

政府补贴、债务治理与高管在职消费

——基于政企“资源互换”视角

黄送钦¹,周 炜²,周红星³

(1. 清华大学 社会科学学院,北京 100084;2. 上海财经大学 商学院,上海 200433;

3. 中南财经政法大学 财政税务学院,湖北 武汉 430073)

[摘要]立足于中国经济转型期的实际情况,从“资源互换”的视角考察了政府补贴对高管在职消费的影响以及债务治理在两者关系中发挥的作用。研究发现,政府补贴会对高管的在职消费产生正向影响,政府补贴规模越大,高管在职消费水平也越高,但企业债务治理对高管在职消费具有明显的抑制效应,且这种抑制效应在制度环境好的地区中尤为显著。进一步研究发现,政府补贴之所以会导致高管的在职消费,主要是因为政府会要求获得补贴的企业承担更多的社会责任,形成一种“资源互换”的关系,但社会责任的承担又会损害企业绩效,削弱高管薪酬激励机制的有效性,因此,企业往往会允许高管进行较多的在职消费,以弥补高管货币薪酬损失带来激励机制的失灵。由此可见,在职消费作为一种替代性激励机制可能是政府与企业“资源互换”的产物,是企业应对资源依赖环境的一种适应性激励策略调整。

[关键词] 在职消费;政府补贴;债务治理;资源互换;企业债务;高管货币薪酬

[中图分类号] F276.6 **[文献标志码]** A **[文章编号]** 1004-4833(2020)03-0070-11

一、引言

资源依赖理论认为,企业处于一个开放的系统内,其生存发展需要从周围环境中吸取资源^[1],组织往往会采取相应策略稳固彼此间的依赖关系,以便在与环境的交换中获得关键性资源。对于转型期的中国而言,一方面,转型加新兴的中国市场特征决定了各级政府控制着大多数稀缺资源的配置权,企业为获取发展资源有着与政府机构建立密切关系的强烈诉求^[2],另一方面,由于公共品、垄断以及非对称信息问题的普遍存在,市场机制配置资源往往会带来不可避免的失灵问题,此时,政府干预成了必不可少的一剂“良药”^[3],尤其是在社会公共品的提供方面。在这种背景下,客观存在的政府干预经济机制为企业实现其政治目标提供了可能性,也为政企之间的“资源交换”提供了契机。随着市场经济改革的进一步推进,政府权力也经历了由高度集权向不断分权的转变,地方政府在获得了更多财政自主权与经营管理自主权的同时,也相应承担了如增加就业岗位、维护社会稳定等社会与政治责任。对微观企业进行干预是政府实现上述目标的重要途径之一^[4-6]。由此,政府和企业自发形成了一种行为层面的“资源互换”关系。其中,政府补贴既作为政府干预经济的重要政策工具,又被企业视为一种关键性政治资源,能很好地阐释政府与企业间“资源互换”关系。有研究发现,在现代两权分离的公司制度下,倘若政府通过干预来促使辖区企业承担社会责任,必会导致企业发展目标异化,使其经营目标呈现“多重”状态^[7],进而导致企业高管业绩提升的激励不足。而在显性货币薪酬激励不足的情况下,企业会积极寻求替代的激励方式,如允许高管进行较多在职消费^[6,8-9]。但遗憾的是,在政府补贴兼“政府干预企业的重要工具”和“企业生存发展的关键资源”于一身的实际情况下,鲜有文献基于资源依赖理论的政府与企业“资源互换”视角来阐述政府补贴与在职消费的关系,并以此来鉴定高管在职消费广泛存在的内在逻辑。鉴于此,本文立足于中国经济转型期背景,基于资源依赖理论的“资源互换”视角考察了政府补贴对高管在职消费的影响及其作用机理。

本研究可能的创新点有:(1)与目前局限于讨论管理层权力、公司治理机制和冗员负担对企业高管在职消费影

[收稿日期] 2019-10-18

[基金项目] 上海财经大学研究生创新计划项目(CXJJ-2019-323)

[作者简介] 黄送钦(1989—),男,湖北黄石人,清华大学社会科学学院博士后,经济学博士,从事制度环境与企业战略管理研究;周炜(1991—)(通讯作者),女,安徽蚌埠人,上海财经大学商学院博士研究生,从事公司治理、创新创业研究,E-mail:zhouwei23456@126.com;周红星(1990—),女,湖北潜江人,中南财经政法大学财政税务学院博士研究生,从事财税政策的微观经济效应研究。

响的研究文献^[6,9-10]不同,本文首次基于资源依赖理论的“资源互换”视角考察了政府补贴对高管在职消费的影响及作用机理,通过政府干预企业承担政策性负担的内在机理较为有效地将政府干预(政府补贴)与微观企业激励机制(在职消费)联系起来,这不仅拓展和丰富了企业高管在职消费的研究视角,而且赋予了企业高管在职消费“代理观”新的政治内涵,为当前企业高管激励效果不佳、在职消费等隐性激励方式广泛存在之谜提供了来自资源依赖理论的新解释。(2)本文从企业总债务及其债务期限结构两个方面分别探究了企业债务治理对“资源互换”形成的在职消费的影响,这不仅从新的“资源互换”视角为辨析“中国企业债务融资是否具有债务治理效应”提供了新的证据,而且对厘清不同期限结构的债务治理效应提供了更为详细清晰的解释,从而为融资结构理论中的激励约束理论提供经验证据。(3)已有研究忽视了信任作为一种重要的非正式制度能够有效地缓解公司代理问题。对此,本文在分析正式制度环境对债务治理效应影响的同时,还从非正式制度环境(即信任环境)角度进一步探讨了非正式制度环境对债务治理效应的影响,从而有利于更加全面地认知整体制度环境中企业债务的治理效应。

二、理论分析与研究假设

(一)政府补贴与高管在职消费

政府补贴被视为政府干预企业的一种重要手段,对微观企业行为具有重要影响。一方面,政府在政府补贴使用方面对企业存在“利益互换”倾向,即政府利用补贴支持企业发展往往是出于某种社会、政治等公共管理目标^[11-12],如政府补贴增加了企业社会责任承担行为,增加企业冗余雇员强度^[13-14],提高社会捐赠负担、纳税力度^[14-15]。另一方面,辖区内企业为获取政府关键性资源(包括政府补贴)而扮演类似“响应者”角色,通过承担社会责任来满足政府需要以获取发展所需的关键资源。有研究发现,政府补贴作为一种资源套餐型“聚宝盆”,能释放“政企关系”与“产业政策”信号,缓解企业融资约束^[16-19]。当然,这也是企业致力追逐政治资源,并以辅助政府承担社会责任进行资源(利益)交换的结果。可见,在经济转型背景下,政府与企业间存在明显的“资源互换”关系,即两者间均存在对各自资源(或能力)的依赖。然而,作为市场参与主体的企业,其目标应是价值最大化,并以此作为基石构建公司治理机制^[6]。倘若政府通过干预来促使辖区内企业承担社会责任,必会导致企业发展目标被严重异化,使企业经营呈现出多目标状态^[7],扭曲企业内部公司治理机制。其中,被扭曲的对象就包括公司最重要的治理机制——高管激励。已有研究认为,政府干预所导致的社会责任降低了国有企业经理人薪酬与业绩之间的敏感性,表明政府的干预对微观企业高管薪酬激励产生负面影响,导致高管激励效果不佳^[6]。由此可见,在“资源互换”情境下,政府干预促使企业社会责任承担行为明显降低了高管薪酬业绩敏感性,增加了企业利益者与经理人间信息不对称性,提高了对经理人行为进行有效监督和约束的难度。此时,为了保证政府与企业“资源互换”行为的持续性,企业必然会对现有薪酬激励机制进行适应性策略调整,寻求替代的激励方式以应对当前激励失灵现象,而进行在职消费就是最普遍的一种做法^[8]。鉴于此,我们认为,处于经济转型背景下,在职消费作为一种替代性激励机制可能是政府与企业“资源互换”的产物,是企业应对资源依赖环境的一种适应性激励策略调整。为此,本文提出假设1。

假设1:在其他条件不变的情况下,政府补贴与企业高管在职消费间呈正相关性。

(二)政府补贴、债务治理与高管在职消费

对企业利益相关者来说,在职消费虽是政府与企业“资源互换”中阶段性的替代激励机制,但也会被视为一种代理成本。这是因为,在职消费是公司管理层在履行职责过程中所获得与职责有关或无关的非直接货币性收益^[10],相对于显性的货币薪酬,在职消费作为一项隐性薪酬或支出,信息披露不足,外部监督成本较高。因此,对企业股东(债权人)来说,在职消费依然被视为一种代理成本的表现方式,在货币薪酬激励基础上会尽可能限制在职消费程度,且以约束在职消费行为来间接抵制政府干预行为。

既然在职消费作为一种必须采纳的替代型激励方式有其消极的一面,那么是否存在一种治理机制对高管在职消费产生抑制作用呢?企业债务治理为我们提供了一个研究的视角。从理论上讲,在企业规模一定时,企业债务融资规模(比例)的提高增加了经理人的公司持股比例,此时作为所有者之一的经理人挥霍或侵占公司资源的成本也会随之增大,经理人侵占行为会有所放缓^[20]。同时,企业债务融资是需要承担一定财务风险的,言外之意,债务的“按期还本付息”特征会时刻“警示”债务人,否则将会面临破产清算的风险,因此企业负债作为一种公司治理机制可限制经理人利用自由现金流谋私的能力^[21]。此外,经理人市场的“声誉机制”存在潜在

的“倒逼”效应,因为破产清算意味着经理人在企业运营中的职责过失,这会使经理人在社会尤其是在经理人市场上的声誉、价值受损。倘若企业破产清算对经理人来说成本较大,而债务的增加会提高企业破产的可能性,那么企业的债务则能够激励经理人努力工作,减少职务中偷懒行为^[22]。此外,随着中国金融改革的深化,尤其是商业银行股份制改革的深入,商业银行信贷资源的市场化配置效率得到显著提升,银行债权对企业的内部治理(包括高管机会主义)效应逐渐显现^[23],从而达到了转型经济下中国独特的政府、企业(这两者的“资源互换”行为)与银行(“债权治理”)三方运作的均衡状态。鉴于此,本文提出研究假设2。

假设2:在其他条件不变的情况下,企业债务能有效地抑制“资源互换”形成的高管在职消费行为,即企业的债务治理能够弱化政府补贴与高管在职消费之间的正向关系。

(三)政府补贴、债务治理与高管在职消费:基于制度环境变迁视角

根据新制度经济学的基本理论,外部制度环境这一重要的制度因素将影响到债务治理作用的发挥^[23],能间接地影响企业债务对“资源互换”情境下高管在职消费行为的约束作用。一般来说,企业所面临的外部制度环境主要包括正式制度环境(本文以市场化进程度量)和非正式制度环境(本文以信任环境度量)两个方面。接下来,本文将从这两个方面来阐述外部制度环境如何作用于企业债务治理效应的发挥。

首先,在正式制度环境——市场化进程方面。随着市场化进程的推进,政府对辖区内的企业干预减少,市场机制在社会资源配置中逐渐占据基础性地位,各项契约的签订与执行走向透明化、合规化,对企业预算约束的条件逐渐硬化。一般而言,市场化进程主要从以下渠道对企业债务治理效应产生积极影响:(1)市场化进程的推进意味着政府在经济活动中的干预减少,这为银行债权治理提供了良好的制度支撑。在计划经济体制下,政府掌握着整个社会的金融资源调配权,银行经营活动往往会被嵌入政府政治意图和目标(政策性负担),由此衍生的“预算软约束”问题使得银行难以对企业行使债权治理的激励。然而,随着市场化进程的推进,商业银行承担的“政策性负担”逐渐被剥离,银行充当“债权治理人”角色的条件逐渐成熟,能客观公正地参与到企业商业化经营活动中,从而间接地对经理人行为形成有效的约束和监督作用。在此背景下,经理人利用“资源互换”制度漏洞进行谋私的难度加大。(2)市场化程度的提升往往伴随着地方司法体系的完善,各种契约的执行更趋合规化。市场化进程的推进意味着地方政府的行政干预意愿弱化,司法系统依法执法的理念逐渐强化,司法案件(如经济案件)办理更加透明和公正,当企业债务偿还存在违约时,商业银行可凭借司法系统解决逾期违约问题,以降低自身的信用风险。由此,司法体制的健全为商业银行参与公司治理提供了保障,可限制经理人利用自由现金流谋私的行为,使经理人与投资者利益保持一致。(3)银行与企业间信息不对称问题得到进一步缓解。相对于市场化进程较低地区,在市场化进程较高地区中,企业政策性负担逐渐被剥离,企业经营从计划经济时代的多元冲突性经营目标逐渐走向单一的价值最大化,企业业绩噪音干扰较少,经理人薪酬业绩敏感性逐渐提升,银行在评估企业信用和风险时会更为便利和精准。此时,投资者尤其是商业银行可间接通过企业业绩来直接观察经理人的努力程度,以“信贷契约”跟踪机制对经理人的行为形成约束和监督。

其次,在非正式制度环境——信任环境方面。在现有的诸多非正式制度中,社会信任普遍被认为是除物质资本和人力资本之外,决定一个国家经济增长和社会进步的主要社会资本^[24],这是因为信任作为社会系统运作的“润滑剂”,能降低社会交易双方的洽谈成本,以最低的成本保证双方契约合规运作和执行,从而提高社会主体间的交易效率。回顾现有文献,本文认为信任环境可通过以下途径对企业债务治理效应产生积极影响:(1)信任对缔结契约主体双方的道德观念产生影响,直接缓解道德风险问题。在信任环境好的地区里,不同主体间沟通、交流甚至经济交易都会秉承良好的信任道德风尚,该地区的各主体(包括人、企业等)会有意识将这种信任理念灌输于商业交易中,秉承信用价值标准行事,此时契约双方共同协作促成了债务治理效应发挥的条件构建,并间接地对企业债务治理产生积极影响。(2)信任“连坐机制”的作用对企业违约行为形成直接性约束,促使企业积极配合商业银行的监督和约束。在两权分离背景下,作为理性经济人的企业主体(经理人)会密切关注自身在市场中的社会声誉,由于信任“连坐机制”的存在,企业利用体制漏洞或随机性巧合事由,进行违约或抵触银行各项限制性条款,往往会承担较大的信用风险。因此,为了保障市场、社会声誉和金融市场的融资便利,企业高管会注重企业资源的配置效率,积极配合商业银行的监督。(3)信任对金融市场发展产生积极作用进而影响企业(经理人)行为。作为社会系统运作的“润滑剂”,随着信任环境的改善,资本市场对企业信息的披露质量、范围和深度有着更为严格的标准,从而使得企业整体的运作环境更加透明化,投资者(如商业银行)将

以此通过“用脚投票”机制来监督和约束经理人行为,抑制企业经理人通过“资源互换”机制进行谋私。鉴于此,本文提出研究假设3。

假设3:在其他条件不变的情况下,相对于制度环境差的地区,企业债务对“资源互换”形成的高管在职消费行为的抑制作用在制度环境好的地区中更为明显。

三、研究设计

(一) 样本选择与数据来源

首先,本文的初选样本为我国沪市A股474家制造业上市公司,样本期间为2008年至2013年。其次,本研究剔除了样本期间所有的缺失值和政府补贴为0的数据组。最后,本文获取了266家上市公司1596组平衡面板数据,作为本研究实证分析中的基础样本。此外,本文所选用的数据包括企业社会捐赠与政府补贴、政企关联、企业经营特征、制度环境指数等数据,其中:①上市公司的慈善捐赠、政府补贴数据均来自于制造业上市公司的年度财务报告,并通过手工收集整理而来的;②企业经营特征、公司治理等数据均来源于国泰安CSMAR数据库;③市场化指数来自于樊纲等编制的中国各地区(包括31个省、自治区和直辖市)市场化指数体系^[25],信任环境则直接采用企业所在地区信任指数的加权综合指数^[24]。

(二) 模型设计

为了检验研究假设1,我们构建了如下多元线性回归模型(1)来分析政府补贴 *subsidy* 对企业高管在职消费 *perk* 的影响。模型(1)如下所示:

$$perk = \beta_0 + \beta_1 subsidy + \beta_2 size + \beta_3 lev + \beta_4 roa + \beta_5 top1 + \beta_6 state + \beta_7 bsize + \beta_8 btimes + \beta_9 idp + \beta_{10} daul + \beta_{11} mshare + \beta_{12} mpay + \sum \beta' Location + \sum \beta'' year + \chi \quad (1)$$

为了检验研究假设2,我们在模型(1)基础上引入交叉项 $subsidy \times debt$,以构建模型(2)来分析债务治理 *debt* 在政府补贴 *subsidy* 与企业高管在职消费 *perk* 两者间关系中的调节效应。模型(2)如下所示:

$$perk = \gamma_0 + \gamma_1 subsidy + \gamma_2 subsidy \times debt + \gamma_3 debt + \gamma_4 size + \gamma_5 lev + \gamma_6 roa + \gamma_7 top1 + \gamma_8 state + \gamma_9 bsize + \gamma_{10} btimes + \gamma_{11} idp + \gamma_{12} daul + \gamma_{13} mshare + \gamma_{14} mpay + \sum \gamma' Location + \sum \gamma'' year + \eta \quad (2)$$

其中,为避免交叉项与子变量间存在多重共线性问题,本文在后文回归分析中分别对模型(2)交叉项的子变量进行中心化处理,交叉项均为中心化后子变量的乘积。

(三) 主要变量定义

1. 在职消费(*perk*)。有关被解释变量“在职消费 *perk*”度量方法,国内诸多研究借鉴陈冬华等^[9]的做法,从公司年报附注中“支付的其他与经营活动相关的现金流出”中披露的办公费、差旅费、业务招待费、通讯费、出国培训费、董事会费、小汽车费和会议费八类明细项目数据加总而得到的。但逯东等^[26]、张敏等^[6]研究发现,目前许多上市公司的上述八项合计数为0,或者不少公司未完整披露以上八个明细项目。此外,根据吴成颂等^[27]研究统计发现,在其样本公司中完整披露八个项目的不足总体的四成,并认为倘若继续沿用上述方法来度量在职消费,将会导致样本数量的大幅下降,同时也会造成样本选择偏差问题。鉴于以上可能考虑,我们参照肖星、陈婍^[28]对在职消费的度量方法,直接采用“支付的其他与经营活动相关的现金流出”的自然对数来衡量在职消费 *perk*。

2. 政府补贴(*subsidy*)。借鉴贾明等^[29]、杨洋等^[30]和王德祥、李昕^[31]的方法,本文采用企业在本年度获取政府补贴的自然对数来衡量。此外,因为对于不同规模的公司,相同数额的政府补贴会产生完全不同的效果,为了保证该度量方式的稳健性,本文在后文的稳健性检验部分还采用政府补贴与企业营业收入的比值来度量政府补贴(*subsidy*),以消除公司规模的影响。

3. 债务治理(*debt*)。有关调节变量“债务治理 *debt*”的度量方法,本文主要借鉴罗韵轩^[32]“债务治理”的研究思路,即分别从债务总量与债务期限结构来分析其治理效应。具体来说,本研究采用银行借款总额(*zloan*)、短期借款余额(*shortloan*)和长期借款余额(*longloan*)来衡量企业债权治理(*debt*)。其中,*zloan*体现了企业债务融资的总体能力,以企业年末短期借款与长期借款之和占总资产比例来度量;此外,以企业年末短期借款占总资产比例、企业年末长期借款占总资产比例来分别度量银行短期借款 *shortloan* 和长期借款 *longloan* 变量,从企业债务期限结构视角分析债务治理对政府补贴与企业高管在职消费间关系的调节作用。

此外,我们在下文的模型设计中还控制了一些其他影响因素,如公司规模 *size*、资本结构 *lev*、企业绩效 *roa*、第一大股东持股比例 *top1*、控股股东性质 *state* 等经营特征、股权结构方面因素,且控制了董事会治理结构(董事会规模 *bsize*、董事会会议次数 *btimes*、独立董事制度 *idp* 和两职兼一 *daul*)、高管薪酬契约(货币薪酬 *mpay*、股权激励 *mshare*)、企业所在地区位置(*location*)、年份效应(*year*)等因素。

(四)描述性统计

表1报告了主要变量的描述性统计结果。从表1可知,管理层在职消费自然对数 *perk* 平均值为 19.027,标准差为 1.216,这表明在职消费总体水平较高,企业间高管在职消费程度存在较大差异,相关统计值与肖星、陈婵^[28]基本接近。政府补贴自然对数 *subsidy* 的平均值为 16.233,标准差为 1.608,譬如 *subsidy* 最大值为 20.658,最小值为 9.729,这意味着政府对企业的政府补贴力度在不同企业中存在较大的差异,且有关政府补贴的统计值与王德祥、李昕^[31]的研究基本一致。在社会责任方面,企业慈善捐赠 *donation* 比例平均值为 0.034%,但依然有部分样本企业其捐赠的额度为 0,且这种承担社会责任的履行强度在不同企业间的差异较小,如 *donation* 标准差为 0.104。在企业债务治理方面,企业银行总借款 *zloan* 平均值为 0.212,最小值为 0,最大值为 0.689;从其债务期限结构来看,企业短期借款规模 *shortloan* (长期借款 *longloan*) 平均值为 0.157 (0.055),最小值为 0 (0),最大值为 0.592 (0.506),但从两者的平均值来看,企业短期借款水平比长期借款较高(0.157 > 0.055),这可能是由“金融机构处于规避风险的考虑,它们并不偏好为企业提供长期债务融资,从而导致企业长期借款的规模相对较小”的缘故所致。其他变量如表1所示,这里不予赘述。

四、实证分析

(一)政府补贴与高管在职消费关系分析

表2的列(1)主要报告了政府补贴与高管在职消费间关系。由列(1)可知,在没有控制其他因素影响时,高管在职消费 *perk* 与政府补贴 *subsidy* 间呈正相关性(系数为 0.0625, *T* 值为 3.80),并在 1% 置信水平上

通过显著性检验,表明政府补贴作为政府与企业“资源互换”的媒介,企业获取政府的补贴力度越大,其高管在职消费程度也越高,这符合我们研究的预期,研究假设 1 得到了有力支持。

(二)政府补贴与高管在职消费的影响机理探究

从上文可知,政府补贴提高了企业高管的在职消费程度,但针对政府补贴如何作用于高管在职消费,即政府

表1 描述性统计

| 变量 | 样本量 | 均值 | 标准差 | 最小值 | 最大值 |
|------------------|------|--------|--------|--------|---------|
| <i>perk</i> | 1596 | 19.027 | 1.216 | 15.488 | 23.731 |
| <i>subsidy</i> | 1596 | 16.233 | 1.608 | 9.729 | 20.658 |
| <i>donation</i> | 1596 | 0.034 | 0.104 | 0 | 1.643 |
| <i>zloan</i> | 1596 | 0.212 | 0.142 | 0 | 0.689 |
| <i>shortloan</i> | 1596 | 0.157 | 0.116 | 0 | 0.592 |
| <i>longloan</i> | 1596 | 0.055 | 0.076 | 0 | 0.506 |
| <i>size</i> | 1596 | 22.066 | 1.042 | 19.023 | 26.647 |
| <i>lev</i> | 1596 | 0.503 | 0.168 | 0.047 | 0.916 |
| <i>roa</i> | 1596 | 0.038 | 0.053 | -0.326 | 0.400 |
| <i>top1</i> | 1596 | 36.171 | 15.173 | 5.020 | 85.230 |
| <i>bsize</i> | 1596 | 9.299 | 1.709 | 5.000 | 17.000 |
| <i>btimes</i> | 1596 | 9.038 | 3.762 | 3.000 | 36.000 |
| <i>idp</i> | 1596 | 0.362 | 0.051 | 0.091 | 0.667 |
| <i>daul</i> | 1596 | 0.120 | 0.325 | 0 | 1 |
| <i>mshare</i> | 1596 | 1.242 | 5.480 | 0 | 49.330 |
| <i>mpay</i> | 1596 | 13.918 | 0.711 | 11.970 | 16.964 |
| <i>east</i> | 1596 | 0.534 | 0.499 | 0 | 1 |
| <i>state</i> | 1596 | 0.639 | 0.480 | 0 | 1 |
| <i>market</i> | 1596 | 9.242 | 2.784 | 2.550 | 16.380 |
| <i>trust</i> | 1596 | 65.757 | 66.000 | 4.100 | 218.900 |

资料来源:作者计算。

表2 主效应的假设检验结果

| | (1) <i>Perk</i> | (2) <i>donation</i> | (3) <i>mpay</i> | (4) <i>mpay</i> | (5) <i>mpay</i> |
|---------------------------------|----------------------|------------------------|----------------------|----------------------|-----------------------|
| <i>Subsidy</i> | 0.0625 *** (3.80) | 0.00389 ** (2.00) | | | 0.0780 *** (6.90) |
| <i>Roa</i> | 3.027 *** (6.58) | 0.380 *** (7.27) | 4.307 *** (14.11) | 4.273 *** (13.64) | 4.049 *** (13.04) |
| <i>Donation × Roa</i> | | | | -3.707 ** (-2.19) | -5.255 *** (-3.02) |
| <i>Donation</i> | | | | 0.626 *** (3.23) | 0.729 *** (3.51) |
| <i>Subsidy × Roa</i> | | | | | 0.317 * (1.74) |
| <i>Subsidy × donation × Roa</i> | | | | | -2.579 * (-1.61) |
| <i>Subsidy × Donation</i> | | | | | 0.400 *** (3.24) |
| <i>_cons</i> | -0.451 (-0.75) | 0.0968 (1.57) | 8.392 *** (23.27) | 8.549 *** (23.64) | 9.925 *** (24.01) |
| <i>Controls</i> | Control | Control | Control | Control | Control |
| <i>Location</i> | Control | Control | Control | Control | Control |
| <i>Year</i> | Control | Control | Control | Control | Control |
| <i>F</i> | 107.020 | 12.900 | 52.080 | 47.120 | 42.580 |
| <i>Adj-R²</i> | 0.545 | 0.107 | 0.339 | 0.342 | 0.365 |
| <i>N</i> | 1596 | 1596 | 1596 | 1596 | 1596 |

注:***、**和*分别表示1%、5%和10%置信水平上通过显著性检验;括号内为*T*统计量。下同。

补贴下高管在职消费水平上升的缘由为何(或形成机理)。鉴于此,本部分基于资源依赖理论的“资源互换”视角考察了政府补贴对高管在职消费的影响及其作用机理。表2的列(2)主要报告了政府补贴与企业社会责任(慈善捐赠)间关系,其中慈善捐赠 *donation* 是以“当年企业慈善捐赠额度与资产规模之间的比例”来度量,消除了企业规模的影响。此外,本研究在稳健性部分还采用企业雇员强度 *guyuan*(即每百万元营业收入的吸纳就业人数)作为企业社会责任的代理变量。从结果可知,政府补贴 *subsidy* 系数为 0.00389(T 值为 2.00),并在 5% 的置信水平上通过显著性检验,这表明地方政府通过政府补贴来促使辖区内企业承担社会责任具有明显的效果,且政府补贴力度越大,企业承担社会责任强度会越大。

表2的列(3)至列(5)主要报告了企业社会责任与高管薪酬业绩敏感性之间的关系。首先,我们来检验一下高管薪酬激励机制的有效性。从表2中列(3)模型分析结果可知,高管货币薪酬 *mpay* 与企业业绩 *roa* 间呈正相关关系,企业业绩 *roa* 系数为 4.307(T 值为 14.110),并在 1% 置信水平上通过显著性检验,这表明样本企业的高管货币薪酬具有较强的业绩敏感性,这为我国上市企业高管薪酬激励机制的有效性提供了经验证据。其次,我们主要考察企业承担社会责任是否影响了企业高管薪酬激励机制的发挥。由表2中列(4)模型可知,企业社会责任 *donation* 与其业绩 *roa* 交叉项 *donation* × *roa* 和高管货币薪酬 *mpay* 间呈负相关关系,交叉项 *donation* × *roa* 的系数 -3.707(T 值为 -2.190),并在 1% 置信水平上通过显著性检验,这表明企业承担社会责任显著削弱了高管货币薪酬与业绩间的敏感性,这与张敏等^[6]、王新等^[8]研究结论相一致。此外,我们在表2中列(5)基础上引入交叉项 *subsidy* × *donation* × *roa*,以此来阐述政府补贴干预促使的社会责任行为是否影响了企业高管薪酬契约的有效性。由表2中列(5)模型分析可知,政府补贴 *subsidy* 促使企业的社会责任 *donation* 与其业绩 *roa* 的交叉项 *subsidy* × *donation* × *roa* 和高管货币薪酬 *mpay* 间负相关,系数为 -2.579(T 值为 -1.610),并在 10% 置信水平上通过显著性检验,这表明政府干预促使企业社会责任的承担行为显著降低了高管货币薪酬与业绩之间的敏感性,削弱了企业薪酬激励机制的有效性。

综合上文所得结论,我们认为,在经济转型期的中国,地方政府在致力于发展地方经济的同时,往往需兼顾其辖区内的社会稳定发展,譬如重视地方的民生、环境和安全稳定等问题,尤其是在当前中央政府构建“和谐社会”的政策指示下。为了保证地方社会稳定发展,地方政府往往通过政府补贴方式干预其辖区内企业承担社会责任,以替代地方政府在公共领域的某些公共职能。同时,在企业生存发展方面,鉴于当前地方政府掌握或主导诸多重要资源的配置权,企业欲通过辅助地方政府承担社会责任方式获取政府掌控的关键性资源,即通过“资源交换”谋取政府资源,具体到本文中,政府补贴作为一种“套餐”型资源对企业生存发展尤为关键。可见,经济转型期内,为了保证组织的顺利运行,政府与企业双方对各自均存在明显的资源依赖倾向,两者间存在明显的“资源互换”关系。但在我国特定的制度背景下,政府促使的企业社会责任承担行为会直接“塑造”企业的内部治理机制^[6]。本文研究发现,政府干预促使的企业社会责任承担行为显著降低了高管的薪酬与企业业绩之间的敏感性,损害了企业内部高管激励机制的有效发挥。此时,企业为了保证政府与企业“资源互换”行为的持续以及激励高管努力工作,作为理性“经济人”,企业所有者必然会对现有激励机制进行适应性调整,寻求替代的激励方式以应对当前激励失灵现象,而进行在职消费就是最普遍的一种做法^[8],因此政府补贴作为政府与企业“资源互换”的媒介,政府补贴规模越大的企业,高管在职消费水平也越高^[32]。鉴于此,我们认为,经济转型背景下,在职消费作为一种替代性激励机制可能是政府与企业“资源互换”的产物,是企业应对资源依赖环境的一种适应性激励策略调整。

(三) 稳健性检验

为了保证上述结论的稳健性和可靠性,本研究还进行了以下方面的稳健性检验,得到的结果总体上并没有改变原有的研究结论,限于篇幅,检验结果不予披露,检验说明如下。

1. 主要变量的替代方式变换。其一,有关在职消费方面,我们还借鉴冯根福、赵珏航^[33]的在职消费度量方式,分别以管理费用率 *perk1*(管理费用占主营业务收入比例)、销售管理费用率 *perk2*(销售费用和管理费用之和占主营业务收入的比例)作为在职消费的度量指标,其他变量不变。其二,政府补贴方面,在管理费用率、销售管理费用率替代在职消费基础上,以政府补贴额度与企业营业收入的比值来替代政府补贴 *subsidy1*,其他变量不变。其三,社会责任方面,为消除企业规模的影响,我们还采用当期企业捐赠与资产规模间比值衡量企业捐赠行为 *donation2*,其他变量不变。其四,本研究重新采用企业雇员强度 *guyuan*(即每百万元营业收入的吸纳就业人数)作为企业社会责任的代理变量,其他变量不变。利用上述四种方式进行检验后,所得结论基本不变。

2. 内生性问题考察。为了克服政府补贴与企业高管在职消费间存在的内生性问题,本文开展了以下回归检验:按照工具变量法、GMM 方法进行了内生性问题检验。首先,工具变量的选择。处于经济转型期的中国,政府间竞争格局构成了企业治理的外部重要影响因素,且这种现象在企业与政府间资源配置(或关系构建以及维护)方面表现得更为明显。有研究发现,地方政府 FDI 竞争对企业获取政府资源(如政府补贴)产生显著性影响^[34]。此外,从政府的治理能力来看,政府对企业的补贴意愿和力度将会受到政府财政实力的影响,地方财政赤字是限制政府补贴行为的重要因素。然而,从理论上讲,地方政府 FDI 竞争、地方财政赤字对企业高管在职消费的作用链均较长,对其产生显著性影响的可能性不大。因此,在利用工具变量法进行处理时,地方政府 FDI 竞争(FDI,以地方政府 FDI 引资额除以 GDP 总额的比值度量)、地方财政赤字(Defecit,以地方政府财政支出与财政收入之差除以地方政府财政收入的比值度量)是本文进行内生性检验较为理想的工具变量。其次,本文将采用 GMM 系统矩估计对内生性问题进行处理。按照上述两种方法进行回归后,结果与前文基本一致。

3. 剔除 2008 年特殊样本数据。考虑到 2008 年中国四川汶川地震重大灾害,在民族遭遇巨大自然灾害面前,中国大多数企业自主发起了大规模的捐赠,帮助地震灾区人民渡过难关。因此,相对于其他一般时期,2008 年企业捐赠可能存在一定的异常性,本文将 2008 年的企业数据从样本完全剔除,所检验结果与前文基本保持一致。

4. 多重共线性检验。首先,本研究对主要变量进行 pearson 和 spearman 相关性检验,研究结果显示变量之间相关性系数较小,表明存在多重共线性问题可能性较小。其次,本研究逐次检验了每个回归结果中的 VIF 值,发现所用变量的 VIF 值均在 $0 < VIF < 10$ 区间内,符合“不存在严重多重线性关系”的判断标准,也表明所采用的模型不存在明显的共线性问题。

五、政府补贴、债务治理与高管在职消费

(一) 政府补贴、债务治理与高管在职消费

理论上讲,企业负债作为一种公司治理机制可限制经理人利用自由现金流谋私的能力^[21],使经理人与股东利益保持一致。并且,根据西方融资结构中的激励约束理论,公司拥有的债务融资使公司面临破产清算的压力,能够抑制经理层的在职消费行为。鉴于此,该部分主要探讨了企业债务治理对政府补贴与企业高管在职消费间关系的调节作用,即探究企业债务在两者间关系中的治理作用,结果如表 3 所示。从表 3 中银行总借款 *zloan* 作为债务治理替代变量的检验结果来看,首先在列(1)模型中,政府补贴与银行总借款交叉项 *subsidy × debt* 与高管在职消费 *perk* 间呈负相关性,如交叉项 *subsidy × debt* 系数为 -0.314 (*T* 值为 -3.320),并在 1% 置信水平上通过显著性检验,表明以银行总借款作为替代变量的债务治理能有效地抑制政府补贴下高管在职消费程度。其次,从银行借款的期限结构,银行短期借款 *shortloan* 的列(2)检验结果来看,政府补贴与银行短期借款交叉项 *subsidy × debt* 与高管在职消费 *perk* 间呈负相关性,如交叉项 *subsidy × debt* 系数为 -0.366 (*T* 值为 -3.08),并在 1% 置信水平上通过显著性检验,说明银行短期借款能有效抑制政府补贴下高管的在职消费行为,但政府补贴与银行长期借款交叉项 *subsidy × debt* 未能通过显著性检验。

表 3 政府补贴、债务治理与高管在职消费

| | (1) <i>Zloan</i> | (2) <i>shortloan</i> | (3) <i>longloan</i> |
|--------------------------|-----------------------|-------------------------|------------------------|
| <i>Subsidy</i> | 0.0677 *** (4.19) | 0.0635 *** (3.87) | 0.0664 *** (4.12) |
| <i>subsidy × debt</i> | -0.314 *** (-3.32) | -0.366 *** (-3.08) | -0.240 (-1.37) |
| <i>Debt</i> | -1.379 *** (-7.16) | -0.488 ** (-2.21) | -2.461 *** (-8.16) |
| <i>Size</i> | 0.594 *** (21.12) | 0.590 *** (20.35) | 0.649 *** (22.73) |
| <i>Lev</i> | 1.158 *** (6.64) | 0.658 *** (3.91) | 0.829 *** (5.49) |
| <i>Roa</i> | 2.452 *** (5.36) | 2.811 *** (6.04) | 2.978 *** (6.62) |
| <i>top1</i> | -0.000326 (-0.22) | 0.0000952 (0.06) | -0.00122 (-0.82) |
| <i>State</i> | -0.0351 (-0.76) | -0.0179 (-0.38) | 0.00348 (0.08) |
| <i>Bsize</i> | 0.0631 *** (4.86) | 0.0589 *** (4.44) | 0.0504 *** (3.89) |
| <i>Btimes</i> | 0.0227 *** (4.09) | 0.0224 *** (3.95) | 0.0181 *** (3.26) |
| <i>ldp</i> | 1.067 *** (2.62) | 1.093 *** (2.64) | 0.932 ** (2.29) |
| <i>Daul</i> | 0.182 *** (2.78) | 0.176 *** (2.64) | 0.157 ** (2.40) |
| <i>Mshare</i> | 0.000998 (0.25) | 0.00158 (0.39) | 0.00167 (0.42) |
| <i>Mpay</i> | 0.234 *** (6.55) | 0.254 *** (7.03) | 0.239 *** (6.71) |
| <i>_cons</i> | 0.878 (1.29) | 0.927 (1.33) | -0.0434 (-0.06) |
| <i>location</i> | Control | Control | Control |
| <i>year</i> | Control | Control | Control |
| <i>F</i> | 103.610 | 97.850 | 104.290 |
| <i>Adj R²</i> | 0.563 | 0.548 | 0.564 |
| <i>N</i> | 1596 | 1596 | 1596 |

从上述分析可知,整体上来看,企业债务治理对“资源互换”下高管的在职消费行为具有明显的约束作用;但从债务期限结构来看,银行短期借款能有效抑制“资源互换”下高管的在职消费行为,而长期借款的抑制效应不明显。理论上来说,债务可以起到约束企业经理人员滥用自由现金流、减少过度投资以及促进经理人员避免公司被接管等治理作用^[23]。这是因为债务的“按期还本付息”特征会时刻“警示”债务人,公司拥有债务融资使公司面临破产清算的压力^[21]。倘若破产清算对企业来说成本很高,譬如企业管理者重视个人市场声誉会受损抑或延续掌控企业控制权,那么债务水平的提高意味着企业破产清算的概率较大,因而能激励经理人员努力工作,减少机会主义行为(包括在职消费)^[22]。

此外,之所以不同期限结构银行借款的抑制效应存在较大差异,可能是因为:其一,长期债务契约具有较多的限制条款(如防止价值缩水、界定控制权、担保问题以及限制会计造假等多项条款),对企业行为产生过度的约束,使企业在竞争市场中缺乏灵活性,限制条款的刚性可能不利于企业治理,这种负面影响抵消了长期借款带来的治理效应;其二,处于规避风险的考虑,金融机构并不偏好为企业提供长期债务融资,企业所拥有的长期借款规模较小,从而难以发挥其治理作用;其三,相对于长期借款,银行短期借款具有“近期偿还”特征,对企业行为具有较强的约束作用,短期债务会大大增加企业清算的可能性,因而能更有效地激励经理人员努力工作,减少高管在职消费行为。

(二)政府补贴、债务治理与高管在职消费:基于正式制度环境差异视角

本部分尝试探究了不同市场化进程下银行债务在政府补贴与高管在职消费间关系中的调节效应。首先,本研究的市场化进程主要采用樊纲等^[25]编制的中国各地区市场化进程指数,由于编制的报告截至2009年,我们根据各省市市场化进程的平均增长率推算出2010—2013年的市场化指数,并根据企业所在地区市场化指数的中位数来设置虚拟变量 *market*,若 *market* 指数大于等于中位数,则赋值 *market* = 1(即市场化进程高地区),否则为0(即市场化进程低地区)。表4为本部分的实证分析结果。从银行总借款 *zloan* 列(1-2)来看,在市场化进程较高地区(*market* = 1)的企业中,政府补贴与银行总借款的交叉项 *subsidy* × *debt* 与企业高管在职消费 *perk* 间呈负相关,交叉项 *subsidy* × *debt* 的系数为 -0.558 (*T* 值为 -4.120),在1%置信水平上通过显著性检验,而在市场化程度较低(*market* = 0)地区的企业中银行总借款的调节效应并不显著;区分银行借款的期限结构后发现,在市场化进程较高地区(*market* = 1)企业中,政府补贴分别与银行短期借款(列3)、长期借款(列5)的交叉项 *subsidy* × *debt* 与企业高管在职消费 *perk* 间均呈负相关性,如交叉项 *subsidy* × *debt* 的系数为 -0.568(短期借款 *shortloan*, *T* 值为 -3.46)、-0.812(长期借款 *long-*

表4 政府补贴、债务治理与高管在职消费:市场化进程视角

| 因变量 <i>perk</i> | (1) <i>market</i> = 1 <i>zloan</i> | (2) <i>market</i> = 0 <i>zloan</i> | (3) <i>market</i> = 1 <i>shortloan</i> | (4) <i>market</i> = 0 <i>shortloan</i> | (5) <i>market</i> = 1 <i>longloan</i> | (6) <i>market</i> = 0 <i>longloan</i> |
|------------------------------|------------------------------------------|------------------------------------------|----------------------------------------------|----------------------------------------------|---------------------------------------------|---------------------------------------------|
| <i>Subsidy</i> | 0.0671 *** (2.80) | 0.0530 ** (2.38) | 0.0712 *** (2.97) | 0.0488 ** (2.15) | 0.0630 ** (2.57) | 0.0498 ** (2.25) |
| <i>Subsidy</i> × <i>Debt</i> | -0.558 *** (-4.12) | -0.0745 (-0.55) | -0.568 *** (-3.46) | -0.146 (-0.84) | -0.812 ** (-2.58) | 0.103 (0.46) |
| <i>Debt</i> | -0.952 *** (-3.54) | -1.674 *** (-5.79) | -0.562 * (-1.84) | -0.265 (-0.81) | -1.940 *** (-3.60) | -2.565 *** (-6.73) |
| <i>Size</i> | 0.621 *** (16.08) | 0.572 *** (13.50) | 0.619 *** (15.56) | 0.565 *** (12.85) | 0.669 *** (17.23) | 0.634 *** (14.72) |
| <i>Lev</i> | 0.887 *** (4.04) | 1.547 *** (5.40) | 0.679 *** (3.14) | 0.643 ** (2.38) | 0.656 *** (3.30) | 1.030 *** (4.41) |
| <i>Roa</i> | 1.939 *** (3.30) | 2.910 *** (4.01) | 2.150 *** (3.61) | 3.452 *** (4.64) | 2.250 *** (3.88) | 3.628 *** (5.10) |
| <i>Top1</i> | 0.000626 (0.30) | -0.00141 (-0.66) | 0.000973 (0.46) | -0.00128 (-0.58) | 0.000417 (0.20) | -0.00288 (-1.34) |
| <i>State</i> | -0.00280 (-0.04) | -0.0645 (-0.93) | -0.00275 (-0.04) | -0.0352 (-0.50) | 0.0484 (0.77) | -0.0453 (-0.66) |
| <i>Bsize</i> | 0.0582 *** (2.88) | 0.0588 *** (3.38) | 0.0532 *** (2.60) | 0.0579 *** (3.24) | 0.0568 *** (2.82) | 0.0424 ** (2.44) |
| <i>Btimes</i> | 0.0195 ** (2.37) | 0.0239 *** (3.14) | 0.0206 ** (2.47) | 0.0229 *** (2.92) | 0.0179 ** (2.17) | 0.0160 ** (2.11) |
| <i>Idp</i> | 0.654 (1.10) | 1.317 ** (2.30) | 0.743 (1.24) | 1.274 ** (2.18) | 0.615 (1.03) | 1.183 ** (2.07) |
| <i>Daul</i> | 0.121 (1.46) | 0.277 *** (2.62) | 0.115 (1.37) | 0.297 *** (2.74) | 0.0955 (1.15) | 0.280 *** (2.65) |
| <i>Mshare</i> | -0.00942 ** (-1.97) | 0.0284 *** (3.89) | -0.00903 * (-1.86) | 0.0279 *** (3.74) | -0.00689 (-1.44) | 0.0260 *** (3.58) |
| <i>Mpay</i> | 0.287 *** (5.74) | 0.188 *** (3.56) | 0.303 *** (6.01) | 0.205 *** (3.81) | 0.305 *** (6.15) | 0.164 *** (3.11) |
| <i>_cons</i> | -0.0210 (-0.02) | 1.793 * (1.80) | -0.0962 (-0.10) | 2.148 ** (2.11) | -1.248 (-1.30) | 1.276 (1.28) |
| <i>location</i> | Control | Control | Control | Control | Control | Control |
| <i>year</i> | Control | Control | Control | Control | Control | Control |
| <i>F</i> | 63.380 | 43.780 | 60.900 | 40.460 | 62.640 | 44.960 |
| <i>Adj R²</i> | 0.608 | 0.520 | 0.599 | 0.499 | 0.606 | 0.526 |
| <i>N</i> | 804 | 792 | 804 | 792 | 804 | 792 |

loan, T 值为 -2.58), 并分别在 1% 、 5% 置信水平上通过显著性检验, 而在市场化程度较低 ($market = 0$) 地区企业中银行短期借款和长期借款的调节效应均不存在。

上述结论表明, 在市场化进程较高地区中, 政府对企业的管制逐渐放松, 企业经营受到政府行政干预较少, 其经营目标逐渐趋向“利润最大化”; 同时, 企业面临的市场竞争加剧, 企业内的各种契约从计划走向市场, 且银行在进行授信时对信息披露质量要求较高, 司法系统效率高 (法律实施较好), 对投资者的保护程度强, 此时银行债权治理的前提条件基本成熟, 银行能够发挥债权治理作用, 即能有效抑制“资源互换”下高管在职消费“攀升”现象。然而, 上述债务治理的抑制效应在市场化程度较低地区中并不存在, 这主要因为上述有利因素在市场化进程较低地区中较为稀缺甚至不存在, 这些地区的企业所面临的政府干预较为频繁, 其经营目标被异化的可能性较大; 同时, 在市场化程度较低的地区, 金融部门长期由商业银行特别是国有银行主导, 容易受政府行政干预的影响, 如在地方政府的施压下, 一些金融机构更倾向于对企业逾期贷款, 为其提供利息展期甚至减免等优惠政策, 致使债务治理效应难以发挥。因此, 上述结论意味着完善的市场制度环境对公司治理机制的良性发挥具有重要作用, 银行债务治理效应发挥依赖于市场化改革等正式制度的优化。

(三) 政府补贴、债务治理与高管在职消费: 基于非正式制度环境差异视角

本部分尝试探究了不同信任环境下银行债务在政府补贴与高管在职消费关系中的调节效应, 实证分析结果如表 5 所示。首先, 在非正式制度方面, 信任环境直接采用企业所在地区信任指数的加权综合指数^[24], 并以此设置信任环境虚拟变量。其中, 信任环境虚拟变量 $trust$ 主要根据企业所在地区信任指数的中位数来设置虚拟变量, 并以此来划分样本, 倘若 $trust$ 指数大于或等于中位数, 则赋值 $trust = 1$ (即信任环境好地区), 否则为 0 (即信任环境差地区)。

从表 5 结果可知, 从银行总借款 $zloan$ 列 (1-2) 来看, 在信任环境较好地区 ($trust = 1$) 的企业中, 政府补贴与银行总借款的交叉项 $subsidy \times debt$ 与企业高管在职消费 $perk$ 间呈负相关性, 交叉项 $subsidy \times debt$ 的系数为 -0.454 (T 值为 -3.680), 并在 1% 置信水平上通过显著性检验, 而在信任环境较差 ($trust = 0$) 地区的企业中, 银行总借款的调节效应并不显著; 区分银行借款的期限结构后发现, 在信任环境好地区 ($trust = 1$) 的企业中, 政府补贴与银行短期借款 (列 3) 的交叉项 $subsidy \times debt$ 与企业高管在职消费 $perk$ 间呈负相关性, 交叉项 $subsidy \times debt$ 的系数为 -0.632 (T 值为 -4.14), 并在 1% 置信水平上通过显著性检验, 而在信任环境差 ($trust = 0$) 地区的企业中, 银行短期借款的调节效应均并不显著; 在长期借款方面, 我们还发现, 不论是在信任环境好, 还是信任环境差的地区中, 银行长期借款在政府补贴与高管在职消费关系中的调节效应均不显著, 这可能

表 5 政府补贴、债务治理与高管在职消费: 信任环境视角

| 因变量 $perk$ | (1) | (2) | (3) | (4) | (5) | (6) |
|--------------------------|------------------------|------------------------|----------------------------|----------------------------|---------------------------|---------------------------|
| | $trust = 1$ $zloan$ | $trust = 0$ $zloan$ | $trust = 1$ $shortloan$ | $trust = 0$ $shortloan$ | $trust = 1$ $longloan$ | $trust = 0$ $longloan$ |
| <i>Subsidy</i> | 0.0782 *** (3.61) | 0.0294 (1.19) | 0.0776 *** (3.56) | 0.0248 (0.99) | 0.0853 *** (3.93) | 0.0253 (1.03) |
| <i>Subsidy × Debt</i> | -0.454 *** (-3.68) | -0.146 (-0.99) | -0.632 *** (-4.14) | -0.0937 (-0.51) | -0.175 (-0.73) | -0.210 (-0.81) |
| <i>Debt</i> | -1.446 *** (-5.78) | -1.521 *** (-5.18) | -0.692 ** (-2.43) | -0.648 * (-1.89) | -3.196 *** (-7.17) | -1.925 *** (-4.69) |
| <i>Size</i> | 0.607 *** (17.34) | 0.568 *** (12.50) | 0.604 *** (16.75) | 0.561 *** (11.87) | 0.666 *** (18.85) | 0.624 *** (13.45) |
| <i>Lev</i> | 1.231 *** (5.80) | 1.432 *** (4.80) | 0.824 *** (3.96) | 0.850 *** (2.96) | 0.902 *** (4.84) | 0.914 *** (3.65) |
| <i>Roa</i> | 2.340 *** (4.12) | 2.363 *** (3.27) | 2.738 *** (4.72) | 2.589 *** (3.51) | 2.993 *** (5.37) | 2.815 *** (3.90) |
| <i>Top1</i> | -0.00438 ** (-2.14) | 0.00131 (0.60) | -0.00356 * (-1.71) | 0.00117 (0.53) | -0.00305 (-1.50) | -0.000682 (-0.31) |
| <i>State</i> | -0.0261 (-0.43) | 0.0130 (0.18) | -0.00438 (-0.07) | 0.0195 (0.27) | 0.0223 (0.37) | 0.0331 (0.46) |
| <i>Bsize</i> | 0.0326 (1.59) | 0.0779 *** (4.58) | 0.0205 (0.98) | 0.0782 *** (4.49) | 0.0277 (1.36) | 0.0640 *** (3.73) |
| <i>Btimes</i> | 0.0132 * (1.74) | 0.0333 *** (4.15) | 0.0150 * (1.93) | 0.0318 *** (3.86) | 0.00913 (1.20) | 0.0270 *** (3.37) |
| <i>Idp</i> | 0.953 * (1.74) | 0.837 (1.41) | 0.960 * (1.73) | 0.811 (1.34) | 0.784 (1.43) | 0.682 (1.14) |
| <i>Daul</i> | 0.0598 (0.77) | 0.466 *** (4.10) | 0.0465 (0.59) | 0.480 *** (4.15) | 0.0385 (0.50) | 0.465 *** (4.08) |
| <i>Mshare</i> | -0.0138 *** (-2.99) | 0.0286 *** (3.87) | -0.0126 *** (-2.69) | 0.0289 *** (3.84) | -0.0106 ** (-2.32) | 0.0270 *** (3.64) |
| <i>Mpay</i> | 0.373 *** (8.43) | 0.0696 (1.19) | 0.380 *** (8.44) | 0.107 * (1.81) | 0.370 *** (8.34) | 0.0797 (1.36) |
| <i>_cons</i> | -0.767 (-0.87) | 3.365 *** (3.16) | -0.535 (-0.59) | 3.304 *** (3.02) | -1.816 ** (-2.05) | 2.500 ** (2.33) |
| <i>location</i> | Control | Control | Control | Control | Control | Control |
| <i>year</i> | Control | Control | Control | Control | Control | Control |
| <i>F</i> | 77.630 | 38.380 | 73.760 | 35.900 | 78.110 | 37.940 |
| <i>Adj R²</i> | 0.648 | 0.496 | 0.636 | 0.478 | 0.649 | 0.493 |
| <i>N</i> | 834 | 762 | 834 | 762 | 834 | 762 |

与长期借款的“期限长”特征有关,难以在短期内对经理人行为进行约束;此外,本部分非正式制度环境中“长期借款”所表现出来与正式制度环境间的差异,其原因可能在于相对于非正式制度“约定俗成、非正式性”等特征,正式制度的制定、实施以法律为保障,更具民主性、透明性、合法性,对社会各种契约的约束力具备强制性,从而导致长期借款在“正式制度环境”(市场化进程较高 $market = 1$ 地区)和“非正式制度环境”(信任环境好 $trust = 1$ 地区)中所表现的债务治理效应具有差异。上述结论表明,整体来看,信任环境较好的地区,人们会更恪守诚实守信的价值观,银行与企业、银行与经理人、政府与企业之间信任程度较高,此时地方政府的司法公正民主、产权保护意识较强,企业重视商业伙伴间信任关系的建立,遵纪守法,恪守商业道德原则,在此背景下银行能有效地发挥其债权人公司治理的功能,即能约束“资源互换”下高管的在职消费行为,而在信任环境差的地区,社会信任秩序混乱,各种契约执行力度差,银行债权人难以发挥其应有的债务治理功能。

六、研究结论与启示

立足于中国经济转型期背景,本文基于资源依赖理论的“资源互换”视角考察了政府补贴对高管在职消费的影响、作用机理以及债务治理在两者关系中所发挥的调节效应。研究发现,政府补贴作为政府与企业“资源互换”的媒介,政府补贴规模越大的企业,其高管在职消费水平也越高,其形成机理为:政府与企业“资源互换”行为所形成的企业社会责任显著降低了高管薪酬业绩敏感性,削弱了高管薪酬激励机制的有效性,从而允许高管进行较多的在职消费,以弥补高管货币薪酬损失带来的激励机制失灵的问题。可见,在职消费作为一种替代性激励机制可能是政府与企业“资源互换”的产物,是企业应对资源依赖环境的一种适应性激励策略调整。进一步分析后发现,企业债务治理对“资源互换”形成的高管在职消费具有明显的抑制效应,且这种治理效应仅在制度环境好的地区中存在,这表明外部制度环境对债务治理作用的发挥有重要影响,公司所处地区的正式制度越完善(以市场化程度度量)、非正式制度越发达(以信任环境度量),债务治理对“资源互换”形成的高管在职消费的抑制效应越明显。

综合上述结论,可得到以下启示:(1)企业高管激励效果不佳、在职消费等隐性激励方式广泛存在的现象,可能是“中国特殊的‘晋升锦标赛’机制衍生地方政府公共职能缺失”和“转型经济期政府掌控诸多资源配置权”共同作用的结果。因此,相关改革部门应以中央逐步改革官员考核机制、破除地方政府GDP竞争为单一的竞争考核指标为前提,逐渐引入民生型政绩考核标准,提高政府在社会公共品方面的供给意愿和能力,从激励机制层面来激励地方政府减少对企业的寻租型依赖,为企业建立良好的内部治理机制提供良好的外部环境。此外,现阶段,针对政府掌握诸多资源配置权所产生的“资源依赖性寻租”,加快构建良好的地方营商环境,探明政府与市场在地方经济社会发展中的职能范围和作用边界,政府应逐渐从竞争性市场或领域退出,做到“小政府、大市场”,从而在制度层面上消除企业通过寻租或利益互换方式来谋取政治资源的行为。(2)在与地方政府进行利益博弈的过程中,企业明显处于博弈劣势,在职消费作为一种激励替代方式依然构成企业的代理成本,但企业债务治理能够有效地抑制政府与企业间“资源互换”下高管在职消费行为,其主要体现在银行总借款和短期借款上。因此,当面临地方政府干预或与政府的“资源交换”时,企业应积极利用银行债权人的外部监督以充分发挥其债务治理作用,在充分发挥企业总借款和短期借款的债务治理效应的同时,应积极完善企业内部治理机制,发挥长期借款的债务治理效应,降低高管在职消费程度,抑制高管机会主义行为。

参考文献:

- [1] Pfeffer J, Salancik G R. The external control of organizations: A resource dependence perspective[J]. Social Science Electronic Publishing, 2003, 23(2), 123 - 133.
- [2] Wang H, Qian C. Corporate philanthropy and corporate financial performance: The roles of stakeholder response and political access[J]. Academy of Management Journal, 2011, 54(6): 1159 - 1181.
- [3] 魏志华, 吴育辉, 李常青, 等. 财政补贴, 谁是“赢家”——基于新能源概念类上市公司的实证研究[J]. 财贸经济, 2015(10): 73 - 86.
- [4] 程仲鸣, 夏新平, 余明桂. 政府干预、金字塔结构与地方国有上市公司投资[J]. 管理世界, 2008(9): 34 - 47.
- [5] 薛云奎, 白云霞. 国家所有权、冗余雇员与公司业绩[J]. 管理世界, 2008(10): 96 - 105.
- [6] 张敏, 王成方, 刘慧龙. 冗员负担与国有企业的高管激励[J]. 金融研究, 2013(5): 140 - 151.
- [7] Bai C, Lu J, Tao Z. The multitask theory of state enterprise reform: Empirical evidence from China[J]. American Economic Review, 2006, 96(2): 353 - 357.
- [8] 陈冬华, 陈信元, 万华林. 国有企业中薪酬管制与在职消费[J]. 经济研究, 2005(2): 92 - 101.

- [9]姜付秀,朱冰,王运通.国有企业的经理激励契约更不看重绩效吗?[J].管理世界,2014(9):143-159.
- [10]卢锐,魏明海,黎文靖.管理层权力、在职消费与产权效率——来自中国上市公司的证据[J].南开管理评论,2008(5):85-92.
- [11]Shleifer A, Vishny R W. Politicians and firms[J]. Quarterly Journal of Economics, 1994, 109(4):995-1025.
- [12]谭劲松,郑国坚,彭松.地方政府公共治理与国有控股上市公司控制权转移——1996—2004年深圳市属上市公司重组案例研究[J].管理世界, 2009(10):135-151.
- [13]Harris Rid. The employment creation effects of factor subsidies: Some estimates for Northern Ireland manufacturing industry, 1955—1983[J]. Journal of Regional Science, 1991, 31(1):49-64.
- [14]唐清泉,罗党论.政府补贴动机及其效果的实证研究——来自中国上市公司的经验证据[J].金融研究,2007(6):149-163.
- [15]孔东民,李天赏.政府补贴是否提升了公司绩效与社会责任?[J].证券市场导报,2014(6):26-31.
- [16]郭晓丹,何文韬.战略性新兴产业政府R&D补贴信号效应的动态分析[J].经济动态,2011(9):88-93.
- [17]高艳慧,万迪昉,蔡地.政府研发补贴具有信号传递作用吗?——基于我国高技术产业面板数据的分析[J].科学学与科学技术管理,2012(1):5-11.
- [18]申香华.银行风险识别、政府财政补贴与企业债务融资成本——基于沪深两市2007—2012年公司数据的实证检验[J].财贸经济,2014(9):62-71.
- [19]任曙明,吕镭.融资约束、政府补贴与全要素生产率——来自中国装备制造企业的实证研究[J].管理世界,2014(11):10-23.
- [20]Jensen M C, Meckling W H. Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure[J]. Journal of financial economics, 1976, 3(4):305-360.
- [21]Jensen M C. Agency costs of free cash flow, corporate capital finance and takeover[J]. American Economic Review, 1986, 76(2):323-339.
- [22]Grossman S J, Hart O. Corporate financial structure and managerial incentives[M]. Chicago: University of Chicago Press, 1982.
- [23]唐松,杨勇,孙铮.金融发展、债务治理与公司价值——来自中国上市公司的经验证据[J].财经研究,2009(6):4-16.
- [24]张维迎,柯荣住.信任及其解释:来自中国的跨省调查分析[J].经济研究,2002(10):59-70.
- [25]樊纲,王小鲁,朱恒鹏.中国市场化指数——各地市场化相对进程2011年报告[C].北京:经济科学出版社,2011.
- [26]逯东,林高,黄莉,杨丹.“官员型”高管、公司业绩和非生产性支出——基于国有上市公司的经验证据[J].金融研究,2012(6):138-153.
- [27]吴成颂,唐伟正,钱春丽.制度背景、在职消费与企业绩效——来自证券市场的经验证据[J].财经理论与实践,2015(5):62-69.
- [28]肖星,陈婵.激励水平、约束机制与上市公司股权激励计划[J].南开管理评论,2013(10):24-32.
- [29]贾明,向翼,张喆.政商关系的重构:商业腐败还是慈善献金[J].南开管理评论,2015(5):4-17.
- [30]杨洋,魏江,罗来军.谁在利用政府补贴进行创新?——所有制和要素市场扭曲的联合调节效应[J].管理世界,2015(1):75-86.
- [31]王德祥,李昕.政府补贴、政治关联与企业创新投入[J].财政研究,2017(8):81-91.
- [32]罗韵轩.金融生态环境、异质性债务治理效应与债务重组——基于中国上市公司的实证研究[J].会计研究,2016(3):43-49.
- [33]冯根福,赵珏琦.管理者薪酬、在职消费与公司绩效——基于合作博弈的分析视角[J].中国工业经济,2012(6):147-158.
- [34]黄送钦,吴利华,吴成颂.FDI竞争影响了政府补贴行为吗?——企业所有权视角的考察[J].经济动态,2016(12):39-49.

[责任编辑:杨志辉]

Government Subsidy, Debt Governance and Executives Perks: From the Perspective of Government-Enterprise “Resources Exchange”

HUANG Songqin¹, ZHOU Wei², ZHOU Hongxing³

(1. Academy of Social Sciences, Tsinghua University, Beijing 100084, China;

2. School of Business, Shanghai University of Finance and Economics, Shanghai 200433, China;

3. School of Finance and Tax, Zhongnan University of Finance, Economics and Law, Wuhan 430073, China)

Abstract: From the background of China's economic transformation period, this paper examines the effect of government subsidies on executives' perks, and the moderating effect of debt governance from the perspective of “resource change”. It is found that government subsidies had a positive impact on the executives perks. The larger scale of government subsidies, the higher level of its executives' perks. However, corporate debt had an obvious restraining effect on the executives' perks, and this effect was especially significant in regions with good institutional environment. Further research shows that the reason why government subsidies lead to executives' perks is mainly that the government will require enterprises with receiving subsidies to assume more social responsibilities, and thus forming a relationship of “resource exchange”. Obviously, the assumption of social responsibilities will harm the performance of enterprises and weaken the effectiveness of executive compensation incentive mechanism. Therefore, enterprises often allow executives to make more perks to make up for the failure of incentive mechanism caused by the loss of monetary compensation of executives. It can be seen that perks, as an alternative incentive mechanism, may be the product of “resource exchange” between the government and enterprises, and an adaptive incentive strategy adjustment for enterprises to cope with resource-dependent environment.

Key Words: executives' perks; government subsidies; debt governance; resources exchange; enterprise debts; executives' monetary compensation