

大股东控制权对股权激励的影响

——基于大股东“监督”与“侵占”的双重角色

李豫湘(教授) 屈欢

(重庆大学经济与工商管理学院 重庆 400000)

【摘要】 本文基于双重委托代理关系,首先从理论上分析了在大股东扮演监督角色和侵占角色的情况下,大股东控制权对股权激励政策的影响;然后运用我国沪深两市A股上市公司2010~2012年的财务数据对这一影响进行经验检验。研究结论表明:要使股票期权有效发挥激励作用,这一激励政策最好在股权分散型公司实施,如果在股权集中型公司实施,则必须考虑大股东扮演的不同角色,从而采取不同对策。

【关键词】 股权激励 大股东控制权 监督 侵占

一、引言

股权激励政策一直是证券市场十分关注的问题,学术界对此有两种观点,即“最优契约论”和“管理者权利论”,二者都是建立在股权分散的单一委托代理关系基础之上。前者认为股权激励可以解决管理层与股东之间的代理问题(Jensen and Meckling, 1976),后者认为股权激励是代理成本的一部分(Beckhuk and Fried, 2003)。

我国上市公司股权结构高度集中,单一代理关系已经演变为双重委托代理关系,即演变为股东与经理人员之间的代理冲突和中小股东与控股股东或大股东之间的代理冲突。而高度集中的股权结构使控股股东扮演了双重角色:它一方面承担着对管理层进行监督的角色;另一方面它又利用控制权侵占中小股东的利益,成了侵占角色。为协调各利益主体之间的利益冲突,公司治理机制既要发挥激励作用,又要发挥约束作用。股权激励作为公司治理的一项政策,在其发挥治理效应过程中,与具有双重角色的大股东之间是否具有交互作用?这种交互作用在不同股权性质的公司又有怎样不同的表现呢?

尽管已有文献在对股权激励有效性的经验分析中考虑了大股东控制权与管理层激励之间会产生冲突,从而对股权激励产生影响,但是却并没有考虑大股东扮演监督和侵占两种不同角色时控制权与股权激励的关系。虽然在不同角色下,大股东控制权与股权激励都有可能存在冲突,但是,产生冲突的原因是不同的。当大股东扮演监督角色时,给管理层的激励越强,管理层会越关心决策的正确性,管理层若与大股东对决策存在不同认知时,则坚持自己的观点、拒绝大股东命令的可能性会越高,大股东控制权与管理层激励之间就有可能产生冲突。当大股东

扮演侵占角色时,大股东自利行为本身和股权激励目标冲突,会降低股权激励效果,而且大股东为了获取更多控制权私人收益,会对管理层采取赎买手段,旨在赎买管理层推出的股权激励政策,激励效果自然不佳。

鉴于此,本文首先理论分析大股东监督与侵占角色下控制权对股权激励的影响,然后以2010~2012年沪深两市A股上市公司为研究样本,以管理层持股为解释变量,引入大股东控制权与管理层持股的交互作用作为解释变量,实证分析大股东控制权对股权激励政策的影响,以及这种影响在不同股权性质公司中的不同表现。

二、理论分析和研究假设

1. 双重委托代理关系下大股东的双重角色。我国上市公司股权结构高度集中,单一代理关系已经演变为双重委托代理关系。在双重委托代理关系下,存在三方面的利益主体,即大股东、中小股东与经营者。在此中,大股东扮演了双重角色:一方面,它对管理层进行监督,缓解由股权分散所导致的“搭便车”行为,产生激励效应;另一方面,它利用控制权侵占中小股东的利益,以获取私人收益,产生侵占效应。根据 Claessens 等(2000)的观点,大股东的所有权与控制权之间的差异越大,大股东越有动机去进行利益侵占,如隧道行为、机会主义行为。可见,控制权与现金流权的分离程度影响了大股东的价值取向,而两权分离程度越高,大股东侵害行为的动力就越大。

2. 当大股东扮演监督角色时,大股东控制权对股权激励政策的影响。Van den Steen(2005)认为,当委托人与代理人对正确行动的先验判断存在冲突时,委托人的控制权与代理人激励之间就可能产生冲突。对于大股东而言,由于持股比例上升而使公司价值与自身财富之间的

关系日趋紧密,从而会提高大股东对经理人员的监督水平。但同时也会因介入公司经营决策而与管理层产生冲突,积极监督可能会变成消极干预,影响到企业的正常经营活动。管理层与大股东关系的紧张自然不利于股权激励目标的实现。基于以上理论分析,本文提出如下假设:

H1a:当大股东扮演监督角色时,大股东控制权与股权激励之间存在冲突。

大股东扮演监督角色时,控制权对股权激励政策的影响与股权性质有关。国有企业管理层具有很强的政治色彩,其经理一般同政府官员保持更为紧密的联系,因此更加会关注其政治前途,反映在其行动上,则可能表现为对上级政府指令的服从和对自身机会主义行为的节制,管理层不会因为政府目标与企业目标不一致而与大股东产生冲突,往往会选择与政府妥协。而我国民营上市公司并非全部由家族团体指派公司高管,其中会外聘部分职业经理人打理企业,管理层独立于大股东,与大股东产生冲突的可能性更大。一个现实的例子是国美电器的控制权之争,以陈晓为首的经理把股权激励作为对抗大股东的统战工具,这显然不是股权激励的应有之意。基于以上理论分析,本文提出如下假设:

H1b:当大股东扮演监督角色时,上市公司的国有产权性质会减缓大股东控制权与股权激励之间的冲突。

3.当大股东扮演侵占角色时,大股东控制权对股权激励的影响。虽然集中的股权结构使得大股东有较强的积极性去监督管理者,但是当拥有控制权的大股东持有公司现金流权比例较低时,出于个人收益最大化动机的驱动,大股东往往更倾向于进行公司财富掠夺,而不是提供更高的监督水平。

孔兵(2007)研究发现,当控制权和现金流权之间出现较大差距时,大股东会觉得这是谋取私有收益的好机会,于是想方设法进行隧道挖掘。这种自利行为与管理层股权激励政策所追求的目标产生了冲突,影响了管理层决策的制定及实施,降低了股权激励的效果。夏纪军(2008)运用模型说明,如果大股东可以将管理层的专用性投资挪用于其私人收益高而公司收益低的项目,然后再将专用性投资所产生的剩余占为私人所有,那么,委托人的控制权越强,代理人进行这种专用性投资的激励就会越弱,这会导致委托人控制权与代理人事前投资激励发生冲突,从而会影响股权激励效果。另外,陈仕华(2012)提出大股东赎买观点,认为股票期权正是合法性的赎买工具,与其他激励方式相比,股票期权的激励额度大,强度高,且辅助花样繁多,如缩短行权有效期,降低行权条件等。因此,当大股东扮演侵占角色时,旨在赎买管理层而推出的股票期权,其激励效果注定要大打折扣。基于以上理论分析,本文提出如下假设:

H2:当大股东扮演侵占角色时,大股东控制权与股权激励会产生冲突。

三、研究设计

1.样本选择及数据来源。本文使用中国沪深两市A股2010~2012年所有上市公司为初始样本,并做技术处理:①剔除金融行业的上市公司和ST公司;②剔除在3年中没有连续披露相关数据或者数据缺失的上市公司;③为消除极端值的影响,对处于0~1%和99%~100%之间的极端值样本进行了winsorize处理。

本文所使用的上市公司数据主要来自深圳国泰安公司开发的CSMAR数据库。

2.变量设计。

(1)被解释变量的选取。国内外研究者通常选取市场指标或会计指标衡量股权激励的有效性。但由于国内证券市场的成熟性以及高度的波动性和高换手率使得托宾Q很难真实地反映企业的绩效(徐莉萍,2006),因此本文选取每股收益(Eps)来衡量公司的绩效。

(2)解释变量的选取。选取管理层持股比例(Gshare)作为股权激励的计量指标,依照证监会发布的《上市公司股权激励管理办法(试行)》中关于股权激励对象的界定,将“管理层”界定为公司的董事、监事、总经理、副总经理、财务负责人、董事会秘书和公司章程规定的其他人员。

本文选取第一大股东持股比例(First)衡量大股东控制权,大股东控制权对股权激励政策的影响用管理层持股比例与第一大股东持股比例的乘积项表示。

(3)控制变量的确定。借鉴夏纪军(2008)的研究方法,用第一大股东与第二大股东持股比例之比即Z指数,表示股权制衡度。用总资产对数值lnsize和资产负债率lev分别作为公司规模和资本结构的控制变量。

表1 变量定义

变量类型	变量名称	变量符号	说明
被解释变量	每股收益	Eps	归属于普通股股东的当期净利润÷当期实际发行在外普通股的加权平均数
解释变量	管理层持股比例	Gshare	管理层持股数占公司总股本的比例
	大股东控制权	First	第一大股东持股比例
控制变量	股权制衡度	LnZ	第一大股东与第二大股东持股比例比值的自然对数
	公司规模	lnsize	总资产的自然对数
	财务杠杆	Lev	企业资产负债率
	行业	Industry	行业虚拟变量,行业按证监会的分类标准(除制造业划分为小类外,其他行业以大类为准),共20个行业虚拟变量
	年度	Year	年度虚拟变量,共2个

(4)大股东监督角色和侵占角色的定义标准。控制权与现金流权的分离程度影响了控股股东的价值取向,两权分离程度越高,控股股东侵害行为的动力就越大。因此,本文以两权分离度为标准来划分控股股东的不同角色。由于目前对两权分离程度的高低并没有一致的划分标准,因此本文借鉴李凯(2010)的方法,以样本公司两权分离程度的均值1.33作为临界值,两权分离度大于1.33的公司大股东更倾向扮演侵占角色,而两权分离度小于1.33的公司大股东更倾向扮演监督角色。

3. 描述性统计。主要变量描述性统计如表2所示。进一步来分析主要变量差异,用国有与民营控股上市公司进行比较,具体如表3所示。

表2 主要变量描述性统计

年度	Gshare			First		
	Mean	Median	Sd	Mean	Median	Sd
2010	0.054	0.000	0.131	0.369	0.351	0.158
2011	0.073	0.000	0.154	0.365	0.348	0.155
2012	0.069	0.000	0.146	0.349	0.366	0.154
总体	0.066	0.000	0.145	0.366	0.350	0.155

表3 国有与民营控股上市公司的主要变量差异比较

变量	国有控股			民营控股			国有控股-民营控股	
	Mean	Median	Sd	Mean	Median	Sd	均值之差	t值
Gshare	0.003	0.000	0.021	0.116	0.010	0.175	-0.112	-6.963***
First	0.395	0.390	0.157	0.344	0.319	0.150	0.051	1.476*

注:①均值比较报告的是T检验的t统计量;②*、**、***分别表示在10%、5%和1%的水平上显著。下同。

由表2可知,管理层持股比例(Gshare)呈上升趋势,均值6.6%比前期研究样本中的管理层持股比例有了很大的提高。肖星(2013)以2006~2008年为研究窗口的管理层持股比例平均值为1.65%。这可能是由于2009年以后我国资本市场环境有了很大的改善,上市公司对于推出股权激励政策有了更大的热情。2010~2012年推出股权激励方案的上市公司共300家,比2006~2009年的135家的两倍还要多。第一大股东持股比例(First)较为稳定,基本保持在36%左右,说明“一股独大”现象仍然很突出。

表3比较了国有与民营控股上市公司的主要变量。国有控股上市公司管理层持股比例的平均值为0.003,而民营控股上市公司管理层持股比例的平均值为0.116,两组均值差的T检验说明,民营控股上市公司管理层持股比例的平均值显著大于国有控股上市公司,这表明与国有控股上市公司相比,民营控股上市公司更加注重对管理层的长期激励。国有控股上市公司第一大股东持股比例的平均值为0.395,民营控股上市公司第一大股东持股比例的平均值为0.344,可见国有控股上市公司第一大股东持

股比例的平均值显著大于民营控股上市公司,这表明与国有控股上市公司存在明显的“一股独大”的现状相比,民营控股上市公司的股权较为分散。

四、实证分析模型

$$Eps_{i,t} = \alpha_i + \beta_1 Gshare_{i,t} + \beta_2 First_{i,t} + \beta_3 Control_{i,t} + \varepsilon_{i,t} \quad (\text{模型1})$$

$$Eps_{i,t} = \alpha_i + \beta_1 Gshare_{i,t} + \beta_2 First_{i,t} + \beta_3 Gshare_{i,t} \cdot First_{i,t} + \beta_4 Control_{i,t} + \varepsilon_{i,t} \quad (\text{模型2})$$

式中:Control表示控制变量向量;标i为样本公司;t为时间;ε为误差项。

模型(1)考察管理层持股比例(Gshare)与企业经营业绩(Eps)的线性关系。

模型(2)考察控制大股东对管理层实施股权激励政策的效果。引入股权激励力度与第一大股东持股比例的交互项进行检验,若交互项回归系数为正,则一个变量的边际效应随着另一变量的增加而递增,即两者之间存在一种互补关系;反之,若交互项回归系数为负,则一个变量的边际效应随着另一变量的增加而递减,即两者之间存在一种冲突关系。

五、回归结果分析

1. 当大股东扮演监督角色时,大股东控制权对股权激励政策的影响。经回归分析,得到大股东控制权对股权激励政策的影响结果如下页表4所示。

表4中,第I列是对上市公司总体进行回归,第II列与第III列分别是对国有控股及非国有控股上市公司进行回归的结果。每一列分别对模型(1)与模型(2)进行检验。在第I列对模型(1)的检验中,管理层持股比例系数显著为正,说明股权激励政策的效果较好。在对模型(2)的检验中,拟合情况更好,管理层持股比例系数显著为正,第一大股东持股比例与管理层持股比例交叉项的系数显著为负。说明当大股东扮演监督角色时,大股东控制权与股权激励存在冲突,股权激励政策的效果会随着大股东控制权的增加而减弱,假设H1a得到证实。

表4中,第II列是对国有控股上市公司的回归分析结果。在模型(1)中,管理层持股比例系数显著为正,说明股权激励政策的效果较好。在模型(2)中,加入了“大股东持股比例与管理层持股比例乘积”这一交互变量,实证分析结果显示,企业业绩与交互项之间呈显著正相关关系,说明国有控股上市公司大股东控制权与股权激励存在互补关系。第III列是对非国有控股上市公司的回归分析结果,模型(1)中的管理层持股比例系数显著为正,说明股权激励政策的效果较好。模型(2)中的交互项系数显著为负,说明非国有控股上市公司中的大股东控制权与管理层股权激励之间存在冲突,股权激励政策的效果会随着大股东控制权的增加而减弱。假设H1b得到证实。

表 4 监督角色下回归结果分析

Eps	全样本		国有控股上市公司		非国有控股上市公司	
	(1)	(2)	(1)	(2)	(1)	(2)
Intercept	-2.238 3*** (-17.67)	-2.235*** (-17.64)	-2.330 4*** (-13.26)	-2.334 4*** (-13.29)	-2.788 9*** (-13.20)	-2.769 2*** (-13.13)
Gshare	0.390 0*** (9.74)	0.570 3*** (5.02)	1.766 6*** (4.41)	-2.530 0 (-1.40)	0.293 6*** (7.16)	0.685 1*** (5.70)
First	0.304 0*** (6.25)	0.332 2*** (6.47)	0.124 7* (1.71)	0.095 9 (1.30)	0.485 4*** (7.20)	0.595 3*** (8.00)
Gshare* First		-0.462 2* (-1.70)		12.836 8** (2.45)		-0.989 2*** (-3.46)
Z	-0.047 7*** (-7.96)	-0.047 1*** (-7.86)	-0.028 0*** (-3.47)	-0.027 4*** (-3.39)	-0.061 1*** (-6.14)	-0.057 4*** (-5.75)
Lnsize	0.140 0*** (24.41)	0.139 1*** (24.16)	0.141 9*** (17.61)	0.143 1*** (17.74)	0.167 1*** (17.61)	0.163 5*** (17.17)
Lev	-0.717 7*** (-22.66)	-0.713 1*** (-22.44)	-0.650 1*** (-13.04)	-0.660 5*** (-13.22)	-0.730 0*** (-17.42)	-0.717 7*** (-17.11)
Ind	控制	控制	控制	控制	控制	控制
Year	控制	控制	控制	控制	控制	控制
R ²	0.258 7	0.259 2	0.254 2	0.256 3	0.286 4	0.290 0
调整R ²	0.254 1	0.254 4	0.244 5	0.246 3	0.277 9	0.281 3
F值	55.62***	53.82***	26.18***	25.52***	33.82***	33.22***
样本数量	4 491		2 102		2 389	

注：表中数据为各自变量的回归系数，括号内的数值为T值。下同。

表 5 侵占角色下回归结果分析

Eps	全样本		国有控股上市公司		非国有控股上市公司	
	(1)	(2)	(1)	(2)	(1)	(2)
Intercept	-2.338 9*** (-12.00)	-2.341 0*** (-12.02)	-1.860 0*** (-5.44)	-1.914 9*** (-5.65)	-2.655 8*** (-10.73)	-2.656 0*** (-10.74)
Gshare	0.537 3** (2.50)	1.302 7** (2.32)	0.846 5 (0.89)	-11.537 8*** (-3.41)	0.413 6* (1.92)	1.346 9** (2.36)
First	0.551 4*** (7.41)	0.580 1*** (7.55)	0.457 3*** (3.09)	0.385 9*** (2.61)	0.586 9*** (6.84)	0.633 2*** (7.06)
Gshare* First		-2.270 4* (-1.48)		49.78 51*** (3.82)		-2.725 7* (-1.77)
Z	-0.068 9*** (-7.64)	-0.069 3*** (-7.68)	-0.051 0*** (-3.30)	-0.048 7*** (-3.18)	-0.083 5*** (-7.14)	-0.083 3*** (-7.13)
Lnsize	0.134 0*** (15.93)	0.133 3*** (15.82)	0.119 4*** (7.93)	0.123 1*** (8.23)	0.144 8*** (13.62)	0.143 5*** (13.48)
Lev	-0.582 7*** (-11.61)	-0.578 7*** (-11.52)	-0.515 3*** (-5.62)	-0.502 8*** (-5.53)	-0.576 7*** (-9.34)	-0.569 3*** (-9.21)
Ind	控制	控制	控制	控制	控制	控制
Year	控制	控制	控制	控制	控制	控制
R ²	0.252 7	0.253 5	0.231 8	0.246 6	0.300 3	0.302 1
调整R ²	0.242 0	0.242 5	0.203 7	0.218 1	0.283 8	0.285 1
F值	23.64***	22.91***	8.27***	8.64***	18.22***	17.74***
样本数量	1 986		768		1 218	

2. 当大股东扮演侵占角色时, 大股东控制权对股权激励政策的影响。表5列示了回归分析结果, 其中第I列是对上市公司总体进行回归, 第II列与第III列是分别对国有控股及非国有控制上市公司进行回归, 每一列分别对模型(1)和模型(2)进行检验。由第I列模型(1)可知, 管理层持股比例系数显著为正, 说明股权激励政策的效果较好。在对模型(2)的检验中, 管理层持股比例系数显著为正, 第一大股东持股比例与管理层持股比例交互项系数显著为负, 说明两者之间存在明显的冲突, 即股权激励的治理效应随着第一大股东持股比例的增加而递减, H2得到证实。

第II列对国有控股上市公司的回归分析模型(1)中, 管理层持股比例系数为正但不显著。在模型(2)中, 管理层持股比例系数显著为负, 第一大股东持股比例与管理层持股比例的交互项系数显著为正。说明随着第一大股东持股比例的增加, 股权激励的治理效果有所改善。产生这种效果的原因可能是大股东依赖的政府主管部门采取了支撑措施(张光荣, 2008)。由于国有控股上市公司的大股东需要承担一定的政治责任、政绩压力与社会责任, 因而当其控制的上市公司出现经营困境时, 政府不仅会给予财政补贴, 而且会运用行政手段改组公司管理层, 从而产生较强的支撑效应。因此, 当大股东扮演侵占角色时, 股权激励效果会随着大股东控制权的增加而增加。但是, 争取政府政策支撑只是大股东获取更大利益的一个手段, 通过隧道行为攫取公司利益才是大股东的最终目标。所以从长期来看, 当大股东扮演侵占角色时, 股权激励与大股东控制权存在冲突。

第III列对非国有控股上市公司的回归分析结果与全样本的分析结果类似: 模型(1)中股权激励系数显著为正, 模型(2)中第一大股东持股比例与股权激励交互项的系数显著为负。这说明股权激励的治理效应随着第一大股东持股比例的增加而递减, 大股东控制权与管理层股权激励之间存在冲突。

财务视角下上市公司盈利模式的有效性研究

彭彦敏(副教授) 张雪云

(哈尔滨工业大学管理学院 哈尔滨 150001)

【摘要】 公司特质决定了盈利模式的差异,选择适合自身特质的盈利模式可以发挥企业的核心竞争力。本文为寻找一种判断公司当前盈利模式是否有效的方法,将公司盈利方式按贡献度高低分为三种基本模式,即销售获利型、作业效率型和财务杠杆型,运用SPSS工具建立了这三种盈利模式的量化模型,将财务成果指标分别代入三类模型中,其中影响最大值所对应的盈利模式为企业最有效的获利模式,并利用沪深两市A股上市公司2008年财务指标进行实证检验。结果表明,本文所提出的方法具有稳定性,可为上市公司调整盈利模式提供借鉴。

【关键词】 财务视角 财务指标 盈利模式 有效性

一、引言

在市场竞争中,企业的核心竞争力决定了竞争地位。著名管理学家彼得·德鲁克说过,“企业之间的竞争,不是产品之间的竞争,而是商业模式的竞争。”这里所说的商业模式也就是广义盈利模式的概念。盈利是企业生存延续并进而实现规模扩张的有效保证,而有效的盈利模式可以保证企业未来拥有持续的盈利能力。我国ST上市公司亏损的原因虽千差万别,但总体而言,亏损与其自身盈

利模式选择不当有着非常密切的关系。可见,盈利模式的选择对企业来说至关重要。根据有关调查显示:在破产的商业企业中,战略失败的占比23%、执行失利的占比28%,但因为没有找到有效的盈利模式而走上破产的却高达49%。这说明没有找到适合自己的盈利模式的企业是没有持续发展能力的,也是没有前途的。因而,如何辨识盈利模式是否有效并选择有效的盈利模式,从而实现持续盈利,已成为企业经营者亟须深思的现实问题。

六、结论与启示

本文基于双重委托代理关系,以2010~2012年沪深两市A股上市公司的财务数据为样本,首先从理论上分析了大股东监督和侵占的双重角色,然后实证检验了大股东控制权对股权激励政策的影响。研究表明:①当大股东扮演监督角色时,大股东控制权与股权激励之间存在冲突,其中国有控股上市公司的冲突要小于非国有控股的上市公司,这主要是因为国有控股上市公司管理层更关注其政治前途,反映在其行动上,表现为对上级政府指令的服从和对自身机会主义行为的自我节制,不会与政府目标产生冲突。②当大股东扮演侵占角色时,大股东控制权与股权激励之间存在冲突,其中国有控股上市公司的冲突要小于非国有控股的上市公司,这是因为国有控股上市公司大股东承担了政治责任和政绩压力,从而获得了政府主管部门给予的支撑。

本文的结论带来两点启示:①尽量在股权结构相对分散的上市公司实施股权激励政策;②如果要在股权结构较为集中的上市公司引入股权激励政策,应在强化对大股东的监督机制的同时,寻求更为有效的监督管理层

的方式,尽量减少大股东与管理层之间的冲突,并且要能够很好地抑制大股东的侵占行为。

【注】 本文系国家自然科学基金资助项目(项目编号:70972055)的研究成果。

主要参考文献

1. 袁振超,王生年.终极控股股东侵占行为的理论分析.财会月刊,2010;6
2. 张光荣,曾勇.大股东的支撑行为与隧道行为——基于托普软件的案例研究.管理世界,2006;8
3. 肖星,陈婵.激励水平、约束机制与上市公司股权激励计划.南开管理评论,2013;1
4. 周仁俊,高开娟.大股东控制权对股权激励效果的影响.会计研究,2012;5
5. 陈仕华,李维安.中国上市公司股票期权:大股东的合法性“赎买”工具.经济管理,2012;3
6. 冯根福.双重委托代理理论:上市公司治理的另一种分析框架.经济研究,2004;12
7. 夏纪军,张宴.控制权与股权激励的冲突——兼对股权激励有效性的实证分析.经济研究,2008;3