

文章编号:1002-980X(2006)12-0020-04

企业家人力资本与企业产权安排的实证研究综述

张 斌¹, 兰玉杰²

(安徽财经大学, 安徽 蚌埠 233030)

摘要:企业家人力资本与企业产权安排的不同模式和相机治理直接影响企业家人力资本的受激励水平、程度和企业治理效率。本文在对国内学术界有关企业家人力资本与企业产权安排的实证方面进行综述的基础上,提出对相关问题的思考。

关键词:企业家人力资本;剩余索取权;剩余控制权;制度安排

中图分类号:G353.11 **文献标志码:**A

企业家人力资本与企业产权安排一直是企业理论研究的热点之一。其实质是在相关理论基础上探讨对企业家人力资本的激励最大化问题,寻求“最佳”产权安排方式以提高企业治理效率。企业家人力资本如何分享企业产权以及不同模式对企业治理效果影响如何是中外学者所关注的重要问题。总的说来,研究者在理论上形成了不同的合约模式^[1],并且基本认同企业家人力资本与企业产权安排的实质是企业剩余索取权和企业剩余控制权的对称安排问题^[2]。不仅如此,研究者还从实证角度考察了不同分享模式对于企业治理绩效的影响。

在我国,鉴于国有企业的特殊性,改革相继采用了承包责任制、资产经营责任制、租赁制、抵押资产、委托-代理制、年薪制、绩效挂钩、员工持股等模式,其根本目的是提高企业效率,无论采用哪种模式,关键是企业剩余索取权和企业剩余控制权的对称安排实现问题。学者们对国有企业经营者与企业剩余索取权、企业剩余控制权安排进行了实证研究,一致认同国有企业经营者已经获得了相当充分的企业剩余控制权^[3]。在剩余索取权的分享上,谢德仁认为国有企业经营者未参与企业剩余索取权的分享,兰玉杰通过数据分析也验证了这一点,并认为“企业经营者的贡献与剩余分享的不对称安排,从根本讲是不符合企业所有权安排的基本原则,使经营者人力

资本产权残缺”^[4]。我们认为没有剩余索取权相匹配的控制权是缺乏激励的控制权,终究会演化为“廉价决策权(控制权)”,另外,仅靠剩余控制权提供激励根本是不够的,而且弊端很大。目前我国企业中,股票期权、管理层持股以及年薪制是企业家人力资本分享企业剩余索取权的主要模式,衡量每种模式对剩余索取权的分享效果则主要围绕各种模式与企业绩效关系进行的。本文力图对国内学术界在实证方面的研究作一个较为全面的介绍,并提出对相关问题的思考,以期对相关研究提供有益的帮助。

一、股票期权模式与企业绩效的实证检验

股票期权(ESO)目前已成为我国企业激励约束制度的新生事物。据统计,目前国内1000多家上市公司中已有100多家上市公司开展了股权激励制度^[5]。

王晋斌和李振中对我国的股票期权与企业绩效关系进行了实证研究,发现初始阶段我国上市公司的股票期权与企业业绩之间不存在正相关关系,并指出目前我国上市公司内部职工持股更大程度上是一种短期福利措施,并非长期激励计划^[6]。黄劲松利用2002年数据从财务效益、资产营运、偿债能力和发展能力对92家实施股票期权的上市公司的经

收稿日期:2006-09-30

基金项目:教育部人文社会科学研究项目(05JD630085)的阶段性研究成果

作者简介:张斌(1978—),男,安徽宿州人,安徽财经大学财政与公共管理学院讲师,企业管理学硕士,研究方向为企业理论、公司治理理论;兰玉杰(1966—),男,安徽阜阳人,安徽财经大学管理学院教授,管理学博士,研究方向为企业理论、公司治理。

营状况进行了研究,并与随机抽取的 100 家其他上市公司经营状况进行比较。得出实施股票期权计划的上市公司与其他上市公司经营业绩并无显著性差异(见表 1)。

表 1 经济效益比较表

参评指标	实施股票期权的上市公司	其他上市公司	权数
净资产收益率 %	7.2	7.82	30
总资产报酬率 %	3.98	4.24	12
总资产周转率 %	36.59	27.37	10
流动比率(倍)	2.48	2.21	10
资产负债率 %	54.72	45.06	18
主营业务 收入增长率 %	2.14	2.63	10
资本积累率 %	27	18	10
综合指标	87.57	88.93	...

资料来源:黄劲松,股票期权制度在我国的实践研究

出现这样的实证结果并不奇怪,这和 Jensen 和 Murphy 的研究结论有一致的地方,恰恰表明实施股票期权对企业、市场、法规和政策的要求程度是非常严格的。黄志刚针对股票市场价格的异常波动所产生的 ESO 激励低效率问题进行了研究,并结合在上交所上市的房地产板块进行实证分析,在 ESO 低效率的解决方法上做出了有益的探索^[7]。奚炜在分析 Black-Scholes 期权定价模型弱点的基础上引入 Variance gamma 期权定价模型,并通过实证进行了检验,发现 Variance gamma 在波动率微笑等定价偏差的纠正方面是 Black-Scholes 期权定价模型的一种比较理想的改进模型^[8]。刘国买构建了平均价格期权、重新定价期权、双障碍期权和业绩比较期权等四种经理股票期权,并探讨了不同期权方案的特点及其适应范围,为政策监管提供了建议^[9]。无疑,这些来自经验数据的验证都为进一步研究股票期权及其在中国企业的应用提供了有意义的视角。

二、管理层持股模式与企业绩效的实证检验

管理层持股是我国企业家人力资本分享剩余索取权常常采取的方式,与企业绩效的关系也就成为研究者所关注的焦点问题。魏刚考察了公司经营绩效与高级管理人员激励的关系,结果表明上市公司高管人员年度货币收入偏低,报酬结构不合理,形式单一,收入水平存在明显的行业差异。此外,“零报酬”现象突出,高管持股水平偏低,“零持股”现象比较普遍,高管持股没有达到预期的激励效果,其年度

报酬与公司业绩不存在显著的正相关关系。而且,高管人员的报酬水平与企业规模存在显著的正相关关系,与其持有股份存在负相关关系^[10]。胡铭的数据检验也得出了类似的结论^[11]。

上海荣正投资公司 2000 年的一份《中国上市公司高管薪酬及持股状况综合研究报告》将上市公司总经理年薪与每股收益和净资产收益分别进行回归分析,分析发现相关性非常低。上市公司高级管理人员的年度报酬与企业经营业绩几乎不存在相关性,这表明,我国上市公司不仅存在股权激励不明显的现象,而且存在年度报酬激励不明显的现象。

张晖明和陈志广发现企业业绩与高管人员报酬和持股比例呈显著正相关,尤其是以净资产收益率和主营业务利润率表现的企业业绩与高管人员报酬具有明显的线性关系^[12]。周建波和孙菊生运用我国上市公司的经验证据考察了公司治理特征、经营者股权激励与公司绩效提高的关系。实证结果表明,股权激励与公司业绩有显著正相关关系,尤其是成长性较高的公司^[13]。余鸿琳运用上交所和深交所 2001 年至 2003 年 933 个上市公司数据进行了国有上市公司管理者股权激励效应的实证检验。发现:对于全部上市公司和非国有上市公司,管理者持股水平和公司价值正相关,但并不显著;对于国有上市公司,管理者持股水平和公司价值负相关,并在 0.10 的水平下显著。由此他认为,我国国有上市公司管理者股权激励机制可能并没有发挥其应有的治理效应^[14]。

我们认为对上市国有公司管理层股权与公司绩效关系实证分析的这种结果悖论,主要源于(1)股权激励机制对公司绩效的影响应该是一个较为长期的过程,样本本身的数据可能是最近或者是相近 2 到 3 年的,还不足以考察整个效果的全貌。(2)股权激励机制发挥作用必须要有相对健全、完善的经理人市场和公司治理机制。(3)还必须考察上市公司的股权结构特点(对剩余控制权的分享情况)。(4)进行数据检验的方法是非常关键和重要的,忽视了股权的内生性问题而简单的采取截面回归是值得质疑的。

三、年薪制模式与企业绩效的实证检验

企业经营者年薪制是国际上通行的对经营者实行薪酬的一种制度。年薪制由基薪和风险收入两部分组成,从理论上讲,年薪制能够克服经营者的短期行为并能激发经营者的管理创新能力。在企业治理

实践中,年薪制在多大程度上激励了企业经营者,是否有效的促进了企业绩效的增长是研究者一直关注的焦点。

据统计,在我国企业经营者中已实行年薪制的占 17.5%,从不同所有制企业经营管理者来看,已实行年薪制的私营企业比例最高(41.4%),其次是股份制企业(25.1%),然后依次是集体企业

(20.2%)、国有企业(15.2%)、外商投资企业(15.2%)、港澳台投资企业(12.5%)和联营企业(11.8%)^[15]。截止 1999 年底,试点年薪制的国有企业达到了 6700 家^[16]。比较表明,实行年薪制的企业经营管理者的月收入水平明显高于未实行年薪制者,前者月收入水平达 3000 元以上者的比例为 23.5%,而后者仅为 10.5%(见表 2)。

表 2 实行年薪制与未实行年薪制收入水平比较(%)

	500 元及以下	501 - 700 元	701 - 1000 元	1001 - 3000 元	3001 - 5000 元	5000 元以上
实行年薪制	1.9	5.1	14.8	54.7	15.4	8.1
未实行年薪制	8.2	12.2	29.2	39.9	7.3	3.2

资料来源:中国企业家调查系统,素质与培训:变革时代的中国企业经营者管理者(1998 年)

调查还显示,59.3%的国有企业经营者认为自己的收入水平“偏低”和“低”,也因此,52.6%的国企经营者对年薪制表示了肯定^[15]。这说明国有企业经营者的激励存在明显不足问题。

上海荣正投资公司 2005 年对 1331 家上市公司的一份统计显示,这种状况有所好转。高管最高年薪均值突破 20 万元人民币大关,其中最高年薪排行 20 位中第一名的是科龙电器的高管,达到了 450 万元人民币,但是上市公司高管薪酬的平均值还低于国务院国资委年薪制路线图中所提出来的平均 25 万元人民币。另外,仍然有 130 家上市公司的高管的最高年薪低于 6 万元人民币^[16]。

年薪制将经营者的收入水平与企业的业绩表现直接挂钩,调动了经营者的积极性,促进了企业业绩的提升。骆正清、严瑞丽对安徽省国有企业经营者年薪制进行了考察,2002 年实行年薪制的 23 户企业年末国有净资产比年初增加了 6.88%,剔除客观因素国有资产保值增值率为 103.04%;实现利润总额 17.91 亿元,比上年同期增长 57.6%;减亏企业减亏额 1.02 亿元;上交税金完成 23.53 亿元,增长 7.69%。2003 年实行年薪制的 31 户企业国有资产增加值 276.2 亿元,比上年增长 45%;利润总额 68.2 亿元,比上年增长 151%;上交税金 48.9 亿元,比上年增长 21%。马鞍山市连续实行年薪制两年的马钢控股公司、马钢股份公司、星马股份公司和金星化工集团 2002 年的经营业绩:实现利润平均增长率为 95.2%,上交税金平均增长率为 32.68%,国有资产保值增值率平均为 34.59%^[17]。

不过,年薪制与企业绩效也存在明显的倒挂现象,年薪偏低的企业绩效就未必一定低,反之,拥有较高年薪的企业绩效却很低。如 1999 年四川省上市公司平均净利润为 9429 万元,老总的平均年薪只

有 3 万多元;而深圳市的上市公司平均净利润只有 2981 万元,老总的年薪却平均为 11 万元,利润与年薪水平严重倒挂。1999 年公布的 919 家上市公司董事长和总经理的年薪也与公司业绩不相关或呈极微弱的正相关,却与地区经济发展程度明显相关。同为上市公司,赛格三星 1998 年亏损 9700 多万,老总年薪却达 43 万元;而净利润为 5.53 亿元、在 800 多家上市公司中每股收益名列第一的五粮液,老总年薪只有 3.3 万元^[18]。

显然这与对实行年薪制的企业绩效评估以及对年薪激励的经营管理层的激励、约束机制还存在缺陷有一定的关系。财政部统计评价司“绩效评价与年薪制研究”课题组把年薪构成分为基本年薪和效益年薪,并对 150 户大型企业年薪进行了模拟测算。认为年薪水平充分体现了企业经营责任的大小,效益年薪充分反映了企业经营绩效水平,效益年薪与经营绩效状况具有强相关性。我们认为这种探索是有意义的,但是还是偏重于理论上的测算研究,有关年薪制和企业绩效方面的实证分析还非常的少。无疑,这是今后研究的一个重要方面。

四、相关问题的思考与展望

作为一种异质型资本,企业家人力资本已经成为企业革新和成长的重要推动力量,如何减少代理成本,降低交易费用以增强企业治理效率关键取决于剩余索取权和剩余控制权的相机配置问题。以上我们重点考察了企业家人力资本与企业产权安排的三种典型模式股票期权、年薪制、管理层持股的相关实证研究,我们认为考察企业家人力资本与企业产权的安排还需要注意。

(一) 必须注意我国企业产权改革的时代背景
中国企业改革存在两大问题,一是产权,一是激励

励^[19]。股权从一定意义上反映产权问题,但是如果简单的把二者等同或者认为国有股权完全退出就完成了产权改革,无疑是不可取的。以下两个事实是我们不能回避的,一是国有股或国有控股仍然占有较大比重。1992 年国家股占总股本的比例为 41.38%,1998 年降到 34.24%,2000 年仍维持在 35.1%,2001 年和 2002 年又增加到 45.0% 和 47.2%。二是股权集中度高。金鑫对 1999 年 4 月至 2003 年 4 月期间在上海证券交易所上市的 425 家样本公司的股权集中度进行了统计,发现 338 家样本公司第一大股东是国有单位,占样本总数的 79.5%。425 家样本公司中,第一大股东持股比例超过 50%这一绝对控股比例的为 228 家,占总数的 54%^[20]。这说明国有股占相当比重以及大股东的实际控制是事实存在的,也就意味着企业家人力资本对剩余控制权的分享是“受控”的,从而导致对剩余索取权的分享不足。

我们认为,对产权的基本理论研究仍是理论界需要继续努力探讨的方向之一;对于国有股的认识仍有待于加强,尤其是国有企业剩余索取权和剩余控制权的对称安排问题。关于国有企业绩效实证分析中出现的种种悖论其实质是对剩余索取和剩余控制的认识偏颇问题。国有企业偏剩余控制权而少剩余索取权的现状使得实证分析不能反映国有企业业绩的真实情况,更难反映国有企业企业家人力资本的激励问题,所以企业经营者把政府职能转变作为当前最紧迫的三项改革之首,比例为 69.6%,其次分别是健全社会保障体系(比例为 44.7%)、国有企业改革(比例为 44.6%)和产权制度改革(比例为 42.9%)。有意味的是民营企业更关注金融体制改革,而国有企业则更关注产权制度改革^[21]。

(二)企业相机治理的制度安排问题

我国证券市场并不具备西方发达市场经济国家证券市场的高有效性,体现在信息严重不对称、弱有效性、公司控制权变化的非市场性以及大股东的“隧道行为”、关联交易的突出性等方面。这种情况下,经营者要么和大股东“合谋”,要么像小股东一样“用脚投票”,规范的经理人市场的建立就更加困难,更谈不上对经营管理层的有效激励了。所以,如何加强企业的内、外部治理,规范大股东的治理行为是进一步研究的重点。

在企业家人力资本的激励和约束机制研究上,我们认为要着眼于企业剩余索取权和剩余控制权的

对称安排,建立有效的经理人选拔、考核机制是首先要解决的紧迫问题。在探索有效的激励模式过程中,股票期权、年薪制、管理层持股在我国企业中已开始大量实行,需要结合企业治理结构,以形成长效机制。另外,对于企业家人力资本在企业变革中的重要地位和作用从理论上还需进一步的研究,在实际的政策中,规范产权交易市场、完善证券市场及完善公司治理结构等问题仍需重点探索。

参考文献

- [1] 兰玉杰,陈晓剑.人力资本与企业所有权安排的合约选择[J].数量经济技术经济研究,2003(11):18-22.
- [2] 张维迎.企业理论与中国企业改革[M].北京:北京大学出版社,1999.
- [3] 谢德仁.企业剩余索取权:分享安排与剩余计量[M].上海:上海三联书店,2001.
- [4] 兰玉杰.国有企业人力资本与所有权安排的实证分析[J].运筹与管理,2004(5):135-140.
- [5] 尤旭东.国际金融报[N].2003-04-28(4).
- [6] 王晋斌,李振中.内部职工持股计划与企业绩效[J].经济研究,1998(5):65-72.
- [7] 黄志刚,陈国森.经理股票期权低效率问题的解决方案及实证分析[J].数量经济技术经济研究,2003(11):127-131.
- [8] 奚炜. Variance Gamma 过程与股票期权定价中的波动率偏度的纠正[J].系统工程,2003(1):29-32.
- [9] 刘国英.经理股票期权定价模型及实证研究[J].福建工程学院学报,2004(3):285-307.
- [10] 魏刚.高级管理层激励与上市公司经营绩效[J].经济研究,2000(3):32-39.
- [11] 胡铭.上市公司高层经理与经营绩效的实证分析[J].财贸经济,2003(4):59-62.
- [12] 张晖明,陈志广.高级管理人员激励与企业绩效[J].世界经济文汇,2002(4):29-37.
- [13] 周检波,孙菊生.经营者期权激励的治理效应研究——来自中国上市公司的经验证据[J].经济研究,2003(5):74-82.
- [14] 俞鸿琳.国有上市公司管理者股权激励效应的实证检验[J].经济科学,2006(1):108-116.
- [15] 中国企业家调查系统.素质与培训:变革时代的中国企业经营者管理者[J].管理世界,1998(4):136-147.
- [16] 国家计委宏观经济研究院课题组.国有企业经营者收入情况分析[J].宏观经济研究,2000(12):44-48.
- [17] 骆正清,严瑞丽.安徽省国有企业经营者年薪制存在的问题与对策研究[J].华东经济管理,2005(3):4-7.
- [18] 张明琼.企业年薪制探析[J].中国改革,2001(3):28-29.
- [19] 张曙光.从计划合约走向市场合约:对国有企业改革的进一步思考[J].管理世界,2005(1):96-106.
- [20] 金鑫.上市公司股权结构与公司治理[M].北京:中国金融出版社,2005.
- [21] 中国企业家调查系统.企业经营者对宏观经济形势及改革热点的判断和建议[J]//2005年中国企业经营问卷跟踪调查报告.管理世界,2005(12):95-107.

(下转第 48 页)

营能力的关系提出了一个企业价值创新能力构建与培育的三维模式(图 4)。其要旨是:(1)明确企业价值创新目标与价值链建设目标;(2)确立企业价值创

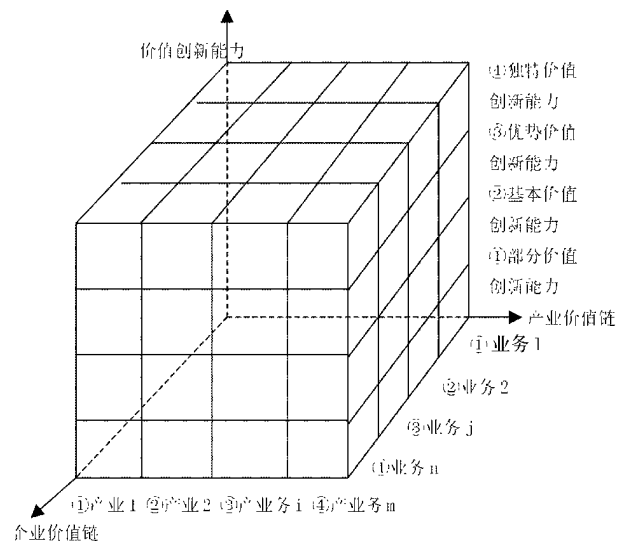


图 4 企业价值创新能力构建与培育的三维模式

新方向与价值链战略规划;(3)制订详细的实施计划与措施、合理配置企业资源;(4)建立企业创新激励机制,强化对企业基本活动和支持活动两个层次价值创造活动的控制;(5)按照从小到大、从基本环节到系统总体的逻辑,打造“作业链——业务链——企业价值链——产业价值链”的企业网络化价值链体系;(6)从部分价值创新能力培育开始,按照“部分价值创新能力→基本价值创新能力→优势创新价值能力→独特创新价值能力”四个层次渐进发展,构建企业的系统化价值创新能力。

参考文献

- [1] Michael E Porter. The Competitive Advantage of Nations [M]. New York: Free Press, 1990.
- [2] Michael E Porter. Competitive Strategy [M]. New York: Free Press, 1980.
- [3] 迟晓英,宣国良. 价值链研究发展综述[J]. 外国经济与管理,2002(1).
- [4] 尼古莱·福斯. 企业万能. 面向企业力理论[M]. 大连:东北财经大学出版社,1998.
- [5] 理查德·福斯特. 创新:进攻者的优势[M]. 北京:经济管理出版社,1991.

How to Set up the Innovating Ability of an Enterprise Value According to the Value Chain

LI Cun-jin, ZENG Yan

(School of Management and Economics, Beijing Institute of Technology, Beijing 100081, China)

Abstract: Creating the value is a tallest target that the enterprise pursues. To set up and improve an innovating ability is the core of the enterprise strategy management. The enterprise value chain is a network system of a value chain. Basing On the value chain theory and enterprise's innovating ability, it analyzes the relations among the enterprise value chain, the innovating ability of an enterprise value and the management ability, then puts forward a mode of three dimensions about establishing and cultivating the innovating ability of an enterprise value.

Key words: value chain; enterprise management ability; the innovating ability of value

(上接第 23 页)

Empirical Study Review on Arrangement between Entrepreneur Human Capital and Enterprise Property Right

ZHANG Bin, LAN Yur-jie

(Anhui University of Finance & Economics, Bengbu Anhui 233030, China)

Abstract: The Entrepreneur Human Capital and the enterprise property right arrangement different pattern and the camera government directly affects the entrepreneur human capital to drive the level, the degree and the enterprise govern the efficiency. This article in carries on the summary to the domestic academic circles concerned entrepreneur human capital and the enterprise property right arrangement real diagnosis aspect in the foundation, proposes to the correlation question ponder

Key words: entrepreneur human capital; residual claim; residual rights of control; system arrangement