

经理激励、资本结构与上市公司绩效

阮素梅^{1,2}, 杨善林²

(1. 安徽财经大学 商学院, 安徽 蚌埠 233041; 2. 合肥工业大学 管理学院, 安徽 合肥 230009)

[摘要] 基于多元线性回归模型和 Heckman 两阶段模型, 根据平衡的面板数据实证检验了经理激励和资本结构对上市公司绩效的综合影响效果。结果表明: 实施激励措施可以显著提高上市公司绩效, 但不同的激励方式对公司绩效的影响并无显著差异; 股权激励与薪酬激励二者没有形成积极的配合效应, 股权激励、薪酬激励与资本结构三者形成了积极的配合效应; 产权比率增加能优化资本结构和提高上市公司绩效。

[关键词] 资本结构; 股权激励; 薪酬激励; 公司绩效; 公司治理; 债务融资; 实际控制人性质

[中图分类号] F235.99 **[文献标识码]** A **[文章编号]** 1004-4833(2013)06-0064-07

一、引言

公司资本结构、经理激励和公司绩效关系研究一直是公司金融、治理领域研究的热点问题。自 Jensen 和 Meckling 提出产权结构、代理成本与企业价值理论以来, 关于公司资本结构、股权激励和薪酬激励能否改善公司治理、提高上市公司绩效问题, 学术界和实务界一直处于不断研究和探讨之中。2005 年以前, 我国上市公司高管所持股份属于限售股, 无法在二级市场上自由流通, 股权激励计划缺乏实施基础。2005 年股权分置改革实施后, 国家先后出台《上市公司股权激励计划管理办法》(试行)及《国有控股上市公司实施股权激励试行办法》, 使得我国上市公司实施经理激励计划成为可能。

本文界定经理激励包括股权激励和薪酬激励两方面。在股权激励研究方面, 部分学者研究发现公司业绩随股东大会通过股权激励计划方案后显著上升^[1], 并且高管持股有利于克服管理者的短视行为, 与企业绩效正相关^[2-3]。林大庞等认为股权激励能提高非国有控股公司的总资产报酬率, 但无法影响国有控股公司的业绩^[4]。王锐等研究发现股权激励的利益趋同效应和利益侵占效应使得股权激励区间效应呈“正 U 型”关系^[5]。宫玉松则认为, 在资本市场有效性程度低、上市公司治理不规范的情况下, 公司不宜大规模推广股权激励制度^[6]。在薪酬激励研究方面, 有些学者认为高管薪酬制度导致薪酬水平存在较大差异^[7], 管理层薪酬与企业绩效显著正相关^[8-9], 也有学者认为薪酬激励与公司绩效负相关或呈现“倒 U 型”关系^[10-11]。另外不同薪酬组合对企业价值(绩效)的影响也不同。周仁俊等研究发现我国上市公司管理层高薪低在职消费型激励效果高于低薪高在职消费型, 货币薪酬与企业绩效正相关, 在职消费与企业绩效负相关, 但显著性水平存在差异^[12]。湛新民等认为“货币薪酬+持股”长短期激励相结合的公司业绩优于仅持股或仅采用货币薪酬的激励方式^[13]。而徐向艺则认为非年薪制激励形式优于年薪制和股权性报酬激励形式^[14]。

在资本结构研究方面, 周革平认为企业资本结构与市场价值有关, 企业对资本结构的选择是一个通过各种权衡导致公司形成择优顺序的动态过程^[15]。以 Ross 等为代表的学者认为负债与公司绩效

[收稿日期] 2013-06-17

[基金项目] 国家自然科学基金项目(71172190); 中央高校基本科研业务费专项资金(2011HGRJ0006); 安徽省软科学研究计划项目(1302053044)

[作者简介] 阮素梅(1974—), 女, 安徽太和人, 安徽财经大学副教授, 合肥工业大学博士研究生, 从事公司金融与公司治理、农村金融研究; 杨善林(1948—), 男, 安徽怀宁人, 合肥工业大学管理学院教授, 博士生导师, 从事决策科学与技术、信息管理与信息系统研究。

正相关^[16-17],最优负债结构区间为 $[0.3, 0.6]$ ^[18]。而张天龙等认为负债结构与公司绩效负相关^[19]。张海龙和李秉祥通过构建公司价值及相关利益者价值动态决定模型,得出相对于短期负债经理人更偏好长期负债^[20]。并且大型上市公司更偏好债务融资,中小型上市公司更偏好股权融资^[21]。徐向艺等则认为绝大多数上市公司的负债率与公司绩效负相关且显著偏好股权融资^[22]。

通过对上述文献研究梳理发现,资本结构及其占比的变动不仅影响公司绩效,而且影响公司的治理结构和控制权的分布状态,从而在一定程度上缓解了股东与经理层之间的利益冲突。不同激励形式和水平对经理具有不同的激励效果和激励强度,股权激励会因预期时间过长和诸多不确定因素而影响激励效果和强度,货币薪酬激励尽管是立竿见影的但效果不能持续。现代公司运行中,一方面,在两权分离背景下,公司所有者往往把资本结构的选择作为调控经理层行为的一种有效激励手段^[23];另一方面,在资本结构与公司绩效密切关联的背景下,由于激励机制的有效性直接影响公司高管层行为,因此公司资本结构设计、投资、风险控制等决策和实施必然会受到激励机制的影响。为此,本文主要探讨:企业实施不同激励方式对公司绩效的综合影响;在我国尚不完善的资本市场和企业尚不健全的内部治理结构下,企业绩效与资本结构选择、股权激励以及薪酬激励间的关联关系怎样;除此之外的其他一些控制变量在激励机制运行过程中起到什么作用,等一系列基本问题。

二、理论假说

(一) 经理激励与上市公司绩效

经理激励结构是由经理持股比例、货币薪酬和在职消费三种薪酬形式的不同组合和数量构成,企业绩效是其综合作用的结果,由于在职消费统计不完善,无法获得确切真实的数字,因此本文主要讨论经理持股、货币薪酬对资本结构和公司绩效的定量影响。经理激励既有利益协同效应,又有管理防御效应。管理层防御主要体现为经理人在公司治理机制下如何选择有利于自身职位稳固的融资决策行为,因此经理人的管理防御行为会使公司价值最大化行为选择产生偏离,从而对公司业绩产生负面影响^[24]。Mehran认为管理者激励是由薪酬形式而不是由薪酬水平决定的,薪酬结构比薪酬水平激励效果更有效^[25],股权激励和薪酬激励的配合影响上市公司绩效。

薪酬激励与股权激励为两种不同的激励方式,前者旨在获得短期激励效应,后者旨在获得长期激励效应。一般而言,在薪酬激励的基础上,再实施股权激励,会进一步激发公司高管考虑更为长远的利益。这样,与单独实施薪酬激励或者单独实施股权激励获得的公司绩效相比,就会有偏差,这一偏差就是两者配合效应的结果。这一配合效应可以通过考虑薪酬激励与股权激励这两个变量的交叉乘积项进行计量,一方面,其回归系数的大小说明配合效应的强弱;另一方面,其回归系数的正负说明配合效应的方向。因此本文提出假说1:股权激励和薪酬激励的配合效应有利于上市公司绩效的提高。

(二) 资本结构与上市公司绩效

资本结构契约理论认为资本结构不仅规定着剩余索取权的分配,而且还规定着企业控制权的分配。委托代理理论和信号传递理论解释了剩余索取权的分配问题,控制权理论对企业控制权分配问题进行了详尽的研究,而优序融资理论则认为企业债务融资优于权益融资。本文资本结构是指包括权益资本和债务资本的内部结构。从公司融资方式选择来看,本文认为经理层与股东对公司资本结构的选择往往是不一致的。股东希望充分利用财务杠杆作用实现财富最大化,倾向选择债务融资,经理人为了降低经营及破产风险和财务困境会尽可能避免债务融资,防御动机的存在使得经理人会更多选择权益融资。从合理避税的角度研究发现,如果企业高管薪酬敏感度高,就会注重长期的合理避税,从而对企业绩效有积极作用。因此本文提出假说2:债务融资比例增加能优化资本结构和提高上市公司绩效。

(三) 经理激励与公司资本结构

根据委托代理理论,举债是一种可以缓和经理和全体股东利益冲突的激励机制,经理激励可以激

励和约束管理者的行为,便于其从自身利益出发选择对公司最有利的投资决策,从而可在一定程度上避免经理的逆向选择和道德风险。但现实中,基于离职威胁和离职后转换工作成本的压力,上市公司经理人存在被动公司治理和主动管理防御两种行为,在内部控制机制下会做出有利于自身的财务选择和融资偏好行为,以达到固守职位的目的进而影响公司的绩效。类似于股权激励与薪酬激励配合效应的计量,本文引入股权激励、薪酬激励与资本结构三个变量的交叉乘积项,并根据其回归系数的大小和正负判断三者对公司绩效产生配合效应的强弱和方向。因此本文提出假说3:股权激励、薪酬激励和资本结构三者间的配合效应与上市公司绩效正相关。

三、计量模型与方法

(一) 多元线性回归模型

为检验前面提出的3个假说,本文建模多元线性回归模型如下。

$$y_i = \alpha_0 + \alpha_1 \cdot Equity_i + \alpha_2 \cdot Income_i + \alpha_3 \cdot Equity_i \times Income_i + \sum_{k=1}^K \gamma_k \cdot Capital_{ki} + \sum_{l=1}^L \delta_l \cdot Control_{li} + \varepsilon_i \quad (1)$$

式(1)中, y 为反映公司绩效的变量; $Equity$ 为股权激励变量; $Income$ 为薪酬激励变量; $Capital$ 为资本结构变量,共有 K 个; $Control$ 为控制变量,共有 L 个。本文通过普通最小二乘估计方法,估计式(1)表示的多元线性回归模型。

(二) Heckman 两阶段模型

本文假设股权激励和薪酬激励影响公司绩效,但公司绩效的提升或业绩增长,会影响薪酬的增加,因此在线性回归模型式(1)中,存在一定的内生性问题。为此,采用 Heckman 两阶段模型来校正模型(1)中的内生性。Heckman 两阶段模型由两个模型组成,见式(2)和式(3)。

$$z_i^* = w_i' \beta + u_i, \text{ 并且 } z_i^* > 0 \text{ 时, } z_i = 1 \quad (2)$$

$$y_i = \alpha_0 + \alpha_1 \cdot Equity_i + \alpha_2 \cdot Income_i + \alpha_3 \cdot Equity_i \times Income_i + \sum_{k=1}^K \gamma_k \cdot Capital_{ki} + \sum_{l=1}^L \delta_l \cdot Control_{li} + \varepsilon_i, \text{ 当 } z_i = 1 \quad (3)$$

其中,式(2)为选择模型,式(3)为回归模型; w_i 为可观测的解释变量,可与式(3)中的变量不同;误差项服从二元正态分布,见式(4)。

$$(u_i, \varepsilon) \sim N_2 \left(\begin{pmatrix} 0 \\ 1 \end{pmatrix}, \begin{pmatrix} 1 & \rho \\ \rho & \sigma_\varepsilon^2 \end{pmatrix} \right) \quad (4)$$

Heckman 两阶段模型的参数估计,可以分为两个阶段完成。第一阶段,我们利用 Probit 模型

$$Prob(z_i = 1 | w_i) = \Phi(w_i' \beta) \quad (5)$$

由式(5)估计参数向量 β ,并计算 invMillsRatio: $\lambda(w_i' \beta) = \phi(w_i' \beta)$ 。第二阶段,将 invMillsRatio 值代入由式(3)得到的期望方程

$$E[y_i | z_i = 1] = \alpha_0 + \alpha_1 \cdot Equity_i + \alpha_2 \cdot Income_i + \alpha_3 \cdot Equity_i \times Income_i + \sum_{k=1}^K \gamma_k \cdot Capital_{ki} + \sum_{l=1}^L \delta_l \cdot Control_{li} + \rho \sigma_\varepsilon \lambda(w_i' \beta) \quad (6)$$

由最小二乘估计即可实现回归模型的参数估计。

在获得 Heckman 两阶段模型的参数估计之后,可以使用第二阶段得到的回归模型对本文提出的3个假说做出检验。在线性回归模型式(6)中,交叉乘积项 $Equity_i \times Income_i$ 可用于检验股权激励与薪酬激励的配合效应。如果回归系数 α_3 不显著,则表明股权激励与薪酬激励不存在配合效应;如果交叉乘积项 $Equity_i \times Income_i$ 的回归系数 α_3 显著,则表明股权激励与薪酬激励存在配合效应。当 α_3 显著为正时,则表

明股权激励与薪酬激励的配合能够提升上市公司绩效;当 α_3 显著为负时,则表明同时实施股权激励与薪酬激励反而不利于提升上市公司的绩效。这样,就可以检验假说1是否成立。为检验假说2,我们需要对比资本结构变量 $Capital_{it}$ 前面的回归系数,如果产权比率等变量前面的回归系数为正,则表明债务融资比例增加能优化资本结构和提高上市公司绩效,支持假说2。本文从股权性质前面的回归系数 α_1 及控制变量 $Control_{it}$ 中资产规模前面的回归系数 δ_i 的显著性来判定假说3是否成立。

四、数据选取与实证

(一) 数据选取

本文以沪深交易所A股上市公司为研究对象,样本选取过程如下:第一,本文仅考虑那些只发行A股的上市公司;第二,剔除了金融保险行业上市公司;第三,剔除了财务数据缺失的上市公司;第四,剔除了样本观测期间那些经济性质在国有企业和其他类型企业之间不断变化的上市公司。本文组织平衡的面板数据,在做了上述剔除后,最终剩下117家上市公司,样本区间为2006年到2012年的数据,样本测值数为819个。

(二) 变量设计

本文主要设计了三类变量:被解释变量、解释变量和控制变量,各变量功能及其属性特征详见表1。

表1 变量列表

序号	代码	名称	定义	功能
1	ROC	投入资本回报率	投入资本回报率=(净利润+财务费用)/(资产总计-流动负债+应付票据+短期借款+一年内到期的长期负债)	被解释变量:表征公司绩效
2	ROA	资产报酬率	资产报酬率=(利润总额+财务费用)/资产总额	被解释变量:表征公司绩效
3	NshrRatio	高管持股比例	高管持股比例=高层管理人员持股数/总股本,高层管理人员是指上市公司董事、监事和高级管理人员	解释变量
4	Agemng	高管年龄	高管平均年龄	解释变量
5	Remumng	经理层人员年薪	经理层人员年薪:经理层年度货币薪酬总额	解释变量
6	AssLibRatio	资产负债率	资产负债率=负债总额/资产总额	解释变量
7	EquityRatio	产权比率	产权比率=负债总额/股东权益,用于评估资本结构的合理性	解释变量
8	Property	实际控制人性质	主要有:企业经营单位、非企业单位、自然人	控制变量
9	Seperation	两权分离度	两权分离度是指控股股东控制权与所有权之间的差值	控制变量
10	Ln(TotalAsset)	公司规模	公司规模是指公司总资产的自然对数	控制变量

(三) 相关分析与检验

通常用于度量企业绩效的指标包括:投入资本回报率和资产报酬率。由表2可知,对于不同企业绩效的度量方式,股权激励与薪酬激励会带来不同的影响,其中,股权激励和薪酬激励对投入资本回报率产生正向且显著的影响;对资产报酬率产生正向影响,但这一影响不显著。为此,选择投入资本回报率(ROC)作为本文的被解释变量。

表2 相关系数矩阵

	投入资本回报率	资产报酬率	资产负债率	高管持股比例	经理层人员年薪
投入资本回报率	1				
资产报酬率	0.0288	1			
资产负债率	0.1359***	0.0300	1		
高管持股比例	0.1191***	0.0119	0.1911***	1	
经理层人员年薪	0.0686**	0.0485	0.2708***	0.0412	1

注:*、**、***分别表示在10%、5%、1%显著性水平上显著。

同时,本文也考虑了表征资本结构的指标——资产负债率,该指标取值为正,且取值越大,表明公司负债水平越高。本文进一步计算了不同激励方式之间的相关性、激励与资本结构之间的相关性以

及资本结构与公司业绩之间的相关性。由表 2 可知,第一,两种激励方式之间的相关程度并不高(0.0412),在 10% 水平上不显著;第二,两种激励方式对资本结构存在显著的相关关系,不过这一相关程度也只达到 0.1911 和 0.2708;第三,资本结构与投入资本回报率存在显著的相关关系,相关系数为 0.1359,而与资产报酬率相关性不强,仅为 0.0300,在 10% 水平上不显著。

为进一步考虑股权激励与薪酬激励配合对企业绩效的影响,本文对样本观测进行了复合分组。股权激励划分为有股权激励(78.02%)和无股权激励(21.98%)两种状态,薪酬激励划分为高薪(36.01%)与低薪(63.99%)两种状态,共得到四种组合情况,如图 1 与表 3 所示。

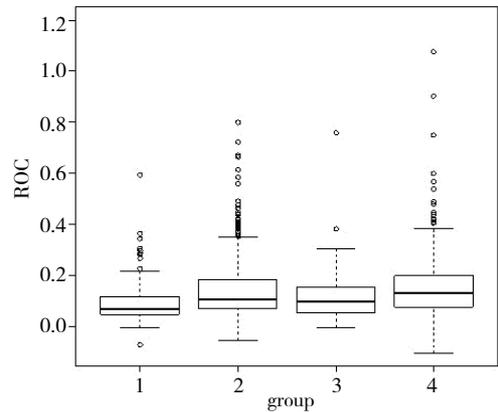


图 1 不同激励方式对企业绩效的影响差异

图 1 中,横坐标为分组结果,第 1 组表示“无股权 + 低薪酬”与表 3 中的状态 00 相对应;第 2 组表示“有股权 + 低薪酬”与表 3 中的状态 10 相对应;第 3 组表示“无股权 + 高薪酬”与表 3 中的状态 01 相对应;第 4 组表示“有股权 + 高薪酬”与表 3 中的状态 11 相对应。由图 1 可知,第一,对于不同激励方式得到的企业绩效序列都服从非对称分布,最好使用中位数而非均值代表其平均水平;第二,就各组的平均水平而言,第 1 组 <

表 3 分组统计

状态	股权激励	薪酬激励	投入资本回报率		资产报酬率	
			均值	中位数	均值	中位数
00	无	低	0.0980	0.0679	0.0415	0.0391
10	有	低	0.1465	0.1060	0.0469	0.0446
01	无	高	0.1629	0.0974	0.0474	0.0441
11	有	高	0.1626	0.1328	0.0476	0.0460

第 3 组 < 第 2 组 < 第 4 组;第三,不同组别,数据分散程度不同。由表 3 可知,企业由状态 00 变成状态 10 或者状态 01 时,无论是投入资本回报率还是资产报酬率都有显著提高(提高 49%—66%, 13%—14%)。然而,既实施股权激励又实施薪酬激励(状态 11),与只实施股权激励(状态 10)或只实施薪酬激励(状态 01)相比,并不能显著改善企业绩效,甚至降低企业绩效(从 0.1629 下降到 0.1626)。

为比较不同激励方式带来的企业绩效提升是否构成统计上的显著性,本文对均值水平进行了多重比较。为避免多重比较时增大犯第一类错误的概率,本文使用 Bonferroni 方法对尾概率进行了调整,表 4 给出了经过调整后的多重比较检验结果。由表 4 可知,与不采取激励措施相比,实施激励措施可以显著提高企业的绩效,表现为均值比较检验的第一列检验结果全部显著;而实施了激励措施的企业,无论是股权激励、薪酬激励,还是股权激励 + 薪酬激励,其对企业绩效的贡献并无显著差异。

表 4 多重均值比较

状态	股权激励	薪酬激励	投入资本回报率		均值比较		
			均值	中位数	00	10	01
00	无	低	0.0980	0.0679	—	—	—
10	有	低	0.1465	0.1060	0.0306 **	—	—
01	无	高	0.1629	0.0974	0.0472 **	1.0000	—
11	有	高	0.1626	0.1328	0.0036 ***	1.0000	1.0000

注: *、**、*** 分别表示在 10%、5%、1% 显著性水平上显著。

(四) 回归分析与结果讨论

利用本文第三节中提出的式(1)与式(2),分三种情况进行建模,情形一为不考虑资本结构与控制变量的影响;情形二为考虑资本结构与控制变量的影响;情形三为使用 Heckman 两阶段模型对模型(2)进行校正,所有参数估计结果均列于表 5 中。由表 5 可知,情形三回归系数与情形二有所不同,但回归系数的正负符号都保持一致,同时回归系数显著性检验的尾概率进一步缩小,拟合优度调整 R^2 有所提高,强化了本文的结论。

在三种情形下,高管持股比例与经理人员年薪的系数均显著为正,表明股权激励或者薪酬激励都有利于提升上市公司绩效。然而,股权激励与薪酬激励的交叉乘积项的回归系数显著为负,表明同时实施股权激励与薪酬激励,不仅不能提升反而降低公司绩效。这一结论不支持假说1,表明我国现有上市公司经理的股权激励与薪酬激励这两种激励方式没有形成积极的配合效应。

在情形二与情形三中,资产负债率回归系数为负,产权比率回归系数为正,表明债务融资比例增加能优化资本结构和提高上市公司绩效,支持假说2。这里,进一步考虑资本结构(以资产负债率表示)与股权激励、薪酬激励之间的交叉项:高管持股比例×资产负债率、经理层人员年薪×资产负债率、高管持股比例×经理层人员年薪×资产负债率。由表5可知,它们之间的任意两交叉回归系数为负,表明股权激励或薪酬激励单独与资本结构的配合效应为负,不利于提升上市公司的绩效。然后,股权激励+薪酬激励的组合与资本结构交叉项系数为正,即股权激励、薪酬激励与资本结构三者之间的配合效应为正,可以提升上市公司绩效。因此,这一结果支持了假说3。

在情形二与情形三中,实际控制人性质前面的回归系数并不显著,表明实际控制人性质对公司绩效并不产生显著影响,意味着现阶段无论是企业还是事业单位控股公司的价值创造能力大体相当。然而,企业的规模特别是资产规模能够显著地影响企业绩效创造能力,资产规模回归系数显著为正,也表明资产规模越大的公司,公司绩效越好。

表5 模型估计(被解释变量=ROC)

变量与指标	情形一		情形二		情形三	
	估计值	尾概率	估计值	尾概率	估计值	尾概率
截距项	0.1018	0.000	-0.4613	0.003	-0.3981	0.005
高等持股比例	0.1405	0.000	0.1943	0.007	0.1742	0.019
经理层人员年薪	0.0020	0.003	0.0059	0.000	0.0062	0.000
资产负债率		-0.3042	0.000		-0.3869	0.000
产权比率		0.0247	0.039		0.0513	0.001
公司规模		0.0300	0.000		0.0286	0.000
高管持股比例×经理层人员年薪	-0.0045	0.026	-0.0126	0.073	-0.0129	0.002
高管持股比例×资产负债率		-0.4948	0.003		-0.0451	0.031
经理层人员年薪×资产负债率		-0.0126	0.018		-0.0134	0.000
高等持股比例×经理层人员年薪×资产负债率		0.0264	0.000		0.0275	0.000
实际控制人性质=2		-0.0168	0.555		-0.0210	0.409
实际控制人性质=3		0.0278	0.287		0.0110	0.657
调整R ²		0.021	0.1923		0.1984	

注:①误差项:invMillsRatio的值为 $\lambda = -0.4147, \sigma_e = 0.1726, \rho = -24025$;②概率选择方程为: $\text{Prob}(z_i = 1 | w_i) = \Phi(3.4511 + 1.2213\text{NshrRation} - 0.03\text{Age} + 0.0340\text{Separation})$;③实际控制人性质分为三类:实际控制人性质=1代表企业经营单位,实际控制人性质=2代表非企业单位,实际控制人性质=3代表自然人。

五、主要结论

本文利用相关系数、均值比较等描述统计方法与多元线性回归模型,研究了经理激励与资本结构对上市公司绩效的影响。描述统计的结果表明,实施激励措施可以显著提高上市公司的绩效。但采用不同的激励方式(股权激励、薪酬激励、股权+薪酬激励)对上市公司绩效的影响并无显著差异。多元线性回归模型的结果表明:第一,现阶段我国上市公司的股权激励与薪酬激励并没有形成积极的配合效应,即没有形成“1+1>2”的效果,而股权激励、薪酬激励与资本结构三者却形成了积极的配合效应,即形成了“1+1+1>3”的效果。这些说明企业实施经理激励能影响企业的资本结构选择,三者的协调配合有利于上市公司绩效的提高。第二,产权比率的增加能够显著提高上市公司绩效和优化资本结构,为此上市公司应进一步提高债务融资的规模和比例。第三,实际控制人性质对公司绩效并无显著影响,而公司规模却是对公司绩效有重要影响的因素。

参考文献:

[1] Kato H, Lemmon M, Luo M, et al. An empirical examination of the costs and benefits of executive stock options: evidence from Japan[J].

- Journal of Financial Economics, 2005, 78(2): 435-461.
- [2] Hanlon M, Rajgopal S, Shevlin T. Are executive stock options associated with future earnings? [J]. Journal of Accounting and Economics, 2003, 36(1): 3-43.
- [3] 于东智, 谷立日. 上市公司管理层持股的激励效用及影响因素[J]. 经济理论与经济管理, 2001(9): 24-30.
- [4] 林大庞, 苏冬蔚. 股权激励与公司业绩—基于盈余管理视角的新研究[J]. 金融研究, 2011(9): 162-177.
- [5] 王锐, 龙子午. 股权激励对公司价值影响因素的统计分析[J]. 天津财经大学学报, 2011(2): 85-91.
- [6] 宫玉松. 上市公司股权激励问题探析[J]. 经济理论与经济管理, 2012(11): 78-83.
- [7] 朱方明, 林雨杰. 中国上市公司高管薪酬差异分析[J]. 经济理论与经济管理, 2011(3): 82-88.
- [8] Jensen M C, Murphy K J. Performance pay and top-management incentives[J]. Journal of Political Economy, 1990: 225-264.
- [9] Canarella G, Gasparyan A. New insights into executive compensation and firm performance: evidence from a panel of “new economy” firms, 1996-2002[J]. Managerial Finance, 2008, 34(8): 537-554.
- [10] 陈冬华, 陈信元, 万华林. 国有企业中的薪酬管制与在职消费[J]. 经济研究, 2005(2): 92-101.
- [11] 鲁小东, 焦捷, 朱世武. 普通员工薪酬、公司规模与成长性——来自中国上市公司面板数据的经验证据[J]. 清华大学学报(自然科学版), 2011(12): 1908-1916.
- [12] 周仁俊, 杨战兵, 李勇. 管理层薪酬结构的激励效果研究[J]. 中国管理科学, 2011(1): 185-192.
- [13] 谌新民, 刘善敏. 上市公司经营者报酬结构性差异的实证研究[J]. 经济研究, 2003(8): 55-63.
- [14] 徐向艺, 王俊韡, 巩震. 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[J]. 中国工业经济, 2007(2): 94-100.
- [15] 周革平. 资本结构与公司价值关系研究——MM理论及最新进展概要[J]. 金融与经济, 2006(3): 29-31.
- [16] Ross S A. The Determination of financial structure: the incentive-signalling approach[J]. The Bell Journal of Economics, 1977: 23-40.
- [17] Berger A N, Udell E. Capital structure and firm performance: a new approach to testing agency theory and an application to the banking industry[J]. Journal of Banking & Finance, 2006, 30(4): 1065-1102.
- [18] 李义超, 蒋振声. 上市公司资本结构与企业绩效的实证分析[J]. 数量经济技术经济研究, 2001(2): 118-120.
- [19] 张天龙, 任金政. 农业类上市公司资本结构与企业价值间关系的实证研究[J]. 安徽农业科学, 2009(31): 15499-15501.
- [20] 张海龙, 李秉祥. 公司价值、资本结构与经理管理防御[J]. 软科学, 2012(6): 111-114.
- [21] 张程, 李文雯, 张振新. 公司规模与资产负债率: 来自上市公司的证据[J]. 财经问题研究, 2010(11): 43-49.
- [22] 徐向艺, 张立达. 上市公司股权结构与公司价值关系研究——一个分组检验的结果[J]. 中国工业经济, 2008(4): 102-109.
- [23] Dewatripont M, Tirole J. A theory of debt and equity: diversity of securities and manager-shareholder congruence[J]. The Quarterly Journal of Economics, 1994, 109(4): 1027-1054.
- [24] 黄国良, 董飞, 范珂. 管理防御对公司业绩影响实证分析——来自中国上市公司的证据[J]. 经济理论与经济管理, 2010(8): 52-58.
- [25] Mehran H. Executive Compensation structure, ownership, and firm performance[J]. Journal of Financial Economics, 1995, 38(2): 163-184.

[责任编辑:高婷]

Management Incentive, Capital Structure and Performance of Listed Companies

RUAN Sumei^{1,2}, YANG Shanlin²

(1. School of Business, Anhui University of Finance and Economics, Bengbu 233041, China;

2. School of Management, Hefei University of Technology, Hefei 230009, China)

Abstract: Based on multivariate linear regression model and Heckman two-stage model, this paper empirically tests the comprehensive impact of management incentive (equity incentive, salary incentive) and capital structure on the performance of listed companies according to balanced panel data. The results show that the implementation of incentive measures could improve the performance of listed companies drastically, but different incentive methods (equity incentive, salary incentive, and equity & salary incentive) have no significant difference in the influence level on the performance. Equity incentive and salary incentive does not form a positive fit effect, but equity incentive, salary incentive and capital structure do. Increasing equity ratio could optimize capital structure and improve the performance of listed companies.

Key Words: capital structure; equity incentive; salary incentive; company performance; company governance; debt financing; nature of actual controller