

学校编码: 10384
学号: 32120141150658

分类号_____密级_____
UDC_____

厦 门 大 学

硕 士 学 位 论 文

高管激励、股权制衡与资金占用
——基于股权质押视角

Executive Incentive, Equity Balance and Capital Occupying
——From the Perspective of Stock Pledge

黄忠煌

指导教师姓名: 李常青 教授
专业名称: 财 务 学
论文提交日期: 2017 年 月
论文答辩时间: 2017 年 月
学位授予日期: 2017 年 月

答辩委员会主席: _____

评 阅 人: _____

2017 年 月

厦门大学学位论文原创性声明

本人呈交的学位论文是本人在导师指导下，独立完成的研究成果。本人在论文写作中参考其他个人或集体已经发表的研究成果，均在文中以适当方式明确标明，并符合法律规范和《厦门大学研究生学术活动规范（试行）》。

另外，该学位论文为（ ）课题（组）的研究成果，获得（ ）课题（组）经费或实验室的资助，在（ ）实验室完成。（请在以上括号内填写课题或课题组负责人或实验室名称，未有此项声明内容的，可以不作特别声明。）

声明人（签名）：

年 月 日

厦门大学学位论文著作权使用声明

本人同意厦门大学根据《中华人民共和国学位条例暂行实施办法》等规定保留和使用此学位论文，并向主管部门或其指定机构送交学位论文（包括纸质版和电子版），允许学位论文进入厦门大学图书馆及其数据库被查阅、借阅。本人同意厦门大学将学位论文加入全国博士、硕士学位论文共建单位数据库进行检索，将学位论文的标题和摘要汇编出版，采用影印、缩印或者其它方式合理复制学位论文。

本学位论文属于：

1. 经厦门大学保密委员会审查核定的保密学位论文，
于 年 月 日解密，解密后适用上述授权。

2. 不保密，适用上述授权。

（请在以上相应括号内打“√”或填上相应内容。保密学位论文应是已经厦门大学保密委员会审定过的学位论文，未经厦门大学保密委员会审定的学位论文均为公开学位论文。此声明栏不填写的，默认为公开学位论文，均适用上述授权。）

声明人（签名）：

年 月

摘 要

随着我国资本市场的不断发展,越来越多的公司选择公开发行的方式来募集生产经营所需资金。股东通过质押上市公司股权,可以在不丧失控制权的条件下便捷且低成本地进行融资。股权质押融资正是在这样的背景下发展起来的。

但是大股东往往把股权质押当作融资方式的次选,因为股权质押在股价崩盘和大股东财务困境时会使大股东资金流进一步紧张,甚至丧失公司控制权。因此,大股东往往只有在面临融资约束时才会选择股权质押融资,而这时大股东通过资金占用“掏空”上市公司的动机就很强烈。

如何从公司内部寻找有效的机制设计约束大股东在股权质押情境下的“掏空”行为,需要结合我国“一股独大”、传统公司治理机制作用有限这些实情。本文从大股东股权质押角度出发,以我国 A 股市场上市公司为研究样本,验证了大股东在股权质押背景下的资金占用行为,探究了高管激励减缓大股东在股权质押背景下“掏空”行为的作用。在此基础上,进一步研究了高管的监督作用在何种股权结构下更能发挥作用。

本文通过实证研究分析发现: 1、大股东在股权质押后“掏空”上市公司的情况普遍存在; 2、上市公司对高管进行股权激励,能够有效地减缓大股东在股权质押情境下的“掏空”行为; 3、股权制衡较好时,高管减缓“掏空”的作用更明显。

关键词: 股权质押; 资金占用; 高管激励; 股权制衡

Abstract

With the continuous development of Chinese capital market, an increasing number of companies choose public offering to raise funds for production and operation. Major shareholders might pledge copy rights in order to raise funds conveniently as well as cost-effectively without losing control. In this kind of environment, pledge of stock rights has made great strides.

Pledge of stock rights is not the priority for fundraising, because the major shareholders may suffer tight cash flow and even the loss of companies controlling when the stock price collapses. Only when the major shareholders find themselves in financial distress, they may choose pledge of stock rights for fundraising. It was incentive that major shareholders' motivation of "tunneling" listed companies by occupying funds at this time.

When we design effective mechanism within the firms to constraint behaviors of "tunneling" listed companies, these facts about one share in dominated proportion and the limited effectiveness of traditional management of companies should be considered. In this paper, using A-share companies as a sample, we verified the fact that major shareholders' capital occupation from the perspective of pledge of stock rights. We also explored whether the incentives for executives can curb "tunneling" behaviors. Furthermore, we tried to find out in what kind of ownership structure the supervision of executives would work well.

The empirical analysis indicated that: (1) Major shareholders' "tunneling" after stock pledge is widespread. (2) Major shareholder's "tunneling" behaviors would be curbed when share incentive mechanism for executives comes into play. (3) The balanced equity shareholding structure has positive correlation with curbing major shareholders' "tunneling" behaviors.

Keywords: Equity Pledge; Capital Occupying; Executive Incentive; Executive Power.

目 录

第一章 绪论	1
第一节 研究背景与意义	1
第二节 研究思路与框架	7
第三节 研究贡献	8
第二章 文献综述	10
第一节 资金占用	10
第二节 股权质押	12
第三节 高管激励	15
第四节 股权制衡	18
第五节 本文的立意	20
第三章 理论分析与研究假设	22
第一节 股权质押与“掏空”	22
第二节 股权质押与高管激励	23
第三节 资金占用与股权制衡	23
第四章 研究设计	25
第一节 样本选择与数据来源	25
第二节 变量定义	25
第三节 研究模型	28
第五章 实证结果与分析	30
第一节 描述性统计及相关性分析	30
第二节 回归结果分析	32
第三节 进一步分析	38
第四节 稳健性检验	40
第六章 研究结论、启示与不足	50
第一节 研究结论	50
第二节 研究启示	50

第三节 研究不足	51
[参考文献].....	52
致谢.....	58

厦门大学博硕士论文摘要库

Contents

Chapter 1 Introduction.....	1
Section 1 Background and Significance	1
Section 2 Idea and Framework	7
Section 3 Contribution.....	8
Chapter 2 Literature Review	10
Section 1 Capital Occupying	10
Section 2 Equity Pledge	12
Section 3 Executive Incentive.....	15
Section 4 Equity Balance	18
Section 5 Idea of this Paper	20
Chapter 3 Theoretical Analysis and Research Hypothesis	22
Section 1 Equity Pledge and Tunneling	22
Section 2 Equity Pledge and Executive Incentive	23
Section 3 Capital Occupying and Equity Balance	23
Chapter 4 Research Design	25
Section 1 Sample and Data Sources.....	25
Section 2 Variables Definition	25
Section 3 Research Models	28
Chapter 5 Empirical Results and Analysis	30
Section 1 Descriptive Statistics	30
Section 2 Regression Results and Analysis	32
Section 3 Further Study.....	328
Section 4 Robustness Test.....	40
Chapter 6 Conclusions and Implications.....	49
Section 1 Conclusions	50
Section 2 Implications.....	50

Section 3 Limitations	51
Reference.....	52
Acknowledgements	57

厦门大学博硕士学位论文摘要库

第一章 绪论

第一节 研究背景与意义

一、股权质押现状

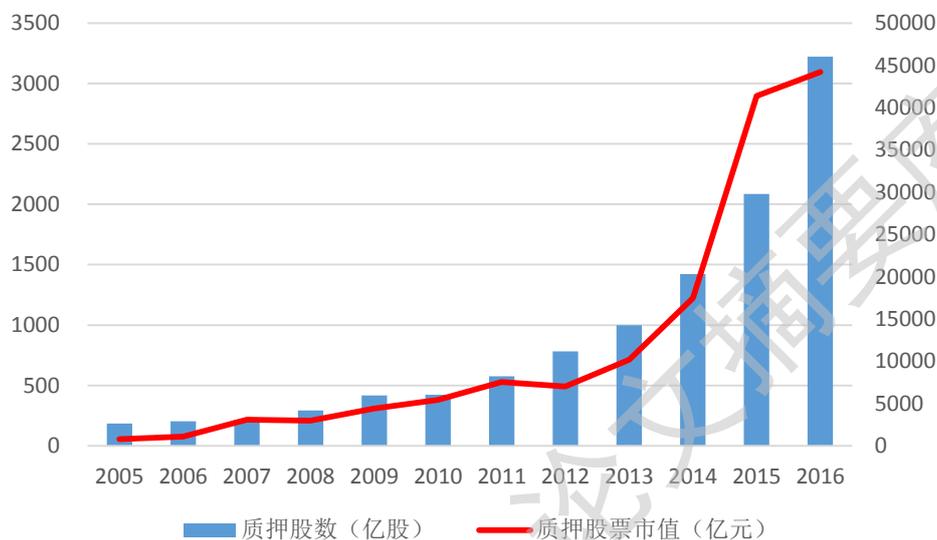
扩大融资渠道一直是企业经营最重要的问题之一。然而，在 IPO 排队堵塞，定向增发受政策限制和影响较大的情况下，企业不得不寻找其他的融资渠道。股权质押融资是区别于 IPO、增发等融资方式的一种资金融入行为，性质上更类似于银行借款。与一般的银行借款不同的是，股权质押的质押标的为公司股权。尤其是民营上市公司，相比于国有上市公司，前者从银行获得贷款的难度更大，要求更严格，往往需要公司提供第三方担保或者抵押物。大股东通过股权质押的方式，更可能通过银行等金融机构的资金融出审批。而从资金的供给方来说，以股权质押标的，更有利于资金供给方进行风险的控制和管理。因为股权具有高流动性，在资金需求方出现财务困境无法还款的时候，资金供给方可以通过变卖股权等成本较低的方式收回资金。

除了扩大融资渠道，以股权为质押标的对于股东来说还有一些其他的好处。其一，在质押期内，股份的所有权不发生改变，股权相关的投票权、决策权等非财产性的权利都不发生改变，仅仅是分红权等部分财产性权利被限制，股东对于公司的控制权不会发生变化，股东得以继续掌控公司的经营方向。其二，作为质押标的的股权可以是流通性受限制的股票，而股东可以通过股权质押将前期的投资款提前收回。

由于 2013 年证券公司加入股权质押式回购业务阵营，且相比于银行和信托机构，在业务上具有手续便捷，融资规模大的特点，其后股票质押式回购业务取得了爆发性的增长。根据 WIND 数据统计，2012 年 A 股市场上市公司共计有 782.94 亿股股票被质押，被质押股票总市值仅 7020.88 亿元。而到了 2014 年，质押股票数量接近翻倍，达到了 1421.72 亿股，质押股票总市值达到了 17490.27 亿元。2015 年、2016 年，股权质押标的总市值均超过 4 万亿元。从融资规模上来看，参考实务中 40% 的折扣率，过去两年 A 股上市公司股权质押方式的总融资规模年均大约为 1.6 万亿元。对比之下，2015 年 A 股上市公司通过增发再融资方式融资的规模为 7154.77 亿元，2016 年上升为 9802.49 亿元，均远低于股权

质押方式的融资规模。可见，股权质押已经成为中国资本市场最重要的融资方式之一。

图 1-1 2005-2016 股权质押股数和总市值变化图



但是，有阳光的地方，也必然有阴影。股权质押对于质押人来说，也存在一定的风险。首先，如果股权质押到期之后，质押人遇到财务困境，无力偿还贷款，质押机构可能会变卖股权收回融出资金，那质押人则可能面临控制权转移的风险。其次，股权质押放大了融资杠杆，在质押标的股价崩盘时可能使得质押人面对极大的现金流压力，进而面对巨额损失的风险。以宝能系杠杆收购万科为例，股权质押是宝能系蛇吞象式收购过程中放大杠杆最重要的手段之一。但是当万科股价暴跌时，资金链相对紧张的宝能系面临极大的被强制平仓的风险。如果被强制平仓，作为质押标的的股权被低价处置，宝能系的行动将面临巨大的损失。其三，基于前两点分析，大股东进行股权质押可能会向市场传达大股东资金链紧张，融资受限的信息，外部投资者极有可能对公司未来经营产生忧虑，进而抛售公司股票，这有可能导致公司股价走低。基于我国资本市场信息传导机制不够完备，无论是正面的信息和负面的信息都可能被放大，如果股权质押被解读为负面消息，影响可能出乎大股东的意料。

二、大股东融资约束与占款

为了清查 A 股上市公司的控股股东占用上市公司资金的问题，证监会、国资

委曾于 2003 年联合发布《关于规范上市公司与关联方资金往来及上市公司对外担保若干问题的通知》，要求上市公司和审计机构对控股股东及其他关联方对占用上市公司资金的情况作出说明。随后的 2006 年，交易所方面也就大股东占用上市公司资金的问题做了一次全面的清理专项工作。经过两次清理，A 股上市公司股东占用上市公司资金的问题大为改善，但是这种问题在 A 股上市公司中并未消失殆尽。实务中的案例不仅显示问题并未根除，华泽镍钴近 15 亿元规模的非经营性资金占用，规模之大更是令投资者瞠目结舌。

2014 年，陕西华泽镍钴金属有限公司借壳*ST 聚友，登陆 A 股市场，华泽镍钴实际控制人王辉、王涛入主上市公司。2016 年 4 月 29 日，公司 2015 年度报告姗姗来迟。年报显示，公司 2015 年度巨亏 1.55 亿元，同时审计机构瑞华会计师事务所认为华泽镍钴的公司治理和内部控制存在极大的问题，同时大股东占用上市资金存在还款的不确定性，出具了保留意见的审计报告。瑞华会计师事务所的进一步报告显示，2013 年、2014 年、2015 年公司实际控制人王辉、王涛控制的关联企业星王集团分别占用上市公司资金达到 10.81 亿元、14.15 亿元、14.97 亿元。而对比之下，公司三年的净资产仅为 11.82 亿元、14.13 亿元、12.57 亿元，关联企业在 2015 年的占款甚至超过了公司净资产 2.4 亿元。

而在此之前，控股股东将因业绩补偿而本应被锁定的股份高位质押套现。继 2015 年 12 月，公司实际控制人王辉、王涛被交易所敦促解除质押未果后，2016 年 1 月又被四川省证监局约谈。其后，公司停牌重组。2015 年度报告披露之后，公司一直处于风雨飘摇之中，中小股东的利益被严重损害。

三、高管激励现状

股权激励在 20 世纪 50 年代的西方发达国家开始兴起，近年来在美国等国家开始广泛应用。按照激励对象的区别，可以分为高管激励和普通员工激励。前者的实质是给予高层管理人员一定的股票期权，将高管可以从企业获得的报酬与企业的经营业绩绑定。企业未来的经营业绩越好，高管可以从企业获得的工作报酬也就越多。这种将薪酬与企业长期经营业绩相联系的激励方式最大的优点是可以促使管理人员努力工作，改善企业经营业绩，实现股东利益的最大化，亦即实现二级市场股价的最大化。由此，既保证了经理人员获得足够多的激励，又可以有效地降低经理人员的机会主义行为，降低股东对经理人员的监督成本。

2014年《福布斯》杂志统计了美国营业收入前100位的公司的CEO收入情况，结果显示美国巨头公司的CEO的薪酬，除了基本工资、现金奖励，占比更多的是股权激励和期权激励。高居该榜单首位的是甲骨文公司的总裁拉里·埃里森。尽管他在2013年只从甲骨文公司领取了1美元薪水，但是他最终从甲骨文公司获得了超过7700万美元收入，其中大部分来自于股票期权。而排在该榜单第三位的梅格·惠特曼尽管也只从惠普公司领取了1美元薪水，但是她最终到手收入高达1760万美元，其中超过1700万美元为股票奖励和期权奖励。相应的，两家公司在2013年均取得不俗的经营业绩，前者营业收入超过370亿美元，创造利润近百亿美元；而后者营业收入则逾1100亿美元，股价年涨幅高达96%，为股东创造了巨额的财富。

事实上，以股权激励作为高管的主要薪酬并非舶来品。早在清朝年间，山西票号给予高级员工的报酬已经有了股权激励的影子。规模较大的山西票号，往往在全国各地都有办事处，考虑到“大老板”精力有限，往往需要雇佣靠得住的“掌柜”到各办事处当管理人员，由此，实现了企业所有权和经营权的分离。而“掌柜”在票号的经营中，虽然不履行出资的义务，但是可以通过自己的工作来换取票号的股份，即所谓的“身股”，可以参与票号的分红。而票号的“大老板”则可以通过这样的方式，将票号的利益和管理人员的利益绑定在一起，调动“掌柜”的工作积极性。依托这样的制度安排，山西的票号生意取得了巨大的成功，也让晋商成为清朝的一大商派。

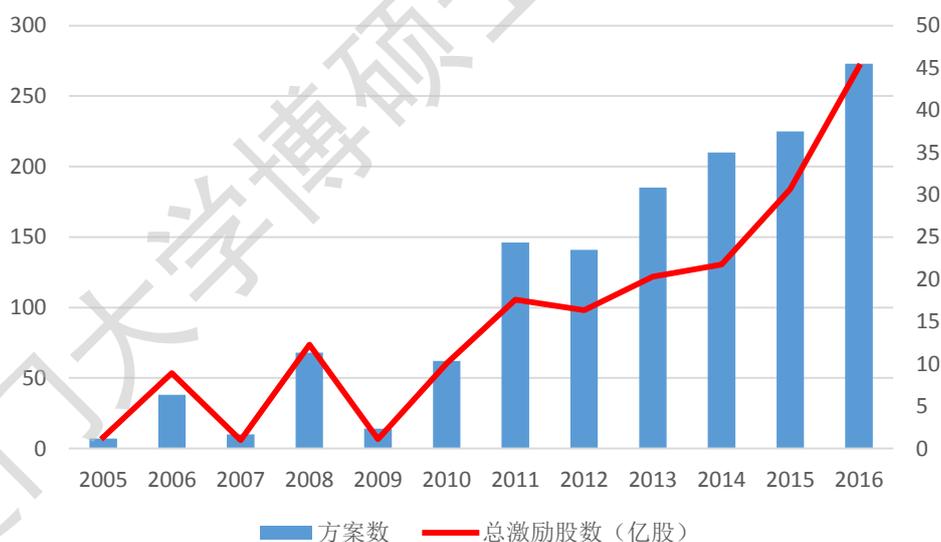
我国目前的股权激励制度始于2006年1月1日开始正式实施的《上市公司股权激励管理办法（试行）》。也因此，2006年被称为“我国股权激励元年”。以激励的方式区分，我国上市公司的股权激励方案可以分为股票期权、限制性股票和股票增值权三种。股票期权指的是公司授予员工在一定期限内按照期权价格购买一定数量公司股票的权利，但是被激励对象要行使权力必须满足一定的行权条件，而这些行权条件可分为市场条件和非市场条件。限制性股票指的是，公司按照一定的条件把公司股票授予被激励对象，但是这部分股票不能马上在市场上流通，而需要满足一定的行权条件后，被激励对象才可以出售该部分股票。股票增值权的应用中，公司并不真正授予被激励对象股票，而是授予相对应股票的增值部分的收益。同样的，被激励对象要实现这部分收益，也需要满足一定的行权

条件。其中，前两种方案在我国上市公司应用较多，占激励方案数量超过 90%，而股票增值权的方案应用较少。

从激励标的的来源来看，主要包括定向发行股票、大股东转让和二级市场回购三种。定向发行股票一般指的是向激励对象定向发行股票，该类方法往往于资管计划相结合，属于增量的方式。大股东转让股票和二级市场回购两种方式，都属于存量的方式。

事实上，在管理办法正式实施之前的 2005 年，已经有 7 个股权激励预案公布。管理办法施行后，股权激励方案数量开始稳步增长，进入 2011 年以后，更是数量和规模更是增长迅猛。2016 年当年，A 股上市公司共公布股权激励方案 273 例，总激励股数 45.14 亿股。截至 2016 年 12 月 31 日，A 股上市公司共计公告实施股权激励方案共计 1379 例，涉及上市公司 732 家。十年时间，股权激励已经深入人心。

图 1-2: 2005-2016 股权激励方案数量和总激励股数变化图



资料来源: Wind 资讯

四、问题提出

一方面，大股东¹在融资约束的情况下占用上市公司资金的案例屡见不鲜，而另一方面，关于大股东财务信息披露又不够翔实，使得投资者无法分辨大股东

¹ 本文所研究的大股东股权质押与资金占用情况指的是第一大股东的股权质押与资金占用情况

的资金占用是公司正常经营行为还是对公司利益的侵占,也无法有效评估其对上市公司的影响。寻找代理变量衡量大股东融资约束的情况,有利于增加外部投资者对公司经营情况的了解,减轻公司内外部信息不对称的程度。进一步地,如何从公司内部寻找有效的机制设计约束大股东在融资约束情景下的“掏空”行为,需要结合我国“一股独大”、传统公司治理机制作用有限这些实情。高管股权激励可能是监督和抑制大股东股权质押后“掏空”的有效机制。因为,证监会 2008 年发布的《股权激励有关事项备忘录》规定上市公司股权激励一般不能授予持股 5% 以上的股东,也就是说股权激励的授予对象通常是持股比例较低的高管或者新聘请的经理人。此时,如果大股东通过股权质押来“掏空”上市公司,会和高管的利益发生冲突,那么高管就有动机去监督大股东,约束其“掏空”行为。更进一步,考虑到高管在公司经营中职能的发挥与公司股权制衡度息息相关。如果公司股权制衡较低,高管在减缓“掏空”过程中能够发挥的作用就比较有限,高管在对抗大股东的过程中,甚至可能被直接免职。因此,高管的监督作用,可能在股权制衡度较低的公司比较不显著,而在股权制衡度较高的公司较为显著。

基于以上的背景和分析,本文着重对 2007 年以后的股权质押融资市场进行研究,以 2007-2015 年 A 股上市公司,共计 15208 个观测值为研究对象。本文从股权质押的视角出发,研究大股东在融资约束的情境下对上市的“掏空”程度,高管激励能减缓这种“掏空”行为,以及何种股权结构下的股权激励能够更有效地加强公司内部治理的效果,减少“掏空”行为。

五、研究意义

第一,2015 年 6 月 15 日,沪指达到高位 5178 点,随后开始暴跌,在 17 个交易日内,沪指下跌 32.11% 至 3373 点。期间,A 股市场出现了“千股跌停”、“千股停牌”、“创业板 3% 涨停”、“千股复牌”等怪象。这场突如其来的股灾被普遍认为是由场外配资、融资融券和股权质押等引起的。正如前文所说,股权质押已经成为 A 股上市公司最重要的融资方式之一,融资规模远大于过去三年大热的定向增发。股权质押融资的体量已经举足轻重,而其又具有天然“助跌”特点,迫切需要进行相关研究。

第二,目前对于股权质押的研究还不是很丰富,主要原因在于股权质押属于股东个人行为,且大多数股权质押涉及的公司均为非上市公司,披露的数据不是

很丰富。另外，股权质押的数据存在类型单一，完整性不高等特点。虽然也有部分学者在研究这一问题，但是总体来看，相关的研究不多。目前关于股权质押的研究受限于公开信息太少，难以进行深入的量化研究。但是，随着我国资本市场制度改革的不深入，监督机制的完善，关于股权质押信息披露将日趋完整，此领域的研究空间巨大。

第三，目前将股权质押作为大股东融资约束的代理的变量的文献还比较少。在实证研究方面，从股权质押的角度考虑大股东融资约束下的资金占用问题，同时进一步寻找治理机制的文献还比较少。鉴于大股东的资金占用问题在 A 股市场并非个例，但关于大股东的信息披露相对有限，此领域的研究具有巨大的意义。

第四，由于我国股票市场“一股独大”问题特别严重，再加上公司治理和法律保护都不甚健全，使得大股东与中小股东之间的代理问题成为中国资本市场面临的主要问题（李增泉等，2004）。大股东和小股东之间的代理问题部分是由于大股东的现金流量权和控制权的分离，而股权质押会进一步降低大股东的现金流量权，导致两权分离的问题进一步加剧，使大股东与中小股东之间的代理问题进一步恶化，所以大股东股权质押会对公司价值产生影响。如何从内部控制的角度减缓大股东的“掏空”行为亟待更多的理论研究。

最后，对于高管激励能否有效地减缓大股东股权质押时的“掏空”行为，提高公司治理的效率，目前还没有学者进行研究。已有的文献多关注高管权力和高管薪酬方面的代理问题，较少考虑股权激励情况下，高管会否在大股东“掏空”公司的时候站在大股东的对立面，遏制大股东对上市公司的“掏空”行为。

第二节 研究思路与框架

按照前文所述的研究逻辑，本文主要分为五个部分，具体如下：

第一章，绪论。介绍本文的研究背景，包括目前市场总体股权质押的情况，大股东在资金约束情况下以资金占用“掏空”上市公司的案例分析和高管激励的历史和现状，以及研究思路与方法。介绍本文的研究内容和结构安排，总结本文的研究贡献和创新点。

第二章，文献综述。梳理了资金占用、股权质押、高管激励和股权制衡四大领域的研究脉络。进而，对已有的研究成果进行评述，并在已有的研究成果的基础上提出本文的立意。

Degree papers are in the "[Xiamen University Electronic Theses and Dissertations Database](#)". Full texts are available in the following ways:

1. If your library is a CALIS member libraries, please log on <http://etd.calis.edu.cn/> and submit requests online, or consult the interlibrary loan department in your library.
2. For users of non-CALIS member libraries, please mail to etd@xmu.edu.cn for delivery details.

厦门大学博硕士学位论文摘要库