

大股东与管理层的利益冲突

——基于“以权谋私”视角的考察

张玲红,李冬生^①,唐建华^②

(南华大学 经济管理学院,湖南 衡阳 421001)

[摘要] 代理问题是公司治理中的一个重要问题,文章选取2008—2012年核电及相关行业的上市公司为研究样本,从私有收益的视角分析了大股东与管理层之间的利益冲突问题。通过实证分析,发现:管理层权力越大,其获取的私有收益越高;大股东控制权的大小会影响管理层权力与私有收益之间的关系;通过对私有收益的分解,还发现在大股东绝对控股的情况下,非货币性私有收益与管理层权力之间呈现显著的负相关关系。

[关键词] 管理层权力 大股东持股 私有收益

[中图分类号] F832.51 **[文献标识码]** A **[文章编号]** 1673-0755(2014)04-0066-07

一 问题的提出

“天价薪酬”与“零薪酬”并存的高管薪酬异象早已引起了众多学者的关注。而当19世纪末开始施行的以会计盈余为基础的公司高管薪酬计划,随着管理层盈余管理的进行、政治力量的干涉以及不健全的公司内外部制约机制等因素的影响,也逐渐失去了其预期的功能^[1-3],究竟是什么因素导致了这一薪酬体系无序状态的形成成为了研究者们关注的焦点呢?

而随着股份制企业的出现,公司的两权分离状态随即产生,股权的分散以及管理的专业化进程却加剧了公司的信息不对称性,导致了代理问题的频频发生。而现有针对代理问题的相关研究大多只关注以下两个方面:(1)在分散股权的情况下,股东与管理层的代理问题;(2)在存在大股东的情况下,大股东与小股东之间的利益冲突问题。对后者的研究有一个很重要的前提,当存在大股东的情况下,大股东可以很好地控制管理层,形成目标一致的利益联盟^[4]。但是,这种以大股东为首的利益联盟真的能够稳定存在吗?国美电器控制权争夺的经典案例告诉我们,管理层有摆脱控制、自己当家的想法。而且根据上交所和SSEC在2002年所做的调查,在信息不对称的情况下,高管不仅在具体的经营决策上具

有绝对的权力,在一些重要的战略决策中也具有重要的影响力^[5]。那么,随着管理层权力的日益膨胀,大股东真的还可以很好地控制管理层吗?而这又恰恰是目前鲜有文献关注的一个问题。

实际上,不难想象,我国企业普遍较低的管理层货币报酬、未完善的股权激励机制以及松懈的外部监督等种种都给管理层的“以权谋私”留下了太多的“诱惑”。因此,本文以2008—2012年核电及相关行业的31家上市公司为样本,以管理层的私有收益为研究视角,通过实证检验管理层权力、大股东持股与私有收益之间的关系来分析大股东与管理层之间的委托代理问题,希望能找出上述问题的答案。

二 理论基础、文献综述与研究假设

(一)管理层权力与私有收益

Finkelstein在1992年的研究中将管理层权力定义为管理层执行自身意愿的能力^[6],而作为有限理性的经济人,管理层的自身意愿可以被大致的描述为为自己谋取最大的利益。虽然根据最优契约理论,管理层薪酬与契约挂钩将会有助于降低代理问题,但是cheng早在2005年的研究中就已发现在管理层权力大的企业中薪酬与业绩的敏感性存在着明显的非对称性^[7],即薪酬与盈利业绩的敏感性高而与亏损业绩的敏感性低;又根据管理层权力理论,代

[收稿日期] 2014-05-28

[基金项目] 湖南省社科基金项目“核电相关产业上市公司控制权私利极其治理研究”资助(编号:12JD64);湖南省科技厅软课题“湖南省上市公司控制权私利及其治理研究”资助(编号:2012ZK3160)

[作者简介] 张玲红(1990-),女,浙江嘉兴人,南华大学经济管理学院硕士研究生。

①南华大学经济管理学院副教授。②南华大学经济管理学院讲师。

表股东利益的董事会与股东之间本身也存在代理问题,并且由于管理层权力的存在,董事会可能会受其影响甚至被其俘获^[8]。可见,对于管理层薪酬体系的设计,管理层有目的也有能力并且也早已做出了一些利己的行为。这些行为不仅包括了管理层利用其职位权力所追求的直接的货币薪酬,而且由于“愤怒成本”^[9]的存在,管理层经常进行一些“伪装”方式来操纵薪酬,而作为薪酬的一种方式:在职消费,也成为了管理层们的选择^[8]。在前人的研究中,我们还发现王克敏、王志超(2007)的研究虽然认为在高管控制权引入后,由于报酬而引发的盈余管理将会降低,但是其余形式的收益将会上升,如,在职消费等^[10]。而吕长江、赵宇恒(2008)的研究中却发现权力强大的管理者可以自己设计激励组合来实现高的货币性补偿^[11]。张恰、袁天荣(2013)也发现较高 CEO 权力会使其获得更高的私有收益^[12]。而在国外的研究中,Jensen^[13](1993),Bebchuk^[14]等(2002)以及 Grinstein 和 Hribar^[15](2004)的结论也都验证了管理层或者 CEO 的权力与其私有收益之间的相关性。因此,我们提出如下假设:

假设 1:在其他条件不变的情况下,管理层权力越大,其获得的私有收益越大。

假设 1.1:在其他条件不变的情况下,管理层权力越大,其获得的货币性收益越大。

假设 1.2:在其他条件不变的情况下,管理层权力越大,其获得的非货币性收益越大。

(二)股东与管理层之间的利益冲突

根据委托代理理论,在所有权和经营权分离的情况下,委托人与代理人之间的信息不对称性导致代理问题的频繁发生。而在不同的股权结构安排下,代理问题的主体也会有所不同^[4]。在股权分散的情况下,由于单一股东甚至是部分股东都很难直接通过股权控制管理层,因此管理层往往掌握了公司的实际控制权^[16],从而可能做出不利于股东的决策;而股权集中的情况下,大股东的存在往往会使中小股东处于同股不同权的劣势地位^[17],而遭受到严重的利益侵害。此类的研究存在一个重要的假设前提:大股东可以很好地控制管理层。但是 2010 年发生的国美大股东与管理层之间控制权的争夺案却证明了当存在大股东,尤其是当大股东处于相对控股的情形下,管理层与大股东之间往往存在一定的博弈空间,管理层可能通过共谋、控制董事会以及借助外部投资者等相关的手段来摆脱股东的控制^[4]。吴育辉、吴世农(2011)的研究也证实了管理层的自利行为与大股东的掏空行为可能并存的情形^[18]。

在国外的相关研究中,Jesen^[19](1976),Burrough 和 Helyar^[20](1990),Cotter 和 Zenner^[21](1994)等人的文章也都证实了管理层会为了自身的利益而损害股东的利益。因此,我们提出如下假设:

假设 2:大股东持股对管理层权力与私有收益之间的关系起到了调节的作用。

假设 3:在大股东相对控股的情况下,管理层权力越大,其获得的私有收益(货币性私有收益、非货币性私有收益)越多。

假设 4:在大股东绝对控股的情况下,管理层权力与私有收益之间的相关性将会减弱。

三 研究设计

(一)样本与数据

本文所需管理层权利的相关数据通过手工查询年报获得,各城镇职工平均报酬数据来自国家统计局网站,其余数据均来自于国泰安(CSMAR)数据库。实证分析过程使用 stata11.2 软件和 excel 软件进行。我们选取 2008—2012 年核电及相关行业的上市公司为研究样本,通过剔除数据缺失的样本以及 PT、ST 以及 ST* 的企业之后,最终得到 155 个观测值,共 31 家样本公司。样本各年分布情况如下表:

表 1 样本年分布情况表

year	Freq.	Percent	Cum.
2008	31	20	20
2009	31	20	40
2010	31	20	60
2011	31	20	80
2012	31	20	100
Total	155	100	

(二)变量及定义

1、管理层权利(power)。目前,对于管理层权力的计量国内外没有统一的方法,但主要集中于以下三种:(1)使用两职兼任、总经理任期、总经理持股、股权分散、内部董事比例等变量分别度量管理层权力^[22];(2)将代表不同侧面的管理层权力变量转化成虚拟变量后求算术平均值^[5];(3)运用主成份分析法合成管理层权力的综合指标^[8]。考虑到管理层会通过董事会来试图摆脱股东的控制,从而为自己谋求利益,并且在借鉴现有文献对管理层权力度量的基础上,最终选择了以下 5 个指标进行主成份分析合成管理层权力的综合指标:其一,当 CEO 不兼任董事时,取值 1;CEO 兼任董事时,取值 2;CEO 兼任董事长时,取值 3。其二,董事会规模,用董事

会人数衡量。其三,内部董事的比例。其四,金字塔控制链条的深度,用企业金字塔控制链条的最长层级来衡量。其五,管理层控股,用管理层所持有的股份数衡量。

2、高管私有收益。借鉴权小锋、吴世农^[8]等人(2010 年)的研究,本文将私有收益分为货币性私有收益和非货币性私有收益。其中,货币性私有收益用异常的高管薪酬衡量,采用管理层实际薪酬与由经济因素决定预期高管正常薪酬之间的差额表示^[8]。正常高管薪酬由以下模型进行预测:

$$\begin{aligned} Lnpay_{i,t} = & a_0 + a_1 Roa_{i,t} + a_2 Roa_{i,t-1} + \\ & a_3 Lnsize_{i,t} + a_4 Awage_{i,t} + \\ & a_5 Central_{i,t} + a_6 West_{i,t} + \zeta_{i,t} \end{aligned} \tag{1}$$

其中,Lnpay_{i,t}为第 t 年公司薪酬最高的前三位高管薪酬的对数;Roa_{i,t}为公司第 t 年的盈利能力;Roa_{i,t-1}为公司第 t-1 年的盈利能力;Lnsize_{i,t}为第 t 年的公司规模,用总资产的对数表示;Awage_{i,t}为第 t 年公司所在地城镇职工的平均薪酬;Central_{i,t}、West_{i,t} 分别为公司是否处于中部和西部的虚拟变量。

3、运用模型一分年度进行回归,通过回归得到的参数预测正常的高管薪酬,实际高管薪酬与正常

的高管薪酬之间的差额就是异常的高管薪酬。
非货币性私有收益用异常的高管在职消费衡量,采用管理层实际在职消费与由经济因素决定预期高管正常在职消费之间的差额表示^[8]。正常的高管在职消费由以下模型进行预测:

$$\begin{aligned} \frac{Perks_{i,t}}{LnSize_{i,t-1}} = & a_0 + a_1 \frac{1}{LnSize_{i,t-1}} + a_2 \frac{\Delta Income_{i,t}}{LnSize_{i,t-1}} + \\ & a_3 \frac{Fassets_{i,t}}{LnSize_{i,t-1}} + a_4 \frac{Inventory_{i,t}}{LnSize_{i,t-1}} + \\ & a_5 LnEmployee_{i,t} + \zeta_{i,t} \end{aligned} \tag{2}$$

其中,Perks_{i,t}为高管的在职消费,用管理费用扣除董监高薪酬总额、坏账准备、存货跌价准备、当年无形资产摊销额来衡量;LnSize_{i,t-1}为上期企业规模,用上期的总资产衡量;ΔIncome_{i,t}为本期的主营业务收入变动额;Fassets_{i,t}为本期固定资产的净额;Inventory_{i,t}为本期存货的总额;LnEmployee_{i,t}为本期公司的员工总数的对数。

4、运用模型二分年度进行回归,通过回归得到的参数预测正常的在职消费,实际的在职消费与正常在职消费之间的差额就是异常的高管在职消费。

表 2 变量定义和说明

变量类别	变量名称	变量符号	计算方法及说明
因变量	私有收益	Hbsy	实际高管薪酬与预测高管薪酬之间的差额
		Fhbsy	实际在职消费与预测在职消费之间的差额
		Sysy	货币性私有收益+非货币性私有收益
		Plural	CEO 与董事的兼任情况,如上所述
		Depth	金字塔控制链条的最长层级
自变量	管理层权力	Mngmhltn	用管理层所持有的股份数
		Insiderrate	内部董事的比例
		Boardsize	董事会人数
		ZHVS	综合得分=f1*x1+f2*x2+f3*x3(就是pca结果中x1 x2 x3对应的Proportion值)
调节变量	大股东控制权	Shrcr1	第一大股东的持股比例
	平均工资	Awage	公司所在地城镇职工平均薪酬
	所有权性质	Naowner	国有控股公司取1,否则取0
控制变量	公司规模	LnSize	总资产的对数
	公司的财务杠杆	Lev	资产负债率
	公司的经营风险	Risk	截至年末以前24个月股票日收益的波动率
	年份	Year	年份虚拟变量
	企业盈利能力	Roe	净利润/股东权益余额(净资产收益率)

(三)模型及说明

$$Y_{i,t} = a_0 + a_1 Power_{i,t} + a_2 Shrcr1_{i,t} +$$

$$\begin{aligned} & a_3 Moderator_{i,t} + a_4 LnSize_{i,t} + \\ & a_5 Lev_{i,t} + a_6 Awage_{i,t} + \end{aligned}$$

$$\begin{aligned} & a_7NaOwner_{i,t} + a_8Risk_{i,t} + \\ & a_9Yeardum^* + a_{10}roe + \zeta_{i,t} \end{aligned} \tag{3}$$
$$\begin{aligned} Y_{i,t} = & a_0 + a_1Power_{i,t} + a_2LnSize_{i,t} + \\ & a_3Lev_{i,t} + a_4Awage_{i,t} + \\ & a_5NaOwner_{i,t} + a_6Risk_{i,t} + \\ & a_7Yeardum^* + a_9roe + \zeta_{i,t} \end{aligned} \tag{4}$$

其中, $Y_{i,t}$ 为第 t 年公司高管的私有收益,分别用总的私有收益、货币性私有收益和非货币性私有收益表示; $Moderator_{i,t}$ 为自变量 $Power_{i,t}$ 和调节变量

$shrcl_{i,t}$ 的乘积项,用于检验调节作用的存在。本文运用构造虚拟变量的方法将第一大股东的持股情况分成股权分散、相对控制和绝对控制三个水平。当第一大股东的持股比例低于 10% 的时候,虚拟变量 1 取 0,反之取 1;当第一大股东的持股比例大于 50% 的时候,虚拟变量 2 取 0,反之取 1。

四 实证结果分析

(一)描述性统计分析

表 3 主要变量的描述性统计表

variable	N	mean	p50	min	max	sd	p25	p75
Sysy	150	0.340	0.380	-1.080	1.700	0.600	-0.0100	0.730
Hbsy	150	0.400	0.430	-1.050	1.670	0.580	0.0400	0.760
Fhbsy	155	-0.0500	-0.0200	-0.280	0.0800	0.0800	-0.100	0
Power	155	0	0.0600	-1.040	0.520	0.300	-0.0700	0.160
Shrcl	155	36.67	36.47	7.450	62.60	14.74	26.06	50.10
Lev	155	0.540	0.560	0.0800	0.960	0.190	0.420	0.660
Size	155	22.24	22	19.24	25.50	1.350	21.43	23.10
Naowner	155	0.680	1	0	1	0.470	0	1
Awage	155	37045	33384	18481	75591	13519	27212	44976
Risk	155	3.280	2.240	0.180	24.20	3.290	1.310	3.960
Roe	154	0.0700	0.0700	-0.620	0.340	0.0900	0.0300	0.110

表 3 是本文涉及的主要变量的描述性统计分析,由于有 5 家公司关于货币性私有收益相关变量至少有一个数据缺省,因此私有收益和货币性私有收益的观测值为 150 家,其余的观测值皆为 155 家。从表 3 中我们可以得知:(1)不同公司的第一大股东持股比例相差较大,其中最大值为 62.60%,而最小值只有 7.45%,这说明股权结构的差异比较显著,核电及其相关行业内的代理问题可能存在多样

化,而这恰为下文的分析打下了良好的基础;(2)表示管理层权力的综合指标值的最大值为 0.52,而最小值只有 -1.04,可见不同公司的管理层权力大小也相差较大;(3)货币性私有收益相对于非货币性私有收益来说,在不同公司间的差异更大。这说明不同公司的管理层对于显性私有收益的获得存在明显的差异。

(二)相关性分析

表 4 主要变量的相关性分析

	Sysy	Hbsy	Fhbsy	Power2	Shrcl	Lev	Size	Naowner	Awage	Risk	Roe
Sysy	1										
Hbsy	0.992***	1									
Fhbsy	0.261***	0.140*	1								
Power	0.197**	0.224***	-0.176**	1							
Shrcl	-0.0980	-0.107	0.0760	0.0360	1						
Lev	0.00200	0.0210	-0.175**	0.241***	-0.111	1					
Size	0.00500	0.0270	-0.181**	0.280***	0.211***	0.493***	1				
Naowner	-0.129	-0.103	-0.243***	0.148*	0.148*	0.480***	0.349***	1			
Awage	0.268***	0.249***	0.211***	-0.0140	-0.0300	-0.109	0.0780	0.0390	1		
Risk	0.0370	-0.0650	0.201**	-0.210***	0.0670	0.00200	-0.0390	0.0790	-0.320***	1	
Roe	0.219***	0.186**	0.303***	0.0670	-0.00500	-0.160**	0.0890	-0.163**	0.115	0.157*	1

表 4 所列示的是主要研究变量之间的相关性。由表中的数据我们可以发现:(1)管理层权力与货

币性私有收益存在显著的正相关关系,这说明随着管理层权力的增大,货币性私有收益也会随之增长,

这初步验证了假设 1.1;(2)管理层权力与非货币性私有收益存在显著的负相关关系,这说明随着管理层权力的增加,非货币性私有收益会随之下降,这一现象初步反映与假设 1.2 相反。(3)6 个控制变量

分别与自变量和因变量存在显著的相关关系,这说明控制这些控制变量有助于我们更准确地研究自变量与因变量之间的关系。

(三)回归结果分析

表 5 回归分析 1

	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
	Sysy	Hbsy	Fhbsy	Sysy_b	Hbsy_b	Fhbsy_b
Power	-2.056 (-0.72)	-1.539 (-0.54)	-0.533 (-1.60)	-2.056 (-0.65)	-1.539 (-0.49)	-0.533** (-2.13)
Shrcr1	-0.002 (-0.69)	-0.003 (-0.92)	0.001** (2.15)	-0.002 (-0.68)	-0.003 (-0.92)	0.001** (2.01)
TJ5	2.084 (0.73)	1.657 (0.59)	0.433 (1.30)	2.084 (0.66)	1.657 (0.53)	0.433* (1.76)
TJ6	0.670* (1.93)	0.572* (1.66)	0.108*** (2.72)	0.670** (2.56)	0.572** (2.20)	0.108*** (3.01)
Size	-0.047 (-1.07)	-0.035 (-0.80)	-0.011** (-2.26)	-0.047 (-1.09)	-0.035 (-0.82)	-0.011** (-2.60)
Lev	0.360 (1.13)	0.290 (0.92)	0.066* (1.79)	0.360 (1.09)	0.290 (0.87)	0.066** (2.05)
Naowner	-0.230* (-1.97)	-0.190 (-1.64)	-0.040*** (-2.95)	-0.230* (-1.90)	-0.190 (-1.58)	-0.040*** (-3.44)
risk	0.028 (1.62)	0.022 (1.27)	0.006*** (2.88)	0.028* (1.77)	0.022 (1.40)	0.006*** (3.98)
avewage	0.000*** (2.92)	0.000** (2.57)	0.000*** (3.26)	0.000*** (2.68)	0.000** (2.38)	0.000*** (4.13)
roe	0.885 (1.64)	0.691 (1.29)	0.198*** (3.18)	0.885 (1.24)	0.691 (1.00)	0.198*** (3.32)
Year	Controlled	Controlled	Controlled	Controlled	Controlled	Controlled
_cons	0.710 (0.81)	0.624 (0.72)	0.075 (0.75)	0.710 (0.86)	0.624 (0.76)	0.075 (0.90)
N	150.000	150.000	154.000	150.000	150.000	154.000
r2_a	0.147	0.119	0.262	0.147	0.119	0.262
F	2.839	2.441	4.874	2.574	2.205	5.520

t statistics in parentheses
* P<0.1, ** P<0.05, *** P<0.01

表 5 所示的是基于模型一的回归结果,从表 5 中我们可以发现:(1)第一个交叉项的回归系数皆为正数,且在统计上不显著,这说明是否存在大股东,对管理层权力与私有收益,不管是货币性私有收益还是非货币性私有收益之间的关系都没有显著的影响;(2)第二个交叉项的回归系数皆为正数,且统计上在 5%、10% 不同水平上显著,这说明大股东是相对控股还是绝对控股对管理层权力与私有收益(包括货币性私有收益、非货币性私有收益)之间的

关系存在一定的调节作用。而且全部通过了 robust 检验。这一现象验证了假设 2。(3)由于第二个交叉项的系数皆为正数,这说明第一大股东的调节作用对管理层权力与私有收益之间的关系(不管是货币性私有收益还是非货币性私有收益)起到了增强的作用。综上所述,我们可以得出如下结论:管理层与大股东之间存在着一定的代理问题,管理层并非像想象中的完全接受大股东的控制,相反,管理层会企图摆脱大股东的控制并作出不利于大股东的行

为。这一结论与祝继高、王春飞(2012)关于国美电

器控制权之争的案例研究所得出的结论一致^[4]。

对于大股东持股究竟对管理层权力与私有收益之间的

关系如何进行调节,见表 6 所示。

表 6 回归分析 2

	Sysy	Hbsy	Fhbsy	Sysy	Hbsy	Fhbsy
	相对控股	相对控股	相对控股	绝对控股	绝对控股	绝对控股
Power	0.668*** (3.01)	0.658*** (3.03)	0.013 (0.54)	0.343 (1.30)	0.467 (1.67)	-0.138*** (-3.23)
Size	-0.008 (-0.14)	0.008 (0.13)	-0.016** (-2.57)	-0.145 (-1.21)	-0.162 (-1.28)	0.021 (1.06)
Lev	0.370 (0.87)	0.289 (0.69)	0.077* (1.69)	0.550 (0.91)	0.581 (0.91)	-0.057 (-0.57)
Naowner	-0.303* (-1.97)	-0.271* (-1.80)	-0.032* (-1.91)	-0.201 (-0.93)	-0.136 (-0.59)	-0.069* (-1.89)
Risk	0.023 (0.82)	0.018 (0.63)	0.006* (1.90)	0.045** (2.50)	0.039** (2.06)	0.004 (1.54)
Awage	0.000* (1.70)	0.000 (1.45)	0.000** (2.55)	0.000** (2.66)	0.000** (2.51)	-0.000 (-0.10)
roe	0.953 (1.46)	0.754 (1.18)	0.193*** (2.74)	-0.021 (-0.01)	-0.151 (-0.09)	0.160 (0.64)
Year	Controlled	Controlled	Controlled	Controlled	Controlled	Controlled
_cons	0.089 (0.07)	-0.111 (-0.09)	0.202 (1.52)	2.007 (0.93)	2.428 (1.06)	-0.471 (-1.34)
N	106.000	106.000	108.000	39.000	39.000	41.000
r2_a	0.102	0.085	0.183	0.235	0.151	0.345
F	2.082	1.886	3.178	2.061	1.615	2.918

t statistics in parentheses
* $P < 0.1$, ** $P < 0.05$, *** $P < 0.01$

由表 6 所示的在大股东相对控股和绝对控股的不同情况下,对管理层权力与私有收益之间的关系的研

究,我们可以发现:(1)当大股东处于相对控股的情况下时,管理层权力与货币性私有收益之间的回归系数为正数,且在 1% 的水平上显著,这说明随着管理层权力的增加,管理层的货币性私有收益也会随之增加;管理层权力与非货币性私有收益之间的回归系数为正数,但是并不在统计上呈现显著性,而与私有收益总额之间的回归系数也为正数,且在 1% 的水平上显著,这说明管理层权力的提高会增加管理层的私有收益。这一现象验证了假设 3。实际上,对于非货币性私有收益,管理层与大股东之间的利益冲突并没有消失,可能存在的行为是将隐形的私有收益显性化并将其“正规化”计入管理层的薪酬。这也可能是出现天价薪酬的一个重要的原因,而这一现象与卢锐、魏明海等^[22](2008)的结论相反,可能的原因在于,本文考虑了大股东持股的调节作用,限定了结论所适用的范围。(2)当大股东处于绝对控股的情况下时,管理层权力与私有收益总额及货币性私有收益之间的回归系数为正数,但是

在统计上并不显著;而在这种情况下,与非货币性私有收益之间的回归系数为负数,并在 1% 的水平上显著,出现这种情况可能的原因在于在大股东绝对控股的情况下,管理层会更加注意“愤怒成本”的存在,大股东对管理层的控制也相对更加有效。综上(1)和(2)所述,我们发现在大股东相对控股的情况下大股东与管理层之间的利益冲突明显,而当大股东处于绝对控股的地位时,这种矛盾得到缓解,这一现象与祝继高、王春飞(2012)关于国美控制权之争的分析一致^[4]。这说明,当大股东相对控股时,从私有收益的角度来看,管理层与大股东之间的代理问题在我国的市场确实存在;(3)不管是在大股东绝对控股还是相对控股的情况下,公司所在地城镇职工的平均薪酬与私有收益之间都存在显著的正相关关系,这说明,管理层私有收益的大小还与地域经济的发展有一定的正相关关系。

(四)稳健性检验

为了进一步证实结论的稳健性,我们做了以下检验:(1)Robust 检验所得出的结论与文中的结论基本一致;(2)用年份做聚类分析,所得出的结论与

文中的结论一致;(3)分别对连续型变量做了1%的缩尾,其结论基本一致。

五 结论与启示

本文基于现有文献对代理问题的研究,从私有收益的角度分析了大股东与管理层之间的委托代理问题。通过实证分析,我们发现:

(1)公司存在大股东的情况下,大股东与管理层之间存在着一定的利益冲突,两方并没有形成完全的利益联盟,尤其是大股东相对控股的情况下表现得尤为突出。大股东试图通过控制董事会来控制管理层,而管理层亦试图通过董事会来摆脱大股东的控制。

(2)管理层权力是其获取私有收益的保证。管理层私有收益的获取是一种不利于股东的行为,但是不管大股东是相对控股还是绝对控股,随着管理层权力的增加,其私有收益都会随之增加。

通过上述的分析,我们可以得到如下启示:

首先,必须重视存在大股东的情形下,大股东与管理层之间的委托代理问题。在公司治理中如果忽视大股东与管理层之间的利益冲突问题,可能给管理层做出损害股东利益以及企业价值留下了空间。其次,必须控制管理层的权力。管理层权力过大会加强其与股东之间的信息不对称性,从而导致股东缺少对公司情况的了解,这不仅侵犯了投资者的权力,也从一定程度上加重了两者之间的委托代理问题。最后,完善管理层的薪酬体系。薪酬是管理层最直接,亦是最重要的追求之一,若没有完善的薪酬体系,这无疑给管理层做出不利于股东的行为提供了机会。

[参考文献]

- [1] Jensen M Murphy. Performance Compensation and Top Management Incentives[J]. Journal of Political Economic, 1990(98):225-264.
- [2] 顾斌,周立烨. 我国上市公司股权激励实施效果的研究[J]. 会计研究,2007(2):79-84,92.
- [3] 吴斌,刘灿辉,黄明锋. 我国房地产类上市公司高管薪酬与企业绩效关系研究[J]. 现代管理科学,2009(12):84-86.
- [4] 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.
- [5] 权小锋,吴世农. CEO权力强度、信息披露质量与公司业绩的波动性——基于深交所上市公司的实证研究[J]. 南开管理评论,2010(4):142-153.
- [6] Finkelstein S. Power in Top Management Teams: Dimensions, Measurement, and Validation[J]. Academy of Management Journal, 1992(35):505-538.
- [7] Cheng S. Managerial Entrenchment and Loss-shielding in Executive Compensation[M]. Working Paper. University of Michigan,2005.
- [8] 权小锋,吴世农,文芳. 管理层权力、私有收益与薪酬操纵[J]. 经济研究,2010(11):73-87.
- [9] 纳超洪. 管理权力、自由裁量性投资与高管薪酬[D]. 广州:暨南大学博士学位论文,2009.
- [10] 王克敏,王志超. 高管控制权、报酬与盈余管理——基于中国上市公司的实证研究[J]. 管理世界,2007(7):111-119.
- [11] 吕长江,赵宇恒. 国有企业管理者激励效应研究——基于管理者权力的解释[J]. 管理世界,2008(11):99-109,188.
- [12] 张洽,袁天荣. CEO权力、私有收益与并购动因——基于我国上市公司的实证研究[J]. 财经研究,2013(4):101-110,122.
- [13] Jensen S. The Modern Industrial Revolution, Exit, and the Failure of Internal Control Systems[J]. Journal of Finance,1993(48):831-880.
- [14] Bebchuk L A, Fried J M, Walker D I. Managerial Power and Rent Extraction in the Design of Executive Compensation[J]. University of Chicago Law Review, 2002(69):751-846.
- [15] Grinstein Y, Hribar P I. CEO Compensation and Incentives: Evidence from M&A Bonuses[J]. Journal of Financial Economics,2004(73):119-143.
- [16] 段洪波,贾国军,孟庆洋. 论企业实施内部控制的必要性——基于股东与管理层博弈的视角[J]. 财会月刊,2010(36):88-90.
- [17] 柴聪,孙红梅. 全流通后大股东与中小股东的利益博弈分析[J]. 会计之友,2012(2):54-55.
- [18] 吴育辉,吴世农. 股权集中、大股东掏空与管理层自利行为[J]. 管理科学学报,2011(8):34-44.
- [19] Jensen M, W Meckling. Theory of The Firm: Managerial Behavior, Agency Costs, and Ownership Structure[J]. Journal of Financial Economics,1976(3):305-360.
- [20] Burrough B, Helyar J. Barbarians at The Gate: The Fall of RJR Nabisco[M]. San Francisco: Harper & Row,1990.
- [21] Cotter J F, Zenner M. How Managerial Wealth Affects the Tender Offer Process[J]. Journal of Financial Economics,1994,35(1):63-97.
- [22] 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):85-92,112.