

公司管理层权力与银行信贷融资决策

徐 伟^{1,2}, 叶陈刚²

(1. 湖北经济学院 会计学院, 湖北 武汉 430000; 2. 对外经济贸易大学 国际商学院, 北京 100029)

[摘 要]运用中国上市公司 2010—2013 年相关数据,考察公司管理层权力与公司融资结构及银行信贷资源配置,结果显示:公司的管理层结构及高管层权力是公司融资政策选择和银行信贷资源配置的重要动因,公司管理层权力越大,管理层向银行借入短期借款越多,公司管理层权力与短期借款结构正相关。在债务约束效应下,管理层可能会出于个人任期和控制权私利的原因做出影响公司融资决策的行为,在公司银行信贷融资中表现为银行信贷融资规模与公司管理层权力呈现负相关关系,即管理层权力越大,公司配置的银行信贷资源越少;同时,公司管理层权力中结构权力与所有者权力对公司信贷决策有重要影响。

[关键词]公司管理层权力;公司融资结构;银行信贷资源;融资决策;债务约束;债务风险控制;融资行为

[中图分类号]F830 **[文献标识码]**A **[文章编号]**1672-8750(2016)05-0057-09

一、引言

在中国上市公司的治理结构中,公司由于实际控制人的性质不同,其高管层通常是通过选聘或者任命方式形成的。国有控股公司的高管层是由其终极控制人——国家代理出资机构(如国资委和国有集团公司)任命。在国有控股公司的管理层结构中,高层管理者兼任公司董事长和总经理的情况较多。根据国有公司的组织结构和管理原则,管理层被赋予一定的决策和执行权力,通常行使股东的权力,公司管理决策权在实践中易于被管理层控制,因此公司中普遍存在管理层控制或者“内部人”控制现象。非国有公司主要是董事会从经理人市场选聘符合公司股东目标和战略的经理人,委托管理层经营管理公司。在公司管理的实践中,任期较长的高层管理者为了保证个人利益最大化,会通过获取和扩展的管理层权力经营自己的“壕沟”,通过日常经营决策实现股东目标和兼顾个人私利。

高层管理者运用管理层权力获得个人收益可分为显性和隐性两种主要方式。显性的报酬是在薪酬契约的约束下取得的,西方经典的薪酬契约理论认为有效的薪酬管理能减少委托代理成本,是解决管理层代理问题的优选路径^[1],而在实际经济活动中受到来自理论和实践证据的质疑。中国新兴市场环境下的公司,无论是所有权结构还是管理层的选任方式,均不同于西方学者提出其理论的法律框架和经济环境;同时,在 2009 年国有公司的薪酬控制制度和管理措施实行后,薪酬契约已不是激励管理层的核心机制。第二种方式是管理层运用权力获得隐性的个人收益,可能表现为管理层的过度投资、融资行为和相关者利益输送形成公司潜在损失,或者公司组织中不完备契约的存在,使得管理者会利用其控制的企业资源扩大自己在剩余收益中的份额^[2]。这种隐性成本不能通过内部契约有预见性地加以控制,而公司有外部债务融资需求时形成有效的债务约束功能可以对管理层权力和管理者行为产生抑制效用。

[收稿日期]2016-05-31

[基金项目]国家社会科学基金重点项目(13AZD002);湖北省教育厅人文科学研究项目(15Y109)

[作者简介]徐伟(1974—),男,湖北鄂州人,湖北经济学院会计学院讲师,对外经济贸易大学国际商学院博士生,主要研究方向为会计信息与公司治理;叶陈刚(1962—),男,湖北蕲春人,对外经济贸易大学国际商学院教授,博士生导师,主要研究方向为审计理论、公司治理。

在中国现行制度背景下如何有效解释公司管理层管理权力和经营决策行为,这个问题值得人们进一步分析和探索。本文的主要创新点在于:一是从管理层权力视角分析公司管理层权力效应对银行信贷资源结构和银行信贷决策的影响后果。其他关于银行信贷的相关文献主要是从外部市场环境与公司融资行为、公司特征(如财务杠杆、公司资产抵押能力因素)与公司信贷融资、公司内部控制制度与外部债务融资等方面来分析公司信贷决策,而本文是从管理层权力理论角度分析管理层权力大小和构成在公司银行信贷决策中的效应,实证分析中同时加入公司资产、公司现金流能力、公司资产抵押能力等公司特征指标作为控制变量。二是在具体论证中多维度细化分析管理层权力分量指标构成与公司银行信贷决策的内在关系,拓展管理层权力理论应用的深度和范围,从管理层权力的微观构成探索其对公司融资决策的效应。本文的研究可能会对管理层权力理论在中国新兴的市场环境和制度安排下的效用及改进有现实意义,也可以为提高公司管理层决策效率和优化治理结构提供有益启示。

二、文献综述

法国管理组织学家 Rozier Michel 认为组织中与规则相应的有两种权力,“一方面是理性化的权力,是制定和施行规章制度的权力;另一方面是处理例外事项的权力,或者称为对规则视而不见的权力。而领导者的行动策略则是根据他们所负责的目标以及组织成员对这些目标的关注程度,找到两种权力之间的最佳结合点”^[3]。管理层权力是影响公司日常经营决策的重要因素,有效激励和约束管理层权力运用是提升公司治理结构的核心手段,它可以兼顾公司全体股东利益,保证稳定合理的融资决策,降低公司融资成本,控制融资风险。国内学者卢锐认为管理层权力是在公司内部治理出现缺陷,同时外部监督约束机制不足或者不完备的条件下公司高管层所表现出的对公司组织经营活动决策权、监督权和执行权的控制和影响能力,实践中体现为剩余控制权的获取和扩大^[4]。本研究所界定的管理层权力是限定于公司最高层管理者——总经理(或兼任董事长)的管理权力结构和大小。

西方学者 Finkelstein 将高管层的权力具体划分为组织结构权力、所有权权力、专家权力和声誉权力四个方面来测度^[5]。管理层权力理论认为,高层管理者能够利用管理层与董事会的协调和影响,扩大或者增加管理者权力来获取更多的剩余控制权,进而实现管理者控制权相关私利人的利益增加和获取个人私利的便利。不少学者研究了管理层权力与高层管理者薪酬契约的关系,认为管理者能够通过对公司董事会的控制和影响增加薪酬和获得更多的寻租机会。西方传统的委托代理理论认为薪酬是公司职业经理人和董事会之间谈判和博弈的结果^[6]。在管理层和董事会之间谈判和决定契约完成的重要基础是公司管理层绩效表现和公司战略目标的完成程度。

公司的正常经济活动中融资行为是不可或缺的部分,中国资本市场的发展历程较短,金融市场发展不成熟及金融环境的独特性使得银行信贷融资一直是中国大部分企业债务融资的主要来源。国外学者认为,中国证券市场发展不够成熟,制度机制也存在缺陷,在中国的资本市场中,银行业对国民经济的作用和功能在一段时间内远大于证券市场。国内学者利用银行信贷与 GDP 的比率来分析银行在资本市场融资中的作用,认为中国公司的银行借贷远高于其他国家^[7]。管理层接受股东委托管理公司,同时拥有公司的剩余控制权,基于委托契约的不完备性,股东不能全面监督管理层的长短期经营决策,实际管理者拥有更多的决策权力。汪辉的研究认为债务融资能传递公司发展信号,合理的债务融资能增加公司价值^[8]。公司股东为了减少管理层的逆向选择行为和风险,可以借助外部债权人的债务约束机制来监督经理人,公司的合理融资行为不仅可以增加公司股东利益,还能分散公司破产风险,减少代理成本,债务契约的形成和实施是管理层外部监督机制的主要组成部分。

管理层权力理论不同于最优契约理论^[9],前者认为股东们没有理由相信管理层会尽自己最大努力服务于股东利益,更有可能是由董事的意愿决定其是以股东利益为主还是与管理层有更加紧密的利益关联,董事会成员可能更加倾向于与管理层合谋以获取更多个人利益^[10]。李世辉、雷新途认为管理层

的委托代理成本主要有显性代理成本和隐性代理成本,不同的代理成本具有不同的债务治理效应^[11];吴秋生、敖小波认为公司管理层激励措施和股权结构对债务治理效应有显著影响^[12]。王茂林等、谭庆美等认为,管理层权力越大,控制公司现金流能力越强,可能产生的过度投资行为会损害股东价值^[13-14]。根据管理层权力结构组成理论,当管理者是某个领域的专家,或者拥有较高的社会声誉,或者是公司的实际控制人时,其在公司经营决策中的管理层权力越大则越有可能更有效地影响和控制董事会成员,在管理决策中扩大自己的管理控制权力和决策权力,同时也为个人私利的获取提供便利。

根据债务契约理论中的激励理论,公司管理层在公司债务约束条件下合理增加公司的债务融资,实质上是减少股东的风险和监督成本。当管理者的目标与公司股东的基本利益相一致时,企业管理层会受到激励努力实现公司目标,保证债务本金和利息的有效偿还,降低公司代理成本水平,这客观上增加了公司价值,实现了股东价值增加^[15]。而债务契约理论中的控制权转移理论认为,公司负债融资比例的多少决定了公司控制权转移的趋势和程度,在公司正常经营下公司主要控制权为股东所有,非常状态下被其他利益相关者(如债权人)所控制^[16]。柳建华和李胜楠对债务融资的治理效用进行研究后发现我国银行负债具有债务约束作用,表明我国公司的银行负债融资可以抑制投资规模过快增长和控制债务风险增加^[17-18]。

从已有文献可以发现,管理层权力理论从不同于传统的代理理论角度阐述管理层活动中管理者行为和决策的动因,从管理权力效应对于公司管理者的行为和决策影响的视角分析,认为在公司融资决策、投资决策等日常经营活动中,管理层决策行为的选择和考量背后有不同的理论逻辑及动因,值得深入研究与探索。前述学者研究了管理层权力在公司董事会决策中的代理成本问题,如管理层激励机制与决策、管理层权力与现金流控制关系等,对于管理层权力如何影响融资决策的微观路径和私人动机的表现未能深入分析。同时在公司债务决策中,学者一般从公司经营中资金需求匹配和资金成本的层面来探讨债务期限、债务结构与融资决策的理性和科学性,或者从公司外部金融机构和市场的约束性水平分析债务约束效应与公司融资决策行为,未能从公司管理者权力的运行和决策选定的现实基础去详尽分析决策主体的客观性利益动机对公司融资决策选择的影响。本文试图从管理层权力的构架和大小以及其行为动机角度分析公司银行信贷融资决策,从新的视角探讨公司融资决策中驱动债务期限结构和银行融资规模变化的重要因素。

三、理论分析与研究假设

公司管理层权力是公司高层管理者在企业经营管理活动中形成的特定的优于其他成员的权力或者能力,高层管理者在对公司资源的配置和安排中拥有优势,无论是公司财务资源还是公司人力资源的获取和运用,管理层权力都能对决策的制定和施行产生重要的影响。管理层在与公司股东的谈判和博弈中获取的剩余控制权力越大,其在行业中地位越高,或者管理者兼而拥有公司股份、拥有特定的政治关系或者社会关系网络,则公司高管层权力越大。公司高层管理者作为公司董事会成员或者决策执行者,在决策的事前调查和董事会决议中均可以运用自身的行业优势和基于公司内部信息的不对称影响公司决策,如促使有利于高管层私人利益的决策在董事会获得大多数股东的支持,或者阻碍可能损害高管层利益的决策通过或者实施。当股权分散的公司受到敌意收购,管理层权力越大,越能够有效促进和协调股东一致反对不利于公司战略和股东利益的决议通过,在近期引人关注的万科和宝能的股权争夺战中,就出现了高管层利用自身的优势和能力促进董事会否决大股东罢免“董监高”议案的情况。

从公司债务决策具体形成和实施分析,管理层权力主要体现在对公司资源的配置决策和影响配置的效率上。如在融资活动中,管理者首先关注包括公司资本的获取方式、融资渠道和融资成本等决策,再运用其专业能力和管理优势实现公司融资目标和控制融资成本。公司的所有者委托职业经理人来经营管理公司,期望激励管理者按照股东的利益进行决策和行动,实践中管理者会在决策中采用兼顾有利于自身绩效和个人控制权的方式行使拥有的管理层权力。管理层的日常经济活动中经营决策是董事会战略实现和实

施的具体表现,公司的融资政策、融资规模及融资风险控制是影响公司绩效和公司股东利益的重要事项。

公司债务结构和债务风险控制影响公司绩效和公司市场估值水平,公司特定的债务结构可能具有向市场传递信号的功能,高风险的债务结构会减少公司价值。股东聘任管理层管理公司的同时给予其薪酬和其他激励措施,目的是使管理层能完成董事会或者控股股东的目标和战略。无论是基于实现公司持续扩展的战略,还是以分散投资减少风险为目的,管理层的薪酬都依据公司评价的绩效而确定;当公司赋予管理层期权激励政策,公司股价变动也会对管理者的报酬产生实质性影响。因此,薪酬相关的绩效评价除了公司的资产回报率等内部财务指标之外,在国内现行市值管理的目标需求下,公司市值增加是股东获得回报的重要途径,公司股价上升也是管理者绩效的重要考察指标。公司债务结构和融资风险是影响公司股价的主要因素之一,因此,公司债务结构管理和财务风险控制成为管理层决策的关注对象。有研究表明,处于不同的地方金融发展水平和地方政府干预强度下,上市公司借款期限和企业绩效差异十分明显^[19]。管理者应保证公司营运所需的合理资金流水平,在控制银行债务规模和资金成本之间权衡利弊,做出恰当的融资决策。

公司拥有的不同债务期限和债务结构对管理者的债务约束效果不同。债务约束功能是利用外部债权契约对管理者的逆向选择和私人动机行为进行限制。实践中信贷契约条款可以限制或者减少管理层权力的扩张和滥用,包括公司过度负债、非效率投资项目和禁止管理层过度的职务消费行为及过快的薪酬增长等限制性条款通常存在于融资合约中。债务限制和约束使管理者的非理性行为及决策对债权人利益和股东价值的损害降低,减少相关代理成本。管理层权力越大,债务约束控制效果越小,管理者遵循债务契约的程度越低。

由于长期负债的治理效应和短期负债产生的治理效应存在差异性,短期信贷融资能约束显性代理成本的增加,而长期债务对公司过度投资行为有较好的抑制效应。当公司长期债务比例较高时,外部债权人为了减少借款人的违约风险,对公司借入资金投放和使用的限制性条款更多,对管理者行为的约束力更强,具有较好的债务治理功能。当过低比例的银行长期债务不能满足管理层投资冲动和管理层权力扩大的自信心导致资金紧缺或者流动性不足时,管理者会利用其增强的管理层权力做出特定的融资决策,在管理层控制权较大或具有专业优势能力情况下能够借入更多的短期借款。当公司的债务比例较高,或者公司债务风险增加影响公司从银行获得更多的借款额度时,公司可能会增加其他非银行债务,以满足投资和长期资本配置中对于资金增长的需求,则公司银行信贷规模结构和比例表现为银行债务占比减少的趋势。根据上述分析,我们提出相关的两个假设如下:

假设 1:管理层权力与短期借款比例正相关,即管理层权力越大,公司融入越多短期借款。

假设 2:管理层权力与银行债务规模负相关,即管理层权力越大,公司债务结构中银行信贷资源配置越少。

四、研究设计

(一) 样本数据选取和变量设计

1. 样本选取

本文研究样本来源于 CSMAR 中国股票市场研究数据库,选取中国上市公司 2010—2013 年数据,同时在相关交易所网站和公司公告中查询相关非财务数据。根据研究的需要,我们对样本数据做了必要的筛选,选择非金融行业公司样本,同时剔除上市不足两年的公司、ST 公司以及相关数据资料不完整公司,最后得到共计 4 年的 6735 个公司的年度样本,其中 2010 年 1407 个、2011 年 1530 个、2012 年 1797 个、2013 年 2001 个。为了保证研究的谨慎性和研究的可靠性,我们还对样本 1% 的极端值做截断处理。

2. 变量设计

被解释变量:公司银行信贷资源包括公司从银行直接获取的短期借款和长期借款。公司管理层

根据公司经营活动和现金需求等做出公司的借贷决策及相关融资决策。公司银行信贷配置包括短期借款和长期借款结构以及银行借款规模。信贷资源配置变量主要设计为两个主要指标,其中 *STRL* 表示公司短期借款占银行借款总额的比例,*LOANTAS* 表示公司银行借款与资产总额占比。

解释变量:在前文所界定的公司管理层及相关理论基础上,并借鉴管理层权力理论和计量模式以及现有研究方法^[5],本文具体从四个方面计量高管的权力大小。

(1) 管理层组织权力(*DUAL*):管理层组织权力是公司高层管理者职位权力的空间大小,主要是公司总经理和董事长职务的权力范围对企业主要决策权力的控制程度。管理层权力的组织权力(又称结构权力)大小由高层管理者的兼任职位来决定,同时兼任董事长和总经理的高层管理者拥有更大的决定权力。总经理兼任董事长取值为1,否则为0。

(2) 管理层专家权力(*POWER₁*):指管理层具有高学历和技术职务。依据 Finkelstein 的理论^[5],当高管具有较高的学历和较强的技术专业能力时,表明高管可能具备某些领域的专家权力和声誉权力,在公司管理决策中的影响控制能力较强。本文设计当高管具有高级专业职称或者较高学历时变量取值为1,否则为0。

(3) 管理层所有者权力(*POWER₂*):指高管持股,即高层管理者持有本公司上市股份。高层管理者拥有公司股权时具有双重身份,既是公司管理者又是公司股东,对公司管理决策的影响力更为明显。管理层持股时取值为1,否则为0。

(4) 管理层社会声誉权力(*POWER₃*):指高层管理者社会兼职。高管在公司外的兼职越多,表明在本行业威信越高,地位也越稳固,因此对公司的决策控制力越强。当高管兼任其他社会非营利性组织或者其他公司管理层职务时指标取值为1,否则取0。

根据相关研究,本文选择的控制变量包括:公司规模(*SIZE*),运用公司资产总额的自然对数来计量;公司营业收入增长率(*SG*),反映公司成长性水平,公司增长水平越高,对资金的需求越大;固定资产抵押能力指标(*FixTAS*),反映公司可供银行借款抵押能力;资产负债率水平(*LEV*),根据代理理论相关分析,公司适当的负债水平有利于公司管理者激励,使得管理层能努力工作,以避免被外部替换威胁,从而减少公司管理层和相关代理成本^[1];公司管理绩效(*ROA*),本文选择净资产收益率来衡量公司管理业绩和管理能力的经济后果。具体变量定义如表1所示。

表1 变量定义

变量种类	变量名称	变量代号	变量含义
被解释变量	短期借款比率	<i>STLR</i>	公司短期借款与当期银行长期借款总额均值的比率
	长期借款比率	<i>LTLR</i>	公司长期借款与当期银行长期借款总额均值的比率
	银行借款规模	<i>LoanTAS</i>	银行借款总额与资产总额的比率
解释变量	管理层权力指标	<i>MPOWER</i>	基于四项管理层权力分量综合计算取值
	结构权力	<i>DUAL</i>	总经理与董事长由一人兼任取值为1,否则为0
	专家权力	<i>POWER₁</i>	是拥有高级别专业技术职称或者本领域专家取值为1,否则为0
	所有权权力	<i>POWER₂</i>	总经理拥有公司股权取值为1,否则为0
	社会声誉权力	<i>POWER₃</i>	董事长、总经理拥有其他社会兼职取值为1,否则为0
控制变量	固定资产抵押能力	<i>FixTAS</i>	(固定资产净值+在建工程)/平均总资产
	公司规模	<i>SIZE</i>	公司期末总资产的自然对数
	公司管理绩效	<i>ROA(ROE)</i>	公司当期净利润/平均总资产(平均净资产)
	成长能力	<i>SGR</i>	本期与上期营业收入差额/上期营业收入
	资产负债率	<i>LEV</i>	公司期末总负债/期末总资产
	公司经营现金流	<i>NCF</i>	哑变量,经营现金流为正取值为1,否则为0

(二) 模型设计

根据管理层权力理论和权力分量构成的计量原则,借鉴学者 Finkelstein 关于管理层权力测度结构以及吴秋生等关于债务治理机制相关模型^[5,12],我们设计管理层权力与公司银行信贷融资结构和规模之间的关系模型。

1. 管理层权力与公司信贷融资结构

$$STLR = \alpha_0 + \alpha_1 Mpower(power_i) + \alpha_2 SGR + \alpha_3 ROA + \alpha_4 LEV + \alpha_5 FixTas + \alpha_6 NCF + \alpha_7 SIZE + \sum control(year, industry) + \varepsilon_i \quad (1)$$

2. 管理层权力与公司信贷融资规模

$$LoanTas = \alpha_0 + \alpha_1 Mpower(power_i) + \alpha_2 SGR + \alpha_3 ROA + \alpha_4 LEV + \alpha_5 FixTas + \alpha_6 NCF + \alpha_7 SIZE + \sum control(year, industry) + \varepsilon_i \quad (2)$$

五、实证结果分析

(一) 描述性统计

如表2所示,本文先对样本公司相关变量做了描述性统计。*STLR* 是银行短期借款比率,最大值为1,表示公司全部借款为短期借款,最小值为0,表示公司没有短期借款。该指标均值为0.72,大于50%,说明样本公司整体银行借款中短期借款所占比率较高。*LoanTAS* 表示银行借款占资产的比率,反映借款规模,样本总体均值为0.171,即公司平均借款占总资产比率为17.1%,最大值与最小值差异较大,说明公司间借款规模不均衡。对管理层权力指标 *MPower* 分总量和分量统计,综合指标为各分量的算术平均和,该指标最大值为4,最小值为0,均值为1.803。*SIZE* 表示公司资产规模大小,其对数均值为21.63,最大值为28.28,最小值为13.07。公司整体资产负债率 *LEV* 均值为0.412,反映固定资产抵押能力的指标 *FixTAS* 最大值为97.1%,均值为23.1%。

表2 主要变量的描述性统计

variable	N	sd	min	max	mean	p50
<i>STLR</i>	6735	0.329	0	1	0.72	0.866
<i>LTLR</i>	6735	0.329	0	1	0.28	0.134
<i>LoanTAS</i>	6735	0.213	0	10.689	0.171	0.136
<i>MPower</i>	6735	0.986	0	4	1.803	2
<i>ROA</i>	6735	0.311	-2.743	22.005	0.049	0.042
<i>SGR</i>	6735	2.573	-4.578	51.285	0.549	0.112
<i>NCF</i>	6735	0.436	0	1	0.745	1
<i>LEV</i>	6735	1.274	0.002	0.992	0.412	0.445
<i>FixTAS</i>	6735	0.177	0	0.971	0.231	0.191
<i>SIZE</i>	6735	1.318	13.076	28.282	21.638	21.497

平均借款占总资产比率为17.1%,最大值与最小值差异较大,说明公司间借款规模不均衡。对管理层权力指标 *MPower* 分总量和分量统计,综合指标为各分量的算术平均和,该指标最大值为4,最小值为0,均值为1.803。*SIZE* 表示公司资产规模大小,其对数均值为21.63,最大值为28.28,最小值为13.07。公司整体资产负债率 *LEV* 均值为0.412,反映固定资产抵押能力的指标 *FixTAS* 最大值为97.1%,均值为23.1%。

(二) 相关性分析

变量相关性分析如表3所示,短期借款信贷比 *STLR* 与管理层权力 *MPower* 显著正相关,初步证明了假设1;*STLR* 与总资产收益率 *ROA* 负相关,表明短期借款具有一定的债务治理效果。银行借款占资产比 *LoanTAS* 与管理层权力 *MPower* 负相关,也与本文假设2相符。公司借款资产比与固定资产抵押能力指标 *FixTAS* 正相关,与公司资产规模正相关,表明公司规模越大,借款规模比例相对越大。

表3 主要变量的相关性分析

	<i>STLR</i>	<i>LoanTAS</i>	<i>MPower</i>	<i>ROA</i>	<i>SGR</i>	<i>NCF</i>	<i>LEV</i>	<i>FixTAS</i>	<i>SIZE</i>
<i>STLR</i>	1								
<i>LoanTAS</i>	-0.0936 *	1							
<i>MPower</i>	0.1074 *	-0.1133 *	1						
<i>ROA</i>	-0.0085	-0.0891 *	0.0202	1					
<i>SGR</i>	0.0096	-0.0078	-0.0051	0.0022	1				
<i>NCF</i>	-0.0604 *	-0.1041 *	-0.0143	0.0524 *	0.0064	1			
<i>LEV</i>	-0.0023	0.3563 *	-0.0443 *	-0.2436 *	-0.0015	-0.0658 *	1		
<i>FixTAS</i>	-0.0691 *	0.2534 *	-0.1002 *	-0.0662 *	-0.0069	0.1978 *	0.0543 *	1	
<i>SIZE</i>	-0.3370 *	0.1705 *	-0.1596 *	0.0148	-0.0144	0.0456 *	-0.0974 *	0.1292 *	1

注:*表示在10%的水平上显著。

(三) 实证结果分析

1. 管理层权力与银行信贷结构

根据模型(1)分析管理层权力综合指标及分量指标对银行信贷期限结构的影响,结果见表4。表4中第(1)列是管理层权力综合指标对银行信贷资源结构的影响效用,第(2)列至第(5)列分别表示各个管理层权力分量指标对银行信贷结构的效用。可以看出,综合管理层权力指标 *MPower* 与短期借款占银行债务比正相关,在1%水平上具有统计显著性,这较好地验证了假设1;管理层权力每提高1%,则短

期借款比例增加 2%。*STLR* 同时与公司盈利能力负相关,短期银行债务增加,加大了企业债务风险和还本付息的压力,在低于一个营业周期的期限内要偿还债务,也增加了企业的偿债风险。管理层权力三个分量中,结构权力、专家权力和所有权权力均与公司短期借款比例显著正相关,说明管理层权力越大,公司信贷融资越偏向于短期借款,可能存在短期借款长期化的行为,管理层可能在未获得董事会长期借款授权的情况下,相机过多借入短期借款。

2. 管理层权力与银行信贷融资规模

管理层权力与银行信贷规模效应根据模型(2)进行回归的结果如表 5 所示,其中第(1)列是反映管理层权力综合指标与银行信贷规模之间的关系,银行信贷占总资产比率(*LoanTAS*)与管理层权力综合指标(*MPower*)显著负相关,在 1% 的水平上具有统计显著性,说明管理层权力越大,公司债务配置银行贷款规模占比越小,较好地验证了假设 2。这说明公司高管层在制定融资政策时,在满足公司经营和投资现金流需求后会避免借入更多的银行借款,在一定程度上减少了银行借款合同对公司管理层的约束,管理层使用现金具有更大的自由度。从第(2)列到第(5)列是管理层权力分量与公司银行信贷融资规模的回归结果,由此可知在管理层权力结构为集权性管理模式(董事长和总经理合一)、公司高管拥有公司股权的条件下,管理层权力与公司银行借款规模呈负相关关系,两个管理层权力分量指标分别在 10% 和 1% 的水平上显著。表中结果也说明在公司银行借款比例较大时,债务风险增加提升了公司融资成本,从而会影响公司绩效,公司信贷融资规模比例在一定程度上可以约束高管层的非理性融资决策。从公司绩效指标(*ROA*)的符号和 1% 的统计显著性水平可知,债务约束的治理效应在中国上市公司中是存在的。公司信贷规模与公司固定资产抵押能力(*FixTAS*)和公司规模大小(*SIZE*)显著正相关,表明公司有形资产的抵押能力越

表 4 管理层权力与银行短期借款债务比的回归结果

	(1) <i>STLR</i>	(2) <i>STLR</i>	(3) <i>STLR</i>	(4) <i>STLR</i>	(5) <i>STLR</i>
<i>Constant</i>	2.6099*** (38.04)	2.6332*** (38.75)	2.6733*** (39.80)	2.6620*** (39.49)	2.6869*** (39.94)
<i>MPower</i>	0.0206*** (5.06)				
<i>SGR</i>	0.0000 (0.37)	0.0000 (0.27)	0.0000 (0.38)	0.0000 (0.31)	0.0000 (0.34)
<i>ROA</i>	-0.0253 (-0.67)	-0.0161 (-0.42)	-0.0210 (-0.55)	-0.0222 (-0.58)	-0.0183 (-0.48)
<i>LEV</i>	-0.0067 (-1.38)	-0.0076 (-1.57)	-0.0075 (-1.53)	-0.0069 (-1.42)	-0.0076 (-1.57)
<i>FixTAS</i>	-0.0650*** (-2.90)	-0.0628*** (-2.80)	-0.0693*** (-3.09)	-0.0674*** (-3.01)	-0.0689*** (-3.07)
<i>NCF</i>	-0.0176* (-1.95)	-0.0177* (-1.95)	-0.0189** (-2.09)	-0.0187** (-2.06)	-0.0193** (-2.13)
<i>SIZE</i>	-0.0866*** (-28.15)	-0.0865*** (-28.04)	-0.0881*** (-28.78)	-0.0878*** (-28.61)	-0.0885*** (-28.92)
<i>DUAL</i>		0.0421*** (4.55)			
<i>POWER₁</i>			0.0213*** (2.61)		
<i>POWER₂</i>				0.0257*** (3.19)	
<i>POWER₃</i>					0.0028 (0.31)
Year	Control	Control	Control	Control	Control
Industry	Control	Control	Control	Control	Control
Adj. R ²	0.126	0.125	0.123	0.123	0.122
N	6735	6735	6735	6735	6735

注:括号内为 T 值; *、**、*** 分别表示在 10%、5% 及 1% 的水平上显著。

表 5 管理层权力与银行债务占资产总额比的回归结果

	(1) <i>LoanTAS</i>	(2) <i>LoanTAS</i>	(3) <i>LoanTAS</i>	(4) <i>LoanTAS</i>	(5) <i>LoanTAS</i>
<i>Constant</i>	-0.4741*** (-14.48)	-0.4836*** (-14.95)	-0.4905*** (-15.38)	-0.4813*** (-15.02)	-0.4984*** (-15.64)
<i>MPower</i>	-0.0050*** (-2.59)				
<i>SGR</i>	-0.0000 (-0.31)	-0.0000 (-0.27)	-0.0000 (-0.32)	-0.0000 (-0.27)	-0.0000 (-0.27)
<i>ROA</i>	-0.0377*** (-2.89)	-0.0381*** (-2.92)	-0.0381*** (-2.92)	-0.0378*** (-2.90)	-0.0384*** (-2.94)
<i>LEV</i>	0.1537*** (64.68)	0.1541*** (64.94)	0.1540*** (64.88)	0.1536*** (64.62)	0.1542*** (64.96)
<i>FixTAS</i>	0.2391*** (21.96)	0.2395*** (21.97)	0.2409*** (22.15)	0.2392*** (21.98)	0.2410*** (22.16)
<i>NCF</i>	-0.0495*** (-11.26)	-0.0496*** (-11.27)	-0.0494*** (-11.23)	-0.0494*** (-11.23)	-0.0494*** (-11.23)
<i>SIZE</i>	0.0260*** (17.64)	0.0261*** (17.67)	0.0264*** (18.05)	0.0261*** (17.82)	0.0265*** (18.15)
<i>DUAL</i>		-0.0080* (-1.84)			
<i>POWER₁</i>			-0.0057 (-1.45)		
<i>POWER₂</i>				-0.0115*** (-2.97)	
<i>POWER₃</i>					0.0045 (1.02)
Year	control	control	control	control	control
Industry	control	control	control	control	control
Adj. R ²	0.430	0.430	0.430	0.430	0.430
N	6735	6735	6735	6735	6735

注:括号内为 T 值; *、**、*** 分别表示在 10%、5% 及 1% 的水平上显著。

强,可获得银行融资的能力越强。

3. 稳健性检测

为了验证本研究结论的可靠性和稳健性,我们同时对相关指标做替换性测试:一是对公司管理层权力综合指标进行替换测试,用管理层权力四项分变量指标之和的均值代替管理层权力积分变量来衡量;二是用公司营业收入总额代替公司总资产,取对数作为衡量公司规模大小的变量;三是用滞后项来检测相关模型。经实证分析测试,主要变量指标的性质和方向未发生变化,表明本研究的回归分析结果稳定,结论真实可信。

六、研究结论及建议

(一) 研究结论

本文对2010年至2013年我国上市公司的银行信贷资源配置结构和规模与公司管理层权力之间的关系进行了研究,主要分析了公司管理层(高层管理者)的权力结构和管理层权力大小对公司融资决策中银行信贷决策及资源配置效应的影响。在我国银行业股份制改造完成全面上市后银行的管理能力和风险控制水平不断完善的前提下,我们认为:(1)管理层权力范围和大小是银行信贷融资决策行为变化的主要动因,管理层权力受到银行债务约束机制的影响。(2)在以国有银行为主体的中国金融市场环境下,由于债务约束效应的非强制式有效,银行对短期借款和长期借款的债务约束的治理功能存在差异。(3)管理层权力越大,管理者越偏好借入短期借款以满足公司融资需求,从而减少长期借款比例,长期借款的债务治理机制强于短期借款。

(二) 建议

管理层权力是管理者在公司经营管理活动中形成的,高层管理者拥有相对于其他成员更优先的调配资源的能力和实现公司目标的责任,管理层权力大小影响公司信贷融资决策。当上市公司的信贷融资主要渠道来源于国有商业银行时,其对国有控股公司的债务控制和债务约束机制存在先天不足的缺陷;在公司治理机制不完善和地区金融市场机制不成熟的环境下,银行债务对管理层行为的约束效果大为降低,银行信贷融资债务的风险和违约概率增大。拥有较大管理层权力的公司高管层在薪酬激励制度和个人私利的驱动下,可能会进行过度的短期融资,产生较高的融资成本,同时增加了偿债风险。为了减少管理层权力在融资决策中的滥用,我们认为可以从借款公司内部实施的公司治理措施主要有:(1)公司应建立有效的内部控制和贷款问责机制,控制银行信贷融资成本,适当增加中长期贷款;(2)根据管理层任职结构,建立决策委员会和董事会表决制度,规范管理层权力在融资决策中的扩展;(3)规范银行信贷融资项目和投资项目关联控制程序,增加债务约束效力。

此外,从资金提供者——商业银行的风险管理控制角度分析,商业银行的贷款风险管理控制制度应不断进化和完善,建立健全公司融资项目的风险监控和信贷契约事前审核机制;同时,还需要防止借款人以短期借款长期化等方式逃避银行债务约束效应或虚拟投资项目及扩大借款规模,套取银行资金,增加信贷违约风险。虽然我国国有银行的所有权性质及管理机制在一定时间内表现为较弱的治理约束能力,但随着市场化水平、银行管理和风险控制能力的提高,对公司(借款人)的债务约束机制的不断完善,其对公司及管理者的债务约束效应会更加显著。

参考文献:

- [1] JENSEN M C, MURPHY K J. Performance pay and top management incentives[J]. Journal of Political Economy, 1990, 98:225-264.
- [2] MULLER H M, WARNERYD K. Inside vs outside ownership[J]. Rand Journal of Economics, 2001, 32:527-541.
- [3] 费埃德伯格. 权力与规则——组织行为的动力[M]. 张月,译. 上海:上海人民出版社,2008:340-385.

- [4] 卢锐. 管理层权力、薪酬激励与绩效——基于中国证券市场的理论与实证研究[M]. 北京: 经济科学出版社, 2008.
- [5] FINKELSTEIN M. Power in top management teams: dimensions, measurement, and validation [J]. The Academy of Management Journal, 1992, 35: 505–538.
- [6] BAKER G P, JENSEN M C, MURPHY K J. Compensation and incentives: practice vs theory [J]. Journal of Finance, 1988, 56: 247–277.
- [7] 祝继高, 陆正飞, 张然, 等. 银行借款信息的有效性 with 股票投资回报——来自 A 股上市公司的经验证据[J]. 金融研究, 2009(1): 122–135.
- [8] 汪辉. 上市公司债务融资、公司治理与市场价值[J]. 经济研究, 2003(8): 28–35.
- [9] BEBCHUK L A, FRIED J M, WALKER D I. Managerial power and rent extraction in the design of executive compensation [J]. University of Chicago Law Review, 2002, 69: 751–846.
- [10] CONYON M J, He L. Compensation committees and CEO compensation incentives in U. S. entrepreneurial firms [J]. Journal of Management Accounting Research, 2004, 16: 35–56.
- [11] 李世辉, 雷新途. 两类代理成本、债务治理及其可观测绩效的研究——来自我国中小上市公司的经验证据[J]. 会计研究, 2008(5): 30–37.
- [12] 吴秋生, 敖小波. 内部治理、内部控制与债务治理效应——来自中国上市公司的经验证据[J]. 经济问题, 2014(4): 75–80.
- [13] 王茂林, 何玉润, 林慧婷. 管理层权力、现金股利与企业投资效率[J]. 南开管理评论, 2014(2): 13–22.
- [14] 谭庆美, 陈欣, 张娜, 等. 管理层权力、外部治理机制与过度投资[J]. 管理科学, 2015(4): 59–70.
- [15] D'MELLO R, MIRANDA M. Long-term debt and overinvestment agency problem [J]. Journal of Banking & Finance, 2010, 34: 324–335.
- [16] AGHION P, BOLTON P. An incomplete contracts approach to financial contracting[J]. Review of Economic Studies, 1992, 59: 473–94.
- [17] 柳建华. 银行负债、预算软约束与企业投资[J]. 南方经济, 2006(6): 100–109.
- [18] 李胜楠. 我国上市公司银行贷款与投资行为的关系研究——基于终极控制人性调节效应的分析[J]. 管理学报, 2011(8): 464–470.
- [19] 余明桂, 潘红波. 政府干预、法治、金融发展与国有企业银行贷款[J]. 金融研究, 2008(9): 1–22.

[责任编辑: 黄 燕]

Managerial Power and Bank Credit Financing Decision

XU Wei^{1,2}, YE Chengang²

(1. School of Accountancy, Hubei University of Economics, Wuhan 43000, China;

2. Business School, University of International Business and Economics, Beijing 100039, China)

Abstract: Using the relevant data of Chinese listed companies from 2010 to 2013, this paper makes an exploration on the relationship between top managerial power, financing structure and resources allocation of bank credit. The results indicate that management structure of the company and the managerial power are the important reasons for company's financing policy choice and bank credit resource allocation, when the company's management have greater top managerial power, the firm lend more short-term loan, the company's management power have a positive relation with short-term borrowing structure. Under the effect of debt constraint, in view of personal tenure and control desire, the management will make decisions influencing the corporate financing decision. In corporate bank credit financing, bank credit financing scale is negatively correlated with company managerial power. Namely, the more power the management has, the less resources of bank credit. We also find that the company's management structure power and the owner power have a significant effect on corporate credit decision-making.

Key Words: corporate managerial power; corporate financing structure; bank credit resources; financing decision; debt constraints; debt risk control; financing behavior