国内外管理层股权激励的绩效研究综述

潘亚岚(教授)　丁淑洪

(杭州电子科技大学　杭州　310018)

【摘要】股权激励制度作为长期激励机制,是现代企业人才激励体系中不可或缺的部分。本文对国内外管理层股权激励与公司业绩相关性的研究成果进行了回顾与分析,希望给国内股权激励制度研究提供参考。

【关键词】股权激励　公司业绩　管理层

2006年1月,证监会发布了《上市公司股权激励管理办法》(试行),随后国资委出台《国有控股上市公司股权激励试行办法》,为上市公司实施股权激励扫清了法律上的障碍。对于管理层股权激励能否解决委托代理问题以及提高企业业绩,国内外的学者进行了大量的研究,本文对学者们的研究成果进行综述。

一、国外文献综述

国外对股权激励的研究主要集中在股权激励的激励效果、股权激励的决定因素和股权激励的会计处理三个方面。

1. 管理层持股与公司业绩相关论。

(1)管理层持股与公司业绩线性相关。学者的研究主要是检验管理层持股对公司业绩的作用。Mehran(1995)对美国工业企业1979年与1980年的数据进行研究后发现,CEO持股比例与企业经营业绩间存在显著的正相关性。Benston(1985)的研究肯定了管理层持股的重要意义,他的研究结果表明,股东财富的变化与管理层持股价值的变动之间存在显著的正相关关系。Jensen(1986),Hanson和Song(2000)则指出管理层持股有助于减少自由现金流量及代理成本,增加公司价值。管理层收购也从侧面支持了"有关论"。Kaplan(1989)和Smith(1990)指出,伴随管理层杠杆收购的成功,公司的绩效也大幅提升。

(2)管理层持股与公司业绩非线性相关。Morck(1988)等根据管理层持股的利益一致假说和战壕挖掘假说提出管理层持股可能区间有效并设计模型实证检验得出:持股比例在0~5%范围内,托宾Q值与董事的持股比例正相关;持股比例在5%~25%范围内,托宾Q值与董事的持股比例负相关;超过25%,二者又正相关,但托宾Q值与持股比例的关联程度在这一区间有所减弱。Morck的研究引起了很大的关注,很多研究都沿用了Morck的思路。Mcconnel(1990)选取了1976年的1 173家和1986年的1 093家公司作为研究对象,他们发现托宾Q值与公司内部人持有的普通股比例之间存在非线性关系,呈倒U型。托宾Q值随着管理层持股比例的增加而增加,当持股比例达到40%~50%后,托宾Q值随着该变量增加而减少。Morck

---

了一个松紧适度的公平竞争环境。笔者认为,有限责任合伙制对注册会计师行业的影响将会逐步显现出来。

以往,国内会计师事务所选择有限责任制有其合理性。由于有限责任制下合伙人以其所认购的股份对会计师事务所的债务承担有限责任,而合伙制下合伙人以各自的财产对会计师事务所的债务承担无限连带责任,因此只有那些达不到有限责任公司成立条件的才会被动选择合伙制。但这种被动选择却在一定程度上淡化了注册会计师的责任意识和风险意识,造成一些注册会计师为了迎合客户的不合理要求而放弃独立、客观、公正的基本原则,甚至与客户合谋。一些会计师事务所由于参与会计造假而被取缔,但其合伙人却并没有因此承担很大的经济损失,甚至可以重新注册一家会计师事务所继续执业。

与此同时,合伙制会计师事务所的合伙人还有"怕选错搭档"的担忧,自己不违规,不一定能保证"搭档"也能严格遵守法律法规,而其中任何一个合伙人在执业过程中发生的错误与舞弊行为,都可能给会计师事务所带来巨大损失,并让其他合伙人有"倾家荡产"的风险。

新公司法正式引入"有限责任合伙"这一企业组织形式,其基本规则为、有直接过错的合伙人承担无限责任,只有当有直接过错的合伙人在承担了无限责任(即用自己在会计师事务所的出资额及家庭财产进行赔付)后仍不足以赔付时,会计师事务所的其他合伙人才以自己的出资额为限承担有限责任。这样的规定同时解决了上述两方面的问题,实现了多赢局面。

主要参考文献

1. 李静,万继峰.从分散竞争到适度集中的寡头主导——我国注册会计师行业组织优化选择.经济经纬,2004;1

2. 叶向阳,盛军锋.会计师事务所组织形式的比较与选择.北京工商大学学报,2003;4

3. 陈小芳.发展我国注册会计师行业的一些思考.财务与会计,2002;6

4. 卜海涛.新版合伙企业法为注册会计师行业推行"有限合伙制"全面松绑.中国财经报,2006-9-1

认为，正相关关系在小公司中维持较高的比例，在大公司较低。Han和Suk(1998)采用公司股票收益率作为绩效指标,发现股票的收益率与管理者的持股比例正相关，而与管理者持股平方负相关。Short和Keasey(1999)采用公司市场价值和账面价值之间比例、股东汇报率作为衡量公司绩效的指标,发现公司绩效是管理层持股比例的三次函数。

事实上，管理层持股比例与绩效之间的非线性关系至少存在三种解释:①随着管理层持股比例的增加,公司管理层更加努力地工作从而获得了更丰厚的回报,即产生激励作用。同时,如果管理层持股比例太高,会产生"管理者防御"。②管理层持股比例与公司绩效之间的因果关系可能正好相反，管理者在公司绩效提高时购入股份或者股东在公司业绩提高时给予管理者股票或期权作为奖励。③公司的特征和外部环境导致了管理层持股比例的不同,从而引起公司绩效的差别,即管理层持股是一个内生变量。因此学者对管理层持股的内生性和逆向因果关系展开了研究。

(3)公司业绩与管理层持股相关。Loderer和Martin(1997)采用购并数据估计托宾Q值与管理层持股比例之间的关系。管理层持股比例不能预测托宾Q值；托宾Q值可解释内部人持股,并且二者负相关。Cho(1998)采用横截面数据进行研究,结果表明托宾Q值影响管理层持股比例,而反向关系并不成立。

2. *管理层持股与公司业绩无关论。*法西奥和雷斯佛(1990)以及西梅尔伯格与帕里亚(1999)的实证研究也表明,企业内部管理层持股比例与经营绩效之间不存在显著的统计相关关系。关于无关论的更多研究集中在管理层持股内生性问题上,Demsetz和Lehn(1985)以1980年511家公司为样本,采用会计收益率指标对公司内部人持股比率变量进行回归,结果发现二者之间并不存在显著的相关关系。认为管理层持股是内生变量,其比例高低依赖于公司外部环境和内部特征,如行业性质、投资机会、成长性、经营风险和信息的不对称程度等,这些公司的特性决定了管理层的持股比例,从而影响了公司价值。Demsetz和Villalonga(2001)将公司股权结构划分为管理层股权和大股东股权两部分，并将公司股权结构作为内生变量进一步研究公司股权结构与公司绩效的关系，结果证实公司的所有权结构是一个内生变量，而与公司绩效无关。Cho(1998)使用《财富》500强制造企业横截面样本作为研究对象,检验了管理层持股比例、投资和公司价值之间的关系。联立方程回归结果表明,期权的内生性会影响公司投资,从而影响公司价值，公司价值反过来影响管理层持股比例结构。Palia等(1999)证明了管理人员持有股权是内生决定的,他认为对于管理人员薪酬激励这样的合约，如果没有控制合约环境和公司类型的差异性所产生的研究结果将会具有误导性。Palia(2001)通过面板数据和工具变量解决了内生性问题,他的实证结果发现管理层持股水平和公司价值是正相关关系,但并不显著。

3. *股权激励不同模式的比较。*Hall等(2000)得出股票激励方式优于股票期权激励方式的结论，认为股票激励的风险性小,那么对于股东来说成本一样的两种激励方式,对于经理人来说其价值是不同的，股票激励方式的风险折扣小于股票期权激励方式的折扣,所以前者的价值大于后者的价值,从而得出前者优于后者的结论。而Richard A.Lambertand等(2004)通过数值计算显示,以不同形式激励同一既定的努力程度时,激励成本是股票期权执行价格的减函数，股票激励是执行价格为零的期权激励的特殊情形，所以股票激励方式是成本最高的激励方式，因此股票期权激励方式优于限制性股票激励方式。他们关于股权激励的比较是从激励的成本和价值来比较的,得出的结论也不一致,但Hall的研究得到了实务界的运用,越来越多的国外企业选用了限制性股票的方案。

二、国内文献综述

我国学者从1999年开始对股权激励展开了一系列的研究，本文对国内文献的综述从实施管理层股权激励的效果探讨和实证分析展开。效果探讨是指学者对股权激励实施效果的讨论，实证分析指国内学者对我国实施股权激励的一些实证检验。

1. *管理层股权激励的效果探讨。*

(1)管理层股权激励的正面影响。主要体现在三个方面:①股权激励的实施可以解决企业中投资主体缺位所带来的监督弱化。国有企业经营者与作为股东的国有资产管理部门之间存在固有的利益冲突,当个人利益与股东利益发生矛盾时,经营者很可能会牺牲股东利益以谋取私利。实施期权激励,建立以产权联系为纽带的经营者激励和约束机制，将管理者放在和股东同一个利益层面上，将促使管理者更重视国有资产的保值增值。②股权激励将经营者的远期收益与企业的长远发展结合起来,在很大程度上避免短期行为的出现。占经营者收入绝大部分比例的认股权带来的红利或变现后的溢价收入与企业在未来一段时期经营的好坏是严格正相关关系，这使经营者更加关心自己未来的收益而不再短视,在"经营者的努力——企业利润增长——股东受益和经营者获得实惠"这一连续的利益驱动机制作用下，经营者更关注于企业的长远成长，使国有企业的经营管理良性循环。③实施管理层股权激励,可以完善公司的股权结构,优化公司治理,提高经营效率。同时有利于提高管理层的决策水平，使管理层在决策时更慎重,减少轻率盲目的决策行为。

(2)管理层股权激励的负面影响。于东智(2001)等认为管理层持股比例较大,会使股权转让流通发生困难,加剧本来较为严重的"内部人控制"现象,而且让管理者持有较多股份,可能使其他员工产生不平衡心理,引发新的矛盾,不利于企业发展。吴容(2003)认为,我国很多公司大股东控制股东大会的现象较为普遍,股东大会的意志往往体现为大股东的意志,监事会也形同虚设，在这种情况下实施的股权激励方案是以大股东的利益最大化为目标设计的。

很多学者认为管理层为了实现自身利益最大化，可能不择手段进行利润操纵,一是在实行管理层股权激励计划前,有意隐瞒或压低上市公司利润,待推出具体股权激励方案后,公司高管也就可轻而易举获得供激励的标的股票。二是激励股

票行权或解锁阶段，管理层得到的这些标的股票，要兑现后才能最终体现价值，为了高价出售，某些高管可能会进行利润操纵，甚至不惜虚增上市公司利润，从而达到高价出手标的股票的目的。

2. 管理层股权激励的实证分析。

（1）实证检验方法。国内实证检验的方法有对比分析法、非参数检验法和模型回归法。童晶骏（2003）比较了1999～2001年实施股权激励的企业与全体上市公司的净资产收益率和股票收益率。邱世远、徐国栋（2003）采用两个独立样本的非参数检验来研究两类上市公司经营业绩是否存在显著差异。按高管中持股最多的持股数作为分类依据，分为持有5万元以上的一组和1万元以下的一组，对这两组的每股收益率进行非参数假设检验。更多的学者采用了模型回归的方法，但所使用的模型大多过于简单。

（2）实证检验的样本选择。采用对比分析法的研究选择的样本都是我国明确公布实施股权激励方案的企业，如童晶骏（2003）选择截至2002年实施股权激励的34家企业，周建波（2003）同样也以这34家企业为研究样本。徐大伟（2005）选择的是实施了管理层收购的25家企业为研究样本。其他学者的研究基本上选择所有上市公司并剔除一些有特异指标的企业为研究样本，或者挑选某一个证券市场的上市公司，或者研究某一个行业和某一性质的企业。

（3）实证检验的变量选择。通常采用净资产收益率、托宾Q值或者同时采用两个指标对公司业绩进行分析。但也有一些研究采用其他指标的，如刘剑（2005）认为净资产收益率受盈余管理影响严重，选择主营业务资产收益率进行分析，企业价值指标选择市净率，克服我国计算托宾Q值时上市公司的总资产重置成本缺乏足够的财务数据的缺陷。并用以下公式计算修正的市净率：

修正市净率=（每股市价×流通股股数+0.5×每股市价×流通股股数）/净资产账面值

股权激励都以管理层持股数替代，但是对于管理层的界定有所区别，大多数是以年报公布的管理层作为研究对象，但李增泉（2000）认为董事长和总经理的行为对公司业绩有举足轻重的作用，其他高级管理人员的影响相对较小，因而将经理人员仅界定为董事长和总经理。

最初针对股权激励的研究很少选择控制变量，但近两年来的研究对于控制变量的选择多种多样，主要使用过的控制变量有财务杠杆比率、企业规模、企业成长能力、研发广告费、所属行业、公司无形资产比例、实际控制人类别、控股股东类别、控股股东比例、董事长与CEO的两职设置状况、独立董事比例、公司高管平均薪酬自然对数、股权集中度指标、公司销售规模等。

（4）实证检验结果。我国的实证检验结果与国外相比存在较大的区别，国外大多数的实证结果支持了管理层持股与公司业绩的相关性，即管理层持股与公司业绩是显著相关的，而国内却研究表明两者之间不存在相关性的文献居多。

近几年来，学者们拓宽了研究思路，并借鉴了Morck的模型。刘剑（2005）研究表明管理层持股在0～0.137 6%时，公司绩效随管理层持股比例的增加而下降，在0.137 6%～0.746 2%这一区间时，公司绩效随管理层持股比例的增加而上升，管理层持股比例超过0.746 2%时，公司绩效再次随管理层持股比例的增加而下降。徐大伟、蔡锐、徐鸣雷（2005）研究得出，当管理层持股比例处于0～7.5%的范围内时，管理层持股比例的增加会提高上市公司经营绩效；当管理层持股比例处于7.5%～33.35%的范围时，管理层持股比例的增加会导致管理层对外部股东的利益侵占，增加公司的代理成本，从而表现为上市公司经营绩效与管理层持股比例负相关；而在管理层持股比例大于33.35%的情况下，持股比例的增加又会刺激管理者的经营行为，进一步提高上市公司的整体绩效。蔡吉甫（2005）研究得出国有控股上市公司的管理层持股比例显著低于非国有控股上市公司，且管理层未持股的国有上市公司的数目明显多于非国有控股上市公司。魏锋（2006）采用单一方程进行OLS估计时，管理层持股比例、公司投资行为与公司价值有非线性关系，当采用联立方程模型时，结果与单一方程估计的结果有较大差异；当以ROA度量公司价值时，公司价值影响管理层持股比例，但逆向关系不成立。

童晶骏（2003）通过比较每种模式下公司的业绩指标得出虚拟股票期权模式的业绩最好，管理层收购次之，然后是业绩股票，再是股票增值权。周建波（2003）则比较得出强制经营者持股、用年薪购买流通股以及混合模式的激励效果较好。

（5）国内研究述评。目前国外的研究基本上一致认为股权结构是内生的，但国内现有大部分研究都将股权结构视为外生变量，即股权结构本身也受到企业绩效水平的影响，如果我国的股权结构也毫不例外和业绩内生于一个系统中，那么不考虑内生性的研究结果可能会导致有偏误和不一致的结论。

净资产收益率（ROE）是反映资本收益能力的国际性通用指标和杜邦系统中的核心指标，优点是综合能力强，但缺点是易被人为操纵，特别是上市公司考虑到配股及增发等对ROE的要求，可能会通过会计方法的改变来操纵可操纵的会计项目，因此其有效性值得怀疑；而托宾Q值作为业绩衡量指标时，我国股市浓厚的投机色彩，以及上市公司二元股权结构的存在，学者们大都忽视了国内非流通股的定价问题，把非流通股当作和流通股拥有相同的市场价格，显然高估了国内上市公司的托宾Q值，使得托宾Q值市场绩效指标的有效性大打折扣。

主要参考文献

1. Hanson, R. C. & Song, M. H. Managerial ownership, board structure arid the division of gains in divestitures. Journal of Corporate Finance, 2000; 6

2. 于东智.上市公司管理层持股的激励效用及影响因素.经济理论与经济管理，2001；9

3. 童晶骏.关于我国上市公司股权激励效应的实证分析.理论探讨，2003；5

4. 邱世远.上市公司股权激励的实证分析.统计与决策，2003；12