

文章编号: 1001-148x(2004)07-0019-04

管理层持股对公司绩效影响的研究评述

李文强

(厦门大学 管理学院, 福建 厦门 361005)

摘要: 管理层持股是一种公司内在的激励机制, 目的是为了减轻代理问题。但是, 管理层持股可能产生“利益汇聚”效应和“管理者防御”效应。无论早期抑或近期的实证研究成果都无法确定管理层持股是否影响公司的绩效, 其主要存在两种对立的观点: “无关论”和“有关论”, 前者认为管理层持股比例是内生变量, 依赖于公司外部环境和内在特征, 并不直接影响公司绩效, 后者则指出管理层持股比例显著地影响公司的绩效。此外, 公司股本结构的调整成本也是以上两种观点的争论焦点之一。

关键词: 公司治理; 管理层持股; 公司绩效; 无关论; 有关论; 利益汇聚; 管理者防御

中图分类号: F276.6

文献标识码: B

19世纪以来, 伴随着社会分工的逐步细化, 在现代公司中出现了所有者和经营者两个不同的阶层, 由此带来的所有权和经营权分离成为大势所趋。然而因为所有者和经营者有着不同的利益取向, 因而所有者和经营者之间出现了在以往所有者和经营者合一的古典公司中不曾有的信息不对称。为了解决所有者和经营者之间信息不对称引起的代理成本和交易成本, 公司治理应运而生。现代公司治理结构是由一整套互补的机制构成, 目的是降低代理成本和交易成本使股东价值最大化。诚然, 董事会、债权人和大股东的监督等公司治理机制对公司的绩效具有重要的影响, 管理层的激励机制也是公司治理机制中不可缺少的组成部分。长期以来, 投资者、政策制定者和财务学家对股票和期权的激励作用存在很大的分歧。这方面的研究具有重要的理论和现实意义, 但目前研究得出的结果却是令人疑惑。本文从基本的财务学理论出发, 回顾、综合了学术界对这一问题的实证研究结果, 并结合我国学者对中国实际的研究成果提出了有益的建议。

一、“利益汇聚假说”和“管理者防御假说”

长期以来, 所有权和控制权分离问题就一直困扰着经济学家。早在1776年Adam Smith就在其巨著《国富论》中警告说, 当经理们管理别人的钱财而不是自

己的钱财时, 玩忽职守与挥霍就可能发生。一个半世纪以后, 1924年Thorstein Veblen在其著作《工程师和价格系统》中认为: 企业的控制权正从资本家转移给工程师兼经理们, 随着所有权分散的股份公司在经济中的地位变得越来越重要, 控制权的转移现象也变得越来越明显。Berle和Means (1933) 再次提到了这个问题, 他们认为控制权和所有权分离将威胁“过去三个世纪以来建立的资本主义经济秩序的基础”。这篇在20世纪30年代大萧条时期撰写的文章揭示了分散所有权的危险, 对此后公司治理结构的研究产生了深远的影响。

Jensen 和 Meckling (1976) 提出采用管理层持股作为一种内在激励机制以解决代理问题。管理层持股汇聚了管理者和股东的利益从而降低了代理成本, 因此管理层持股比例应该与公司绩效正相关, 这一观点学术界称为“利益汇聚假说”(Convergence-of-interests)。Francis和Smith (1995), Palia和Lichtenberg (1999) 发现管理层持股克服了管理上的短视行为, 从长期看, 管理层高比例持股可以促进变革和提高公司的生产力, 从而提高公司的价值。Jensen (1986), Hanson and Song (2000) 则指出管理层持股有助于减少自由现金流量的代理成本, 增加公司价值。

Fama 和Jensen (1983) 再次提出, 如果管理层持股比例太高, 就有可能控制董事会从而侵占其它投

收稿日期: 2003-04-28

极鼓励中间商经销本企业产品, 适当增加花色品种以满足不同消费者的需求, 增加供给量, 采取逐步降低价格的经销策略, 以达到薄利多销的目的。

对于弹性弱阶段的产品, 市场已相对饱和, 企业应削减广告宣传方面的费用, 广告宣传的重点应继续放在本企业产品特色上, 更要加大销售服务方面的力度, 采取价格维持策略, 同时根据市场饱和程度逐步压缩生产规模, 削减产品供给量。

对于处于弹性最弱阶段的产品, 广告宣传费用逐步削减到“零”, 价格采取维持策略, 开发产品新功

能、新用途、开辟新市场或者让产品自然淘汰, 将产量逐步削减到“零”, 生产部分配件, 以满足顾客维护产品方面的需要, 同时转产有发展前途的新产品。

变是永恒的, 不变是相对的, 无论是宏观调整, 还是微观策略的制订都要根据变化的现实来进行, 只有这样才能制订出符合实际的措施, 使微观生产经营活动正常开展, 宏观经济运作正常进行。另外, 阶段之间的界限有时并不明显, 不同的产品在发展过程中的表现也不尽相同, 选择策略时也应因产品而异。

(责任编辑: 吕洪英)

表1 股东控制的公司和管理层控制的公司绩效研究^①

年份	作者	管理层拥有股票或投票权的数量 ^②	绩效指标	研究数据年份	股东控制是否存在优势
1968	Mosen等	投票权小于5%	ROE	1952-1963	是
1968	Kemerschén	拥有小于10%的普通股	ROE	1959-1964	否
1973	Palmer	拥有小于10%的普通股	ROE	1961-1965和 1966-1969	如果绝对控股则 存在优势
1972	Elliot	投票权小于5%	股利和股价增长率	1964-1967	否
1976	Stano	拥有小于10%的普通股	风险调整后收益	1963-1972	是
1982	Madden	拥有小于10%的股票	市场模型调整后收益	1964-1973	否
1982	Levin&Levin	拥有小于10%的股票	ROE、股利和股价增 长率、销售收入增长率	1967-1976	股东控制的非多元化公司、 经理控制的公司及金融机构 控制的公司之间存在区别

资者的财富，也就是所谓的“管理者防御假说”（management entrenchment）。Stulz（1988）也指出，倘若经理们拥有太多的股份，容易形成“管理者防御”。DeAngelo和DeAngelo（1985）、Shivdasani（1993）研究发现管理层持股确实产生“管理者防御”，从而减少公司价值。

二、早期的实证研究成果（20世纪60年代末——80年代中期）

20世纪60年代末，财务学家就力图从实证角度研究管理层持股的激励问题。早期的研究主要检验股东控制的公司和管理层控制的公司之间是否存在绩效差异，但结果也是见仁见智。1985年以前的一些实证结果见表1。Mosen（1968）和Elliot（1972）同样以管理者拥有的投票权小于5%的公司为研究对象，采用的数据区间不一致，衡量公司经营绩效的指标不一样，得出了相反的结论。其他五位学者以管理者拥有的投票权小于10%的公司为研究对象，也得出了不一致的结论。Levin和Levin（1982）采用多种指标来衡量管理者持股小于10%的公司，得出：股东控制是否存在优势与公司的具体特点相关，即股东控制的非多元化公司、经理控制的公司及金融机构控制的公司之间在股东控制优势上存在区别。总之，早期的实证研究结果是否“利益汇聚”效应或者“管理者防御”效应，并没有形成定论。

三、近期的实证研究成果（20世纪80年代中期至今）

20世纪80年代中期，一些学者摒弃了以往简单地以管理者持股多寡为分类标准，比较公司经营绩效的实证方法，学术界对管理者持股是否影响公司绩效产生了新的思考。

Demsetz和Lehn（1985）证明公司的所有权结构是一个内生变量，是公司追求价值最大化的结果，而与公司业绩无关。“一石激起千层浪”，于是许多学者纷纷加入该问题的研究，实证结果主要分成两大阵营：一个以Demsetz和Lehn（1985）为代表的“无关论”，即管理层持股比例是内生变量，依赖于公司外部环境和内部特征，例如行业、投资机会、成长性、经营风险和信息的不对称等，这些公司的特性决定了管理层的持股比例，从而影响公司的价值。另一个阵营则以Morck等（1988）为首的“有关论”，即管理

层持股比例不具有内生性，显著地影响公司的绩效。

（一）支持“有关论”的实证研究成果

支持“有关论”的实证研究采用了“利益汇聚”效应和“管理者防御”效应解释管理层持股比例和公司绩效之间的非线性关系。一方面，当管理层持股比例较低时，正如Demsetz（1983）、Fama和Jensen（1983）指出，市场约束力量将迫使管理层追求公司价值最大化；另一方面，当管理层持股比例太高，则产生“管理者防御”，降低公司的绩效。

Morck（1988）等采用1980年《财富》500强中371家公司作为样本，分析管理层持股比例与公司绩效之间的关系。Morck以托宾Q值衡量公司绩效，以拥有的股份不少于0.2%的董事们的持股比例之和衡量管理层持股比例，运用分段线性回归发现公司绩效与管理层持股比例之间存在非线性关系，持股比例在0-5%之间正相关，5%-25%之间负相关，大于25%又正相关。Hermalin和Weisbach（1988）也发现了二者之间存在非线性关系，在0%-1%之间正相关，1%-5%之间负相关，5%-20%之间正相关，大于20%又负相关。

McConnell和Servaes（1990）采用二次方程研究托宾Q值与管理层持股比例、大股东持股比例之间的关系。他们发现托宾Q值随着管理层持股比例的增加而增加，但持股比例达到40%-50%后，托宾Q值随着该变量增加而减少。而大股东持股与公司绩效则不存在显著的相关关系。他们的模型具有相当的稳定性，并认为公司所有权结构不具有内生性。

Kole（1995）认为，Morck与McConnell的结果存在差异是因为两文采用的样本公司规模不相同。Morck等（1988）采用了财富500强中的371家样本公司，都是大规模公司。而McConnell和Servaes（1990）采用的样本公司规模明显小于前者。虽然Kole得出了大体相同的结论，但她指出：平均而言，这种正相关关系在小公司中维持较高的比例，而在大公司中则较低。

Han和Suk（1998）采用公司股票收益率作为绩效指标，发现股票的收益率与管理者持股比例成正相关，而与管理者持股比例的平方成负相关。Cui和Mak（1998）考察了研发费用较高的公司中管理者持股比例与绩效之间的关系，也支持了Morck等的观点。

在英国, Short 和 Keasey (1999) 采用公司市场价格和账面价值之间比例、股东回报率作为公司绩效指标, 发现公司绩效是管理层持股比例的三次函数。该文证实的关系与 Morck 等类似, 只是转折点较高。

另外, 来自管理层杠杆收购的研究似乎也从侧面支持了“有关论”。Kaplan (1989) 和 Smith (1990) 指出, 伴随着管理层杠杆收购的成功, 经理们的持股比例急剧上升, 公司的绩效也大副提升。

(二) 支持“无关论”的实证研究成果

事实上, 管理层持股比例与绩效之间的非线性关系至少存在以下三种解释: 第一, 随着管理层持股比例的增加, 公司的管理层更加努力地工作从而获得更丰厚的回报。这种解释支持了 Jensen 和 Meckling (1976) 的观点, 也是当代公司理财的理论基石之一, 即管理层持股存在激励作用。另外, 如果管理层持股比例太高, 管理层可以自行处置公司的资源而不必顾虑被解雇或公司被购并, 从而产生“管理者防御”。综合以上两种效应, 公司绩效与管理者持股比例成非线性关系。第二, 管理层持股比例与公司绩效之间的因果关系可能与以上的实证结论正好相反, 即公司绩效影响管理层持股比例, 而不是相反。换言之, 作为内部人, 管理者在公司的绩效提高时购入股份, 或者股东在公司业绩提高时给予管理者股票或股票期权作为奖励。我们称为“逆向因果关系”(Reverse-causation)。第三, 公司的特征和外部环境导致了管理层持股比例的不同, 从而引起公司绩效的差别, 即管理层持股比例是一个内生变量。Himmelberg (1999) 将这些系统性差别称为不可观察的异质性, 例如股东监督管理者的能力、无形资产和产品的市场竞争力, 我们称之为变量的“内生性”(endogeneity)。事实上, 支持“无关论”的研究正是提供了“逆向因果关系”和变量“内生性”的证据。

支持“逆向因果关系”的实证文章主要有 Loderer 和 Martin (1997)、Cho (1998)。他们认为公司绩效影响管理层持股, 而不是相反。

Loderer 和 Martin (1997) 采用购并数据估计托宾 Q 值与管理层持股比例之间关系。在此模型中, 他们分别假设托宾 Q 值与管理层持股比例具有内生性, 先采用托宾 Q 值、销售收入的对数、公司股票日收益率的标准差解释管理层持股比例, 而后用管理层持股比例、销售收入的对数、是否采用股票融资购并解释托宾 Q 值。他们的研究结果显示: 管理层持股比例不能预测托宾 Q 值; 托宾 Q 值可解释内部人持股, 并且二者负相关。

Cho (1998) 采用横界面数据重复 Morck 等 (1988) 的研究, 也发现管理层持股比例与公司绩效之间的非单调关系。与此同时建立如下三个模型: (1) 采用托宾 Q 值、投资和其它控制变量解释管理层持股比例;

(2) 采用管理层持股比例、投资和其它控制变量解释托宾 Q 值; (3) 采用托宾 Q 值、管理层持股比例和其它控制变量解释投资。研究结果表明托宾 Q 值影响管理层持股比例, 而反向关系则不成立。

支持管理层持股比例“内生性”的实证文章主要

有 Himmelberg 等 (1999)、Holderness 等 (1999)、Demsetz 和 Villalonga (2001)。他们认为公司管理层的持股比例具有内生性, 取决于公司的特征和市场环境, 并不直接影响绩效。La Porta (2000) 也指出: 在投资者保护机制较差的国家中, 集中的控制权结构较为普遍, 甚至最大的公司也通常被国家或家族所控制。而在投资者保护机制较完善的国家中, Berle 和 Means 式的公司更普遍, 即股权分散的公司的控制权掌握在职业经理人手中。Holderness (2002) 指出, 法律和制度环境影响公司控制权的私利 (The private benefit of control), 从而决定了公司所有权的均衡结构。

Himmelberg (1999) 等拓展了 Demsetz 和 Lehn (1985) 的研究, 加入了一些新变量解释管理层持股比例。他们采用固定效应模型和工具变量以控制各种可能无法观察的异质性, 运用二次方程、分阶段线性回归方程预测公司的绩效。研究发现管理层持股比例与资本/销售收入、研发费用/销售收入成反比, 而与广告费用/销售收入、净利润/销售收入成正比。控制这些变量并消除固定公司效应后, 管理层持股比例并不显著影响公司的绩效。

Holderness (1999) 等沿袭了 Morck 等 (1988)、Demsetz 和 Lehn (1985) 的研究思路, 证实管理者持股比例的内生性, 即管理层持股比例与公司规模、公司绩效的波动程度及其平方、法律约束程度、负债成反比。

Demsetz 和 Villalonga (2001) 采用前五大股东拥有的股份比例和内部人拥有的股份比例作为所有权结构指标, 再次证实公司的所有权结构是一个内生变量, 而与公司绩效无关。虽然分散的所有权结构可能加大代理问题, 但也获得了一些优势从而抵消了代理问题带来的不利因素。他们认为, 公司的所有权结构无论是分散的还是集中, 都是公司环境造成的, 例如规模经济、政府法规、环境的稳定性等。

四、公司股权结构的调整成本 —— 另一个争论焦点

正如在资本结构理论中, 最佳资本结构的调整成本是优序融资理论和权衡理论的争论焦点之一, 以上两大阵营对公司最佳股权结构的调整成本也存在不同的假设。Morck 等 (1988) 隐含了公司股权结构的调整成本较大, 如果公司股权结构不是最佳, 所有者也无法在短期内与管理者重新签订激励契约, 从而调整到最佳的股本结构。因此, 这些公司发放较少的股利, 价值也较低。正好相反, Demsetz 和 Lehn (1985) 则关注公司价值最大化的均衡行为, 假设不存在调整成本, 认为公司能够和管理者连续签订股权激励契约。总结以上观点, Core 等 (2002) 指出这两种极端的假设导致了两大阵营截然不同的实证结论。

综上所述, 目前西方财务界对管理层持股的激励效果仍然存在疑问。同样, 在一些转型经济中, 结论也是模糊的。例如 Boycko (1995)、Earle 和 Estrin (1997) 采用俄罗斯数据得到的研究结果显示: 俄罗斯公司中内部人持股现象较为普遍, 但是其影响效果仍然不明确。有关学者认为这主要是由这些国家落后

的法制环境和数据的不精确造成的。

五. 我国上市公司的股权结构与绩效

我国作为转型经济国家,近几年来不少学者也在这一领域作了卓有成效的探讨。一方面,我国上市公司管理层拥有很少,甚至不拥有自己公司的股票。另一方面,他们作为大股东——国有股或法人股——的代表,掌握公司的控制权。按照Morck等(1988)的研究思路,管理层持股比例应该指管理层控制的股票或投票权的数量^①,而不应该指管理者持有的股份。也正因此,我国学者的实证研究主要集中于国有股和法人股对公司绩效的影响。

就国有股而言,目前我国业界存在三种实证结果:(1)国有股比例与公司的绩效负相关,例如许小年和王燕(1999)、Daqing Qi等(2000)。而陈晓和江东(2000)则认为国有股的负面影响仅在竞争性较强的电子行业成立,在竞争性相对较弱的行业则不成立;(2)国有股比例与公司的绩效并无显著关系,如张红军(2000);(3)国有股比例与公司的绩效正相关,如于东智(2001)、周业安(1999)。由此可见,我国学者对于国有股比例是否影响公司的业绩仍然存在不同的意见。关于法人股比例与公司绩效之间的关系,我国学者的意见较为一致,即法人股比例与公司绩效正相关,如许小年和王燕(1999)、周业安(1999)及Daqing Qi等(2000)。值得一提的是,Shuo Wu和Hong Cui(2002)的实证结果则说明,非流通比例(国有股比例和法人股比例)与会计指标成正相关,而与市场指标负相关,作者采用盈余管理或规模经济进行解释。

总结我国学者的实证研究结果,上市公司的国有股比例、法人股比例与绩效之间的关系仍不明确。但是,与西方财务界的研究相比,我国学者在这一领域的研究深度仍略显不足。首先,采用的绩效指标主要以会计指标为主,如ROE、ROA和EPS。事实上,西方财务界既采用会计指标也采用市场指标,如托宾Q值、股票收益率等。第二,正如许小年和王燕(1999)指出,作为转型经济国家,可能因果关系是上市公司的绩效影响股权结构,而不是相反。其中的原因可能是机构投资者选择管理较好、盈利较佳的上市公司的股票,并把那些绩效较差的公司的股票留给国家。第三,上市公司的股本结构可能是一个内生变量,取决于我国的制度环境和上市公司的系统性差别。那么,也许是其它的外生变量影响公司绩效,而不是公司的股本结构。这些也许就是我国学者未来应该关注的研究方向。

注释:

- ① 摘自Ramaswami Murali and Johnathan B. Welch, "Agents, Owners, Control and Performance", *Journal of Business Finance & Accounting* 16(3) Summer 1989.
- ② 本栏的数据是为了界定股东控制和管理层控制。例如,1968年Mosen等认为,当管理层拥有股票或投票权的数量小于5%时,称为股东控制;而大于5%时,称为管理层控制。
- ③ 事实上,Holderness(2002)也支持这种研究思路。

参考文献:

- [1] 陈晓, 江东. 股权多元化、公司业绩和行业竞争性[J]. *经济研究*, 2000, (8).
- [2] 陈小悦, 徐晓东. 股权结构、企业绩效和投资者利益保护[J]. *经济研究*, 2001, (11).
- [3] 孙永祥, 黄祖辉. 上市公司的股权结构与绩效[J]. *经济研究*, 1999, (12).
- [4] 于东智. 公司治理、股权安排与经营绩效[J]. *山东社会科学*, 2001, (2).
- [5] 张红军. 中国上市公司股权结构与公司绩效的理论及实证分析[J]. *经济科学*, 2000, (4).
- [6] 周业安. 金融抑制对中国企业融资能力影响的实证研究[J]. *经济研究*, 1999, (12).
- [7] Shleifer, A., Vishny, R., 1997. "A Survey of Corporate Governance", *Journal of Finance* 52, 737-783.
- [8] Himmelberg, C., Hubbard, R., Palia, D., 1999. "Understanding the determinants of managerial ownership and the link between ownership and performance", *Journal of Financial Economics* 53, 353-384.
- [9] Holderness, C., "A survey of Blockholders and Corporate Control", *FRBNY Economic Policy Review*, Forthcoming.
- [10] Qi, D., Wu W., and Hua Zhang, 2000. "Shareholding structure and corporate performance of partially privatized firms: Evidence from listed Chinese companies", *Pacific-Basin Finance Journal* 8, 587-610.
- [11] Fama, E., Jensen, Michael., 1983. "Separation of ownership and control", *Journal of Law and Economics* 26, 301-325.
- [12] Demsetz, H., Villalonga, B., 2001. "Ownership structure and corporate performance", *Journal of Corporate Finance* 7, 209-233.
- [13] Jensen, M., Meckling, W., 1976. "Theory of the firm: managerial behavior, agency costs and ownership structure", *Journal of Financial Economics* 3, 305-360.
- [14] La Porta, R., Lopez-de-Silanes, Florencio., Shleifer A., and Robert Vishny, 2000. "Investor protection and corporate governance", *Journal of Financial Economics* 58, 3-27.
- [15] La Porta, R., Lopez-de-Silanes, F., Shleifer A., and Robert Vishny, 1999. "Corporate Ownership Around the world", *Journal of Finance* 54, 471-517.
- [16] Murali, R., and Johnathan B. Welch, 1989. "Agents, Owners, Control and Performance", *Journal of Business Finance & Accounting* 16, 207-234.
- [17] Morck, R., Shleifer A., and Robert W. Vishny, 1988. "Management ownership and market valuation: An Empirical Analysis", *Journal of Financial Economics* 20, 293-315.
- [18] Wu, Shuo., Cui, H., 2000. "Consequences of the Concentrated Ownership Structure in Mainland China-Evidence of Year", working paper, City University of Hong Kong.
- [19] Xu, X., Wang, Y., 1999. "Ownership structure and corporate governance in Chinese stock companies", *China Economic Review* 10, 75-98.

(责任编辑: 张淑莲)