

DOI: 10.16538/j.cnki.fem.2017.07.008

大股东控股、报酬契约与合谋掏空

——来自民营上市公司的经验证据

赵国宇

(广东财经大学 会计学院, 广东 广州 510320)

摘要: 高管合谋是大股东掏空得以实现的必要环节,但高管是否愿意和大股东合谋取决于两个重要条件:大股东的控股程度与高管报酬契约。现有关于掏空的研究很少涉及高管合谋与合谋条件。理论分析发现大股东控股程度较低时对高管控制力度不够,需要高管合谋配合才能实现掏空。当大股东控股程度达到一定水平时,不再需要高管合谋。为达成合谋,大股东设计的报酬契约削弱了薪酬与业绩的敏感性。股权激励使高管成为股东,为抵制合谋提供内在动力。进一步的实证研究发现:当大股东持股水平较低时,掏空需要高管参与。为此,大股东对报酬契约进行了特殊设计:一方面给予合谋的高管更多薪酬,同时削弱薪酬业绩的敏感性,由此减轻高管因掏空损害业绩导致的薪酬损失;另一方面用隐性契约替代显性契约,给予高管更多在职消费,以隐性收入方式分享合谋租金。此外,高管持股不能抑制大股东掏空行为。与以往研究不同,本文发现只有在需要高管合谋的情况下大股东才有削弱薪酬业绩敏感性的动机。

关键词: 掏空;合谋;控股程度;薪酬业绩敏感性;在职消费

中图分类号: F270 **文献标识码:** A **文章编号:** 1001-4950(2017)07-0105-13

一、引言

自20世纪80年代以来,西方发达国家频繁发生股东诉讼案件,股东们提出诉讼的主要原因是大股东和公司高管相互勾结掏空企业,损害中小股东的合法权益。我国在证券市场的发展过程中也出现了大量控股股东和高管合谋侵吞中小股东利益的现象,这种行为不仅打击了中小投资者的信心,也对证券市场健康发展造成了严重障碍。

大量文献对掏空现象进行了深入研究(Peng等,2011;魏明海等,2013;郑国坚等,2013;Jiang等,2014)。然而,这些研究并没有对掏空过程中高管的作用予以足够的关注。事实上,如果没有高管的配合和支持,大股东掏空很难实现。由于公司所有权与经营权几乎完全分离,即

收稿日期:2016-11-29

基金项目:国家社科一般项目(15BGL064)

作者简介:赵国宇(1972—),男,广东财经大学副教授,硕士研究生导师(通讯作者)。

使控股股东也不直接参与公司的日常运营和管理,公司内部事务完全处于职业经理人的管控之下,大股东的掏空动机必须通过管理层才能实现(蒋弘和刘星,2012)。由于大股东并不总能有效控制管理层,两者有时甚至存在控制权之争(祝继高和王春飞,2012),因此不能认为大股东只要取得控股地位就能完成掏空行为,Burkart和Panunzi(2006)的研究认为,控股股东针对中小股东发生的利益侵害行为是其与公司管理层合谋实施的结果。本文的合谋是指大股东与高管为了取得非法经济利益,利用法律法规的漏洞或者根本不顾及法律法规的制约,通过特别的协议或契约安排掏空企业,以促使财富的“非生产性转移”为目的而采取的私下结盟行为。

大股东掏空行为获得了控制权私人收益。但是,参与合谋的管理层在掏空过程中需要承担很大的风险,其私人利益如何体现呢?在掏空行为实施后,公司的业绩变成了一个有噪声的产出,一个有噪声的产出很难再客观地反映公司管理层的努力程度与决策水平(Wang和Xiao,2011)。目前,以业绩为基础的薪酬激励体系在中国上市公司基本建立,即使是在国有企业因为承担更多社会目标而增加管理层在职消费的情况下,薪酬业绩敏感性也没有改变(姜付秀等,2014),但是,大股东的掏空行为降低了公司经理薪酬激励的有效性(刘善敏,2011;李文洲等,2014)。由此可以推断,大股东与高管合谋进行掏空更是将两者利益进行捆绑,必然以削弱薪酬激励与业绩的敏感性为前提,但相关经验证据不多。

仅从薪酬激励的角度看,高管在合谋掏空中获得的收益与承担的风险是不相称的,因此,值得进一步考虑的问题是,因掏空导致企业业绩下降致使管理层遭受的收益损失如何得到补偿?苏冬蔚和熊家财(2013)研究发现大股东掏空导致公司高管的在职消费显著上升,Zhang等(2014)实证研究推断掏空过程中大股东和管理层发生了合谋行为,管理层参与分享合谋掏空租金的实现方式是由控股股东提供更高的补偿与津贴。大股东更多是给予高管隐性的在职消费,比如豪华的办公条件、超额的会议费、差旅费和业务招待费、离谱的通讯费、小汽车费和出国培训费等。由于它们具有隐蔽性、复杂性和难以辨认性,公司可以将其中的办公费、差旅费、业务招待费、通讯费、出国培训费、小汽车费和会议费等费用作为高管的在职消费。

现有文献在对大股东的掏空动机、掏空方式研究的基础上,分析了掏空导致薪酬业绩敏感性问题,但还存在以下不足:(1)对掏空现象的研究一般较少涉及管理层,特别是大股东如何将掏空动机转化为掏空事实没有得到清晰揭示,缺乏大股东与高管合谋的理论分析与经验证据;(2)并非所有的掏空均需要管理层合谋参与,也并非任何情况下大股东的合谋意愿能够得以顺利实现,需要高管参与合谋掏空的大股东其持股水平有何特征?(3)公司高管为何参与大股东掏空,高管从中获得什么好处?合谋租金如何分享?有何特点?

本文的贡献在于:(1)将高管合谋纳入委托代理研究框架,构建委托代理模型,从理论上分析了合谋是大股东掏空行为得以顺利实现的必要条件,大股东持股水平与合谋掏空的关系,并从实证角度检验了需要高管合谋掏空时的大股东持股特征;(2)与以往研究不同,本文认为只有在需要高管合谋的情况下大股东才有削弱业绩薪酬敏感性的必要,从显性收益角度揭示了合谋掏空与高管业绩薪酬敏感性的内在关联性,从隐性收益角度解释了高管合谋利益的分享方式;(3)理论分析与实证检验了大股东需要高管合谋配合才能完成掏空动机所对应的持股特征,这些研究为公司治理、外部监管提供了较全面的经验证据。

二、理论分析和假设提出

(一)大股东与高管合谋掏空的博弈时序分析

经济人属性、公司治理缺陷与监管缺失等是大股东和管理层合谋掏空发生的重要原因,以Burkart等(2003)分析大股东与经营者合谋的博弈模型为基础,将合谋掏空的影响因素纳入其

中,并增加大股东与高管合谋变量,分析大股东与高管合谋掏空的行为特征。为了研究的便利,假定大股东、高管都是风险中性的。大股东、高管和外部监管机构的博弈时序分析如下:

在时期 $t=0$,全体股东共同出资组建企业,大股东持股比例为 γ ,中小股东为 $1-\gamma$ 。大股东的激励措施是制定以业绩为基础的报酬契约,契约规定高管的收益为 $t = \alpha + \beta\pi$,其中 α 为高管获得的与业绩无关的固定收入, π 为公司的经营收益, β 为经营收益中支付给高管的比例。

在时期 $t=1$,高管根据自身情况决定是否接受合约。高管在面对大股东提供的报酬契约时,充分估计了正常的预期收益、可能的控制权收益与机会成本。

在时期 $t=2$,大股东选择是否与高管合谋掏空公司收益,假定两者合谋的概率为 m 。大股东与高管合谋掏空的目的是获取本该属于中小股东的那部分收益,出于简化研究的目的,假定合谋收益由大股东与高管平分。

在时期 $t=3$,为了对中小投资者进行保护和维护证券市场的稳定运行,监管机构可能对大股东是否与高管合谋掏空公司进行检查,假定检查的概率为 φ 。通过检查,如果检查发现大股东与高管合谋掏空企业,则对两者分别处罚 P_L 、 P_M 。

(二)大股东控股比例、合谋倾向与报酬契约

首先分析大股东在博弈中得到的支付,如果高管与大股东合谋,则大股东得到的支付为 $\gamma(1-\beta)\pi + (1-\gamma)(1-\beta)\pi/2$,如果高管不与大股东合谋,则大股东得到的收益为 $\gamma(1-\beta)\pi$ 。在整个博弈过程中,大股东为使合谋达成必须付出一定的信息成本,依据Burkart等(2003)的做法,信息成本设为 $km^2/2$, $k>0$, $m \in [0, 1]$ 。此外,若合谋行为被查处,大股东还将遭受处罚损失 P_L 。因此,大股东的期望收益为:

$$V_L = \gamma(1-\beta)\pi + m(1-\gamma)(1-\beta)\pi - km^2/2 - m\phi P_L \quad (1)$$

大股东追求个人利益最大化,决定最优的合谋水平 m^* ,从而 m^* 满足利益最大化的一阶条件。

$$\partial V_L / \partial m = (1-\gamma)(1-\beta)\pi/2 - km - \phi P_L = 0 \quad (2)$$

由此得到:

$$m = \frac{(1-\gamma)(1-\beta)\pi - 2\phi P_L}{2k} \quad (3)$$

由式(3)可知,大股东与高管合谋的概率 m 受多个因素共同影响。在一定范围内,合谋的概率与大股东的控股比例 γ 成负相关关系,大股东持股比例越高,合谋掏空动机越弱。那么,大股东持股比例具有什么特征呢?式(3)可改写成:

$$\gamma = 1 - \frac{2(km + \phi P_L)}{(1-\beta)\pi} \quad (4)$$

由于 $m \in [0, 1]$,合谋大股东持股区间 $[1 - 2(k + \phi P_L)/(1-\beta)\pi, 1 - \phi P_L/(1-\beta)\pi]$,因此,当大股东持股比例达到 $1 - \phi P_L/(1-\beta)\pi$ 时,大股东已经能够对高管实施完全控制,没有必要再和高管组成利益联盟,因此合谋不会发生。当大股东的持股比例低于 $1 - \phi P_L/(1-\beta)\pi$ 时,大股东不能对公司施加足够影响,需要高管合谋配合才能实现掏空的目的。当然,如果大股东持股比例低于 $1 - 2(k + \phi P_L)/(1-\beta)\pi$,大股东的控制力度太小,合谋难以达成。Gianfrate(2007)指出,在存在金字塔结构、交叉持股和表决权信托等情况下,大股东在公司取得的表决权显著高于其拥有的所有权,表决权与所有权的差异是导致掏空行为发生的重要条件:较低的所有权是大股东发生掏空行为的动力之源,较高的表决权是大股东掏空行为顺利实现的保障。因此可以推测,当控股股东持股比例较低时,虽然超额控制权的存在使得大股东有较强的掏空动机,但掏空的实现需要高管合谋配合。根据以上分析,提出如下假设:

H1: 大股东控股程度越低,其掏空行为越需要高管合谋配合。

作为自利的经济人,高管与大股东、监管机构进行博弈时也是以个人利益最大化进行决策,高管合谋掏空的净收益为:

$$V_M^m = (1-\gamma)(1-\beta)\pi/2 - \phi P_M \quad (5)$$

要诱使高管参与合谋,必须保证高管的合谋净收益 V_M^m 大于0,根据式(5),其中只有 β 可以由大股东的报酬契约进行设定。大股东设计的报酬契约有什么特征呢?根据式(3),可以得到:

$$\frac{\partial \beta}{\partial m} = -\frac{2k}{(3\gamma-1)\pi} \quad (6)$$

报酬契约对高管激励的力度 β 与大股东和高管合谋的概率 m 负相关,表明合谋掏空行为削弱了薪酬激励与业绩的敏感性。根据以上分析提出如下假设:

H2: 大股东与高管合谋掏空导致薪酬业绩敏感性下降。

(三) 高管持股、隐性收益与合谋掏空动机

高管在博弈中的支付分析如下:如果高管与大股东合谋,则高管得到的收益为 $m[\alpha + \beta\pi + (1-\gamma)(1-\beta)\pi/2]$,可能遭受处罚损失 mP_M 。因此,高管的期望收益为:

$$V_M = \alpha + \beta\pi + m(1-\gamma)(1-\beta)\pi/2 - m\phi P_M \quad (7)$$

高管的决策目标是使式(7)最大,高管利益趋向与行为选择如下:高管不选择与大股东合谋时获得的正常收益为 $\alpha + \beta\pi$,显然, β 越大,报酬契约对高管激励的强度越大,高管的行为越规范,越不会选择合谋舞弊。促使高管不舞弊的 β 必须满足 $V_M > 0$,即要保证高管没有舞弊时的收益大于舞弊时的收益,高管舞弊行为受到激励强度 β 、监管频率 ϕ 、处罚力度 P_M 等因素的共同影响。高管合谋掏空的净收益为 $(1-\gamma)(1-\beta)\pi/2 - \phi P_M$,要使高管不参与合谋,要求 $(1-\gamma)(1-\beta)\pi/2 - \phi P_M < 0$,即:

$$\beta > 1 - \phi P_M / (1-\gamma)\pi \quad (8)$$

公司中存在的一股独大可能带来严重的第二类代理问题,应作为监督管理的重点(尹筑嘉等,2015)。在中国证监会、政府部门以及各市场参与主体的共同努力与推动下,证券监管体系基本建立,但整体监管水平还不是很(赵峰和高明华,2012),对违规案件的监管处罚效果也不明显(宋云玲等,2011)。根据式(8),在监管处罚不严、产出水平较高的情况下,激励必须达到一定的强度,才能诱使高管放弃私自舞弊和合谋行为。管理层持股有利于将管理层利益与股东的财富紧密结合,但需要对持股水平设置科学合理的比例,能够较好实现股东财富最大化的管理层持股比例才是合理的(汪平和王晓娜,2017),高管成为股东并且持有一定股份才能削弱高管的合谋动机。因此,提出假设:

H3: 高管持股水平越高,合谋掏空动机越弱。

高管与大股东合谋将承担很大的风险,根据风险与收益权衡原则,高管必然需要取得相应的补偿。在一个可重复的博弈过程中,显性契约的明确性决定其比较容易被委托人、代理人以及相关第三方识别,并通过法律制度保证各方利益正常实现,相比之下,隐性契约最有可能处理好委托人和代理人解决利益冲突与协调问题(Schmidt和Schnitzer,1995),但是,隐性契约具有不公开性,需要订约双方的自我遵守与自我执行。自我执行的一个前提条件就是契约双方都能够从执行过程中达到“互惠”(Fehr和Gächter,2000)。根据弹性契约观,高管薪酬契约属于完全显性契约,这种契约面临经常被违反和再调整的困境,从而导致契约成本较高。因此,一个较好的替代性解决办法是在显性契约中限定货币薪酬,同时增加在职消费等隐性契约。由于合谋

掏空削弱了薪酬业绩的敏感性,对于经营业绩良好但被掏空的企业,大股东必然设计隐性报酬契约对高管进行补偿,在职消费是最有可能的补偿形式。张敏等(2012)发现,大股东为实现掏空而不影响高管利益的目的,故意降低高管的薪酬业绩敏感性,并通过增加在职消费予以补偿。特别是在合谋的情况下,在职消费更是高管参与租金分配的一种重要而隐蔽的方式,同时也可以避免安排明显不合理的薪酬契约。因此,提出如下假设:

H4: 在合谋掏空的情况下,高管的在职消费水平提高。

经过以上博弈分析,提出本文的研究基本假设,并拟进一步进行实证检验,本文的逻辑框架如图1:

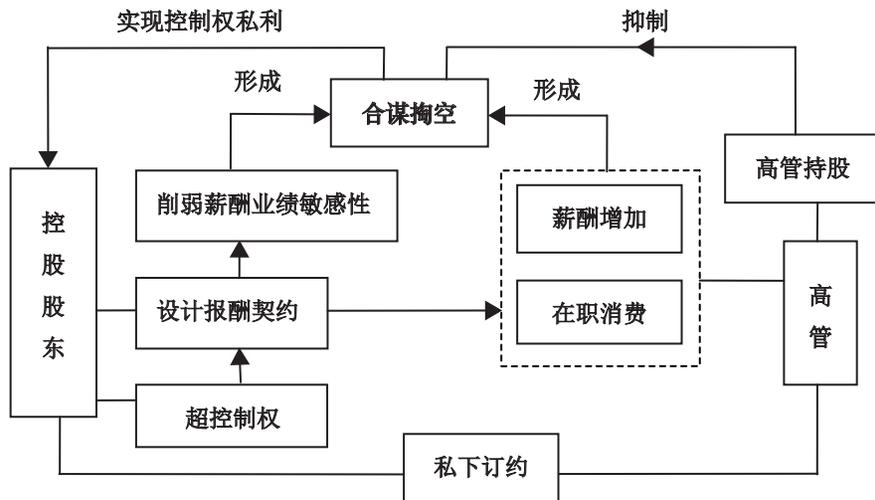


图1 本文的逻辑框架

三、研究设计与样本数据

(一)回归模型设计

为检验假设H1和H3,构建模型1:

$$TUN_{it} = \beta_0 + \beta_1 Share_{it} + \beta_2 EARN_{it} + \beta_3 ECR_{it} + \beta_4 ECR_{it} \times EARN_{it} + \beta_5 MHold_i + \Sigma Corporate + \Sigma Governance + \Sigma Environment + \varepsilon \quad (9)$$

其中, TUN 用来衡量公司大股东的掏空程度, $Share$ 用来衡量大股东持股水平对掏空的影响。合谋一方起决定作用的高管是总经理,用 $EARH$ 衡量总经理获得的合谋收益, ECR 表示第一大股东的超额控制权, $MHold$ 为总经理的持股比例。交乘项 $ECR \times EARN$ 用来衡量合谋程度。 $Corporate$ 表示包括公司规模、负债程度、盈利能力等公司层面控制变量, $Governance$ 表示包括股权结构、董事会规模、董事长与总经理两权分离等公司治理变量, $Environment$ 表示包括行业、年度、地区在内的虚拟变量。

为检验H2,借鉴Zhang等(2014)关于薪酬激励与业绩敏感性关系的检验模型,构建模型2:

$$LNPAY_{it} = \beta_0 + \beta_1 ECR_{it} + \beta_2 ROA_{it-1} + \beta_3 ECR_{it} \times ROA_{it-1} + \Sigma Corporate + \Sigma Governance + \Sigma Manager + \Sigma Environment + \varepsilon \quad (10)$$

其中, $LNPAY$ 为总经理薪酬的自然对数,总资产收益率 ROA 用来衡量上市公司上一年的经营业绩,交乘项 $ECR \times ROA$ 用来衡量业绩薪酬敏感性, $Manager$ 用来控制公司高管特征的影响。

为检验H4,参照陈冬华等(2005)、苏冬蔚和熊家财(2013)的做法,构建模型3:

$$NP\text{PERK}_{it} = \beta_0 + \beta_1 \text{LNPA}Y_{it} + \beta_2 \text{TOP1}_{it} + \beta_3 \text{TUN}_{it} + \beta_4 \text{TOP1}_{it} \times \text{TUN}_{it} + \beta_5 \text{RPAY}_{it} + \beta_6 \text{FCF}_{it} + \Sigma \text{Corporate} + \Sigma \text{Governance} + \Sigma \text{Environment} + \varepsilon \quad (11)$$

其中, LNPERK 衡量公司高管在职消费水平, RPAY 为高管平均薪酬与员工平均薪酬之比值, FCF 为每股自由现金流。如果高管和大股东合谋掏空公司获得更多的隐性收益, 预计系数 β_4 估计值将显著为正。

(二) 变量说明

1. 掏空 TUN 。用资金占用来衡量上市公司的掏空程度, 参照 Jiang 等 (2010)、Wang 和 Xiao (2011) 的做法, 以上市公司其他应收款余额与总资产之比进行计算。

2. 高管薪酬 $\text{LNPA}Y$ 、在职消费 LNPERK 与合谋收益 EARN 。在我国, 高管获取报酬最主要的方式是货币薪酬, 本文以总经理薪酬的自然对数衡量 $\text{LNPA}Y$ 。参与合谋的高管更有可能通过获取在职消费来实现合谋收益, 本文参照陈冬华等 (2005)、张敏等 (2012) 的研究, 用上市公司披露的“支付的其他与经营活动有关的现金总额”估计在职消费, 以该项目总额与高管人数相比得到高管人均在职消费金额, 然后取自然对数得到 LNPERK 。高管合谋收益 EARN 有两种取值: $\text{LNPA}Y$ 和 LNPERK 。

3. 大股东持股变量 Share 、 TOP1 , 总经理持股比例 MHold 。 Share 、 TOP1 用来衡量大股东持股水平对掏空动机的影响。 Share 表示第一大股东的持股比例。当第一大股东享有绝对控股权时, 掏空程度与第一大股东的表决权集权程度不再显著相关, 当实际控制人的所有权落在 30%—40% 之间时, “掏空”现象最严重 (贾璐熙等, 2014)。陈文婷和李善民 (2015) 发现, 大股东持股比例处于 28%—31% 区间内时, 掏空最严重。事实上, 当第一大股东持有 30% 的股权就基本能实现绝对控股。因此, 虚拟变量 TOP1 做如下设置, 当大股东控股比例小于 30% 时 TOP1 取值为 1, 否则取值为 0。 MHold 为上市公司总经理的持股占公司总股数的比值。

4. 超控制权 ECR 。控制权与现金流权的计算方法首先由 La Porta 等 (1999) 提出, Faccio 和 Lang (2002) 等加以应用并推广。本文的超控制权以控制权与现金流权之差表示。

5. 公司业绩 ROA 。在对上市公司的高管进行业绩评价时, 会计指标具有易得性和直观性, 因此是最常用的考核指标。本文选择上市公司上一年的总资产收益率 ROA 来衡量公司经营业绩, 使用营业利润率和净资产收益率进行稳健性分析。

6. 合谋掏空变量 $\text{ECR} \times \text{EARN}$ 、 $\text{TOP1} \times \text{TUN}$ 。由于大股东的掏空有赖于高管的有效配合才能顺利实施, 但是, 高管合谋掏空要承担很大的法律风险, 必须得到相应的补偿或者说必须从掏空中获得相应收益。由于合谋的双方是大股东和高管, 因此, 设置交乘项 $\text{ECR} \times \text{EARN}$ 来衡量合谋掏空。为检验合谋掏空对高管在职消费的影响, 设置交乘项 $\text{TOP1} \times \text{TUN}$ 。

7. 合谋掏空影响薪酬业绩敏感性的变量 $\text{ECR} \times \text{ROA}$ 。高管的薪酬与业绩挂钩, 但合谋掏空行为的存在可能会削弱薪酬对于业绩的敏感性, 因此设置该交乘变量进行检验。本文的做法与 Zhang 等 (2014) 是一致的。

8. 相对薪酬 RPAY 。该变量用来控制企业薪酬管制的影响, 采用经行业均值调整后的高管人员人均薪酬与员工人均薪酬之比值来衡量。

9. 公司层面控制变量 Corporate 。公司规模 SIZE 用当年总资产的自然对数衡量, 总资产收益率 ROA 为公司当年净利润与年末总资产的比值, 资产负债率 LEV 以公司总负债除以总资产得到。

10. 公司股权结构与公司治理变量 Governance 。 TOP2_5 衡量公司的股权集中度, 用第二大至第五大股东持股数之和除以第一大股东持股数计算得到。虚拟变量 LM 用来表示大股东是否担任高管, 若大股东担任高管, 取值为 1, 否则为 0。虚拟变量 DUAL 用来衡量董事长与总经理

两职分离情况,若总经理兼任董事长取值为1,否则为0。*SOD*用来衡量公司董事会规模,以董事会人数计量。

11. 公司高管特征*Manager*。为控制公司高管个人特征对薪酬的影响,引入变量总经理性别*SEX*、总经理年龄*AGE*与总经理任职年限*TENURE*。

12. 行业、年度和地区控制变量*Environment*。*IND*为行业虚拟变量,根据中国证监会制订的上市公司行业分类标准划分,其中制造业进行二级分类,*Year*为年度虚拟变量。区域标志*AREA*,若公司位于北京、天津、上海、广东、浙江、江苏、福建、山东时,*D1*取值为1,否则为0;当公司位于贵州、青海、甘肃、吉林、宁夏、陕西这五省时,*D2*取值为1,否则为0。

(三)样本选择与数据来源

本文选取2011—2014年间民营上市公司为研究样本。财务数据和公司治理数据来自于国泰安提供的《中国股票上市公司财务数据库》、《中国上市公司治理结构研究数据库》。按照研究惯例,根据以下标准对初步获取的样本做进一步的筛选:(1)剔除金融类和保险类上市公司;(2)去掉数据不全的样本公司;(3)在数据处理时,对样本公司的异常值进行了处理,对样本变量的最大与最小1%观测值进行缩尾处理。最后共得到1 916个样本。

变量的描述性统计如表1^①。大股东资金占用的均值为2.2%、中位数为1%。高管薪酬均值*LNPAY*为13.139,对应原始值为50.8万元人民币。衡量在职消费水平的*LNPERK*均值为17.369,对应原始值为3 493.5万,是一个较高的水平。超控制权*ECR*的均值为0.061,表明上市公司控股股东的控制权比现金流权大6.1%,与其他东亚、西亚国家的公司相比,中国上市公司控股股东的超控制权水平较高。第一大股东持股比例为37.8%,第二大至第五大股东持股总数与第一大股东持股数的比例为14.1%,股权集中现象十分明显。总经理持股均值为0.5%,上市公司高管持股水平较低。本研究其他控制变量的描述性统计特征与已有研究基本一致,在此不赘述。

表1 有关变量的描述性统计

变 量	平均值	标准差	最小值	最大值	中位数
<i>TUN</i>	0.022	0.033	0	0.523	0.01
<i>LNPAY</i>	13.139	0.795	9.798	15.562	13.188
<i>LNPERK</i>	17.369	1.433	13.608	22.813	17.295
<i>ECR</i>	0.061	0.078	0	0.293	0
<i>Share</i>	0.378	0.167	0.022	0.826	0.362
<i>MHold</i>	0.005	0.029	0	0.241	0
<i>ROA</i>	0.031	0.058	-0.245	0.226	0.028
<i>SIZE</i>	22.444	1.479	18.9	27.231	22.262
<i>LEV</i>	0.533	0.204	0.072	0.954	0.542
<i>TOP2.5</i>	0.141	0.112	0.005	0.601	0.109
<i>LM</i>	0.02	0.124	0	1	0
<i>DUAL</i>	0.12	0.327	0	1	0
<i>SOD</i>	11.177	2.760	5	23	11
<i>SEX</i>	0.95	0.227	0	1	1
<i>AGE</i>	49.07	5.981	30	63	49
<i>TENURE</i>	4.49	2.731	1	13	4
<i>FCF</i>	0.127	1.199	-6.579	3.625	0.143

四、实证研究结果和分析

(一)大股东持股比例、高管持股与合谋掏空

为研究大股东持股水平与合谋掏空之间的关系,回归分析时以大股东持股比例30%为界

^①由于篇幅的限制,加上随后回归分析时报告了共线性诊断结果,因此模型的相关系数没有报告,但都不存在多重共线性问题。

将样本进行分组。高管参与大股东掏空获得合谋租金,租金的表现形式可能是薪酬或在职消费,因此 $EARN$ 分别采用 $LNPAY$ 与 $LNPERK$ 进行回归分析。回归结果如表2。

表2 持股水平与合谋掏空的回归分析结果

变 量	第一大股东持股比例 $\leq 30\%$		第一大股东持股比例 $> 30\%$	
	$EARN(=LNPAY)$	$EARN(=LNPERK)$	$EARN(=LNPAY)$	$EARN(=LNPERK)$
截距	0.226***	0.231***	0.052*	0.052*
$Share$	0.021	0.026	0.013	0.011
ECR	0.118**	0.112**	0.097**	0.093**
$LNPAY$	0.002		0.005	
$ECR \times LNPAY$	0.025***		0.032	
$LNPERK$		0.002**		0.005***
$ECR \times LNPERK$		0.021***		0.028
$MHold$	0.034	0.028	0.023	0.022
$SIZE$	-0.012***	-0.017***	-0.016***	-0.012
ROA	0.038*	0.031*	0.031	0.031
LEV	0.058***	0.048***	0.032***	0.032
$TOP2_5$	-0.005*	-0.004*	-0.005*	-0.006*
LM	-0.017	-0.012	-0.021	-0.026
$DUAL$	-0.001	-0.001	-0.001	-0.001
SOD	0.001**	0.001**	0.004**	0.003**
SEX	-0.002	-0.002	0.004	0.004
AGE	0.001	0.000 1	0.000 1	0.000 1
$TENURE$	0.001	0.000 1	0.000 1	0.000 1
IND	控制	控制	控制	控制
$Year$	控制	控制	控制	控制
$AREA$	控制	控制	控制	控制
Adj-R ²	0.116	0.14	0.121	0.123
F值	4.634***	5.297***	4.543***	5.167***

注: *、**、***分别表示10%、5%、1%的显著性水平。

在第一大股东持股比例 $\leq 30\%$ 的样本组,大股东掏空程度 TUN 与 $ECR \times LNPERK$ 、 $ECR \times LNPAY$ 显著正相关,表明掏空需要高管合谋参与,在第一大股东持股比例 $> 30\%$ 的样本组,大股东掏空程度 TUN 与 $ECR \times LNPAY$ 、 $ECR \times LNPERK$ 均不显著相关,表明不存在合谋掏空的情况。对比两组样本的回归结果可知,当大股东持股比例低于30%时,其掏空行为的实现需要高管合谋参与,假设1得到验证。

掏空程度 TUN 与超控制权 ECR 在5%水平上显著正相关,表明大股东的超额控制权越大,越容易发生掏空行为。 $MHold$ 的回归系数不显著,说明高管持股并没有起到抑制大股东掏空行为的作用,假设3不成立。

TUN 与 $TOP2_5$ 在10%水平上显著相关,表明其他大股东对抑制大股东的掏空行为有一定作用。 TUN 与 LM 不显著相关,表明大股东掏空并不要求自身成为公司高管。

(二)合谋掏空对薪酬业绩敏感性的影响

表3为合谋掏空对高管薪酬业绩敏感性影响的分析结果。高管薪酬 $LNPAY$ 与交乘项 $ECR \times ROA$ 在5%水平上显著负相关,表明大股东掏空程度越严重,高管薪酬与公司业绩之间的敏感性越小,掏空削弱了薪酬与业绩的敏感性,假设2得到验证。

研究发现 ROA 的系数估计值在1%水平上显著正相关,表明我国上市公司基于会计业绩的薪酬激励机制已经初步建立。 $SIZE$ 的系数估计值显著为正,表明规模较大的公司提供了更高的薪酬。 $DUAL$ 的系数估计值显著为正,表明两职分离有助于降低薪酬, $TOP2_5$ 的系数估计

表3 合谋掏空对薪酬业绩敏感性影响的回归分析结果

变量	系数	T值	VIF
截距	7.459***	17.51	
<i>ECR</i>	0.315	-1.460	1.69
<i>ROA</i>	2.272***	4.99	1.286
<i>ECR</i> × <i>ROA</i>	-1.848**	-2.357	1.705
<i>SIZE</i>	0.234***	12.239	1.465
<i>LEV</i>	-0.188	-1.371	1.452
<i>TOP2.5</i>	0.651***	2.969	1.099
<i>LM</i>	-0.130	-0.665	1.134
<i>DUAL</i>	0.205***	2.692	1.150
<i>SOD</i>	-0.004	-0.431	1.139
<i>SEX</i>	-0.127	-1.236	1.03
<i>AGE</i>	0.007	1.642	1.105
<i>TENURE</i>	0.036***	4.116	1.085
<i>IND</i>		控制	
<i>Year</i>		控制	
<i>AREA</i>		控制	
Adj-R ²		0.126	
F值		13.769***	

注：**、***分别表示5%、1%的显著性水平。

值显著为正,股权越分散时高管薪酬水平越高。

(三)高管隐性收益与合谋掏空

表4为合谋掏空与高管隐性收益关系的回归分析结果。高管在职消费*LNPERK*与*TUN*在

表4 高管隐性收益与合谋掏空的回归分析结果

变量	系数	T值	P值	VIF
截距	-0.022	-0.033	0.974	
<i>LNPAY</i>	0.235***	5.018	0.000	1.370
<i>TOP1</i>	-0.148	-1.587	0.111	1.747
<i>TUN</i>	1.798**	2.235	0.026	1.182
<i>TOP1</i> × <i>TUN</i>	7.55***	2.284	0.023	1.537
<i>RPAY</i>	0.014	0.847	0.397	1.187
<i>FCF</i>	-0.006	-0.212	0.832	1.054
<i>SIZE</i>	0.675***	23.734	0.000	1.863
<i>ROA</i>	0.881***	2.859	0.004	1.087
<i>LEV</i>	0.161	0.927	0.354	1.289
<i>TOP2.5</i>	-0.670**	-2.124	0.034	1.235
<i>LM</i>	0.232	0.865	0.387	1.136
<i>DUAL</i>	0.099	0.935	0.353	1.164
<i>SOD</i>	-0.017	-1.313	0.192	1.154
<i>SEX</i>	-0.512***	-3.631	0.000	1.035
<i>AGE</i>	-0.002	-0.406	0.685	1.111
<i>TENURE</i>	-0.010	-0.799	0.424	1.114
<i>IND</i>		控制		
<i>Year</i>		控制		
<i>AREA</i>		控制		
Adj-R ²		0.576		
F值		42.655***		

注：**、***分别表示5%、1%的显著性水平。

5%水平上显著正相关,表明大股东掏空越严重,高管在职消费水平越高,隐性收益是高管分享合谋收益的重要形式。 $LNPERK$ 与 $TOP1 * TUN$ 在1%水平上显著正相关,表明当第一大股东持股比例低于30%时,给予高管更多的在职消费,这样做可能更有利于达成合谋。假设4得到验证。

在职消费 $LNPERK$ 与薪酬 $LNPAY$ 在1%水平上显著正相关,表明薪酬水平越高,在职消费越多,可能的原因是高管在公司治理中的地位同时决定了薪酬与在职消费。

在职消费 $LNPERK$ 与公司规模 $SIZE$ 、 ROA 显著正相关,表明规模越大、盈利状况越好的公司,高管在职消费水平越高。 $LNPERK$ 与 $TOP2_5$ 显著负相关,表明股权制衡有利于抑制在职消费, $LNPERK$ 与 SEX 显著负相关,表明女性高管有利于抑制在职消费。

五、稳健性与内生性分析

本文从以下几个方面对回归结果进行了稳健性与内生性分析:

(1)对掏空变量的稳健性分析。掏空 TUN 与薪酬 $LNPAY$ 同时受公司治理相关变量的影响,另外,其他应收款也可能是公司正常交易引起的,因此,参照Wang和Xiao(2011)的做法,构建如下模型通过回归获得残差项来估计上市公司的掏空程度。

$$TUN_{it} = \beta_0 + \beta_1 TOP1_{it} + \beta_2 TOP2_5_{it} + \beta_3 Size_{it} + \beta_4 ROA_{it} + \beta_5 LEV_{it} + \beta_6 DUAL_{it} + \beta_7 SOD_{it} + \beta_8 IND_{it} + \beta_9 Year_{it} + \varepsilon \quad (12)$$

限于篇幅,仅报告模型1的稳健性分析结果,如表5。

表5 模型1的稳健性检验结果

变量	第一大股东持股比例≤30%		第一大股东持股比例>30%	
	$EARN(=LNPAY)$	$EARN(=LNPERK)$	$EARN(=LNPAY)$	$EARN(=LNPERK)$
截距	0.051	0.042	0.047*	0.056*
<i>Share</i>	0.032	0.035	0.033	0.038
<i>ECR</i>	0.159**	0.117**	0.108**	0.098**
<i>LNPAY</i>	0.003		0.004	
<i>ECR × LNPAY</i>	0.032**		0.028	
<i>LNPERK</i>		0.002		0.003
<i>ECR × LNPERK</i>		0.024**		0.022
<i>MHold</i>	0.033	0.032	0.027	0.031
<i>SIZE</i>	-0.003*	-0.004*	-0.005*	-0.004*
<i>ROA</i>	-0.007	-0.006	-0.004	-0.003
<i>LEV</i>	-0.004	-0.003	-0.002	-0.032
<i>TOP2_5</i>	0.002	0.001	0.003	0.005
<i>LM</i>	-0.017	-0.019	-0.024	-0.026
<i>DUAL</i>	0.001	0.001	-0.001	-0.001
<i>SOD</i>	0.001	0.001	0.002	0.003
<i>SEX</i>	-0.002	-0.002	-0.003	-0.004
<i>AGE</i>	0.001	0.001	0.001	0.001
<i>TENURE</i>	0.001	0.001	0.001	0.001
<i>IND</i>	控制	控制	控制	控制
<i>Year</i>	控制	控制	控制	控制
<i>AREA</i>	控制	控制	控制	控制
Adj-R ²	0.103	0.106	0.112	0.117
F值	2.832***	3.125***	3.389***	3.379***

注: *、**、***分别表示10%、5%、1%的显著性水平。

(2)对于合谋掏空是否影响薪酬与业绩的敏感性,本文的稳健性检验如下:由于只有控股股东持股比例小于30%的掏空才需要高管合谋,因此,在进行回归分析时以大股东持股比例大于还是小于30%为依据将样本分为两类。大股东和高管合谋掏空导致薪酬业绩敏感性下降,因此,预计大股东持股比例小于30%的样本组,系数 β_3 显著为负,大股东持股比例大于30%的样本组,系数 β_3 将不显著。回归结果如表6。

表6 模型2的稳健性检验结果

变 量	第一大股东持股比例 $\leq 30\%$		第一大股东持股比例 $> 30\%$	
	系 数	T值	系 数	T值
截距	5.982***	6.276	6.882***	7.567
ECR	0.786	-0.987	-4.114	-1.324
ROA	3.345***	3.877	1.632	1.654
ECR \times ROA	-3.012**	-2.093	1.108	1.532
SIZE	0.421***	11.11	0.079**	2.176
LEV	-0.309**	-1.987	0.456	1.321
TOP2_5	0.543**	2.053	0.321	0.654
LM	-0.178	-0.876	0.457	0.833
DUAL	0.401**	2.321	0.243	1.427
SOD	-0.009	-0.887	-0.001	-0.076
SEX	-0.036	-0.212	-0.443*	-1.875
AGE	0.008	1.543	0.008	1.021
TENURE	0.043***	3.672	0.036	1.610
IND		控制		控制
Year		控制		控制
AREA		控制		控制
Adj-R ²		0.116		0.121
F值		4.634***		4.543***

注: **、***分别表示5%、1%的显著性水平。

(3)对公司业绩的稳健性分析。一是使用营业利润率和净资产收益率衡量公司业绩,二是使用经行业均值调整的ROA衡量公司业绩。

(4)在职消费的稳健性分析。姜付秀等(2014)认为,销售管理费用包括管理者薪金、差旅费、广告费等,这些费用的可支配性较强,可以衡量公司高管的在职消费水平。

(5)内生性问题处理。在构建回归分析模型时,可能忽略了一些影响股权结构与基于业绩激励效果的不可观测的变量,或者自选择偏差,导致内生性问题。本文采取的办法是采用工具变量、固定效应模型和2SLS处理内生性。关于工具变量,本文参照苏冬蔚和熊家财(2013)的做法,选取世界银行(2006)公布的中国市场化指数MKT作为大股东掏空的工具变量。

以上分析检验均没有改变研究的基本结论。限于篇幅,除稳健性分析(1)、(2),其他分析结果没有在此报告。

六、研究结论、启示与展望

(一)研究结论

对大股东与高管的利益博弈分析后发现,两者合谋是大股东掏空得以实现的重要前提,但并非所有的掏空行为均伴随合谋。合谋掏空与大股东的持股水平有关,同时也会影响高管的收益与报酬契约执行特征。大股东为促成合谋设计的特定报酬契约将影响高管的相关收益。

以民营上市公司数据进行实证检验,发现:(1)控股股东控股程度越低,其掏空行为的实现越需要高管合谋配合。当大股东持股水平低于30%时,掏空行为离不开高管的合谋配合,当大

股东持股水平高于30%时,合谋不再明显;(2)为实现合谋掏空,大股东设计的报酬契约具有特殊性,表现之一是参与掏空的高管薪酬增加,同时削弱了薪酬业绩的敏感性,由此减轻了高管因掏空降低基于业绩的薪酬收入导致的损失,表现之二是高管获得更多的在职消费,通过隐性收入的方式来分享合谋租金;(3)高管持股没有起到抑制大股东掏空的作用,股权激励制度需要完善。

(二)管理启示

实证研究结果具有以下几方面的实践意义:(1)我国上市公司的股权结构不合理,应注重优化股权结构,加强公司治理,进一步完善其他大股东与控股大股东的制衡机制;(2)设计更加合理有效的高管报酬契约,加强薪酬业绩的相关性,减少高管的在职消费,降低代理成本;(3)提高高管持股水平,使高管真正成为股东,完善股权激励制度;(4)必须创造维护中小投资者权益的制度环境,包括完善资本市场法律法规体系建设,强化上市公司信息披露制度,加大外部监管力度等,但对于国有企业和民营企业,在制度设计时要注意两者存在较大差异,要分别做针对性设计。

(三)研究展望

本文研究发现高管持股均不能抑制大股东掏空行为。对此问题,后续研究需要进一步加以拓展:对高管实施股权激励不能有效抑制合谋,原因何在?一个能使高管从中小股东利益出发进行经营管理的股权激励制度是什么样的,需要从哪些方面加以改进?

主要参考文献

- [1]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.
- [2]陈文婷,李善民. 控制权转移中大股东持股与利益侵占行为研究[J]. 中山大学学报(社会科学版), 2015, (3): 189-199.
- [3]方军雄. 我国上市公司高管的薪酬存在粘性吗?[J]. 经济研究, 2009, (3): 110-124.
- [4]贾璐熙,朱叶,周强龙. 大股东表决权结构、身份类型与公司价值——基于“掏空”行为的视角[J]. 世界经济文汇, 2014, (5): 31-51.
- [5]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.
- [6]蒋弘,刘星. 股权制衡对并购中合谋行为经济后果的影响[J]. 管理科学, 2012, (3): 34-44.
- [7]李文洲,冉茂盛,黄俊. 大股东掏空视角下的薪酬激励与盈余管理[J]. 管理科学, 2014, (6): 27-39.
- [8]刘善敏,林斌. 基于大股东掏空下的经理人薪酬激励机制研究[J]. 财经研究, 2011, (8): 69-78.
- [9]宋云玲,李志文,纪新伟. 从业绩预告违规看中国证券监管的处罚效果[J]. 金融研究, 2011, (6): 136-149.
- [10]苏冬蔚,熊家财. 大股东掏空与CEO薪酬契约[J]. 金融研究, 2013, (12): 167-180.
- [11]汪平,王晓娜. 管理层持股与股权资本成本[J]. 外国经济与管理, 2017, (2): 60-71.
- [12]魏明海,黄琮宇,程敏英. 家族企业关联大股东的治理角色——基于关联交易的视角[J]. 管理世界, 2013, (3): 133-147, 171.
- [13]张敏,刘颀,张雯. 关联贷款与商业银行的薪酬契约——基于我国商业银行的经验证据[J]. 金融研究, 2012, (5): 108-122.
- [14]赵峰,高明华. 中国证券监管治理的国际经验借鉴与评估体系重构[J]. 改革, 2012, (7): 127-137.
- [15]郑国坚,林东杰,张飞达. 大股东财务困境、掏空与公司治理的有效性——来自大股东财务数据的证据[J]. 管理世界, 2013, (5): 157-168.
- [16]祝继高,王春飞. 大股东能有效控制管理层吗?——基于国美电器控制权争夺的案例研究[J]. 管理世界, 2012, (4): 138-152, 158.
- [17]Burkart M, Panunzi F, Shleifer A. Family firms[J]. The Journal of Finance, 2003, 58(5): 2167-2201.
- [18]Burkart M, Panunzi F. Agency conflicts, ownership concentration, and legal shareholder protection[J]. Journal of Financial Intermediation, 2006, 15(1): 1-31.
- [19]Faccio M, Lang L H P. The ultimate ownership of western European corporations[J]. Journal of Financial Economics, 2002, 65(3): 365-395.
- [20]Fehr E, Gächter S. Fairness and retaliation: The economics of reciprocity[J]. The Journal of Economic Perspectives, 2000, 14(3): 159-181.

- [21]Jiang G H, Rao P G, Yue H. Tunneling through non-operational fund occupancy: An investigation based on officially identified activities[J]. *Journal of Corporate Finance*, 2015, 32(10): 295–311.
- [22]Jiang G H, Lee C M C, Yue H. Tunneling through intercorporate loans: The China experience[J]. *Journal of Financial Economics*, 2010, 98(1): 1–20.
- [23]La Porta R, Lopez-de-Silanes F, Shleifer A. Corporate ownership around the world[J]. *The Journal of Finance*, 1999, 54(2): 471–517.
- [24]Morse A, Nanda V, Seru A. Are incentive contracts rigged by powerful CEOs?[J]. *The Journal of Finance*, 2011, 66(5): 1779–1821.
- [25]Peng W Q, Wei K C J, Yang Z S. Tunneling or propping: Evidence from connected transactions in China[J]. *Journal of Corporate Finance*, 2011, 17(2): 306–325.
- [26]Zhang M, Gao S H, Guan X J, et al. Controlling shareholder-manager collusion and tunneling: Evidence from China[J]. *Corporate Governance: An International Review*, 2014, 22(6): 440–459.

Controlling Shareholders, Compensation Contracts and Tunneling in Collusion: Evidence from Private Listed Companies

Zhao Guoyu

(School of Accounting, Guangdong University of Finance and Economics, Guangzhou 510320, China)

Abstract: The participation of senior managers in collusion is the necessary link for the tunneling of large shareholders. However, whether executives are willing to collude with large shareholders depends on two important conditions: the proportion of controlling shareholders and executive compensation contracts. There are few researches on tunneling in the present study, which involve collusion of executives and the collusion conditions. Theoretical analysis shows that when the shareholding ratio is low, the controlling power of the large shareholders is not enough, so it is necessary to collude with the executives to achieve tunneling. When the shareholding ratio reaches a certain level, it is not necessary to collude with executives. In order to promote the formation of collusion, the compensation contracts designed by large shareholders weaken the pay-performance sensitivity. Equity incentive makes executives to be shareholders, which provides intrinsic motivation to resist collusion. Subsequently, further empirical test indicates that, when the shareholding ratio is lower, the tunneling behavior needs executives to cooperate for controlling shareholder. In order to realize the collusion behavior, the compensation contract is designed. On the one hand, executives are paid more salary, and the pay-performance sensitivity is weakened, thereby reducing the losses of executive compensation caused by the decline in performance resulting from tunneling. On the other hand, implicit contracts are used to replace explicit contracts, and the executives are given more perks and share the collusion rents through hidden income. In addition, corporate executives' shareholding cannot suppress the tunneling behavior of large shareholders. Different from previous studies, this paper finds that only in the case of the need for collusion, the large shareholders have the motive for weakening the pay-performance sensitivity.

Key words: tunneling; collusion; shareholding level; pay-performance sensitivity; CEO perk

(责任编辑: 子文)