

DOI:10.15918/j.jbitss1009-3370.2020.6576

高管权力、薪酬操控与债权人利益 ——来自中国上市公司的经验证据

杨彦龙

(厦门大学 法学院, 福建 厦门 361005)

摘要: 人力资本是现代企业的关键资源,薪酬制度是发挥人力资本优势的主要激励手段。然而,薪酬制度往往会受到企业高管操控,对债权人利益造成负向影响。通过抽样选择,对2209家进行联贷的上市公司研究发现:(1)当高级管理人员拥有较大决策权时,公司决策更易表现出独裁性特点,难以体现集体决策的多元化优势,经理人容易操控与自身相关的薪酬制度。(2)经理人权力可能提高决策失误率,引发企业绩效不稳定,导致企业信用评级走低,长期债务比例更高,而债权人也将要求公司提供更高的风险溢价。(3)企业决定举债期限系以避免遭受破产清算危机为主要考量因素。

关键词: 高级管理人员权力;薪酬操控;债权人利益

中图分类号: F272.92

文献标识码: A

文章编号: 1009-3370(2020)02-0100-07

随着世界经济增速普遍下滑,全球供应链屡遭冲击,公司利润不断下降,全球大范围裁员与股市下跌层出叠现,国、内外投资者对坐拥“天价薪酬”的高级管理人员颇有质疑,代理理论对高管薪酬与绩效表现的解释显得捉襟见肘。尽管薪酬契约在一定程度上有利于保护股东利益、缓减权益代理冲突(agency conflicts)^[1],但是,其本身也可能成为管理层转移风险、侵害债权人利益的潜在动因,从而加大负债代理成本。

在公司治理机制中,当高级管理人员薪酬契约中建立了报酬与公司业绩的联系时,采取不稳健的会计政策可能成为其提高公司业绩的手段。然而,会计稳健性于公司债权人而言至关重要,高级管理人员采取不稳健会计政策明显消损了债权人利益,公司社会成本也由此产生。此外,当企业进行债务融资时,金融机构等债权人作为企业的信贷来源,可以监督信贷资金的使用情况,对高级管理人员产生间接监控效果,避免因代理冲突而使股东权益消损^[2]。由于产业启动资金需求巨大,企业往往采取联贷融资模式,此时,多家金融机构作为企业债权人,无疑将激励公司加强对高级管理人员的监督力度。在此情况下,公司通过设定不同的薪酬契约,以薪酬激励经理人善尽其责,降低高级管理人员的“道德风险”,不断提升公司价值。但上市公司具有显著的科层体制(bureaucracy),董事会不能完全控制管理层薪酬契约的设计,高级管理人员有能力影响自己的薪酬并运用权力寻租。因此,本研究从薪酬设定角度出发,探讨高级管理人员对董事会薪酬设定的操控程度,并进一步观察债权人是否会因此而要求更多的风险溢价。

一、文献综述

代理理论认为,由于公司经营权与所有权相互分离,管理层与股东之间存在利益冲突,通过对高级管理人员进行薪酬激励,推动二者利益趋于一致,以降低权益代理成本。该理论成立的前提是有效的契约安排能够使薪酬与股东财富密切相关,而且还需市场的有效约束以及股东可以行使权力。然而,经理人与董事会之间的关系远超代理理论的预期,基于高级管理人员权力特性,公司董事会容易被经理人俘获,其决策易受影响,致使薪酬契约难以解决代理问题,且本身即成为一种代理问题。因此,虽然薪酬契约能为经理人实现股东利益提供诱因,但其本身即是经理人操控的标的,隐含代理问题便成为经理人为己谋利、追求薪酬最大化的工具^[3]。Himmelberg^[4]指出高级管理人员薪酬契约与其权力密切相关。而Mauer和Huse^[5]的剥削理论(rent skimming theory)认为,高级管理人员以自身权力对其薪酬契约的设定施加影响,其权力寻租行为通

收稿日期:2018-03-10

基金项目:国家社科基金项目“新发展理念下中国金融机构社会责任立法问题研究”(17BFX009);中央高校基本科研业务费专项资金项目“财税金融法研究”(20720151038)

作者简介:杨彦龙(1994—),男,博士研究生,E-mail:muyukaijie@126.com

常导致薪酬设定无效,消损公司利益。Wei和Kam^[6]发现管理层权力愈大,董事会决策愈易受到影响,通过权力控制选择低标准的业绩考核指标,以实现自身薪酬最大化的目的。Holmstrom和Tirole^[7]的实证结果进一步支持剥削理论,经理人以权力操控薪酬,放大薪酬对操控性业绩的敏感度,为企业发展带来负面效应。因此,能否约束高级管理人员操控董事会的薪酬制定,将成为良好公司治理的重要因素之一。

此外,公司治理机制可以缓解代理成本,减少经理人、股东和债权人之间的利益冲突。当董事会中的独立董事与机构持股者占比越高时,公司债的殖利率越低,信用评级越高。Blackwell和Kidwell^[8]认为,董事会规模愈大,公司举债融资成本越低,反之,公司举债融资成本越高。Ataay^[9]的研究结果指出,董事会规模越大,对管理层的监督效率越高,公司财务报告更具可信度,信用评级将因此而提高,融资成本也将更低。Ponomareva等^[10]认为,个体权力将对决策时所选择的行为模式产生重要影响,具体表现为,个人权力越大时,所拥有资源越多,面临的决策约束越少,决策时倾向于选择趋近行为模式,更关注决策潜在的利益,而忽视可能的风险。高级管理人员权力越大时,承担风险的动机越强,更容易将其个人意志与对决策的判断性误差导入企业决策之中,使得企业业绩波动较大,增加经营风险,导致较高的殖利率与较低的信用评级。而且,高级管理人员权力过大还会影响公司的会计信息质量。为了控制决策权及获得更高薪酬,经理人以权力影响盈余管理,同时削弱公司内外监督机制,降低会计信息透明度,影响会计信息质量,为债券持有者带来更多的投资忧虑,导致企业信用评级降低。然而,尽管目前研究指出高级管理人员权力与公司信用评级、融资成本具有负向关联性,但由于高管人员权力系源自于结构性权力、所有权权力、专家权力、与声望权力等不同的权力基础,对于企业负债是否产生正反不同的影响,迄今未有一致性的解释。

与此同时,管理层操控董事会设定于自身有利的薪酬契约,也会对企业举债期限政策、融资成本与信用评级产生影响。Jaskyte等^[11]研究发现,当高管薪酬包含股权薪酬时,企业本质的资本结构水平会受到管理层自身利益考量的影响。当管理层持股比例提高时,股权薪酬激励会推动其利益与股东利益趋同,债权人更倾向于通过增加企业负债成本,或订立更为严格的债务契约来保护自身利益。而对于持有股票的管理层而言,拥有较低的债务水平相较于投资者集中化债务风险更高。因此,当管理层的股权薪酬占比较高时,基于风险考量,管理层更倾向低债务水平,在融资方面以内部融资为主要选择。但是,若同时出现其他激励机制,当债务水平提高时,管理层和普通投资者的目标函数将趋于同质化。Ntim等^[12]认为短期负债可以降低管理者增加风险的行为。当管理层薪酬对股价敏感度较低时,其风险偏好趋向稳定,企业的长期负债率较高。反之,当管理层薪酬受股价波动影响较大时,其管理风格偏向于“高风险、高回报”,为避免资替换风险增加,企业的短期负债率较高,资金成本也不断增加。

二、研究方法

由于中国金融结构的实际运行效率较低,现存结构状态难以满足市场经济发展的内在需要。20世纪90年代中后期,中国企业内源融资比重较小,对外源融资的依赖性较强,加之金融风暴后全球利率普遍走低,以及负债具有监督企业并降低权益代理成本的效益,使得举债成为企业融资的主要途径之一。然而,企业高管通常以权力干预董事会决策,推动建立于己有利的薪酬契约,忽视对债权人利益的保护。故本文针对高管权力对薪酬契约制定与公司融资行为的影响进行探讨。对研究方法设定方面分述如下。

(一)衡量高级管理人员权力的指标

依据Barnea等^[13]、Barro J和Barro R^{[14]459-463}的研究成果,将高级管理人员权力指标衡量分为四类:(1)结构性权力(CEO Structure,CS);(2)所有权权力(CEO Ownership,CO);(3)专家权力(CEO Expertise,CE);(4)声望权力(CEO Reputation,CR)。

其中,对结构性权力指标的衡量分别从“是否兼任董事长”“是否为企业创办人”“是否为其他公司董事会董事”与“是否为年报上唯一的签名者”等四个方面开展。当高管人员的身份符合时,设定为1,反之为0,如表1所示。

表1 经理人结构性权力指数

高级管理人员身份	是	否
1.是否兼任董事长	1	0
2.是否为企业创办人	1	0
3.是否为其他公司董事会董事	1	0
4.是否为唯一在年报上签名者	1	0

另外,所有权权力以高管持有的公司股份作为代理变量。而专家权力则系以经理人过去管理职务经历的多寡进行衡量,每担任一次管理职务则计数一次。声望权力以企业高管过去在其他公司董事会的服务次数作为代理变量。

(二) 高级管理人员权力对董事会设计薪酬契约的影响

本文采用 Barro J 和 Barro R^{[14]459-463} 的薪酬契约操控模型(Rigged Incentive Model),具体检验高级管理人员如何操控董事会以选择有利于自身绩效的薪酬方案。在模型设定方面,假设董事会制定的薪酬契约采用会计盈余计算或股价盈余计算,两者与企业绩效表现呈线性关系。

基于对风险的规避心理,当高级管理人员认为自身能力在会计盈余绩效中的体现乐观时,往往以权力操纵董事会,推动会计盈余绩效占比较重的薪酬契约的设定;反之,当高级管理人员认为自身能力更易体现于股价变动时,则易通过董事会推动与股价相关性较高的薪酬契约的设定。薪酬契约的操控模型为

$$\ln W_{i,t} = \alpha_0 + \alpha_1 \text{Power}_{i,t} + \alpha_2 \text{ROA}_{i,t} + \alpha_3 \text{Stock}_{i,t} + \lambda X_{i,t} + \alpha_4 \text{Max}\{\text{ROA}_{i,t}, \text{Stock}_{i,t}\} \times \text{Power}_{i,t} + \alpha_5 \text{Year}_{i,t} + \varepsilon_{i,t} \quad (1)$$

其中, $W_{i,t}$ 为 i 公司于第 t 期时的高级管理人员总薪酬^①; $\text{Power}_{i,t}$ 为 i 公司于时间点 t 时的管理人权力指数,本研究分别以结构性权力、所有权权力、专家权力、声望权力作为代理变量; $\text{ROA}_{i,t}$ 与 $\text{Stock}_{i,t}$ 分别为 i 公司于时间点 t 的会计盈余与股价盈余,本研究系以标准化后的资产报酬率与股价报酬率作为代理变量,以消除产业的非经济报酬因素; $X_{i,t}$ 为 i 公司于时间 t 点的人力资本、公司治理结构与高级管理人员特性变量,分别定义如下: R\&D 为 i 公司于时间 t 点的企业研发支出占总收入比例,代表高级管理人员的人力资本。研发费用占比越高,表示高级管理人员的可替换性越低。 $\text{GOV}_{i,t}$ 为 i 公司于时间点 t 的机构投资者持股比重,代表企业治理机制的健全度。 $\ln \text{Asset}_{i,t}$ 为 i 公司于时间点 t 时,衡量高级管理人员服务的企业规模; $\text{Option}_{i,t}$ 为 i 公司于时间点 t 的高级管理人员持有任职公司的薪酬股份比重; $\text{Tenure}_{i,t}$ 为 i 公司于时间点 t 的高级管理人在任职公司的任期及任期的平方项。 $\text{Max}\{\text{ROA}_{i,t}, \text{Stock}_{i,t}\} \times \text{Power}_{i,t}$ 表示高级管理人员通过权力操控薪酬来选择有利的会计绩效或股价表现绩效的程度; $\text{Year}_{i,t}$ 为不同年度的虚拟变量; $\varepsilon_{i,t}$ 为模型的误差项。

将模型(1)所估计的薪酬影响系数 $\hat{\alpha}_4$ 代入模型(2),藉此衡量高级管理人员通过权力对会计盈余或股价盈余行为的操控程度

$$\text{Riggedpay}_{i,t} = \hat{\alpha}_4 \text{Max}_{i,t}\{\text{ROA}_{i,t}, \text{Stock}_{i,t}\} \times \text{Power}_{i,t} \quad (2)$$

其中, $\text{Riggedpay}_{i,t}$ 为 i 公司于时间点 t 的高级管理人员操控薪酬契约的程度。

(三) 高级管理人员薪酬操控对企业举债行为的影响

由于公司借贷可以对现金流量的使用产生限制,防止企业资金被不当利用,减缓权益代理成本,从而提高企业价值。因此,当企业向银行借贷融资时,银行成为企业资金使用的监督者,这将向市场传递正向效应。此外,短期负债行为也可以提供更多约束力,限制经理人从事更多高风险行为,但也存在增加企业资金成本的弊端。

企业融资行为可归纳为清算与协调假说、道德危险与逆选择假说与发行成本假说。本研究为了解不同权力下的薪酬操控对企业长短期负债的影响,建构模型(3)

$$\text{Maturity}_{i,t} = K_0 + K_1 \text{Powerpay}_{i,t} + K_2 \text{Leverage}_{i,t} + K_3 \text{Growth}_{i,t} + K_4 \text{Quality}_{i,t} + K_5 \text{Duration}_{i,t} + K_6 \text{Size}_{i,t} + \omega_{i,t} \quad (3)$$

其中, $\text{Maturity}_{i,t}$ 为 i 公司于时间点 t 的短期负债占总负债金额比重; K_1 代表操控薪酬变动量影响因子; $\text{Powerpay}_{i,t}$ 为 i 公司于时间点 t 的权力指数; Leverage 与 Growth 为控制变量; $\text{Quality}_{i,t}$ 、 $\text{Duration}_{i,t}$ 与 $\text{Size}_{i,t}$ 为模型(3)中的企业融资行为假说因素的控制变量,以下将针对企业选择配置融资期限长短的解释变量进行说明与定义。

1.清算与协调假说:为避免陷入破产清算危机,企业通常结合公司资产期限(asset maturity)选择负债期限^[15]。故本文以 $\text{Duration}_{i,t}$ 代表第 i 家发行企业于第 t 期的资产到期期限,即净固定资产除以折旧费用作为替代变量。

2.道德危险与逆选择假说:基于信息不对称理论,高质量的企业倾向于短期负债,向市场投资人宣告它们的企业质量信息^[16]。故以 $\text{Quality}_{i,t}$ 代表第 i 家发行公司于第 t 期的企业质量。本研究以发行或举债日前四年的税前息前净利波动性作为替代变量。

3.发行成本假说:规模越大的企业,其信誉越好,信息透明度越高,且担保能力越强,因此更易取得长期资金^[17]。故本文以 $\text{Size}_{i,t}$ 代表第 i 家发行公司于第 t 期的营业收入对数值作为发行成本的代理变量。

(四) 高级管理人员薪酬操控对企业举债成本与信用等级的影响

企业举债决策不同于现金增资。在企业举债过程中,债权人对本金与利息的具体要求,成为影响公司经营绩效的直接因素。因此,管理层对薪酬契约的控制程度体现了经理人对自我利益的追求与董事会治理的强度,这将

①总薪酬之衡量包括薪水、现金分红、股票与股票选择权分红等。

关系债权人对企业财务与运营绩效的判断,导致等级有别的信用评级结果,而债权人也将要求额外的溢酬。

为检验不同权力下,高级管理人员薪酬操控程度对债权人利益与信评机构的影响,以下分别以信用评级、举债利率作为代理变量建立模型(4)与模型(5)

$$\text{Coupon}_{i,t} = \alpha_0 + \alpha_1 \text{Powerpay}_{i,t} + \alpha_2 \text{Leverage}_{i,t} + \alpha_3 \text{Quality}_{i,t} + \alpha_4 \text{Duration}_{i,t} + \alpha_5 \text{Growth}_{i,t} + \alpha_6 \text{Size}_{i,t} + \eta_{i,t} \quad (4)$$

$$\text{Credit}_{i,t} = \phi_0 + \phi_1 \text{Powerpay}_{i,t} + \phi_2 \text{Leverage}_{i,t} + \phi_3 \text{Quality}_{i,t} + \phi_4 \text{Duration}_{i,t} + \phi_5 \text{Growth}_{i,t} + \phi_6 \text{Size}_{i,t} + \xi_{i,t} \quad (5)$$

其中,举债利率(Coupon_{i,t})为举债企业的银行联贷利率扣除相同期限的公债殖利率,以排除择时(Timing)效果的影响;而公司信用评级(Credit_{i,t})则系以企业信用评级作为表彰企业信用评级的代理变量。模型(4)与模型(5)中的 α_1 与 ϕ_1 分别代表权力操控薪酬变动量的影响因子。 $\alpha_2 \sim \alpha_6$ 以及 $\phi_2 \sim \phi_6$ 分别代表融资行为变量对于企业资金成本与信用评级的影响因子。

三、实证结果

(一)研究对象与数据源

本文依据 Van den Steen^[18]提供的方法,从中国上市公司财务指标分析数据库、CSMAR 中国上市公司财务报表数据库、CAMAR 中国股票市场交易数据库、中国上市公司股东研究数据库和中国上市公司治理结构研究数据库搜集如经理薪酬、公司信评,与企业借款等实证资料,以编制国内上市公司的高级管理人员权力指数。研究对象选择范围为 2011 年 1 月 2 日—2016 年 12 月 31 日间进行联贷的上市公司,从中抽取财报数据或经理人背景等资料完整的 2 209 家作为样本。

本文以 Barro 等^{[14][459-463]}的薪酬契约操控模型探讨上市公司不同经理人权力对薪酬的操控程度。对相关变量进行统计分析后发现,中国上市公司管理层人员的年平均薪酬为 73 万元。企业在研发方面的投入占营业收入比重较低,平均数仅为 2.3%。样本企业的法人持股平均数为 42.33%、中位数为 37.64%,第三分位数为 52.17%,表明在样本企业中,法人持股在 5 成以下。高级管理人员的任期平均数与中位数分别为 7 年与 5 年,第三分位数为 13 年,表示样本企业的高管人员职务经历多为 10 年以下。

另外,在权力指标方面,结构性权力以高级管理人员职务身份为参照,其最大值为 2,表明样本企业高级管理人员至多拥有两种职务身份。所有权权力则以高级管理人员在企业中的持股比例为衡量基础,样本公司的中位数为 1.21%,第三分位数为 2.37%,最大值不超过 20.14%。专家权力以高级管理人员过往任职次数为判别,其第三分位数为 3,表示大部分样本企业的高管人员并没有超过 3 个以上的管理职务;但在声望权力部分,以担任其他董事会的次数为衡量基准,其第三分位数为 5,中位数为 3,皆高于专家权力。

由于国内企业举债以融资为主要需求,且产业分布于纺织、电器、钢铁、半导体、光电、零部件与建筑等产业。因此,通过分析这些不同产业高管操控薪酬程度发现,基于声望权力、专家权力、所有权权力与结构性权力等不同权力基

表 2 不同权力下的高级管理人员操控薪酬契约模型

解释变量	模型			
	一	二	三	四
截距项(Intercept)	5.372 4*** (0.000 0)	5.948 7*** (0.000 0)	5.718 2*** (0.000 0)	5.963 1*** (0.000 0)
研发费用比(RandD)	4.982 3*** (0.000 0)	5.681 1*** (0.000 0)	5.024 1*** (0.000 0)	5.311 7*** (0.000 0)
法人持股(GOV)	-0.503 1*** (0.000 6)	-0.524 6*** (0.000 6)	-0.634 9*** (0.000 0)	-0.600 7*** (0.000 0)
市值(Asset)	0.493 7*** (0.000 0)	0.489 2*** (0.000 0)	0.481 0*** (0.000 0)	0.480 7*** (0.000 0)
股权薪酬比(Option)	1.643 0*** (0.000 0)	1.700 5*** (0.000 0)	1.658 6*** (0.000 0)	1.693 1*** (0.000 0)
股票报酬率(Stock)	-0.200 1*** (0.000 0)	-0.235 3*** (0.000 0)	-0.286 9*** (0.000 0)	-0.240 6*** (0.000 0)
资产报酬率(ROA)	0.212 7*** (0.000 0)	0.231 6*** (0.000 0)	0.206 3*** (0.000 5)	0.251 7*** (0.000 0)
薪酬操控(Max)	0.923 1 (0.431 2)	0.053 3 (0.136 2)	0.067 6*** (0.004 1)	0.023 1*** (0.008 2)
任期(Tenure)	-0.054 3*** (0.024 5)	-0.059 6*** (0.006 1)	-0.021 1*** (0.051 2)	-0.071 2*** (0.002 4)
任期平方(Tenure ²)	-0.000 8 (0.401 2)	-0.000 5 (0.461 8)	-0.001 1 (0.301 5)	-0.000 4 (0.826 7)
年度(Year)	-0.102 1*** (0.000 0)	-0.105 7*** (0.000 0)	-0.108 4*** (0.000 0)	-0.106 5*** (0.000 0)
所有权权力(CO)/%	7.824 6*** (0.000 0)			
结构性权力(CPS)/%		0.041 2 (0.297 3)		
专家权力(CE)/%			0.732 7*** (0.006 9)	
声望权力(CR)/%				0.015 2*** (0.003 9)
调整的 R ²	0.435 7	0.401 8	0.430 1	0.432 5

注:***表示 1%的显著水平,**表示 5%的显著水平,*表示 10%的显著水平。

础,专家权力下的薪酬操控占总薪酬的比重最大,为45%;结构性权力下的薪酬操控占比42.9%,接近于所有权力的平均值42.1%;而所有权权力下的薪酬操控在各产业中皆小于所有权力的平均值。由此可知,当高级管理人员的权力基础不同时,的确会导致薪酬操控的差异。

(二)实证结果分析

1.不同权力对高级管理人员操控薪酬的影响

分析表2发现,所有权权力变量、专家权力变量与声望权力变量皆显著大于0,表明当高级管理人员权力基础来自于所有权权力、专家权力与声望权力时,其薪酬会显著较高。在薪酬操控变量方面,仅专家权力与声望权力为基础的薪酬操控变量显著大于0。

另外,当研发费用比系数显著大于0时,高管人员的知识水平越高则薪酬越高;当法人持股的系数显著小于0时,公司治理愈佳则管理层的薪酬越低;当市值系数大于0时,公司规模与高管人员的薪酬呈正向关系。任期系数显著小于0表示高管人员的任期并不会与其薪酬成正比。最后,年度控制变量的系数显著小于0,表示高管人员的薪酬将随着经济环境的改变,呈现逐渐下降的情况。

2.高级管理人员操控薪酬对企业举债行为的影响

关于不同权力下高级管理人员操控薪酬程度对公司融资期限的影响,以及检验清算与协调假说、道德危险与逆选择假说、发行成本假说在考虑薪酬操控时,对于融资期限决策的影响,如表3的实证结果所示。

本研究将短期负债除以负债总额作为企业举债期限的替代变量,以探讨在模型一~模型四下,不同权力基础的操控薪酬占总薪酬比对企业举债期限的影响。首先,观察表3中四种权力模式下各权力操控薪酬的系数,除所有权权力操控薪酬占总薪酬比系数外,专家权力、声望权力与结构权力的薪酬操控比系数皆显著小于0,这表示,具有专业背景、享有外部声誉、或是公司地位崇高的高级管理人员,其操控薪酬的程度越高时,倾向于推动企业选择长期负债,以此减少来自债权人的监督。在控制变量方面,不同权力操控基础下的财务杠杆系数皆显著小于0,这表示,负债越多的企业,其更易选择长期负债;而企业成长系数亦显著大于0,说明高成长企业的负债期限较长。至于三种假说变量中,仅有资产期限系数显著大于0,这表示企业资产期限愈长,公司负债限期亦长,说明企业倾向于结合资产期限情况选择债务期限,由此避免陷入破产清算危机。故在考虑企业经理人薪酬操控时,我们支持清算与协调假说。

3.高级管理人员薪酬操控对企业举债成本与信用评级的影响

为了解不同权力下高级管理人员薪

表3 高级管理人员权力指数之薪酬操控对企业举债期限的影响

解释变量	模型			
	一	二	三	四
截距项(Intercept)	0.673 0*** (0.000 0)	0.601 4*** (0.000 0)	0.653 7*** (0.000 0)	0.680 2*** (0.000 0)
财务杠杆(Leverage _{it})	-1.472 0*** (0.000 0)	-1.379 5*** (0.000 0)	-1.363 7*** (0.000 0)	-1.376 7*** (0.000 0)
企业品质 Quality _{it}	-0.000 3 (0.901 6)	-0.000 3 (0.884 7)	-0.000 4 (0.862 1)	-0.000 8 (0.672 0)
资产期限 Durantion _{it}	0.189 2*** (0.000 0)	0.210 2*** (0.000 0)	0.181 7*** (0.000 0)	0.204 3*** (0.000 0)
企业成长 Growth _{it}	0.003 2*** (0.001 5)	0.003 2*** (0.002 7)	0.003 2*** (0.003 1)	0.005 1*** (0.004 2)
企业规模(Size)	-0.000 8 (0.572 5)	-0.000 8 (0.598 9)	-0.000 8 (0.590 3)	-0.000 8 (0.625 8)
专家权力(CE)/%	-0.031 0*** (0.002 9)			
声誉权力(CR)/%		-0.024 3** (0.021 0)		
结构性权力(CPS)/%			-0.046 2*** (0.003 2)	
所有权权力(CO)%				-0.002 3 (0.752 6)
调整的R ²	0.565 731	0.564 712	0.566 329	0.563 013

注:***表示1%的显著水平,**表示5%的显著水平,*表示10%的显著水平。

表4 不同权力基础下薪酬操控比例对企业信用影响模型

解释变量	模型			
	一	二	三	四
截距项(Intercept)	11.323 5*** (0.000 0)	11.124 5*** (0.000 0)	11.302 9*** (0.000 0)	11.226 7*** (0.000 0)
财务杠杆 leverage _{it}	2.681 9*** (0.000 0)	2.752 1*** (0.000 0)	2.701 2*** (0.000 0)	2.760 3*** (0.000 0)
企业品质 quality _{it}	-0.507 2*** (0.000 0)	-0.460 3*** (0.000 0)	-0.499 1*** (0.000 0)	-0.486 7*** (0.000 0)
资产期限 durantion _{it}	0.172 8 (0.536 9)	0.165 5 (0.557 2)	0.170 5 (0.532 7)	0.163 9 (0.565 4)
企业成长 growth _{it}	-0.368 1*** (0.000 0)	-0.343 1*** (0.000 0)	-0.364 2*** (0.000 0)	-0.347 6*** (0.000 0)
企业规模(SIZE)	0.014 8 (0.602 4)	0.014 6 (0.631 2)	0.015 1 (0.628 3)	0.015 9 (0.594 6)
专家权力(CE)/%	0.304 7** (0.010 4)			
声誉权力(CR)/%		-0.360 5* (0.085 7)		
结构性权力(CPS)/%			0.542 7*** (0.003 1)	
所有权权力(CO)/%				0.143 5 (0.176 9)
调整的R ²	0.169 3	0.168 2	0.170 2	0.167 6

注:***表示1%的显著水平,**表示5%的显著水平,*表示10%的显著水平。

薪酬操控程度对信用等级的影响,表4以信用等级为应变量,探讨不同权力基础上,操控薪酬占总薪酬比重对于企业信用等级的影响。实证结果显示,在四种权力操控系数中,除所有权权力操控外,专家权力、声誉权力与结构权力的薪酬操控皆显著异于0。其中,专家权力与结构权力薪酬操控比的系数显著大于0,说明专业背景越强的管理人,以及拥有越高地位的管理人,当其操纵薪酬的程度越高时,企业信用等级越低。但是,声誉权力薪酬操控比的系数却小于0,即高级管理人员基于声誉权力基础操控薪酬时,公司的企业评级并不会下降,反而会提升。实证结果显示,拥有较高声誉权力的管理人将更好地稳定与银行的往来关系,其利好大于薪酬操控引致的负面效应。在控制变量方面,不同权力下的薪酬操控比模型中,财务杠杆系数皆显著大于0,故举债较多的企业,其公司债务信用等级较低;至于企业质量的系数,则是显著小于0,表示企业税前息前净利率波动性较低的公司难以获得较高的信用等级。最后,企业成长变量的系数亦显著小于0,表示高成长企业的债务信用亦较高。

最后,本文以联贷利率减去相同期限的公债殖利率,作为债权人必要报酬率的替代变量,由此反映债权人对企业举债的评价效果,以期检视在各项权力指标下,管理层操控薪酬程度对债权人要求溢酬的影响,具体实证结果如表5所示。分析发现,专家权力与结构权力的薪酬操控皆显著异于0;其中专家权力与结构权力薪酬操控比系数皆显著大于0。结果显示,当管理层拥有较强的专业背景时,其操控薪酬的程度与公司联贷资金成本呈正向关系;而在对表4的分析中发现,专业背景较强的管理层,其操控薪酬的程度与企业信用等级呈负向关系,这与前一结论完全相符。总而言之,当高级管理人员权力源自于其专业能力时,企业会面临较高的联贷利率与较低的信用评级。

另外,表4中的结构权力薪酬操控比系数小于0,表示当高管薪酬操控是基于结构性权力时,公司仍可拥有较低的联贷成本,这可能是由于结构性权力引致的风险趋避利好大于薪酬操控的负面效应。在控制变量方面,不同权力操控模式下,财务杠杆系数皆显著大于零,说明在考虑薪酬操控变量下,负债越多的企业,其公司的联贷利率越高;至于企业质量的系数则显著小于0,这表示,在考虑薪酬操控变量时,企业税前息前净利率波动性较低的公司无法获得较低的利息支出。最后,企业成长变量的系数亦显著小于0,表示高成长的企业,其公司的联贷资金较低。

表5 不同权力下高级管理人员的薪酬操控程度对债权人要求报酬率的影响

解释变量	模型			
	一	二	三	四
截距项 (Intercept)	0.032 1*** (0.000 0)	0.043 2*** (0.000 0)	0.026 9*** (0.000 0)	0.024 5*** (0.000 0)
财务杠杆 leverage _{it}	0.002 7 (0.672 3)	0.002 9 (0.630 2)	0.002 9 (0.631 7)	0.003 1 (0.603 8)
企业品质 quality _{it}	-0.000 4 (0.260 4)	-0.000 5 (0.183 9)	-0.000 4 (0.232 7)	-0.000 3 (0.483 1)
资产期限 duration _{it}	-0.002 3 (0.427 9)	-0.003 1 (0.392 3)	-0.001 9 (0.587 4)	-0.003 1 (0.331 5)
企业成长 growth _{it}	-0.001 3*** (0.000 3)	-0.001 3*** (0.000 3)	-0.001 3*** (0.000 3)	-0.001 2*** (0.000 5)
企业规模 (SIZE)	-0.001 3 (0.000 0)	-0.001 3 (0.000 0)	-0.001 3 (0.000 0)	
专家权力 (CE)/%	0.000 8*** (0.050 1)			
声誉权力 (CR)/%		0.000 2 (0.121 1)		
结构性权力 (CPS)/%			-0.001 4*** (0.000 8)	
所有权权力 (CO)/%				0.022 6 (0.153 7)
调整的 R ²	0.117 2	0.030 2	0.302 5	0.030 0

注:***表示1%的显著水平,**表示5%的显著水平,*表示10%的显著水平。

四、结论

由于中国金融市场发展仍存在结构失衡、供给不足等问题,企业直接融资渠道较少,间接融资成为中国公司融资的主要途径。尽管薪酬契约可以缓解管理层与股东之间的代理冲突,但管理层对债权人利益的剥削问题一直未被重视。金融危机之后,管理层薪酬的增长率普遍高于企业利润增长率,甚至出现某些公司利润负增长而管理层薪酬正增长的倒挂现象^[9]。鉴于此,本文详细检验了高级管理人员薪酬操控对于企业融资期限、企业资金成本与信用等级的影响。

本文实证结果显示,高级管理人员往往基于各种权力基础干预自身薪酬的设定,因此,仅依赖薪酬契约难以规制经理人权力滥用行为。而且,当管理层权力系以专业能力为基础时,薪酬操控程度越高,企业信用等级越低,企业更倾向于选择长期债务融资模式,债权人亦会要求更高的风险溢价。在此种情况下,以独裁性假说为前提,经理人更偏向于独裁性管理,其操控薪酬行为的负面效应愈大。此外,当企业选择长期债务融资时,债权人更倾向于提高信贷利率、降低信用评级要求,外部监督强度较低。若管理层权力系以外部声

誉为基础时,即使企业偏向于长期负债,由于银行对经理人的行为可预测,企业仍会获得较佳的信用评级。最后,当管理层权力源自公司结构地位时,操控薪酬的经理人偏好于长期债务融资,然而,由于经理人对待风险的态度更为谨慎,企业仍可获得较低的信贷利率,但其信用评级将受到负面影响。至于所有权权力下的薪酬操控,其系数皆不显著地异于零。

参考文献:

- [1] MASULIS R W, TRUEMAN B. Corporate investment and dividend decisions under differential personal taxation[J]. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 2014, 23(4): 369–385.
- [2] DIKOLLI S S, DISER V, HOFMANN C. CEO Power and relative performance evaluation[J]. *Contemporary Accounting Research*, 2018(35): 1279–1296.
- [3] ALBUQUERQUE A M. Do growth–option firms use less relative performance evaluation? [J]. *The Accounting Review*, 2014(1): 27–60.
- [4] HIMMELBERG C P, HUBBARD R G, PALIA D. Understanding the determinants of managerial ownership and the link between ownership and performance[J]. *Journal of Financial Economics*, 2000, 53(3): 353–384.
- [5] MAUER E, HUSE M. Toward a exploitation theory of boards and corporate Governance[J]. *The Journal of Finance*, 1999(16): 1–31.
- [6] WEI L S, KAM M W. Does CEO compensation reflect managerial ability or managerial power? evidence from the compensation of powerful CEOs[J]. *Journal of Corporate Finance*, 2019(56): 1–14.
- [7] HOLMSTROM B, TIROLE J. Financial intermediation, loanable funds, and the real sector[J]. *The Quarterly Journal of Economics*, 1999, 112(3): 663–691.
- [8] BLACKWELL D W, KIDWELL D S. An investigation of cost differences between public sales and private placements of debt[J]. *Journal of Financial Economics*, 2017, 22(2): 253–278.
- [9] ATAAY A. Performance sensitivity of executive pay: the role of ownership structure, board leadership structure and board characteristics[J]. *Economic Research—Ekonomiska Istraživanja*, 2018(31): 1152–1168.
- [10] PONOMAREVA Y, SHEN W, UMANS, T. Organizational discretion, board control, and shareholder wealth: a contingency perspective[J]. *Corporate Governance—An International Review*, 2019(27): 248–260.
- [11] JASKYTE K. Board attributes and processes, board effectiveness, and organizational innovation: evidence from nonprofit organizations [J]. *International Journal of Voluntary and Nonprofit Organizations*, 2018(29): 98–111.
- [12] NTIM C G, LINDOP S, THOMAS D A. Executive pay and performance: the moderating effect of CEO power and governance structure[J]. *The International Journal of Human Resource Management*, 2019(30): 921–963.
- [13] BARNEA A, HAUGEN R A, SENBET L W. A rationale for debt maturity structure and call provisions in the agency theoretic framework[J]. *The Journal of Finance*, 1980, 35(5): 1223–1234.
- [14] BARRO J, BARRO R. Pay, performance, and turnover of bank CEOs[J]. *Journal of Labor Economics*, 2010(8): 448–481.
- [15] BERGSTRESSER D, PHILIPPON T. CEO incentives and earnings management[J]. *Journal of Financial Economics*, 2016, 80(3): 511–529.
- [16] BERNANKE B, GERTLER M. Agency costs, net worth, and business fluctuations[J]. *The American Economic Review*, 2015(11): 14–31.
- [17] ANTLE R, SMITH A. An empirical examination of the relative performance evaluation of corporate executives[J]. *Journal of Accounting Research*, 1986(24): 1–39.
- [18] VAN DEN STEEN E. Organizational beliefs and managerial vision[J]. *Journal of Law, Economics, and Organization*, 2015, 21(1): 256–283.
- [19] BLACK D, DIKOLLI S, HOFFMAN C. Peer group composition, peer performance aggregation, and detecting relative performance evaluation[R]. North Carolina: Duke University, 2013.

Senior Management Power, Payment Control and Creditors' Interests

—Evidence from Listed Companies in China

YANG Yanlong

(Law School, Xiamen University, Xiamen Fujian 361005, China)

Abstract: Human capital is the key resource for modern companies, and compensation system is the main incentive tool to gain human capital advantage. However, compensation systems are often manipulated by senior executives and have a negative impact on the interests of creditors. This paper finds that, when senior executives have greater power because of their expert ability, their decision would be more dominative and fail to offer the diversification benefit of group decision. Therefore, senior executives can manipulate the payment system easily. Furthermore, senior executives power would increase the possibility of suffering wrong decisions and hurt the persistence of firm performance. It could deteriorate a firm's credit rating and bond holders would require more premiums for taking higher risk. The decision of bond duration is associated with the tendency to reducing bankruptcy crisis.

Key words: power of senior management; payment control; creditors' interests

[责任编辑:宋宏]