控制权配置对上市公司实施股权激励有效性的影响

李秉祥(教授)，邓向梅

(西安理工大学经济与管理学院，西安 710054)

【摘要】本文以沪深两市2011~2013年已披露股权激励方案的239家A股上市公司为研究样本,运用多元回归分析方法,综合控制权配置特征,研究了控制权配置对上市公司实施股权激励有效性的影响。结果表明:相对于非国有企业,国有企业股权激励实施的有效性较高;股权制衡度、独立董事比例、管理层持股比例与股权激励有效性正相关;股权集中度与股权激励有效性负相关。

【关键词】控制权配置；上市公司；股权激励；有效性

一、引言

2005年12月31日《上市公司股权激励管理办法》(试行)的出台,标志着我国股权激励制度的正式开始。2006~2013年间,我国共有514家上市公司先后实施了股权激励。其中,万科(000002)、双鹭药业(002038)等能顺利完成股权激励计划,最终实现了管理者与股东的双赢。但同时仍然存在很大一部分企业在实施的不同阶段终止实施股权激励计划,具体见表1。

表1　2006~2013年公告与终止实施股权激励计划的上市公司数量

年份	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	总计
公告企业数量	20	7	24	14	41	101	146	161	514
终止企业数量	2	0	6	2	2	19	14	6	51
终止数量占总数的比例(%)	10.0	0	25.0	14.3	4.9	18.8	9.6	3.7	9.9

注:数据来源于锐思金融研究数据库。

从表1中的数据可以看出,每年都有上市公司终止股权激励计划,且终止实施的企业数量占实施总数的比重较大。与此同时,部分企业虽已实施股权激励,但其效果也并没有达到预期标准,三一重工(600031)、深圳爱施德(002416)自实施股权激励以来,企业净资产收益率较之前不但没有提高反而呈现下降趋势,因此对影响我国上市公司实施股权激励有效性的因素进行探讨就显得尤为必要。

目前很多学者分析股权激励在我国上市公司实施效果不佳的原因后,得出的影响因素包括:企业外部因素(高婷,2013;唐媛媛,2013)、股权激励方案(冯星,2014;王传彬等,2013;李锡元等,2013;郭华平,2012)、公司自身发展情况(吴文华,2014;李秉祥等,2013)、公司内部治理结构(王伟等,2013;刘晓东,2011)。目前大多数学者对企业内部治理结构的研究都只停留在理论层面,强调要从完善公司股权结构、加强内部监督等方面保障股权激励的实施。但对作为公司治理重要内容的控制权配置,却鲜有学者从实证角度研究控制权配置对上市公司股权激励实施有效性的影响。因此,从企业控制权配置角度分析股权激励实施有效性就显得十分必要。本文运用实证研究方法,结合控制权配置的特征,从股东层、董事层、经理层三个方面,综合研究控制权配置对股权激励有效性的影响,以期为企业股权激励方案的顺利实施提供理论依据。

二、文献综述

(一)股权激励实施有效性的研究

随着股权激励的发展,学者们对股权激励的研究也在不断深入,他们从定性和定量的角度分析了股权激励的实施效果,发现企业实施股权激励有助于提高公司绩效。Jensen和Meckling(1976)研究得出,管理者持股不足是导致管理者道德风险行为的根本原因,所以提高管理层持股可以提高公司绩效。Mehran(1995)通过实证研究发现,管理层持股比例与企业业绩之间存在显著的正相关关系。Francis和Smith(1998)认为,管理层持股能够给公司带来长期利益,利于公司的长期发展。

国内学者赵玉珍等(2012)通过实证研究表明,上市公司股权激励可以促进公司经营绩效的提高。王晓洋(2013)、阮素梅(2013)、王萍(2013)同样也指出实施股权激励有利于公司绩效的提升。汪柳池等(2014)以2011年首次公告股权激励的上市公司为样本通过建模与实证分

析后得出企业绩效与股权激励存在正相关关系。赖慧云(2014)通过实证研究得出,管理层股权激励与公司绩效之间存在显著的正相关关系,说明我国股权激励的实施取得了很大进展。张丽萍(2014)通过应用配对样本检验论证了股权激励对上市公司的会计业绩和股票价值均产生正面影响。李春玲(2014)以民营上市公司为研究样本,实证结果表明加大民营上市公司高管的激励力度有利于公司业绩的提高。

(二)股权激励实施有效性的影响因素研究

LeeSeok和Steven(2000)的研究结果表明,企业自身的财务杠杆以及成长机会等因素对股权激励的实施有影响。Hideaki和 Michael(2005)以实施股权激励的344家日本公司为研究样本,利用事件研究法以及Logit模型分析后发现股权结构、成长性、财务杠杆能够影响企业实施股权激励的倾向及激励效应。Ortiz-Molina(2007)在研究一般企业的经理层薪酬时发现公司负债越多股权激励水平越低。Lamia和Ezzeddine(2008)采用Tobit模型分析后发现,大股东所有权性质、成长水平、公司规模、财务杠杆均会影响股权激励实施效果。Konstantions(2008)通过研究公司性质和CEO特征对股权激励实施产生的影响后认为,CEO年龄、所有权比例对实施股权激励会产生负面作用。

关于影响股权激励有效性的因素,国内学者也纷纷进行了探讨。刘广生、马悦(2013)对我国股权激励实施效果研究后发现,股权激励有助于业绩的提升,并且股票期权的激励效果要优于限制性股票。卢馨、龚启明(2013)从激励契约角度研究后发现,股权激励期限越长,激励契约效果越好。王传彬、崔益嘉等(2013)指出:激励力度会严重影响股权激励实施效果,同时企业性质和资本结构又会影响股权激励实施有效性。李秉祥、惠祥(2013)研究发现,我国上市公司在对高管进行股权激励时会优先考虑政府监管、高管年龄、股权集中度、行业竞争、人才需求这五个因素。王伟(2013)通过分析停止实施股权激励的上市企业发现,公司治理水平、股权激励政策的变迁能显著影响激励效果。冯星(2014)对我国2006~2012年实施股权激励的上市公司采用PSM方法对初始样配对,研究结果显示,股权激励强度越大,市场反应越好。吴文华、姚丽华(2014)研究发现不同规模、成长性和性质的企业股权激励效果不同。唐媛媛(2013)、高婷(2013)、王春雷(2012)、刘晓东(2011)等通过理论分析均认为应该从外部资本市场、经理人市场以及公司治理结构方面完善股权激励实施。

通过总结国内外现有文献发现,国内外学者对股权激励有效性的研究较为丰富,而且大部分学者肯定股权激励能够有效促进企业绩效,并选用企业绩效作为股权激励有效性的衡量指标。目前股权激励影响因素的研究主要集中在对企业外部因素、股权激励方案、企业自身因素、企业内部治理结构这四个方面,其中对公司治理结构与外部市场对股权激励有效性的影响大多只是做出了理论分析。因此本文采用实证研究方法,从公司治理中控制权配置的角度,分析不同的控制权配置对股权激励有效性的影响。

三、理论基础和研究假设

(一)企业性质与股权激励实施有效性

企业实际控制人的股权性质很大程度决定了实际控制人的目的,决定其对公司实施监督的力度以及与管理者利益的一致性。政府控制企业的目标不仅仅是盈利,还要求其控制下的企业承担解决就业、增加职工福利等社会责任。国有企业的管理者也不仅仅追求经济利益,政治意图及职务的升迁也是管理者追求的重要目标。马斯洛的需求理论认为,每一个时期都有一种需要占主导地位,因此必须了解管理者处在哪个需求层次上,然后再选择适合的激励方式。对于国有企业高管,他们对政绩的需求在一定程度上强于对股权激励的需求,因此,国有企业股权激励有效性较弱。与国有企业相比,非国有企业都是通过企业家创业的方式发展起来的,其高管人员更具有职业经理人的特质,并且其主要通过提升公司绩效来获得薪酬和激励,从而对于非国企的高管人员,股权激励对其激励作用较好。因此,提出以下假设:

H1:国有企业股权激励实施有效性弱于非国有企业。

(二)股权结构与股权激励实施有效性

Vanden Stee(2006)认为,大股东拥有决策控制权的企业如果采用股权激励的方式对经理人进行激励,由于控制人与经理人利益和决策观点不可能完全一致,当观点出现冲突时,就可能影响激励的有效性。股权越集中,大股东对经理人的监督越有效,大股东更会参与公司的经营决策,在项目决策时将更多地考虑自身利益,因此与经理人冲突的可能性更大。夏纪军、张晏(2008)在Vanden Stee的基础上进行实证分析得出,我国确实存在显著的大股东控制权与股权激励的冲突关系,这种关系是导致股权激励有效性不明显甚至负有效的重要原因。相反,若股权相对分散,股东之间就会形成制衡关系,有效抑制大股东利益掠夺的行为。李豫湘、屈欢(2014)通过实证研究证明当大股东扮演监督角色时,企业股权激励的实施效果与大股东控制力呈负相关。在企业中,大股东代表中小股东监督经理层活动,但若大股东控制力过大,则会出现大股东侵占中小股东利益的行径,因此中小股东对大股东制衡度的增加将改善大股东吞噬中小股东利益的情况,从而提高对经理层监督程度,使经理层专注企业价值的提升。因此,提出以下假设:

H2:股权集中度与股权激励实施有效性负相关。

H3:股权制衡度与股权激励实施有效性正相关。

(三)独立董事与股权激励实施有效性

目前很多学者认为企业内部监督不足甚至缺失是导致企业股权激励实施失效或效果不佳的主要原因之一,而独立董事制度的引入在一定程度上抑制了大股东侵害中小股东利益的行为并且还能监督经理层工作、提高企业经营绩效,进而提高股权激励实施有效性。胡晓明、曹一丹(2013)通过研究我国上市公司数据后发现,公司独立董事比例超过法定比例的数额越多,企业的经营效果越好。张庆华(2014)运用实证研究分析我国上市公司独立董事比例与企业绩效的关系后发现,独立董事比例与企业绩效存在显著的正相关关系。从上述分析中可以看出,独立董事在一定程度上能履行监督职能,因此,在股权激励的实施过程中,独立董事也依然会担负起监督董事会与经理层行为的责任。因此,提出以下假设:

H4:独立董事比例与股权激励实施有效性正相关。

(四)管理层持股与股权激励实施有效性

管理层持股是企业的一种长期激励方式,能促使经营者减少短期行为、使其将个人利益与企业长期利益保持一致,致力于提高公司经营绩效,进而得到更丰厚的收益。王婷(2011)研究表明,提高管理层持股比例也有利于管理层工作积极性的发挥,进而有效地提高公司业绩。刘洋(2012)通过分析上市公司数据,认为管理层持股与公司绩效正相关。魏荣(2013)通过实证分析表明,在创业板上市公司中管理层持股的公司在绩效表现上要好于管理层未持股的公司。因此,本文认为股权激励实施前管理层持股比例的大小会影响股权激励实施有效性。因此,提出以下假设:

H5:管理层持股比例与股权激励实施有效性正相关。

四、实证研究

(一)变量的选取和定义

1. 被解释变量的选取。本文通过比较上市公司股权激励实施前后经营业绩的变化来反映股权激励的有效性,因此选择合理的经营业绩衡量指标至关重要。在以往的研究中,中外学者主要采用净资产收益率(ROE)、每股净资产、每股收益(EPS)和托宾Q值衡量企业绩效。在我国,由于资本市场的有效性不足,托宾Q的适用性不强,因此本文借鉴赵玉珍、张心灵(2012)、周仁俊(2012)、黄倩倩(2012)的研究,选择净资产收益率作为衡量经营绩效的指标,为了更准确地反映经营绩效的变化本文采用△ROE作为被解释变量。

△ROE=实施前三年净资产收益率的平均值-实施后净资产收益率的平均值

2. 解释变量的选取。通过总结已有文献对控制权配置的研究,本文借鉴李春玲、任莉莉(2014)、李欣(2014)、陈德萍、陈永圣(2011)的研究,从股东层、董事层及经理层总共选取五个指标衡量控制权配置:①实际控制人性质,若为国有企业则取1,非国有企业则为0;②股权制衡度,即第二大股东持股比例与第一大股东持股比例的比值;③股权集中度,即H_5指数(前五大股东持股比例的平方和);④选取独立董事持股比例作为董事层控制权的衡量指标;⑤选取股权激励实施前经理层的持股比例作为衡量经理层权利的衡量指标。

3. 控制变量的选取。本文为了提高实证研究结果的准确性,还选取了以下四个影响上市公司绩效的因素作为控制变量:①资本结构,资产负债率反映企业的外部治理状况,不同的财务状况对公司绩效产生不同的影响;②公司规模,一般规模较大的企业资本雄厚、市场竞争力强、市场占有率较高,由于规模效应他们获取原材料和其他资本的成本低,因此其获利能力更强;③高管薪酬,根据委托代理理论,委托人通过可以观测到的业绩指标决定高管的薪酬,通过薪酬激励高管为公司经营做出努力,实现股东利益最大化,避免代理人的自利行为;④市场竞争性,市场的竞争性越强,给企业管理者带来的竞争压力就越大,所以企业管理者就会通过各种途径提升公司业绩。变量的具体定义见表2:

表2　　变量定义

变量性质及名称	变量名称	衡量变量	变量符号	变量定义
因变量	股权激励有效性	公司绩效	△ROE	股权激励实施前、后净资产收益率的变化值
自变量	控制权配置	实际控制人性质	State	实际控制人是否具有国家性质,国企=1,非国企=0
		股权制衡度	Balance	Z指数,第二大股东持股比例与第一大股东持股比例的比值
		股权集中度	H_5	H_5指数,前5大股东持股比例的平方和
		独立董事比例	BI	独立董事占董事总数之比
		高管持股比例	MS	管理层持股总数与公司总股数之比
控制变量	公司规模	总资产	Size	总资产的自然对数
	资本结构	资产负债率	Debt	负债总额与资产总额之比
	高管薪酬	高管薪酬	Salary	前三大高管薪酬的自然对数
	市场竞争力	主营业务利润率	COM.	本期营业收入增长额与上期营业额之比

注:上述变量中因变量为每期期末值,自变量和控制变量均为期初值。

(二)样本选取和数据来源

本文以沪深两市2011～2013年公告股权激励方案的A股上市公司数据为研究对象,剔除了ST、PT及相关数据无法获得的企业后,最终得到的样本企业有239家,其中2011年75家、2012年61家、2013年103家。数据来源于锐思金融研究数据库、巨潮资讯网,数据处理使用SPSS 19.0软件完成。

(三)实证检验

1. 描述性统计分析。从表3可以看出,实际控制人性质的均值为0.08,可见在我国实施股权激励的上市公司中,国有上市公司占比很低,民营上市公司才是实施股权激励的主力。股权制衡度的最大值为48.98,最小值为1,差距极其悬殊;均值为4.436,可见第一大股东在控制权上占据绝对优势,股权集中度高。独立董事比例的均值为38.29%,已达到证监会规定1/3的要求。高管持股比例最高已达到84.94%,最小却为0,二者比例相差过大,就其均值而言高管持股比例较低,这将在一定程度上影响股权激励实施有效性。

表3　　描述性统计分析结果

指标	极小值	极大值	均值	标准差
实际控制人性质	0	1	0.08	0.277
股权制衡度	1.00	48.98	4.436 0	5.184 23
股权集中度	0.01	0.54	0.164 9	0.104 62
独立董事比例	20.00	62.50	38.285 5	8.216 68
高管持股比例	0.00	84.94	19.543 2	23.787 80

2. 相关性分析。通过对变量进行spearman相关性检验,由表4可以看出:自变量企业实际控制人性质与企业净资产收益率变化显著负相关,而股权制衡度与企业净资产收益率变化显著正相关,企业规模、资本结构、高管薪酬、市场竞争性均与企业净资产收益率变化显著正相关。其他自变量虽然相关性没有通过显著性检验,但对企业净资产收益率的变化还是有一定的影响。

表4　　相关性检验结果

	State	Balance	H_5	BI	MS	Size	Debt	Salary	COM.	△ROE
State	1									
Balance	0.038	1								
H_5	−0.061	0.445**	1							
BI	−0.054	−0.079	0.035	1						
MS	−0.193**	−0.102	0.021	0.054	1					
Size	0.189**	0.134*	0.089	−0.017	−0.226*	1				
Debt	0.017	0.009	0.087	0.104	−0.025	0.095	1			
Salary	0.215**	0.117	−0.027	−0.188**	0.265**	0.350**	−0.099	1		
COM.	0.149*	−0.034	−0.099	−0.065	0.453**	0.225**	−0.108	0.671**	1	
△ROE	0.237**	0.154*	−0.071	−0.078	−0.014	0.269**	0.189**	0.346**	0.241**	1

注:*、**分别表示在变量在0.05、0.01的置信度上相关性显著。

3. 多重共线性检验。本文对各变量进行多重共线性诊断结果见表5。从表5中可以看出,各变量容差均接近于1,方差膨胀因子均大于1小于3。因此各变量之间不存在多重线性关系。

表5　　多重共线性分析结果

	共线性统计量	
	容差	VIF
实际控制人性质(State)	0.890	1.123
股权制衡度(Balance)	0.708	1.413
股权集中度(H_5)	0.724	1.382
独立董事比例(BI)	0.931	1.074
高管持股比例(MS)	0.591	1.691
公司规模(Size)	0.712	1.405
资本结构(Debt)	0.960	1.042
高管薪酬(Salary)	0.466	2.147
市场竞争力(COM.)	0.401	2.495

表6　　回归分析结果

变量	标准系数	T值	P值
常量		−2.324	0.021
实际控制人性质(State)	0.131	2.104**	0.037
股权制衡度(Balance)	0.220	3.151***	0.002
股权集中度(H_5)	−0.223	−3.232***	0.001
独立董事比例(BI)	0.012	0.195	0.846
高管持股比例(MS)	0.051	0.668	0.505
公司规模(Size)	0.117	1.689*	0.093
资本结构(Debt)	0.090	1.500	0.135
高管薪酬(Salary)	0.227	2.642***	0.009
市场竞争力(COM.)	0.044	0.477	0.634
R^2	0.215		
调整的R^2	0.184		

注:*、**、***分别表示变量在90%、95%、99%的置信水平上显著。

4. 回归分析。为了研究控制权配置对股权激励实施有效性的影响,本文建立了多元回归模型如下:

$$\triangle ROE=\alpha+\beta_1\times State+\beta_2\times Blance+\beta_3\times H_5+\beta_4\times BI+\beta_5\times MS+\beta_6\times Size+\beta_7\times Debt+\beta_8\times Salary+\beta_9\times COM.+\varepsilon$$

回归结果如表6所示。

从表6所列示的回归结果可以看出:

(1)自变量企业实际控制人性质与股权激励有效性显著正

相关与假设1预期相反;股权集中度与企业绩效即股权激励有效性显著负相关,假设2成立;股权制衡度与企业绩效显著正相关,假设3成立;独立董事比例、高管持股比例与企业绩效正相关,但结果没有通过显著性检验。控制变量中,公司规模和高管薪酬分别在10%、1%的置信水平上显著正相关,而资本结构、市场竞争性虽然正相关但显著性不高。

(2)企业实际控制人的性质与企业绩效存在显著正相关关系与假设1的预期相反。经分析,其原因主要有以下两个方面:第一,从国有企业自身分析,我国国有企业承担着政府职能部门的责任,需要配合政府行使政治职能。国家有关经济政策给国有企业带来的收益可能远大于非国有企业。还有,国有企业比其他企业拥有更多的优势资源,如金融资源、人力资源、社会资源等,这些资源给国有企业带来了更多的竞争优势,因此,相对非国有企业,国有企业的绩效就更容易达到股权激励方案的行权标准。第二,从股权激励角度分析,股权激励作为国家倡导的激励政策,而其在我国企业中能成功实施的却很少,作为国家职能部门的国有企业,有义务以其实施效果为标榜,鼓励和引导其他企业实施。因此,只有良好的实施效果才能展现股权激励的优越性。

(3)独立董事比例和股权激励实施前管理层持股比例均能对企业绩效产生正面影响,但是其显著性不高。通过分析,独立董事比例对企业绩效影响不显著的原因在于:首先,我国独立董事制度兴起较晚,很多上市公司只是为了满足法定的独立董事比例(1/3)的要求才设立独立董事,因此独立董事形同虚设未能发挥其监督职能;其次,独立董事的选拔可以由董事会提名,由于选聘上的不独立造成其在决策时不能发表独立的决策意见,导致其监督职能弱化;再次,独立董事的薪酬大多为固定薪酬,其个人收入不与公司绩效挂钩,因此独立董事的薪酬结构在一定程度上弱化了其行使职能的积极性。因此其对股权激励实施的关注程度较低。对于管理层持股比例,本文认为造成管理层持股比例影响不显著的原因主要在于我国企业管理层收入中现金薪酬比例大,管理层持股比例偏低,与具有长期效应的股权激励相比管理者更倾向于寻求眼前利益。

五、研究结论与启示

本文以沪深两市2011~2013年披露股权激励方案的A股上市公司为研究样本,运用多元回归分析方法对控制权配置对股权激励有效性的影响进行了研究,研究结果表明:①上市公司实际控制人为国有的股权激励实施有效性更好;②上市公司股权制衡度与股权激励实施有效性存在显著正相关关系,股权集中度与股权激励实施有效性显著负相关;③上市公司独立董事比例与管理层持股比例与股权激励实施有效性正相关,提高独立董事比例和管理层持股比例在一定程度上能增强股权激励实施有效性。

基于研究结果,本文得到以下三点启示:①影响股权激励实施有效性的重要因素之一就是企业股权的集中程度,从我国现阶段股权激励实施的情况看,相对分散的股权结构更有利于股权激励的实施。②我国企业应该适当调整高管人员的薪酬结构,减少现金薪酬,提高高管人员持股比例,增强薪酬与公司业绩的相关性。③独立董事在董事会中的独立性有待加强,应从独立董事提名方式、薪酬给付等方面进行改进,以便使独立董事更好地发挥监督作用。

主要参考文献

冯星,陈少华.股权激励实施效果研究[J].现代管理科学,2014(2).

王传彬,崔益嘉,赵晓庆.股权分置改革后上市公司股权激励效果及影响因素研究分析[J].统计与决策,2013(2).

李锡元,陈思.我国中小型高科技企业股权激励的实施现状分析[J].科技管理研究,2013(2).

吴文华,姚丽华.战略新兴产业上市公司股权激励对创新企业绩效的影响研究[J].科技进步与对策,2014(5).

李秉祥,惠祥.我国上市公司高管股权激励影响因素的实证研究[J].财会月刊,2013(8).

王伟,黄文锋.公司价值、治理水平与股权激励停止的关系研究[J].华南理工大学学报(社会科学版),2013(8).

刘晓东.我国上市公司股权激励存在问题及对策[J].会计之友,2011(15).

Mehran, Hart. Executive Compensation Structure, Ownership, and Firm Performance[J]. Journal of Financial Economics,1995(38).

Francis J., Smith A.. Agency Cost and Innovation Some Empirical Evidence[J]. Journal of Accounting and Economics,1998(19).

赵玉珍,张心灵,邹玲.上市公司股权激励与经营绩效的实证研究[J].湖南科技大学学报(社会科学版),2012(2).

王萍,陈玲.我国上市公司股权激励现状及实施效果研究[J].会计之友,2013(34).

刘广生,马悦.中国上市公司实施股权激励的效果[J].中国软科学,2013(7).

王春雷.上市公司股权激励问题研究[J].商业经济,2012(8).

【基金项目】国家自然科学基金项目“中国上市公司经理层管理防御与激励约束机制的实验研究”(编号:71272118);陕西省软科学项目“大中型国有企业股权激励政策研究——大中型国有企业股权激励政策实证研究”(编号:2013KRZ27-02)