

企业特质、经营者持股与公司经营绩效

周建波

(上海财经大学 会计学院, 上海 200433)

摘要: 本文深入公司内部的具体特征, 对我国上市公司经营者持股与公司经营绩效的关系, 进行了深入广泛的理论分析与实证研究, 经验研究结果表明: 1、并不是所有类型的公司其经营者持股都能起到激励其管理人员努力提高公司价值与公司绩效的作用。2、对于盈利能力较高的公司, 如果公司的成长性机会也较高, 而且其第一大股东是国家股的情况下, 公司经营绩效与经营者持股比例显著正相关。3、对于盈利能力较低的公司, 如果公司的资产帐面价值也较高, 而且其第一大股东是国家股的情况下, 公司经营绩效与经营者持股比例显著正相关。4、对于盈利能力一般的公司, 公司经营绩效与经营者持股比例不存在显著正相关。我们的研究结果还表明, 经营者持股所起的激励作用要视公司的具体特征而定; 而且监督经营者的治理机制与激励经营者的治理机制存在某种程度的替代作用。

关键词: 经营者持股 代理成本 公司盈利能力 公司成长性 经营者激励

中国图书分类号: F2 **文献标识码:** A

1 引言

高管人员持股与公司经营绩效的关系是一个具有重要理论和实践意义的研究主题，同时也是一个很有意思而又有颇多争议的命题。在西方发达国家，人们对这个命题进行了充分、广泛的研究，尽管如此，对这个问题人们仍然未能达成一致结论。其基本结论是在经理人员持股比例比较低时，企业价值随经理人员持股比例增加而上升；在经理人员持股比例超过一定程度时，企业价值随经理人员持股比例增加是上升还是下降抑或是先上升后下降，未达成一致建议。他们研究中的不足之处在于没有考虑公司的具体特征，而这些具体特征会影响到高管人员持股比例与公司业绩的关系，更进一步地说，他们没有考虑在什么样的公司特征下，经理人员持股会促使经理人员努力提高公司价值和公司绩效，而又在什么样的公司特征下，即使经理人员持股，经理人员仍倾向于偷懒。

我国正在进行高管人员持股的试点，而深圳市则已经在试点企业试行经营者持股的基础上，有步骤地扩大实行范围。无疑，高管人员持股及股权激励在我国属于新生事物，迫切需要理论指导。从代理理论看，高管人员持股是使经理人员利益与股东利益趋于一致的重要制度安排之一，因此，它是降低代理成本的重要机制之一，尤其是对于像我国这样的正处于转轨经济阶段的市场发育并不完善甚至有些市场还没建立的发展中国家¹。然而，我国在这方面的研究工作还十分薄弱，尽管有人做了这方面的研究，但是无论从研究方法还是从研究深度和广度上来看，都存在很大的不足，有必要作更进一步的改进。

为此，本文将深入公司的具体特征，来深入分析和回答以下问题：是不是所有公司都应该让高管人员持股？如果不是，那么具备什么特征的企业，高管人员应该持股？在什么样的公司特征下，高管人员持股能促使高管人员努力提高公司价值和公司绩效？在什么样的公司特征下，高管人员持股对高管人员基本上起不到激励作用？在什么样的情况下，公司经营绩效随经理人员持股比例增加而上升？在什么样的情况下，企业经营绩效随经理人员持股比例增加基本不变甚至下降？

本文接下来的部分是这样安排的：第二部分对西方及我国理论界有关高管人员持股与公司经营业绩的主要研究成果有选择地作一梳理和介绍；第三部分，深入企业的具体特征，构建委托——代理模型；第四部分，根据前面两部分的研究，构建假设；第五部分，运用上市公司数据对假设进行验证；第六部分，提出结论和建议。

2 文献综述

如果市场是完全且完美的，或者股东与经理人员之间不存在信息不对称，抑或是股东与经理人员之间的契约是完全的，或者股东与经理人员之间不存在利益不一致，那么，投资者与经理人员之间就不会存在代理问题和代理成本。但是，现实中的市场是不完美的，股东与经理人员之间也不可能签订完全契约，股东与经理人员之间总存在或多或少的信息不对称，经理人员作为理性“经济人”存在自利行为和败德行为（Moral Hazard），因此，代理成本是不可避免的。于是，人们的焦点就放在了能降低代理成本的种种机制上。

传统财务理论认为，不同的投资者之间是同质的（homogeneous），内部人与外部人持股的分布状况是不重要的，他们都是通过用脚投票的方式来对企业施加影响的。在此基础上，有些美国学者认为，市场约束会迫使经理人员不致背离股东价值最大化行为过远。这些约束力量包括产品市场的竞争压力（Hart,1983）、经理人员市场（Fama,1980）、资本市场（Easterbook,1984;Rozeff,1984），以及公司控制权市场（Manne,1965; Martin and McConnell,1990）。也就是说通过外部治理就可以缓和代理问题，降低代理成本。

然而，他们的理论合理与否取决于其前提，即股东之间是不是同质的。那么，股东之间是不是同质的呢？有些美国学者认为，不同的股东之间不是同质的，而且，股权在经理人员与其他外部股东的分配会影响到公司业绩。这种思想最早可以追溯到伯利和米恩斯。伯利和米恩斯（Berle and Means,1932）在《现代公司与私有财产》一书中认为，在经理人员并不持有企业股权的情况下，由于经理人员与分散的股东之间潜在的利益冲突，经理人员会有损害投资者利益的行为。詹森和麦克林（Jensen and Meckling,1976）在其一篇经典的论文中，讨论了公司价值与经理人员持股比例之间的关系。他们把股东分为两类——享有投票权的作为企业管理者的内部股东和不享有投票权的外部股东，而且这两类股东同股同利。但是，经理人员有动机也有能力去消费薪金外特权享有的东西，有激励去采取有利于自己而损害外部股东利益的投融资政策。这样，企业价值取决于股权在内部人与外部人之间的分配，并且提高内部人的持股比例会提高企业的价值。也就是说经理人员持股可以降低代理成本，而且经理人员持股比例与公司价值正相关。

那么，经理人员持股是不是只有正效应而没有负效应呢？莫克等人（Morck et al.,1988）认为，经理人员持股对企业价值既有正效应也有负效应,而经理人员持股比例与企业价值的关系取决于那种效应占优。正效应，即“效率假说”（Efficient Hypothesis），增加经理人员的持股能使得经理人员的利益与股东的利益趋于一致，从而经理人员会努力提高公司经营业绩和公司价值。负效应，

即“掠夺假说”(Entrenchment Hypothesis),由于经理人员存在自利行为和败德行为,所以经理人员会采取有利于自己而损害外部股东利益的行动。在经理人员持股比例较低(0-5%)时,一方面由于有产品市场的竞争压力(Hart,1983)、经理人员市场(Fama,1980)、资本市场(Easterbook,1984;Rozeff,1984),以及公司控制权市场(Manne,1965;Jensen and Ruback,1983;Martin and McConnell,1990)等市场约束迫使经理人员不致背离股东价值最大化行为过远;另一方面,由于此时经理人员所持的股权还没有达到能控制或重大影响公司的董事会的能力,所以,即使经理人员想剥削其他股东的利益,却因为控制力不够,剥削不到,换句话说,即使想偷也偷不着。在这样的情况下提高经理人员的持股比例,能使得经理人员的利益与股东的利益趋于一致,从而经理人员会努力提高公司经营业绩和公司价值。所以,此时正效应大于负效应,即“效率假说”占优。而随着经理人员的持股比例提高到一定程度(5%-25%),经理人员所持的股权达到了能控制或重大影响公司的董事会的能力时,自利的经理人员不但有动机而且有能力剥削其他股东的利益,即想偷也偷得着,那么经理人员就会采取各种损害外部股东利益而使自己得益的行动。在这样的情况下提高经理人员的持股比例,不仅不能起到促使经理人员提高公司价值的作用,相反,使他有更强的能力去剥夺其他股东利益,又因为经理人员偷的收益大于偷的成本,所以他也有动机去偷,从而经理人员会尽力的想办法从公司偷而不是努力提高公司经营业绩和公司价值。因此,此时负效应大于正效应,即“剥夺假说”占优。然而,当经理人员持股比例进一步提高(大于25%),以至于此时经理人员尽管有能力但是没有动机去偷时,即有能力偷但不想偷时,因为偷的成本大于偷的收益,提高经理人员的持股比例,能使得经理人员的利益与股东的利益更加趋于一致,从而经理人员会努力提高公司经营业绩和公司价值。所以,此时正效应大于负效应,即“效率假说”占优。他们运用财富500强的371家美国企业的数据,得出的结论是经理人员持股比例与企业价值之间的关系是分段线性,当经理人员持股比例在0-5%之间时,企业价值随经理人员持股比例增加而上升;当经理人员持股比例在5%-25%之间时,企业价值随经理人员持股比例增加而下降;而当经理人员持股比例超过25%时,企业价值随经理人员持股比例增加而缓缓上升。

那么,莫克等人发现的经理人员持股比例与公司价值的关系是不是具有普遍性和稳定性呢?也就是说不存在诸如样本选择的偏差(bias)、特定年度(1980)所特有的现象等问题呢?无疑,对这样一个问题的回答,最好的方法是运用他们的方法,但运用不同的样本来进行经验验证。麦考尼尔和瑟费斯(McConnel and Servases, 1990)运用1976年和1986这两年的数据并运用莫克

等的分段线性的方法，他们的研究发现不同与莫克等的研究结论，他们发现在经理人员持股比例低于一定比例（大概 40%-50%）时，企业价值随经理人员持股比例增加而上升；而当经理人员持股比例高于一定比例企业（高于 40%-50%）企业价值随经理人员持股比例增加而缓缓下降。

有意思的是，与前面两篇论文相反，德蒙塞茨（Demsetz, 1983）却认为公司的所有权结构是经过市场激烈竞争洗礼后的产物，因此，经过竞争后存活的企业，其所有权结构都是对企业的组织结构作出的最优反映，都是最优的（Optimal）。因此，企业的所有权结构与企业业绩之间不存在相关关系。德蒙塞茨和雷恩（Demsetz and Lehn, 1985）提供的经验证据与德蒙塞茨（Demsetz, 1983）的预测相一致，即企业的所有权结构与企业业绩之间不存在显著的相关关系。

魏刚（2000）在《经济研究》发表的《高级管理层激励与公司经营绩效》一文中对我国上市公司高级管理层持股比例与公司绩效进行了实证检验，研究发现高级管理层持股比例与公司绩效并不存在显著的正相关也不存在莫克等或麦考尼尔和瑟费斯所发现的区间效应。

在莫克等以及麦考尼尔和瑟费斯的研究中存在的一个不足之处就是没有考虑公司的具体特征，而这些具体特征会影响到经理人员的行为是符合“效率假说”还是符合“剥夺假说”，在什么样的公司特征下，经理人员倾向于努力提高公司价值和公司绩效，而又在什么样的公司特征下，经理人员倾向于偷懒。没有考虑这些，显然会影响到他们研究结论的说服力和一般性、稳定性。或许，这也正是他们的研究发现不相一致的原因所在。而在魏刚的研究中除了我们上面所说的缺陷外，研究方法上存在不足：第一，仅仅是简单的运用国外的模型，用中国证券市场的数据进行回归，没有考虑中国的制度背景；第二，没有考虑控制变量，这样很难说没有发现高级管理层持股比例与公司绩效之间显著的正相关是因为作者在该文所解释的原因²，而可能是因为没有考虑别的因素所引起的。

为此，本文的以下部分将针对以上不足之处，即不仅考虑公司的具体特征对高管人员持股与公司经营绩效之间关系的影响，而且将结合中国的制度背景，来分析高级管理层持股比例与公司绩效经营效的关系。

3 修正的委托——代理模型

因为产品竞争市场是不完全、不完美的，股东与经理人员之间也不可能签订完全契约，股东与经理人员之间总存在或多或少的信息不对称，经理人员作为理性“经济人”存在自利行为和败德行为（Moral Hazard），所以，代理问题是不可避免的，代理成本总是存在的。为此，人们一直在不懈的努力来尽量降低代理成本。西方发达国家的经验表明，高管人员持股是降低代理成本的重要机制之一，但是，人们对高管人员的持股比例与公司的具体特征有何联系，高管人员的持股比例多高比较合理却缺乏足够的认识或未能达成一致意见。

委托——代理理论就是研究如何降低代理成本的契约理论分支之一，是过去的 20 年中契约理论最重要的发展。美国学者赫姆斯特姆是其中最为著名的代表人物之一，接下来我们将采用赫姆斯特姆（Holmstrom,1979,1982）其成为经典的论文中所用的框架基础上，深入企业的具体特征来构建模型。在我们的模型中，代理人得到的补偿是根据代理人持股比例所享有的企业价值增值的部分，而不像以往的委托——代理模型那样代理人得到的补偿是按企业的产出或经营成果（净收益）一定比例享有报酬。

事件发生的顺序如下：首先，委托人与代理人签订一个契约，该契约明确规定了代理人的持股比例；其次，代理人选择自己的行动，在这里假设为选择自己的努力水平， Δe ，而且代理人知道自己的努力水平对企业价值和公司经营绩效的影响，但委托人不能观察代理人的努力水平；第三，某些超过代理人控制的客观事件（ ε ）出现；第四，代理人的努力水平与客观事件 ε 共同决定了企业的经营业绩和企业价值；第五，事后委托人能够观察到企业的经营绩效和企业价值；第六，根据第一步所签下的契约，代理人实现自己的报酬补偿。

假定委托人给予代理人的持股比例为 α ，如果代理人的报酬记为 $\omega(\Delta V)$ ，则

$$\omega(\Delta V) = \alpha \cdot \Delta V \quad (1)$$

$\omega(\Delta V)$ 是代理人从企业价值增值中享有的报酬， ΔV 是企业价值的增值， α 是代理人的持股比例。

那么，企业的价值如何确定呢？企业价值估价模型有很多，像股利贴现模型（DDM），两阶段或三阶段股利增长模型以及自由现金流量模型等财务估价模型，以及发展到后来的比较著名的并备受西方财务及会计理论界和实务界推崇的爱德华兹—贝尔—奥尔森（Edwards-Bell-Ohlson，简称 EBO 模型）计价模型，但是，这些模型存在的不足之处在要么没有深入企业的内部特征，要

么很难用于我们的分析框架之内。在这里，我们采用香港科技大学副教授张国昌（Zhang, 2000）对 EBO 估价模型进行修正并发表于美国顶级杂志上的估价模型应用于我们的分析框架，该模型把实物期权（Real Option）的思想运用到公司估价，并深入企业的内部特征，构建了建立在会计信息基础上的企业估价模型。在他的另一篇论文里，张国昌（Zhang, 2001）运用美国上市公司的数据验证了该模型的合理性。³该企业估价模型为：

$$V=B P_d(q)+KX+G C_e(q) \quad (2)$$

在这里， V 表示公司价值， B 表示当期资产帐面价值， P_d 表示在企业当前盈利能力下，企业的看跌期权（Put Option）价值， K 表示企业盈利折现系数， X 表示企业的永久性盈利水平，等于企业前一期的资产帐面值乘以企业的盈利能力 q ， G 表示企业的成长性机会， C_e 表示在企业当前盈利能力下，企业的看涨期权（Call Option）价值， q 表示企业的盈利能力（或指内含报酬率）。而且， $P_d'(q)<0$, $P_d''(q)>0$; $C_e'(q)>0$, $C_e''(q)>0$ 。

更进一步地说，在企业的盈利能力较高时（ $q>r$, r 为市场无风险回报率），企业价值为 $V=KX+G C_e(q)$ ；在企业的盈利能力很低时（ $q<(1-\gamma) P_d$ ）， γ 为企业资产的折旧率），企业价值为 $V=KX+B P_d(q)$ ；而当企业的盈利能力介于中间时（ $(1-\gamma) P_d < q < r$ ），企业价值为 $V=KX$ 。也就是说企业价值与企业盈利能力⁴的关系不是现性的，而是表现为非现性的（凸的）。在企业的盈利能力很低时，因为企业面临着不能持续经营的风险，所以，存在看跌期权（Put Option）价值，这样，企业价值与企业盈利能力的关系表现为凸性。在企业的盈利能力很高时，因为企业有机会投资于净现值（NPV）大于零的项目，所以，存在看涨期权（Call Option）价值，这样，企业价值与企业盈利能力的关系也表现为凸性，而且，此阶段的曲率比企业盈利能力很低阶段大。当企业的盈利能

力处于中间阶段时，既不存在看跌期权（Put Option）价值，也不存在看涨期权（Call Option）价值，企业价值与企业盈利能力的关系表现为线性。

为了简化分析，在张国昌（2000，2001）的研究基础上，我们将企业价值估价模型进一步具体化为：(1)在企业盈利能力很低时，企业价值 $V = K B_{t-1} q + B q^2$ ；(2)在企业盈利能力较高时，企业价值 $V = K B_{t-1} q + G q^2$ ；(3)在企业盈利能力处于中间时，企业价值 $V = K B_{t-1} q$ 。这些符号的含义与我们前面的一样。

所以，企业价值增值为：（1）在企业盈利能力很低时，企业价值增值 $\Delta V = K B_{t-1} \Delta q + B \Delta q^2 + 2B \Delta q$ ；（2）在企业盈利能力较高时，企业价值增值 $\Delta V = K B_{t-1} \Delta q + G \Delta q^2 + 2G \Delta q$ ；（3）在企业盈利能力处于中间时，企业价值增值 $\Delta V = K B_{t-1} \Delta q$ 。 ΔV 表示企业价值增值， Δq 表示企业盈利能力的提高， Δq^2 表示企业盈利能力提高的平方，而其他符号的含义同我们前面的一样。

那么，代理人的努力是怎样影响企业价值的呢？在这里，我们假定代理人的努力 Δe 会直接影响企业的盈利能力 Δq ，而且，

$$\Delta q = M \cdot \Delta e + \varepsilon \quad (3)$$

在这里， M 表示代理人努力的边际贡献， ε 表示某些超过代理人控制的客观事件，其期望值为 0，方差为 σ ，即 $E(\varepsilon) = 0$, $\text{Var}(\varepsilon) = \sigma$ 。这样一来，代理人的努力水平影响到企业的盈利能力，从而影响企业的价值。而且，企业价值增值的期望值与代理人努力之间的关系为：

(1) 在企业盈利能力很低时，企业价值增值的期望值

$$E(\Delta V) = K B_{t-1} M \Delta e + B M^2 \Delta e^2 + 2qBM \Delta e; \quad (4)$$

(2) 在企业盈利能力较高时，企业价值增值的期望值

$$E(\Delta V) = K B_{t-1} M \Delta e + G M^2 \Delta e^2 + 2qGM \Delta e; \quad (5)$$

(3) 在企业盈利能力处于中间时，企业价值增值的期望值

$$E(\Delta V) = K B_{t-1} M \Delta e. \quad (6)$$

进一步，我们采用委托——代理文献常用的假设，即委托人是风险中立者（Risk neutral），而代理人是风险回避者（Risk averse），而且，代理人的确定性等价效用函数（EU（A））为

$$EU(A) = E(\omega) - 0.5r\text{var}(\omega) - 0.5c\Delta e^2 \quad (7)$$

其中，r 表示代理人的风险厌恶程度，c 表示代理人的努力厌恶程度。 $\text{var}(\omega)$ 表示代理人报酬的方差。

将（1）式代入（7）式，得：

$$EU(A) = \alpha E(\Delta V) - 0.5\alpha^2 r \sigma - 0.5c\Delta e^2 \quad (8)$$

根据委托人是风险中立者（Risk neutral）的假定，则委托人的期望效用（EU（P））等于其期望收益（ER），所以，委托人的

期望效用为

$$\begin{aligned} EU(P) &= E(\Delta V) - E(\omega) \\ &= (1-\alpha) E(\Delta V) \end{aligned} \quad (9)$$

因为委托人在整个博弈中具有“先走一步”的优势，因此，他可以审时度势来决定是否与代理人签订契约，并且决定该签订什么样的契约（ α 值该多高？）但是委托人在追求其自身的期望效用最大化时，会受到两种制约：一种是代理人的个人理性制约（individual rationality），也称之为参与约束，即代理人的期望效用应至少与他可能获得的其他最好的机会一样，否则，代理人就不会参与委托人的契约。另一种是代理人的激励相容（incentive-compatibility）制约，即代理人自己选择努力水平 Δe ，使其期望效用达到最大。

于是，我们的委托——代理模型结构就可以表达为在代理人的参与约束和激励相容约束两个约束条件下，来使委托人的期望效用最大化，即

$$\underset{\{\alpha, \Delta e\}}{Max} (EU(P)) = \underset{\{\alpha, \Delta e\}}{Max} [(1-\alpha) E(\Delta V)] \quad (10)$$

$$\text{s.t.} \quad \underset{\Delta e}{Max} (EU(A)) = \underset{\Delta e}{Max} [\alpha E(\Delta V) - 0.5\alpha^2 r \sigma - 0.5c\Delta e^2] \quad (11)$$

$$EU(A) = \alpha E(\Delta V) - 0.5\alpha^2 r \sigma - 0.5c\Delta e^2 \geq \underline{CE} \quad (12)$$

由上述形式给出的模型结构可以用“逆向归纳法”来求解，即先让代理人选一个最优的努力水平满足（11）式，然后委托人在满足（12）的前提下解（10）式的问题。

由（11）式，得：

$$\alpha \frac{d(E(\Delta V))}{d(\Delta e)} - c\Delta e = 0 \quad (13)$$

为了简化我们的求解而且又不会影响到我们的研究结论，在下面的求解过程中，我们取与（12）式相联的拉氏乘子为 1 并令 $\underline{CE}=0$ ，即

$$\alpha E(\Delta V) - 0.5\alpha^2 r \sigma - 0.5c\Delta e^2 = 0 \quad (14)$$

由于企业价值增值期望与经理人的努力水平之间的关系要分三种情况进行讨论，所以，下面我们分别三种情况求解委托人应该给予代理人的 α 为多少。

第一种情况，当企业的盈利能力介于中间时（ $(1-\gamma P_d)r < q < r$ ），企业价值增值的期望值

$E(\Delta V) = K B_{t-1} M \Delta e$. 将（6）式代入（13），得：

$$\alpha K B_{t-1} M - c\Delta e = 0 \quad (15)$$

将（6）（14）（15）式代入（10）式，并对 α 求导，得：

$$\alpha^* = 1 / \left(1 + \frac{cr\sigma}{(KB_{t-1}M)^2} \right) \quad (16)$$

由（16）式可以看出， α^* 除了与以往的委托——代理文献所指出的与代理人的努力厌恶程度 c , 风险厌恶程度 r , 代理人报酬的方差 σ , 代理人努力的边际贡献 M 四个因素⁵有关外，还与我们的模型中新引入的盈利折现系数 K ，以及上一期资产帐面价值 B_{t-1} 正相关，即 K ， B_{t-1} 越大，则委托人应给予代理人的最优股权比例 α^* 也应越大，给予代理人努力工作的激励也越大。也就是说，对那些企业盈利中永久性盈利比例较高的企业，应给予代理人较高的股权，这样，对代理人能起到较大的激励作用；同样，在永久性盈利比例较高时，资产帐面价值越高，应给代理人的股权越多，这样，对代理人能起到较大的激励作用。

第二种情况，当企业的盈利能力较高时（ $q > r$ ），企业价值增值的期望 $E(\Delta V) = K B_{t-1} M \Delta e + G M^2 \Delta e^2 + 2qGM \Delta e$ 。为了便于我们的书写，我们令 $D = K B_{t-1} M + 2qGM$ ， $F = 2G M^2$ 。为了简化求解，我们令 $c = F$ 。

将（5）式代入（13）式，得：

$$\alpha (D + F \Delta e) - c \Delta e = 0 \quad (17)$$

将（5），（14），（17）式代入（10）式，并对 α 求导，简化，得：

$$\alpha^* \approx \frac{D^2 F}{r\sigma} \quad (18)$$

将 D 及 F 代入 (18) 式, 得:

$$\alpha^* \approx \frac{(KB_{t-1} M + 2qGM)^2 2GM^2}{r\sigma} \quad (19)$$

由 (19) 式可以看出, 委托人应给予代理人的最优股权比例 α^* 除了与第一种情况所指出的与代理人的努力厌恶程度 c , 风险厌恶程度 r , 代理人报酬的方差 σ , 三个因素负相关, 与代理人努力的边际贡献 M , 盈利折现系数 K , 以及上一期资产的帐面价值 B_{t-1} 三个因素正相关外, 还与企业的成长性机会及企业的盈利能力正相关, 而且企业的成长性机会对最优股权比例 α^* 的影响大于盈利折现系数 K , 以及上一期资产的帐面价值 B_{t-1} 对最优股权比例 α^* 的影响。也就是说企业的成长性机会较高的企业, 应给予代理人较高的股权, 这样, 对代理人能起到较大的激励作用; 盈利能力较高的企业应该给予代理人较高的股权, 这样, 对代理人能起到较大的激励作用; 企业盈利中永久性盈利比例较高的企业, 应给予代理人较高的股权, 这样, 对代理人能起到较大的激励作用; 同样, 在永久性盈利比例较高时, 资产帐面价值越高, 应给代理人的股权越多, 这样, 对代理人能起到较大的激励作用。

第三种情况, 在企业的盈利能力很低时 ($q < (1 - \gamma P_d)r$), 企业价值增值的期望值

$E(\Delta V) = K B_{t-1} M \Delta e + B M^2 \Delta e^2 + 2qBM \Delta e$. 为了便于我们的书写, 我们令 $H = K B_{t-1} M + 2qBM$, $J = 2B M^2$. 为了简化求解, 我们令 $c = J$.

将 (4) 式代入 (13) 式, 得:

$$\alpha (H + J \Delta e) - c \Delta e = 0 \quad (20)$$

将 (5), (14), (17) 式代入 (10) 式, 并对 α 求导, 简化, 得:

$$\alpha^* \approx \frac{H^2 J}{r \sigma} \quad (21)$$

将 D 及 F 代入 (18) 式, 得:

$$\alpha^* \approx \frac{(K B_{t-1} M + 2qBM)^2 2B M^2}{r \sigma} \quad (22)$$

由 (22) 式可以看出, 委托人应给予代理人的最优股权比例 α^* 除了与第一种情况所指出的与代理人的努力厌恶程度 c , 风险厌恶程度 r , 代理人报酬的方差 σ , 三个因素负相关, 与代理人努力的边际贡献 M , 盈利折现系数 K , 以及上一期资产的帐面价值 B_{t-1} 三个因素正相关外, 还与企业的当期资产帐面价值及企业的盈利能力正相关。也就是说在永久性盈利比例较高, 当期资产帐面价值较高的企业, 应给予代理人较高的股权, 这样, 对代理人能起到较大的激励作用; 随着企业盈利能力的提高, 给代理人的股权也应该相应提高, 这样, 对代理人能起到较大的激励作用。

4 假设的提出

企业所有权与经营权的分离，产生了代理问题（Jensen and Meckling, 1976）。原因在于：第一，委托人与代理人的目标函数不一致。代理人是追求自身效用最大化的理性经济人，他们常常有自利行为、机会主义行为、偷懒行为等等，即存在“道德风险”；而委托人则是关心他们自己的投资回报最大化的理性经济人。第二，代理人的行为难以观察，委托人与代理人之间存在信息不对称。如果代理人的行为易被观察，那么，即使在委托人和代理人的目标函数不一致的情况下，委托人可以通过激励和监督（或惩罚）机制来消除代理成本。不幸的是，由于信息不对称的存在，委托人难以观察代理人的行为。第三，委托人与代理人之间不可能签订完全契约。由于现实世界的不确定和难以预测，人们很难想得太远，并为可能发生的各种情况作出计划，所以委托人不可能与代理人之间签订完全契约（Hart, 1995）。第四，市场是不完全和不完美的。正是由于以上几个原因，代理问题产生了代理成本。于是，企业所有者就设计了种种机制来降低代理成本，其中很重要的两种机制就是激励合同和监督机制。激励合同主要从使委托人与代理人的目标函数尽可能一致的角度，来降低代理成本；而监督机制是从限制代理人的机会主义行为的角度出发，来降低代理成本。

无疑，在其他条件不变的情况下，无论是委托人和代理人的目标函数不一致性扩大还是代理人行为更难以观察，两者中的一者或两者同时出现，都将提高代理成本。如果经理人员持股比例较低，那么，委托人与代理人的目标函数不一致性较大，从而代理成本较高；反过来说，提高经理人员持股比例，能使委托人与代理人的目标函数一致性提高，从而降低代理成本。

那么，我们需要知道是不是对于所有类型的公司，提高经理人员持股比例都能降低代理成本呢？根据我们第三部分的分析，对于盈利能力较高的企业，委托人应给予代理人的最优股权比例与企业的成长性机会正相关，也就是说，对于盈利能力较高的这类企业，如果企业的成长性机会也较高，那么，提高经理人员的持股比例，能给代理人提供较高的激励去努力工作，代理人就会有动机努力提高公司的经营绩效和企业价值。因此，对于盈利能力较高的这类企业，如果企业的成长性机会也较高，那么，公司的经营绩效与公司高管人员的持股比例存在显著的正相关关系。于是，我们提出第一个假设：

H_1 ：在其他条件相同的情况下，盈利能力较高的企业，如果公司的成长性机会也较高，那么，公司的经营绩效与公司高管

人员的持股比例存在显著的正相关关系。

我们知道，降低代理成本的两种很重要的机制是激励合同和监督机制，两者相互替代或相互补充，共同用以对经营者行为施加限制。那么，对于那些缺乏监督机制或者很难对经营者进行监督的企业来说，企业对经营者的激励合同显得尤为重要。在西方发达国家，各种市场比较完善，市场约束会迫使经理人员不致背离股东价值最大化行为过远。而对于像我国这样的正处于转轨经济阶段的市场发育并不完善甚至有些市场还没建立的发展中国家来说，产品竞争市场，资本市场发育的并不完善，而经理人员市场基本上还没建立，而公司控制权市场则因为受到诸多因素的限制，所发挥的作用有限。因此，在我国，这些市场很难起到监督约束经理人员的作用。

那么，哪些类型的公司其内部治理结构也很难起到监督经理人员的作用呢？第一，公司的第一大股东为国家股（不包括国有法人股）⁶时。当公司的第一大股东为国家股（不包括国有法人股）时，委托人是“国家”（政府）而非自然资本家：政府任命、监督和约束经理。由于国家（或政府）是虚拟参与方而非实际参与方，国有股的委托权必须通过各层组织授权给政府官员并由其来实施（张维迎，1999）。名义上国家所有的企业其控制权实际上为官员高度集中所有，但相对应的剩余索取权属于国家，这些官员并不是剩余索取者（至少从法律意义上是如此），很难期望他们有经济动机去监督管理者。而且，他们又常常在董事会中占据重要位置，所以，作为内部治理机制的董事会缺乏动机去监督管理者。从另一个角度来说，政府官员是政治家，由于不是“科班”出身的职业经理人，缺乏专门知识监督经营者。因此，这些企业的内部治理机制也很难发挥监督经营者的作用。

既然外部治理机制很难起到监督约束经理人员的作用，而对于第一大股东是国家股时，内部治理机制也很难发挥监督经营者的作用。看来在这些企业，监督机制很难起到降低代理成本的作用，因此，在这样的背景下，激励经营者让管理者持股显得尤为重要，从而使经理人员利益与股东利益趋于一致，使得管理者在缺乏良好的监督体制下仍然能有动机努力工作，提高公司价值和经营绩效。于是，我们提出第二个假设：

H_2 ：在其他条件相同的情况下，盈利能力较高的企业，如果公司的成长性机会也较高，而且公司的第一大股东为国家股，

那么，公司的经营绩效与公司高管人员的持股比例存在显著的正相关关系。

接下来，我们考虑企业盈利能力很低的这类企业。根据我们第三部分的分析，对于盈利能力很低的企业，委托人应给予代理人的最优股权比例与企业资产帐面价值正相关，也就是说，对于这类企业，提高经理人员的持股比例，能给代理人提供较高的激励去努力工作，代理人就会有动机努力提高公司的经营绩效和企业价值。因此，对于盈利能力很低的这类企业，如果企业的资产帐面价值较高，那么，公司的经营绩效与公司高管人员的持股比例存在显著的正相关关系。结合前面的分析，当公司的第一大股东是国家股时，内部治理机制很难发挥监督经营者的作用。这样，激励经营者让管理者持股显得尤为重要，使经理人员利益与股东利益趋于一致，从而使得管理者在缺乏良好的监督体制下仍然能有动机努力工作，提高公司价值和经营绩效。于是，我们提出第三个假设：

H_3 ：在其他条件相同的情况下，盈利能力很低的企业，如果公司的资产帐面价值较高，而且公司的第一大股东为国家股，那么，公司的经营绩效与公司高管人员的持股比例存在显著的正相关关系。

根据我们第三部分的分析，对于盈利能力处于中间的企业，委托人应给予代理人的最优股权比例与企业资产帐面价值及企业盈利中永久性盈利的比例成正相关，也就是说，对于这类企业，提高经理人员的持股比例，能给代理人提供较高的激励去努力工作，代理人就会有动机努力提高公司的经营绩效和企业价值。因此，对于盈利能力处于中间的这类企业，企业资产帐面价值较高，企业盈利中永久性盈利的比例较高，那么，公司的经营绩效与公司高管人员的持股比例存在显著的正相关关系。于是，我们提出第四个假设：

H_4 ：在其他条件相同的情况下，盈利能力处于中间的企业，如果公司的资产帐面价值较高，企业盈利中永久性盈利的比例较高，那么，公司的经营绩效与公司高管人员的持股比例存在显著的正相关关系。

5 实证检验和结果

我们以2000—2002年三年在次年4月30日之前披露年报，且董事长、总经理之中至少有一人是持有公司股票A股的上市公司为研究样本，最后，2000、2001、2002年分别得到613、583、551个样本，共有1737个连续三年的混合样本。考虑到极端值对统计结果的不合理影响，在实证检验经营者持股情况与公司经营绩效的相关性时，剔除了净资产收益率低于-100%的公司15家及ST、PT类62家上市公司，最后以1660家公司的数据作为研究对象。

5.1 描述性统计

5.1.1 按控股股东类型分类的描述性统计

从表1和表2可以看出，2000—2002年董事长持股的1403(980)家混合样本中，国有控股股东占绝大多数，有1147家(1142家)，占样本的81.7%(85.9%)；民营企业在样本中也占一定比例，有204家(133家)，占14.5%(11.7%)；还有一部分是正在改制或改制不彻底的乡镇企业，有40家(24家)，占2.8%(2.2%)；而外资企业作为控股股东的，只有极少部分，有13家(3家)，占1%(0.2%)。

从持股数来看，从总体上来说，外资、民营、乡镇、国有控股的公司，经营者持股数存在一定差异，民营企业显著高于国有控股的企业，民营企业董事长和总经理持股数中值分别为39200股，20800股，而国有控股的公司，董事长和总经理持股数中值分别为13570股，9961股。从经济意义上看，民营企业经营者持股数是国有控股企业经营者持股数的两倍左右，从统计意义上看，这种差异在5%水平上显著。

表1 2000—2002年按控股股东分类的董事长持股情况分类分析

控股股东类型	样本	董事长持股数	董事长持股市值	占总股本比例	占流通股比例	董事长持股市值变化	董事长年薪	董事长货币报酬总额
--------	----	--------	---------	--------	--------	-----------	-------	-----------

	数	均值	中值	均值	中值	均值	中值	均值	中值	均值	中值	均值	中值	均值	中值
1. 外资	13	439883	50714	7009676	464330	0.004148	0.000111	0.016541	0.000545	-106849	-50508	297500	270000	239817	258264
2. 民营	204	821008	39200	12703452	407757	0.017412	0.000149	0.040509	0.000347	-350989	-50700	20147500	160000	-346205	42432
3. 乡镇企业	40	91608	27350	436038	228780	0.00015	0.000115	0.000284	0.000259	-91629	-41241	200237	112000	108608	70630
4. 国有	1147	49599	13570	562969	108301	0.000324	4.61E-05	0.000763	0.000124	-44964	-20643	156915	117405	111066	85274
4.1 国有资产管理委员会	385	64314	13800	770171	115412	0.000476	5.75E-05	0.001055	0.000142	-20992	-21796	156044	110000	131761	81502
4.2 国有独资公司	651	46004	13000	504122	95400	0.00028	3.83E-05	0.000701	0.000111	-58038	-20585	160834	122350	102416	94875
4.3 国有企业	58	22643	14835	157399	118064	8.21E-05	5.51E-05	0.00025	0.000166	-27058	-20130	106461	72500	83252	57151

4.4 国有企业集团	24	20710	14976	195453	124286	7.17E-05	4.89E-05	0.000216	0.000113	-82861	-8890	156842	161100	73981	171109
4.5 事业单位	29	14789	12998	132846	94302	6.44E-05	4.69E-05	0.000241	0.000129	-24141	-28594	147633	135900	123491	73576

具体来说，经营者持股数中值最高的是外资控股的公司，董事长和总经理持股数均位居第一位，持股数中值分别为 50714 股，67680 股，其次为民营企业，而国有控股的公司，董事长和总经理持股数均位居末尾，持股数中值分别为 13570 股，9961 股。从对国有控股公司进一步细分来看，国有资产管理委员会作为控股股东的公司经营者持股数较高，董事长和总经理持股数中值分别为 13800 股，10728 股，均高于国有控股公司经营者持股数的总体中值 13570 股，9961 股。事业单位经营者的持股数最低，董事长和总经理持股数中值分别为 12998 股，7844 股，均低于国有控股公司经营者持股数的总体中值。

表 2 2000—2002 年按控股股东类型分类的总经理持股情况描述性统计

控股股东类型	样本数	总经理持股数		总经理持股市值		占总股本比例		占流通股比例		总经理持股市值变化		总经理年薪		总经理货币报酬总额	
		均值	中值	均值	中值	均值	中值	均值	中值	均值	中值	均值	中值	均值	中值
1. 外资	3	67680	67680	603028	603028	1E-04	1E-04	0.000632	0.000632	-221314	-221314	350000	350000	128686	128686
2. 民营	133	1526998	20800	17315492	143687	0.010564	7.17E-05	0.025486	0.0002	-217659	-22060	159258	140000	-196539	74816

3. 乡镇企业	24	30838	14265	324036	91283	7.9E-05	6.25E-05	0.000226	0.000136	-63893	-48208	165281	101500	101388	53291
4. 国有	980	53327	9961	821204	77940	0.000383	3.13E-05	0.001155	9.3E-05	-36935	-14177	161696	125000	123231	94749
4.1 国有资产管理委员会	304	56567	10728	862645	92866	0.000334	4.98E-05	0.001207	0.000112	-13830	-16766	182086	140000	167078	108879
4.2 国有独资公司	579	57404	9500	903527	69800	0.000454	2.71E-05	0.001267	7.91E-05	-29276	-12300	158338	120000	127536	94875
4.3 国有企业	54	18008	8775	127179	55972	6.38E-05	4E-05	0.000185	6.9E-05	-47859	-19111	101535	80000	57459	55770
4.4 国有企业集团	25	13181	8744	127545	93868	4.82E-05	3.88E-05	0.000141	9.51E-05	-47897	-1892	159750	148050	111852	155608
4.5 事业单位	18	7844	7800	82364	71448	3.82E-05	2.58E-05	0.000177	0.000133	-1118	-11437	115200	110000	114081	88562

5.1.2 经营者持股比例的分布区域

从经营者持股的具体分布来看，主要集中在持股比例较低的区域，而且持股比例较低的公司其经营业绩也较差。

表3的统计结果显示，我国上市公司经营者8的持股比例主要集中在低于0.05%的区域，有1577家，占了全部样本（1660家⁹）的95%，而其扣除非正常损益后的净资产收益率均值、每股收益均值，净资产收益率均值，总经理持股比例均值，经营者比例均值都显著低于其他各组。而经营者的持股比例在0.05%到0.1%之间的有44家公司，占了全部样本的2.6%，其扣除非正常损益后的净资产收益率均值、每股收益均值，净资产收益率均值，总经理持股比例均值，与经营则会持股比例大于0.1%的两组差异不显著。经营者持股比例在0.1%到1%之间的有29家，占了全部样本的1.78%，其扣除非正常损益后的净资产收益率均值、每股收益均值，净资产收益率均值，总经理持股比例均值，与经营者持股比例大于1%的差异不显著。经营者持股比例在1%以上的只有10家，只占全部样本的0.6%。

表 3 上市公司经营者持股的具体分布描述性统计结果

经营者 持股比 例	经营者持 股比例均 值	扣除非正常 损益后的净 资产收益率 均值	每股 收益 均值	净资产 收益率 均值	总经理持股 比例均值	经营者持 股比例中 值	扣除非正常 损益后的净 资产收益率 中值	每股 收益 中值	净资产 收益率 中值	总经理 持股比 例中值	样本 数
0-0.05%	8.79E-05	2.946995	0.145	3.72996	3.52E-05	5.62E-05	5.273691	0.153	6.08	1.5E-05	1577
0.05%- 0.1%	0.000683	7.356152	0.261	8.29333	0.000189	0.00066	7.599481	0.27	7.34	0	44
0.1%- 1%	0.002219	5.921807	0.218	7.5	0.001391	0.001735	6.475198	0.235	6.545	0.00075	29

1%以上	0.101735	8.592032	0.357	9.77	0.063039	0.080352	8.735657	0.302	11.83	0.08035	10
全部样本	0.000685	3.148101	0.150	3.95148	0.0004	0.00006	5.302518	0.16	6.1	1.6E-05	1660

5.1.3 按上市公司盈利能力进行分类

从表4可以看出，盈利能力较低的上市公司其经营者的持股比例也较低，而且经营者持股比例均值以及扣除非正常损益后的净资产收益率均值、每股收益均值，净资产收益率均值，都显著低于盈利能力一般和盈利能力较高的上市公司。

表 4 按上市公司盈利能力分类的描述性统计结果

盈利能力	经营者持股比例均值	扣除非正常损益后的净资产收益率均值	每股收益均值	净资产收益率均值	总经理持股比例均值	经营者持股比例中值	扣除非正常损益后的净资产收益率中值	每股收益中值	净资产收益率中值	总经理持股比例中值	样本数
较低	0.0001	-7.22316	-0.10	-5.7713	4.45852E-05	5.3E-05	0.3196	0.018	0.71	1.1E-05	553
一般	0.00027	4.37995	0.156	5.03551	0.000158829	5.9E-05	4.3986	0.144	5.06	1.6E-05	553
较高	0.00129	9.74825	0.319	10.1741	0.000767656	6.4E-05	8.5206	0.29	9.21	2.2E-05	554

注：盈利能力较低的上市公司，其高管人员持股比例均值，扣除非正常损益后的净资产收益率均值、每股收益均值，净资产收益率均值，在 10%水平上显著低于盈利能力一般和盈利能力较高的上市公司。

5.2 模型和变量

为了检验我们在第四部分提出的假设，我们构造如下模型：

对于假设 1 和假设 2，我们构造这样的模型：

$$\begin{aligned} \text{RONIBNR} = & b_0 + b_1 \text{MOW} + b_2 \text{GROWTH} * \text{MOW} + b_3 \text{FSPDUM} * \text{GROWTH} * \text{MOW} \\ & + b_4 \text{FSP} + b_5 \text{SIZE} + b_6 \text{SAMEDUM} + \sum_{i=1}^{20} b_{5-24} \text{IND}_i + \varepsilon \end{aligned} \quad (23)$$

应变变量：公司的经营绩效衡量指标 RONIBNR 为扣除非经常性损益后的加权平均净资产收益率。

待检验变量：

MOW=高管人员的持股数量占公司总股本的比例。

GROWTH*MOW=公司的成长性机会与高管人员持股比例的相互影响。其中，GROWTH 为虚拟变量，当公司的成长性机会较高时为 1，而当公司的成长性机会一般时为 0。考虑到中国的股票市场并不那么有效，采用国外常用的成长性机会衡量指标（普通股市值与净资产的重置成本之比）可能不太合适。于是，我们从事后的角度出发，以行业内公司资产规模以及业绩实际增长的均值的高低作为衡量行业成长性机会高低的标

FSPDUM*GROWTH*MOW=在公司的第一大股东是国家股而且公司的成长性机会较高的情况下，高管人员持股比例对公司经营绩效的影响。其中，FSPDUM 为虚拟变量，当公司的第一大股东为国家股时为 1，当公司的第一大股东为其他股东时为 0。

IND_i 是第 i 个行业的虚拟变量， $i=1$ 到 20。

控制变量：

FSP=国家股的股数占公司总股本的比例。

SIZE=公司规模。在这里我们用公司总资产的对数来表示公司规模。

SAMEDUM=虚拟变量，当公司的总经理与董事会的董事长由同一人担任时为 1，而当公司的总经理与董事会的董事长由不同的人担任时为 0。

而 ε 为均值为零，方差为 σ 的随机干扰项。

对于假设 3，我们构造这样的模型：

$$\begin{aligned} \text{RONIBNR} = & b_0 + b_1 \text{ FSPDUM*HIGHBV*MOW} + b_2 \text{ FSP} + b_3 \text{ SIZE} \\ & + b_4 \text{ SAMEDUM} + \sum_{i=1}^{20} b_{5-24} \text{ IND}_i + \varepsilon \end{aligned} \quad (24)$$

在这里，模型（23）已经出现过在这里再次出现的变量，含义和前面的一样

待检验变量：

FSPDUM*HIGHBV*MOW=在公司的第一大股东是国家股而且公司的资产帐面价值较高的情况下，高管人员持股比例对公司经营绩效的影响。其中 HIGHBV 是虚拟变量，在公司资产帐面价值较高时（在这里指每股资产大于为 2.5 时）为 1，在公司资产帐面价值较低时（在这里指每股资产小于 2.5 时）为 0。其他变量的含义同前面一样。

控制变量与模型（23）相同。

对于假设（4），我们构造这样的模型：

$$\begin{aligned} \text{RONIBNR} = & b_0 + b_1 \text{PMEARDUM} * \text{HIGHBV} * \text{MOW} + b_2 \text{FSP} + b_3 \text{SIZE} \\ & + b_4 \text{SAME DUM} + \sum_{i=1}^{20} b_{5-24} \text{IND}_i + \varepsilon \end{aligned} \quad (25)$$

待检验变量：

PMEARDUM*HIGHBV*MOW=企业盈利中永久性盈利比例较高而且资产帐面价值较高的情况下，公司高管人员持股比例。其中，PMEARDUM 是虚拟变量，在公司永久性盈利较高时（在这里指扣除非经常性损益后的净利润占公司净利润的比例高于 90%）为 1，在公司永久性盈利较低时（在这里指扣除非经常性损益后的净利润占公司净利润的比例低于 90%）为 0；HIGHBV 是虚拟变量，在公司资产帐面价值较高时（在这里指每股资产大于为 4 时）为 1，在公司资产帐面价值较低时（在这里指每股资产小于 4 时）为 0。其他变量的含义同前面一样。

控制变量与模型（23）相同。

5.3 研究结果和分析

莫克等人 (Morck et al., 1988) 的研究结论是：高管人员持股比例与企业价值之间的关系是分段线性，当高管人员持股比例在 0-5%之间时，企业价值随高管人员持股比例增加而上升；当高管人员持股比例在 5%-25%之间时，企业价值随高管人员持股比例增加而下降；而当高管人员持股比例超过 25%时，企业价值随高管人员持股比例增加而缓缓上升。而麦考尼尔和瑟费斯 (McConnel and Servases, 1990) 的研究结论是高管人员持股比例低于一定比例 (大概 40%-50%) 时，企业价值随高管人员持股比例增加而上升；而当高管人员持股比例高于一定比例企业 (高于 40%-50%) 企业价值随高管人员持股比例增加而缓缓下降。

他们的研究结论是在没有考虑到公司的具体特征而直接按高管人员持股比例分段进行线性回归得出的，那么，他们的结论在考虑到公司的具体特征后是否还成立，是一个值得经验验证的问题。

而我国学者魏刚 (2000) 在《经济研究》发表的《高级管理层激励与公司经营绩效》一文中对我国上市公司高级管理层持股比例与公司绩效进行了实证检验，研究发现高级管理层持股比例与公司绩效并不存在显著的正相关也不存在莫克等或麦考尼尔和瑟费斯所发现的区间效应。但是我们认为，他没有发现高级管理层持股比例与公司绩效存在显著的正相关可能是因为研究方法上存在问题。他采用的是公司绩效与高级管理层持股比例直接进行回归，而没有考虑到公司的具体特征。因此，我们首先运用他的方法进行检验，然后，运用我们的方法进行检验，以此来对比两者的不同。

5.3.1 高管人员持股比例与公司经营绩效的全样本检验。

对 1660 家上市公司的数据按魏刚 (2000) 的方法¹⁰进行回归，回归结果如下：

$$ROE = 3.91788 + 49.02250MOW \quad (26)$$

$$(8.01) \quad (0.97)$$

$$R^2 = 0.0017 \quad Adj-R^2 = -0.0001 \quad 标准误差 = 23.29 \quad F = 0.95$$

从回归结果来看，如果采用他的研究方法，我们也没有发现高级管理层持股比例与公司绩效存在显著（ t 值只有 0.97）的正相关关系。但是按照他的研究方法没有发现这种关系，并不能就此得出魏刚在他的论文里所说的“高级管理人员的持股比例偏低，不能产生有效的激励作用”的结论，而可能是研究方法上存在问题。为了验证我们的说法，在接下来的部分将按照我们在本文前面部分提出的方法对我国上市公高管人员持股比例与公司经营绩效之间关系的进行检验。

5.3.2 在公司盈利能力较高的情况下，高管人员持股比例与公司经营绩效的关系。

从理论上来说，我们应该用企业的经济收益率作为企业盈利能力的衡量指标，但是鉴于经济收益率不可获得或难以获得，在西方国家人们在实务中常常用扣除非经常性损益后的加权平均资产收益率作为企业盈利能力的衡量指标。因为我国会计准则和会计制度与西方的会计准则存在差别，我国上市公司披露的年度报告中只有财务费用的信息而没有披露利息费用的信息，因此我们无法计算我国上市公司的扣除非经常性损益后的加权平均资产收益率。于是，我们用扣除非经常性损益后的加权平均净资产收益率作为企业盈利能力的衡量指标。

我们将 1660 家上市公司以扣除非经常性损益后的加权平均净资产收益率（RONIBNR）为标准，分为企业盈利能力较高，企业盈利能力较低，企业盈利能力一般的三类。最后，我们得到企业盈利能力较高的上市公司样本 553 家，企业盈利能力较低的上市公司样本 553 家，而企业盈利能力一般的上市公司样本 554 家。

对 553 家企业盈利能力较高的样本数据运用模型（23）进行回归，回归结果见表 5 第二栏。回归结果表明：（1）高管人员持股比例变量（MOW）的系数为 5.36503，尽管系数为正，但统计上并不显著（ t 值为 0.28）。（2）成长性机会较高的公司高管人员持股比例变量（GROWTH*MOW）的系数为 19.73024，系数为正，不过统计上也不显著（ t 值为 0.02），没能支持我们的假设 1。可能的原因是：第一，不同的公司治理机制之间存在相互替代或相互补充的作用，这些成长性机会较高的公司，可能因为存在大股东和董事会的监督，使得高管人员在持股比例不高或较低的情况下，仍然会努力提高公司价值与公司业绩；第二，这些成长性机会较高的公司高管人员尽管持股比例较低，但存在别的激励机制（像年薪制或按业绩报酬等机制）使得公司高管人员努力提高公司价值与公司业绩。由于以上两个原因使得这些成长性机会较高的公司，即使其高管人员持股比例较低，但是公司业绩仍然较好，

所以，我们没能发现公司经营绩效与成长性机会较高的公司高管人员持股比例的显著正相关关系。(3)但是，第一大股东为国有股且成长性机会较高的公司高管人员持股比例变量(FSPDUM*GROWTH*MOW)的系数为 5910.49077，而且统计上显著为正(t 值为 1.86)，支持了我们的假设 2。这说明了，对于第一大股东是国家股时，由于内部治理机制很难发挥监督经营者的作用，激励经营者让管理者持股显得尤为重要，而且，对于盈利能力较高的这类企业，如果企业的成长性机会也较高，那么，提高高管人员的持股比例，能给高管人员提供较高的激励去努力工作，¹¹高管人员就会有动机努力提高公司的经营绩效和企业价值。

控制变量的系数如下：国家股持股比例的系数为-0.41725，系数为负，但不显著(t 值为-0.43)，说明了国家股持股比例对公司业绩并没有显著的负影响；公司规模系数显著为 0.81606，显著为正(t 值为 2.4)，说明了公司规模对企业业绩有显著的正影响；虚拟变量(SAMEDUM)公司的董事长与总经理是否由同一人担任的系数为-0.36218，系数为负，但不显著(t 值为-0.3)，说明对这类企业来说，公司的董事长与总经理是否由同一人担任，对公司业绩没有显著的影响。

5.3.3 在公司盈利能力较低的情况下，高管人员持股比例与公司经营绩效的关系。

对 553 家企业盈利能力较低的样本数据运用模型(24)进行回归，回归结果见表 5 第三栏。回归结果表明，第一大股东为国有股且资产帐面价值较高的公司高管人员持股比例变量(FSPDUM*HIGHBV*MOW)的系数为 19544，而且统计上显著为正(t 值为 1.85)，支持了我们的假设 3。这说明了对于第一大股东是国家股时，由于内部治理机制很难发挥监督经营者的作用，激励经营者让管理者持股显得尤为重要，而且，对于盈利能力较低的这类企业，如果企业的资产帐面价值也较高，那么，提高高管人员的持股比例，能给高管人员提供较高的激励去努力工作，高管人员就会有动机努力提高公司的经营绩效和企业价值。

控制变量的系数如下：国家股持股比例(FSP)的系数为-2.77026，尽管为负，但不显著(t 值为-0.52)，说明了国家股持股比例对公司业绩并没有显著的负影响；公司规模(SIZE)的系数为 3.15206，显著为正(t 值为 2.1)，说明了公司规模对企业业绩有显著的正影响；虚拟变量(SAMEDUM)公司的董事长与总经理是否由同一人担任的系数为 1.56642，尽管为正，但不显著(t 值为-0.3)，说明对这类企业来说，公司的董事长与总经理是否由同一人担任，对公司业绩没有显著的影响。。

5.3.4 在公司盈利能力一般的情况下，高管人员持股比例与公司经营绩效的关系。

对 554 家企业盈利能力一般的样本数据运用模型 (25) 进行回归, 回归结果见表 5 第四栏。回归结果表明, 企业盈利中永久性盈利比例较高而且资产帐面价值较高的公司高管人员持股比例 (PMEARDUM*HIGHBV*MOW) 的系数为 119.39073, 系数为正, 不过统计上不显著 (t 值为 1.23), 没有支持我们的假设 4。说明了, 对这类企业来说, 高管人员持股并没有对高管人员提供足够的激励去努力工作提高公司价值和公司经营业绩。控制变量的系数如下: 国家股持股比例的系数为 -0.14945, 尽管为负, 但不显著 (t 值为 -0.44); 公司规模系数为 0.08976, 不过, 统计上不显著 (t 值为 0.98); 虚拟变量 (SAMEDUM) 公司的董事长与总经理是否由同一人担任的系数为 -0.61826, 而且统计上显著为负 (t 值为 -1.7)。这说明了, 对这类公司来说, 公司的董事长与总经理是否由同一人担任对公司业绩有显著的负影响。原因在于: (1) 当公司的总经理与董事长由同一人担任时, 由于公司的董事会受 CEO 控制, 这样, 很难期望董事会对总经理起到监督约束作用。追求自身效用最大化的总经理在缺乏约束的情况下, 会更加倾向于“在职消费”等不利于企业价值最大化的行为, 因此, 总经理与董事长由不同的人来担任是重要的, 因为这样一来, 董事会可以部分起到监督总经理的作用。(2) 对这类企业来说, 高管人员持股对并没有对高管人员提供足够的激励去努力工作提高公司价值和公司经营业绩。

表 5 回归结果

	盈利能力较高的 公司样本 (模型 (23) 回归结果)	盈利能力较低 的公司样本 (模型 (24) 回归结果)	盈利能力一般 的公司样本 (模型 (25) 回归结果)
变量 :	系数		
应变变量: 扣除非经常性损益后的加	权平均净资产益 (RONI BNR)		
	率		

截距	-7.21451	- 77.0368**	1. 74989
待检验变量:			
高管人员持股比例 (MOW)	5.36503		
成长性机会较高的公司高管人员 持股比例 (GROWTH*MOW)	19.73024		
第一大股东为国家股且成长性机会 较高的公司高管人员持股比例 (FSPDUM*GROWTH*MOW)	5910.491*		
第一大股东为国家股且资产 帐面价值较高的公司高管人员 持股比例 (FSPDUM*HIGHBV*MOW)		19544*	
企业盈利中永久性盈利比例较高而且资 产帐面价值较高的公司高管人员持股比 例 (PMEARDUM*HIGHBV*MOW)			119. 39073
控制变量:			
国家股比例 (FSP)	-0.41725	-2.77026	-0. 14195

公司规模 (SIZE)	0.81606**	3.15206**	0.08976
公司董事长与总经理是否 由同一人担任 (SAME DUM)	-0.36218	1.56642	-0.61826*
行业虚拟变量 (20 个行业虚拟变量)	有	有	有
调整后的 R^2	0.0581	0.0874	0.0240
模型的 F 值	5.63	5.77	5.13
(P 值)	(0.034)	(0.0242)	(0.32674)

注：(1)、*表示双尾 t 检验在 10%水平下显著，**表示双尾 t 检验在 5%水平下显著，***表示双尾 t 检验在 1%水平下显著。

(2)、由于篇幅的限制，在表 2 中没有列出 20 个行业虚拟变量的系数。但在对模型 (23)，(24)，(25) 进行回归的时候都考虑了行业虚拟变量。

(3)、以上结果并不存在异方差、自相关、多重共线性等计量经济问题。

5.4 进一步检验

为了验证我们结论的可靠性和一致性，我们进一步进行如下的检验：

(1) 我们用加权平均净资产收益率或加权平均每股收益来替代扣除非经常性损益后的加权平均净资产收益率作为公司的经营业绩指标，我们发现，前面所述的主要结果仍然存在。在这里，由于受文章篇幅的影响，这些结果没有专门提供。

(2) 我们采用不同的数值作为区分上市公司盈利能力高低的标准，我们采用不同的标准来衡量公司的盈利能力，像主营业务

利润率等，我们还采用不同的标准来衡量公司永久性盈利比例，像主营业务利润占净利润的比例等，我们发现，前面所述的主要结果仍然存在。在这里，由于受文章篇幅的影响，这些结果没有专门提供。

（3）我们用总经理的持股比例替代高管人员的持股比例来检验我们的假设，我们发现，前面所述的主要结果仍然存在。在这里，由于受文章篇幅的影响，这些结果没有专门提供。

（4）我们采用莫克等人（Morck et al., 1988）分段线性的方法对公司经营绩效与高管人员持股比例的关系进行验证，我们发现公司经营绩效与高管人员持股比例并不存在显著的正相关，也没有发现公司经营绩效随着高管人员持股比例先提高，后下降，然后又提高。可能的原因在于他们在研究公司价值与高管人员持股比例之间关系时，没有考虑公司的具体特征对高管人员激励的有效程度，也没有考虑到对高管人员进行有效的监督与激励之间存在替代效应。

（5）我们用豪斯曼（Hausman）的设定误差检验方法对公司经营绩效与高管人员持股之间的内生性进行了检验，我们发现公司经营绩效与高管人员持股之间并不存在内生性。说明了我们采用普通最小二乘法（OLS）得到的结果是有效的、一致的、无偏的。

6 结论和建议

本文深入公司内部的具体特征，对高管人员持股与公司经营绩效的关系，进行了深入广泛的理论分析与实证检验，我们发现：1、并不是所有类型的公司其高管人员持股都能起到激励其管理人员努力提高公司价值与公司绩效的作用。2、对于盈利能力较高的公司，如果公司的成长性机会也较高，而且其第一大股东是国家股的情况下，公司经营绩效与高管人员持股比例显著正相关。3、对于盈利能力较低的公司，如果公司的资产帐面价值也较高，而且其第一大股东是国家股的情况下，公司经营绩效与高管人员持股比例显著正相关。4、对于盈利能力一般的公司，公司经营绩效与高管人员持股比例不存在显著正相关。

我国正在进行高管人员持股的试点，并将有步骤地扩大实行范围。持股经营在我国是一个新生事物，因此，如何设计有效的高管人员持股机制，成为迫切需要解决的课题。在推进高管人员持股机制时，我们要注意两个重要问题：第一，让公司高管人员持股或提高持股比例能否起到激励高管人员努力提高公司价值与经营绩效的作用；第二，公司有没有良好的内部治理机制来监

督经理人员。如果公司同时具备以下两个特征：1、让公司高管人员持股或提高持股比例能起到激励高管人员努力提高公司价值与经营绩效的作用 2、公司缺乏良好的内部治理机制，那么让公司高管人员持股或提高持股比例，能起到提高公司价值与公司经营绩效的作用。因为，公司具备第一个特征的情况下，让公司高管人员持股或提高持股比例，公司高管人员会有动机努力提高公司价值与经营绩效；而公司具备第二个特征的情况下，因为缺乏监督经营者的良好内部治理机制，所以，激励经营者让管理者持股显得尤为重要，也就是说公司治理机制之间存在相互替代或相互补充，在缺乏监督管理者的治理机制时，激励管理者的治理机制的相对作用尤为突出，这样使经理人员利益与股东利益趋于一致，从而使得管理者在缺乏良好的监督体制下仍然能有动机努力工作，提高公司价值和经营绩效。

我们的研究发现，对于盈利能力较高而且公司的成长性机会也较高和盈利能力较低而且公司的资产帐面价值也较高的这两类公司，符合上面所说的第一个特征，所以，让这两类公司高管人员持股或提高持股比例，公司高管人员会有动机努力提高公司价值与经营绩效；而对于第一大股东是国家股的公司，符合上面所说的第二个特征，所以，让高管人员持股或提高持股比例来激励经营者的相对作用尤为突出。结合以上两个条件，我们得出对于盈利能力较高、公司的成长性机会也较高而且公司第一大股东是国家股，以及盈利能力较低、公司的资产帐面价值也较高而且公司第一大股东是国家股的这两类公司，让公司高管人员持股或提高持股比例，能起到提高公司价值与公司经营绩效的作用。

参考文献：

[1]Berle,Adolf A.,Jr. and Gardner C.Means,1932, The modern corporation and private property (Macmillan,New York ,NY).

[2]Demsetz,Harold,1983,The structure of ownership and the theory of the firm,Journal of Law and Economics.

[3]Demsetz,Harold and Kenneth Lehn,1985,The structure of corporate ownership:Causes and consequences, Journal

of Political Economics.

- [4]Esterbook, Frank H. ,1984,Two agency-cost explanations of dividends,American Economic Review.
- [5]Fama,Eugene F. ,1980,Agency problems and the theory of the firm,Journal of Political Economy.
- [6]Hart, O. D. ,1983,The market mechanism as an incentive scheme,Bell Journal of Political Economy.
- [7]Hart, O. D. ,1995,Firms, Contracts and Financial Structure,Oxford University Press.
- [8]Holmstrom,Bengt,1979,Moral Hazard and observability,Bell Journal of Economics.
- [9]Holmstrom,Bengt,1982,Managerial incentive problems:A dynamic perspective,in Essays in Economics and management in Honor of Lars Wahlbeck(Swedish School of Economics,Helsinki).
- [10]Jensen,Michael C. and William H.Meckling,1976,Theory of the firm:Managerial behavior,agency costs and ownership structure,Journal of Financial Economics.
- [11]McConnell,John J. and Henri Servaes,1990,Additional evidence on equity ownership and corporate value” , Journal of Financial Economics.
- [12]Michael C.J.,and Murphy K.J.,1990,Performance Pay and Top-management Incentive,Journal of Political Economics.
- [13]Mock,R. ,Andrei Shleifer,and Robert W.Vishny,1988,Management Ownership and Market Valuation: an Empirical Analysis” ,Journal of Financial Economics.
- [14]Murphy,K. J. ,1985,Corporate Performance and managerial remuneration:An empirical analysis,Journal of Accounting and Economics.

[15]Zhang, G. , 2000, Accounting information, capital investment decisions, and equity valuation:Theory and empirical implications, Journal of Accounting Research.

[16]魏刚,2000,《高级管理层激励与上市公司经营绩效》，《经济研究》第3期。

[17]郑红亮，1998，《公司治理理论与中国国有企业改革》，《经济研究》第10期。

[18]张维迎，1999，《企业理论与中国企业改革》，北京大学出版社。

Firm Characteristics, top-Management ownership and corporate performance

Zhou Jianbo

(Shanghai University of Finance and Economics, Shanghai 200433, China)

Abstract: In this paper, adopting both theoretical analysis and positive method, we go deep into the firms' specific character to thoroughly analyze the relationship between top-management ownership and corporate performance of China's listed companies. The empirical results show: Firstly, executive managers' share plans do not apply to all kinds of firms to inspire their executive managers to increase firm value and firm performance. Secondly, as for companies that are high profitability, high growth opportunity, and whose largest shareholder is state owned shares shareholder, the coefficient between corporate performance and management ownership are positive and significant. Thirdly, as for companies that are low profitability, high

book value and whose largest shareholder is state owned shares shareholder, the coefficient between corporate performance and management ownership is positive and significant. Fourthly, as for companies with medium profitability, the coefficient between corporate performance and management ownership is not significantly positive. Our results also suggest whether top-management ownership plays an incentive role depends on firm's specific character, furthermore, governance mechanism of monitoring and incentive partly act as substitute governance mechanism.

Key Words: top-management ownership, agency cost, firm profitability, firm growth opportunity, top-management incentive

作者简介: 周建波 (1977-), 男(汉族), 浙江江山人, 上海财经大学大学博士。

¹在这里, 市场包括产品竞争市场, 资本市场, 经理人员市场, 公司控制权 (take-over) 市场等, 在我国产品竞争市场, 资本市场发育的并不完善, 而经理人员市场基本上还没建立, 而公司控制权市场则因为受到诸多因素的限制, 所发挥的作用有限。在西方发达国家, 这些市场约束会迫使经理人员不致背离股东价值最大化行为过远。但在我国, 这些市场很难起到这种作用。又由于我国上市公司中, 国有股东作为绝对大股东的占了多数, 而国有股东不是真正意义上的股东, 作为国有股东代表的国有资产管理局也仅仅享有剩余控制权, 而没有剩余索取权, 很难期望他们有经济动机去监督管理者, 而他们又常常在董事会中占据重要位置, 所以, 作为内部治理机制的董事会缺乏动机去监督管理者。因此, 内部治理机制也很难发挥监督经营者的作用。在这样的背景下, 激励经营者让管理者持股显得尤为重要, 使经理人员利益与股东利益趋于一致, 从而使得管理者在缺乏良好的监督体制下仍然能有动机努力工作, 提高公司价值和经营绩效。

² 在该文中作者认为, 高级管理人员的持股比例与上市公司的经营绩效不存在显著的正相关关系的原因在于高级管理人员的持股比例偏低, 不能产生有效的激励作用。

³ 把该模型应用于本文的分析框架, 得益于香港科技大学副教授张国昌在 “Accounting information and equity valuation” 博士生课程上给我的启发。

⁴ 在本文以下部分，划分盈利能力的标准与我们这里指出的三个标准相同。

⁵ 而且，由我们的研究框架得出的 c, r, σ, M 四个因素与委托人应给予代理人的最优股权比例 α^* 的关系与以往的文献相一致，即 c, r, σ 与 α^* 正相关，而 M 与 α^* 负相关。

⁶ 在香港科技大学黄德尊（T.J. Wong）教授的“Economic Institution and Financial Accounting Information”博士生课程上，我们认为国有法人股东由于享有部分现金流量权，所以，比国家股股东更有动机监督经营者。因此，我们这里仅仅考虑国家股作为第一大股东的情况，而把国有法人股为第一大股东的剔除在外。

⁷ 在这里以及本文的以下部分，经营者包括上市公司的董事长和总经理。

⁸ 在这里经营者包括董事长和总经理（下同）。

⁹ 考虑到极端值对统计结果的不合理影响，对原先的 1737 家样本，我们剔除了净资产收益率低于-100%的 15 家公司和 62 家 ST、PT 类公司，得到 1660 家公司作为这里和后面部分的研究样本。

¹⁰ 他的回归模型为 $ROE = \alpha + \beta MOW + \varepsilon$

¹¹ 因为对这类企业来说，如果高管人员付出努力提高企业价值，那么他们从企业价值增值中享有的利益也较多。