

亏损公司高管薪酬激励：现金还是持股^{*}

鄢 波 杜 勇

〔摘要〕在解决上市公司管理层与所有者之间的代理问题上,管理层持股、薪酬激励被认为是一种较为直接的途径。以往的研究往往只针对管理层激励对盈利的上市公司是否有影响,然而薪酬激励制度对亏损或处于财务困境中的公司是否依然发挥作用同样值得思考。本文以 A 股亏损上市公司为研究对象,实证检验了管理层薪酬激励方式对亏损上市公司扭亏行为和公司价值的影响。研究发现,管理层持股对公司扭亏没有显著激励作用,管理层股权激励降低了亏损公司价值,而管理层现金薪酬的激励效应显著,通过进一步区分产权性质分组检验发现,国有企业中管理层薪酬现金激励能促进公司价值的增长,而在非国有企业中则没能发挥相应的作用。本文的研究进一步明确了薪酬激励在亏损公司中的作用,对亏损上市公司扭亏中管理层薪酬合约的制定提供经验证据参考。

关键词: 高管薪酬激励 公司扭亏 公司价值

JEL 分类号: G30 G32 G34

一、问题的提出

经营权与管理权的分离使得管理层与所有者之间的代理问题突出。在解决代理问题中,激励制度被认为是一种有效的途径。管理层的薪酬激励作为一种最直接的激励方式在公司治理中被广泛应用。现金薪酬激励效果直接,但存在管理层短期行为的缺陷,因此 Jensen and Meckling(1976)提出将管理层持股作为一种内在激励机制来解决公司代理问题。管理层持股薪酬激励,作为一项长期激励约束制度,自产生以来就受到国内外学者的关注。2005 年以来,为配合股权分置改革,我国证监会推出了《上市公司股权激励管理办法(试行)》,并且 2005 年新修订的《公司法》规定了股权激励计划,管理层持股这种激励机制在资本市场中应用得越来越普遍。截至 2015 年,根据上市公司年报披露,A 股上市公司中有 2205 家上市公司有管理层持股现象^①,占沪深两市上市公司总数的 76%。至此,管理层持股的激励使得我国资本市场上的高管薪酬激励制度多元化,但是管理层薪酬激励的绩效如何,则成为公司治理研究关心的热点问题之一。国内外学者对管理层持股的有

^{*} 鄢波,广东海洋大学管理学院副教授,博士,硕士生导师;杜勇(通讯作者),西南大学经济管理学院教授,重庆大学经济与工商管理学院博士后,博士生导师。本文得到以下基金项目支持:国家自然科学基金面上项目“社会资本视域下的中国上市公司亏损逆转质量:结构特征、驱动机理与经济后果”(批准号 71572153);国家社会科学基金项目“亏损上市公司治理效率与扭亏行为的市场反应研究”(批准号 13CGL050);西南大学人文社会科学重大培育项目“社会资本视域下的中国上市公司亏损逆转质量研究”(批准号 15XDSKZD005)、重庆市社会科学规划项目一般项目“跨境电子商务企业经营风险预警与防范机制研究”(批准号 2017YBGL159)。

^① 根据 wind 金融数据库统计数据。

效性及对上市公司的绩效和公司价值的相关性等方面进行了大量的理论分析与实证研究。但以往的研究对象中鲜有包括亏损的和处于财务困境的公司样本。当上市公司处于财务困境状况下,管理层的决策和行为产生权变,因而管理层薪酬激励制度是否发挥了作用,在薪酬激励方式上怎样才能更好地激励管理层实现扭亏为盈、提升公司价值,需要得到实证检验。

本文以 A 股亏损上市公司为研究对象,研究管理层薪酬对亏损上市公司实现扭亏为盈的作用,并进一步探讨薪酬激励方式的不同激励效应对亏损上市公司价值的影响。研究发现,作为长效性的激励手段,管理层持股对公司扭亏没有显著激励作用,管理层股权激励降低了亏损公司价值,而管理层现金薪酬的激励效应显著,通过进一步区分产权性质分组检验发现,国有企业中管理层现金薪酬激励能促进公司价值的增长,而在非国有企业中则没能发挥相应的作用。本文的研究进一步明确了薪酬激励在亏损公司中的作用,对亏损上市公司扭亏中管理层薪酬合约的制定提供经验证据参考。

二、文献综述与假设提出

(一)文献综述

1. 高管薪酬的绩效激励效应

高管薪酬是解决企业所有者和经营者之间代理问题的措施之一,薪酬契约的签订能降低管理者带来的代理风险,使经营者更好的为所有者服务。高管现金薪酬对企业的绩效影响最为直接。国内外学者对高管的现金薪酬的激励效应进行了检验。Conyon and He(2011)的研究表明,管理层报酬与公司绩效之间的关系非常微弱。国内大多数学者研究认为高管薪酬与企业业绩之间是呈正相关的。曹晓丽和杨敏(2014)通过实证研究得出薪酬激励对公司业绩有提升作用。李争光(2015)选取了 2005-2012 年沪深两市 A 股上市公司,验证了高管薪酬对企业绩效有正面影响。胡玲等(2012)研究证实了高管薪酬与公司业绩之间的正相关关系,认为薪酬的高低是反映公司吸引人能力大小的指标。薛文博(2015)基于国有企业产权改革的视角,将高管薪酬分为了隐性薪酬和显性薪酬两类,实证结果显示,显性薪酬与企业绩效之间的关系为显著正相关,而隐性薪酬与企业绩效的关系为负相关且不显著。韩慧林和孙国辉(2014)在分组检验国有上市公司和非国有上市公司两种制度环境情况下得出,管理层薪酬激励对于非国有上市公司绩效的作用更明显,呈显著正相关关系;而在国有企业中,高管薪酬对企业绩效的提升作用并不显著。

2. 管理层持股的绩效激励与价值激励。

管理层持股激励计划的激励效应一直是研究的热点。Jensen and Meckling(1976)提出将管理层持股作为一种内在激励机制来解决公司代理问题,认为委托人和代理人在市场中都是理性的,两者之间的利益存在一定的差异,并由此产生委托代理问题。管理层持股是给予管理者一部分股份,使管理者成为公司的所有者,随着管理层持股比例的增加,管理者利益与股东利益之间的差异逐渐缩小,就有足够的动机使股东财富最大化,由此降低了两权分离产生的代理成本。Hermalin and Weisbach(1991)对 134 家在纽约证券交易所上市的公司进行研究,发现管理层持股与公司绩效呈 M 型的非线性相关性。

由于特定的市场环境,国内学者对管理层持股的研究主要集中于管理层持股比例与业绩的相关性。姚燕(2006)发现在实施管理层持股的上市公司中,管理层持股比例与公司业绩呈正相关,肯定了管理层持股对公司绩效的积极作用。认为在上市公司中实施管理层持股激励措施能够有效地解决代理问题,提高公司业绩。后续的研究也支持了这一结论(魏刚,2012;朱乃平等,2013;高雷和宋顺林,2007)。李春玲和张好圆(2014)以 2008 年以前上市且在 2008-2011 年实施了股权激励

的民营企业为样本,研究发现股权激励与公司业绩正相关,但是管理层的股权激励力度并不能无限加大,超过区间效应的拐点时,管理层股权激励力度与公司业绩之间是负相关的。所以对管理层激励力度的提高要适度,才有助于公司业绩的提高。李增泉(2010)的研究也表明,当企业的管理层持股的数量较少时对其无激励效果,只有当数额增大到足够多时,持股水平才会决定企业的运营状况。

也有部分学者的研究表明,管理层持股与公司绩效间并没有显著相关性。杨贺(2005)的研究认为我国管理层持股比例较低,没有显著的治理效应,公司绩效与高管持股比例之间不存在显著的关系。袁国良等(2000)也发现,上市公司中高级管理者(指董事、监事、经理人员)持股比例和企业业绩的相关性很低或基本不相关。周翼翔(2012)指出,无论是在静态模型还是在动态模型中,管理层持股比例与公司业绩都缺乏相关性。一种原因可能是受到了外部不可观察异质性因素的影响,另一种原因可能是股权激励制度在中国并未充分建立起来,使得上市公司管理层持股比重较低。魏荣(2013)通过实证分析表明,在创业板上市公司中,管理层持股的公司的业绩表现比管理层未持股的公司要好,但公司绩效与管理层持股比例并未呈现出显著的线性相关关系。进一步研究发现,要使管理层持股激励真正成为解决代理问题的机制,而不是成为管理层权力的工具,只有在产品市场充分竞争的前提下才能做到(沈红波等,2012)。周绍妮(2012)通过研究中国上市公司管理层股权激励对股东利益的影响,发现公司进行管理层持股激励之后,控股股东对中小股东的利益侵害将会减轻。谭庆美和吴金克(2011)认为,适当的管理层持股能使中小上市企业市场绩效和会计绩效有所提高,也就是说,管理层持股能刺激管理者采取积极的经营措施,做出有利于公司绩效的决策。

在管理层持股与公司价值的关系方面的研究,大期以来都没有得到一致的结论。Oswald and Jahera(1991)以1982-1987年资料所做的实证都显示内部人持股与公司价值呈正相关关系。Fuerst and Kang(2000)的研究认为CEO、内部人、外部董事持股比例对公司业绩、公司市场价值具有正向作用。Kamerschen(1968)将企业依据经营者持有股份是否超过10%,分成经理人控制和非经理人控制的公司,并检验两类公司在利润率上是否有差异,最后发现非经理人控制的公司价值稍佳。Hermalin and Weisbach(2003)研究董事会特点与公司价值的关系,他们发现当创办人或CEO持股比例越高时,公司价值越差。然而Fama(1980)认为公司价值完全不受管理层持有股票比例多少的影响,他认为外部市场机制,例如劳动市场和产品市场的供需、公司在产业中独占力的大小等都是影响公司价值的因素。当资本市场具有效率且劳动市场存在高度竞争时,就可以有效地约束经理人,则代理成本不存在,因此管理层持股与公司价值无关,道德风险也不存在。Morck et al.(2000)发现管理层持股比例与公司价值托宾Q呈显著的非单调关系。随着管理者所有权水平的提高,公司价值首先增加而后降低,管理者所有权与公司价值之间呈非线性关系。当管理者持股水平较低时,利益收敛假说中的正价值效应超过了管理者固守职位假说中的负价值效应,管理者所有权与公司价值正相关;当管理者所有权水平较高时,管理者固守职位假说中的负价值效应大于利益收敛假说中的正价值效应,管理者所有权与公司价值负相关。宋芸(2014)和李欣等(2014)利用中国的数据也得出了相同的结论。

综上所述,管理层薪酬激励绩效的研究对象多为盈利公司,在研究样本中将财务困境公司作为特殊样本剔除,再者以往的研究中,均是单独研究现金薪酬或者管理层的持股激励,并未根据薪酬结构的不同,对激励效果进行对比研究,不能给管理层薪酬结构的制度安排提供更加明晰的理论支撑。

(二) 研究假设

1. 管理层薪酬与亏损公司扭亏

管理层薪酬作为最直接的激励,是解决委托代理问题的有效手段。管理层持股激励约束机制将个人利益与公司利益紧紧拴在一起,可以激发管理层的热情,发挥其个人的最大效用,实施管理层持股激励,通过两权分离度降低,从而实现激励相容,激发管理层的利益与所有权利益一致。以

往的研究也表明,管理层的薪酬水平对公司绩效有积极的促进作用。在我国当前的退市制度安排下,财务困境发生亏损的上市公司有迫切的扭亏压力,由于管理层薪酬的激励相容降低了代理成本,因而有效地激励了管理层采用更为有效的扭亏行为。所以管理层的薪酬越高,激励作用越明显,亏损公司扭亏的可能性越大。

在薪酬的方式上面,现金薪酬有短期的激励效果,而管理层持股是一种长期激励方式,Morck等(2000)认为,管理层持有的股份比例越高,管理者会更加关注企业价值。考虑亏损的上市公司,在市场压力下扭亏为盈是亏损公司第一要务,扭亏行为这种短期业绩扭转具有短期的特征,而在短期激励方面现金薪酬有更强的激励效果,现金薪酬的水平对亏损公司的扭亏激励效果更显著。

基于以上分析,我们提出假设1:管理层薪酬水平越高,其公司扭亏的可能性越大,并且管理层的现金薪酬比持股方式的激励作用更显著。

2. 管理层薪酬与亏损公司价值

在管理层持股与公司价值的研究中,存在两种被学者普遍接受的重要假设,即利益趋同假设和“掘壕自守”假设。利益趋同假设认为,管理层持股过程中,随着持股比例的上升,管理层可以变成公司的所有者,管理者将更加重视股东利益,从而减少代理成本,公司价值得到提升。基于信号理论,更高的现金薪酬水平可以向外传递公司扭亏为盈的积极信号,有利于市场对公司价值判断的提高。“掘壕自守”假设认为,管理层持股比例增加会使管理者的权力变大,最终导致外部监督成本以及监督难度上升,公司价值降低。学者们普遍认为两种假设是共同存在的,管理层的持股比例不同,对公司价值造成的影响也不相同。李增泉(2010)经过研究表明,当企业的管理层持股的数量较少时对其无激励效果,只有当数额增大到足够多时,持股水平才会决定企业的运营状况。

基于以上分析,我们提出以下竞争性假设。

假设 2a:更高的现金薪酬激励和管理层持股激励对亏损公司价值提升有显著影响。

假设 2b:更高的现金薪酬激励和管理层持股激励降低亏损公司价值。

三、研究设计

(一)样本选择

为了更好地减少异常的样本数据影响研究结论,也为了保证研究结果的有效性和准确性,按照以下标准来选取样本。

(1)本文选取发行 A 股的国内上市公司 2006-2014 年的数据,由于用到滞后期的数据,实际数据截止到 2015 年年报。

(2)剔除了金融行业,剔除 2006-2014 年间没有披露管理层薪酬和持股情况,剔除披露数据不完整的亏损上市公司,剔除相关变量缺失的样本。

本文一共选取 1671 家亏损上市公司样本,主要财务数据来源于国泰安 SCMAR 数据库。样本的分布情况如表 1 所示。

(二)变量定义

1. 被解释变量(因变量)

解释变量亏损逆转(LR)为虚拟变量,考察样本 T+1 期的净利润指标,即下一年度净利润大于 0,即视为扭亏,赋值为 1,否则赋值为 0。该指标考察样本在下一个年度是否成功地实现亏损逆转。

公司价值变量,本文选用托宾 Q 值来代表公司价值,用 TobinQ 来表示。托宾 Q 值等于公司总市值与重置成本的比值,由于获得公司重置成本数据具有一定的限制,所以本文用资产账面价值代替重置成本。

表1 样本年度分布情况

年度	样本数	比重(%)
2006	164	9.810
2007	101	6.040
2008	248	14.84
2009	193	11.55
2010	111	6.640
2011	162	9.690
2012	228	13.64
2013	223	13.35
2014	241	14.42
合计	1,671	100

2. 解释变量(自变量)

(1) 管理层持股

本文选取管理层持股比例(MSR)和管理层是否持股(MSD)作为主要解释变量,用来衡量管理层的持股情况。管理层持股比例是指管理层持股数与公司股票总数的比值,即管理层持股比例(MSR) = 管理层持股数/公司总股本,是衡量上市公司管理层持股数量的指标。管理层是否持股(MSD)是反映管理层的持股意愿的虚拟变量。

(2) 管理层现金薪酬(PAY)

管理层薪酬(PAY)衡量管理层现金薪酬数量。该变量用管理层年度的薪酬总和来表示。

(3) 控制变量

影响管理层持股和亏损公司扭亏的因素多种多样,参照沈红波等(2012)的研究本文选取的控制变量有公司规模、资产负债率、资产收益率、可持续增长率、产权性质、股权集中度。

a. 公司规模(SIZE)

公司规模的大小对于公司的扭亏有很大的影响,规模较大的公司可以通过规模效应更多、更简单地筹集到资金,这有利于提高公司的绩效,从而实现扭亏。本文用公司资产的自然对数来计量。

b. 资产负债率(LEV)

资产负债率是指公司全部的负债占全部资产比重,即二者的比例关系。它很大程度上反映了一个公司的资本结构状况,而资本结构又会对公司的绩效产生影响,即影响亏损公司的扭亏。

c. 资产收益率(ROA)

资产收益率通常被用来衡量企业盈利能力的强弱。该指标与企业资产利用效果呈正向关系,即资产收益率越高,企业的资产利用效果越好。公司资产利用率高,说明公司能善于利用有限的资产得到更多的利润,那么在公司亏损的情况下,提高资产收益率将有利于亏损公司扭亏为盈。

d. 可持续增长率(GROWTH)

可持续增长率本文用营业收入增长率来表示。

e. 控股股东性质(STATE)

虚拟变量,产权性质为国有企业的赋值为1,非国有企业的赋值为0。上市公司中控股股东性质对公司的影响是非常大的。国有控股公司,规模一般比较大,外部融资能力更强,国有控股上市公司与政府关系密切,更容易获得政策支持。因此,控制了控股股东性质。

f. 股权集中度(SHRCR1)

本文用第一大股东的持股比例表示。
各主要变量定义如表2所示。

表2 主要变量定义

变量	变量符号	变量定义
是否扭亏	LR	亏损公司下年净利润大于0的赋值为1,否则为0
管理层持股比例	MSR	管理层持股数量/上市公司总股数
管理层持股意愿	MSD	虚拟变量,管理层持有公司股份赋值为1,否则赋值为0
管理层薪酬	PAY	管理层年度薪酬总额
股权集中度	Shrcr1	第一大股东的持股比例
公司规模	SIZE	总资产的自然对数
资产收益率	ROA	净利润/平均资产总额 * 100%
可持续增长率	GROWTH	选取营业收入增长率表示,(本期营业收入 - 上期营业收入)/上期营业收入
资产负债率	LEV	负债总额/资产总额 * 100%
控股股东性质	STATE	产权性质为国有企业的赋值为1,否则为0
行业	Year	年度虚拟变量
年度	Industry	行业虚拟变量

(三)模型的构建

依据本文所研究的数据与内容,为验证假设1,我们设计了模型(1):

$$LR = \alpha_0 + \alpha_1 MSR + \alpha_2 PAY + \alpha_3 Shrcr1 + \alpha_4 STATE + \alpha_5 SIZE + \alpha_6 LEV + \alpha_7 ROA + \alpha_8 GROWTH + \alpha_9 Industry + \alpha_{10} Year + \varepsilon \quad (1)$$

其中: α_0 为常数项, $\alpha_1 - \alpha_{10}$ 为相应的解释变量的回归参数, ε 为随机误差项。

按照假设1,预计代表管理层持股情况的变量管理层持股比例(MSR)和持股意愿(MSD)的回归系数为正,并且与变量现金薪酬(PAY)的回归系数有显著的差异。

按照前文所述的假设2,参照逯东等(2010)和杜勇等(2012)的模型,我们设计了模型(2):

$$TobinQ = \alpha_0 + \alpha_1 MSR + \alpha_2 PAY + \alpha_3 Shrcr1 + \alpha_4 STATE + \alpha_5 SIZE + \alpha_6 LEV + \alpha_7 ROA + \alpha_8 GROWTH + \alpha_9 Industry + \alpha_{10} Year + \varepsilon \quad (2)$$

其中: α_0 为常数项, $\alpha_1 - \alpha_{10}$ 为相应的解释变量的回归参数, ε 为随机误差项。依据本文所研究的数据与内容,考察代表管理层持股比例变量(MSR)和现金薪酬变量(PAY)的回归系数。

四、实证结果及分析

(一)描述性分析

我们对主要变量做了描述性统计分析,结果如表3所示。由表3可知,2006年至2014年,1671个亏损公司样本中,实施了管理层持股激励的公司达到29.3%,说明管理层持股激励得到进一步的推广和应用。样本公司中管理层持股比例均值达到2.15%,最高的到51.3%,总体来说管理层持股比例比较低。样本中的亏损公司在下一年度净利润大于0的占71.2%,这说明在现有的退市制度下,多数公司能实现扭亏,但也有近30%的亏损公司在下一年度中未能实现扭亏为盈。

(二) 回归分析

1. 变量相关性分析

根据上文的模型设计,进行了单变量的相关性分析,主要结果如表4所示。表4中矩阵左下三角是皮尔逊相关性分析,矩阵的右上三角是斯皮尔曼相关性分析。从相关性分析结果来看,管理层持股比例(MSR)与管理层持股意愿(MSD)均与亏损逆转(LR)没有显著的相关性,管理层持股比例(MSR)与亏损公司价值(Tobin Q)相关系数不显著,管理层持股意愿(MSD)和现金薪酬水平(PAY)与公司价值负相关,从单变量分析来看,假设2b得到验证。单变量分析并没有控制影响亏损公司扭亏和亏损公司价值的其他因素,因此有必要进行进一步的多元回归检验。

表3 主要变量的描述性统计分析

变量	样本数	平均值	中位数	最小值	最大值	标准差
LR	1761	0.712	1	0	1	0.453
TobinQ	1761	2.121	1.266	0.169	18.63	2.754
MSR	1761	0.0215	0	0	0.513	0.0851
MSD	1761	0.293	0	0	1	0.455
PAY	1761	14.27	14.30	11.97	16.27	0.850
Shrer1	1761	16.93	10.00	0.240	61.06	16.59
STATE	1761	0.576	1	0	1	0.494
SIZE	1761	21.28	21.13	17.86	25.04	1.350
LEV	1761	0.759	0.642	0.0828	6.741	0.791
ROA	1761	-0.123	-0.0588	-1.799	-0.000700	0.236
GROWTH	1761	-0.0620	-0.0655	-0.933	1.593	0.355

表4 主要变量相关性分析

	LR	TobinQ	MSR	MSD	PAY	Shrer1
LR	1	0.0808***	0.0331	0.0263	0.0284	-0.0288
TobinQ	0.0413	1	-0.0360	-0.0467	-0.298***	-0.0950***
MSR	0.0361	-0.0443	1	0.980***	0.161***	-0.0266
MSD	0.0263	-0.0687**	0.393***	1	0.141***	-0.0114
PAY	0.0218	-0.266***	0.153***	0.124***	1	0.348***
Shrer1	-0.0368	-0.0979***	-0.131***	-0.0484*	0.306***	1
STATE	-0.0701**	-0.169***	-0.276***	-0.111***	0.0352	0.176***
SIZE	-0.0634**	-0.608***	-0.0163	0.0599*	0.558***	0.320***
LEV	-0.000375	0.338***	-0.0932***	-0.102***	-0.200***	-0.0955***
ROA	-0.0509*	-0.353***	0.0335	0.0615*	0.248***	0.156***
GROWTH	0.0150	-0.0920***	0.00192	0.0366	0.0602*	0.0181
	STATE	SIZE	LEV	ROA	GROWTH	
LR	-0.0701**	-0.0702**	-0.0605*	-0.00930	0.0296	
TobinQ	-0.244***	-0.742***	-0.205***	-0.260***	-0.115***	
MSR	-0.165***	0.0594*	-0.145***	0.0902***	0.0566*	

续表

	STATE	SIZE	LEV	ROA	GROWTH
MSD	-0.111***	0.0725**	-0.121***	0.0866***	0.0578*
PAY	0.0295	0.543***	-0.131***	0.311***	0.0469
Shrer1	0.128***	0.289***	-0.0433	0.202***	0.00930
STATE	1	0.292***	0.149***	0.0555*	0.0798**
SIZE	0.305***	1	0.0803**	0.347***	0.113***
LEV	-0.0599*	-0.250***	1	-0.300***	0.0136
ROA	0.113***	0.335***	-0.604***	1	0.241***
GROWTH	0.0647**	0.126***	-0.0891***	0.209***	1

注：***、**和*分别表示在1%、5%和10%水平下统计显著。矩阵左下三角是皮尔逊相关性分析，矩阵的右上三角是斯皮尔曼相关性分析。

2. 多元回归分析

为了检验假设1，对模型(1)进行多元回归分析，模型(1)由于其因变量LR是虚拟变量，所以采用了Logit回归，回归结果如表5所示。通过回归系数可以看出，管理层持股比例(MSR)和持股意愿(MSD)的回归系数为正，但是没有通过显著性检验，可以看出管理层持股程度和持股意愿并没有显著地影响亏损公司的扭亏，现金薪酬水平(PAY)的回归系数为正，并在1%的水平下显著，表明管理层的现金薪酬水平(PAY)显著地影响了亏损公司的扭亏，管理层的现金薪酬激励直接影响了管理层的扭亏行为，但是股票激励在亏损公司扭亏中没有显著的激励效果，假设1得到验证。在财务困境公司中管理层现金薪酬的激励比股权激励更显著地促进了扭亏为盈，说明在财务困境上市公司中，扭亏为盈短期目标与现金薪酬的短期激励的特征一致。这一研究结果与魏荣(2013)、杨贺(2005)和李增泉(2010)等研究的结论一致，可能的原因在于我国股权激励制度的普及程度不高，仅有30%左右的样本实施了股权激励，其次高管的持股数量较低，并没有达到激励的效应。

表5 管理层薪酬对亏损逆转影响的多元回归分析

	(1)LR	(2)LR
MSR		0.100(0.77)
MSD	0.321(0.40)	
PAY	0.2586*** (2.81)	0.2582*** (2.81)
Shrer1	0.00(-0.00)	0.00(0.01)
STATE	-0.206(-1.58)	-0.2097*(-1.65)
SIZE	-0.1139**(-1.96)	-0.1157**(-1.99)
LEV	-0.1561*(-1.72)	-0.1545*(-1.70)
ROA	-0.8187**(-2.19)	-0.8181**(-2.19)
GROWTH	0.3167*(1.87)	0.3152*(1.86)
cons	-0.569(-0.41)	-0.544(-0.39)

续表

	(1) LR	(2) LR
Industry	控制	控制
Year	控制	控制
N	1769	1769
Pseudo R2	0.0482	0.0486

注：***、**和* 分别表示在 1%、5% 和 10% 水平下统计显著。括号中为 T 值。列(1) 和列(2) 中的回归因变量 LR 是虚拟变量，采用了 logit 回归。

为了检验假设 2，对模型(2) 进行了多元回归分析，其回归结果如表 6 所示。管理层持股比例 (MSR) 的回归系数为负，在 1% 的水平下显著，变量持股意愿 (MSD) 的回归系数为负，在 5% 的水平下显著。可以看出管理层股权激励没有提升公司价值，反而降低了公司价值。这一结果，表明股权激励在财务困境公司中的激励效果更符合职位固守假设和“掘壕自守”假说，财务困境的上市公司实施股权激励向外界传递了负面信息，不利于公司价值的增加，可能与财务困境公司盈余管理、壳资源价值炒作等负面信息相关，这与宋芸(2014) 和李欣等(2014) 研究结论一致。假设 2b 得到了验证。

表 6 管理层持股与亏损公司价值的多元回归分析

	(1) TobinQ	(2) TobinQ
MSR	-2.7360***(-4.35)	
MSD		-0.2220**(-2.05)
PAY	0.103(1.35)	0.0942(1.22)
Shrer1	-0.00350(-0.97)	-0.000800(-0.22)
STATE	0.2044*(1.89)	0.2887*** (2.71)
SIZE	-1.2594***(-25.55)	-1.2589***(-25.41)
LEV	0.5304*** (7.04)	0.5455*** (7.22)
ROA	-1.0667***(-4.05)	-1.0582***(-4.00)
GROWTH	0.0536(0.39)	0.0556(0.41)
cons	29.5930*** (20.96)	29.6214*** (20.88)
Industry	控制	控制
Year	控制	控制
N	1671	1671
r2 a	0.524	0.519
F	50.61	49.77

注：***、**和* 分别表示在 1%、5% 和 10% 水平下统计显著。

以往的研究发现企业的产权性质会影响高管薪酬的激励效果(吴育辉和吴世农,2010;刘绍妮和万大艳,2013),因此有必要考虑产权性质与薪酬激励对企业价值的交互影响。本文进一步将样本分成国有企业与非国有企业进行对比,回归结果如表 7 所示。高管现金激励效应在国有产权组和非国有产权组存在显著的差异,高管的现金薪酬水平(PAY)的回归系数在国有样本组中为正,并且在 1% 水平下显著,在非国有产权组中现金薪酬水平(PAY)的回归系数为负,不显著。可能原因在于国有企业中实施股权激励等手段有诸多的限制,因而现金薪酬激励承担了主要的激励作用,

并且在面临财务困境的国有企业中,高管的现金薪酬水平越高传递了更强的信息,增加了市场投资者对未来业绩提升的信心,投资者对未来扭亏为盈的预期增加,有利于市场价值的提升。在非国有企业样本中,现金薪酬水平(PAY)与股权激励水平(MSR)的回归系数均为负数,非国有企业中管理层薪酬激励和持股激励并没有显著提升企业价值。管理层的薪酬激励并没有增加企业价值,可能的原因是我国资本市场中监管和退出机制的不完善,财务困境公司主要以扭亏保牌为首要目标,特别是非国有企业不同于国有企业没有政府的信用背书,因而扭亏保牌和兼并重组成为管理层的首要目标,因而在非国有企业管理层的薪酬激励更符合“掘壕自守”理论,管理层股权激励和现金激励水平越高,越不利于公司市场价值的提升。

表7 按产权性质分组回归分析

	国有企业组 (1)TobinQ	非国有企业组 (2)TobinQ
MSR	-6.8703* (-1.68)	-1.9824***(-2.71)
PAY	0.2608*** (2.82)	-0.0533(-0.42)
Shrer1	-0.0066* (-1.67)	0.00210(0.30)
SIZE	-1.0414***(-18.80)	-1.7189***(-18.94)
LEV	0.5937*** (4.68)	0.4262*** (4.36)
ROA	-1.1926***(-2.94)	-0.7080**(-2.01)
GROWTH	-0.0903(-0.51)	0.200(1.00)
cons	21.5784*** (13.73)	46.5678*** (16.28)
Industry	控制	控制
Year	控制	控制
N	963	708
r ² a	0.470	0.605
F	25.43	31.08

注:***、**和*分别表示在1%、5%和10%水平下统计显著。

表8 按产权性质分组回归分析(稳健性检验)

	国有企业组(1)fTobinQ	非国有企业组(2)fTobinQ
MSR	-9.2273* (-1.74)	-37.2236**(-2.44)
PAY	0.4431*** (3.59)	1.157(0.43)
Shrer1	-0.0096* (-1.95)	-0.171(-1.24)
SIZE	-1.2636***(-18.77)	-7.1875***(-3.96)
LEV	0.00840(0.05)	-2.799(-1.26)
ROA	-2.7706***(-5.16)	-8.372(-0.98)
GROWTH	0.214(0.94)	1.157(0.27)
cons	24.2839*** (12.81)	144.7635** (2.47)
Industry	控制	控制
Year	控制	控制
N	902	630
r ² a	0.447	0.0222
F	21.81	1.397

注:***、**和*分别表示在1%、5%和10%水平下统计显著。

3. 稳健性检验

为了检验上述分析结果的稳健性,本文采用了替换变量的方法进行了相关稳健性检验。我们用高管前三名现金薪酬变量(PAY3)来代替高管现金薪酬总量(PAY),用下一年度的企业价值变量(fTobinQ)来替代当前的企业价值变量(Tobin),回归结果如表8所示,主要研究结果基本保持不变。

五、研究结论与建议

(一)研究结论

2005年证监会实施《上市公司股权激励管理办法(试行)》,本文采取了2006年至2014年度亏损公司作为研究样本,考察管理层的现金薪酬激励和持股激励在亏损公司扭亏中的经济后果。研究发现,管理层持股比例与管理层持股意愿并没有直接影响企业的扭亏行为,管理层持股激励并没有起到扭亏的激励作用,但是管理层的现金薪酬激励在扭亏中激励效应显著,管理层的现金薪酬水平越高的亏损公司,下一期的扭亏可能性越大。进一步研究发现,管理层股权激励降低了亏损公司的价值。现金薪酬激励在国有企业中有助于提升公司价值,但在非国有企业中管理层现金薪酬激励与持股激励均没有显著地提升公司价值。

(二)政策建议

本文以发行A股的国内的上市公司为研究对象,研究管理层持股激励对亏损上市公司扭亏和亏损上市公司价值的影响,基于研究结果提出以下对策。

第一,重视现金薪酬激励制度的设计。研究结果表明,在亏损公司中管理层的现金激励对于公司扭亏和公司价值的提高都有显著的激励作用。不同于盈余公司,亏损公司的经营目标以扭亏为盈为目标,具有短期化的特征,因而管理层的薪酬设计中提高现金薪酬的激励水平。特别是国有企业“限薪令”实施的背景下,国有企业可以适当提高现金薪酬中“可变薪酬”的部分,以增加现金薪酬的激励作用。促进亏损企业的扭亏为盈,提升企业市场价值。

第二,股权激励制度有待进一步完善。股权激励制度推进要遵循分类指导原则,特别是在财务困境公司中要谨慎推行。本文的研究结果表明股权激励在亏损公司扭亏中没有显著的激励作用,并且股权激励水平越高传达了管理层“掘壕自守”的信息,不利于建立投资者信心,从而显著降低了亏损公司的市场价值。因而股权激励制度的实施中,对财务困境公司分类指导,特别是在亏损的国有企业中要谨慎推行。

参考文献

- 曹晓丽、杨敏(2014):《高管薪酬激励对上市公司业绩影响的实证研究》,《会计之友》,第7期。
- 陈勇、廖冠民、王霆(2005):《我国上市公司股权激励效应的实证分析》,《管理世界》,第2期。
- 杜勇、陈建英、鄢波(2012):《资本结构、亏损逆转性与公司财务价值》,《财经理论与实践》,第8期。
- 高雷、宋顺林(2007):《董事会、监事会与代理成本——基于上市公司2002-2005年面板数据的经验证据》,《经济与管理研究》,第10期。
- 高中华(2001):《中国企业经营者行为内部制衡与经济绩效的相关性分析——以上市公司为例》,《南开管理评论》,第5期。
- 韩慧林、孙国辉(2014):《不同控制环境下高管薪酬对企业绩效的影响》,《经济与管理研究》,第12期。
- 胡玲、陈黎琴、黄速建(2012):《高管薪酬、公司治理与企业绩效的实证分析》,《中国社会科学院研究生院学报》,第4期。
- 李争光(2015):《高管薪酬与企业绩效——来自中国上市公司的经验证据》,《现代管理科学》,第3期。
- 李春玲、张好圆(2014):《民营企业管理层股权激励与公司业绩的效应研究》,《统计与决策》,第13期。
- 李欣、朱学义、李娜(2014):《管理层激励与企业价值相关性实证研究》,《统计与决策》,第16期。
- 李增泉(2010):《激励机制与企业绩效——一项基于上市公司的实证研究》,《会计研究》,第1期。
- 刘国亮、王加胜(2000):《上市公司股权结构、激励制度及绩效的实证研究》,《经济理论与经济管理》,第5期。

- 刘绍妮、王大艳(2013):《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》,《中国软科学》,第2期。
- 逯东、孟子、平杨丹(2010):《政府补贴、成长性和亏损公司定价》,《南开管理评论》,第2期。
- 沈红波、潘飞、高新梓(2012):《制度环境与管理层持股的激励效应》,《中国工业经济》,第8期。
- 宋芸(2014):《上市公司管理层持股与公司价值关系研究》,《财会通讯》,第6期。
- 谭庆美、吴金克(2011):《管理层持股与中小上市企业绩效——基于中小企业板数据的实证分析》,《山西财经大学学报》,第2期。
- 魏刚(2012):《高级管理层激励与上市公司绩效》,《经济研究》,第9期。
- 魏荣(2013):《创业板上市公司管理层持股对绩效影响程度的实证分析》,《现代管理科学》,第10期。
- 吴育辉、吴世农(2010):《高管薪酬:激励还是自利?——来自中国上市公司的证据》,《管理世界》,第5期。
- 薛文博(2015):《国有企业高管薪酬、企业分红与企业绩效关系研究》,《北京工商大学学报》,第3期。
- 杨贺(2005):《经理人持股与上市公司经营绩效相互作用机制研究》,《河北大学学报》,第1期。
- 姚燕(2006):《管理层持股与公司绩效的相关性分析》,《山西财经大学学报》,第2期。
- 袁国良、王怀芳、刘明(2000):《上市公司股权激励的实证分析及其相关问题》,载于《中国资本市场前沿理论研究文集》(刘树成、沈沛主编),社会科学文献出版社。
- 俞鸿琳(2006):《国有上市公司管理者股权激励效应的实证检验》,《经济科学》,第1期。
- 朱乃平、韩文娟、凌隼(2013):《关于出版业上市公司管理层持股与公司绩效的实证分析》,《出版科学》,第6期。
- 周翼翔(2012):《股权结构与公司绩效:基于动态内生性视角的经验证据》,《经济管理》,第1期。
- 周绍妮(2012):《管理层股权激励与股东利益》,中国经济出版社。
- Chaganti, R. (1985): "Corporate Board Size Composition, Corporate failures in the Retailing Industry", *Journal of Management Studies*, 22, 400-417.
- Canyon, M. and L. He (2011): "Executive Compensation and Corporate Governance in China", *Journal of Corporate Finance*, 17, 1158-1175.
- Fama, E. (1980): "Agency Problem and the Theory of the Firm", *Journal of Political Economics*, Working Paper, 88, 288-307.
- Fuerst, O. and S. Kang (2000): "Corporate Governance, Expected Operating Performance, and Pricing", Working Paper, Yale School of management, New Haven.
- Hermalin, B. and M. Weisbach (1991): "The Effect of Board Composition and Direct Incentives on Firm Performance", *Financial Management*, 20, 101-112.
- Hermalin, B. and M. Weisbach (2003): "Boards of Directors as an Endogenously Determined Institution: A Survey of the Economic Literature", *Federal Reserve Bank of New York Economic Policy Review*, 9, 7-26.
- Jensen, M. and W. Meckling (1976): "Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure", *Journal of Financial Economics*, 3, 305-360.
- Kamerschen, DR. (1968): "The Influence of Ownership and Control on Profit Rates", *American Economic Review*, 60, 432-447.
- Morck, R., A. Shleifer and R. Vishny (1988): "Management Ownership and Firm Value: An Empirical Analysis", *Journal of Financial Economics*, 20, 293-315.
- Morck, R., B. Yeung and W. Yu (2000): "The Information Content of Stock Markets: Why Do Emerging Markets Have Synchronous Stock Price Movements?", *Journal of Financial Economics*, 58, 215-260.
- Oswald, S. and J. Jahera (1991): "The Influence of Ownership on Performance: An Empirical Study", *View Issue TOC*, 12, 321-326.

(责任编辑:罗 滢)

Key Words: Energy Biased Technical Progress; Energy Efficiency; Manufacturing Industries

JEL Classification: E23; O12; O13

Executive Compensation Incentive in Loss-making Companies: Cash or Stock Ownership

YAN Bo DU Yong

(College of Economics & Management, Guangdong Ocean University of Finance and Economics, Zhanjiang, 524088, China;

College of Economics and Management, Southwestern University of Finance and Economics, Chengdu, 610074, China)

Abstract: In solving the agency problem between management and owner of listed company, management shareholding and compensation incentive plays a critical role. Previous research mostly focused on the effects of executive compensation incentive on the earnings of listed companies. However, it is also worth considering whether the compensation incentive system still plays a role in the loss-making or financial distress of companies. In this paper, we test the impact on corporate value with the different form of executive compensation incentive in loss-making listed companies. It finds that the management shareholding has no significant incentive effect on the companies' loss reversal, and reduces the value of the loss-making companies, but the incentive effect of cash pay is significant. By further distinguishing property ownership types, it is found that the management cash compensation can promote the growth of company value of state-owned enterprises, while it doesn't play a corresponding role in non-state-owned enterprises. This study further clarifies the role of compensation incentive in loss-making listed companies, and provides empirical evidence for the designing of management compensation contracts in loss-making listed companies.

Key Words: Executive Compensation Incentive; Loss Reversals; Company Value

JEL Classification: G30; G32; G34

Succession Intention of Family Firms and the Investment in Social Capital

LI Sifei QIU Yang

(International Business School, Beijing Foreign Studies University, Beijing, 100089, China)

Abstract: Based on the social economic wealth theory and employing the nationwide family firms as samples, this study empirically examines the impact of the owners' succession intention on family firm's investment on social capital. The results