

所有者虚位、股权激励和企业治理路径选择

宋玉臣 王藉彬

(吉林大学商学院,吉林 长春 130012)

[摘要] 在所有权和经营权分离的过程中首先要明确企业所有者身份,然后要界定所有者和经营者的职权范围,一旦这两个步骤没能顺利实施,将不可避免地造成所有者虚位。所有者虚位是长期以来阻碍国有企业健康发展的症结所在,因此,强化对管理层的约束机制、完善股权激励政策是当前国有企业面临的必然选择。基于面板数据模型得出的结论是:股权激励和股权集中度对企业绩效具有显著影响,具体而言,股权激励在国有企业表现为区间效应,提高管理层持股比例将有利于国有企业的发展;而对民营企业的检验则显示出管理者防御效应,因此应该适当削减管理者的持股比例。

[关键词] 所有者虚位;股权激励;熵值法;企业治理

[DOI 编码] 10.13962/j.cnki.37-1486/f.2015.03.012

[中图分类号]F270.5 **[文献标识码]**A **[文章编号]**2095-3410(2015)03-0091-09

一、引言

通常来讲,全体股东是一家上市企业的真正所有者,由全体股东组成的股东大会是企业的最高权力机构,而董事会则是该企业的经营决策机构,负责委托高级管理人员进行日常经营并执行股东大会的各项决定,其行为受到股东大会监督并对股东大会负责,然而一旦股东大会的权利不能正常行使,将造成股东大会成为名义所有者,而企业经营管理者(包括董事、监事及高级管理人员)掌握实权,其负责的对象也由股东大会转为自身及利益相关对象,这就是所有者虚位的实质。所有者虚位对国有企业的危害是明显而严重的,任何一家企业如果不能明确所有权,那么毋庸置疑,该企业的管理者将缺乏约束,我们往往能看到这样的现象,某个企业连年亏损,而该企业高管的收入却不断增加,这就是对高管约束不到位的具体表现。

所有者虚位的危害通常表现在两方面,一是企业的治理结构混乱、管理手段落后而致使业绩下降;二是容易滋生高层管理人员的腐败寻租问题。具体来看,根据财政部于2012年和2013年公布的统计数据显示,2012年国企实现利润较2011年同比下降5.8%,其中央企利润同比下降0.4%,地方国企利润下降15.8%;2013年国企利润总额较2012年同比增长5.9%,增幅缓慢,其中央企同比增长7.4%,地方国企同比增长2.7%,须注意的是,地方国企在前三个季度的利润呈现负增长,只在第四季度实现反转。总体而言,国企在以上两个年度的表现不容乐观,2012年的利润降幅和2013年的利润增幅大体相抵,而地方国企面临的发展任务更为艰巨。究其原因,可以分为内外两部分,内部原因可归结于国企经营效率低下,管理手段落后和创新能力不足等;外部原因在于国际经济不景气、资源成本上

[基金项目] 本文是国家自然科学基金面上项目“现代金融理论和金融实践的三重分歧及解决路径的理论与方法”(项目编号:71273112)和教育部人文社会科学规划项目“发现价格功能的缺失:中国创业板上市公司高管辞职兑现行为分析”(项目编号:11YJA790131)的阶段性成果。

[作者简介] 宋玉臣(1965-),吉林九台人,吉林大学商学院教授、博士生导师,数量经济学博士。主要研究方向:金融市场。

升和内需受制于收入增长等。

国企高管的腐败寻租同样不容忽视。随着近年来中央反腐工作力度的持续加大,2013年度共有超过30名国有上市企业高管涉嫌违纪违法,而2014年截至7月末就有48名国企高管落马,这其中贪污、受贿和挪用公款是主要罪名。如此严峻的反腐形势让我们不禁要问,高管发生寻租性腐败的权利根源从何而来,本应属于企业所有者的权利为何能由企业高管行使,为此,国内学者李晓宁(2007)认为,政出多门和多头管理而导致的所有者虚位使得高管层(内部人)掌握了实际权利,在缺乏行之有效的约束机制的前提下,内部人往往会为私利而做出不利于所有者的决策,并致使企业资源被掠夺^[1]。

对于以上两大症结,国有企业改革、改制虽然在一定程度上缓解了所有者虚位问题,但力度显然是不够的。通过将国有独资企业变为国有控股、参股的混合所有制企业对于规范公司治理的意义显而易见,但依然存在着政府过多干预、内部人掌控实权的状况,如果要从根源上解决问题,那么首先要完善约束和激励机制,约束机制体现在股份持有者对经营者的有效监督,而激励机制的主要方式是股东对经营者的股权激励,这便涉及企业治理中的委托代理问题。本文将对现有的所有者虚位和股权激励等相关理论进行总结归纳,并建立面板数据模型对股权激励效果做出实证检验,最后得出结论并提出对策建议。

二、文献回顾

所有者虚位是我国在建设社会主义市场经济过程中所特有的国企治理问题。早在上世纪90年代末就引起了国内学者的广泛关注,原因在于当时的国企改革正处于起步阶段,大量不适应生产力发展需要的老牌国企不得不破产重组,而由此引发的种种问题使人们不得不思考国企改革是否正确,国企的未来又将何去何从。就在这样一个改革的大浪潮中,所有者虚位问题随之凸显,也引来了大量学者的注意。

具体来看,周江和张蕊(2000)认为,国有企业的所有者(全体人民)虽然是明确的,但是问题也显而易见,即全体人民难以行使真正的权利,因此国有资产的具体运作只能委托给中央及地方政府,再由

各级政府指派经营者,在这一过程中,由于政府和企业的职能未能有效分离而造成了所有者虚位^[2]。曹崇延和唐雪艳(2004)从股权结构的角度阐释了所有者虚位,他们认为国有股在国企股权结构中占有比例过高且不流通,进而导致政企不分,同时大股东地位与经营业绩的脱钩造成管理者对企业的发展漠不关心^[3]。与上述观点相反,学者陈永正(2001)对所有者虚位问题提出了质疑,他认为在传统的观念里将所有者缺位解释为国有资产“无主”或者全体国民不能有效行使所有权是不成立的,界定企业所有者的依据不在于是否行使了经营权,而经营者亦不会因为从事经营活动就成了所有者。国有企业的问题并不是所有者虚位,而是由于国企所有权结构的不明晰造成的,政府过多占有了所有者财产权利的“越位”行为才是症结所在^[4]。在所有者虚位的危害方面,除企业治理混乱和管理层无视股东利益外,李晓宁(2008)认为所有者虚位也是造成国有垄断行业高收入的主要原因,由于最终代理人是通过政府层层委托产生的,因此在冗长复杂的委托链条中不存在能够有效行使国家产权职能的代表,对经营者的约束也存在缺失,由此便产生了内部人控制现象,企业高管往往减少向国家纳税而将利润分配向个人倾斜,于是就产生国企连年亏损而职工收入不降反升的现象^[5]。

截至目前,虽然有学者对所有者虚位的存在性提出质疑,但并未否认我国国企在治理方式上存在明显缺陷。关于所有者虚位问题的解决方法,委托代理理论为我们提供了一种思路,即从激励和约束管理层的角度。股权激励通常被认为是一种以企业长远利益为出发点的激励机制,通过将股权发放给管理者的方式使其享有部分所有权和收益权,管理者也将因此作为企业股东参与企业决策并承担相应风险,从而更加注重企业的长期价值。股权激励的方式和效果一直为国内外学者所关注。徐菁和黄珺(2009)指出公司大股东往往用股权来控制和管理者,其本质是一种收益共享、风险共担的行为,通过这种方式能让公司的经营状况得到明显改善,而管理者也将因此拿到资本利得及红利^[6]。吕长江、郑慧莲和严明珠等(2009)以2005年到2008年间推出股权激励政策的上市公司作为样本,对激励

方式和激励有效期长短进行分组比较,结果表明股权激励机制的确具有激励效应(有效期大于5年),同时又存在一定的福利效应(有效期小于5年)^[7]。而与上述结论相反,俞泓琳(2006)通过对国企高层持股比例和企业价值两个变量进行实证分析得出二者负相关的结论^[8]。同样,李维安和李汉军(2006)检验了1999年到2003年间上市公司高层持股比例与企业绩效间的关系,发现当第一大股东持有20%到40%的股份时,两者关系呈倒U曲线,而在其他情形下得不到显著结果^[9]。

在国外,股权激励和企业绩效的关系同样存在争论,Benston(1985)发现了经理层持股比例越高则企业绩效越好的线性相关关系^[10]。Palia和Lichtenberg(1999)从理论层面指出股权激励可以在一定程度上避免管理者的短视行为,管理者持股是一种有利于企业长期发展的做法^[11]。而Faccio和Lasfer(1999)通过对英国上市公司的观察却得出相反的结论,即管理层持股比例增加会导致公司业绩显著下降,他们认为CEO在持有股份后将不再受董事会制约^[12]。Morck,Shleifer和Vishny(1988)验证了两种股权激励效应,分别是利益趋同效应和管理者防御效应,前者是指股权激励将高管人员同企业利益紧密相连,使得持股比例和企业市值表现为正相关;而后者意味着当管理层持股达到一定比例后,企业市值将有所下降,为此,他们以371家上市公司为样本,对托宾Q和董事会持股比例做出实证检验,最终得到一个具体的比例范围:利益趋同效应体现在董事会持股比例低于5%和超过25%,管理者防御效应体现在5%到25%之间^[13]。与此类似,McConnell和Servaes(1990)对1976年和1986年美国2266家上市企业做实证分析,结果表明托宾Q值和高管股权份额具有倒U结构,具体表现为当内部人持股比例从0上升到40%时二者正相关,40%到50%为徘徊期,而超过50%部分为下降段^[14]。Hermalin和Weishach(1991)得到了更为具体的结果,当管理层持股比例在1%以下及5%至25%之间时和企业绩效正相关,其他比例时皆为负相关^[15]。除以上相关的结论外,国外学者同样找到了股权激励与企业绩效无关的证据,Demsetz和Lehn(1985)发现管理层是否持有股份以及持有多少与所在企业绩效无显著

相关关系,企业的盈利性更多取决于其他因素^[16]。Jensen和Murphy(1990)认为当管理层人员持股到一定数量时,股权激励的效果变得模糊,其给管理者带来的效用亦难以衡量,因此二者的关系只能是弱相关或不相关^[17]。Campbell和Wasley(1999)对1981年到1991年间美国上市公司的股权合约进行研究后认为股票市值与股权激励政策的变化无关,管理层持股比例的增加不意味着股票市值的增加^[18]。Himmelberg(1999)的研究发现在传统的检验方法中普遍存在自变量多重共线问题,在剔除一些与持股比例高度相关的变量后,得出持股比例与企业绩效无关的结论^[19]。

结合上述学者的研究成果,我们似乎可以得到这样的结论,若股权激励和企业绩效是相关的,那么在管理人员持股比例较低的情况下,持股比例与企业绩效呈正相关关系,当持股比例上升到一定水平时,二者又会出现负相关关系。

三、理论分析

(一)所有者虚位理论

我们可以将所有者虚位概括为委托环节的外部虚位和代理环节的内部虚位,所谓外部虚位是指由于所有者无法有效地行使权利而造成的企业所有者“虚置”现象,这种情况普遍发生在大型国有企业,由于国企的权利主体为全体人民,而全体人民的所有权是难以行使的,因此需要国家机关来代为行使,具体来说,国家机关委托各级政府,而各级政府又委托管理者进行实际操作,因此这是一个自上而下的层层委托过程,对于企业来说是不为所有者意愿所左右的外在过程。这里的问题显而易见:上级任命的国企高层往往缺乏企业实际所有者即全体人民的监督;政府部门凭借其控股地位对企业的过多干预使得代理人往往要根据上级指示行事,忽视市场运行规律,盲目追求短期指标;由于缺乏完善的报酬机制和有效的监督管理,国企高层管理人员将面临对企业负责和对自身负责的矛盾,在利益的驱使下管理者通常会为自己制定较高报酬,即使企业正面临着严重亏损。

内部虚位是外部虚位的延伸,是指受上级指派的企业管理者往往以实际所有者的身份自居,同时误将自己作为最高决策者来制定企业战略,因此这

是一种由于上级委托不明确而引发的内部错位管理现象。股东大会是上市企业的实际所有者也是最高权力机构,其拥有重大事项的最终决定权,然而一旦股权结构过于松散或股东集体“不作为”,将不可避免地导致企业实际决策权集中在管理者身上,进而企业的生存发展将完全取决于管理者的职业操守和管理水平,这里所隐含的道德风险和管理风险之大是不言而喻的。为此,在委托经营者的过程中需要强化股东大会的监督职能,同时在管理者到位后应当引入有效的激励和约束机制,让管理者与股东的利益尽可能地“捆绑”在一起,从而降低委托代理成本。

(二)股权激励及效应分析

股权激励被视为能够有效降低委托代理成本的方式之一。具体而言,企业在运营过程中所有者和管理者间存在着信息不对称,受托的管理者们往往为获取自身利益而做出有害于企业长期发展的短视行为。为此企业所有者通过授予管理者一定数量的股票或期权使得二者利益趋同,从而达到促使管理者以股东利益最大化为努力方向的效果。由于股权价值总是在长期回归于企业价值,因此股权激励要求管理者更多为谋求企业的长期发展做打算。总的来说,股权激励的运作模式可以表达为,管理者的决策水平和努力程度决定企业绩效,绩效的长期累积会影响股价走势,而最终股价的高低将决定股东财富和管理者的资本利得。

1. 股权结构对股权激励的影响

对于股权集中度较高的国有控股企业,大股东通常具有绝对影响力,而股权分散的小股东只能算是“搭便车者”。正常情况下,股权集中度高的企业能够通过股权激励政策更有效地约束管理者行为,并使之与自身利益趋同,Thomsen 和 Pedersen (2000)的研究发现股权集中度和公司绩效间为显著的正相关关系^[20]。但其中的问题在于,控股股东通常缺乏权利制衡,很可能凭借其控制地位掠夺企业及中小股东利益。这样一来,企业的委托代理问题退居其次,而大股东和中小股东的利益分配将成为主要问题。

尽管在上述情况下管理者是大股东利益的代言人,但二者的利益背离在一定情况下仍是存在的。

McConnell, Servaes 和 Lins (2008) 分析了美国上市公司控股股东持股比例变化和宣布增持股票消息前后 12 日内该公司绩效的相关关系,得出的结果显示随着公司大股东持股比例上升,公司绩效先上升后下降^[21]。这种曲线关系或许可以这样解释,当控股股东的控制权达到一定水平时,管理者的行为将受到最大程度的监督,为减少委托代理成本,股权激励政策也被缩减到最低水平,管理者此时缺乏动力,其大胆的创新行动也受到严格限制,最终导致公司绩效出现下滑。因此,在上市公司的股权分配上应当找到一个最有效率的均衡点以促成绩效的最大化。

目前,我国国有企业的情况较为复杂。一方面,国有股占有绝对或相对的控制地位,属于股权集中度较高的企业;而另一方面,所有者虚位问题明显,股东大会权利遭到弱化,企业运营严重依靠内部人等等。因此,国有企业的股权激励效果还需进一步分析。

2. 股权激励对企业绩效的影响

从此前学者的研究成果看,管理层的持股比例与企业绩效往往呈现倒 U 型曲线,曲线的上升段体现了股权激励对企业绩效的积极影响,而下降段则显示出股权激励对企业绩效的负面效应。关于股权激励的积极意义,Jensen 和 Meckling (1976) 提出了利益趋同假说,由于股权激励给予管理者剩余索取权,这使得管理者和所有者的利益趋同,并且随着管理者持股份额的增加这种利益趋同效果也会更加明显,公司业绩亦随之上升^[22]。利益趋同效应肯定了股权激励的正面影响,但无法解释大量学者在研究管理层持股比例和企业绩效关系时出现的下降段,为此,国外学者又提出了管理者防御效应理论和区间效应理论。

Fama 和 Jensen (1983) 认为管理者在持有股份达到一定程度时将拥有更高的企业控制权,他们的行为也越发不受股东大会的约束,于是便产生了管理者防御效应,即管理者倾向于利用手中的权力来防御股东的干预,从而达到获取自身利益的效果,这种情况一方面给企业造成直接的绩效损失,另一方面又需要所有者投入更多的委托代理成本来约束管理者的行为^[23]。更进一步,Morck, Shleifer 和 Vishny (1988) 在利益趋同和管理者防御效应的基础上提

出了区间效应理论,他认为当管理者持有少量股份时其利益目标与股东是相同的,此时企业绩效处于上升段,但随着所持股份的增加会使管理者的控制力得到加强,利益趋同效应逐渐被加强的管理者防御效应赶超,进而导致企业绩效下降,这便是下降段的产生原因^[24]。

除以上理论外,股票市场的极端波动和弱式有效也是造成股权激励效果不明显的原因。比如,当股市处于大牛市时,即使管理者无作为,其持有股票的价格也会随着牛市行情上涨,这时股权激励对于管理者的财富效应将大于激励效应,管理者将不具有努力工作的动力;而在股市遭遇大熊市的情况下,管理者会发现无论怎样努力提升企业业绩也无法阻止股票价格随大市下跌,努力和回报的严重失衡会致使管理者缺乏动力。此外,如果股票市场是无效的,即股票价格不回归于企业价值,那么管理者的作用将无从体现,此时的管理者也不会为所持有股权的增值而努力工作。

四、研究设计

(一)样本选取

为研究股权激励政策对企业绩效的影响,本文从国泰君安数据库中选取数据较为完整的 2009 年至 2012 年沪深两市的 A 股上市企业作为研究样本。样本分为国有企业和民营企业两大板块。为保证国有企业性质,本文在筛选国企样本时只保留了国有股份超过 50%,即国有绝对控股的企业。同时,剔除以上数据中极端值样本和 4 年内数据缺失样本,最终保留 819 家上市企业,其中国有企业 84 家,民营企业 735 家。

(二)变量说明

本文的被解释变量为企业经营绩效,而绩效的衡量标准有很多种,其中托宾 Q 值和经济附加值 EVA 经常被国外学者所使用,这两项指标均要求企业处于成熟的股票市场。在我国目前弱式有效的市场环境,若用以上两个值作为衡量绩效的标准将难免出现偏差,而以某个单一指标来测度绩效也不够全面客观,因此,本文将采用多因素熵值法来衡量企业绩效。熵值法通常被用来衡量单个指标对综合评价的影响,其基本形式如下:

CPS = f(X)

其中,CPS 为企业绩效综合得分,X 表示能够反映绩效的因素向量,在本文中,我们选取了 6 个因素,分别是营业利润率、销售净利率、每股营业收入、每股收益、净资产收益率和净利润增长率。

通过熵值法得到绩效得分 CPS 的步骤如下:

第一,由于以上因素中有收益和比率这两种绩效的衡量口径,因此需要进行标准化处理,使绝对值转化为相对值,同时将所有负值非负化以便在接下来的计算中使用对数,具体操作如下:

$$X_{ij} = \frac{x_{ij} - \min(x_{1j}, x_{2j}, \dots, x_{mj})}{\max(x_{1j}, x_{2j}, \dots, x_{mj}) - \min(x_{1j}, x_{2j}, \dots, x_{mj})}$$
上

式中,X_{ij}为第 i 个企业的第 j 个指标,该值为非负。

第二,计算第 i 项指标在其所处的第 j 项指标中的占比,并记为 Y_{ij};

$$Y_{ij} = \frac{x_{ij}}{\sum_{i=1}^m x_{ij}}$$

第三,计算第 j 项指标的熵值,记为 E_j;

$$E_j = -k \sum_{i=1}^m Y_{ij} \ln(Y_{ij})$$

$$(k = \frac{1}{\ln m}, 0 \leq j \leq n, 0 \leq E \leq 1)$$

第四,计算 1 与第 j 项指标熵值的差,从而衡量其信息效用价值,将所得到的结果记为 D_j;

$$D_j = 1 - E_j$$

第五,估计第 j 项指标在评价中的权重,记为 W_j;

$$W_j = \frac{D_j}{\sum_{j=1}^n D_j}$$

第六,按权重加总,计算企业绩效综合得分;

$$CPS = \sum_j^n W_j \cdot Y_{ij}$$

以上是被解释变量(CPS)的推导过程,但这里需要注意的是,由于国有企业和民营企业的样本数量不同,因此关于二者熵值的计算口径是有差异的,进而得出的绩效评分用于对两类企业进行横向比较也是不恰当的,所以在描述性统计阶段本文采用净资产收益率(ROE)作为绩效评价标准。接下来我们对解释变量进行说明,国内外学者通常以上市公司管理层持股比例作为解释变量以衡量股权激励的程度,本文在此也予以采用;同时,我们借鉴余镜怀,胡杰(2007)关于股权结构与公司绩效关系的研究,选择股权集中度(OC)作为另一个解释变量,从股权

结构的角​​度反映第一大股东的控制权和监督效果对企业绩效的影响^[25]。除此之外,为研究其他因素对企业绩效的影响,本文引入控制变量,根据周仁俊,高开娟(2012)对股权激励的研究,我们选择的控制变量包括:Z 指数,即最大股东和第二大股东股权比的比值,衡量企业的股权制衡度;企业总资产(SIZE);管理费用率(MER),显示部分代理成本;财务杠杆(DFL),测度企业财务风险^[26]。综上,本文实证部分所有变量的选取情况如下表 1:

表 1 变量定义一览表			
	变量名称	变量符号	说明
被解释变量	绩效评分	CPS	基于熵值计算的综合绩效评分
	净资产收益率	ROE	税后利润/平均净资产
解释变量	管理层持股比例	MSR	管理层持股/总股本
	股权集中度	OC	第一大股东持股数/总股本
控制变量	Z 指数	LnZ	最大股东与第二大股东持股比例比值取对数
	企业总资产	SIZE	企业规模指标
	管理费用率	MER	管理费用/营业收入
	财务杠杆	DFL	每股收益变动率/息税前利润变动率

(三) 模型构建

为检验股权激励的利益趋同、管理者防御及区间效应理论及股权集中度对企业绩效的影响,本文通过 EVIEWS7.2 软件对整理后的面板数据进行实证分析,所构建的计量模型如下:

$$CPS = \alpha + \beta_1 MSR + \gamma OC + \lambda Control_Variables + \varepsilon$$
$$CPS = \alpha + \beta_1 MSR + \beta_2 MSR^2 + \gamma OC + \gamma Control_Variables + \varepsilon \tag{2}$$

其中, α 为截距项; $\beta_1, \beta_2, \beta_3, \gamma$ 和 λ 为解释变量系数, ε 为残差项;Control_Variables 表示控制变量,其变量组成已由前文说明。

模型 1 体现了管理层持股比例和企业绩效评分间的简单线性关系;而模型 2 表示两个变量间的非线性关系。需要注意表 1 中的被解释变量净资产收益率(ROE)仅被用于描述性统计阶段对两类企业的横向比较,其原因已在前文说明,在接下来的实证检验中该指标将作为绩效评分(CPS)众多因素中的一个而不予单独体现。其他一些学者如刘中文、张静和张克(2009)还对管理者持股比例变量的三次方进行了检验^[27],但本文对此项的检验结果不显著,因此未予列示。

五、实证分析

(一) 描述性统计

表 2 主要变量描述性统计:国有企业与民营企业						
变量	国有企业			民营企业		
	均值	中位数	标准差	均值	中位数	标准差
ROE	0.0582	0.0566	0.0454	0.0782	0.0672	0.4229
MSR	0.0031	0.0000	0.0165	0.2339	0.1301	0.2436
OC	0.6179	0.6062	0.0873	0.3408	0.3194	0.1413

由上表 2 结果可知,国有企业净资产收益率(ROE)的均值和中位数均低于民营企业同类指标,而标准差的不同则说明民营企业绩效的稳定性不如国有企业;从管理层持股比例(MSR)的均值和中位数来看,国有企业仅为 0.31% 和 0.00%,而民营企业的股权激励力度明显强于国有企业,分别为 23.39% 和 13.01%,且由较高的标准差看出民企的政策实施更为灵活;股权集中度(OC)显示了国有股对企业的控制力强于民营企业,其 61.8% 的均值明显超过民企的 34.1%。综上,我们可以得出初步结论,与国有企业相比,民营企业的股权激励力度更强,且激励效果也要优于国有企业;同时,国有企业一股独大的情况十分突出,而民营企业的股权结构则相对分散。

(二) 回归分析

分别对国有企业和民营企业进行回归分析以检验两类企业是否存在利益趋同、管理者防御和区间效应,其国有企业检验结果如下表 3:

表 3 对国有企业样本的回归结果				
变量	模型 1	t 统计量	模型 2	t 统计量
α	0.0445	2.4399 ***	0.0406	2.2390 ***
MSR	0.1077	0.4750	0.9622	2.5145 **
MSR2	-	-	-5.6034	-2.4259 **
OC	0.0425	1.5081	0.0457	1.6324
LnZ	-0.0035	-2.0523 **	-0.0033	-1.9196 *
SIZE	-0.0001	-1.8108 *	-0.0001	-1.7496 *
MER	-0.0035	-3.0389 ***	-0.0035	-3.0495 ***
DFL	-0.0024	-1.8068 *	-0.0013	-1.7561 *

上表的模型 2 对股权激励的影响更具有说服力,因为管理层持股比例(MSR)及其平方的回归系数均在 5% 的显著性水平下拒绝零假设,而在模型 1 中则表现为不显著。模型 2 的结果表明股权激励对企业绩效的影响是非线性的,与此前众多学者得到的倒 U 型曲线相同,且符合区间效应理论。为了更进一步分析股权激励的区间分配,我们刨除股权集中度(OC)和其他控制变量,得到以下二次函数表达

式：

$$CPS = -5.6034MSR^2 + 0.9622MSR + 0.0445$$

对上式管理者持股比例 (MSR) 求导, 可得极大值点 0.0858, 于是我们得到结论: 在国有企业管理者的持股比例低于 8.58% 时, 反映为有利于企业发展的利益趋同效应; 而一旦管理者持股比例超过 8.58%, 将体现出管理者防御效应, 企业绩效也随之下降, 这一结果是支持区间效应理论的有力证据。对于其他控制变量, 除股权集中度 (OC) 不显著外, 其余指标都在 10% 的显著性水平与企业绩效负相关。

接下来, 我们检验民营企业, 其回归结果如下表 4:

表 4 对民营企业样本的回归结果				
变量	模型 1	t 统计量	模型 2	t 统计量
α	0.0324	26.0652 ***	0.0323	23.8381 ***
MSR	-0.0142	-7.3476 ***	-0.0135	-1.9627 **
MSR2	-	-	-0.0011	-0.1035
OC	0.0194	5.0645 ***	0.0195	5.0500 ***
LnZ	-0.0015	-2.8198 ***	-0.0015	-2.784 ***
SIZE	0.0003	2.8947 ***	0.0003	2.8960 ***
MER	0.0024	6.7697 ***	0.0024	6.7691 ***
DFL	0.0000	-0.0149	0.0000	-0.0130

与国有企业情况不同, 模型 2 中民营企业管理者持股比例 (MSR) 变量的平方项不显著, 因此研究股权激励对企业绩效影响的说服力不如模型 1。模型 1 体现了股权激励和企业绩效的线性关系, 其负的回归系数验证了民营企业中存在管理者防御效应, 即较高的管理层持股比例将对企业绩效产生负面影响, 具体来说, 随着管理者持股比例每提高 1%, 企业的绩效评分将降低 0.0135。接下来, 股权集中度 (OC) 变量表现出对民营企业绩效的积极作用, 即随着第一大股东的控制权每提高 1%, 企业绩效评分增加 0.0194。此外, 在控制变量中除财务杠杆 (DFL) 不显著外, 其余变量均可在 1% 的显著水平下拒绝零假设。其中股权制衡度 (LnZ) 的系数为负值, 企业规模 (SIZE) 和管理费用率 (MER) 的系数为正值。

六、结论与建议

本文在前半部分详细阐述了所有者虚位的相关概念、产生原因以及造成后果, 指出目前所有者虚位问题普遍存在于大型国有企业, 政出多门、委托代理结构复杂、对管理者缺乏激励和监督机制是造成所

有者虚位的主要原因, 而其后果包括: 企业治理结构混乱而导致国企运营效率低下; 管理者利益与股东利益发生严重背离; 管理者的腐败寻租以及国有垄断行业的高收入。针对上述问题, 本文引出股权激励理论作为一种潜在的解决方案, 并总结了国内外学者对于股权激励的大量研究成果。

接下来为验证股权激励政策对企业绩效的实际影响, 本文选取了 2009 年至 2012 年沪深市的 819 个 A 股企业样本, 分为国有企业和民营企业两个部分进行实证研究, 得出的基本结论是: 国有企业的股权激励呈现出区间效应, 且在管理者持股比例达到 8.58% 时绩效评分最高, 而民营企业的股权激励则表现为管理者防御效应, 即企业绩效随着管理者持股比例的增加而降低; 股权集中度对企业绩效的影响在国企的实证检验中并不显著, 而在民企中显著为正; 作为控制变量的股权制衡度、公司规模、管理费用率对国有企业的绩效存在负面影响, 而对民营企业绩效则起到正面作用; 财务杠杆指标与国企绩效存在负相关关系, 而对民营企业无显著结果。

针对上述回归结果, 结合我国目前的实际情况, 本文提出如下几点建议:

首先, 正如引言结尾处所提到的, 解决所有者虚位问题的根本路径在于完善对企业管理者的约束机制和激励政策。具体而言, 约束机制的落实需要坚持国有企业改革的“阳光化”方向, 建立健全信息披露制度, 让政府、媒体和广大群众能够有效监督国有企业的日常运营, 防范少数内部人对企业的实际控制。与此同时, 政府部门应减少对国有企业的直接干预, 将企业的生存发展交由市场来评判, 正如目前逐步推行的新股上市注册制改革就是一个良好的发展方向, 即政府部门将核准企业上市的大部分权力下放给中介机构和市场, 让企业的经营前景由市场所反映出的股票价格来说话, 从而能够更有效地让市场来行使监督职能。

接下来, 在完善约束机制的基础上, 股权激励政策可以作为解决所有者虚位问题的补充。在此我们要强调约束机制是改革的前提, 即使管理层持股比例合乎理论值, 但如果内部人的职权足够大, 他们仍然可以通过其他方式获取股权之外的利益来填补激励上的缺失, 这时的股权激励无疑是没有价值的。

那么,假设在约束机制有效的前提下,对于国有企业,描述性统计中0.31%的管理者平均持股比例与最佳的8.58%仍然相去甚远,国有企业亟需加大股权激励力度同时降低高管薪酬,促使管理者和股东利益相互“捆绑”,从而抵消所有者虚位的不利影响,需要说明的是,提高管理层持股比例的重点不在于提高国有企业管理者的控制权,其体现在股权上微乎其微的名义控制权不足以让管理者产生防御效应,也不存在所有者虚位的“扩大化”,股权和虚位二者完全是两个不同的概念;在其他因素方面,过高的股权制衡度、庞大的企业规模和较高的管理费用率以及财务杠杆均是制约国企健康发展的不利因素。

最后,对于民营企业,所有者虚位问题并不如国有企业那样突出,其自负盈亏的特征使得民营企业管理者不得不依据市场规律来制定企业发展战略,但管理者可能存在对市场预期的偏差,特别是当持股比例过高时对市场错误的估计可能严重影响到企业的生命力。上文数据中民营企业平均23.39%的持股比例使得拥有超过1/5企业控制权的管理者严重缺乏制约并导致企业绩效下降,因此要适当下调管理者持股比例;在股权集中度上,增加民营企业的第一大股东持股比例对企业发展存在积极影响;关于股权制衡度,第一大股东的控制权对企业发展的影响是负面的,这看似与股权集中度应该提高的结论相矛盾,但我们可以这样分析,即目前的民营企业仍然强调家族式控制而使得剩余股权过于分散,当然还存在另一种可能,即管理者本身就是第一大股东,这在民营企业中是常见的;最后,民营企业资产规模和管理费用对绩效的影响是正的,因此民营企业仍需致力于扩大自身规模并增加管理费用的投入。

参考文献:

- [1] 李晓宁. 揭开垄断行业高收入的谜底:所有者缺位[J]. 新西部,2007,(18):195.
- [2] 周江,张蕊. 对国有企业所有者“虚位”和经营者“错位”问题的思考[J]. 改革与发展,2000,(01):44-45.
- [3] 曹崇延,唐雪艳. 从股权结构看国有企业“所有者缺位”问题及对策[J]. 价值工程,2004,(03):83-84.

- [4] 陈永正. 国企所有权的缺位构造及历史性复归[J]. 财经科学,1999,(04):23-25.
- [5] 李晓宁. 国有垄断与所有者缺位:垄断行业高收入的成因与改革思路[J]. 经济体制改革,2008,(01):54-57.
- [6] 徐菁,黄璐. 大股东控制权收益的分享与控制机制研究[J]. 会计研究,2009,(08):49-53.
- [7] 吕长江,郑慧莲,严明珠等. 上市公司股权激励制度设计:是激励还是福利?[J]. 管理世界,2009,(09):133-147.
- [8] 俞鸿琳. 国有上市公司管理者股权激励效应的实证检验[J]. 经济科学,2006,(01):108-116.
- [9] 李维安,李汉军. 股权结构、高管持股与公司绩效——来自民营上市公司的证据[J]. 南开管理评论,2006,(09):4-10.
- [10] Benston, G. The Self-serving Management Hypothesis: Some Evidence[J]. Journal of Accounting and Economics, 1985(7):67-84.
- [11] Palia Darius, Frank Lichtenberg. Managerial Ownership and Firm Performance: A Re-examination using Productivity Measurement [J]. Journal of Corporate Finance, 1995(19):383-409.
- [12] Faccio M and Lasfer A. Managerial ownership, board structure and firm value: The UK evidence[D]. Working Paper.
- [13] Morck, R, Shleifer, A, Vishny, R. Management Ownership and Market Valuation: An Empirical Analysis [J]. Journal of Financial Economics, 1988(20):293-315.
- [14] McConnell J. and Servaes H. Additional Evidence on Equity Ownership and Corporate Value[J]. Journal of Financial Economics, 1990(27):595-612.
- [15] Hemalin, B and Weisbach, M. The Effects of Board Composition and Direct Incentives on Firm Performance. [J]. Financial Management, 1991(20):101-112.
- [16] Demsetz, H and Lehn, K. The Structure of Corporate Ownership: Causes and Consequences [J]. Journal of Political Economy, 1985(93):1155-1177.
- [17] Jensen, Michael C. and Kevin J. Murphy, Performance Pay and Top-Management Incentives [J]. Journal of Political Economy 1990(2):25-64.
- [18] Campbell, Cynthia J. and Charles E. Wasley. “Stock-Based Incentive Contracts and Managerial Performance: the Case of Ralston Purina Company” [J]. Journal of Financial Economics, 1999(51):195-217.

[19] Himmelberg C. P. , Hubbard , R. G. & Palia, D. Understanding the Determinants of Managerial Ownership and the Link between Ownership and Performance[J]. Journal of Financial Economics, 1999(53) :353 – 384.

[20] Steen Thomsen and Torbern Pederson. Ownership Structure and Economic Performance in the Largest European Companies[J]. Strategic Management Journal, 2000(21) :689 – 705 .

[21] McConnell J, Servaes H, Lins K. Changes in Insider Ownership and Changes in the Market Value of the Firm[J]. Journal of Corporate Finance, 2008(14) : 92 – 106.

[22]Jesen M. C. and Meekling, Theory of firm ; Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure, Journal of Financial Economics, 1976 (20) : 101 – 112.

[23]Fama E. F. and Jensen. Separation of ownership and control [J]. Journal of Law and Economics, 1983 (26) :301 – 326.

[24] Morck, R, Shleifer, A and Vishny, R. Management Ownership and Market Valuation: an empirical analysis [J]. Journal of Financial Economics, 1988, 20:293 – 315.

[25]余镜怀,胡杰.上市公司股权结构与公司绩效关系的实证分析[J].当代经济科学,2007,(01):99 – 107.

[26]周仁俊,高开娟.大股东控制权对股权激励效果的影响[J].会计研究,2012,(05):50 – 58.

[27]刘中文,张静,张克.上市公司股权激励与公司绩效关系研究[J].山东科技大学学报,2009,(02):51 – 56.

(责任编辑:杨 磊)

Owners Phantom, Equity Incentive and Path Selection of Corporate Governance

SONG Yuchen, WANG Jibin

(Business School, Jilin University, Changchun 130012, China)

Abstract: In the process of separation of ownership and managerial authority, the identity of enterprise ownership should be confirmed first, then the definition of the scope of their functions and powers respectively. Once these two steps couldn't be implemented smoothly, the problem of owner phantom will inevitably occur. The problem of propriety vacant is a crucial reason which hindered the development of state – owned enterprises. So, it is the inevitable choice for current state – owned enterprises to strengthen the restraint mechanism for management and improve the equity incentive policy. Based on the panel data model, a conclusion is drawn that equity incentive and ownership concentration have a significant influence on corporate performance. Specifically, equity incentive manifests interval effect in state – owned enterprises, and enlarging the proportion of managerial share ownership helps with the development of state – owned enterprises. But for private enterprises, the result shows defense effect among management. Therefore, properly cutting down the managerial share ownership should be more preferable.

Key Words: owner phantom; equity incentive; Entropy Value Method; corporate governance

