

# 管理层权力制衡强度与资本结构调整速度\*

——基于债务约束效应视角

戴雨晴 李心合

(南京大学商学院,江苏 南京 210093)



**内容提要:**公司内部的权力制衡机制对治理水平有着重要影响,进而影响决策的科学性和合理性。本文利用2010—2018年我国A股上市公司数据,实证分析管理层权力制衡强度对资本结构调整速度的影响,并考察了债务约束视角下产权性质、成长机会对两者关系的调节作用。研究表明:管理层权力制衡强度对资本结构调整速度存在显著的正向影响,不同维度的管理层权力制衡强度和综合权力制衡强度对资本结构调整速度有着一致的治理作用。进一步研究发现,国有企业的债务软约束弱化了管理层权力制衡强度对资本结构调整速度的促进作用;高成长性公司较强的债务约束,也使得管理层权力制衡强度对资本结构调整速度的积极影响被弱化。此外,区分资本结构向上、向下不同的调整方向后,研究结论依然一致。上述研究结论不仅支持了规范管理层内部权力结构的重要治理作用,而且给资本结构调整速度研究提供了新的视角。

**关键词:**管理层权力制衡强度 资本结构调整速度 债务约束 国有企业 高成长性  
**中图分类号:**F275 **文献标志码:**A **文章编号:**1002—5766(2021)04—0173—18

## 一、引言

动态的资本结构调整是以动态权衡理论为基础的,其指出公司存在理论上的最优资本结构,而当公司偏离该最优资本结构水平时,会以此为方向进行趋向调整(Leary 和 Roberts, 2005<sup>[1]</sup>; Flannery 和 Rangan, 2006<sup>[2]</sup>)。资本结构调整速度的相关文献也颇为丰富,如宏观经济因素与资本市场的运作密切相关,进而影响资本结构的调整速度(Öztekın 和 Flannery, 2012)<sup>[3]</sup>;良好的法律环境以及媒体报道均能显著正向影响资本结构调整速度(黄继承等, 2014<sup>[4]</sup>;林慧婷等, 2016<sup>[5]</sup>)。内因方面如薪酬激励、股权激励之类的激励措施及公司的发展方向等,都会产生显著影响(盛明泉等, 2016)<sup>[6]</sup>。然而,资本结构是否进行调整、调整速度如何,是董事、高管这类管理层的决策。因此,降低股东与董事、高管这类内部经营者之间的代理冲突,是优化资本结构调整速度的关键。

然而,公司内部治理制度的设计是代理问题的起因。“三重一大”集体决策指出,企业应当明确职责权限,不相容职务应当分离,而重大决策、事项等不能由一人决定,应当实行集体决策等。由此可见,权责明确、良好的制衡关系等会影响公司内部运行机制的有效性。现存的公司内部治理实例,较多地关注股东与经理人之间的代理问题,却容易忽视董事会与股东大会之间同样存在利益分歧的现象。在我国的公司中,董事、高管人员职责划分不清,两者均被当成管理层的现象较多。比

收稿日期:2020-11-05

\* 基金项目:国家自然科学基金项目“国家审计治理效应实证研究:基于国有上市公司的视角”(71772084)。

作者简介:戴雨晴,女,博士研究生,研究领域是公司财务与内部控制,电子邮箱:dyq\_0607@163.com;李心合,男,教授,管理学博士,博士生导师,研究领域是公司财务与内部控制,电子邮箱:xinhe1963@126.com。通讯作者:戴雨晴。

如董事、高管“混为一体”共同经营管理公司业务,使得董事监督高管的职能被弱化;再如,内部董事、外部董事同样“抱团取暖”共同决定公司的发展方向,使得外部董事尤其是独立董事监督内部董事的职能被弱化。那么,明确董事、高管各自的职责权限,增大董事、高管这类管理层人员内部的权力制衡强度,对缓解股东与经理人之间的代理冲突有着重要影响,进而对资本结构调整速度的优化尤为关键。公司内部的权力制衡包括纵向制衡和横向制衡,纵向制衡是指股东大会、董事会(监事会)、总经理办公会之间的制衡,横向制衡诸如董事会、监事会之间的制衡(石少侠,1996)<sup>[7]</sup>。而本文主要关注的是纵向制衡,研究对象是董事、高管这类管理层人员内部的权力制衡。权力制衡的核心思想表明,任何权力主体都不应插手其他权力机构的“内政”(赵宝云,2009)<sup>[8]</sup>,但可通过公司章程、法律法规、召开会议等形式提出异议,因为各权力机构之间并非简单的上下级关系(高明华,2018)<sup>[9]</sup>。也就是说,股东不能干涉董事会事务,董事也不应随意插手总经理办公会决策,但可通过公司章程、法律法规等“管理”(仲继银,2018)<sup>[10]</sup>。纵向制衡中的股权制衡其实就是股东内部不同利益股权之间的权力制衡,要求重大决策事项(如,董事的选举)不能由某类大股东(如控股股东)一锤定音,需要听取其他大股东、中小股东的意见(赵国宇和禹薇,2018)<sup>[11]</sup>。然而,董事、高管人员都是公司内部的经营管理者,可以整体视为“经营者机构”,董事、高管这类管理层人员内部的权力制衡,其要求除了董事会、总经理办公会之间互不干涉业务活动外,还需在董事会内部设置一定比例的外部董事、独立董事以监督内部董事的行为;而总经理办公会内部兼任董事的高管比例也需控制在一定范围内,以监督高管的行为。诸如此类,都能增大管理层制衡强度。股权制衡度的研究已相当成熟,但董事、高管这类管理层人员内部的权力制衡强度至今都处于较弱的关注状态。本文即对此类权力制衡强度展开研究,并将其称为“管理层权力制衡强度”,指董事、高管这类管理层内部不同权力主体之间,各权力既制约又平衡的程度。具体包括董事长对总经理的制衡强度、董事会对总经理办公会的制衡强度及董事会内部的制衡强度。董事长对总经理的制衡强度表现在是否分设两职,董事会对总经理办公会的制衡强度主要体现为董事会选聘总经理、副总经理等高管,董事兼任高管控制在一定比例等;董事会内部的制衡强度主要表现为董事会内部设置的外部董事、独立董事比重。同时,管理层内部的任何权力均不能逾越到他权之上(赵宝云,2009)<sup>[8]</sup>。不同权力主体越是势均力敌,则管理层权力制衡强度越大。由于一般意义上的公司内部治理结构不包含党委会,因而本文的管理层主要考虑董事会和总经理办公会。

公司制企业较为典型的治理问题便是“内部人控制”,如何合理、有效地缓解由内部人控制所带来的负面影响,长期以来都是学术界、实务界热衷探究的话题。事实上,董事、高管这类管理层人员就是公司的“内部人”,那么强化董事、高管这类管理层人员内部的权力制衡强度,分化董事、高管合谋的意图,在管理层内部不同利益主体之间形成“几足鼎立”的状态,会对任何一个高权力主体谋取私利的行为造成阻碍。国有企业的“混改”指南其实给公司的进一步发展指明了方向,即强调公司内部形成有效权力制衡的重要性。以上种种都表明,管理层权力制衡强度急需引起足够的重视。但现有关于权力制衡的文献仍集中在股权制衡的研究,学者们使用多种研究方法发现,提高股权制衡度可以产生正面的治理效应,如缓解大股东掏空、降低非效率投资(赵国宇和禹薇,2018)<sup>[11]</sup>、提高公司绩效(Gomes和Livida,2004)<sup>[12]</sup>、加快资本结构调整速度(徐向艺等,2018)<sup>[13]</sup>等。而研究管理层权力制衡强度的文献,则主要是为数不多的规范研究。因此,在管理层与股东之间的代理冲突加剧、微观企业财务风险偏高的背景下,很有必要厘清管理层权力制衡强度与资本结构调整速度间的关系。进一步地,本文还检验了债务约束下产权性质、成长机会对两者关系的调节效应。本文的研究不仅能够丰富资本结构动态调整的理论基础,对建立和完善公司制企业的法人治理结构、评价公司制企业的融资困境有重要的政策含义。

本文可能的贡献在于:第一,近年来国有企业“混改”的热潮引发较多对公司内部制衡机制的

关注,实务界倡导股权多元化,学术界热衷股权制衡度的积极治理效应研究,但忽视了董事、高管这类管理层内部权力制衡的重要治理作用。目前来看,管理层权力制衡强度的相关研究仍较少,且多以规范研究为主。本文的研究借鉴政治学、社会学等领域的思想,并联系微观企业的内部治理现状,定量分析管理层权力制衡强度的治理机理,进一步丰富了权力制衡的实证文献。第二,现有关于优化资本结构调整速度的研究,以激励措施居多,或呼吁加强外部监管力度;考虑完善内部治理结构的仍然不多,且较多集中于股权结构(如股权集中度、股权制衡度)的优化。然而,管理层权力制衡强度也是内部治理结构改善的关键因素,探究其对资本结构调整速度的影响不仅视角较为新颖,而且也有研究的必要性。第三,相较于动态资本结构而言,学者们更多关注静态资本结构;部分学者研究权力制衡强度与资本结构之间的关系,主要聚焦于对静态资本结构的影响,而对动态的资本结构调整速度的影响研究仍然鲜少。

## 二、理论分析与研究假设

### 1. 管理层权力制衡强度与资本结构调整速度

公司内部的权力制衡机制要求,应明确各种权力的权力主体,避免一种权力由多种权力主体掌握而导致权责不清(赵宝云,2009)<sup>[8]</sup>。同时,还应当避免权力过度集中,这样各权力之间才能形成良性的制衡(石少侠,1996)<sup>[7]</sup>。公司内部治理结构的权力制衡包括股权制衡和管理层权力制衡(高明华,2018)<sup>[9]</sup>,股权制衡是股东内部不同利益股权之间的权力制衡,管理层权力制衡是董事、高管这类管理层内部不同权力主体之间的权力制衡,两者依托的治理结构不同,那么管理层权力制衡强度能否产生如同股权制衡度的治理效应?有关权力制衡,可以借鉴社会冲突思想进行分析。达伦多夫发现,社会冲突是由于不同利益群体所拥有的权力不同导致的,而这些权力是一定社会规范下形成的,那么拥有较大权力的群体就是社会规则的制定者,拥有较小权力的群体就是执行者。如果制定者发出制裁性的命令,执行者就不见得甘愿成为被制裁者,此时的社会冲突强度较大,可见,社会规范的建立取决于权力的大小(彼得·布劳,1988)<sup>[14]</sup>。但冲突的存在其实体现了制衡关系,如若看似为不同利益体而实则内部没有冲突或是力量悬殊导致一方屈服,那便为合谋。因此,利益不同导致冲突强度较大,则表明双方形成了有效的制衡关系(黄毅峰,2013)<sup>[15]</sup>。就公司而言,公司章程也是权力争夺下的结果,哪个群体的权力较大,在决策出现分歧时,拥有较大权力的群体便会强迫拥有较小权力的群体服从命令。就管理层来说,无论是高管还是董事,任何一个主体或是团体的权力过大,都会带来负面影响。高管权力过大,会影响投资规模以及超额薪资(卢馨等,2014)<sup>[16]</sup>;而董事权力过大,较为明显的现象就是过度干涉总经理办公会的业务活动(高明华,2018)<sup>[9]</sup>。对任何高权力者进行有效制衡,则可以减少负面效应。股权制衡表明,决策不应只由控股股东决定,其他大股东、中小股东也应当拥有话语权,以制衡控股股东的权力(赵国宇和禹薇,2018)<sup>[11]</sup>。那么,当管理层权力制衡强度较大时,经营决策不会只由董事长尤其是还兼任总经理的董事长所决定,其他拥有较大控制权的董事也应当有话语权;总经理办公会可以得到独立的执行权,董事担任起监督职责而非任意干涉。综上所述,就治理作用而言,两种权力制衡相似。

资本结构的动态权衡理论表明,公司存在理论上的最优资本结构,并在考虑调整成本和调整收益的情况下,将发生偏离的资本结构向目标水平趋近(Leary 和 Roberts,2005<sup>[1]</sup>; Flannery 和 Rangan,2006<sup>[2]</sup>)。当公司的实际资本结构偏离目标之后,为了不对公司价值产生负面影响,应当尽可能采取有效的措施以缩小两者的差距(盛明泉等,2016)<sup>[6]</sup>。然而,公司在对发生偏离的资本结构进行调整时,会受到诸如市场环境之类的客观因素的影响(Leary 和 Roberts,2005<sup>[1]</sup>; Flannery 和 Rangan,2006<sup>[2]</sup>),这类影响如果增大了调整成本,又必然会影响调整速度。因而,降低调整成本

是增大资本结构调整速度的重要方法之一。

现有文献关于股权制衡产生的治理效应,大多认为较大的股权制衡度可以使控股股东得到制衡,股东内部其他大股东拥有同等话语权的情况下,公司内部的机会主义行为减少,决策效率得到有效提高(赵国宇和禹薇,2018<sup>[11]</sup>;Gomes和Livdan,2004<sup>[12]</sup>)。此外,提高股权制衡度还利于平衡董事权力,董事会的决策效率也会提高(Cronqvist和Nilsson,2003)<sup>[17]</sup>。具体到对资本结构调整速度的影响,也都认为增大股权制衡度可以降低调整成本,对调整速度产生积极的治理效应。比如现有文献指出,股权制衡度的增大能够显著提高公司的资本结构调整速度,对其调整效果同样产生正面影响(徐向艺等,2018)<sup>[13]</sup>。这是因为,控股股东的决策会兼顾公司、其他股东的利益,资源挤占的现象得到缓解,倾向于选择较低负债水平,加快了实际资本结构趋向目标的速度(La Porta等,1999)<sup>[18]</sup>。同理,当管理层权力制衡强度较大时,内部董事受到外部董事、独立董事的权力制衡,总经理办公会的决策受到董事会的有效监督,而不是任何董事(尤其是董事长)的强加干涉。即在管理层内部,任何高权力个人或团体想要谋取私利,都会忌惮其他拥有较大控制权的主体。管理层内部各权力主体形成有效制衡,能够促使董事、高管各司其职,有效提高治理水平(高明华,2018)<sup>[9]</sup>。这样一来,公司各项财务指标会向利好方向发展,外部融资约束得到缓解,从而降低资本结构的调整成本。

除了调整成本,资本结构的调整也是经营者意愿的体现。若股东与董事、高管这类管理层之间日常就存在较大的分歧,那么资本结构的调整不会以公司利益为基准,更多是内部的权力争斗(盛明泉等,2016)<sup>[6]</sup>。现有文献发现了如下针对代理问题的措施,经理薪酬、高管的股权激励能对公司资本结构调整速度产生正面影响(盛明泉等,2016<sup>[6]</sup>;黄继承等,2016<sup>[19]</sup>);外部监督机制,如法制环境、媒体报道等均被证实利于公司资本结构调整速度的提高(林慧婷等,2016<sup>[5]</sup>;黄继承等,2016<sup>[19]</sup>)。然而,管理层权力制衡的存在是为了监督、约束内部经营者的行为决策,增大管理层权力制衡强度可以约束“一权独大”的权力主体(如董事长)滥用职权,提高其他董事、高管或是经营者群体的话语权。也就是说,当管理层权力制衡强度较大时,管理层内部不同利益主体的力量趋向平衡,高权力主体的权力受到其他拥有较大控制权的主体联合制衡,拥有较大控制权的主体相互之间也能形成制衡,利于减少代理冲突,进而增大内部经营者动态调整资本结构的积极性。又如,近年来较多学者呼吁,董事会的建设应关注内部不同利益者之间的权力制衡,以防话语权过于悬殊(韩文,2019)<sup>[20]</sup>。鉴于此,本研究推断,较大的管理层权力制衡强度能够显著提高公司的治理效率,有利于抑制董事、高管这类管理层的私利行为,公司内部监督力度增大,为优化资本结构调整速度提供了有利环境。因此,本文提出如下假设:

H<sub>1</sub>:管理层权力制衡强度越大,公司资本结构调整速度越快。

## 2. 产权性质的调节作用

众所周知,国有企业因其政府背景的存在,使其融资能力明显强于民营企业,也即民营企业面临的融资约束强度更大。债务融资约束的存在必然会影响到公司资本结构的调整进程,那么产权性质的不同导致的债务约束差异,可能会影响到管理层权力制衡强度与资本结构调整速度之间的关系。国有企业普遍拥有较长的经营历史,且与银行业务往来密切,银行发放贷款进行信息评价的成本较低;而非国有企业正好与之相反,不仅运营历史不长,且与银行也没有较为密切的业务往来,银行对其进行信息评价时,评价成本较高(方军雄,2007)<sup>[21]</sup>。此外,国有企业受政府干预的浓厚色彩会增强其政治关系,这层关系能在国有企业遇到财务困境之时,为其兜底(方军雄,2007)<sup>[21]</sup>。因而,相较于非国有企业来说,国有企业的债务违约风险较低,银行自然更乐于给国有企业发放信贷资金,使其债务软约束现象更普遍(林毅夫和李志赞,2005)<sup>[22]</sup>。也正因为非国有企业对于银行而言,其具有较高的信息不对称及无政府背景托底的特点,非国有企业在进行信贷融资时更易受到歧视,会

面临更为严苛的信用标准;即使最终获得银行借款,金额也很有限,因而非国有企业更倾向于选择商业信用进行融资(Brandt 和 Li,2007)<sup>[23]</sup>。但国有企业面临的融资境况则完全不同,政府为其提供一定程度的担保,极大地缓解了信贷歧视(李广子和刘力,2009)<sup>[24]</sup>;如若提供信贷融资的是国有银行,则国有企业的政治关系更利于获取银行的信贷资金(La Porta 等,2002)<sup>[25]</sup>,使其获得的贷款偏向于长期贷款(方军雄,2007)<sup>[21]</sup>。其实,除债务约束强度外,国有企业面临的股权约束强度同样较小。相较于非国有企业,国有企业的 IPO 和股权再融资更容易获得审批(祝继高和陆正飞,2012)<sup>[26]</sup>,申请配股的成功率也显著高于非国有企业(Su 和 Yang,2009)<sup>[27]</sup>。由上述分析可知,总体来看,国有企业面临的融资约束强度较小,其更容易获得外部融资。也就是说,就国有企业而言,政府干预使得债务对内部经营者的约束效应减弱许多,管理层权力制衡强度较难与之抗衡,这种情形在一定程度上会限制管理层权力制衡强度治理效应的发挥。就非国有企业而言,其市场化程度较高,较少受到政府干预,因而管理层权力制衡强度在其中能够发挥较强的治理作用。鉴于此,本研究推断,在国有企业中,管理层权力制衡强度对资本结构调整速度的治理作用会被削弱,而在非国有企业中能够更好地发挥该治理作用。因此,本文提出如下假设:

H<sub>2</sub>: 国有企业身份能够抑制管理层权力制衡强度对资本结构调整速度的影响。

### 3. 成长机会的调节作用

除了产权性质会对债务约束效应产生影响外,当公司处于不同的成长阶段时,面临的债务约束强度也不同,同样会影响债务对内部经营者行为的监督、约束作用。一般来说,高成长性的公司往往面临较高的经营风险,这样的公司主要处于初创阶段,即处于公司的导入期、成长期,此时债务融资较难,债务约束强度较大,更多地是风险资本家投入的权益融资。换言之,公司的高成长性显著提高其不确定程度,此时公司有多少现金流、有多少资产能够用于抵押等状况,都是债权人非常关心的话题;出于保护自身利益,债权人会设置较为严苛的债务条款,此时债务对经营者行为的约束效应也明显增强(黄继承等,2016)<sup>[19]</sup>。然而,在低成长性的公司中,债务对经营者行为的约束作用并没有得到较好发挥,较高的负债水平会对公司业绩产生较为显著的负面影响(曹廷求等,2004)<sup>[28]</sup>。综上分析可知,公司的高成长性会提高债务约束强度,能够增大约束经营者行为的力度,管理层权力制衡强度对资本结构调整速度的治理作用可能会被较强的债务约束效应替代,该治理效应的发挥在一定程度上可能受限;而在低成长性的公司中,债务约束效应较弱,管理层权力制衡强度能够更为明显地发挥其治理作用。因此,本文提出如下假设:

H<sub>3</sub>: 公司的高成长性能抑制管理层权力制衡强度对资本结构调整速度的影响。

## 三、研究设计

### 1. 样本选取与数据来源

考虑到 2008 年金融危机的影响及该影响的持续性,本文初选 2010—2018 年我国 A 股上市公司为研究对象,同时按以下标准进行筛选:(1)剔除金融保险类的上市公司;(2)当年上市的公司有粉饰报表的动机,因而剔除当年 IPO 的公司;(3)剔除衡量管理层权力制衡强度、资本结构调整速度数据缺失的样本;(4)资本结构动态调整的研究要求样本的连续性,因而剔除一个公司少于两年连续值的样本;(5)剔除基本财务数据存在异常的公司,如高于 100% 的资产负债率、小于零的股东权益等;(6)被 ST、\* ST 的公司,其财务数据可能存在异常,因而将样本期间内的这类公司均剔除;(7)剔除存在其他缺失数据的样本。经过上述筛选后,样本总量为 9051 个观测值。为减少异常值的影响,还对连续变量进行 1% 和 99% 的缩尾处理。由于本文主要涉及公司财务、公司治理的相关数据,因而数据主要取自 CSMAR 数据库和 WIND 数据库。

## 2. 主要变量定义

(1) 资本结构调整速度。参照 Flannery 和 Rangan (2006)<sup>[2]</sup>、Byoun (2008)<sup>[29]</sup>、Faulkender 等 (2012)<sup>[30]</sup> 和黄继承等 (2016)<sup>[19]</sup> 的研究,本文首先构建模型(1)作为基准调整模型估计调整资本结构的速度。模型(1)中  $Lev$  表示资本结构, $D$  表示有息负债(即短期借款、一年内到期的非流动负债、长期借款和应付债券之和构成了有息负债), $A$  是总资产, $Lev_{i,t}^*$  是使用模型(2)估计的目标资本结构,模型(2)中  $X_{i,t-1}$  即为资本结构的影响因素以及年度和行业的虚拟变量,具体选取的变量及变量定义见表 1,而  $\lambda$  就是调整速度。

$$Lev_{i,t} - Lev_{i,t-1} = \frac{D_{i,t}}{A_{i,t}} - \frac{D_{i,t-1}}{A_{i,t-1}} = \lambda (Lev_{i,t}^* - Lev_{i,t-1}) + \mu_{i,t} \quad (1)$$

$$Lev_{i,t}^* = \beta X_{i,t-1} \quad (2)$$

其次,借鉴 Faulkender 等 (2012)<sup>[30]</sup>、黄继承等 (2016)<sup>[19]</sup> 的研究,对模型(1)进行修正,得到模型(3)。其中, $\gamma$  表示公司主动调整资本结构的速度,并以此作为分析管理层权力制衡强度影响的基准模型。 $Lev_{i,t-1}^p$  表示公司  $i$  在  $t$  年度净融资额为零时的年末资本结构,通过模型(4)计算得到,模型(4)中的  $NI$  为净利润。模型(3)的左边表示资本结构的变化 ( $\Delta Lev$ ),如模型(5)所示;模型(3)的右边表示资本结构的偏离程度 ( $Dev$ ),如模型(6)所示。

$$Lev_{i,t} - Lev_{i,t-1}^p = \gamma (Lev_{i,t}^* - Lev_{i,t-1}^p) + \mu_{i,t} \quad (3)$$

$$Lev_{i,t-1}^p = D_{i,t-1} / (A_{i,t-1} + NI_{i,t}) \quad (4)$$

$$\Delta Lev_{i,t} = Lev_{i,t} - Lev_{i,t-1}^p \quad (5)$$

$$Dev_{i,t} = Lev_{i,t}^* - Lev_{i,t-1}^p \quad (6)$$

(2) 管理层权力制衡强度。前文叙述到,管理层权力制衡机制是董事、高管这类管理层内部不同权力主体之间的权力制衡。董事对高管的监督制衡主要表现为:董事会选聘或解聘总经理、副总经理、财务负责人等;董事、高管重叠的权力主体越少,则利于董事权力制衡高管权力。内部董事较为熟悉公司的经营管理,还需外部董事、独立董事监督制衡其行为决策。按此思路,同时参考股权制衡度、管理层权力的变量设置(卢馨等,2014<sup>[16]</sup>;赵国宇和禹薇,2018<sup>[11]</sup>),构建了维度变量和综合变量来衡量管理层权力制衡强度( $PB$ )。维度变量包括:1) 董事长对总经理的制衡强度,使用两职分离( $PB\_CM$ )来衡量,为虚拟变量,如果董事长并不任职总经理则取值为 1,否则为 0;2) 董事会对总经理办公会的制衡强度,使用高管未兼任董事占比( $PB\_MBOD$ )来衡量,高管未兼任董事占比 =  $1 - \text{高管兼任董事人数} / \text{高管总人数}$ ;3) 董事会内部的制衡强度,使用独立董事占比( $IB$ )、外部董事占比( $EB$ )来衡量,独立董事占比 =  $\text{独立董事人数} / \text{董事总人数}$ ,外部董事占比 =  $\text{外部董事人数} / \text{董事总人数}$ 。综合变量包括:1) 综合权力制衡强度 1( $PB1$ ),使用上述四个维度变量之和来衡量,即  $PB1 = PB\_CM + PB\_MBOD + IB + EB$ ;2) 综合权力制衡强度 2( $PB2$ ),是对高管未兼任董事占比( $PB\_MBOD$ )、独立董事占比( $IB$ )、外部董事占比( $EB$ )三个变量做一些变换,并用变换后的变量来衡量。具体来说,分别将  $PB\_MBOD$ 、 $IB$ 、 $EB$  分行业分年度从小到大进行排序,如果变量大于各自的行业中位数则取值为 1,否则为 0, $PB2 = PB\_CM + \text{变换后 } PB\_MBOD + \text{变换后 } IB + \text{变换后 } EB$ ;3) 综合权力制衡强度 3( $PB3$ ),使用虚拟变量进行衡量,定义为当综合权力制衡强度 2 大于等于 3(即  $PB2 \geq 3$ )时取值为 1,否则为 0。

(3) 调节变量。本文选取产权性质、成长机会作为调节变量。参照大多数文献的做法,采用虚拟变量衡量产权性质( $Soe$ ),若公司为国有企业取 1,否则为 0。参照黄继承等 (2016)<sup>[19]</sup>、Faulkender 等 (2012)<sup>[30]</sup> 的做法,采用虚拟变量衡量公司的高成长性( $HighMB$ )。即将成长机会  $MB$  ((股票市场价值 + 负债账面价值) / 总资产)以年度行业中位数为标准进行划分, $HighMB$  在  $MB$  高于行业中位数时取 1,否则为 0。主要变量的具体定义如表 1 所示。

表 1 主要变量定义

变量类型	变量名称		变量符号	变量定义
被解释变量	资本结构调整速度		$\gamma$	模型(3)中的回归系数 $\gamma$
解释变量	董事长对总经理的制衡强度	两职分离	$PB\_CM$	虚拟变量,若董事长并不任职总经理则取 1,否则为 0
	董事会对总经理办公会的制衡强度	高管未兼任董事占比	$PB\_MBOD$	$1 - \text{高管兼任董事人数} / \text{高管总人数}$
	董事会内部的制衡强度	独立董事占比	$IB$	独立董事人数/董事总人数
		外部董事占比	$EB$	外部董事人数/董事总人数
	综合权力制衡强度 1		$PB1$	$PB1 = PB\_CM + PB\_MBOD + IB + EB$
	综合权力制衡强度 2		$PB2$	将 $PB\_MBOD$ 、 $IB$ 、 $EB$ 分别分行业分年度,从小到大进行排序,如果 $PB\_MBOD$ 、 $IB$ 、 $EB$ 的数值分别高于行业中位数,则取值为 1,否则为 0; $PB2 = PB\_CM + \text{变换后 } PB\_MBOD + \text{变换后 } IB + \text{变换后 } EB$
综合权力制衡强度 3		$PB3$	若 $PB2 \geq 3$ ,取 1,否则取 0	
调节变量	产权性质		$Soe$	虚拟变量,公司若为国有企业取 1,否则取 0
	高成长性		$HighMB$	虚拟变量,若公司的成长机会 $MB$ 大于同行业同年度成长机会的中位数取 1,否则取 0
公司特征变量	盈利能力		$EBIT\_TA$	息税前利润/总资产
	成长机会		$MB$	(股票市场价值 + 负债账面价值)/总资产
	非债务税盾		$DEP\_TA$	固定资产折旧/总资产
	企业规模		$LnTA$	总资产的自然对数
	抵押能力		$FA\_TA$	固定资产/总资产
资本结构行业年度中位数		$Indlev$	公司某年同一行业所有公司有息负债率的中位数	

资料来源:作者整理

### 3. 模型设定

参照 Faulkender 等(2012)<sup>[30]</sup>、黄继承等(2016)<sup>[19]</sup>、盛明泉等(2016)<sup>[6]</sup>的研究方法,对模型(3)进行如下扩展来检验假设  $H_1$ ,并使用面板固定效应模型进行回归(下同):

$$Lev_{i,t} - Lev_{i,t-1}^p = (\gamma_0 + \gamma_1 PB_{i,t})(Lev_{i,t}^* - Lev_{i,t-1}^p) + \varepsilon_{i,t} \quad (7)$$

其中, $\gamma_0$ 表示公司主动调整资本结构的速度, $PB_{i,t}$ 是公司  $i$  在  $t$  年度的管理层权力制衡强度,本文将衡量管理层权力制衡强度某一维度的变量和综合变量依次代入模型(7)中(下同)进行回归, $\gamma_1$ 是管理层权力制衡强度对资本结构调整速度的影响。如果  $\gamma_1$ 显著为正,说明管理层权力制衡强度越大,资本结构调整速度越快。

为了检验假设  $H_2$ ,对模型(7)进行如下扩展:

$$Lev_{i,t} - Lev_{i,t-1}^p = (\gamma_0 + \gamma_1 PB_{i,t} + \gamma_2 Soe_{i,t} + \gamma_3 PB_{i,t} \times Soe_{i,t}) \times (Lev_{i,t}^* - Lev_{i,t-1}^p) + \varepsilon_{i,t} \quad (8)$$

其中, $Soe$ 为产权性质虚拟变量,如果三次交互项  $PB \times Soe \times Dev$ 的回归系数  $\gamma_3$ 显著且与  $\gamma_1$ 符号相反,则表明国有企业身份会抑制管理层权力制衡强度对资本结构调整速度的影响。

为了检验假设  $H_3$ ,对模型(7)进行如下扩展:

$$Lev_{i,t} - Lev_{i,t-1}^p = (\gamma_0 + \gamma_1 PB_{i,t} + \gamma_2 HighMB_{i,t} + \gamma_3 PB_{i,t} \times HighMB_{i,t}) \times (Lev_{i,t}^* - Lev_{i,t-1}^p) + \varepsilon_{i,t} \quad (9)$$

其中, *HighMB* 为高成长性的虚拟变量, 如果三次交互项  $PB \times HighMB \times Dev$  的回归系数  $\gamma_3$  显著且与  $\gamma_1$  符号相反, 则表明公司的高成长性会抑制管理层权力制衡强度对资本结构调整速度的影响。

## 四、实证分析

### 1. 描述性统计分析

表2的Panel A显示, 目标资本结构 *Lev target* 的均值是0.1988, 资本结构偏离程度 *Dev*、主动调整  $\Delta Lev$  的均值都为0.0091; 而以上三个变量的标准差分别为0.0939、0.1269、0.0688。可见, 较小的偏离程度和较小的调整幅度, 及一定程度的样本分布, 与已有文献的结论相近(林慧婷等, 2016<sup>[5]</sup>; 黄继承等, 2016<sup>[19]</sup>)。解释变量中, 由两职分离 *PB\_CM* 的均值79.41%可知, 有近乎80%的样本公司选择将董事长、总经理分设, 由不同的人任职, 董事长对总经理的制衡强度较大。由高管未兼任董事占比 *PB\_MBOD* 的均值28.58%可知, 样本公司中董事未在总经理办公会中任职的比重低于30%, 董事会、总经理办公会两会成员高度重叠的现象较为普遍, 董事会对总经理办公会的制衡强度较小。独立董事占比 *IB* 和外部董事占比 *EB* 的均值非常接近, 即37.70%、37.74%, 可见, 在样本公司的外部董事中, 几乎没有除了独立董事外的其他董事, 而独立董事比例也只是刚刚超过三分之一而已, 董事会内部的制衡强度也较小。整体而言, 上市公司中管理层权力制衡强度普遍较小。产权性质 *Soe*、高成长性 *HighMB* 的均值分别为0.4498、0.4999, 说明样本公司中大约有44.98%的公司是国有企业, 约有一半的公司处于高成长性。区分资本结构不同的调整方向来看, 在低于目标资本结构时, 偏离 *Dev* 的均值为0.0996, 主动调整  $\Delta Lev$  的均值为0.0198; 而在高于目标资本结构时, 偏离 *Dev* 的均值为-0.1077, 主动调整  $\Delta Lev$  的均值为-0.0046。这表明公司负债水平不同, 偏离和主动调整的方向均相反, 应当区分不同调整方向分别讨论。综合权力制衡强度及表2的Panel B中用于估计目标资本结构的公司特征变量, 均不再详述。

表2 主要变量描述性统计

变量	均值	中位数	标准差	低于目标水平	高于目标水平
Panel A: 被解释变量、解释变量和调节变量					
<i>Lev target</i>	0.1988	0.1951	0.0939	0.1918	0.2078
<i>Dev</i>	0.0091	0.0224	0.1269	0.0996	-0.1077
$\Delta Lev$	0.0091	0.0008	0.0688	0.0198	-0.0046
<i>PB_CM</i>	0.7941	1.0000	0.4044	0.7947	0.7933
<i>PB_MBOD</i>	0.2858	0.2857	0.1869	0.2866	0.2847
<i>IB</i>	0.3770	0.3636	0.0547	0.3763	0.3779
<i>EB</i>	0.3774	0.3636	0.0549	0.3768	0.3781
<i>PB1</i>	1.8336	1.9167	0.4635	1.8334	1.8338
<i>PB2</i>	2.7730	3.0000	1.1762	2.7694	2.7776
<i>PB3</i>	0.6235	1.0000	0.4845	0.6164	0.6326
<i>Soe</i>	0.4498	0.0000	0.4975	0.4503	0.4491
<i>HighMB</i>	0.4999	0.0000	0.5000	0.5599	0.4226

续表 2

变量	均值	中位数	标准差	低于目标水平	高于目标水平
Panel B: 用于估计目标资本结构的公司特征					
<i>Lev</i>	0.1988	0.1799	0.1610		
<i>EBIT_TA</i>	0.0537	0.0488	0.0530		
<i>MB</i>	2.0228	1.5069	1.7701		
<i>DEP_TA</i>	0.1308	0.0957	0.1205		
<i>LnTA</i>	22.2956	22.1321	1.2326		
<i>FA_TA</i>	0.2301	0.1972	0.1661		
<i>Indlev</i>	0.1498	0.1387	0.0712		

注:样本量 N = 9051

资料来源:作者整理

## 2. 回归分析

(1) 管理层权力制衡强度与资本结构调整速度。表 3、表 4 和表 5 为管理层权力制衡强度与资本结构调整速度的多元回归分析结果。以高管未兼任董事占比 *PB\_MBOD* 这一维度变量为例,表 3 后三列的证据显示,全样本 All 组中 *Dev* 的系数在 1% 水平上显著正相关,主动调整速度的平均值为 39.25%。子样本 Under 组、Over 组中 *Dev* 的系数均在 1% 水平上显著正相关,但低于目标水平时的主动调整速度为 25.39%,而高于目标水平时的主动调整速度为 47.47%,表明公司向下的调整的速度更快。进一步发现,全样本组高管未兼任董事占比与主动偏离交互项 *PB\_MBOD* × *Dev* 的回归系数显著为正,说明董事会对总经理办公会的制衡强度显著提高了资本结构调整速度。经济意义上,交互项的回归系数为 0.0907,说明高管未兼任董事占比 *PB\_MBOD* 每增大一个百分点,资本结构主动调整速度将提高 9.07%,表明董事会对总经理办公会的制衡强度对资本结构调整速度的影响也具有较强的经济显著性。区分调整方向后,董事会对总经理办公会的制衡强度也显著提高了资本结构向上和向下调整的速度。此外,表 3、表 4 和表 5 还列示了其他维度变量、综合变量对资本结构调整速度的影响,原理相似,此处不再逐一赘述。上述结果显示,无论是维度变量还是综合变量,无论在全样本 All 组中还是子样本 Under、Over 组中,*Dev* 的系数均显著为正,管理层权力制衡强度与主动偏离的交互项系数均在 1% 水平上显著为正,说明管理层权力制衡强度能够显著提高资本结构调整速度,假设  $H_1$  得到验证。

由以上结果可知,较大的管理层权力制衡强度能够有效监督、约束经营者的行为决策,即增大董事长对总经理的制衡强度、董事会对总经理办公会的制衡强度、董事会内部的制衡强度,可以约束“一权独大”的权力主体滥用职权,提高其他董事、高管或是经营者群体的话语权,公司内部的联合监督力度增大,治理效率得到明显提高,融资能力也随之增强,进而显著提高资本结构调整速度。表 3 管理层不同维度的权力制衡强度与资本结构调整速度的回归结果

变量	董事长对总经理的制衡强度			董事会对总经理办公会的制衡强度		
	All	Under	Over	All	Under	Over
<i>Dev</i>	0.3290*** (15.88)	0.2207*** (7.36)	0.4021*** (11.33)	0.3925*** (20.24)	0.2539*** (10.24)	0.4747*** (18.78)
<i>PB_CM</i> × <i>Dev</i>	0.1792*** (7.80)	0.1588*** (4.89)	0.2005*** (5.78)			

续表 3

变量	董事长对总经理的制衡强度			董事会对总经理办公会的制衡强度		
	All	Under	Over	All	Under	Over
$PB\_MBOD \times Dev$				0.0907 *** (4.87)	0.0705 *** (3.82)	0.0756 *** (3.66)
_cons	0.0050 *** (35.18)	-0.0153 *** (-6.06)	0.0572 *** (20.13)	0.0050 *** (35.39)	-0.0086 *** (-3.86)	0.0484 *** (18.58)
N	9051	5099	3952	9051	5099	3952
within. R <sup>2</sup>	0.2121	0.0732	0.1977	0.1857	0.0568	0.1602

注:\*\*\*、\*\*、\* 分别表示 1%、5% 和 10% 的显著性水平;括号中的 t 值是经公司层面聚类的标准差计算而得,下同  
资料来源:作者整理

表 4 管理层不同维度的权力制衡强度与资本结构调整速度的回归结果(续表)

变量	董事会内部的制衡强度					
	All	Under	Over	All	Under	Over
$Dev$	0.3814 *** (20.04)	0.2469 *** (9.99)	0.4590 *** (14.12)	0.3795 *** (19.95)	0.2469 *** (9.99)	0.4559 *** (13.99)
$IB \times Dev$	0.0859 *** (4.97)	0.0649 *** (3.93)	0.0816 *** (2.80)			
$EB \times Dev$				0.0887 *** (5.11)	0.0650 *** (3.92)	0.0859 *** (2.93)
_cons	0.0051 *** (35.71)	-0.0085 *** (-3.78)	0.0487 *** (17.38)	0.0051 *** (35.71)	-0.0085 *** (-3.78)	0.0487 *** (17.41)
N	9051	5099	3952	9051	5099	3952
within. R <sup>2</sup>	0.1849	0.0564	0.1602	0.1852	0.0564	0.1607

资料来源:作者整理

表 5 管理层综合权力制衡强度与资本结构调整速度的回归结果

变量	综合权力制衡强度								
	All	Under	Over	All	Under	Over	All	Under	Over
$Dev$	0.3916 *** (14.71)	0.3447 *** (6.77)	0.4062 *** (9.94)	0.3620 *** (15.95)	0.2473 *** (8.76)	0.4559 *** (11.98)	0.3922 *** (21.42)	0.2530 *** (10.48)	0.4689 *** (15.10)
$PB1 \times Dev$	0.0685 *** (5.26)	0.0714 *** (3.54)	0.0977 *** (4.99)						
$PB2 \times Dev$				0.0373 *** (5.46)	0.0313 *** (4.55)	0.0353 *** (3.02)			
$PB3 \times Dev$							0.0781 *** (4.41)	0.0595 *** (3.60)	0.0763 *** (2.58)

续表 5

变量	综合权力制衡强度								
	All	Under	Over	All	Under	Over	All	Under	Over
_cons	0.0060*** (32.06)	-0.0266*** (-8.40)	0.0608*** (19.70)	0.0049*** (34.66)	-0.0140*** (-5.76)	0.0557*** (19.39)	0.0052*** (36.20)	-0.0081*** (-3.62)	0.0487*** (17.46)
N	9051	5099	3952	9051	5099	3952	9051	5099	3952
within. R <sup>2</sup>	0.2213	0.1021	0.2017	0.2064	0.0690	0.1881	0.1844	0.0560	0.1602

资料来源:作者整理

(2)管理层权力制衡强度、产权性质与资本结构调整速度。表6、表7和表8为检验产权性质对管理层权力制衡强度与资本结构调整速度之间关系影响的回归结果。表6~表8的结果显示,  $Soe \times Dev$  的回归系数除在表8第(3)列中不显著外(但大于1的T值可说明提高调整速度的趋势),在其他各列中均显著为正,表明国有企业身份也会提高资本结构调整速度。另外,从表6第(2)、(3)列发现,  $Soe \times Dev$  的回归系数在 Under 组中的显著性水平高于 Over 组,这说明国有企业身份同样提高了过度负债的可能性,造成资本结构动态调整的扭曲。 $PB\_CM \times Dev$ 、 $PB\_MBOD \times Dev$ 、 $IB \times Dev$ 、 $EB \times Dev$ 、 $PB1 \times Dev$ 、 $PB2 \times Dev$  和  $PB3 \times Dev$  的回归系数在全样本(All组)和子样本(Under组和Over组)中均显著为正,再次说明董事长对总经理的制衡强度、董事会对总经理办公会的制衡强度、董事会内部的制衡强度以及综合权力制衡强度均能够显著提高公司资本结构调整速度,即再次印证管理层权力制衡强度能够显著提高资本结构调整速度的结论。区分调整方向后,结论依旧不变。更为重要的是,三次交互项  $PB\_CM \times Soe \times Dev$ 、 $PB\_MBOD \times Soe \times Dev$ 、 $IB \times Soe \times Dev$ 、 $EB \times Soe \times Dev$ 、 $PB1 \times Soe \times Dev$ 、 $PB2 \times Soe \times Dev$  和  $PB3 \times Soe \times Dev$  的回归系数,在全样本和子样本中均显著为负,这说明国有企业身份会显著抑制董事长对总经理的制衡强度、董事会对总经理办公会的制衡强度、董事会内部的制衡强度及综合权力制衡强度提高资本结构调整速度,即国有企业身份会显著抑制管理层权力制衡强度提高资本结构调整速度,假设  $H_2$  得证。这一结果表明,国有企业较强的政府干预,使得债务对内部经营者的约束效应减弱许多,进而在一定程度上限制了管理层权力制衡强度治理效应的发挥,表现为削弱其对资本结构调整速度的治理作用。

表6 管理层不同维度的权力制衡强度、产权性质与资本结构调整速度的回归结果

变量	董事长对总经理的制衡强度			董事会对总经理办公会的制衡强度		
	All	Under	Over	All	Under	Over
$Dev$	0.2873*** (11.66)	0.1299*** (3.71)	0.3674*** (8.58)	0.3159*** (12.21)	0.1518*** (5.27)	0.3736*** (9.05)
$Soe \times Dev$	0.2144*** (5.27)	0.3932*** (6.96)	0.1515** (2.33)	0.1837*** (5.65)	0.2989*** (6.59)	0.2105*** (4.15)
$PB\_CM \times Dev$	0.2539*** (7.84)	0.2237*** (5.05)	0.2659*** (5.65)			
$PB\_CM \times Soe \times Dev$	-0.2665*** (-5.83)	-0.3003*** (-4.96)	-0.2067*** (-3.03)			
$PB\_MBOD \times Dev$				0.1815*** (5.90)	0.1180*** (3.89)	0.1884*** (3.71)

续表 6

变量	董事长对总经理的制衡强度			董事会对总经理办公会的制衡强度		
	All	Under	Over	All	Under	Over
$PB\_MBOD \times Soe \times Dev$				-0.1866*** (-5.12)	-0.1228*** (-3.38)	-0.2186*** (-3.66)
_cons	0.0050*** (30.75)	-0.0176*** (-6.85)	0.0572*** (20.12)	0.0053*** (33.39)	-0.0130*** (-5.40)	0.0508*** (18.07)
N	9051	5099	3952	9051	5099	3952
within. R <sup>2</sup>	0.2168	0.0855	0.2009	0.1941	0.0722	0.1716

资料来源:作者整理

表 7 管理层不同维度的权力制衡强度、产权性质与资本结构调整速度的回归结果(续表)

变量	董事会内部的制衡强度					
	All	Under	Over	All	Under	Over
$Dev$	0.2796*** (11.32)	0.1422*** (5.02)	0.3289*** (6.93)	0.2792*** (11.33)	0.1425*** (5.04)	0.3293*** (6.97)
$Soe \times Dev$	0.2486*** (7.63)	0.3304*** (7.07)	0.2633*** (4.86)	0.2457*** (7.53)	0.3306*** (7.08)	0.2581*** (4.77)
$IB \times Dev$	0.2028*** (6.82)	0.1161*** (4.17)	0.2170*** (3.99)			
$IB \times Soe \times Dev$	-0.2510*** (-7.15)	-0.1501*** (-4.34)	-0.2580*** (-4.21)			
$EB \times Dev$				0.2036*** (6.85)	0.1162*** (4.16)	0.2167*** (4.02)
$EB \times Soe \times Dev$				-0.2472*** (-7.02)	-0.1504*** (-4.35)	-0.2506*** (-4.09)
_cons	0.0055*** (34.69)	-0.0133*** (-5.44)	0.0514*** (18.04)	0.0055*** (34.65)	-0.0133*** (-5.45)	0.0515*** (18.06)
N	9051	5099	3952	9051	5099	3952
within. R <sup>2</sup>	0.1972	0.0732	0.1731	0.1972	0.0732	0.1730

资料来源:作者整理

表 8 管理层综合权力制衡强度、产权性质与资本结构调整速度的回归结果

变量	综合权力制衡强度								
	All	Under	Over	All	Under	Over	All	Under	Over
$Dev$	0.3819*** (13.67)	0.3296*** (6.15)	0.3956*** (9.27)	0.2577*** (8.66)	0.1312*** (3.85)	0.3331*** (6.03)	0.3104*** (13.03)	0.1469*** (5.22)	0.3743*** (8.76)
$Soe \times Dev$	0.1314** (2.17)	0.1759** (2.13)	0.1373** (1.42)	0.2789*** (6.71)	0.3708*** (6.93)	0.2704*** (3.91)	0.2079*** (6.61)	0.3199*** (7.15)	0.2100*** (4.13)

续表 8

变量	综合权力制衡强度								
	All	Under	Over	All	Under	Over	All	Under	Over
$PB1 \times Dev$	0.0912*** (5.89)	0.0851*** (3.94)	0.1235*** (5.29)						
$PB1 \times Soe \times Dev$	-0.1039*** (-3.37)	-0.0973** (-2.56)	-0.1100** (-2.20)						
$PB2 \times Dev$				0.0776*** (7.17)	0.0579*** (5.15)	0.0778*** (4.04)			
$PB2 \times Soe \times Dev$				-0.0947*** (-7.05)	-0.0750*** (-5.45)	-0.0917*** (-3.99)			
$PB3 \times Dev$							0.1722*** (5.53)	0.1145*** (4.27)	0.1703*** (3.20)
$PB3 \times Soe \times Dev$							-0.2046*** (-5.62)	-0.1415*** (-4.14)	-0.1935*** (-3.20)
_cons	0.0062*** (33.76)	-0.0269*** (-8.48)	0.0610*** (20.07)	0.0052*** (32.70)	-0.0174*** (-6.81)	0.0565*** (19.61)	0.0055*** (34.59)	-0.0128*** (-5.36)	0.0510*** (17.94)
N	9051	5099	3952	9051	5099	3952	9051	5099	3952
within. R <sup>2</sup>	0.2235	0.1038	0.2038	0.2162	0.0827	0.1977	0.1940	0.0731	0.1691

资料来源:作者整理

(3)管理层权力制衡强度、成长机会与资本结构调整速度。表 9、表 10 和表 11 为检验成长机会对管理层权力制衡强度与资本结构调整速度之间关系影响的回归结果。表 9~表 11 的结果显示,  $HighMB \times Dev$  的回归系数除了在表 11 第(2)、(3)列中不显著外,其他各列均显著为正,表明公司的高成长性也会提高资本结构调整速度。这与有些文献中认为的,高成长性的公司向上调整资本结构的速度会变慢(黄继承等,2016)<sup>[19]</sup>,有些不一致。本文认为可能的解释是,尽管成长机会较高的公司融资较难,但其仍然尽全力趋向目标,向上调整资本结构,因而在实证结果中表现出显著性。 $PB\_CM \times Dev$ 、 $PB\_MBOD \times Dev$ 、 $IB \times Dev$ 、 $EB \times Dev$ 、 $PB1 \times Dev$ 、 $PB2 \times Dev$  和  $PB3 \times Dev$  的回归系数在全样本(All 组)和子样本(Under 组和 Over 组)中均显著为正,再次说明董事长对总经理的制衡强度、董事会对总经理办公会的制衡强度、董事会内部的制衡强度以及综合权力制衡强度能够显著提高资本结构调整速度,即再次印证管理层权力制衡强度能够显著提高资本结构调整速度的结论;区分调整方向后,结论依旧不变。关键解释变量  $PB\_CM \times HighMB \times Dev$ 、 $PB\_MBOD \times HighMB \times Dev$ 、 $IB \times HighMB \times Dev$ 、 $EB \times HighMB \times Dev$ 、 $PB2 \times HighMB \times Dev$  和  $PB3 \times HighMB \times Dev$  的回归系数,在全样本和子样本中均显著为负;而  $PB1 \times HighMB \times Dev$  的回归系数除了在 Over 组中不显著外,在 All 组和 Under 组中同样显著为负。这说明公司的高成长性会显著抑制董事长对总经理的制衡强度、董事会对总经理办公会的制衡强度、董事会内部的制衡强度及综合权力制衡强度提高资本结构调整速度,即公司的高成长性会显著抑制管理层权力制衡强度提高资本结构调整速度,假设 H<sub>3</sub> 得证。这一结果表明,公司的高成长性会提高债务约束强度,能够加强约束经营者的行为,因而债务对董事、高管之类内部经营者行为的约束效应本身就较强,管理层权力制衡强度对资本结构调整速度的治理效应可能会被较强的债务约束效应替代,该治理效应的发挥在一定程度上可能受限,表现为削弱其对资本结构调整速度的治理作用。

表 9 管理层不同维度的权力制衡强度、成长机会与资本结构调整速度的回归结果

变量	董事长对总经理的制衡强度			董事会对总经理办公会的制衡强度		
	All	Under	Over	All	Under	Over
<i>Dev</i>	0.2504 *** (9.23)	0.1669 *** (4.77)	0.3333 *** (9.89)	0.3169 *** (15.21)	0.2260 *** (8.70)	0.4040 *** (12.50)
<i>HighMB</i> × <i>Dev</i>	0.2197 *** (6.49)	0.1433 *** (3.32)	0.2449 *** (5.05)	0.2222 *** (7.91)	0.0808 *** (2.97)	0.2696 *** (5.93)
<i>PB_CM</i> × <i>Dev</i>	0.2361 *** (7.91)	0.2663 *** (6.06)	0.2211 *** (6.78)			
<i>PB_CM</i> × <i>HighMB</i> × <i>Dev</i>	-0.1675 *** (-4.43)	-0.2298 *** (-4.74)	-0.1043 ** (-1.97)			
<i>PB_MBOD</i> × <i>Dev</i>				0.1528 *** (6.76)	0.1484 *** (5.83)	0.1018 *** (3.20)
<i>PB_MBOD</i> × <i>HighMB</i> × <i>Dev</i>				-0.1805 *** (-5.08)	-0.1519 *** (-4.64)	-0.1233 * (-1.94)
_cons	0.0035 *** (11.13)	-0.0169 *** (-6.32)	0.0572 *** (21.65)	0.0030 *** (8.92)	-0.0104 *** (-4.45)	0.0498 *** (18.25)
N	9051	5099	3952	9051	5099	3952
within. R <sup>2</sup>	0.2193	0.0812	0.2112	0.1994	0.0625	0.1814

资料来源:作者整理

表 10 管理层不同维度的权力制衡强度、成长机会与资本结构调整速度的回归结果(续表)

变量	董事会内部的制衡强度					
	All	Under	Over	All	Under	Over
<i>Dev</i>	0.3164 *** (14.98)	0.2112 *** (8.11)	0.4020 *** (12.03)	0.3163 *** (14.95)	0.2121 *** (8.15)	0.4008 *** (11.96)
<i>HighMB</i> × <i>Dev</i>	0.2537 *** (8.75)	0.1090 *** (3.64)	0.3403 *** (5.61)	0.2454 *** (8.47)	0.1068 *** (3.61)	0.3218 *** (5.34)
<i>IB</i> × <i>Dev</i>	0.1253 *** (6.06)	0.1429 *** (5.80)	0.0887 *** (2.97)			
<i>IB</i> × <i>HighMB</i> × <i>Dev</i>	-0.1892 *** (-5.95)	-0.1700 *** (-5.41)	-0.1910 *** (-2.74)			
<i>EB</i> × <i>Dev</i>				0.1258 *** (6.09)	0.1415 *** (5.76)	0.0905 *** (3.01)
<i>EB</i> × <i>HighMB</i> × <i>Dev</i>				-0.1792 *** (-5.67)	-0.1673 *** (-5.35)	-0.1688 ** (-2.45)
_cons	0.0031 *** (9.32)	-0.0099 *** (-4.20)	0.0499 *** (18.41)	0.0031 *** (9.32)	-0.0099 *** (-4.20)	0.0498 *** (18.41)
N	9051	5099	3952	9051	5099	3952
within. R <sup>2</sup>	0.1967	0.0632	0.1812	0.1965	0.0630	0.1807

资料来源:作者整理

表 11 管理层综合权力制衡强度、成长机会与资本结构调整速度的回归结果

变量	综合权力制衡强度								
	All	Under	Over	All	Under	Over	All	Under	Over
<i>Dev</i>	0.3789*** (13.35)	0.3564*** (6.78)	0.4097*** (9.85)	0.2829*** (11.03)	0.1838*** (5.88)	0.3941*** (9.94)	0.3275*** (16.23)	0.2216*** (8.99)	0.4084*** (12.64)
<i>HighMB</i> × <i>Dev</i>	0.0952* (1.86)	0.0035 (0.05)	0.0661 (0.58)	0.2985*** (7.81)	0.1815*** (4.62)	0.3283*** (4.13)	0.2132*** (8.04)	0.0871*** (3.26)	0.2790*** (5.38)
<i>PB1</i> × <i>Dev</i>	0.0763*** (5.17)	0.1110*** (4.77)	0.0744*** (3.66)						
<i>PB1</i> × <i>HighMB</i> × <i>Dev</i>	-0.0541* (-1.86)	-0.0851** (-2.30)	0.0284 (0.45)						
<i>PB2</i> × <i>Dev</i>				0.0557*** (6.93)	0.0671*** (6.90)	0.0397*** (3.36)			
<i>PB2</i> × <i>HighMB</i> × <i>Dev</i>				-0.0754*** (-6.07)	-0.0783*** (-6.39)	-0.0566** (-2.15)			
<i>PB3</i> × <i>Dev</i>							0.1169*** (5.73)	0.1338*** (5.54)	0.0846*** (2.85)
<i>PB3</i> × <i>HighMB</i> × <i>Dev</i>							-0.1485*** (-4.57)	-0.1534*** (-4.90)	-0.1242* (-1.89)
_cons	0.0060*** (21.48)	-0.0265*** (-8.38)	0.0613*** (20.00)	0.0033*** (10.20)	-0.0159*** (-6.29)	0.0560*** (19.72)	0.0032*** (9.55)	-0.0094*** (-3.97)	0.0497*** (18.09)
N	9051	5099	3952	9051	5099	3952	9051	5099	3952
within. R <sup>2</sup>	0.2219	0.1172	0.2073	0.2160	0.0794	0.2029	0.1954	0.0622	0.1798

资料来源:作者整理

### 3. 稳健性检验

(1)关于管理层权力制衡强度。上述回归中管理层权力制衡强度的维度变量,高管未兼任董事占比是使用1减去高管兼任董事占比衡量,独立董事占比是使用独立董事人数与董事总人数的比值衡量,外部董事占比是使用外部董事人数与董事总人数的比值衡量。本文还用虚拟变量来替代上述维度变量,即高管未兼任董事占比、独立董事占比、外部董事占比分别高于某年同一行业所有公司该变量的中位数,则取1,否则取0;综合权力制衡强度方面,还使用综合权力制衡强度1(*PB1*)的均值来衡量。回归结果与前文一致(稳健性检验由于篇幅所限,均未列示,备索,下同),说明本文的结论不受到管理层权力制衡强度衡量方法的影响。

(2)目标资本结构的其他衡量方法。目前估计目标资本结构的方法较多,除了上文使用静态模型直接估计外,还有其他的静态模型估计方法,以及多数学者认为使用动态模型估计会更合理(黄继承等,2016<sup>[19]</sup>;Byoun,2008<sup>[29]</sup>)。参照现有学者的做法,静态模型选择分年度对模型(2)进行OLS回归,重新估计目标资本结构;动态模型方面,先将模型(2)带入模型(1)中得到新模型  $Lev_{i,t} = \lambda \beta X_{i,t-1} + (1 - \lambda) Lev_{i,t-1} + \varepsilon_{i,t}$ ,接着选取最常用的系统GMM方法(黄继承等,2016<sup>[19]</sup>;Faulkender等,2012<sup>[30]</sup>),对上述模型进行回归,得到系数 $\beta$ 并将其代入模型(2),来重新估计公司的目标资本结构。然后,重新对模型(7)、模型(8)、模型(9)进行回归,结论依然不变。

(3)增加控制变量。考虑可能存在其他影响资本结构调整速度的因素(盛明泉等,2016<sup>[6]</sup>;黄

继承等,2016<sup>[19]</sup>),在模型(7)、模型(8)、模型(9)中增加机构投资者的持股比例与偏离交互项  $Institutional \times Dev$ 、第一大股东持股比例与偏离交互项  $Top1 \times Dev$ 、高管薪酬与偏离交互项  $Pay \times Dev$  三个交互项乘积的变量,然后重新进行回归,结论未改变。

(4)内生性问题。本文主要研究管理层权力制衡强度对资本结构调整速度的影响及产权性质、成长性对两者关系的调节效应。理论上来说,管理层权力制衡强度会对资本结构调整速度产生影响,而资本结构调整速度的变化不会造成管理层权力制衡强度的变化,所以因变量与自变量之间反向因果关系的可能性较小。为了缓解可能的反向因果,本文借鉴现有研究(盛明泉等,2016<sup>[6]</sup>;黄继承等,2016<sup>[19]</sup>),将权力制衡强度变量滞后一期,还用权力制衡强度变量的变化值来代替原来的变量,然后重新对模型(7)、模型(8)、模型(9)进行回归。考虑行业的影响,本文使用虚拟变量来衡量权力制衡强度的变化值,即将管理层权力制衡强度分行业分年度从小到大进行排序,如果变化值大于行业中位数则取1,否则取0。重新回归的结果同样验证本文结论。

## 五、结论与政策建议

基于2010—2018年我国A股上市公司数据,从维度变量、综合变量来衡量管理层权力制衡强度,实证检验了管理层权力制衡强度对资本结构调整速度的影响,并进一步分析了债务约束视角下产权性质、成长机会对两者关系的调节效应。结果显示,管理层权力制衡强度越大,公司资本结构调整速度越快,无论是综合权力制衡强度或是某一维度权力制衡强度(董事长对总经理的制衡强度、董事会对总经理办公会的制衡强度和董事会内部的制衡强度)都能证实此结论。同时,国有企业普遍存在的债务软约束使得国有企业身份弱化了管理层权力制衡强度对资本结构调整速度的促进作用;公司的高成长性大大强化了债务对经营者的监督环境,使得管理层权力制衡强度对资本结构调整速度的正面影响被弱化。区分资本结构向上和向下的调整方向后,以上结论未改变。在经过一系列稳健性检验后,结论依然稳健。

以上结论能够给公司管理层内部结构的改善提供如下政策建议:第一,公司应尽可能地明确管理层人员的职权,增大管理层中除掌握高权力的主体(如董事长)外,其他拥有较大控制权的董事、高管或是经营者团体的话语权,强化董事、高管这类管理层人员内部的权力制衡强度,能够有效缓解代理问题,利于管理层从优化资本结构调整速度的视角提高经营业绩。增大管理层权力制衡强度的具体方法,一方面可以通过降低董事、高管人员的重叠程度(如董事长和总经理的两职分任、降低董事任职高管的比重),分化董事、高管合谋的意图,强化董事监督高管的职权;另一方面,切实落实外部董事尤其是独立董事的话语权,平衡不同性质的董事的利益,强化外部董事、独立董事对内部董事的制衡。第二,国有企业需逐步建立并完善“经济型治理”来代替“行政化治理”,以降低行政化治理带来的负面影响;同时,在低成长性的公司或是公司处于成熟期、衰退期之类的低成长阶段,应增大管理层权力制衡强度,有效发挥其正面治理效应。具体来说即为,政府应回归监督职能,将战略决策权归还给国有企业的董事会,让国有企业股东基于市场公正机制选聘董事,董事选聘经理人员,减少管理层追逐官位的现象,尽可能地使国有企业“去行政化”,可以有效降低融资软约束,进而利于发挥管理层权力制衡强度在资本结构调整速度方面的积极治理作用;另外,在低成长性的公司或是公司的低成长阶段中,其面临较弱的债务约束强度,同样利于管理层权力制衡强度较为明显地发挥其在资本结构调整速度方面的积极治理作用。第三,管理层内部权力制衡的缺乏,更多源于公司问责机制的缺失;公司应强化管理层的责任意识,在各种管理层机构均需设置问责机制,尤其是针对个人的问责机制,并增强该机制的执行力度。也就是说,无论是董事会还是总经理办公会成员,只要参与了事项尤其是重大事项的决策,均需对其个人决策事宜签字,提高其错

误决策的代价。增强管理层的责任意识利于增大其权力制衡强度,进而正面影响资本结构调整速度。

### 参考文献

- [1] Leary, M., and M. Roberts. Do Firms Rebalance Their Capital Structures? [J]. *The Journal of Finance*, 2005, (60): 2575 - 2619.
- [2] Flannery, M. J., and K. P. Rangan. Partial Adjustment toward Target Capital Structures [J]. *Journal of Financial Economics*, 2006, 79, (3): 469 - 506.
- [3] Öztekin, Ö., and M. Flannery. Institutional Determinants of Capital Structure Adjustment Speeds [J]. *Journal of Financial Economics*, 2012, (103): 88 - 112.
- [4] 黄继承, 朱冰, 向东. 法律环境与资本结构动态调整 [J]. 北京: 管理世界, 2014, (5): 142 - 156.
- [5] 林慧婷, 何玉润, 王茂林, 朱冰. 媒体报道与企业资本结构动态调整 [J]. 北京: 会计研究, 2016, (9): 41 - 46.
- [6] 盛明泉, 张春强, 王焯. 高管股权激励与资本结构动态调整 [J]. 北京: 会计研究, 2016, (2): 44 - 50.
- [7] 石少侠. 论公司内部的权力分配与制衡 [J]. 北京: 中国法学, 1996, (2): 52 - 56.
- [8] 赵宝云. 西方六国权力制衡机制通论 [M]. 北京: 中国人民公安大学出版社, 2009.
- [9] 高明华. 国企混改的核心是建立制衡机制 [N]. 北京: 经济参考报, 2018 - 04 - 20.
- [10] 仲继银. 董事会与公司治理 [M]. 北京: 中国发展出版社, 2018.
- [11] 赵国宇, 禹薇. 大股东股权制衡的公司治理效应——来自民营上市公司的证据 [J]. 上海: 外国经济与管理, 2018, (11): 60 - 72.
- [12] Gomes, J., and D. Livdan. Optimal Diversification: Reconciling Theory and Evidence [J]. *The Journal of Finance*, 2004, 59, (2): 507 - 535.
- [13] 徐向艺, 张虹霓, 房林林, 张磊. 股权结构对资本结构动态调整的影响研究——以我国 A 股电力行业上市公司为例 [J]. 济南: 山东大学学报(哲学社会科学版), 2018, (1): 120 - 129.
- [14] 彼得·布劳. 社会生活中的交换与权力 [M]. 苏国勋, 李国武, 译. 北京: 华夏出版社, 1988.
- [15] 黄毅峰. 社会冲突强度及其影响因素分析 [J]. 哈尔滨: 行政论坛, 2013, (3): 37 - 41.
- [16] 卢馨, 吴婷, 张小芬. 管理层权力对企业投资的影响 [J]. 北京: 管理评论, 2014, (8): 168 - 180.
- [17] Cronqvist, H., and M. Nilsson. Agency Costs of Controlling Minority Shareholders [J]. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 2003, 38, (4): 695 - 719.
- [18] La Porta, F. Lopez, and A. Shleifer. Corporate Ownership Around the World [J]. *The Journal of Finance*, 1999, 54, (2): 471 - 517.
- [19] 黄继承, 阚铎, 朱冰, 郑志刚. 经理薪酬激励与资本结构动态调整 [J]. 北京: 管理世界, 2016, (11): 156 - 171.
- [20] 韩文. 董事会治理优化路径研究: 专门委员会制度的重构 [J]. 北京: 法学杂志, 2019, (7): 91 - 98.
- [21] 方军雄. 所有制、制度环境与信贷资金配置 [J]. 北京: 经济研究, 2007, (12): 82 - 92.
- [22] 林毅夫, 李志赟. 中国的国有企业与金融体制改革 [J]. 北京: 经济学(季刊), 2005, (4): 913 - 936.
- [23] Brandt, L., and H. Li. Bank Discrimination in Transition Economies: Ideology, Information, or Incentives? [J]. *Journal of Comparative Economics*, 2007, (31): 387 - 413.
- [24] 李广子, 刘力. 债务融资成本与民营信贷歧视 [J]. 北京: 金融研究, 2009, (12): 137 - 150.
- [25] La Porta, F. Lopez, and A. Shleifer. Government Ownership of Banks [J]. *Journal of Finance*, 2002, 57, (10): 265 - 301.
- [26] 祝继高, 陆正飞. 融资需求、产权性质与股权融资歧视——基于企业上市问题的研究 [J]. 天津: 南开管理评论, 2012, (4): 141 - 150.
- [27] Su, X. J., and Z. F. Yang. State Control, Financial Constraints and Firm Growth: Evidence from China [R]. Working Paper, City University of Hong Kong, 2009.
- [28] 曹廷求, 孙文祥, 于建霞. 资本结构、股权结构、成长机会与公司绩效 [J]. 天津: 南开管理评论, 2004, (1): 57 - 63.
- [29] Byoun, S. How and When do Firms Adjust Their Capital Structure toward Targets? [J]. *Journal of Finance*, 2008, 63, (6): 3069 - 3096.
- [30] Faulkender, M., M. J. Flannery, K. W. Hankins, and J. M. Smith. Cash Flows and Leverage Adjustments [J]. *Journal of Financial Economics*, 2012, (103): 632 - 646.

# Management Power Balance Intensity and Adjustment Speed of Capital Structure: From the Perspective of Debt Constraint Effect

DAI Yu-qing, LI Xin-he

(School of Business, Nanjing University, Nanjing, Jiangsu, 210093, China)

**Abstract:** The power balance mechanism within the company has an important impact on the governance, which in turn affects the scientificity and rationality of decision-making. However, at present, the internal governance structure of most companies is distorted. As far as the directors and executives are concerned, the functions of the two are mixed, and directors are overly involved in daily decisions of company. The chairman even serves as general manager and holds a lot of power, overriding other directors and executives, the constraint-and-balance relationship in internal operators such as directors and executives is weakened. In addition to being affected by the company's own characteristics, the company's capital structure is also an expression of the wishes of internal operators such as directors and executives. Therefore, strengthening the mechanisms for supervising and balancing power in internal operators such as directors and executives will alleviate the agency conflict. It is particularly important for optimizing adjustment speed of capital structure. Using the data of Chinese listed companies from 2010 to 2018, this paper empirically analyzes the influence of management power balance intensity to adjustment speed of capital structure, and the regulatory effect of property and growth on the relationship between the two from the perspective of debt constraints. The research shows that management power balance intensity significantly increases the adjustment speed of capital structure. At the same time, the soft debt constraints of state-owned enterprises have weakened the role of management power balance intensity in promoting the adjustment speed of capital structure. High-growth companies have stronger debt constraints, making the positive impact of management power balance intensity on the adjustment speed of capital structure weaken. The research not only provides practical guidance for the improvement of management's internal structure governance, but also provides a new theoretical basis for the adjustment speed of capital structure.

The contribution of this paper lies in the following aspects. First, in recent years, the upsurge of "mixed ownership reform" in state-owned enterprises has attracted more attention to the power balance of companies. The practice community advocates diversification of equity, and the academic community is keen to study the positive governance effects of equity balance. But ignores the important governance role of power balance of internal operators such as directors and executives. At present, there are still few related researches on management power balance intensity, and most of them are based on normative research, with few empirical tests. The research in this paper draws on ideas from disciplines such as politics and society, then explores the governance mechanism of management power balance intensity in conjunction with the current internal governance of micro-enterprises. It increases the theoretical basis of the power balance, and further enriches the empirical literature on that. Second, the current research on optimizing the adjustment speed of capital structure mostly considers incentive measures or calls for strengthening external supervision. While still not many consider improving the internal governance structure, and most of them focus on the equity structure (such as equity concentration, equity balance) optimization. However, management power balance intensity is also a key factor in the improvement of internal governance structure. Studying its impact on the adjustment speed of capital structure is not only a novel perspective, but also a research necessity. Third, compared with the adjustment speed of capital structure, scholars pay more attention to the static capital structure. Some scholars study the relationship between the power balance and the capital structure, mainly focusing on the impact on the static capital structure, while researches of the impact on the adjustment speed of capital structure is still rare.

**Key Words:** management power balance intensity; adjustment speed of capital structure; debt constraint; state-owned enterprise; high growth

**JEL Classification:** D22, G32, L20

**DOI:** 10.19616/j.cnki.bmj.2021.04.011

(责任编辑: 闫梅)