

西安理工大学青年社科创新团队丛书



经济管理学术文库·经济类

终极控股股东与高管股权激励冲突 对研发投资的影响研究

The Impact of Disagreement between Exetreme
Controlling Shareholder and TMT Ownership
Incentive on R&D Investment

康 华 / 著



经济管理出版社
ECONOMY & MANAGEMENT PUBLISHING HOUSE

国家自然科学基金面上项目：基于风险行为视角的高管晋升激励对企业研发投入的影响研究（71472151）
中国博士后基金面上项目：高管晋升激励、风险偏好与企业创新（2014M552472）



经济管理学术文库·经济类

终极控股股东与高管股权激励冲突 对研发投入的影响研究

The Impact of Disagreement between Exetreme
Controlling Shareholder and TMT Ownership
Incentive on R&D Investment

康 华/著



经济管理出版社
ECONOMY & MANAGEMENT PUBLISHING HOUSE

图书在版编目 (CIP) 数据

终极控股股东与高管股权激励冲突对研发投资的影响研究/康华著. —北京:
经济管理出版社, 2018.7
ISBN 978-7-5096-5862-8

I. ①终… II. ①康… III. ①企业—技术开发—投资—研究 IV. ①F273.1

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2018) 第 142141 号

组稿编辑: 杨国强

责任编辑: 杨国强 张瑞军

责任印制: 黄章平

责任校对: 王淑卿

出版发行: 经济管理出版社

(北京市海淀区北蜂窝 8 号中雅大厦 A 座 11 层 100038)

网 址: www.E-mp.com.cn

电 话: (010) 51915602

印 刷: 三河市延风印装有限公司

经 销: 新华书店

开 本: 720mm×1000mm/16

印 张: 12.25

字 数: 202 千字

版 次: 2018 年 8 月第 1 版 2018 年 8 月第 1 次印刷

书 号: ISBN 978-7-5096-5862-8

定 价: 68.00 元

·版权所有 翻印必究·

凡购本社图书, 如有印装错误, 由本社读者服务部负责调换。

联系地址: 北京阜外月坛北小街 2 号

电话: (010) 68022974 邮编: 100836

前 言

股东与管理层之间的代理问题是公司治理研究的核心问题。一般而言，高管激励可以有效地缓解这一问题，但很少有研究关注高管激励可能引起的负面效应，所以现有研究并没有完整地、全面地分析高管激励这一措施的效果和影响。

本书从高管激励的视角出发，以控制权理论、激励理论和研发投资决策理论的相关文献为基础，按照理论模型分析、研究假设提出、实证数据检验的思路，对高管激励可能引起的控股股东与高管之间的利益冲突以及这一冲突对研发投资的影响进行了研究，从而揭示出高管激励这一措施的两面性及其对公司研发投资决策的影响。本书研究取得的主要创新之处在于：

第一，构建了控股股东与高管激励的冲突模型。博弈模型分析的结果显示，高管激励在解决股东和管理层之间第Ⅰ类代理问题的同时，往往会造成高管与控股股东之间产生利益冲突，而且随着高管激励程度的增加，高管与控股股东之间发生利益冲突的可能性也会逐渐增加。即使放松相关假设后，这一冲突仍会发生，因此高管与控股股东之间的冲突具有客观性和必然性。这一结论表明，高管激励也存在一定的负面效应，而且如果是股权激励的话，高管激励可以将第Ⅰ类代理问题转化为第Ⅱ类代理问题。



第二，实证检验了股权激励引起的控股股东与高管的利益冲突的客观性及这一冲突对研发投资的影响。本书采用 2005~2008 年我国上市公司的数据，对高管股权激励引起的终极控股股东与高管之间利益冲突的客观性以及这一利益冲突对研发投资的影响进行了实证分析，结果显示：控股股东的终极所有权、终极控制权与研发投入显著负相关，而同时董事会、董事长、管理团队的股权激励与研发投入显著正相关。由此我们可以发现，在研发投入上，高管与控股股东存在着十分明显的利益分歧和冲突，而且研究发现，终极所有权、终极控制权会调节高管（董事会、董事长、管理团队）激励对研发投入的激励作用，即终极控股股东与高管（董事会、董事长、管理团队）的利益冲突会对研发投入产生显著影响。

第三，实证研究还发现，股权激励引起的控股股东与总经理之间的冲突对研发投入没有显著影响。实证结果显示：总经理股权激励与研发投入显著正相关，控股股东的终极控制权、终极所有权与研发投入显著负相关。由此我们发现：在研发投入上，总经理与控股股东之间存在着明显的利益分歧和冲突。但进一步研究发现：终极控制权、终极所有权并不能显著调节总经理股权激励对研发投入的激励作用，即终极控股股东与总经理之间的利益冲突并不能显著影响研发投入，总经理股权激励具有独立性。这一结果为我国上市公司的现代企业制度和公司治理的改进提供了经验证据。

综上所述，高管激励在解决第 I 类代理问题的时候，也会造成控股股东与高管之间的利益分歧或利益冲突，由于控股股东和高管对企业经营都具有重要的影响，因此高管激励引发的这一利益冲突会对企业研发投入产生重要影响。特别是高管股

权激励能够将股东与高管之间的第Ⅰ类代理问题转变成为大股东与小股东之间第Ⅱ类代理问题，于是构建起两类代理问题相互转化的理论分析框架，从而能够更加真实、客观地揭示出我国公司治理的特点。所以，本书的研究有助于我们正确认识高管激励的作用和效果，有助于我们更加合理、科学地设计高管激励措施，降低企业内部的代理成本，促进企业治理机制的完善和内部治理效率的提升。

目 录

第一章 绪论	1
第一节 现实背景	1
一、较低的研发投入水平	1
二、股权激励引发的新代理问题	4
三、有争议的薪酬激励和薪酬差距	6
第二节 理论背景	9
一、代理理论的最新发展	10
二、激励理论的最新进展	12
三、研发活动决定因素的进展	13
第三节 研究问题的提出	15
一、研究问题的提出	15
二、关键概念的界定	20
第四节 研究内容与论文框架	23
一、研究内容	23
二、本书框架	25
第二章 相关文献评述	27
第一节 终极控制权的研究进展	27



一、国外研究进展	27
二、国内研究进展	31
第二节 高管股权激励的进展	32
一、基本概念	32
二、研究进展	33
第三节 研发投资的影响因素	34
一、内部因素	36
二、外部因素	39
三、其他因素	40
第四节 小结	42
一、终极控制权	42
二、高管激励	43
三、研发投资的影响因素	44
第三章 理论模型与研究假设	47
第一节 我国企业中代理问题的现状	47
一、股东与管理层之间的代理问题	48
二、大小股东之间的代理问题	49
三、两类代理问题共存的现状	51
第二节 控股股东与高管冲突模型	52
一、基础模型	52
二、完整模型	56
三、模型的进一步研究	67
第三节 控制权与激励冲突对投资的影响模型	71
第四节 研究假设的提出	74
一、终极控股股东与研发投资	74



二、高管股权激励与研发投入	76
三、终极控制权与激励冲突对研发投入的影响	77
第五节 小结	80
第四章 研究设计	83
第一节 研究样本	83
一、样本选择	83
二、样本筛选	84
第二节 研究变量的设定	85
一、因变量	85
二、自变量	86
三、控制变量	88
第三节 研究模型的设定	91
一、终极所有权与激励冲突的模型	91
二、终极控制权与激励冲突的模型	91
第四节 小结	92
第五章 实证分析与检验	93
第一节 终极所有权与高管股权激励冲突对研发投入的影响	93
一、终极所有权与董事会激励的冲突	94
二、终极所有权与管理层激励的冲突	103
第二节 终极控制权与高管股权激励冲突对研发投入的影响	112
一、终极控制权与董事会激励的冲突	112
二、终极控制权与管理层激励的冲突	121



第三节 实证结果的分析与讨论	130
一、终极所有权、终极控制权和超额控制权对 研发投资的影响	130
二、高管股权激励及其与终极控股股东的冲突对 研发投资的影响	131
第四节 小结	132
第六章 结论与展望	135
第一节 研究结论及创新点	135
一、研究结论	135
二、主要创新	138
第二节 研究不足及展望	140
一、研究不足	140
二、研究展望	141
参考文献	143
后 记	185

第一章 绪 论

我国企业研发投入水平较低、自主创新能力较差是一个十分普遍的现象，虽然政府陆续出台了多项政策和措施，但并未从根本上改变这一现象。现有研究认为，研发投资的一些结果会引起股东和管理层的利益分歧，形成十分明显的 PA 代理问题。为了缓解这一代理问题，股东往往采取各种激励措施来协调和统一委托人及代理人的利益诉求。不过，最新的研究发现，高管激励在缓解 PA 代理问题的同时，往往会造成新的 PP 代理问题，所以本书从高管激励产生的新的代理问题角度出发，分析和研究高管激励可能引起的新的利益冲突及影响，而研究这一问题的主要现实和理论背景如下所述。

第一节 现实背景

一、较低的研发投入水平

经过 40 年的改革开放，我国经济得到了长足的发展，经济总量仅次于美国，已经跃居世界第二。同时，我国也成为世界



制造业大国，主要工业产品都跃居世界第一。随着宏观经济的持续增长和经济规模的不断提升，我国政府逐渐意识到经济增长方式转变的必要性和紧迫性。为此，2006年，时任国家主席胡锦涛在全国科技大会上宣布中国未来15年科技发展的目标：2020年建成创新型国家，使科技发展成为经济社会发展的有力支撑。中国科技创新的基本指标是，到2020年，经济增长的科技进步贡献率要从39%提高到60%以上，全社会的研发投入占GDP比重要从1.35%提高到2.5%。2007年，党的十七大报告明确指出：“提高自主创新能力，建设创新型国家。这是国家发展战略的核心，是提高综合国力的关键。”在国家政策的引导下，我国全社会的研发投入水平不断上升。据科技部的统计数据显示，我国R&D经费投入强度（R&D经费与国内生产总值GDP之比）从2004年的1.23%提高到2016年的2.11%，R&D经费规模也增加到1.5万亿元。尽管我国与日本（3.49%）、德国（2.94%）、美国（2.81%）R&D经费投入强度相比仍有较大的差距，但已经超过欧盟28国平均1.92%的投入强度，达到中等发达国家R&D经费投入强度水平。

但与此同时，国民经济40年持续、稳定的高速发展造成我国企业注重“量”的发展，而忽视了“质”的提升。在技术创新方面则主要表现为善于模仿而少于创新，我国企业的研发能力和自主创新能力严重滞后于经济发展对技术创新的要求。特别是在2007年金融危机之后，我国企业自主创新能力滞后的软肋暴露无遗。《第二次全国科学研究与试验发展（R&D）资源清查主要数据公报》披露：2009年全国规模以上企业开展科技研发活动的仅占25%，全国规模以上企业研究开发支出占企业销售收入的比重仅为0.69%，其中大中型企业为0.76%，高新技术

企业平均为 2%；只有万分之三的企业拥有自主知识产权（见图 1-1）。这说明，整体上我国设有研发机构的企业少，研发投入强度低，创新能力明显不足。同时，我国对外技术依存度仍然高达 50%以上，拥有自主知识产权核心技术的企业仅占 0.3‰，90%以上企业未申请专利。针对我国企业自主创新能力滞后的现状，我国政府曾多次出台相关政策和措施。但是，在国家政策支持和投入不断加大的背景下，我国企业的自主创新和研发活动并没有得到显著的改善，这可能是因为研发活动本身的特点和我国企业发展现状双重因素造成的。

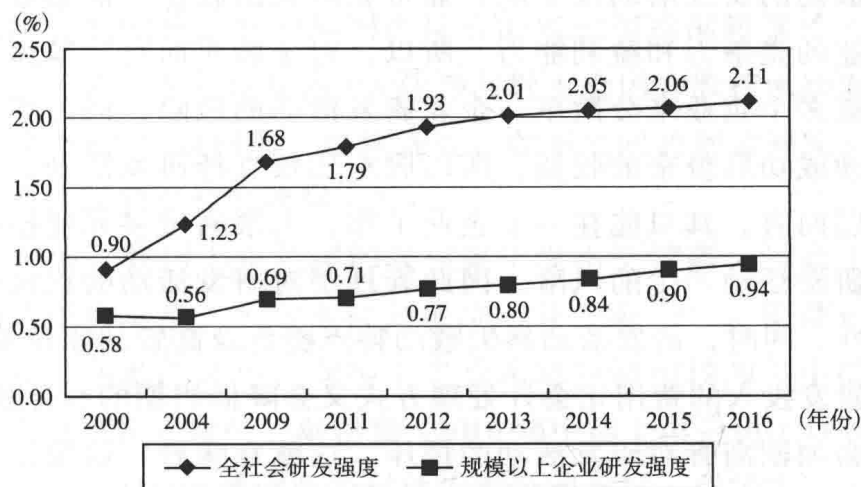


图 1-1 我国历年研发投入情况

与其他经营活动相比，研发活动具有以下几个方面的特点：

(1) 风险高。研发活动往往是在某一专业领域从事最新、最前沿的探索和研究，是对现有技术、工艺等的突破，而这种创新和突破往往蕴含着巨大的不确定性，这种不确定性就意味着企业研发活动失败的可能性很大，由此导致企业面临较高的风险。



(2) 周期长, 投入大。由于研发活动是对现有技术、工艺的改变和突破, 因此需要进行长时间的、持续的投入才有可能实现这一目的, 而随着周期的拉长, 研发活动的投入必然增加, 由此导致研发活动的投入规模较大, 时间较长。

(3) 研发投入费用化影响当期业绩。按照目前的会计政策, 企业可以根据研发投入的情况自行决定费用化和资本化。多数情况下, 企业都会将当期的研发投入进行费用化会计处理, 这一会计处理方式会直接影响到当期会计盈利水平。

当然, 由于研发活动风险高, 成功率小, 周期长, 投入大, 因此成功的研发活动也会给企业带来巨大的收益, 能够显著提高企业的竞争力和盈利能力。所以, 对于股东而言, 其可以通过投资多个企业来分散单一企业研发活动的风险, 同时享受研发活动成功后带来的收益, 所以股东比较支持研发活动。而对管理层而言, 其只能在一个企业工作, 无法通过多元化投资来分散研发活动产生的风险, 因此管理层对研发活动的积极性相对较低。同时, 研发活动易失败的特点会危及高管的职位安全, 而且研发投入的费用化会计处理方式又会降低当期的会计盈余, 这都会加剧高管对研发活动的排斥。这就意味着, 研发活动的特点导致股东和管理层对研发活动持不同的态度及观点, 从而可能造成一定的分歧和冲突, 而这一潜在的分歧和冲突必然会对企业的研发活动产生实际影响。

二、股权激励引发的新代理问题

一般而言, 企业的内部因素是影响企业自主创新和研发投资的主要因素, 而在所有的影响因素中, 负责决定和执行企业研发投资的股东及管理层就显得尤为重要和关键。如前文所述,



研发活动会给股东和管理层带来不同的收益及风险，而管理层出于自身利益和风险的考量，往往会减少研发支出，而这样的“短期行为”会影响到企业的竞争力和价值。为了缓解这一问题，企业往往采用股权报酬这一措施来激励管理层，将管理层的利益与股东的利益结合在一起，引导其按照股东的利益诉求作出经营、管理决策。由于管理层持有股权，出于自身的长期收益，管理层在经营决策时会考虑到企业未来的成长性、竞争力和企业价值，并由此实现自身的经济回报，所以股权激励能够很好地协调研发活动造成的股东和管理层的分歧，促进管理层支持研发支出这种长期投资。但同时，随着股权激励等相关激励措施的实施，管理层因为持有的股权而逐渐转变成为中小股东的一员，于是传统的 PA 代理问题也会因为股权激励而逐渐转变成为 PP 代理问题，也就是说，股东之间的利益冲突必然会发生发生在控股股东和管理层之间。

目前，我国上市公司的股权集中度水平较高，远高于国外市场的平均水平，大股东控制现象十分普遍^[1-2]。即使是在完成股权分置改革之后，我国上市公司股权结构较为集中的局面也没有得到根本改变。据德勤《2010 年中国上市公司治理调查报告》显示，24% 的被调查公司认为本公司存在一股独大，股权高度集中，控股股东占统治地位的现象，83% 的被调查公司第一大股东的份额大于第二大股东和第三大股东的合计。除了直接持股以外，我国很多上市公司的控制人还通过交叉持股等方式控制上市公司。较高的股权集中度往往意味着控制权与现金流权的分离，导致控股股东与中小股东利益不一致的现象，而且这一代理问题成为像我国这样的新兴市场中企业的主要代理问题。企业的终极控股股东通过交叉持股、控制董事会等多种形式拥



有超过其所有权（现金流权）的控制权，而且随着两权分离度的加大，终极控股股东掠夺中小股东的可能性加大，最终终极控股股东往往会利用手中的控制权为自身谋取利益，于是上市公司成为利益攫取的目标，这样中小股东的利益也必然受到损害。类似的“掏空”行为在我国资本市场曾经十分常见，为此中国证监会 2003~2005 年先后发布多项政策和文件规范及整顿关联交易、资金占用这类的“掏空”行为。由于终极控股股东普遍存在的现象没有改变，“掏空”的动机并不会发生任何变化，因此终极控股股东鉴于政策和市场的压力会采取新的掠夺方式及手段。加之，终极控制权的长期性和稳定性，使这种自利动机和“掏空”行为也具有长期性及广泛性。

由于股权激励导致管理层逐渐转变成为中小股东的一分子，而两权分离导致控股股东和中小股东产生实质的利益分歧，并且控股股东利用手中的控制权会掠夺中小股东的利益，由此会直接造成控股股东和管理层的利益冲突。作为企业主要的决策者和经营管理者，控股股东和管理层之间的利益冲突必然会对企业主要的经营决策活动产生影响，特别是像研发投资这样收益不确定、周期长、投入大的活动，更会受到控股股东与管理层之间的利益冲突和分歧的影响。

三、有争议的薪酬激励和薪酬差距

为了提高企业管理层的工作积极性，我国普遍开展了企业管理层的薪酬改革，由此也拉开了我国企业高管涨薪的序幕。据有关数据显示，与原来计划体制下相比，高管与员工的薪酬差距明显拉大：原来差距在 1~5 倍之内的企业占比从 74.99% 下降到 52.39%，而差距在 8 倍以上的占比由原来的不到 10% 增长



到 24.53%。其中最为引人注目的是国有控股企业，高管与员工薪酬差距幅度更大，2002 年高管与员工薪酬差距为 12 倍，为此 2008 年财政部和 2009 年人力资源和社会保障部等国家相关部门分别出台了《国有企业负责人薪酬管理办法》《关于进一步规范中央企业负责人薪酬管理的指导意见》，规定了高管薪酬的范围，但实际情况却是，高管薪酬犹如脱缰野马不受控制，收入差距不但没有缩小反而不断扩大。据 2010 年全国总工会的收入专项调查显示，国企高管与一线职工收入相差 18 倍，其中两成的员工三年之内没有涨薪。从图 1-2 可以发现，我国上市公司的内部薪酬水平在过去 10 年也有了大幅的提升，所以我国企业内部薪酬差距不断拉大是一个十分普遍的现象。

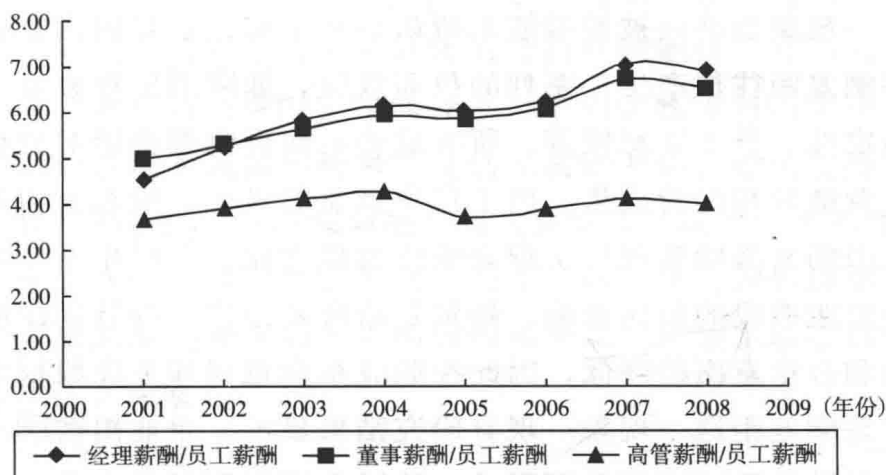


图 1-2 中国上市公司高管薪酬与员工薪酬差距趋势图（中位数）

企业内薪酬差距不断扩大的主要原因是高管薪酬保持了较快的增长。安永《2011 年中国内地及香港地区高管薪酬调研报告》显示，内地 A 股公司首席执行官（CEO）总体现金薪酬的中位值在 2009 年全球金融危机的环境下增加了 5%，2010 年的增