

股权激励能够抑制大股东掏空吗?*

丑建忠¹, 黄志忠², 谢军³

(1. 厦门大学王亚南经济研究院, 福建 厦门 361005;

2. 汕头大学商学院, 广东 汕头 515063;

3. 华南师范大学经济与管理学院, 广东 广州 510006)

内容提要:本文检验了股权激励对大股东掏空的抑制作用, 结果发现, 在控制了其他公司治理要素对大股东占款的影响之后, 总经理持股或股权激励安排确实能够抑制大股东对上市公司的侵占, 但是, 股权激励的抑制效果不是线性增长的, 即总经理持股比例与大股东侵占度不成线性关系。本文没有发现总经理持股比例超过5%时会产生堑壕效应, 也没有发现所有制形式对股权激励效果有重大影响。本文的研究结果为正在进行的股权激励政策提供经验证据的支持, 也丰富了股权激励的相关文献。

关键词:所有权结构; 股权激励; 掏空

中图分类号:F271 **文献标志码:**A **文章编号:**1002—5766(2008)17—0048—006

一、问题的提出

股权激励已被西方国家普遍运用, 近几年在我国也有了一定的发展, 而且目前政府正在上市公司中积极推行股权激励计划。股权激励的目的主要是减轻管理者的代理风险, 降低代理成本。然而, La Porta 等(1999)的研究表明, 股权高度集中在许多国家普遍存在。Hart(1988)认为在股权高度集中的公司里, 不仅存在管理者与股东之间的代理冲突, 还存在大股东与中小股东之间的冲突, 而且大小股东之间的利益冲突尤为突出。目前, 中国上市公司所面临的主要问题是大股东侵害中小股东利益的代理问题。股权激励若能减轻管理层的代理风险是好

事, 若能减轻大股东对中小股东的侵害程度, 那么股权激励计划就值得大力推行。本文针对中国上市公司的研究发现, 总经理持股确实能够明显地降低大股东的占款水平。本文的研究结果为正在进行的股权激励政策提供经验证据的支持, 也丰富了股权激励的相关文献。

二、理论分析与研究假设

股权激励是否有利于降低大股东侵害中小股东利益的代理风险? 目前为止这方面的文献很少见。已有的研究股权激励的文献主要关注股权激励对公司业绩或代理成本的影响, 几乎未涉及针对大股东代理问题的研究。已有的大股东代理问题的文献,

*收稿日期: 2008-06-30

基金项目: 国家自然科学基金项目(70602026); 广东省自然科学基金(06300974)。

作者简介: 丑建忠(1967—), 男, 江西南昌人。高级经济师, 经济学博士, 主要从事公司治理与公司财务的研究。黄志忠(1967—), 男, 福建厦门人。副教授, 管理学博士, 主要从事公司财务与公司治理的研究。谢军(1969—), 男, 江西泰和人。教授, 管理学博士, 主要从事公司财务与公司治理的研究。E-mail: xiejun@scnu.edu.cn。

48 经济管理 2008.17

基本上从股权结构、董事会治理或法律途径寻找解决大股东代理问题的方案^①,很少有文献从股权激励的角度来寻找解决方案。

股权激励是否有利于降低大股东掏空的代理问题?传统的企业理论没有回答。代理理论认为,股权激励安排是为了降低企业的代理成本(Jensen & Meckling, 1976);股权激励通过降低管理者的代理成本来提高公司的业绩乃至价值。因此,股权激励的设置是为保护股东利益,是将管理者的目标与股东的目标保持一致的有效手段。问题是,当大股东与小股东的目标不一致时,管理者的目标与谁的一致?公司若是没有设置相关的激励机制,那么管理者的切身利益均受制于掌握着控股权的大股东之手,管理者的目标自然要与大股东的目标相一致。要想让管理者致力于保护中小股东的利益,只有将管理者的利益与中小股东的利益紧密地联系在一起。这首先必须排除管理者与大股东在利益上有任何的瓜葛。针对管理者的激励机制有两种形式:一是以业绩为基础的薪酬激励机制;二是以管理者持股或赠予管理者股票(或期权)的股权激励机制。由于大股东掏空必然会导致企业业绩下降(黄志忠, 2006),进而损害了管理者的业绩薪酬这部分的利益。因此,薪酬激励机制能够在一定程度上减轻大股东的掏空,从而维护中小股东的利益。然而,大股东也可以通过操控董事会让董事会提高管理者基本薪酬或以其他非货币补偿的形式来弥补管理者的损失,从而达到让管理者配合其掏空的目的。虽然第二种激励形式(股权激励)也不能排除管理者与大股东共谋掏空的可能,然而,与非货币补偿不同,管理者与大股东共谋掏空的风险是非常大的。因为中国上市公司的大股东基本上是企业法人,并且大多是国有或集体所有制性质的法人,或者是混合所有制

的股份制企业。这些企业行使掏空时法律难以对之进行有效的处罚。而管理者则不同,他们是自然人,当他们挪用或侵占公司资产时将构成挪用或贪污罪而受到法律的制裁。因此,大股东难以让作为小股东的管理者与之共谋掏空。另外,在薪酬激励形式下,大股东掏空致使管理者受到的损失是有限的,因为薪酬与业绩的敏感性可高可低;而在股权激励形式下,大股东掏空将对管理层造成较为严重的财富损失(黄志忠, 2006),这是靠非货币性补偿无法弥补的。因此,股权激励比薪酬激励更能有效地抑制大股东掏空。不过,单个管理者的持股比例也不宜过高。Morck, Shleifer 和 Vishny(1988)认为,管理层持股会产生两种效果:协同效应和“堑壕”效应(entrenchment effects)。当经理人适度持股时,持股会给他们带来激励,使得他们的利益与股东相一致,这有助于降低代理成本,给公司带来好的影响;当经理人持股达到一定的程度时,他们自身成了大股东,这使得他们对公司有了更多的控制,从而可能导致管理层的掏空^②。因此,管理者的适当持股或适度的股权激励有利于将管理者的利益同中小股东的利益保持一致,从而抑制大股东的掏空。

总结以上的分析,我们提出以下假设:

假设 1: 总经理持股的公司,大股东占款水平较低。

假设 2: 总经理持股的堑壕效应假设 1: 当总经理持股比例低于 5% 时,大股东占款水平较低;当总经理持股比例超过 5% 时,大股东占款水平较高。

假设 3: 总经理持股的堑壕效应假设 2: 当总经理持股比例低于 5% 时,其持股比例与大股东占款负相关;当总经理持股比例超过 5% 时,其持股比例与大股东占款正相关。

^① 叶康涛等(2007)的研究发现,董事会中外部董事比例的增加有利于抑制大股东掠夺等侵害中小股东利益的行为;Pagano and Roell(1998)和 Ke et al. (1999)等认为,股权制衡也有利于限制大股东掠夺行为;或者通过法律的途径限制大股东对中小股东利益的侵害(Dyck and Zingale, 2004)。

^② 他们的研究发现,内部人(经理人)持股与公司业绩之间呈“N”型关系:当持股比例在 0~5% 时,公司业绩与内部人持股正相关;当持股比例在 5%~25% 时,公司业绩与内部人持股负相关;当内部人持股达到 25% 以上时,公司业绩与内部人持股再次呈正相关关系。这个发现与 McConnell 和 Servaes(1990)的研究所提供证据相一致。

三、研究设计

1、研究样本

为了使本研究更加可靠,我们需要较为精确的大股东占款数据。2003年之后证监会要求审计师对上市公司大股东的占款情况进行鉴证并发表明确的意见,2003年之后上市公司所披露的大股东占款数据较为可靠。因此,本文以2004~2005年的大股东占款作为大股东掏空的证据,取2004~2005年间在上海证券交易所和深圳证券交易所上市的非金融

公司为样本,剔除财务数据和高管前三名薪酬数据缺失的公司以及总经理是公司控制权的终极所有者的样本后,最终样本为1170家公司共2340家公司一年度。财务数据来源于CSMAR数据库,并与Wind数据库相核对。大股东占款数据来源于Wind数据库,总经理持股数据系从年报中人工收集而得。

2、变量定义及描述性统计

变量定义如表1所示。

表1 变量定义

变 量	定 义
<i>oqui py</i>	=年报中披露的上市公司向关联方提供资金余额/总资产
<i>ceohdR</i>	总经理持股比率,=总经理持股数/总股数
<i>d_ceoh</i>	哑变量,当总经理持有公司股份时取1,否则取0
<i>d_ceoh5%</i>	哑变量,当总经理持有公司股份比例超过5%时取1,否则取0
<i>block</i>	第一大股东持股比例
<i>indR</i>	独立董事占董事会总人数的比例
<i>Mpay</i>	前三名高管薪酬的自然对数,当前三名高管薪酬为0时,取值0
<i>state</i>	当第一大股东的终极所有者为国有产权主体时取1,否则取0
<i>private</i>	第一大股东终极所有者为私有产权主体时取1,否则取0
<i>bank</i>	=(短期借款+长期借款)/总资产

(1)大股东占款水平,用上市公司向关联方提供资金余额/总资产的比率(用*oqui py*表示)来度量。表2的描述性统计表明,平均上私有大股东占款水平较高,但占款水平最高的还是国有大股东。

(2)股权激励。我们将考察两个方面的股权激励问题。一是公司是否安排股权激励;二是股权激励的程度。已有的文献大多采用高管(包括董事会成员)持股数或持股比例来研究管理层股权激励与公司业绩的关系。但是,决定企业代理成本的是经理人的行为与动机(Jensen & Meckling, 1976; Shleife & Vishny, 1997),同时考虑到中国企业经营管理高度集权于总经理的现实,本文将分别以总经理是否持股(用*d_ceoh*表示)和总经理所持股份占总股数的比例(用*ceohdR*表示)来计量公司是否

安排股权激励和股权激励的程度。

(3)所有权性质。本文将所有上市公司分为两类:国家控制和非国家控制。国家控制指公司第一大股东为集体所有制企业、国有企业、国资委、国资局、财政局、地方或中央政府等。非国家控制指公司的第一大股东为个人、私有企业、混合所有制企业或外资。

(4)控制变量。公司的治理结构也会对大股东占款产生影响。黄志忠(2006)认为,大股东持股比例越高,他们侵占的动机越弱。Jensen & Meckling (1976)认为,薪酬激励也是管理者目标与股东目标保持一致的有效手段;当大股东掠夺公司资源时会损害债权人的利益,因此债权人有机监督管理层乃至大股东。独立董事的存在也有利于约束大股东

的掏空行为(叶康涛等,2007)。因此,本文在回归模型中控制了第一大股东持股比例(*block*)、独立董事占董事会的比例(*indR*)、高管薪酬(*Mpay*),以及银行借款比率(*bank*)。变量的定义见表1。表2的描述性统计结果显示,中国上市公司股权高度集中,大股东平均持股比例高达42%;高管薪酬相差

较大,有些高管不在公司领取薪酬,而薪酬最高的是中位数的两倍多;银行借款平均为总资产的26.77%,最高的是总资产的13.26倍,表明上市公司存在预算软约束,银行受到大股东的侵害程度较为严重,这也说明银行对上市公司缺乏有效的监管。

主要变量的描述性统计结果如表2所示。

表2 变量的描述性统计

变量		最小值	均值	中值	最大值
<i>oquipy</i>	国家控制	-2.24	0.0489	0.000	10.38
	非国家控制	0	0.0516	0.000	3.70
	total	-2.24	0.0497	0.000	10.38
<i>Mpay</i> (¥)		0	613817.42	460900	9630000
<i>indR</i>		0	0.3433	0.3333	0.60
<i>block</i> (%)		2.25	42.2036	40.49	85
<i>ceohdR</i>	国家控制	0.00	0.0001	0.0000	0.06
	非国家控制	0.00	0.0030	0.0000	0.23
	total	0.00	0.0009	0.0000	0.23
<i>bank</i>		0.00	0.2677	0.2438	13.26
<i>d_ceoh</i>		—	15.67%		—

3、模型

检验假设1~2的模型如下:

$$oquipy_u = a_0 + a_1 d_ceoh_u + a_2 d_ceoh_u \times private + a_3 d_ceoh5\%_u + a_4 block_u + a_5 indR_u + a_6 Mpay_u + a_7 private_u + a_8 bank_u + \mu_u \quad (1)$$

检验假设3的模型如下:

$$oquipy_u = a_0 + a_1 ceohdR_u + a_2 ceohdR_u \times private + a_3 ceohdR \times d_ceoh5\%_u + a_4 block_u + a_5 indR_u + a_6 Mpay_u + a_7 private_u + a_8 bank_u + \mu_u \quad (2)$$

四、经验结果与讨论

表3是模型(1)和模型(2)的回归结果。Durbin-Watson的统计结果表明,在5%的显著性水平下,不能拒绝无自相关的零假设。而White检验则表明,回归方程的残差不存在异方差问题。这样,回

归结果还是可以接受的。

回归结果(1)中,解释变量*d_ceoh*的系数在5%的水平上显著地小于零,假设1得到支持;*d_ceoh5%*的系数为正,但不显著,表明当总经理持股比例超过5%时,大股东占款水平与持股低于5%时的情况没有重大的差异。也就是说,当总经理持股比例超过5%时,仍对大股东侵占具有抑制作用,假设2不成立。另外,*d_ceoh* × *private*的系数为正但不显著,表明总经理持股对大股东侵占的抑制作用不因所有制形式不同而有差异。*indR*的系数为正且不显著,表明独立董事并没有发挥应有的监督职能。*Mpay*的系数显著为负,表明高管的薪酬越高大股东侵占度越低。*bank*的系数显著为正,表明银行并没有起到监督大股东行为的作用,反而成为大股东侵害的对象。*private*系数显著为负,表明私有产权控股股东掏空的程度较低,这与李增泉等(2003)等的研究结果一致。

表 3

模型(1)和(2)的回归结果

变量	(1)		(2)	
	系数	t 统计值	系数	t 统计值
a_0	0.0578	0.698	0.062	0.748
d_ceoh	-0.0388	-2.463**		
$d_ceoh \times private$	0.0317	0.936		
$d_ceoh5\%$	0.0387	0.592		
$ceohdR$			1.052	0.334
$ceohdR \times private$			0.166	0.053
$ceohdR \times d_ceoh5\%$			-0.791	-0.349
$block$	-0.0003	-0.896	-0.0003	-0.941
$indR$	0.0753	0.713	0.0731	0.691
$Mpay$	-0.0116	-1.991**	-0.0123	-2.106**
$private$	-0.035	-2.630***	-0.0312	-2.486**
$bank$	0.529	39.64***	0.530	39.63***
Adj. R ²	0.411		0.412	

注：*、**、***表示双边 t 检验在 10%、5%、1%水平上显著。

回归结果(2)中, $ceohdR$ 的系数为正, $ceohdR \times d_ceoh5\%$ 的系数为负且都不显著, 假设 3 不成立。这个结果表明, 在我国, CEO 持股不存在“堑壕效应”; 在(0, 5%)及(5%, 1)两个区间内股权激励的水平与大股东占款不是线性的关系, 即并非股权激励水平越高, 大股东掏空的力度就越低。造成这一结果的原因可能是, 只要总经理持股到某一程度之后, 大股东掏空行为即可被有效抑制, 而不是你涨我消的一种渐近式关系。

虽然没有理由认为大股东的股权性质(所有制形式)会影响股权激励将管理者与中小股东利益联系在一起的作用, 但是, 表 2 的描述性统计显示, 国

家控制的上市公司总经理持股比例很低, 平均只有 0.01%, 最高的也只有 6%, 远低于非国家控制的情形(平均为 0.3%)。这么低的持股比例是否会产生激励效果呢? 表 4 的回归结果表明, 不管是控股股东的股权性质是国有还是私有, 也不管总经理持股比例高低, 只要总经理持股, 大股东占款水平就显著得低, 表明上市公司的所有制性质及激励水平并不影响股权激励的效果。但是, 模型中以 $ceohdR$ 替代 d_ceoh 后, $ceohdR$ 和 $ceohdR \times d_ceoh5\%$ 的系数不再显著, 表明总经理持股比例与大股东占款不成线性关系。

表 4

模型(3)分股权性质的回归结果

$$oqui py_u = a_0 + a_1 d_ceoh_u + a_2 d_ceoh5\%_u + a_3 block_u + a_4 indR_u + a_5 Mpay_u + a_6 bank_u + \mu_u$$

变量	State				Private			
	系数	t 统计值	系数	t 统计值	t 统计值	系数	t 统计值	
a_0	0.393	2.874***	0.0420	0.447	0.385	2.722***	0.279	2.023**
d_ceoh	-0.0422	-1.821*	-0.0394	2.643***	-0.0378	-1.722*	-0.0293	-1.268
$d_ceoh5\%$			0.0717	0.325			-0.0118	-0.210
$block$	-0.0008	-1.506	-0.0001	-0.329	-0.0015	-2.664***	-0.00135	-2.373**
$indR$	0.247	1.374	-0.092	0.796	0.137	0.825	0.165	1.012
$Mpay$	-0.0297	-3.101***	-0.0101	-1.636	-0.0252	-2.531**	-0.0205	-2.086**
$bank$			0.715	48.54***			0.101	4.982***
Adj. R ²	0.008		0.590		0.022		0.056	

注：*、**、***表示双边 t 检验在 10%、5%、1%水平上显著。

五、结论

本文初次检验了股权激励对大股东掏空的抑制作用,结果发现,在控制了其他公司治理要素对大股东占款的影响之后,总经理持股或股权激励安排确实能够抑制大股东对上市公司的侵占,但是,在(0, 5%)及(5%, 1)两个区间内总经理持股与大股东侵占度均不成线性关系。本文没有发现总经理持股比例超过5%时会产生堑壕效应,也没有发现所有制形式对股权激励效果有重大影响。另外,本文的研

究发现,高管的薪酬越高大股东侵占度越低,私有产权控股股东掏空的程度较低,独立董事并没有发挥应有的监督职能,银行并没有起到监督大股东行为的作用。

本文的研究结果为正在进行的股权激励政策提供经验证据的支持,也丰富了股权激励的相关文献。本文的局限在于:由于可获得数据的限制,本文只做了两年的OLS回归,不能保证结论能适用于其他年度。本文的结论是否适用于股权分置改革之后的情形,需要进一步研究。

参考文献:

- [1] La Porta, R., Florencio Lopez-de-Silanes and A. Shleifer. Corporate Ownership Around the World [J]. *Journal of Finance*, 1999, (54).
- [2] Hart, Oliver. Incomplete Contracts and the Theory of the Firm [J]. *Journal of Law, Economics and Organization*, 1988, (199).
- [3] 叶康涛, 陆正飞, 张志华. 独立董事能否抑制大股东的“掏空”[J]. *北京:经济研究*, 2007, (4).
- [4] Pagano, M. and A. Roell. The Choice of Stock Ownership Structure; Agency Costs, Monitoring, and The Decision to Go Public [J]. *The Quarterly Journal of Economics*, 1998, (12).
- [5] Ke, B., K. Petroni and A. Safieddine. Executive Pay and Accounting Performance Measures: Evidence from Publicly and Privately-held Insurance Companies [J]. *Journal of Accounting and Economics*, 2000, (28).
- [6] Dyck, A. and L. Zingales. Private Benefits of Control: An International Comparison [J]. *Journal of Finance*, 2004, (59).
- [7] Jensen, M. and W. Meckling. Theory of the Firm; Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure [J]. *Journal of Financial Economics*, 1976, (3).
- [8] 黄志忠. 股权比例、大股东“掏空”与全流通[J]. *天津:南开管理评论*, 2006, (1).
- [9] Morek, R., A. Shleifer and R. Vishny. Managerial Ownership and Market Valuation; An Empirical Analysis [J]. *Journal of Financial Economics*, 1988, (58).
- [10] McConnell, J. and H. Servaes. Additional Evidence on Equity Ownership and Corporate Value [J]. *Journal of Financial Economics*, 1990, (27).
- [11] Shleifer, A. and R. Vishny. A Survey of Corporate Governance [J]. *Journal of Finance*, 1997, (52).
- [12] 李增泉, 王志伟, 孙铮. “掏空”与所有权安排[J]. *北京:会计研究*, 2004, (12).

Can Equity Incentive Deter the Tunneling of Large Shareholders?

CHOU Jian-zhong¹, HUANG Zhi-zhong², XIE Jun³

- (1. Wang Yanan Institute for Studies in Economics, Xiamen University, Xiamen, Fujian, 361005, China;
2. School of Economics and Management, South China Normal University, Guangzhou, Guangdong, 510006, China;
3. Business School of Shantou University, Shantou, 515063, Guangdong, China)

Abstract: We examine the impacts of equity incentive on the tunneling of large shareholders in Chinese stock market. We study whether equity incentive can reduce the fund embezzlement of large shareholders from the listed companies. We find that the fund embezzlement of large shareholders from the listed companies is lower in firms that top managers hold shares, but not find the entrenchment effects when the share rate held by CEO is higher past 5%, and no evidence has found that ownership affects the effect of equity incentive on large shareholders' tunneling.

Key Words: ownership structure; equity incentive; tunneling

(责任编辑:刘建丽)

2008.17 ECONOMIC MANAGEMENT 53