

国有企业混合所有制改革中 高管激励方式选择

李春玲(博士生导师), 李瑞萌, 李念

【摘要】以2011~2014年沪深两市A股主板国有上市公司为样本,实证分析国企混合所有制改革中不同控股方式下股权激励和薪酬激励对企业业绩的影响,结果显示,在国家相对控股方式下股权激励和薪酬激励都可以提升企业价值,在国家绝对控股方式下股权激励未能发挥效果,薪酬激励可以提升企业价值。这一结论对于国企混合所有制改革中如何选择适宜的高管激励方式、建立完善的公司治理机制具有参考意义。

【关键词】控股方式; 混合所有制改革; 股权激励; 薪酬激励

【中图分类号】F272.3

【文献标识码】A

【文章编号】1004-0994(2016)33-0033-4

我国国有企业经过几轮改革,已形成了多元化的产权结构。然而国有企业在运行中仍存在很多深层次问题,“一股独大”、政企不分等问题尤为突出(胡洁,2014)。实施股权多元化可以完善企业治理结构和内部运行机制,这是我国国有企业改革的重点。国有股可以以绝对控股、相对控股或参股形式存在(刘崇献,2014),高管激励方式在不同控股方式下发挥的作用也不尽相同,新的股权结构只有匹配合适的激励模式,才能使混合所有制改革尽快发挥成效,获取改革红利。本文将从混合所有制改革的背景出发,探讨国有企业不同控股方式与高管激励的最优匹配。

一、文献回顾

高管激励方式主要有显性激励和隐性激励,显性激励有短期薪酬激励和中长期股权激励,隐性激励包含声誉激励、在职消费等。由于隐性激励不易被察觉且数据难以获取,本文主要研究显性激励。

激励方式与业绩的关系主要有三种观点:正相关、负相关和无关。Carl et al.(2003)、Coles和Li(2010)发现股权激励可以带来利润增长,提升企业价值。我国学者程仲鸣等(2008)和刘广生等(2013)也发现实施股权激励后,企业价值有所提升。薪酬激励方面,Coughlan et al.(1985)和刘绍妮等(2013)都实证得到高管薪酬与公司价值显著正相关的结论,持类似观点的还有杨蕙馨等(2006)、曹郑玉等(2007)、周仁俊等(2010)。然而,Hak et al.(1995)的研究表明股权激励不利于企业业绩增长。俞鸿琳(2006)指出,国有上市公司中股

权激励与企业价值负相关。王锐等(2011)和项豫等(2015)也发现国有企业实施股权激励后并未带来企业业绩的增长。此外,Fama et al.(1983)也得到薪酬激励与业绩负相关的结论。还有学者认为激励方式不影响企业业绩。Kadany et al.(2006)研究指出股权激励与公司业绩无关。程利敏(2012)的实证结果表明,薪酬激励和股权激励与企业业绩都没有明显的相关关系。现有的研究成果显示股权激励实施效果不如薪酬激励,而且股权激励易受产权性质的影响。

部分学者就激励效果不显著的原因进行了分析。Hart(1995)认为大股东会影响管理层决策的制定及实施,进而降低股权激励效果。潘颖、聂建平(2010)研究发现大股东对中小股东利益的侵占和内部人控制问题将损害股权激励实施效果。Eric Van den Steen(2005)则具体指出了委托人控制权和代理人激励之间存在冲突,这种冲突会对激励效果产生影响。夏纪军、张晏(2008)认为相对于政府大股东,私人控股企业没有政企不分的问题,而且大股东的目标与企业利润最大化目标更趋于一致,因此在国有控股企业中,大股东控制权与股权激励的冲突使得股权激励失去效果。此外,邵帅、周涛、吕长江(2014)以经历了国有和民营产权性质的上海家化公司为例,发现国有产权性质下股权激励设计倾向于福利性,主要是因为国企中过多的政策限制、行政干预等影响了激励效果的发挥。张敏、王成方、刘慧龙(2013)研究还发现,政府干预所导致的冗员负担弱化了高管薪酬与企业业绩之间的关联,因此减少政府干预对于建立有效的高管激励制度

【基金项目】国家自然科学基金资助项目(项目编号:71102153);河北省高等学校人文社会科学重点项目(项目编号:SD151028);河北省研究生创新资助项目(项目编号:00302-6370020)

□ 改革与发展

具有重要意义。上述文献表明,大股东的存在、政府干预等会对管理层激励效果产生负面影响,使得在不同的控股方式下激励方式发挥效果也可能不同。

目前对不同高管激励方式与企业业绩关系的研究得到的结论不尽一致,多数研究认为在国有企业中实施股权激励效果不甚明显,上市公司中薪酬激励效果较好。虽然很多学者对研究对象进行了产权性质划分,但是没有考虑国有企业特殊的政治背景以及由此产生的一系列问题,也没有就影响激励方式发挥作用的根本原因进行深入分析。因此,本文以国有上市公司为研究对象,创新性地将高管激励问题放入混合所有制改革的情境中进行研究,通过对国有控股方式进行划分,探讨不同控股方式下的最优高管激励方式。

二、实证研究设计

1. 研究假设。目前,国有企业股权集中度较高,这体现了我国以公有制经济为主体,政府对国有企业强烈的控制意愿。然而国有股“一股独大”使得行政干预、政企不分问题越来越严重(杨卫东,2014),已有的高管激励措施可能无法发挥作用。首先,国有上市公司由政府决定管理者的任免,而国有企业自身的政治特性使得管理者的升迁不仅与企业的利润等经济目标挂钩,还与其政绩挂钩,这会导致股权激励中股东与管理者目标不一致。因为国有企业承担了就业等社会责任,政府难免对其进行行政干预,导致国有企业资源配置不合理,影响了股权激励中高管人员业绩的衡量标准,使得股权激励失去了发挥激励性的必要条件。其次,在国有控股企业中,政府将自己的意志传递给行政任命的经营者,但是作为大股东的国家疏于监督管理,这种“所有者缺席”使得管理层集控制权、执行权、监督权于一身,出现内部人控制,在这种情况下有可能出现管理者自定激励契约实行自我激励的现象,其结果无疑是将激励机制变成了谋利手段和财富转移的途径,从而损害股东利益。

混合所有制改革的目的是实现“政企分开”,通过引入非公有制资本为企业注入活力,同时形成权力制衡,促使企业目标汇聚于经济目标。在国有股居于绝对控股地位时,由于缺乏股权制衡机制,董事会治理机制和公司控制权市场的治理作用也都不能充分发挥;如果国有股处于相对控股地位,既能保证国有资本控制力,又因引入非国有资本的竞争机制提高了国有企业活力,而且非国有资本也能具备一些与国有资本相抗衡的力量以保护自己的利益不受损害(杨红英等,2015),这种情景下公司治理机制才能发挥作用,股权激励也可发挥效果。薪酬激励作为一种短期激励措施,是最简单、最基本的高管激励方式,不会像股权激励那样需要设计行权条件、行权期限等,本文认为薪酬激励不会因为国有股“一股独大”而影响其效果的发挥。因此提出以下两个基本假设:

假设1:混合所有制改革中国家相对控股方式下,股权激励和薪酬激励都能提升企业绩效。

假设2:混合所有制改革中国家绝对控股方式下,股权激励的效用不显著,而薪酬激励可以提升企业绩效。

2. 样本选择与数据来源。本文以2011~2014年在沪深两市主板上市的实际控制人为国家的A股公司为样本,在剔除了同时发行B股或H股的公司、ST和*ST公司、金融类公司和数据异常或数据缺失的公司后,得到3038家公司的观测值,其中2011年712家,2012年783家,2013年757家,2014年786家。数据来源于CSMAR和WIND数据库,个别数据比对和收集来自巨潮资讯网,有关数据变量的统计分析主要通过STATA 12.0和EXCEL完成。另外,根据国有第一大股东持股比例是否高于50%,将样本划分为国家绝对控股和国家相对控股两类。

3. 变量选择与模型设计。综合国内外研究,企业绩效的衡量指标主要有市场指标和会计指标两种,目前中国资本市场发展不健全,股价受多种因素影响,并不能真实反映企业业绩。因此本文采用传统会计指标——总资产报酬率作为企业绩效的替代变量。解释变量包括股权激励和薪酬激励。股权激励用管理层持股比例表示,管理层界定为公司的董事、监事、总经理、副总经理、财务负责人、董事会秘书和公司章程规定的其他人员。薪酬激励用高管前三名薪酬总额的自然对数表示。此外,影响公司绩效的因素还有很多,本文从治理结构角度选择了大股东控制权、股权制衡度、董事会规模三个指标,又从财务杠杆、公司规模、公司成长性方面分别选取指标作为控制变量。各变量名称和释义如表1所示。

表1 变量名称和释义

变量类型	变量名称	变量符号	变量含义及表达式
被解释变量	企业绩效	ROA	用总资产报酬率表示,净利润/(期末资产总额+期初资产总额)/2
解释变量	股权激励	MSR	管理层持股数量/总股数
	薪酬激励	SAL	前三名高管薪酬总额取自然对数
控制变量	大股东控制权	FCON	表示股权集中情况,第一大股东持股比例
	股权制衡度	BAL	公司第二至第五大股东持股比例之和/第一大股东持股比例
	董事会规模	DN	董事会成员人数
	财务杠杆	LEVER	公司总负债/总资产
	公司规模	SIZE	公司总资产取自然对数
	公司成长性	GROW	总资产增长率,当年总资产增加额/上年末总资产
	年度	YEAR	虚拟变量,是该年份取值为1,否则为0

本文基于以上分析及变量选择构建了如下回归模型:

$$ROA = \beta_0 + \beta_1 MSR + \beta_2 SAL + \beta_3 FCON + \beta_4 BAL + \beta_5 DN + \beta_6 LEVER + \beta_7 SIZE + \beta_8 GROW + \beta_9 YEAR + \varepsilon$$

其中: β_i ($i=1,2,\dots,9$)为各变量的回归系数; ε 为随机误差项。

表 2 主要变量描述性统计

变量	最小值			最大值			均值			标准差			样本量		
	相对控股	绝对控股	总体样本	相对控股	绝对控股	总体样本	相对控股	绝对控股	总体样本	相对控股	绝对控股	总体样本	相对控股	绝对控股	总体样本
ROA	-0.262	-0.234	-0.262	0.389	0.351	0.389	0.0336	0.043	0.036	0.050	0.052	0.051	2183	855	3038
MSR	0.000	0.000	0.000	0.287	0.034	0.287	0.0008	0.000	0.001	0.009	0.002	0.008	2183	855	3038
SAL	11.868	12.167	11.868	16.647	16.319	16.647	14.1754	14.285	14.206	0.698	0.578	0.668	2183	855	3038
FCON	0.042	0.500	0.042	0.500	0.860	0.864	0.3190	0.591	0.395	0.106	0.080	15.742	2183	855	3038
BAL	0.560	0.240	0.560	9.414	0.780	9.414	0.5570	0.146	0.441	0.638	0.148	0.577	2183	855	3038

三、实证结果分析

1. 描述性统计。本文对全样本和分类样本分别进行描述性统计,并对分类样本进行了独立样本 T 检验,结果见表 2、表 3,表 3 中的均值差值为“相对控股-绝对控股”。

表 3 独立样本 T 检验

		方差方程的 Levene 检验			均值方程的 t 检验		
		F	Sig.	t	Sig. (双侧)	均值差值	标准误差值
ROA	假设方差相等	3.564	0.059	4.611	0.000	-0.0094	0.0020
	假设方差不相等			4.561	0.000	-0.0094	0.0021
MSR	假设方差相等	19.603	0.000	-2.639	0.008	0.0008	0.0000
	假设方差不相等			-4.056	0.000	0.0008	0.0000
SAL	假设方差相等	986.443	0.000	-482.733	0.000	-0.1096	0.0239
	假设方差不相等			-766.896	0.000	-0.1096	0.0150
FCON	假设方差相等	137.406	0.000	68.047	0.000	-0.2720	0.4000
	假设方差不相等			76.508	0.000	-0.2720	0.3560
BAL	假设方差相等	339.956	0.000	-18.653	0.000	0.4110	0.0220
	假设方差不相等			-28.248	0.000	0.4110	0.0150

结合表 2 和表 3 的数据可以看出,所取样本中国家相对控股公司有 2183 家,占样本总量的 71.86%,国家绝对控股公司为 855 家,占样本总量的 28.14%,可见国企改革历经数年,在股权多元化上取得了很大成效。企业绩效的均值为 3.6%,说明大部分国有上市公司是盈利的,但是收益率并不高。国家相对控股公司的企业绩效略低于国家绝对控股公司且显著,这与多数学者研究得到的国企股权多元化后绩效提升的结论不一致。但是谭劲松和郑国坚(2004)研究认为产权清晰不必然带来企业效率的提高,却是提高企业长期效率的前提。股权激励最小为 0,最大为 28.7%,均值为 0.1%,说明我国管理层持股比例较低,远低于西方发达国家,实施股权激励的力度远远不够。国家相对控股公司的股权激励高于国家绝对控股公司且显著,说明国家绝对控股公司实施股权激励的动机不强。薪酬激励的均值为 14.206,国家绝对控股公司的薪酬激励略高于国家相对控股公司且显著,说明在高度集权情况下,管理者有可能利用手中权力提高薪酬进行自我激励。

此外,控制变量中大股东控制权的最小值为 4.2%,最大

值为 86.4%,均值为 39.5%,相比国外的企业股权集中度仍然较高,“一股独大”现象依然存在。股权制衡度的均值为 0.441,这个制衡程度相对较弱,国家相对控股公司的股权制衡程度高出国家绝对控股公司 0.411 并且显著,说明国家相对控股公司的股权制衡度明显高于国家绝对控股公司。

2. 相关性分析。国家相对控股和国家绝对控股方式下各变量的相关性检验结果如表 4、表 5 所示。

表 4 相对控股 Pearson 相关性检验

	ROA	MSR	SAL	FCON	BAL	DN	LEVER	ASSET	GROW
ROA	1								
MSR	0.095**	1							
SAL	0.295**	0.041	1						
FCON	0.004	-0.065**	0.048*	1					
BAL	0.048*	0.157**	0.110	-0.493**	1				
DN	-0.008	-0.007	0.126	0.053*	0.130	1			
LEVER	-0.330**	-0.048*	0.034	0.045*	0.006	0.121**	1		
SIZE	0.044*	-0.009	0.501**	0.181*	0.103**	0.287**	0.432**	1	
GROW	0.233**	0.049*	0.100**	0.029	0.125*	0.056	0.03	0.131**	1

注:***、**、*分别表示在 1%、5%、10%的水平上显著,下同。

表 5 绝对控股 Pearson 相关性检验

	ROA	MSR	SAL	FCON	BAL	DN	LEVER	ASSET	GROW
ROA	1								
MSR	0.004	1							
SAL	0.243**	0.092**	1						
FCON	0.126**	-0.052	0.064	1					
BAL	-0.008	0.028	0.177	-0.264**	1				
DN	0.094**	-0.036	0.153	0.093**	0.073	1			
LEVER	-0.475**	0.016	0.031	-0.125**	0.083*	-0.067	1		
SIZE	-0.012	-0.042	0.374**	0.240*	0.285**	0.195	0.321**	1	
GROW	0.229**	0	-0.036	-0.02	0.096*	0.034	0.041	0	1

在国家相对控股方式下,股权激励和薪酬激励与企业绩效显著正相关,说明股权激励和薪酬激励对企业绩效有正向提升作用。大股东控制权与企业绩效正相关,但不显著,而股

□ 改革与发展

权制衡度与企业绩效显著正相关,说明在国家相对控股方式下,股权制衡度越高,越有助于企业绩效的提升。在国家绝对控股方式下,股权激励与企业绩效正相关,但不显著,薪酬激励与企业绩效显著正相关,说明股权激励未能充分发挥作用。大股东控制权与企业绩效显著正相关,股权制衡度与企业绩效反而表现为负相关,说明在国家绝对控股时,第一大股东更能发挥治理效果。

综合分析可以得出:在国家相对控股方式下,通过实施股权激励,引入制衡机制,能使管理者更加积极主动地参与公司治理,从而提升企业价值;而在国家绝对控股方式下,由于制衡无效,薪酬激励作用更佳。

3. 回归结果分析。本文的回归结果如表6所示。

表6 高管激励方式和企业业绩关系回归结果

变量	相对控股 (FCON<50%)		绝对控股 (FCON>50%)		全样本	
	系数	T值	系数	T值	系数	T值
常量	-0.235	-11.338***	-0.28	-7.562***	-0.245	-13.915***
MSR	0.354	3.356***	-0.269	-0.437	0.326	3.169***
SAL	0.019	12.255***	0.024	8.826***	0.02	15.061***
DN	-0.007	-1.436	-0.002	-0.283	-0.004	-1.021
FCON	-0.007	-0.731	0.014	0.722	0.012	1.806**
BAL	-0.010	-0.84	-0.150	-1.406	-0.007	-0.47
YEAR	已控制					
Adj R ²	0.269***		0.372***		0.299***	
F	74.069		46.95		118.885	
N	2183		855		3038	

由表6可以看出,在国家相对控股的上市公司中,企业绩效与股权激励和薪酬激励均正相关,并在1%的水平上显著,假设1通过了检验。这是因为采取相对控股形式,非公有资本的权力制衡在一定程度上能弱化行政干预,股权激励可以发挥有利作用。在国家绝对控股公司中,企业绩效与股权激励负相关,但是并不显著,出现负号也说明在国家绝对控股的企业中股权激励机制失效,这与夏纪军、张晏(2008)的研究结论一致,说明在国有企业中大股东与股权激励存在冲突,导致激励失效,这也符合吕长江(2009)的一些公司将股权激励设置成福利的观点。同时,在国家绝对控股公司中,企业绩效与薪酬激励正相关,且在1%的水平上显著,假设2通过检验。当选定企业绩效的衡量指标后,高层管理人员在高报酬的激励下会不断努力提高企业的绩效,从而促进企业绩效的改善。综上,不论采用哪种控股方式,薪酬激励均可以提升企业绩效,这与刘绍妮等(2013)研究得到在国有企业中对高管实施薪酬激励可以提高企业价值的结论相同。

本文还对全部样本进行了回归分析,发现企业绩效与股权激励和薪酬激励均呈显著正相关的关系,说明在全部的国家控股上市公司中,两种激励方式总体是能发挥作用的。但

是当本文将样本分为不同控股方式进行回归时,国家绝对控股方式下股权激励没有发挥预期的效果,这是在混合所有制改革背景下研究高管激励方式的意义所在。目前很少有学者对控股方式进行划分研究,这也是当前文献研究结论不尽一致的原因。

四、结论和建议

本文以2011~2014年沪深两市A股主板国有上市公司为样本,研究混合所有制改革中高管激励方式的选择问题,实证发现:①采用国家相对控股方式,股权激励和薪酬激励都可以提升企业价值;②采用国家绝对控股方式,股权激励效果不显著,薪酬激励可以提升企业价值。

针对目前学者们提出的对于不同的行业分类进行混合所有制改革,并采取不同控股方式的观点,本文提出如下建议:采取国家绝对控股的企业,高管激励方式要以薪酬激励为主,尽可能不采取股权激励;而采用国家相对控股的企业,股权激励不仅要具有长期效应,而且要能进一步优化股权结构,这才是比较合适的高管激励方式,应进一步加大股权激励力度,结合薪酬激励共同降低委托代理成本,实现股东财富最大化。

高管激励方式除股权激励和薪酬激励外,还有很多,比如隐性激励(在职消费等),而隐性激励难以准确测量,这是本文研究的不足和局限性。

主要参考文献:

- 胡洁.新一轮国企混合所有制改革:问题及建议[J].中国发展观察,2014(11).
- 刘崇献.混合所有制的内涵及实施路径[J].中国流通经济,2014(7).
- 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).
- 刘绍妮,王大艳.高管薪酬与公司绩效:国有与非国有上市公司的实证比较研究[J].中国软科学,2013(2).
- 项豫,冯涛,谷文辉.国有上市公司股权激励实施效果实证浅析[J].当代经济,2015(3).
- 潘颖,聂建平.大股东利益侵占对股权激励实施效应的影响[J].经济与管理,2010(1).
- 邵帅,周涛,吕长江.产权性质与股权激励设计动机——上海家化案例分析[J].会计研究,2014(10).
- 张敏,王成方,刘慧龙.冗员负担与国有企业的高管激励[J].金融研究,2013(5).
- 杨红英,童露.论混合所有制改革下的国有企业公司治理[J].宏观经济研究,2015(1).
- 杨卫东.论新一轮国有企业改革[J].华东师范大学学报,2014(5).
- 作者单位:燕山大学经济管理学院,河北秦皇岛066004