

中国上市公司管理层激励的实证研究

陈朝龙

(重庆大学 工商管理学院, 重庆 400044)

摘要:本文研究了上市公司管理层持股与薪酬提供激励的理论依据,以及实施激励保障投资者及债权人的利益而达到“多赢”状况的机理。针对两种激励效果的实证研究表明薪酬激励效果显著,而持股在一定范围内也能起到显著的激励效果。

关键词:上市公司;管理层;激励

中图分类号:F270 **文献标识码:**A **文章编号:**1008-5831(2002)05-0024-03

The Exemplification Study of the Incentive of Chinese Lists' Managers

CHEN Chao-long

(College of Business Administration, Chongqing University, Chongqing 400044, China)

Abstract: This paper has done research on the theoretic basis of the incentive of lists' managers, and how the incentive indemnify interest of the investors and debtors. The exemplification study of two kind of incentive proves that the result of pay incentive is remarkable, and if the managers stock is in some range, the stock incentive is also remarkable.

Key words: lists; managers; incentive

股权(包括股票期权)激励制度属于分享制的范畴。国外普遍采取股票期权激励企业经营者。股票期权计划是对企业经营者与高级人才的一种激励方法,是公司给予其经营者或高级人才在一定期限内按照某种既定的价格购买本公司一定数量股票的权利,这种权利是由公司无偿赠送的。股票期权计划对于促进经营者与高级人才的工作积极性,提高公司的经营业绩能起到一定作用。

一、股权激励的理论依据

经营者激励问题是企业理论的核心之一,并由此而产生几个著名的理论解说,包括科斯的交易费用理论、威廉姆斯与克莱因的资产专用性理论以及由阿尔钦与德姆塞斯为先导的团体生产理论,最后,委托——代理理论的创始人威尔森与斯宾塞等将研究的视角延伸到企业内部最优激励方案的设计上来。张维迎也提出,企业的最优激励机制实际上就是能使“剩余所有权”和“控制权”最大对应的机制,最优安排一定是经理与股东之间的剩余分享制。

下面我们以一个虚拟的例子来探讨股票期权激励计划的作用:

这里,为分析方便,我们假设所分析的公司的股票价格与其每股收益有关,而与市场炒作无关,即假设股票的市盈

率固定;假设在有了股权激励的情况下,公司管理者将更自觉努力增加公司业绩;在以下分析中不考虑资金时间价值因素(模型很容易扩展而适用于考虑资金时间价值及公司成长性的情况)。

如某公司为上市公司,其总股本为 N , 流通部分股本为 n , 每股收益为 r , 流通股市盈率为 s , 管理者可获得股权 n_1 , 如果管理者实施激励, 则所需资金也从公司净利润中提取(虽然这种假设做法暂时会对股东权益造成损害, 但正如下面的分析, 如果 n_1 选取适当, 这种做法将给股东带来比所提供资金大的收益, 即使股东受益), 下面分析如何选取 n_1 以使公司与管理者实现双赢的局面。

考虑实施股权激励的情形。如果对经营者赠与 n_1 的股票, 如果能使每股收益上涨 Δr , 则股东利益增加 $(N - n + n * s) * \Delta r$, 此时公司将拿出 $n_1 * \Delta r$ 的资金来, 在这里, 如果

$$(N - n + n * s) * \Delta r \geq n_1 * \Delta r$$

即如果 $n_1 \leq N - n + n * s$

被满足时, 将使公司经营者与公司股东都可能得到好处, 从而实现“双赢”的效果。而由于中国上市公司股市市盈率较高, 所以上式很容易被满足。

收稿日期: 2002-04-06

作者简介: 陈朝龙(1968-), 男, 重庆潼南人, 重庆大学工商管理学院博士生, 主要从事中国国有企业效率等研究。

由于实施股权激励,如果公司经营好,经营者获得利益就高,如果相反,则可能会颗粒无收。所以实施股权激励有利于有效解决对经营人员的要求更高的激励问题。

所以实施股权激励可以有效激励企业经营者提高工作效率与工作积极性,从而改善企业经营,同时也更能保障债权人的利益,达到“三赢”的局面。

二、中国上市公司经营层激励的实证研究

(一) 数据

实证研究的数据来自中国上市公司 2000 年年报,年报资料来源于“港澳资讯”的“经纬数据库”。之所以使用 2000 年的数据,是因为其时上市公司数量已经形成一定规模,且披露的各项数据较齐全。

通过“经纬数据库”对 2000 年底在上海、深圳证券交易所交易的所有 1 074 家 A 股公司 2000 年年度报表的统计,得出各上市公司的以下数据:每股收益(EPS),总股本(SS),管理层(包括董事、监事及高级管理人员)持股数量之和(TS)以及管理层年度报酬总量(TC),为了分析方便,SS 与 TS 的单位取百万股,TC 的单位取百万元,EPS 的单位为元。

数据中,每股收益(EPS)与总股本(SS)由“经纬数据库”自动统计生成;而管理层持股数量(TS)与年度报酬总量(TC)由人工对公司年报中各高级管理人员持股数量与报酬分别相加而得。管理层持股比例(SR)为持股数量占总股本的比例。人工统计花费了作者大量的时间与精力,所幸的是本章实证分析的数据较以往的实证分析更全面。

每家公司的统计数据有 4 项,通过计算而得的数据 1 项,所以 1 074 家上市公司的统计数据共 5 370 个。公布了高级管理人员持股的上市公司有 1 053 家,其中 211 家公司管理层未持有该公司股份;公布公司管理层在公司领取报酬的上市公司有 1 061 家,其中有一家公司管理层在公司领取报酬为 0;两者数据齐全的公司有 1 040 家 5 200 个。

虽然公司每股收益(EPS)不能全面代表公司经营效率,但目前交易所均以上市公司的业绩来评定其经营状况,《上海证券交易所股票上市规则(2001 年修订本)》第九章第二节(9.2.1)规定:“最近两个会计年度的审计结果显示的净利润均为负值为财务状况异常”,“上市公司出现财务状况或其他状况异常,导致投资者难于判断公司前景,权益可能受到损害的,本所将对公司股票交易实行特别处理”;现在在计算公司股价市盈率时也都是采用每股收益,总之,以公司的每股收益(经营利润)来反映公司的经营状况是目前的主流。这里以公司每股收益(EPS)代表公司的经营效率,对 TC 与 SR 进行线性回归分析。

(二) 分析结果

1. 研究假设

根据前面的理论分析,有以下假设:

(1)公司经营绩效与高级管理层的年度报酬存在显著的正相关关系。

(2)公司经营绩效与高级管理人员的持股占公司总股本

的比例存在显著的正相关关系。

(3)公司经营绩效与高级管理人员的年度报酬及持股比例存在显著的正相关关系。

(4)公司经营绩效与高级管理层的持股比例存在“区间效应”。

当企业高级管理人员拥有企业股份时,他们在制定投资决策时就会反复斟酌权衡,以选择最佳的决策,而使其自身利益最大化。因此,当高级管理人员持有企业股份过低时,企业效率的提高对其效用增加贡献不显著,他们可能采取增加其他权利的方法来提高其效用;当其拥有的股份比例较低,他们对企业没有控制权,但效率提高对其效用有一定贡献时,为了获得股东支持,他们将努力工作以提高效率能使其效用增加,这时企业经营效率将提高;当持股比例提高到一定程度,使其能够控制企业的经营,却还未达到企业经营效率提高对其效用增加一致时,他们可能为增加个人享受而影响企业效率;而当持有的股份超过一定范围,使高级管理人员自身效用与企业经营效率增加相一致时,持股比例的增加将促使其努力提高企业经营效率。所以,我们假设公司经营业绩与管理层的持股比例存在“区间效应”。

2. 模型与变量

对于假设 1,我们构造线性模型(1):

$$EPS = \alpha + \beta TC + \epsilon \tag{1}$$

对于假设 2,我们构造线性模型(2):

$$EPS = \alpha + \beta SR + \epsilon \tag{2}$$

对于假设 3,我们构造线性模型(3):

$$EPS = \alpha + \beta TC + \gamma SR + \epsilon \tag{3}$$

3. 研究结果及分析

本章的实证分析采用 SPSS 分析软件。回归结果见表 1。

表 1 股价对管理层持股与薪金的回归结果

参数	模型 1	模型 2	模型 3
α	0.154*** (12.003)	0.252*** (15.7)	0.14*** (9.284)
SR (%)		0.000615 (0.152)	0.3086 (0.726)
TC (百万元)	0.0701*** (4.546)	0.000691*** (3.824)	

注:1.表中第一行数值为系数,括号内为 t 值;2. * 表示 10% 显著性相关, ** 表示 5% 显著性相关, *** 表示 1% 显著性相关。

回归结果中,变量 TC 的系数为 0.0701,其 t 统计量为 4.546,这表明我国上市公司高级管理人员的年度报酬与公司的经营绩效存在显著的正向关系,由此肯定假设 1。可见,年度报酬的大小对高级管理人员提高公司经营业绩能够产生显著的激励作用。

持股比例变量 SR 的系数为 0.000615,其 t 统计量也仅为 0.152,表明高级管理人员持股状况对上市公司的经营绩效并不能产生显著的激励效果,由此否定假设 2。

持股比例变量 SR 的系数为 0.3086, t 统计量仅为 0.726, 而 TC 的系数 0.000691, 其 t 统计量为 3.824, 这说明高级管理人员年度报酬和持股比例与上市公司的经营绩效并不存在显著的正相关关系, 由此否定假设 3。

管理层持股激励的“区间效应”检验

(1) 持股与薪酬结合激励的“区间效应”检验

根据数据特点, 将高级管理人员总体持股比例分为以下区间: 区间 (0, 0.01%] 内, 样本公司 422 家; 区间 (0.01%, 0.05%] 内, 样本公司 398 家; 区间 (0.05%, 0.1%] 内, 样本公司 132 家; 区间 (0.1%, 1%] 内, 样本公司 84 家; 区间 (1%, 100%) 内, 样本公司 4 家。“区间效应”检验结果如表 2 所示 (由于管理层持股比例超过 1% 的公司仅 4 家, 不具代表性, 所以不对该区间进行检验):

表 2 “区间效应”检验

	(0, 0.01%]	(0.01%, 0.05%]	(0.05%, 0.1%]	(0.1%, 1%)
α	0.003868 (0.067)	0.107*** (2.939)	0.05456 (0.316)	0.106* (1.751)
SR	0.182*** (4.215)	0.106 (0.836)	0.221 (0.882)	0.03109* (1.665)
TC (1.417 百万元)	0.2866 (0.206)	0.09794*** (3.052)	0.002758 (0.085)	0.0591

由以上分析可知持股与年度报酬相结合对上市公司管理层的激励不存在显著的“区间效应”。

(2) 持股激励的“区间效应”检验

表 3 “区间效应”检验

	(0, 0.01%]	(0.01%, 0.05%]	(0.05%, 0.1%]	(0.1%, 1%)
α	0.134*** (2.606)	0.142*** (4.11)	0.05954 (0.348)	0.15*** (2.894)
SR	-0.0703 (-0.075)	0.159 (1.284)	0.218 (0.886)	0.03429** (1.828)

从回归结果可以看出, 管理层持股数占公司总股本比例在 (0.1%, 1%] 区间内时, 持股变量 SR 的系数为 0.03429, 其 t 统计量为 1.828, 表明持股比例在该范围内时公司经营效率

在 10% 的显著性水平上与管理层持股比例正相关; 当持股比例小于 0.1% 时, 企业效率与持股比例不显著相关。这表明, 高级管理人员的持股数量与上市公司的经营绩效存在“区间效应”。由此肯定假设 3。

以上实证分析可以得出如下结论: (1) 提高上市公司管理层的年度报酬可有效激励其努力工作, 从而提高企业的经营效率; (2) 对公司管理层实行年度报酬与持股相结合的方式激励, 对提高经营效率帮助不大; (3) 持股比例在一定范围内 (公司总股本的 (0.1%, 1%]) 时, 提高持股比例对公司经营效率提高的激励效果显著。而比例过低 (低于企业总股本的 0.1%) 对提高企业的经营效率没有帮助, 这是因为如果持股比例过低, 公司效率增加对管理层的利益影响不明显, 所以激励效果不显著; 而管理层持股超过 1% 的上市公司仅 4 家, 样本数量太小, 影响研究的有效性, 所以对管理层持股量较大的企业, 其持股对企业经营效率的影响还有待进一步研究。

以上实证分析结果与莫克、肖莱弗与维斯尼所作的一项实证分析的结论“在 0 到 5% 这一范围, 企业效率与董事股权正相关; 5% 到 25% 的范围内, 企业效率与董事股权是负相关; 超过 25%, 二者可能进一步变为相关”基本相符, 只是持股比例区间有差别。

三、结论

对上市公司经营层实行薪酬激励, 可显著改善企业经营效率; 而对管理层实行持股激励存在区间相应, 在一定范围内持股可取得显著的激励效果。

参考文献:

- [1] Jon Cauley, Richard Cornes, Todd Sandler. Stakeholder incentives and reforms in China's state-owned enterprises: A common-property theory [J]. *China Economic Review*, 1999, (10): 191-206.
- [2] Mirrlees, J. The Optimal Structure of Authority and Incentives within an Organization [J]. *Bell Journal of Economics*, 1976(7): 40-45.
- [3] Groves, Theodore, Yongmiao Hong, John McMillan and Barry Naughton. Autonomy and Incentives in Chinese State Enterprises [J]. *Quarterly Journal of Economics*, 1994, (2): 30-35.
- [4] 陆建新. 试论剩余索取权理论与国有企业经营者激励约束机制的构建. *当代经济研究*, 1996, (4): 25-28.
- [5] 梅新育. 论美国企业股票期权的新发展. *世界经济*, 1999, (5): 58-62.