

高管薪酬契约与融资约束研究

——基于我国沪深 A 股上市公司的经验数据

张 涛 郭 潇

(山东财经大学会计学院,山东 济南 250014)

[摘 要] 以 2012-2015 年沪深 A 股上市公司为研究样本,实证检验了高管薪酬契约机制对公司融资约束的影响以及这种影响能否使公司获得更多的银行贷款或是商业信用。研究发现:(1)高管薪酬契约激励机制有助于降低公司融资成本;同时,这种激励机制可以有效缓解民营上市公司的信贷歧视问题。(2)高管薪酬契约激励机制可以使上市公司获得更多的银行贷款和商业信用。

[关键词] 高管薪酬契约;融资约束;商业信用

[DOI 编码] 10.13962/j.cnki.37-1486/f.2018.01.008

[中图分类号]F275 **[文献标识码]**A **[文章编号]**2095-3410(2018)01-0096-12

一、引言

融资约束的概念最早由 Fazzari、Hubbard 和 Petersen(1988 年)提出,他们认为,实践中资本市场的不完善性导致公司内外融资成本存在差异,此时公司的投资决策会受到外部融资约束。资本市场的完善性主要表现为信贷市场上信息的不对称,使公司投资决策时面临较大的融资瓶颈,这一过程往往伴随着逆向选择与道德风险。高管出于自利行为的考虑,在进行投资决策时常常投资高风险甚至 NPV 为负的项目,其行为不仅损害股东的权益,甚至侵占了债权人的财富,这使得信贷机构进行信贷决策时会把代理成本作为重要考虑因素。而高管薪酬契约机制即高管货币薪酬激励机制和高管股权激励机制将个人财富与公司价值捆绑经营,有效缓解管理层自利行为引发的代理冲突(Jensen 和 Meckling,1976)^[1],能够让保守型高管接受 NPV 为正的投资项目,激进型高管放弃 NPV 为负的投资项目,从而提高公司投资效率,增加企业价值。因此,理性的债权人通过高管薪酬契约激励机制传递的信息,能够对公司的信贷风险进行合理评估与定价,利于减少公司的融资约束。

我国经济转轨的特殊制度背景下,公司面临的金融生态环境虽然有了一定的改善,但是金融市场依旧存在发展不平衡、资源配置不合理的问题(李扬、张涛,2009)^[2]。国有大中型企业与银行间的天然政治关系帮助其获得银行贷款,然而处在制度缺失和法律不健全背景下的民

[基金项目] 山东省社会科学规划项目“财税政策对山东省国有企业经营绩效的影响研究”(17KJJ05)

[作者简介] 张涛(1962-),男,山东济南人,山东财经大学会计学院教授。主要研究方向:公司理财和绩效评价。

营企业,由于缺少政治背景和社会声誉却遭受着“信贷歧视”(张敏等,2010)^[3]。因此,民营企业如何通过高管薪酬契约激励机制的方式,向信贷机构传递公司存在较好投资机会的积极信号,以改善融资环境,降低融资成本,提高资金使用效率。

综上所述,本文实证考察我国上市公司高管薪酬契约与融资约束的关系,并检验产权性质对高管薪酬契约和融资约束的影响。在此基础上,进一步揭示高管薪酬契约能够促进融资约束的公司获得更多的银行贷款和商业信用,为上市公司完善高管薪酬契约制度,缓解公司融资约束,降低银行信贷风险提供理论支持。

二、文献综述

国外对融资约束的研究主要围绕衡量方法、影响因素、融资约束对企业的影响三方面展开,其中与本文相关的有衡量方法和影响因素,下面分别就这两方面进行文献回顾。

从融资约束的衡量方法上看,Fazzari, Hubbard 和 Petersen(1988)^[4]首次提出资本市场的不完善性使得公司内外部资本成本存在差异,研究得出融资约束程度与投资—现金流量敏感度正相关。Kaplan 和 Zingales(1997)^[5]提出了与 Fazzari 等(1988)相反的结论,即融资约束程度与公司投资—现金流敏感度负相关,他们认为投资—现金流敏感度并不能作为衡量融资约束的标准。Faulkender 和 Rong Wang(2004)提出边际价值的观点,认为公司的融资约束与项目投资需要的自由现金流正相关,融资约束程度越高,项目投资需要的自由现金流越多,边际价值就越大。Rong Wang(2006)^[6]对美国上市公司的研究发现,高管薪酬激励使管理层与股东利益紧密相关,通过调整高管薪酬激励机制改善融资约束限制,增加股东价值。

从影响融资约束的因素看,Berger 和 Udell(1998)^[7]基于企业经营发展状况研究融资约束,发现年轻企业面临较大的信贷约束,因为他们的信用历史较短,违约风险高,银行难以预测他们的还款能力。

相对于国外,国内研究起步晚,但是研究的范围广。从融资约束衡量方法看,魏峰等(2004)^[8]选取股利支付率、公司规模及多元判别分析方法获得的数值衡量融资约束程度,验证融资约束与公司投资—现金流敏感性显著正相关。相反,全林(2004)^[9]选取公司规模衡量融资约束程度,指出大型企业的投资—现金流量敏感性高于小型企业,即融资约束与投资现金流敏感性负相关。李金、李仕明、严整(2007)^[10]研究发现,存在融资约束的公司现金—现金流敏感度为正。从影响融资约束的因素看,胡国强、盖地(2014)^[11]研究发现,高管股权激励能够向贷款者传递投资项目的积极信号,使贷款者愿意提供信贷资金。魏卉、吴昊浸和谭伟荣(2012)^[12]考察在存在代理冲突的情况下,管理层货币薪酬激励与股权融资成本负相关。王家庭等(2010)^[13]指出,国有控股公司的融资约束程度要大于非国有控股公司,而股权的集中度与融资约束程度有负相关。但是,郭丽虹、马文杰(2009)^[14]以沪深两市的制造业企业为研究对象,指出与民营上市公司相比,国有上市公司面临较小的融资约束。

通过文献回顾与梳理发现,对高管薪酬契约的研究主要是围绕高管薪酬契约激励效果和激励模式进行,但并没有形成一致的观点。从公司治理角度研究高管薪酬契约与上市公司融资约束关系的相对较少,并且研究主要集中于高管股权激励,但不同上市公司股票期权和限制性股票机制存在较大差异,致使研究结论差别较大。目前,我国正处于经济转轨时期,随着金

融体制改革的进一步推进,企业的融资环境尽管有了一定的改善,但是融资约束问题仍然存在。因此,对上市公司的融资约束行为进行深入研究并提出改进意见尤为重要。

三、研究设计

(一)研究假设

银行信贷风险来自公司的信用风险,即公司不能按期偿还贷款的风险(姚立杰等,2010)^[15]。通过对客户进行风险识别和信用评级,银行制定信贷决策和签订贷款契约来规避风险,而这一举措与公司治理密切相关。高管薪酬契约激励作为近年公司治理改革的重大举措,能够有效地降低代理成本,缓解代理冲突,这自然成为银行控制信贷风险考虑的重要因素之一。银行除了权衡客户财务信息、生产运营状况、还款能力等财务要素外,还应关注客户的非财务信息,包括公司治理及高管才能与素质等方面。高管激励能提高企业竞争力,改善公司财务状况和业绩(卢军,2010)^[16],促进创新,吸引人才,降低公司代理成本和破产成本(魏卉等,2012),进而减少公司的融资约束,获得更多信贷资金。

通常而言,当公司存在新投资项目时,外部潜在投资者因为缺少相关信息而对公司项目价值评估产生偏差,无法正确评估项目真实价值,导致公司存在较高的融资成本。高管薪酬契约激励作为公司治理的重要组成部分,可以优化公司治理结构,影响金融机构信贷决策。在其他条件不变的情况下,高管薪酬契约激励政策在一定程度上能够反映公司未来的发展潜力,并且能向市场传递公司良好的投资项目和发展前景的积极信号,从而影响贷款者的信贷决策,降低公司的融资约束程度,获得更多的资金支持。为此本文提出假设1:

H1:上市公司高管薪酬契约激励机制与融资约束程度负相关

高管薪酬契约激励机制能有效降低公司融资约束程度,那么这种作用对于不同类型的公司会产生怎样的效果呢?

一直以来,国有上市公司有来自政府的显性支持或隐性担保,这种天然的政治关系降低了企业的破产风险和债权人的信贷风险,使得银行等金融机构更愿意为其提供资金支持。民营上市公司由于制度和规模歧视加之我国经济新常态下金融机构信用标准的提高压低抵质押率(李广子、刘力,2009)^[17]等原因导致其发生财务困境时缺乏必要的财政资金支持,违约风险提高,因此金融机构对民营企业会谨慎贷款。公司高管薪酬契约的实施可以让金融机构通过这一激励措施传递的信号重新评估公司的增值空间以及公司的盈利是否能够偿还贷款,从而有利于降低企业外部和内部信息不对称问题。陈俊、徐玉德(2012)^[18]的研究也表明,相对于国有控股公司,非国有控股公司高管薪酬激励与债务期限约束的负相关,贷款提供者会更关注非国有控股公司高管薪酬契约的制定与实施。

另外,国有企业的“政府背景”,增强了企业的信用度,使其与合作伙伴更容易建立信用关系。民营上市公司信息透明度低、规模小、公司治理不完善(姚耀军、董钢锋,2014)^[19],这些原因影响企业与交易伙伴之间的信任关系。高管薪酬契约激励机制可以向市场传递投资项目和公司治理完善的积极信号,增强双方的信任度,降低因逆向选择带来过高的信用融资成本。陈建林(2010)^[20]研究发现,管理层薪酬激励有利于降低家族企业的代理成本。据此,本文提出假设2:

H2:高管薪酬契约激励机制对缓解民营上市公司融资约束的效果显著

长期以来,银行贷款是公司融资的主要渠道。随着经济发展,商业信用融资逐步发展成一种重要的融资方式。由于银企间信息不对称致使部分借款者即使愿意承担高昂的贷款利息,也会受到信贷市场的歧视(Stiglitz 和 Weiss,1981)^[21]。相较于银行,供应商作为生产链上的上游公司与下游公司进行频繁的商业活动时,能够对客户实施有效的监督(Burkart 和 Ellingsen, 2004)^[22];除此之外,供应商与公司长久的商贸往来,对公司所处的行业发展潜力与风险了解深入,能较正确的评估公司信用品质(张勇,2013)^[23]与投资项目的价值(陆正飞、杨德明, 2011)^[24]。由此,当上市公司银行贷款较困难时,会转而希冀供应商给予一定折扣,缓解公司的融资约束。

高管薪酬契约激励政策能降低公司的融资约束程度,使公司获得更多的银行贷款和商业信用融资。一方面,高管薪酬契约激励使债权人和供应商更真实的了解公司的发展潜力和盈利能力,增进相互之间的信任,降低因逆向选择和道德风险产生的融资成本。另一方面,管理层的自利行为,有时会侵害股东和债权人利益,而高管薪酬契约激励可以有效地缓解这一冲突,防止管理层出现出于私利侵占债权人、供应商等利益相关者的行为。另外,高管薪酬契约激励使管理层与公司业绩紧密相连,能向债权人和供应商等利益相关者传递一种公司存在盈利项目的利好信号。为此本文提出以下假设 3:

H3: 高管薪酬契约激励机制可使上市公司获得更多的银行贷款和商业信用

(二) 变量定义与模型构建

依据本文的验证假设,将本文所用变量符号及说明汇总见表 1。

为验证高管货币薪酬激励与高管股权薪酬激励对融资约束程度的影响,构建如下模型:

模型 1:

$$KZ_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 M_{i,t-1} + \beta_2 Control_{i,t-1} + \sum Year_{i,t-1} + \sum Ind_{i,t-1} + \varepsilon_{i,t-1}$$

模型 2:

$$KZ_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 M_{i,t-1} + \beta_2 M \times State_{i,t-1} + \beta_3 Control_{i,t-1} + \sum Year_{i,t-1} + \sum Ind_{i,t-1} + \varepsilon_{i,t-1}$$

模型 3:

$$Loan_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 KZ_{i,t} + \beta_2 M_{i,t-1} + \beta_3 KZ \times M + \beta_4 Control_{i,t-1} + \sum Year_{i,t-1} + \sum Ind_{i,t-1} + \varepsilon_{i,t-1}$$

模型 4:

$$TC_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 KZ_{i,t} + \beta_2 M_{i,t-1} + \beta_3 KZ \times M + \beta_4 Control_{i,t-1} + \sum Year_{i,t-1} + \sum Ind_{i,t-1} + \varepsilon_{i,t-1}$$

其中,解释变量 M 包括货币薪酬激励和股权激励;对解释变量及其相关变量进行滞后一期处理,降低模型内生性问题的影响。

(三) 样本选取与数据来源

根据研究目的,本文以 2012-2015 年沪深两市 A 股上市公司披露的数据作为样本研究区间,对原始数据按以下原则筛选:(1)剔除金融类企业,因为金融企业的行业特征与其他行业具有较大差异,信贷结构有其特殊性。(2)剔除 ST、ST* 公司和上市不到一年的公司,因为此类公司数据的有效性和可比性相对较低。(3)剔除异常和财务数据披露不全的公司。除此之外,为了保证数据的有效性,对连续变量进行了上下 1% 的 Winsorize 处理。最后,本文共获得了 6786 个样本数据(民营上市公司 3478 个,国有上市公司 3308 个)。其中 2012 年 1584 个观

测值,2013 年 1761 个观测值,2014 年 1748 个观测值,2015 年 1693 个观测值。本文的样本数据来源于 Wind 数据库和 CSMAR 数据库。获取数据后先利用 Excel 对数据进行整理,然后利用 SPSS20.0 进行数据统计分析。

表 1	变量名称及变量定义		
	变量名称	变量符号	变量描述
被解释变量	融资约束程度	$KZ_{i,t}$	根据公司偿债能力、盈利能力、发展能力、运营能力和股利支付政策构建融资约束指数 ^①
	银行信贷水平	$Loan_{i,t}$	(短期借款+长期借款)/平均资产总额
	商业信贷水平	$LC_{i,t}$	(应付票据+应付账款+预收账款)/平均资产总额 ^②
解释变量	货币薪酬激励	$M-Ln(Pay)_{i,t-1}$	预期薪酬水平 ^③
	高管股权激励	$M-Share_{i,t-1}$	高管持有公司股票取值为 1,否则为 0
控制变量	公司规模	$Size_{i,t-1}$	期初资产总额的自然对数
	盈利能力	$ROA_{i,t-1}$	上期净利润/期初平均资产总额
	负债水平	$Lev_{i,t-1}$	期初总负债/期初资产总额
	财务灵活性	$Flexibility_{i,t-1}$	期初流动资产总额/期初资产总额
	成长能力	$Growth_{i,t-1}$	t-1 年公司股票的年末总市值与权益账面价值的比值
	上市年龄	$Listage_{i,t-1}$	截止到 t-1 年的上市年龄
	无形资产比例	$IA_{i,t-1}$	期初无形资产总值/期初平均资产总额
	地区	$Area_{i,t-1}$	中西部地区取值为 1,东部地区取值为 0
	股权结构	$Top1_{i,t-1}$	截止到 t-1 年第一大股东持股比例
	兼任	$Dual_{i,t-1}$	总经理兼任董事长取值为 1,其他取值为 0
	独立董事比例	$IDR_{i,t-1}$	独立董事人数/董事会人数
	产权性质	$State_{i,t-1}$	民营上市公司取值 1,其他取 0
	行业效应	$Ind_{i,t-1}$	以证监会行业分类标准进行划分,设置行业哑变量
	年份效应	$Year_{i,t-1}$	以 2012 年为基准,设置年份哑变量

四、实证检验与结果分析

(1)描述性统计

本文通过对变量的统计性描述,可更直观的考察各个变量的分布情况。具体结果如表 2 所示。

从表 2 的统计结果看,高管持股比例逐年上升,这表明我国上市公司越来越重视对高管的股权激励。造成这一现象的原因可能与我国近年来出台推行加强股权激励的政策相关。2005 年底中国证监会颁布《上市公司股权激励管理办法》,以及 2006 年 9 月国资委与财政部联合颁布《国有控股上市公司(境内)实施股权激励试行办法》,标志着我国资本市场上股权激励制度改革之路正式开启。随后股权激励计划不断在资本市场上推出,从制度上将高管个人利益

①借鉴 Kaplan and Zingales(1997)和魏志华(2014)的做法,采用现金持有量(货币资金+交易性金融资产)、资产负债率、反映成长能力的 Tobin’Q 值、支付现金股利、经营性现金净流量这五个指标构造综合指数 KZ。

②借鉴魏志华(2014)和陆正飞等(2011)变量的选取,用 Loan 衡量银行信贷水平,Loan 数值越大,表示公司银行信贷约束程度越低。用 TC 衡量商业信贷水平,TC 数值越大,表明公司商业信用约束程度越低。

③借鉴辛清泉(2007)和魏卉等(2012)的做法,高管货币薪酬采用管理层(董事会、监事会、高管)前三位薪酬总额的自然对数,对资产报酬率(ROA)、公司规模(Size)、无形资产比例(IA)、地区(Area)进行回归,用回归参数计算预期薪酬,更客观的反映管理层的水平与努力程度。

$$M-Ln(Pay)_{i,t-1} = 7.731 + 1.708ROA_{i,t-1} + 0.246Size_{i,t-1} - 0.337IA_{i,t-1} - 0.278Area_{i,t-1}$$

表 2描述性统计

表 A:虚拟变量的描述性统计									
变量	年份	样本量	观测值	占总样本的比例	变量	年份	样本量	观测值	占总样本的比例
M-Share	2012	1584	1081	68.24%	State	2012	1584	768	48.48%
	2013	1761	1215	68.99%		2013	1761	883	50.14%
	2014	1748	1256	71.85%		2014	1748	914	52.29%
	2015	1693	1269	74.96%		2015	1693	913	53.93%
Area	2012	1584	543	34.28%	Dual	2012	1584	279	17.61%
	2013	1761	612	34.75%		2013	1761	331	18.80%
	2014	1748	605	34.61%		2014	1748	347	19.85%
	2015	1693	571	33.73%		2015	1693	360	21.26%

表 B:连续变量的描述性统计						
变量	年份	样本量	最小值	最大值	平均值	标准差
Loan	2012	1584	0.000	0.757	0.179	0.152
	2013	1761	0.000	0.798	0.173	0.150
	2014	1748	0.000	0.718	0.157	0.140
	2015	1693	0.000	0.763	0.153	0.136
TC	2012	1584	0.000	0.737	0.174	0.127
	2013	1761	0.000	0.728	0.174	0.126
	2014	1748	0.000	0.712	0.169	0.124
	2015	1693	0.000	0.708	0.165	0.121
M-Ln(Pay)	2012	1584	4.875	8.244	6.431	0.385
	2013	1761	4.751	8.278	6.463	0.380
	2014	1748	5.050	8.274	6.499	0.379
	2015	1693	5.074	8.312	6.551	0.381
Size	2012	1584	17.663	28.282	21.965	1.310
	2013	1761	17.604	28.405	22.071	1.319
	2014	1748	18.219	28.482	22.153	1.308
	2015	1693	18.343	28.509	22.287	1.302
ROA	2012	1584	-0.331	0.724	0.049	0.065
	2013	1761	-0.840	1.090	0.042	0.071
	2014	1748	-0.463	1.560	0.042	0.078
	2015	1693	-0.645	0.572	0.037	0.060
IA	2012	1584	0.000	0.794	0.049	0.072
	2013	1761	0.000	0.793	0.052	0.072
	2014	1748	0.000	0.895	0.052	0.070
	2015	1693	0.000	0.838	0.050	0.067
Lev	2012	1584	0.026	0.954	0.487	0.207
	2013	1761	0.010	0.983	0.481	0.210
	2014	1748	0.009	0.980	0.467	0.208
	2015	1693	0.020	0.979	0.462	0.204
Growth	2012	1584	-0.061	0.219	0.003	0.010
	2013	1761	-0.017	0.137	0.002	0.005
	2014	1748	-0.009	0.456	0.003	0.012
	2015	1693	-0.102	0.272	0.003	0.010
Top1	2012	1584	0.022	0.894	0.363	0.160
	2013	1761	0.022	0.894	0.368	0.161
	2014	1748	0.022	0.894	0.366	0.159
	2015	1693	0.022	0.864	0.356	0.156
IDR	2012	1584	0.200	0.714	0.368	0.054
	2013	1761	0.250	0.714	0.369	0.055
	2014	1748	0.182	0.714	0.370	0.053
	2015	1693	0.231	0.714	0.371	0.055
Age	2012	1584	1.000	21.000	9.920	5.616
	2013	1761	1.000	22.000	10.340	5.920
	2014	1748	1.000	23.000	10.810	6.215
	2015	1693	1.000	24.000	11.640	6.256
Flexibility	2012	1584	0.018	1.000	0.573	0.218
	2013	1761	0.017	1.000	0.556	0.217
	2014	1748	0.009	0.997	0.554	0.215
	2015	1693	0.015	0.995	0.550	0.215

司的融资约束程度。验证了假设 1。

产权性质不同的公司融资约束程度也存在差距,模型 2 的回归结果如表 4 所示。

表 4	模型 2 回归结果	
	KZ	
Cons	5.754 *** (24.815)	1.542 *** (14.588)
M_Ln(Pay)	-0.661 *** (-19.576)	
M_Ln(Pay) * State	-0.228 *** (-3.507)	
M_Share		-0.162 *** (-5.663)
M_Share * State		-0.070 (-1.235)
State	0.258 *** (9.497)	0.274 *** (9.787)
ROA	-2.764 *** (-14.619)	-3.486 *** (-18.465)
Top1	-0.457 *** (-5.838)	-0.519 *** (-6.236)
IDR	0.681 *** (3.030)	0.722 *** (3.1570)
Age	0.013 *** (5.994)	0.015 *** (6.559)
Flexibility	-0.197 *** (-3.430)	-0.244 *** (-4.129)
Lev	2.173 *** (33.761)	2.058 *** (31.540)
Year	control	control
Ind	control	control
Adj-R ²	0.279	0.243
F	292.953 ***	241.348 ***
N	6786	6786

注:***、**、*分别表示在 1%、5%和 10%的显著性水平。

从表 4 的回归结果看,公司产权性质与融资约束程度在 1%的水平上显著正相关,这说明,在我国债权人法律保护体系不完善的情况下,民营上市公司缺乏“天然政治关系”和可信声誉机制,发生破产危机时违约风险高,导致民营上市公司面临的融资约束程度较高。同时,民营上市公司信息更加不透明,业务风险更高,导致显著的债务代理成本,融资成本更高(张玉明和王墨潇,2013)^[25]。高管股权激励与产权的交叉项的系数为-0.070,未通过显著性水平检验,这可能与我国出台推行股权激励较晚,股权激励机制不完善、不成熟有关。高管货币激励与产权交叉项系数为-0.228,在 1%的水平上显著负相关,这意味着民营上市公司推行高管激励政策,可以向资本市场传递未来高盈余与公司治理良好的积极信号,缓解信息不对称,获得更多信贷资金。验证了假设 2。

采用模型 3 和模型 4 的回归结果如表 5 所示。

表 5 分析了高管薪酬契约缓解融资约束的作用机制。KZ 与 Loan、TC 在 1%的水平上显著正相关。这说明融资约束程度越高的公司拥有更多的银行贷款和商业信用,同时也反映了存在融资约束的公司更希望通过这两种融资渠道满足公司资金的需求。高管货币薪酬激励与银行贷款、商业信用在 1%的水平上显著负相关,高管货币薪酬激励与融资约束程度的交叉项在 1%的水平上显著正相关;高管股权激励与融资约束程度在 10%的水平上显著正相关,这意味着存在融资约束的公司,实施高管薪酬契约激励机制,影响着资金提供者的行为决策,从而获得更多的银行贷款和商业信用,支持了假设 3。可见,高管薪酬契约激励作为改善公司治理,提高公司信息质量和透明化的一项措施,为“融资难,融资贵”的公司提供了更多的机会获得信贷资金。

表 5 模型 3 和模型 4 回归结果

	Loan		TC	
Cons	-0.451 *** (-15.981)	-0.618 *** (-20.350)	-0.396 *** (-15.698)	-0.489 *** (-18.598)
KZ	0.032 *** (24.262)	0.043 *** (31.184)	0.010 *** (8.511)	0.015 *** (12.101)
M_Ln(Pay)	-0.331 *** (-34.965)		-0.233 *** (-26.598)	
M_Ln(Pay) * KZ	0.017 *** (5.674)		0.007 ** (2.508)	
M_Share		0.005 (1.374)		0.009 *** (2.881)
M_Share * KZ		0.005 * (1.875)		0.002 (0.769)
ROA	-0.128 *** (-5.883)	-0.321 *** (-13.932)	-0.098 *** (-5.016)	-0.220 *** (-11.029)
Size	0.129 *** (44.179)	0.036 *** (27.143)	0.093 *** (33.737)	0.025 *** (21.633)
Growth	-0.442 *** (-3.019)	-0.184 (-1.180)	-0.131 (-1.002)	-0.134 (-0.993)
Top1	-0.113 *** (-11.683)	-0.019 * (-1.788)	-0.077 *** (-8.914)	-0.006 (-0.683)
IDR	-0.218 *** (-8.483)	-0.064 ** (-2.341)	-0.186 *** (-8.132)	-0.079 *** (-3.340)
State	0.055 *** (15.762)	0.003 (0.811)	0.014 *** (4.310)	-0.026 *** (-8.878)
Age	0.001 *** (5.672)	0.002 (1.044)	0.001 *** (5.702)	0.001 ** (2.351)
Flexibility	-0.042 *** (-5.481)	-0.063 *** (-7.560)	0.233 *** (37.168)	0.247 *** (37.808)
IA	-0.286 *** (-13.490)	-0.120 *** (-5.333)	-0.161 *** (-8.429)	-0.030 (-1.521)
Loan			-0.247 *** (-23.628)	-0.153 *** (-14.866)
TC	-0.309 *** (-23.628)	-0.206 *** (-14.866)		
Year	control	control	control	control
Ind	control	control	control	control
Adj-R ²	0.404	0.293	0.35	0.283
F	352.528 ***	217.273 ***	282.169 ***	206.963
N	6786	6785	6786	6786

注：***、**、* 分别表示在 1%、5% 和 10% 的显著性水平。

(3) 稳健性检验

为了验证上述实证结果的稳健性,本文进行如下检验:(1)剔除 TobinQ_{i,t},用剩余 4 个指标确定 Logic 模型,重新计算 KZ,并将计算结果排序,大于中位数取 1,其他取 0。(2)将银行贷款比例和商业信用比例相加得到负债水平。检验结果如表 6 和表 7 所示。

从表 6 稳健性回归结果看,高管货币薪酬与融资约束在 1%的水平上显著负相关,高管股权激励与融资约束在 1%的水平上显著负相关,说明高管薪酬契约激励可以降低公司的融资约束程度。从表 7 稳健性回归结果看,高管货币薪酬激励与融资约束交叉项系数显著为正,高管股权激励与融资约束交叉项系数显著为正,说明高管薪酬契约激励能使融资约束的公司获得更多的负债融资。研究表明本文的研究结论保持稳健。

表 6 稳健性检验

	KZ			
Cons	0.366 *** (3.160)	0.993 *** (9.264)	-0.166 (-1.537)	0.597 *** (13.361)
M-Ln(Pay)	-0.546 *** (-16.710)	-0.124 *** (-7.959)		
M-Ln(Pay) * State		-0.063 ** (-2.144)		
M-Share			-0.060 *** (-4.584)	-0.046 *** (-3.494)
M-Share * State				-0.042 (-1.618)
Size	-0.170 *** (-17.081)		0.036 *** (7.562)	
State		0.014 (1.243)		-0.044 *** (-3.673)
ROA	-1.747 *** (-20.096)	-1.489 *** (-17.524)	-2.223 *** (-26.434)	-2.211 *** (-26.199)
Growth	0.347 0.573	0.976 * (1.691)	0.566 *** (2.619)	0.982 * (1.661)
Top1	-0.288 *** (-7.360)	-0.110 *** (-3.100)	-0.175 *** (-4.481)	-0.114 *** (-3.017)
IDR	0.077 0.732	0.282 *** (2.795)	0.288 *** (2.722)	0.344 *** (3.240)
Flexibility	0.002 (0.089)	-0.135 *** (-5.199)	-0.057 ** (-2.135)	-0.061 ** (-2.262)
Year	control	control	control	control
Ind	control	control	control	control
Adj-R ²	0.152	0.198	0.101	0.107
F	135.665 ***	186.194 ***	100.232 ***	102.699 ***
N	6786	6786	6786	6786

表 7 稳健性检验

	负 债 水 平			
	系数	T 值	系数	T 值
Cons	-0.897 ***	-18.992	-0.864 ***	-24.354
KZ	0.062 ***	16.912	0.091 ***	23.143
M-Ln(Pay)	-0.382 ***	-31.708		
M-Ln(Pay) * KZ	0.008 ***	4.642		
M-Share			0.030 ***	3.952
M-Share * KZ			0.006 ***	2.890
ROA	-0.246 ***	-9.102	-0.517 ***	-17.996
Size	0.164 ***	48.770	0.049 ***	30.804
Growth	-0.219	-1.233	0.370 *	1.913
Top1	-0.163 ***	-13.900	-0.034 ***	-2.682
State	0.040 ***	9.994	-0.021 ***	-5.110
Flexibility	0.174 ***	21.693	0.160 ***	18.135
Year	control		control	
Ind	control		control	
Adj-R ²	0.410		0.288	
F	526.033 ***		306.537 ***	
N	6786		6786	

五、研究结论与建议

本文以我国2012-2015年沪深两市A股上市公司作为样本数据,实证检验了高管薪酬契约机制对上市公司融资约束的影响。研究发现:高管货币薪酬激励、高管股权激励与上市公司融资约束程度负相关;在我国特定背景下,民营上市公司面临更严峻的融资约束,而高管激励能有效缓解民营上市公司的融资约束;选择融资方式的研究表明,存在融资约束的上市公司通过实施高管激励机制能够为公司获得更多的银行贷款和商业信用。

基于本文的实证研究,提出如下建议:(1)不断完善高管薪酬契约机制特别是高管股权激励,加强公司治理,降低融资约束。高管货币薪酬激励影响公司短期投资行为,高管股权激励更加关注公司长期投资,进而影响公司融资规模。因此,借鉴国外股权激励机制,立足于我国社会主义市场经济体制,不断完善股票期权和限制性股票等股权激励措施,并与货币薪酬激励,两者取长补短,建立长效激励机制。(2)拓宽融资渠道,积极发展商业信用在内的多种融资方式。由于我国特殊的经济体制,大部分公司主要依靠向银行借款进行融资,致使资金不能满足发展。商业信用作为负债融资的渠道之一,有助于缓解公司融资约束问题。所以,我国应积极开拓融资渠、创新融资方式,发展包括商业信用、债券、股票融资等方式降低公司融资约束。(3)不断完善客户信用评级体制和信贷风险分类制度。金融机构对客户的定价大部分依靠公司提供的财务信息,而很少关注公司的非财务信息,如公司治理、管理层素质等。因此金融机构在制定信贷决策时应综合考虑借款公司的信息,特别关注公司的高管薪酬契约激励机制,透过管理层激励了解借款公司的投资情况,进而制定合理的信贷决策,降低自身的信贷风险。

参考文献:

- [1] Jensen, M.C., W.H. Meckling. Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure [J]. Journal of Financial Economics, 1976, (03): 305-360.
- [2] 李扬, 张涛. 中国地区金融生态环境评价(2008-2009) [M]. 北京: 北京社会科学文献出版社, 2009.
- [3] 张敏, 张胜, 申慧慧, 王成方. 政资管理与信贷资源配置效率——来自我国民营上市公司的经验数据 [J]. 管理世界, 2010, (11): 143-153.
- [4] Fazzari, S.M., Hubbard, R.G. and Petersen, B.C., Financing constraints and corporate investment. [J] Brookings Papers On Economic Activity, 1988, (01): 21-33.
- [5] Kaplan S., L. Zingales. Do Investment-cash Flow Sensitivities Provide Useful Measures of Financing Constraints? [J]. Quarterly Journal of Economics, 1997, (02): 112-125.
- [6] Rong Wang. Executive incentives and financial constraint [J]. Working Mason School of Business, 2006, (08): 101-156.
- [7] Berger A. N. and Udell G. F., The economics of small business finance: The roles of Private equity and debt markets in the financial growth cycle [J]. Journal of Banking and Finance, 1998, (02): 42-54.
- [8] 魏峰. 保密薪酬: 认知失调理论的解释 [J]. 当代财经, 2004, (03): 68-71.
- [9] 全林. 不同公司规模下现金流量对投资决策影响的实证研究 [J]. 2004, (03): 355-358.
- [10] 李金、李仕明、严整: 融资约束与现金—现金流敏感度——来自国内A股上市公司的经验证据 [J]. 管理评论, 2007, (03): 53-57.

- [11]胡国强,盖地.高管股权激励与银行信贷决策——基于我国民营上市公司的经验数据[J].会计研究,2014,(04):58-65.
- [12]魏卉,吴昊旻,王薇.代理冲突、管理层激励与股权融资成本[J].经济与管理研究,2012,(11):37-48.
- [13]王家庭,赵亮.我国上市公司的融资约束及其影响因素的实证分析[J].产业经济研究,2010,(03):2-21.
- [14]郭丽虹,马文杰.融资约束与企业投资—现金流量敏感度的再检验:来自中国上市公司的证据[J].世界经济,2009,(02):77-87.
- [15]姚立杰,罗玫,夏冬林.公司治理与银行借款融资[J].会计研究,2010,(08):55-96.
- [16]卢军.管理层激励与公司经营业绩的相关性研究[D].长沙:中南大学硕士学位论文,2010.
- [17]李广子,刘力.债务融资成本与民营信贷歧视[J].会计研究,2009,(12):137-150.
- [18]陈骏,徐玉德.高管薪酬激励会关注债权人利益吗?——基于我国上市公司债务期限约束视角的经验证据[J].会计研究,2012,(09):73-81.
- [19]姚耀军,董钢锋.中小银行发展与中小企业融资约束——新结构经济学最优金融结构理论视角下的经验研究[J].财经研究,2014,(01):105-115.
- [20]陈建林.家族企业高管薪酬机制对代理成本的实证研究[J].经济管理,2010,(04):72-77.
- [21]Stiglitz,J.E.Weiss,A.Credit Rationing in Markets with Imperfect Information[J].American Economic Review,1981,(07):393-410.
- [22]Burkart,M.,Ellingsen,T.In-kind Finance: a Theory of Trade Credit[J].American Economic Review,2004,(09):569-590.
- [23]张勇.信任、审计意见与商业信用融资[J].审计研究,2013,(05):72-79.
- [24]陆正飞,杨德明.商业信用:替代性融资,还是买方市场?[J].管理世界,2011,(04):6-45.
- [25]张玉明,王墨潇.中小企业债务融资结构与企业成长——基于中小板上市公司的实证研究[J].经济与管理评论,2013(04):46-53.

(责任编辑:杨 磊)

Research on Executive Compensation Contract and Financing Constraints

——Based on the Data of China's Listed Companies in Shanghai and Shenzhen A shares

ZHANG Tao, GUO Xiao

(School of Accounting, Shandong University of Finance and Economics, Jinan 250014, China)

Abstract: Taking the Shanghai and Shenzhen A share companies during the period of 2012-2015 as the research samples, this article empirically examines the influence of executive compensation contract on financing constraints and whether this influence can make the company get more bank loans or commercial credit. The study finds that: (1) executive compensation contract help decrease the financing cost of corporates, and the incentive system can effectively alleviate the credit discrimination of Chinese private listed companies. (2) Incentive of executive compensation contract enables the companies to get more bank loans and commercial credit.

Key Words: Executive compensation contract; Financing constraints; Business credit