管理层股权激励与企业绩效之间的关系

——基于不同产品市场竞争度视角

王怀明(博士生导师)，李超群

(南京农业大学金融学院，南京 210095)

【摘要】产品市场竞争程度对管理层股权激励的效果具有重要的影响。本文主要探讨在不同程度的市场竞争背景下,管理层持股比例与企业业绩之间的关系。实证研究结果表明:在高度竞争的产品市场下,管理层持股具有激励效应,提高管理层持股比例对企业业绩具有积极作用;在低度竞争的产品市场下,管理层持股具有防御效应,提高管理层持股比例对企业业绩具有消极作用。

【关键词】产品市场竞争；管理层股权激励；公司绩效

一、引言

如何进行有效的管理层股权激励,是现代公司薪酬激励的核心问题之一。国内外学者对管理层持股比例与企业业绩间的关系进行了大量的研究,却得到了不尽相同的结论。Jensen 和 Meckling(1976)的研究表明:高管持股可以使得高管的利益函数与企业的利益函数趋于一致,提高管理层持股比例有利于提高企业的业绩。Fama 和 Jensen(1983)认为,随着高管持股比例的不断增加,管理层可能更加倾向于为自己谋取私利而背离企业价值最大化的根本目标,从而对企业业绩的提高造成负面影响。徐大伟等人(2005)的研究结果显示:上市公司管理层持股比例与公司绩效是一种非单一相关关系。刘国亮和王加胜(2000)的研究表明,公司经营绩效与管理层持股比例正相关。

通过以上对相关研究文献的回顾我们不难发现,对于管理层股权激励政策是否有利于提高企业价值这一问题,国内外学者并没有得出一致的结论,他们得出的结论有时甚至是相互矛盾的。本文认为导致这种现象最有可能的原因是管理层持股和公司绩效之间的关系是复杂的,现有的研究忽略了某些重要因素对二者之间关系的影响。

因此,在对这个课题进行研究的过程中,不应该只是单纯地考虑管理层持股份额与企业业绩二者间的关系,而是应该在参考国内外相关研究文献的基础上,将研究思路拓宽,考虑公司外部治理机制的影响,以期能够得到比较准确的结论。

Collin 和 Bengtsson(2000)在研究中提出:随着公司治理理论的不断发展和治理实践的不断深入,公司治理的范围应该扩大,经理人市场、产品竞争市场、债务和资产净值等方面都需要包含在公司治理的范围内。因此,国外的一些学者的研究表明:根据公司治理理论扩大的需要,产品市场竞争这一重要的外部治理机制应该属于公司治理的研究范畴。目前,国内外学者对管理层持股份额与企业业绩间的关系得出的研究结论不一致,最可能的原因是忽略了产品市场竞争程度的影响。因此,本文主要研究在不同程度的产品市场竞争背景下,管理层持股比例与企业业绩之间的关系。

二、理论假设

Jensen 和 Meckling(1976)在研究中指出:管理层持股具有激励效应,从而有利于提高企业价值。企业通过管理层股权激励政策让企业的高级管理人员拥有本公司的股票,分享企业的剩余收益,从而有效地将高管的利益与公司的利益紧紧捆绑在一起。公司通过对管理层设置一些业绩考核指标,并且让其分享公司的剩余收益,从而激励管理层更加注重企业的长远发展,规避他们的短期行为,进而有利于提高企业的价值。

Fama 和 Jensen(1983)在研究中发现企业的管理者持股具有很强的防御效应,从而会降低企业的价值。这包括两方面的内容:一方面,公司的股权具有表决权,当公司的管理人员拥有的股权份额增加时,他们对公司的控制力也会增强,这样就会削弱监督约束机制的作用。另一方面,随着管理层持股比例的不断增加,公司被成功兼并的可能性就会大大降低,这样一来,外部市场对管理者的监督约束作用也会被削弱。因此,若是公司管理人员的持股比例过高,那么,公司则很有可能被那些不受内外部监督和约束的管理者控制。缺少约束的管理层可能会背离企业价值最大化目标,进而会使公司的价值降低。

在产品市场竞争激烈的情况下,企业主营业务利润

率相对较低，引入管理层股权激励政策会使企业高管同时拥有股东和劳动者的“双重”身份，让其既能获得劳动收入，又能获得资本收入。为了在激烈的市场竞争中赚取更高的资本收入，他们将会更加努力工作，更愿意去承担企业生存发展所面临的来自市场的压力。这种情况下，引入管理层股权激励政策，可以有效地防范管理者的道德风险，最大限度地降低监督成本。另外，由于大多数股权激励方式都对股权的兑现附带服务期间的限制，从而使得拥有股权的公司管理层不能随便轻言“去留”。在高度竞争的产品市场环境下，企业竞争最主要的表现是人才的竞争，此时使用管理层股权激励政策，可以留住优秀的管理人才持续为公司服务，从而达到提高企业竞争力，提升企业价值的目的。因此，对于产品市场竞争程度高的公司，管理层持股具有激励效应，提高管理层持股比例对企业业绩具有积极的作用。

在产品市场竞争程度低的情况下，即在垄断市场中，企业主营业务利润相对较高，而这高额的利润更多是来自于低廉的生产成本和少量的竞争者，而不是管理者自身的努力。此时，推行管理层股权激励政策并不会使管理者为了提高业绩而更加努力，只会使其拥有更大的权利控制企业。陈震、丁忠明(2011)的研究也表明，垄断企业的高管更有可能运用手中的权力为自己谋求利益，而大大损害公司的利益。

随着管理层持股份额的不断扩大，为了维护自己的既得利益，管理层可能会阻碍公司的并购，从而削弱外部市场对他们的监督和约束，并且管理者持股份额的扩大也不利于内部监督约束机制发挥应有的作用。由于不受内外部的监督和约束，管理者更有可能为了谋取自己的私利而牺牲股东的利益。因此，在低度竞争的产品市场条件下，管理层持股具有防御效应，提高管理层持股比例对企业的业绩具有消极的作用。

综合以上分析，本文提出了以下研究假设：

H1：对于产品市场竞争度高的公司，管理层持股具有激励效应，提高管理层持股比例对企业业绩具有积极的作用。

H2：对于产品市场竞争度低的公司，管理层持股具有防御效应，提高管理层持股比例对企业业绩具有消极的作用。

三、研究设计

(一)样本选取和数据来源

本文以沪深两市2008～2013年制造业A股上市公司为研究样本。为了保证样本的代表性，在样本选择过程中做了以下剔除：①由于制造业中木材、家具业和其他制造业的样本比较少，进行实证研究的意义比较小且不具有代表性，因此剔除了上述行业的样本；②由于本文主要是为了研究管理层持股比例高低对公司绩效的影响，所以剔除了管理层持股为零的样本；③由于ST公司的亏损往往都比较大，净利润非常小甚至为负值，从而导致了这些企业的总资产净利率特别低，为了消除这些异常数据的影响，剔除了ST公司的样本。研究中所使用的数据均来源于国泰安数据库以及上交所和深交所披露的上市公司年报。

(二)变量定义

本次研究中涉及的被解释变量、解释变量及控制变量定义具体如表1所示：

表 1　　变量定义

	具体名称	变量符号	变量含义
被解释变量	总资产净利率	ROA	净利润/总资产
解释变量	管理层持股比例	MSR	管理层持股总数/股本总数
控制变量	货币薪酬	Ac	前三名高管薪酬总额的自然对数
	资产负债率	Debt	总负债/总资产
	成长性	Growth	本期主营业务增加额/上期主营业务收入×100%
	企业规模	Size	总资产的自然对数
	公司产权性质	State	国企为1，非国企为0

1. 被解释变量：总资产净利率。目前衡量企业绩效主要是通过财务指标单独或是综合衡量，用来衡量公司绩效的指标主要包括市场价值指标和会计业绩指标两类。市场价值指标主要有托宾Q值和经济增加值两种；会计业绩指标具体包括：总资产净利率、净资产收益率、每股收益等。国内学者主要是采用会计绩效指标来衡量企业的业绩，其中李常青、赖建清(2004)，阮素梅、杨善林(2013)等在研究中都采用总资产净利率作为衡量企业业绩的指标。

本文在阅读相关文献的基础上，选择总资产净利率作为衡量企业业绩的指标，该指标是公司净利润与资产总额的比值，对上市公司来说，总资产净利率指标能够合理地评价企业的获利能力、资产的运用能力和负债的使用能力，是一个综合性很强的指标。

2. 解释变量：管理层持股比例。由于我国的资本市场是在特殊的历史时期形成的，从而使得现有的许多上市公司具有非流通国有股和法人股占有比重比较大的特点。在这种具有中国特色的治理结构中，公司的董事会成员、监事会成员以及经营管理人员都对公司的实际运作发挥着重要的作用。另外，管理层持股比例客观反映了公司的人力资本与物质资本对于企业剩余收益的分配

情况。

本文选用“董事、监事和经营管理层持有本公司股票份额之和占企业股本总额的比例”作为解释企业管理层持股情况的指标。该指标可以比较全面地反映公司的管理层对公司所有权的控制程度。

(三)产品市场竞争度的衡量

1. 产品市场竞争度的衡量指标。根据产业组织的理论,到目前为止还没有一个统一合理的指标来度量行业的产品市场竞争度。现有的相关文献中大多数是采用盈利性指标来衡量行业的产品市场竞争度。盈利性指标可以看作是从事后的角度来衡量市场竞争强度。其基本的理论依据是在竞争不激烈的市场上,公司卖出产品的价格远远高于边际成本,此时企业可以获得较高的利润,即产品的利润率越高意味着市场竞争越低,反之亦然。盈利性指标主要包括息税前利润、净资产收益率、主营业务利润率等。

目前大多数学者在研究中使用主营业务利润率来衡量产品市场竞争度。Nickell(1996)在研究中也指出:主营业务利润率指标可以被认为是进入某行业的租金。垄断程度与进入行业的租金成正比,若是进入该行业的租金比较高,则表示进入该行业的难度比较大,从而可推断该行业的竞争度较低。因此在综合国内外相关文献的基础上,本文认为使用主营业务利润率来衡量产品市场竞争度比较合理。

2. 市场划分。根据国泰安数据库提供的数据,通过制造业中的8个行业从2008年到2013年6年的营业收入与营业利润计算出各个行业的主营业务利润率(OPE)和所有行业的平均主营业务利润率,其中各个行业OPE的算术平均数就是所有行业的平均主营业务利润率。

按照上述算法进行计算后得到所有行业的平均主营业务利润率为19.30%,以该指标(19.30%)为分界线将所有的样本划分为两个部分:OPE高于19.30%的为高度竞争的行业;OPE低于19.30%的为低度竞争的行业。划分后的具体行业分类见表2。

表 2　　不同竞争度行业划分

竞争度	行业名称(利润率%)
高竞争	电子(17.00); 机械、设备、仪表(18.12); 金属、非金属(9.41); 石油、化学、塑胶、塑料(12.94); 造纸、印刷(15.93)
低竞争	纺织、服装、皮毛(20.03); 食品、饮料(29.58); 医药、生物制品(31.30)

3. 独立样本T检验。本文以样本中所有行业6年的主营业务利润率为检验对象,通过独立样本T检验,来验证关于产品市场竞争度的划分是否具有统计学意义,检验结果如表3所示。

表 3　　独立样本T检验

	Levene´s Test		t-test for Equality of Means				
	F	Sig.	t	df	Sig.	Mean Difference	Std. Error Difference
Equal variances assumed	1.894	0.218	−3.710	6	0.010	−0.122 874 9	0.033 116 8
Equal variances not assumed			−3.196	2.830	0.054	−0.122 874 9	0.038 443 6

检验结果显示:高产品市场竞争行业与低产品市场竞争行业的主营业务利润率平均值具有显著差异。于是我们可以得到以下结论:通过主营业务利润率平均值指标将行业划分为高竞争行业和低竞争行业的做法是合理的。

(四)模型构建

本文采用了沪深两市制造业A股上市公司6年的面板数据,剔除非代表性样本后,将全体样本按照所处行业的产品市场竞争程度划分为高产品市场竞争组和低产品市场竞争组,然后对这两组样本分别进行回归。构建的模型如下:

$$ROA=a+\beta_1MPS+\beta_2AC+\beta_3GROWTH+\beta_4SIZE+\beta_5DEBT+\beta_6STATE+\xi$$

四、实证分析

(一)描述性统计分析

表 4　　描述性统计结果

低竞争(高竞争)	N	Min	Max	Mean
ROA	641 (1 503)	−0.223 (−0.286)	0.494 (0.226)	0.057 (0.024)
MSR	641 (1 503)	0.000 (0.000)	0.494 (0.411)	0.008 7 (0.007 0)
AC	641 (1 503)	10.361 (11.184)	16.438 (17.169)	13.939 (13.905)
Growth	641 (1 503)	−0.894 (−0.930)	16.096 (23.315)	0.203 (0.171)
Size	641 (1 503)	19.046 (17.663)	24.739 (26.647)	21.750 (22.204)
Debt	641 (1 503)	0.069 (0.007)	1.806 (2.911)	0.449 (0.552)

数据来源:国泰安数据库。

从表4中可以看出,低竞争企业的总资产净利率均值为5.7%,远远高于处于高竞争企业的2.4%,这说明低竞争

企业的绩效明显优于高竞争企业。另外,由描述性统计可以看出,我国企业的管理层持股比例的平均值明显偏低,而管理层持股比例的最大值都非常高,这说明我国上市公司的管理层股权激励相对比较集中,实施的范围也相对比较小。

(二)相关性分析

表5是拟进入模型的各个变量的皮尔森相关性检验,描述了各变量之间的相关程度。通过观察我们发现,各变量间的相关性系数绝对值基本都小于0.3。这表示各变量间具有较强的独立性,不存在多重共线性。

表5　皮尔森相关性检验结果

	ROA	MSR	AC	Growth	Size	Debt	State
ROA	1						
MSR	0.003	1					
Ac	0.242**	0.087**	1				
Growth	0.111**	0.057**	0.016	1			
Size	0.114**	0.006	0.292**	0.006**	1		
Debt	−0.027**	−0.046*	−0.062*	−0.014	0.222**	1	
State	−0.084**	−0.078**	−0.034	−0.001	0.126**	0.068*	1

注:**和*分别表示在1%和5%(双尾T检验)水平上显著。

(三)回归分析

表6　实证回归结果

	高竞争		低竞争	
	B	Sig	B	Sig.
(Constant)	−0.270	0.000**	−0.371	0.000**
MSR	0.091	0.007**	−0.185	0.000**
Ac	0.020	0.000**	0.019	0.000**
Growth	0.006	0.000**	0.007	0.013*
Size	0.002	0.030*	0.009	0.002**
Debt	−0.080	0.000**	−0.067	0.000**
State	−0.004	0.145	−0.014	0.025*
样本数	1503		641	
R−square	0.2473		0.1886	
调整后的R−square	0.2443		0.1809	
F值	81.91	0.000**	24.56	0.000**

a. Dependent Variable: ROA

注:**和*分别表示在1%和5%(双尾T检验)水平上显著。

高度竞争产品市场下的模型回归结果表明,管理层持股比例与企业业绩显著正相关。这说明在高度竞争产品市场条件下,管理层持股具有激励效应,提高管理层持股比例对企业业绩具有正向积极的作用,从而验证了H1。

在高度竞争的产品市场下,企业的主营业务利润相对比较低,引入管理层股权激励政策会使企业高管从一个"局外人"转变为其所服务的企业的剩余利益的索取者,那么他将会更加努力工作,也更愿意去承担企业生存发展所面临的来自市场的压力,同时也有效防止了管理层为了谋取自身利益而损害股东利益的行为,从而会更加有利于提高企业业绩。

在面对激励和瞬息万变的市场竞争时,采用股权激励政策不仅降低了企业对于管理层的监督约束成本,有效防范管理层的道德风险,而且使得管理人员有了为企业创造财富的动机和热情,自愿从股东的角度来思考企业的发展战略,从而有利于提高企业价值。因此,在高度竞争的产品市场条件下,管理层持股具有激励效应,扩大管理层持股份额有利于提高企业价值。

低度竞争产品市场下的模型回归结果显示,管理层持股比例与企业业绩显著负相关。这说明在低度竞争的产品市场条件下,管理层持股具有防御效应,提高管理层持股比例对企业业绩具有消极作用,从而验证了本文提出的H2。

在低度竞争的产品市场上,企业主营业务利润率相对比较高,而这高额的利润主要来自于低廉的生产成本和行业中少量的竞争者。在此种市场环境下,企业的管理层不需要付出巨大的努力就可以获得巨大的收益。此时若是推行管理层股权激励政策,只会给公司的管理层带来巨大的额外收益,激励对象将更有可能成为公司剩余利益的索取者,而不是企业剩余收益的创造者。

管理层持股会使他们拥有更大的权力来控制企业,削弱内部监督约束机制的作用。随着管理层持股比例的不断增加,公司被成功并购的可能性就会降低,于是市场对于管理者的约束也会相应被削弱。由于缺乏内外部的监督和约束,公司的管理层便可能会通过损害公司的利益来为自己谋取更大的利益。因此,在低度竞争的产品市场条件下,管理层持股具有防御效应,提高管理层持股比例会损害企业的业绩。

五、主要结论与启示

(一)结论

本文通过对不同产品市场竞争条件下管理层持股份额与企业绩效之间的关系进行实证研究后,得出了如下结论:对于产品市场竞争度高的公司,管理层持股具有激励效应,提高管理层持股比例对企业提高业绩具有积极的作用;对于产品市场竞争度低的公司,管理层持股具有防御效应,提高管理层持股比例对企业提高业绩具有消极的作用。

(二)启示

通过对不同产品市场竞争背景下管理层股权激励与企业业绩关系的理论和实证研究,本文主要得出以下几点启示:

1. 管理层股权激励与企业业绩的关系受到产品市场

循环经济背景下废弃物定价策略探析

刘三红[1,2]，肖　序[1](博士生导师)

(1.中南大学商学院，长沙 410083；2.绍兴文理学院元培学院，浙江绍兴 312000)

【摘要】循环经济的全面开展使得传统废弃物被循环再利用,但废弃物价格的缺失使得其再利用困难重重。本文在分析废弃物定价障碍的基础上,分析了废弃物定价的影响因素,从废弃物的内部生产成本和外部环境损害的角度提出可供操作的定价策略。

【关键词】循环经济；废弃物；定价；环境成本

众所周知,使用价值决定价值,而价值的货币表现形式是价格,价值是价格的基础。传统会计核算中,生产过程中所有成本都由合格品承担,不合格品和废弃物的价格为零,这是由于在传统的经济模式下,不合格品或者废弃物不存在使用价值。因此,在价格的确定和分配中,对劣次品或者废弃物的价格不做估算。然而,随着循环经济的开展,对不合格品或者废弃物的回收利用,使得废弃物的零价格已经不能适应经济发展的要求。国内外学者对此做了较多的研究,主要集中在采用政府调控手段(如资源税、排污费、补贴等)来调整废弃物资源低估现象(林伯强、彭小明、林鉴军等),部分学者对废弃物资源定价的障碍进行了研究(冷淑莲、冷崇总等),还有部分学者对循环经济的定价提出了相应的措施和对策(孟维华、张翼飞、胡振琪、王生卫、郝瑞彬等)。然而这些研究主要是从政策干预等定性方面来分析循环经济的废弃物定价,主要集中在宏观层面,缺少从企业等经济体的角度的定量分析。

竞争强度的影响。产品市场竞争程度低的上市公司,在进行管理层股权激励计划时是需要仔细斟酌的。根据上述分析,在低竞争的市场环境下,提高管理层持股比例,只会使公司的管理层拥有更大的权力,并不会使其更加努力地工作,并且随着持股比例的不断增加,他们更有可能为了实现自己的利益而毫无顾忌地损害公司的利益。对于面临激烈竞争的上市公司而言,管理层持股有利于改善企业的业绩。此时企业应该积极地引入管理层股权激励计划,以调动高管们的工作积极性,提高企业的运作效率,从而最终实现提高企业业绩的目标。

2. 审慎地实施管理层股权激励比较适合我国当前的市场发展情况。股权激励的有效实施必须具备完善的制度条件和健全的法律体系,但是就中国目前的状况来看,高管的任用机制、资本市场的融资机制等都存在着不健全、不到位的问题,这将会给产品市场竞争机制这一重要的外部治理机制对管理层股权激励的“曳动”作用通道平添一些阻力。我们不能排除部分高管人员存在着侵占国有资产或者股东权益的动机,实施股权政策只会造成国有资产的流失、股东权益受损和公司绩效的严重恶化。

主要参考文献

Jensen, Meckling W.. Theory of the firm: managerial behavior, agency costs, and ownership structure[J].Journal of Financial Economics,1976(4).

Fama Eugene F., Jensen Michael C.. Separation of ownership and control[J]. Journal of Law and Economics, 1983(2).

徐大伟,蔡锐,徐鸣雷.管理层持股比例与公司绩效关系的实证研究——基于中国上市公司的MBO[J].管理科学,2005(4).

刘国亮,王加胜.上市公司股权结构、激励制度及绩效的实证研究[J].经济理论与经济管理,2000(5).

Collin, S-O. and Benrtsson L.. Corporate Governance and Strategy: A Test of the Association Between Governance Structure and Diversification on Swedish Data[J]. Corporate Governance-A International Review,2000(8).

陈震,丁忠明.基于管理层权力理论的垄断企业高管薪酬研究[J].中国工业经济,2011(9).

李常青,赖建清.董事会特征影响公司绩效吗[J].金融研究,2004(5).

阮素梅,杨善林.经理激励、资本结构与上市公司绩效[J].审计与经济研究,2013(6).

【基金项目】国家自然科学基金资助项目“食品企业社会责任促进机制研究——基于消费者响应的视角”(项目编号:71173108)