资本结构动态调整的促进作用在国有企业中表现得更为明显，股权激励和隐性激励对于资本结构动态调整的促进作用则在非国有企业中表现得更为明显。第三，公司治理对于高管激励之于资本结构动态调整的影响具有正向的调节作用。第四，行业垄断会阻碍高管薪酬对于资本结构动态调整的促进作用。第五，自 2006 年实施股权分置改革以来，股权激励对于资本结构动态调整的促进作用得到了显著的提高。第六，货币薪酬和在职消费这两种激励形式具有一定的替代效应，且“限薪令”的颁布使得该效应更为明显，即“限薪令”抑制了国有企业的高管薪酬，增强了在职消费对显性薪酬的替代作用，使得在职消费这一隐性激励的作用更加凸显，但“限薪令”对民营企业并无影响。

随着我国经济制度改革的不断推进以及现代企业制度的建立和健全，高管激励不仅仅是实务中公司对于内部制度的选择问题，更是学术界关于公司治理和公司财务理论方面值得探讨的永恒话题。由于高管激励安排的适当性会通过影响代理成本而直接影响公司价值，因此，对其进行研究具有重要的理论意义与实践意义。本书的创新之处和研究意义在于：一方面，对高管激励之于资本结构动态调整的影响进行研究跳出了以往对于资本结构动态调整进行研究时仅关注调整成本的研究思路，转而着重关注高管的调整意愿，这在一定程度上丰富了资本结构的相关研究成果，可以为今后对于资本结构的研究提供较

强的借鉴意义。另一方面，本书对薪酬激励、股权激励和在职消费等各种形式的高管激励均进行了研究，既丰富了高管激励相关理论的研究成果，又对实务中公司对于高管激励方式的选择具有一定的参考价值。诚然，受个人水平和时间所限，本书可能存在不少纰漏甚至错误之处，欢迎也希望得到各位同行专家、读者的批评指正。

作者

目 录

第一章 绪论	1
第一节 研究背景与研究意义	1
第二节 研究问题与研究思路	6
第三节 研究内容与结构安排	9
第四节 研究方法与创新之处	11
第二章 制度背景与基础理论	14
第一节 制度背景	14
第二节 基础理论	24
第三章 文献综述	40
第一节 高管激励效应研究	40
第二节 资本结构调整影响因素研究	57
第四章 高管薪酬激励与资本结构动态调整：理论分析与 实证研究	68
第一节 高管薪酬激励与资本结构动态调整之间关系的理论 分析	68
第二节 高管薪酬激励与资本结构动态调整之间关系的实证 研究	75

第三节 本章总结	99
第五章 高管股权激励与资本结构动态调整：理论分析与 实证研究	101
第一节 高管股权激励与资本结构动态调整的理论分析	101
第二节 高管股权激励与资本结构动态调整的实证研究	107
第三节 本章总结	127
第六章 高管隐性激励与资本结构动态调整：理论分析与 实证研究	130
第一节 高管隐性激励与资本结构动态调整的理论分析	130
第二节 高管隐性激励与资本结构动态调整的实证研究	141
第三节 本章总结	159
第七章 研究总结	162
第一节 研究结论	162
第二节 政策启示与未来研究方向	168
主要参考文献	170
后记	184

第一章 绪 论

第一节 研究背景与研究意义

一、研究背景

资本结构一直以来都是公司财务领域经久不变的研究问题。一个公司的资本结构是否合理，不仅关系到其未来的价值走向，更关系到社会资源的合理配置。一直以来，对公司资本结构及其影响因素的研究都分为两种不同的方法，进而发展为两种不同的观点，即静态资本结构观点和动态资本结构观点。基于静态资本结构角度的研究在早期占有相对优势的地位，但之后随着具有动态面板数据的计量经济学的出现，人们对于资本结构的动态调整问题逐渐开始重视，动态资本结构权衡理论也作为一种新的资本结构理论开始出现并发展起来。

动态权衡理论认为：每个公司都存在一个可使融资成本最低、公司价值最大化的资本结构，这种结构即所说的最优资本结构。但是在长期的经营管理过程中，受多种内外因素的共同影响，公司不可避免地会逐渐偏离最优资本结构，以至于公司实际资本结构无法时刻与其保持相同状态。虽然如此，一个公司若是以公司价值最大化为总体目标，其管理层是不会让公司实际资本结构与目标资本结构偏差太大或太过长久的，

公司管理层必然会采取一系列举措以消除或减小二者之间的偏差。因而在其长期发展过程中,公司必然会不断调整资本结构,使其按照一定的速度向目标资本结构趋近,使资本结构处于偏离——趋近——再偏离——再趋近的动态调整过程中。但是由于调整成本会阻碍这一过程的发生,因而调整只能遵循部分调整路径。

弗兰纳里和兰根的研究表明,不同特征的公司之间调整速度亦有快慢之分(Flannery and Rangan, 2006)。那么,哪些因素导致了上述调整速度的快慢之分?又有哪些因素可以影响企业资本结构的动态调整进程?

首先,企业特征变量可直接影响企业的资本结构动态调整,例如公司成长机会、规模、盈利能力(Drobetz and Wanzanried, 2006; Mukherjee and Mahakud, 2010; Brendea, 2014)等企业层面的特征都能够影响企业的调整成本(上述因素可直接影响企业融资能力,进而软化企业融资约束);企业的“关系”也能对资本结构动态调整过程产生有效影响,其中,民营企业持股银行能够直接降低银企之间的信息不对称程度,降低调整成本并加速调整过程(张敏、张胜; 2013),而政府控制则能直接给予信贷优势,从而加速债务资本调整速度;除上述的微观要素之外,企业资本结构动态调整过程还会受到宏观经济要素的影响,例如法律环境演变、地区市场化进程以及货币政策的松紧都能通过一定的路径影响企业资本结构的动态调整过程(姜付秀、黄继承, 2011; 雒敏、聂文忠, 2012; 黄继承等, 2014)。事实上,在上述微观企业特征以及宏观经济制度等众多影响因素之外,公司资本结构动态调整进程还会受到企业内部制度安排的影响(盛明泉等, 2016)。虽然企业资本结构动态调整速度越快,与最优资本结构之间的偏离程度会越小,提升了企业价值,实现并满足了股东利益的最大化目标,但由于企业外部的资源所有者(委托人)将其所拥有的资源(资本)委托给企业经理人员(代理人)经营管理,企业的资源决策更多的时候是由经理人所制定的,当经理人与股东利益不一致时,第一类代理问题随之产生,经理人的资本结构决策可能与最大化股东价值时的资本结构决策相悖。在某些

条件下可能企业调整资本结构的成本并不高,但由于代理问题的存在,经理人未能将调整行为落到实处,因此资本结构动态调整不仅会受到调整成本的影响,经理人调整意愿同样能够直接影响其调整行为的效率性。在詹森、莫菲以及弗斯等提出的委托代理理论框架下,合理有效的经理激励契约能够促使股东与代理人两者间的目标函数趋于一致(Jensen and Murphy, 1985; Firth, et al., 2006),因此可以合理预期;企业内部的经理激励制度安排能够通过加剧(抑制)经理人资本结构决策中的代理行为,进而优化(阻碍)企业资本结构动态调整进程。

可见,一个公司资本结构的调整速度和实际资本结构与目标资本结构的偏离程度在很大程度上是由作为公司最终决策者的公司高层管理者决定的,其对公司资本结构的调整意愿和调整能力对公司的生存与成长有着重要影响。然则,由于我国委托代理问题的普遍存在,公司管理权与所有权相分离的现状,高管在大多时候并不是以公司价值最大化为个人目标的,更多的是寻求个人利益的最大化。这就导致一部分公司高管为了追求个人利益最大化的私人目标,在公司资本结构动态调整的过程中,会选择降低资本结构的动态调整速度,从而保持现有的资本结构不变甚至扩大与目标资本结构之间的差距。因此,为了解决公司所有者与管理者之间的委托代理问题,就必须创立一套行之有效的激励约束机制以促进公司资本结构的优化调整。

最近几年来,在经济体制改革的背景下,现代公司制度的建立和完善已经在一定程度上提高了公司治理水平。高管激励制度的改革也在稳步推进。但是,经济的快速增长和现有的制度框架尚难以有效对接,导致公司治理水平依旧存在较大的提升空间。而高管激励制度作为重要的公司治理组成部分,其治理效应也未能完全达到理想预期,甚至出现了很多问题。如何选择合适的高管激励方式,建立完善的高管激励制度,促使高管对公司的资本结构进行优化调整,加快资本结构的调整速度,降低实际资本结构与目标资本结构的偏离程度,这是公司治理的关键所在。因此对高管激励与资本结构动态调整之间的关系研究就有着十分重要的现实意义。

二、研究意义

（一）理论意义

对于资本结构动态调整的研究，国外学者一直占据主导地位，当然国内的相关研究也有一定发展。首先，在公司的基本特征方面，国内学者童勇（2004）、国外学者卓贝兹（Drobetz, 2006）认为成长能力越好、盈利能力越强、与目标资本结构偏离程度越大的上市公司，越容易发生资本结构调整。安东尼奥斯等（Anto-nios et al., 2008）进而认为有形资产比率越高、规模越大的上市公司，在其资本结构偏离目标资本结构时，会更快做出调整。其次，在宏观经济方面，库克和唐（Cook and Tang, 2010）提出一个公司若是处于相对繁荣的经济环境中，其资本结构的调整速度会比处于相对衰败的经济环境中的调整速度更快。此外，利率的变动对公司资本结构的调整也会产生不同的影响。其中，负债不足的公司利率变动会对其资本结构调整产生积极影响，而过度负债的公司利率变动则会对其产生负面影响（陈文浩等，2012）。最后，在整体制度环境方面，哈斯和佩特斯（Haas and Peeters, 2006）认为在以银行为主导的金融体系下，公司的资本结构调整速度相对较慢。这是因为在该种金融体系下，公司会受到更大的融资约束限制，对投资者的法律保护制度也不完善，因而资本结构的调整成本相对较高。这与厄兹泰金和弗兰纳里（Oztekin and Flannery, 2012）的结论也是一致的。他们认为公司所在地区的法律环境、对投资者保护制度的完善程度与公司进行资本结构的调整速度成正比，与公司实际资本结构同目标水平的偏离程度成反比。

综上所述，国内外学者们在关于资本结构动态调整影响因素的研究上，大多是从公司基本特征、宏观经济政策、整体制度环境三个方面展开的，而较少地从高管激励的角度，即公司治理层面来探讨。因此本书立足于现代公司治理层面，通过对货币薪酬激励、股权激励、隐性激励

三种高管激励方式展开思考,探究三种高管激励形式对公司资本结构动态调整的作用机理以及对资本结构调整速度的影响,以期高管激励与公司资本结构动态调整的研究获得更加可靠的实证证据。具体来说本书的研究在理论上有如下边际贡献:

第一,本书拓展了资本结构动态调整领域的文献,打破了以往静态资本结构理论框架的束缚,对资本结构类文献提供了有益的补充。笔者系统阐述了高管激励对资本结构调整速度的影响,具有一定的理论意义。

第二,完善了高管薪酬和股权激励理论研究的文献。相比既有文献,本书较为系统地论证了高管显性激励与资本结构动态调整之间存在的关系。研究发现高管薪酬激励和股权激励政策对公司资本结构的调整速度具有显著的促进作用。并从产权性质的角度逐层展开了相关研究。此外,结合中国特殊的制度背景,本书从股权分置改革和限薪令等外生事件视角探讨了宏观环境与企业微观行为的互动关系。

第三,提出了在职消费作为隐性激励对公司的资本结构调整速度的影响研究。本书基于以往高管激励相关文献,引入隐性激励这一新的影响因子,研究发现在职消费这一隐性激励确实可以加速公司的资本结构动态调整,同时,国有组织中的在职消费对资本结构动态调整的促进作用要远低于非国有公司。

(二) 现实意义

本书的现实意义集中体现在以下三个方面:

第一,对于公司高管薪酬契约的建立和改进具有决策参考意义。公司价值增加是财务管理最终目标,目标的实现需要适应市场的财务及经营政策的合理规划,而公司政策制定有效性取决于管理层能力。因此,高管薪酬契约制定的合理性直接影响管理层激励水平,进而影响管理层能力的发挥及风险偏好倾向,最终影响公司价值创造。本书的研究为公司高管薪酬契约是否直接有效提供了直观反映,为公司制定更加符合自身战略发展要求的薪酬契约提供了重要的现实意义。