

上市公司管理层子公司持股 与利益输送:一个理论分析框架

余玉苗 吕凡

摘要: 本文尝试用理论模型分析我国资本市场上出现的越来越多的上市公司管理层子公司持股现象。通过分析,文章得出结论:在一定约束范围内,上市公司管理层子公司持股具有股权激励的作用;相反,在约束条件之外,则有可能成为管理层进行利益输送的工具。为了避免上市公司管理层利用子公司进行利益输送、损害投资者利益,本文从持股比例、关联方交易、以及政府监管等方面提出了相应的对策。

关键词: 管理层子公司持股 利益输送 股权激励 持股比例 关联方交易

一、引言

自 Berle 与 Means(1932) 首次提出,管理层持股比例愈低时愈可能导致管理者特权消费行为的发生和企业价值的降低以来,两权分离带来的管理层与股东之间的代理问题一直是委托-代理理论研究的核心内容。而股权激励作为西方成熟市场经济环境中行之有效的激励机制,则被看作可以有效解决现代企业委托-代理问题的方法之一。随着我国股权分置改革的完成,越来越多的上市公司推出了针对上市公司管理层的股权激励措施。从这些股权激励方案中我们发现,一种异化的股权激励模式,即上市公司管理层在上市公司的子公司中持股这一模式已经从幕后步入台前,进入我们的视野之中。如卧龙科技、中集集团等上市公司均在其股权激励方案中披露了管理层子公司持股的内容。从目前的研究现状来看,国内外学者对管理层子公司持股这种新的股权激励模式还缺乏全面、系统的研究。那么,管理层子公司持股是否具有激励作用?在管理层子公司持股的背景下,管理层面对自己有持股利益的子公司时,会不会引发上市公司与子公司之间更为严重的利益输送?这些问题值得我们去探讨。

二、相关文献综述

在现代企业中,存在着股东与经营者之间、大股东与中小股东之间两类委托-代理关系。因此,一方面股东要对经营者的行为进行监督;另一方面,也要注意防范控股股东与经营者(以下简称管理层)合谋侵害中小股东利益,本文重点关注的是管理层通过利益输送的方式将上市公司利益转移到管理层持

有股份的子公司。

目前,国外学者关于管理层对中小股东利益侵害的相关研究较多,其中具有代表性的研究有:Vishny(1986)对大股东掠夺行为进行了研究;Grossman和Hart(1988)认为,公司中如果存在持股比例较高的大股东,那么就会产生控制权收益。这种收益只为大股东享有,而不能为其他股东分享;Johnson、LaPorta、Lopez-de-Silanes 和 Shleifer在2000年正式提出了“利益输送(Tunnelling)”的概念,原意指通过地下通道转移资产的行为,在这里理解为企业的控制者从企业转移资产和利润到自己手中的各种合法或非法的行为。Bertrand等(2002)则进一步指出,利益输送可能降低整个经济的透明度以及造成会计信息失真,从而使外部投资者评价企业财务状况更为困难。

另外,法律对投资者的保护可以在一定程度上遏制管理层的利益输送行为。如 Shleifer(1997)认为,良好的法律保护和一定程度的股权集中是公司治理的关键。LaPorta 等(1998)从法律角度研究了公司治理,他认为通过法律体系,即法律及其执行,对外部投资者进行保护是公司治理的一个关键。Johnson等(2000)研究了欧洲国家一些关联方交易的例子,结果表明即使在发达的资本市场上,大股东也会为了私人收益将资产或利润从上市公司转移到自己所控制的公司中,一国的法律环境对投资者保护的力度显著影响着大股东的这种利益输送行为。Denis等(2003)也认为,法律对投资者的保护欠缺是大股东掠夺的主要原因。

我国学者对此类问题也从不同角度进行了研究。刘峰等(2004)通过对五粮液案例的分析,认为大股东集中控制在提高上市公司业绩的同时,也通

过充分且有效的使用控制权,将上市公司的利益通过各种方式向大股东输送。李增泉等(2004)认为,集中的所有权结构虽然提高了控股股东监督经理人员的动机和能力,在一定程度上降低了外部股东和经理人员之间的代理成本,但是由于控股股东和外部股东的利益并非完全一致,控股股东也有能力和动机侵占外部股东的利益。罗党论和唐清泉(2005)研究得出,当大股东在上市公司中拥有的收益权比例较高时,大股东获取转移利润从而侵占小股东的动机就越小,控股股东拥有上市公司股份越多,挖掘的速度就会变慢,或者说该控股股东就越有动机通过正式的渠道去获得股利回报,而不是通过非正式渠道去侵占中小股东的利益。唐清泉、罗党论(2006)认为,在存在控股股东的情况下,大股东的利益输送通常会造成对中小股东利益的侵犯,进而对资本市场的有效性造成影响。罗党论、黄郡(2007)认为,控股股东的“掏空”行为严重影响企业的业绩表现,是我国证券市场无法根治的痼疾;审计师的意见能对控股股东的这种“掏空”行为进行遏制,同时大事务所在监督上市公司控股股东的“掏空”行为上能起到比其他事务所更大的作用。

三、分析模型的构建

(一)模型的假设

1. 上市公司管理层在上市公司的持股比例为 $a, a \in [0, 1]$ 。管理层除了享有上市公司的剩余索取权以外,还参与公司的日常管理活动,取得固定的年薪 M 。当 $a=0$ 时,代表只取得固定年薪收入的职业经理人;当 $a=1$ 时,代表进入公司管理层的股东。假定公司当年的利润为 $V, V>0$, 则管理层在上市公司获得的收益为 $aV+M$ 。

2. 上市公司管理层在子公司的持股比例为 b 。代表上市公司管理层转移上市公司利润的比例系数,则管理层转移的利润为 bV , 管理层从转移到子公司的利润中享有的收益为 bV 。

3. $C(\cdot, \cdot)$ 代表上市公司管理层转移上市公司利润到其持股的子公司时发生的成本系数。其中, $C(\cdot, \cdot)$ 代表上市公司管理层转移上市公司利润的比例系数, $C(\cdot, \cdot) \in (0, 1]$; μ 代表政府对关联方交易监管的严厉程度,且 $\mu > 0$ 。由于管理层从上市公司向子公司转移利润时需要支付一定的费用,如制作虚假财务报告的成本开支、给予监管人员的贿赂等,管理层的实际转移为 $(1-C(\cdot, \cdot))bV$ 。对成本系数函数 $C(\cdot, \cdot)$ 的进一步分析可以得到关于成本系数函数的以下性质:

$$\frac{\partial C}{\partial \mu} > 0, \frac{\partial C}{\partial b} > 0, \frac{\partial^2 C}{\partial \mu^2} > 0, \frac{\partial^2 C}{\partial b^2} > 0$$

第一个不等式表示政府对关联方交易监管越严厉,管理层从上市公司中转移利润的成本系数越高;第二个不等式表示随着管理层从上市公司中转移利

润比例的增加,其转移利润的成本系数上升,即股东经理转移利润的边际成本为正;第三个不等式表示管理层转移利润的边际成本递增;第四个不等式表示当政府对关联方交易监管严厉时,管理层从上市公司转移利润的边际成本相应递增。

4. 管理层在利益输送问题被发现后,将面临监管者的惩罚,管理层受到的惩罚和他们转移的利润的平方成正比,即管理层的惩罚支出为 $\mu(V)^2, \mu > 0$ 。当管理层的利益输送被发现后,必须把转移的利润归还给上市公司,以保护其他投资者的利益。

5. 管理层转移利润被发现的概率为 $k(\mu)$, 且 $\frac{\partial k}{\partial \mu} > 0$, 这表明政府对关联方交易监管越严厉,管理层利益输送被发现的概率也越大; $\frac{\partial k}{\partial \mu} > 0$, 表明如果事后的惩罚力度越大,管理层利益输送被发现的概率也越大。

(二)均衡点分析

如果当期上市公司的利润为 V , 管理层没有利用子公司进行利益输送活动,则管理层的收益函数为 $R_0 = aV+M$ 。

如果管理层进行利益输送,当利益输送活动以 k 概率被发现时,管理层的收益函数为:

$$R = k \cdot [aV+M-C(\cdot, \cdot)V - \mu(V)^2]$$

如果管理层进行利益输送,当利益输送未被发现时(其概率为 $1-k$),其收益函数为:

$$R = (1-k) \cdot [a(V-bV)+M+bV-C(\cdot, \cdot)V]$$

因此,管理层的期望效用函数为:

$$EU = k \cdot [aV+M-C(\cdot, \cdot)V - \mu(V)^2] + (1-k) \cdot [a(V-bV)+M+bV-C(\cdot, \cdot)V] \dots\dots\dots (1)$$

整理得到:

$$EU = aV+M + V(b-a)(1-k) - C(\cdot, \cdot)V - k\mu(V)^2$$

1. 当 $EU=R_0$ 时,达到均衡点,管理层是否进行利益输送不会对自己的收益造成影响。

2. 当 $EU < R_0$ 时,即 $aV+M + V(b-a)(1-k) - C(\cdot, \cdot)V - k\mu(V)^2 < aV+M$

整理得到: $V(b-a)(1-k) - C(\cdot, \cdot)V - k\mu(V)^2 < 0 \dots\dots\dots (2)$

式(2)说明利益输送活动带来的净收益小于不进行利益输送得到的利益,管理层将没有足够的动机从上市公司向子公司转移利润。此时管理层持有的子公司股权将呈现激励效应。在满足上述约束条件式(2)的情况下,上市公司对管理层的股权激励计划将对管理层起到有效的激励作用,从而使管理层朝着上市公司股东所希望的方向努力,并且随着管理层在子公司持股比例的上升,激励效应也将增大。

3. 当 $EU > R_0$ 时,即管理层持有的子公司股权继续增长,超过临界点时,管理层进行利益输送活动带来的净收益将大于不进行利益输送得到的利益。

作为理性“经济人”的管理层有足够的动机进行利益输送活动。此时得到激励相容条件：

$$V(b-a)(1-k)-C(\cdot)V-k\mu(V)^2>0$$

..... (3)

此时有： $b-a>\frac{C(\cdot)+k\mu^2V}{(1-k)}>0$

(三) 激励相容检验

针对式(1)的一阶最优条件为：

$$\frac{\partial U}{\partial V}=V(b-a)(1-k)-\frac{\partial C}{\partial V}V-2k\mu V^2$$

令 $\frac{\partial U}{\partial V}=0$,

得到： $\frac{\partial C}{\partial V}=(b-a)(1-k)-2k\mu V$... (4)

为计算简便起见,我们利用LaPorta 等人(1999)在研究股东权益与股权分散度的关系时的假设,即大股东转移利润的成本系数 $C(\cdot)=\frac{1}{2}$,这符合上述对管理层转移利润成本系数的一般假设。

将 $C(\cdot)=\frac{1}{2}$ 代入式(4)得：

$$=(b-a)(1-k)-2k\mu V$$
$$=\frac{(b-a)(1-k)}{+2k\mu V}$$

进行激励相容检验代入式(3)

$$EU-R_0=\frac{1}{2}V(+2k\mu V)>0$$

由此可见,作为理性“经济人”的管理层通过利益输送,获取的最大利益超过管理层不进行利益输送时获取的利益,满足激励相容检验。

四、利益输送倾向的分析与监管政策含义

(一) 利益输送倾向与管理层持股比例

式(4)两边对 $(b-a)$ 求导得：

$$\frac{\partial^2 C}{\partial^2} \cdot \frac{d}{d(b-a)}=(1-k)-2k\mu V \frac{d}{d(b-a)}$$

整理得：

$$\frac{d}{d(b-a)}=\frac{1-k}{\frac{\partial^2 C}{\partial^2}+2k\mu V}>0$$
 (5)

式(5)说明,当管理层子公司持股比例超过管理层在上市公司持股比例越多时,管理层从上市公司向子公司进行利益输送的倾向越强,即当管理层在子公司和上市公司中持股比例的差值越大时,其转移倾向越明显。特别是当管理层是职业经理人员,在上市公司中不持有股份,而在子公司持有股份时,这种动机将更加强烈。高雷等(2007)通过对资金侵占与第一大股东持股比例的研究,认为适当地降低第一大股东的持股比例将有利于减少大股东的资金侵占,同时有利于改善我国上市公司的治理结构。黄洁等(2007)通过对第一大股东持股比例与公司业绩的关系研究认为,就我国目前上市公司股权结构

而言,引入股权制衡对提升经营业绩有积极作用。这也意味着降低控股股东的持股比例是未来完善公司治理结构的一个方向。根据对2007年第三季度沪、深两市上市公司季报统计,除金融类公司和数据缺失的公司,我们得到有效观测值共1431个,其分布如表1所示。

表1 上市公司第一大股东持股比例统计结果

区间	公司个数	百分比(%)
小于10%	17	0.01
10%~30%	587	0.41
30%~50%	536	0.37
50%~60%	197	0.14
60%~70%	73	0.05
70%~80%	13	0.01
80%以上	8	0.01

资料来源:Wind中国金融数据库。

由表1我们可以看出,第一大股东持股比例在30%以下的上市公司共计604家,占总体样本数据的42%。随着管理层在上市公司持股比例的降低和子公司中持股比例的上升,管理层不得不在上市公司价值和从子公司获取的私人利益两方面作出权衡。这一冲突可能使得管理层从个人利益出发从而导致上市公司处于不利地位。对于管理层来说存在着一个“最优私人利益边界”,在这个水平附近管理层实现了个人价值的最大化,而不是传统的上市公司的企业价值最大化。我们认为,子公司有可能被管理层利用,进行一种更为隐蔽的自利行为。因此,我们应该格外关注管理层在上市公司和子公司持股的“比例差”。

(二) 利益输送倾向与关联方交易监管

式(4)两边对 $\frac{\partial C}{\partial V}$ 求导得：

$$\frac{\partial^2 C}{\partial^2} + \frac{\partial^2 C}{\partial^2} \cdot \frac{d}{d} = -(b-a) \frac{\partial k}{\partial} - 2k\mu V \frac{d}{d} - 2\mu V \frac{\partial k}{\partial}$$

整理得：

$$\frac{d}{d} = \frac{-(b-a) \frac{\partial k}{\partial} - 2\mu V \frac{\partial k}{\partial} - \frac{\partial^2 C}{\partial^2}}{\frac{\partial^2 C}{\partial^2} + 2k\mu V} < 0$$
 (6)

式(6)表明,对以利益输送为目的关联方交易监管越严厉,管理层进行利益输送的倾向越低。关联方交易是上市公司进行利益输送的一种重要手段。解决关联方交易利益转移问题的关键是限制上市公司的金字塔多层持股和交叉多重持股,从而降低控股股东所有权和控制权的分离程度,最终降低关联方交易利益转移的程度,而不是单纯降低大股东的持股比例。与此同时,应完善和强化关联方交易制度约束,提高上市公司关联方交易信息披露的透明度。通过强制性的充分信息披露制度,详尽披露管理层子公司持股的相关信息,降低管理层的信息优势,同时使得相关风险为上市公司的全体股东所了

解,降低股东的决策风险。此外,需加强相关的配套法规建设,对不当关联方交易事项增加监督执法的力度,建立对企业和中介机构的责任追究制度,促进企业关联方交易行为规范、公允的进行。

对关联方交易的监管还有赖于严格独立审计制度,提高注册会计师的独立性,加大对关联方交易的审查力度,这对遏制上市公司向管理层持股的子公司进行利益输送活动同样具有积极意义。

(三) 利益输送倾向与惩罚力度

式(4)两边对 μ 求导得:

$$\frac{\partial^2 C}{\partial^2 \mu} \frac{d}{d\mu} = - (b-a) \frac{\partial k}{\partial \mu} - 2k - V - 2k - \mu V \frac{d}{d\mu} - 2\mu V \frac{\partial k}{\partial \mu}$$

整理得:

$$\frac{d}{d\mu} = \frac{-(b-a) \frac{\partial k}{\partial \mu} - 2k - V - 2\mu V \frac{\partial k}{\partial \mu}}{\frac{\partial^2 C}{\partial^2 \mu} + 2k\mu V} \dots (7)$$

式(7)表明,事后的惩罚力度 μ 越大,管理层进行利益输送的倾向越小。由于我国证券民事赔偿诉讼制度不健全、证券市场上信息真实性差、信息不对称等因素存在,中小股东一直处于弱势地位。如“大庆联谊”案作为中国首例证券民事赔偿案,从立案到最终判决持续了将近3年时间,而且法院判决的投资者得到的赔偿额与应诉标的相去甚远。作为首例通过判决结案的“共同诉讼”案,此案有着毋庸置疑的示范意义。然而由于耗时长,对犯案公司处罚力度较轻,难以起到强烈的惩戒和警示作用。相反,参与世界通信公司(WorldCom)债券承销的14家投资银行的赔偿总额高达近60亿美元,世通前总裁伯纳德·埃布斯被判25年监禁,创造了美国历史上证券欺诈赔偿的最高记录。因此对利用子公司进行利益输送的管理层施以严厉的法律处罚,特别是民事处罚和刑事处罚,将有效遏制管理层的利益输送倾向。

五、结论

上市公司管理层子公司持股作为我国资本市场上近年来出现的新现象,给股东、公司管理层、独立审计师、监管部门提出了新的课题。管理层子公司持股应强化其作为一种股权激励方式的功能,而非利益输送的新道具。通过模型分析,我们认为,在一定的约束范围内,上市公司管理层子公司持股具有股权激励的作用;相反,在约束条件之外,则有可能成为管理层进行利益输送的工具。本文的主要结论是:(1)管理层子公司持股比例超过其在上市公司持股比例越多时,管理层从上市公司向子公司进行利益输送的倾向越高。应对上市公司管理层在上市公司和子公司的持股比例差给予更多的关注。(2)政府对关联方交易监管越严厉,管理层进行利益输送的倾向越低。应加强对关联方交易的监管。(3)事

后的惩罚力度越大,管理层进行利益输送的倾向越低。应健全相应诉讼制度,加大对涉案管理层的处罚力度。

注释:

子公司是指一定比例以上的股份被另一公司所拥有或通过协议方式受到另一公司实际控制的公司。本文不考虑随着管理层持股比例的上升而导致子公司控制权转移的情况。

我们知道转移利润的成本是转移系数和实际转移的金额函数,为不失一般性,我们设其为 $F(\cdot, \cdot) \cdot V$, 将 μ 移入括号内得到 $C(\cdot, \cdot) \cdot V$, 本文中的转移利润成本系数指的是 $C(\cdot, \cdot)$ 而不是 $F(\cdot, \cdot)$ 。

监管者的惩罚如果要具备有效性,必定要求监管者对违规者的惩罚是边际递增的。在边际递增的函数中,二次函数是最简单的,也常被经济学研究使用。惩罚支出通常应与管理层实际收益的平方成正比,本文为计算简便起见,假定惩罚支出与管理层转移利润的平方成正比。

参考文献:

1. 黄洁、王宗军:《第一大股东持股比例与公司业绩的关系研究》,载《华东经济管理》,2007(2)。
 2. 李增泉、孙铮:《“掏空”与所有权安排——来自我国上市公司大股东资金占用的经验证据》,载《会计研究》,2004(9)。
 3. 罗本德、张宗益:《公司治理效率与投资者保护:一个理论分析框架》,载《管理工程学报》,2006(4)。
 4. 罗党论、唐清泉:《大股东利益输送与投资者保护——一个分析框架》,载《管理科学》,2005(10)。
 5. 唐清泉、罗党论:《现金股利与控股股东的利益输送行为研究——来自中国上市公司的经验证据》,载《财贸研究》,2006(1)。
 6. 高雷、王家祺等:《资金侵占与第一大股东持股比例》,载《统计与决策》,2007(10)。
 7. 罗党论、黄郡:《审计师与控股股东的“掏空”行为——来自中国上市公司的经验证据》,载《当代经济管理》,2007(2)。
 8. 吴联生:《审计意见购买:行为特征与监管策略》,载《经济研究》,2005(7)。
 9. 战勇、严太华:《公司治理中多重委托代理悖论与制度辅助——兼与冯根福商榷》,载《财经科学》,2007(3)。
 10. Bertrand, Marianne; Mehta, Parasand Mullainathan, Sendhil, 2002. “Ferretting out Tunneling: an Application to Indian Business Group.” *Quarterly Journal of Economics*, 118, pp. 121-148.
 11. Diane, Dennis and McConnell, John, 2003. “International Corporate Governance.” *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 38(3), pp. 1-36.
 12. Grossman, S. J. and Hart, O. D., 1988. “One Share-One Vote and The Market for Corporate Control.” *Journal of Financial Economics*, Vol. 20 Issue 1/2, pp. 175-202.
 13. Jensen, M. C. and Meckling, W. H., 1976. “Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs, and Ownership Structure.” *Journal of Financial Economics*, 3, pp. 305-360.
- (以下文献略)

(作者单位:武汉大学经济与管理学院 武汉 430072
贵州大学管理学院 贵阳 550025)
(责任编辑:陈永清)