

数量经济研究
第2卷 第2辑
2011年9月

The Journal of Quantitative Economics
VoL. 2. No.2
September 2011

管理层激励和股权结构的关联研究*

邹国庆 唐亮

(吉林大学商学院, 吉林, 长春, 130012; 东北师范大学商学院, 吉林, 长春, 130117)

摘要: 理论上, 管理层激励和股权结构存在关联, 本文选择2004到2009年1279家上市公司的数据, 通过构建管理层激励和股权集中度的关联模型, 利用动态面板数据方法进行估计, 本文的研究结论是: 管理层持股和股权集中度负相关, 而管理层货币薪酬和股权集中度正相关; 管理层权力越大, 股权结构越分散; 国有股比例和外部聘请和股权集中度正相关, 验证了管理层权力、薪酬激励等激励形式对股权结构的作用效果。

关键词: 管理层激励; 股权结构; 管理层权力

The Relationship of Management Incentives and Ownership Structure

Zou Guo-qing Tang Liang

(Business School, Jilin University, Changchun Jilin, 130012; Business School, Northeast Normal University, Changchun Jilin, 130117)

Abstract: In theory, management incentives related to ownership structure. This paper select 1279 listed companies from 2004 to 2009, we building management incentives and ownership concentration model, and use dynamic panel data estimation methods. The conclusion is: Management ownership negatively correlates to ownership concentration; monetary compensation positively correlates to management ownership concentration; management power is greater, the ownership structure is more dispersed; the proportion of state-owned shares and external hiring are positively correlates to ownership concentration. In this paper, we test and verify the effect of ownership structure.

Key Words: management incentives; ownership structure; management power

引言

***作者简介:** 邹国庆 (1957—), 男, 吉林大学商学院副院长, 教授, 博士生导师, 研究方向: 战略管理、企业管理理论, Email: zougq@jlu.edu.cn; 唐亮 (1979—), 男, 吉林省长岭县人 东北师范大学商学院教师, 于吉林大学商学院从事博士后研究; 研究方向: 金融结构, 货币政策; 通讯地址: 吉林省长春市净月大街 2555 号, 130117, 联系电话: 13504339050, Email: tangl123@nenu.edu.cn。

管理层激励和股权结构密切相关,股权分散的企业和股权集中的企业对管理层的监督作用是不同的,而监督和激励二者是替代的,因此,不同类型的股权类型,对管理层的激励会具有不同的特点,在这个假设的基础上,我们认为,股权集中的企业有利于对管理层的有效监督,因此,对管理层的激励会存在不足,而股权分散的企业则更加不利于对管理层的监督,因此股权分散的企业将会面临更加有效地激励合约设计问题,同样的,管理层薪酬、控制权、声誉效应等内容和股权结构的关联程度也存在着差别。

无论是国内还是国外,针对管理层激励问题的研究大多是集中在绩效、控制权、声誉效应以及管理层持股等问题的研究上,对管理层激励和股权结构的关联研究相对较少,和本文的研究范畴接近的文献主要是公司治理以及控制权对管理层激励的影响方面。首先是 Core 等(1999)的研究发现,当公司治理机制效率低下,包括董事会规模过大、CEO 与董事长两职合一、以及董事会成员对管理层不具备监督效率时,CEO 能够得到更高的报酬;这引发了控制权和薪酬合约设计的研究;在控制公司的实际权力上,管理层是内部人,而股东则是外部人,因此,内部人主导的薪酬设计方案将导致薪酬制度对管理层有利的结果, Bebchuk 等(2002)、Bebchuk 和 Fried(2003)的研究支持了这一理论判断; Kalyta 和 Magnan(2008)的研究也发现,如果 CEO 的权力高于董事会时,管理层就会利用这种权力得到更有保障的退休计划;周建波和孙菊生(2003)的研究发现管理层通常会以股权激励作为工具,利用管理层在董事会的影响,牺牲股东利益,实现自身利益最大化;吴育辉和吴世农(2009)的研究同样发现,中国上市公司管理层在股权激励方案设计时存在自利行为,这种自利行为表现为绩效考核指标过于宽松,管理层可以很容易的获得和行使股票期权;卢锐等(2008)的观点则是,管理层权力增加将导致更高水平的在职消费;王克敏和王志超(2007)的发现则很简洁:高管控制权的增加会提高高管的薪酬水平。

因此,本文从股权结构和管理层激励的角度出发,研究不同的股权结构下,管理层激励和股权结构的关联性,首先,我们给出理论假设和指标选择方法,其次,构建股权结构和管理层激励的关联模型,并给出估计,最后,针对实证结果进行分析,给出关于股权结构和管理层激励的有趣的结论。

1 理论假设和指标选择

1.1 理论假设

股权结构和管理层的激励合约设计是存在着显著的关联的,管理层激励程度的高低,激励方式的选择,都和股权的集中程度密切相关,在股权分散的企业中,管理层激励程度会更高,而股权集中的企业中,管理层激励的程度则相对较低,之所以出现这样的结果,原因在于股权的集中程度和股东对管理层的监督密切相关,股权集中的企业能够实现更加有效地监督,而股权分散的企业则难以对管理层形成有效的监督问题,在监督和激励二者替代的状态下,股权结构就必然和管理层激励相关。

(1) 股权集中企业的信息不对称

尽管股权集中程度的不同会导致不同的激励状态,然而必须注意的是,尽管股权集中的企业会具有较强的监督能力,然而由于内部人和外部人对信息的掌握程度的不同,较强的监督能力也不会完全消除代理成本,内部人可以通过会计造假、拉拢董事会成员、卸责和浪费

资源的方式来损害股东的利益，因此，代理成本的存在也注定任何类型的企业都需要对管理层的激励，区别在于程度的不同。

信息可以分为前瞻型信息和后顾型信息两种类型，通常我们都是利用后顾型信息来判断管理层的绩效，同样也利用后顾型信息来推断未来的结果，两种类型的信息区别在面对道德风险问题时，存在着较为明显的差别，原因在于过去的绩效和未来企业绩效并不相关，然而对于逆向选择问题则不同，推断管理层的能力时，不同时期的绩效评估往往相互关联。

股权结构的激励问题还体现在，股权集中的企业，更加容易出现监督者和管理层合谋的现象，监督者的选择是否不合适？是否在观测到了未来企业衰退的信息，监督者仍然会给予企业积极地评价？另外，监督者的才能和技能是否能适应企业未来的经营环境也是一个重要的问题。

（2）股权分散企业的市场监督问题

相对于股权集中的企业而言，股权分散的企业主要利用股票价格的波动实现监督，股票价格可以度量企业资产的未来价值，同样的，也包含了企业管理层行为对业绩的影响，因此，股票的持有者往往通过用脚投票的方式来实现对企业管理层的监督。

然而必须承认的是，股票市场的参与者，当且仅当他们希望从信息的搜集中获得收益时，才会花费成本搜集和评价现有资产的信息，然而如果二级市场规模较小，任何购买股票的动机都有可能引发股票价格的上升，这将使得企业价值被低估的这一私人信息的收益降低，相反，二级市场信息量大，规模也较大的时候，市场流动性较高的状态下，投资者将可以实现隐藏性的交易，从而从信息中获益，因此，股票市场参与者是否能有效监督企业管理层，取决于股票市场自身的规模和流动性。

这揭示了市场监督的两个局限，首先，股票的市场价格能部分的反映企业的现有资产价值，而不是准确反映，原因在于股票的市场价格也会受到其他形式的不确定性的影响，包括流动性；其次，如果对手是极具信息优势的投机者，那么和长期持有股票的人相比，由于流动性原因交易股票的股东将会获得更少的收益，因此，持有股票的投资者可能没有更好的动机对管理层进行监督，这就进一步导致了在股权分散的企业中，对管理层缺乏有效监督的事实。

（3）管理层的控制权和股权结构

管理层的行为会对股票买卖行为产生影响，管理层的激励合约设计也会影响到股票市场投资者的投资决策，同样，管理层的实际控制权越高，为了保证自己的控制权，管理层将倾向于促成股权分散的局面，这样做可以避免监督和对控制权更多的干涉，因此，赋予管理层更多控制权的激励合约显然会形成股权更加分散的结果。

由于管理层属于内部人，因此，也处于信息的优势方，在会计信息的披露选择上具有信息优势，管理层控制权越大，也就越容易和监督者串谋，从而稳固地位，并利用披露的信息实现有利于自己的结果，从这个角度来看，管理层能够利用信息披露的选择实现对股权结构的改变。

（4）积极型监督 and 投机型监督

监督公司的只能由外部人执行，包括董事会、审计师、大股东、大债权人、投资银行和评级公司等外部人和外部机构行使对企业管理层行为的监督职能，根据监督信息的分类，可

以将信息划分为前瞻型信息和后顾型信息,前者对应积极型监督,而后者则对应投机型监督。

积极型监督是为了提高投资者权益的价值而对管理层进行的干预,积极型监督者会搜集关于公司经理人的行为信息,对行为的结果进行判断,一旦发现管理层行为会损害投资者利益,积极型监督者将会采取行动进行干涉;投机型监督则是利用向后看的信息来评估公司的价值,投机型监督会利用所得的过去信息进行投资决策,监督得以实施的方式包括向其他投资者提供建议、用脚投票、法律诉讼等方式。

积极型监督得以实施的关键在于监督者的身份,事实上,取决于监督者的控制权。大股东可以通过董事会决策来实施干预,机构投资者会通过股东大会进行监督和干涉,而狙击者则通过收购行为来取得控制权,债权人也可以利用对控制权的要挟而迫使管理层让步。投机型监督能否生效则取决于市场效率和市场反应,在市场具有效率的状态下,投机型监督可以通过股票价格的波动实现对管理层行为的干涉。

然而,董事会很可能缺乏独立性,外部董事可能对公司缺乏关注,我们称为关注不足,同样的,对董事会成员的激励可能和公司绩效关联较小,另外,董事成员可能更加倾向于避免冲突,这些都导致了董事会的监督出现问题,同样的,会计师事务所也可能面临缺乏独立性、利益依赖、职业操守等问题而导致会计评估结果缺乏可信度,当企业面临债务危机时,债权人实际上处于相对弱势的地位,因为损失会因为破产而无法挽回,因此,积极型监督能起到的作用是有限的。

投机型监督过度的依赖于股票市场的效率,同样,信息也会对投机型监督的监督结果造成影响,显然当股票价格并不能反应企业的经营效果时,股票价格的波动对管理层的激励作用就是相对有限的。

因此,基于上述的分析,我们可以给出如下的假设:

- A. 管理层的货币薪酬和股权集中度负相关,然而这种相关性可能是不显著的。
- B. 管理层控制权越大,股权越分散,因为这样可以确保管理层控制权的稳定。
- C. 国有控股的公司会面临管理层控制权过大的问题,因为委托代理的关系更加复杂。
- D. CEO是企业创始人的控制权会更大,股权集中度会更高,同样的,外部聘请的总经理则会导致更加分散的股权。

1.2 指标选择

(1) 指标选择

根据假设,我们需要分析管理层的货币薪酬、控制权、国有股情况、是否企业创始人、是否外部聘请等方面的因素对股权结构的影响,因此,我们分别选择这5个方面的指标作为我们的研究样本。

货币薪酬包括货币薪酬、股票激励、期权激励三个方面的指标,同样的,这也是作为度量企业显性激励的指标,由于我国企业的股票激励和期权激励次数较少,且范围较小,因此,采用0,1变量来度量是否有该种激励,另外,引入管理层持股比例指标弥补数据的不足,事实上,这度量了管理层和股东的利益一致性。

控制权指标主要体现在任职年限和总经理、董事会职位合一上,任职年限和管理层权力正相关,总经理和董事会职位合一则管理层权力大,本章设立总经理任职情况指标度量总经

理是否和董事会职位合一，总经理任职年限和总经理任职情况二者综合度量了总经理的控制权。

国有股情况我们选择国有股比例进行度量，即在企业的总股本中，国有股所占的比例，此外，是否企业创始人和是否外部聘请也是我们度量企业总经理的重要指标。

作为度量股权结构的指标，我们选择股权集中度指标加以衡量，选择的股权集中度指标利用第一大股东持股比例来加以度量。

因此，我们给出指标选择的汇总结果如表 1 所示：

表 1 指标汇总

变量名称	单位	缩写
股权集中度	%	EC
管理层平均任职年限	年	MWY
高管年度报酬总额	万元	MR
高管持股比例	%	MSR
期权激励	有 1, 无 0	OE
股票激励	有 1, 无 0	SE
总经理任职情况	1,2,3,4,5: 注 ¹	GMP
任总经理年限	年	GMY
是否创始人	是 1,非,0	Founder
是否外部聘请	是 1,非,0	Outer
国有股比例	%	SSR

(2) 样本和数据区间

2004 年 1 月 1 日，《中央企业负责人经营业绩考核暂行办法》开始实施，首先对中央直属企业高级管理人员开始实行年薪激励考核，并逐步引入长期激励机制。方军雄（2009）认为中国上市公司似乎已逐步建立起基于业绩的薪酬制度。而 2004 年以前，我国上市公司尚未有完善的基于业绩的薪酬制度，因此，本章选择的数据区间为 2004 年到 2009 年共计 6 年的数据。

在公司选择上，我们剔除（1）管理层数据缺失的公司；（2）企业绩效指标缺失的公司；（3）高管薪酬数据缺失的公司；（4）ST和PT的企业；（5）金融和保险业的企业；最后得到符合条件的企业共计1279个，样本总数为7674个。

文中所涉及的数据来自于 Wind 数据库、国泰安数据库和巨灵财经金融服务平台，使用的统计软件为 stata11.0，二次数据开发利用 VBA 编程得到。

1.3 指标分析

表 1 中，对各个指标的情况进行了说明，股权集中度指第一大股东的持股比例，管理层平均任职年限则是所有管理层任职年限的平均值，高管年度报酬总额我们选择前三名高管的

¹ 总经理不在董事会任职，1；总经理兼任董事，2；执行董事，3；副董事长，4； 董事长，5

年度报酬加以度量，而期权激励和股票激励则因为样本较少，因此，用虚拟变量来加以度量，即存在期权激励、股票激励则设为 1，否则则设为 0，总经理任职情况分为 5 种情况，总经理兼任董事长，兼任副董事长，兼任执行董事，兼任董事，不在董事会任职，度量了总经理的权力大小，而任总经理年限也从任职时间上度量了控制权的大小，这两个指标是控制权指标，最后两个指标则是是否外部聘请和是否创始人。

表 2 给出了各个指标的描述性统计结果。

表 2 指标描述性统计量

指标	缩写	均值	中位数	最大值	最小值	标准差
国有股比例	SSR	11.83453	0	84.9984	0	22.16808
高管报酬总额	MR	82.8337	61	1516	0	86.23525
高管持股比例	MSR	1.182443	0.003105	74.8051	0	6.381742
是否创始人	Founder	0.203284	0	1	0	0.402468
是否外部聘请	Outer	0.371123	0	1	0	0.483137
股权集中度	EC	37.05552	34.52	85.23	0.82	15.67781
管理层平均任职年限	MWY	3.210555	3.071429	9.75	0	1.237918
股票期权激励	SE	0.008991	0	1	0	0.094402
股票激励	OE	0.003649	0	1	0	0.060298
管理层权力	GMP	2.782382	2	5	1	1.306161
任总经理年限	GMY	4.302745	3.616438	17.76164	0	2.786928

从描述性统计量的结果来看，所选择的 1279 家公司中，国有股比例的均值是 11.83%，最大值达到了 84.99%，最小值是 0，国有股比例指标的大小比较分散；而高管报酬总额的最大值达到了 1516 万元，最小值为 0 万元，均值为 82 万元，高管持股比例均值和中位数都比较小，表明我国上市公司中，高管所持有股票数量都较小；从这个角度来看，我国上市公司的高管由于其持有股票的较少数量，其利益和股东利益的一致性程度较弱，因此，管理层激励问题也会相对严重。

在我国上市公司中，20%的公司总经理是创始人担任，37%是由外部聘请，其余的则是企业管理层升任而来，从股权集中度的角度来看，第一大股东持股比例的均值是 37%，中位数是 34%，表明我国上市公司的第一大股东持股比例较高，股权较为集中，因此，监督作用会更加明显。

从管理层任职年限来看，平均高管任职 3.21 年，最长的高管任职接近 10 年，而管理层权利则表明，总经理兼任执行董事的公司数量较多，大多数公司的总经理，至少兼任公司的董事，总经理的任职年限平均上来看要长于管理层的平均任职年限，如果考虑到总经理任命管理层主要人员的权力，那么总经理任职时间长于管理层平均任职时间就是显然的。

问题在于，我国上市公司中，实施股票激励和股权激励的公司数量相当稀少，股权激励的均值为 0.89%，意味着只有 70 几家公司曾经在某一年度实施了股权激励，而股票激励的公司更少，均值还不到 0.4%，意味着我国上市公司的激励手段还相对比较单一，而且激励措施还不完善。

2 股权结构和管理层激励的关联

2.1 模型构建

为了判断管理层激励指标和股权结构的关联，构建模型（6.1）到（6.3）：

$$EC = \beta_0 + \beta_1 MR + \beta_2 MSR + \beta_3 OE + \beta_4 SE + \varepsilon \quad (1)$$

$$EC = \beta_0 + \beta_1 MWY + \beta_2 GMP + \beta_3 GMY + \varepsilon \quad (2)$$

$$EC = \beta_0 + \beta_1 SSR + \beta_2 Founder + \beta_3 Outer + \varepsilon \quad (3)$$

三个模型的被解释变量都是股权集中度，解释变量存在区别，模型（1）中，选择的解释变量包括管理层年度报酬总额，高管持股比例，期权激励，股票激励，度量管理层的货币薪酬；模型（2）中，解释变量包括管理层平均任职年限、总经理任职情况、总经理任职年限，度量总经理和管理层的权力；模型（3）中，选择的解释变量包括国有股比例，用于度量企业的委托代理状态，是否创始人、外部聘请度量企业总经理的来源。

对于模型（1），由于研究的是管理层和 CEO 的显性激励对股权结构的影响，因此，我们称为显性激励模型，对于模型（2），由于研究的是控制权对股权结构的影响，因此，我们称为控制权模型，对于模型（3），由于研究的是委托代理关系对股权结构的影响，因此，我们称为代理模型。

2.2 模型估计

首先，我们对显性激励模型、控制权模型和代理模型的设定形式进行检验，由于数据存在着截面过多，时间过短的特征，因此，无法检验截面效应和截面变参数，也无法估计截面变参数模型的结果，因此，我们仅仅针对时期特征进行检验。

（1）hausman检验

首先，我们给出时期固定效应和随机效应的Hausman检验结果如表6.3所示：

表 3 时期随机效应的 Hausman 检验

	卡方统计量	自由度	伴随概率
显性激励模型	39.7644	4	4.842e-08
控制权模型	68.935	3	7.216e-15
代理模型	66.9229	3	1.945e-14

从Hausman检验的结果可知，显性激励模型的伴随概率远远小于1%的显著性水平，同样，控制权模型和代理模型也得到了相同的结论，可以认为，无论是显性激励模型还是控制权模型，还是代理模型，都在1%的概率意义上拒绝了随机效应的原假设，因此，应该采用时期固定效应模型。

（2）F检验

进而，进行时期变参数的F检验，结果如表4所示：

表 4 时期变参数的 F 检验

F-统计量	自由度	伴随概率
-------	-----	------

显性激励模型	0.3733	(26, 7368)	0.9984
控制权模型	2.648	(15, 7650)	0.0005118
代理模型	6.133	(15, 7650)	5.15e-13

从F检验的结果可知，显性激励模型中，伴随概率都超过了0.9，意味着不存在时间变参数效应，控制权模型的伴随概率为0.0005118，而代理模型的伴随概率更小，都在1%的概率意义上拒绝了不存在时间变参数效应的原假设，因此，显性激励模型我们构建固定参数模型，而控制权模型和代理模型则构建时间变参数模型。

(3) 序列相关检验

为了更加合理的对模型进行设定，我们还针对残差进行序列相关检验，若残差具有序列相关特征，显然意味着我们应该选择动态面板数据模型进行估计，若残差是平稳的，则面板数据模型就可以很好的估计出最终的结果。

在序列相关检验中，我们给出两种检验方法，一种是Wooldridge检验，另外一种是Breusch-Godfrey检验，两种检验的统计量都是卡方统计量，伴随概率意味着接受不存在序列相关原假设的概率，其中，概率2.20e-16时意味着伴随概率小于该值。

表5给出了序列相关两种检验的结果。

表 5 序列相关检验

	Wooldridge检验		Breusch-Godfrey检验	
	卡方统计量	伴随概率	卡方统计量	伴随概率
显性激励模型	2974.765	2.2e-16	2000.824	2.2e-16
控制权模型	2570.401	2.2e-16	1916.778	2.2e-16
代理模型	1872.894	2.2e-16	1806	2.2e-16

序列相关检验的结果十分明显，无论是显性激励模型还是控制权模型，包括代理模型，三个模型的残差都具有显著的序列相关特征，Wooldridge检验和Breusch-Godfrey检验的伴随概率都小于2.2e-16，因此，模型构建中要考虑引入被解释变量的滞后项，构建动态面板数据模型进行估计。

(4) 模型设定形式和估计

因此，模型（1）、（2）和模型（3）分别变成如下形式：

$$EC = \beta_0 + \beta_1 EC_{-1} + \beta_2 MR + \beta_3 MSR + \beta_4 OE + \beta_5 SE + \varepsilon \quad (4)$$

$$EC = \beta_0 + \beta_1 EC_{-1} + \beta_2 MWY + \beta_3 GMP + \beta_4 GMY + \varepsilon \quad (5)$$

$$EC = \beta_0 + \beta_1 EC_{-1} + \beta_2 SSR + \beta_3 Founder + \beta_4 Outer + \varepsilon \quad (6)$$

针对模型（4），（5）和模型（6），我们进行动态面板数据估计，利用R2.12.0软件进行估计，表6到表8分别给出了显性激励模型、控制权模型和代理模型的动态面板估计结果。

表 6 显性激励模型的动态面板数据估计结果

参数估计	标准差	t-统计量	伴随概率
------	-----	-------	------

EC(-1)	0.91109723	0.00470728	193.5507	2e-16***
MR	0.00141119	0.00082216	1.7165	0.08613.
MSR	-0.02143895	0.01207160	-1.7760	0.07578.
OE	-1.19643010	1.09435812	-1.0933	0.27432
SE	0.26313643	0.70387835	0.3738	0.70854
R ²	0.85719	调整后的 R ²	0.85585	
F-统计量	7665.02	伴随概率	2.22e-16	

注：'***'表明伴随概率小于0.001%， '**'表明伴随概率小于0.1%， '*'表明伴随概率小于5%， '.'表明伴随概率小于10%

表6给出了显性激励模型的动态面板数据估计结果，从估计结果可以看出，股权集中度具有典型的路径依赖特征，自回归性质十分显著，估计结果中，OE和SE的参数估计结果并不显著的区别于零，可能的原因有两个，首先，由于实施股权激励和股票激励的上市公司总数相对较少，因此，股权激励和股票激励对股权集中度的作用并没有很显著的体现出来，其次，我国上市公司的股权激励和股票激励成功者寥寥，公布激励方案后，实际激励很难实现，因此，也会造成股权激励和股票激励并没有显著的影响企业的股权结构的事实。

然而，管理层的货币薪酬总额越高，股权集中度越高，同样的，管理层持股比例越高，企业的股权结构就越分散，二者都通过了10%的显著性水平的检验，含义可能在于，股权集中度越高，管理层越容易获得较高的货币薪酬，由于股权集中度高，更加容易形成大股东对小股东的代理，而管理层和股东之间的相互勾结也更加容易实现，因此，这将导致管理层具有较高的货币薪酬的结果；而管理层持股数量越大，股东持股越分散，这可能由两个方面的原因造成，首先，股东持股分散则更加难以形成对管理层的制约，因此，管理层在持股的状态下会获得更多的控制权，另一方面，管理层持股后，为了保证控制权，倾向于更加分散的股权结构，因此，这样的结果是合理的。

模型估计的拟合优度达到了0.85，调整后的拟合优度也达到了0.85以上，这表明模型的估计效果是理想的，而F统计量的结果则表明，模型总体是显著的，因此，可以判断该模型实现了较好的估计效果。

表 7 控制权模型的动态面板数据估计结果

	参数估计	标准差	t-统计量	伴随概率
EC(-1)	0.91209828	0.00467095	195.2705	2.2e-16***
MWY	-0.23466507	0.06861838	-3.4199	0.0006305***
GMP	-0.15693277	0.05637468	-2.7837	0.0053893**
GMY	0.00043141	0.03018364	0.0143	0.9885968
R ²	0.85759	调整后的 R ²	0.85639	
F-统计量	9614.29	伴随概率	2.22e-16	

注：'***'表明伴随概率小于0.001%， '**'表明伴随概率小于0.1%， '*'表明伴随概率小于5%， '.'表明伴随概率小于10%

表7给出了控制权和股权结构的关联分析结果，从模型的估计结果来看，拟合优度达到0.85以上，表明被解释变量能被解释变量很好的解释，而F统计量的估计结果则表明，模型总体是显著的。

从参数估计结果来看，相对于显性激励模型，控制权模型中，管理层平均任职年限和总经理任职情况的估计结果都是显著的，只有总经理任职年限的估计结果并不显著，同样的，股权结构的一阶滞后能够显著的解解释股权结构的当期值，这意味着股权结构本身存在着自相关的特征。

管理层任职年限和总经理任职情况对股权结构的作用都是反向的，且伴随概率表明，参数估计结果在1%的显著性水平上显著区别于零，模型估计结果可信，具体含义是，管理层任职年限越长，则管理层具有更大的权力，无论是从管理层和董事会之间的关系来看还是从管理层的内部信息掌握的角度来看，管理层控制权势必需要分散的股权结构来保证，因此，二者反向作用也就是合理的了；而从总经理的任职情况来看，总经理如果兼任董事，则股权的集中程度就要比不兼任董事降低15%，即大股东的持股比例会有显著的降低，而如果总经理兼任执行董事，这个比例会进一步的降低，因此，总经理的任职情况代表的CEO控制权将引发股权的分散化。

然而，总经理任职年限对股权结构的作用是不显著的区别于零的，原因可能在于总经理的任职年限和管理层的任职年限事实上起到了类似的作用，在管理层任职年限增加1年时，股权分散程度就会提高23个百分点，总经理任职年限的增加也会引发类似的作用，因此，这个估计结果解释了管理层为了保证控制权而做出的努力，即保证公司的股权处于相对分散的状态，而不是集中到股权导致的对控制权的干涉。

表 8 代理模型的动态面板数据估计结果

	参数估计	标准差	t-统计量	伴随概率
EC(-1)	0.9001388	0.0047133	190.9782	2.2e-16***
SSR	0.0728875	0.0052241	13.9521	2.2e-16***
Founder	-0.1959668	0.1959411	-1.0001	0.317285
Outer	0.4352194	0.1584809	2.7462	0.006046**
R ²	0.86148	调整后的 R ²	0.86026	
F-统计量	9928.62	伴随概率	2.22e-16	

注：'***'表明伴随概率小于0.001%， '**'表明伴随概率小于0.1%， '*'表明伴随概率小于5%， '.'表明伴随概率小于10%

从代理模型的估计结果来看，模型的估计效果是理想的，具体表现在模型的拟合优度较高，R方值达到了0.86，表明模型的解释变量能解释被解释变量变化的86%以上的水平，同样的，表明模型总体显著的F统计量结果也是良好的，模型具有总体上的显著性。

从参数估计的结果来看，有趣的是，国有股比例和外部聘请的总经理，对股权集中度有正向的作用，而企业创始人的作用则不明显，尽管参数符号为负，然而，伴随概率达到了0.31以上，不能拒绝参数为零的假设。

国有股比例和股权集中度正相关的原因在于，国有股比例越高的公司，显然第一大股东是国有股，因此，股权集中度也就会越高，同样的，在股权分置改革实施之后，国有股减持速度快的公司股权结构越分散，而国有股减持比例越小的公司，其股权集中度也就会越高，因此，股权集中度势必和国有股比例相关，而且这种关系是同向的，从另外的角度来看，国有股比例高的公司，非流通股所占比例很高，能在市场流通的股份数量更少，因此导致股权的分散化程度很难提高，相反，市场流通股份多的企业，股权分散过程可以通过二级市场的交易来实现，因此，股权分散化程度和国有股比例之间的关系是显著的，这符合我国的现实情况。

外部聘请的总经理会导致更高的股权集中度，可能的原因是，只有股权集中的上市公司，才能更加容易的就外部聘请总理事项达成一致，同样的，和国有股比例有关的是，国有上市公司只能存在外部聘请的总经理，而很少存在企业创始人担任总经理的情况，尤其是由于国有企业总经理的行政级别，导致总经理容易流动于企业的经理层，也会在公务员层面流动，因此，国有股比例越高的公司，往往会从外部聘请总经理，而外部聘请总经理，往往是股权集中的上市公司。

作为创始人的总经理，股权可能会集中，一般情况下，股权会集中在创始人手中，当然，如果企业面临经营困境，为了避免企业风险累积，股权作为控制权的表现，也可能会分散，作为创始人的股东将自己的股份出售，换取企业长远发展的机会或者换取规避风险的机会，这些情况都是可能发生的，因此，总经理是企业创始人的情况下，股权集中度并没有体现出明显的正向或者负向的关系。

3 实证结论分析

在前文，我们给出了四个基本假设，包括管理层的货币薪酬和股权集中度负相关；管理层控制权和股权结构负相关；国有控股公司的管理层控制权会更大；同时 CEO 是企业创始人时，股权集中度会更高，而外部聘请的总经理则会导致更加分散的股权。

经过实证分析，我们发现，实证结果和理论假设存在一定的区别。

1. 管理层持股和股权集中度负相关，而管理层货币薪酬和股权集中度正相关

显然，令人费解的是，管理层货币薪酬和股权集中度正相关，管理层持股越多，导致越分散的股权结构这一事实相对容易理解。

我们给出的原因是，管理层薪酬在股权集中度高的公司中更加容易实现较高水平，同时股权集中度高的公司，董事会和CEO更加容易相互勾结，形成对其他股东的代理，通过提高代理成本，管理层薪酬得以提高，而管理层持股比例和股权集中度的负相关表明，管理层为了稳定自己的控制权，会倾向于形成更加分散的股权结构，这是合理的。

2. 管理层权力越大，股权结构越分散

这一结论和我们的理论假设是相符的，管理层权力的提高会导致更加分散的股权结构，原因在于管理层为了确保控制权，必然希望监督力量更弱，同样的，管理层可以通过公司的经营决策来实现这一点。

3. 国有股比例和外部聘请和股权集中度正相关

国有股比例和外部聘请的CEO会导致更加集中的股权，这一点和我们的理论假设存在

差别, 考虑到国有股减持中的种种问题, 越多的国有股就会导致越少的流通股份, 因此, 股权分散的过程会缺乏市场支持, 因此, 国有股比例和股权集中度同向变化是合理的, 同样的, 外部聘请的CEO在股权集中度较高的企业中较容易达成一致, 更为重要的是, 国有股比例越高的上市公司, 其CEO外部聘请的可能性就越大。

因此, 显然的是, 从管理层的自身行为和自利特征来看, 管理层会为了维持控制权、实现较高的货币薪酬, 和大股东勾结, 同样的, 分散的股权结构有利于管理层实现自身利益的最大化, 而实证结果也表明, 管理层权力和股权集中度是负相关的, 因此, 探究一个合理的股权集中度, 来遏制股东和管理层的勾结, 同时保证合理的监督力量是重要的。

参考文献

- [1] Ang J S, Cole R A, Lin J W. Agency costs and ownership structure [J]. *The Journal of Finance*, 2000, 55(1): 81-106.
- [2] Baker G P, Jensen M C, Murphy K J. Compensation and incentives: Practice vs. theory [J]. *The Journal of Finance*, 1988, 43(3): 593-616.
- [3] Baker G, Gibbons R S, Murphy K M. Subjective performance measures in optimal incentive contracts [J]. 1993.
- [4] Baliga B R, Moyer R C, Rao R S. CEO duality and firm performance: what's the fuss?[J]. *Strategic Management Journal*, 1996, 17(1): 41-53.
- [5] Banker R D, Potter G, Srinivasan D. An empirical investigation of an incentive plan that includes nonfinancial performance measures [J]. *Accounting Review*, 2000: 65-92.
- [6] Bebchuk L A, Fried J M, Walker D. Managerial power and rent extraction in the design of executive compensation [J]. 2002.
- [7] Bebchuk L A, Fried J M. Pay without performance: Overview of the issues [J]. *Journal of Applied Corporate Finance*, 2005, 17(4): 8-23.
- [8] Bushman R, Engel E, Smith A. An analysis of the relation between the stewardship and valuation roles of earnings [J]. *Journal of Accounting Research*, 2006, 44(1): 53-83.
- [9] Cyert R M, Kang S H, Kumar P. Corporate governance, takeovers, and top-management compensation: Theory and evidence[J]. *Management Science*, 2002: 453-469.
- [10] Dow J, Raposo C C. CEO compensation, change, and corporate strategy [J]. *The Journal of Finance*, 2005, 60(6): 2701-2727.
- [11] Dugger W M. Pay without Performance: The Unfulfilled Promise of Executive Compensation [J]. *JSTOR*, 2005. 39, 1083-1086.
- [12] Fried J M, Walker D I, Bebchuk L A. Managerial Power and Rent Extraction in the Design of Executive Compensation [J]. *University of Chicago law review*, 2002, 69(3): 751-846.
- [13] Fried J. Executive compensation as an agency problem [J]. 2003.
- [14] Holmlstrom B. Pay without performance and the managerial power hypothesis: A comment [J]. *J. Corp. L.*, 2004, 30: 703.

- [15] Kaplan S N, Rauh J. Wall Street and Main Street: What Contributes to the Rise in the Highest Incomes? [J]. 2007.
- [16] 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(011):73-87.
- [17] 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(007):111-119.
- [18] 夏纪军, 张晏. 控制权与激励的冲突——兼对股权激励有效性的实证分析[J]. 经济研究, 2008(003):87-98.
- [19] 徐向艺, 王俊韡, 巩震. 高管人员报酬激励与公司治理绩效研究[J]. 中国工业经济, 2007, 2(94):100.
- [20] 杨贺, 马春爱. 高级管理层激励, 企业特征与 X-效率问题[J]. 经济科学, 2004, 5.
- [21] 杨皎平, 徐维隆, 赵宏霞. 产业集群下经理人隐激励机制作用效果分析[J]. 管理评论, 2010, 22(005):63-68.
- [22] 姚伟峰, 鲁桐, 何枫. 股权分置改革, 管理层激励与企业效率: 基于上市公司行业数据的经验分析[J]. 世界经济, 2009(012):77-86.
- [23] 张俊瑞, 赵进文, 张建. 高级管理层激励与上市公司经营绩效相关性的实证分析[J]. 会计研究, 2003(009):29-34.
- [24] 张鸣, 陈震. 高管报酬隐性激励的实证研究[J]. 财经研究, 2006, 32(003):56-63.
- [25] 赵昌文, 庄道军. 中国上市公司的有效控制权及实证研究[J]. 管理世界, 2004(011):126-135.
- [26] 郑志刚. 经理人掠夺视角的股权激励设计: 承诺价值和外部法律环境的影响[J]. 金融研究, 2006(012):92-102.
- [27] 周建波, 孙菊生. 经营者股权激励的治理效应研究[J]. 经济研究, 2003, 5.