



中/青/文/库

高管特征与股权激励 对企业绩效的交互影响研究

白 洁◎著

中国社会科学出版社



中/青/文/库

高管特征与股权激励 对企业绩效的交互影响研究

白 浩◎著



中国社会科学出版社

图书在版编目(CIP)数据

高管特征与股权激励对企业绩效的交互影响研究 / 白洁著. —北京:
中国社会科学出版社, 2016. 2

ISBN 978 - 7 - 5161 - 7492 - 0

I. ①高… II. ①白… III. ①企业绩效—企业管理—
研究 IV. ①F272. 5

中国版本图书馆 CIP 数据核字(2016)第 017931 号

出版人 赵剑英
责任编辑 李炳青
责任校对 刘娟
责任印制 李寡寡

出版 中国社会科学出版社
社址 北京鼓楼西大街甲 158 号
邮编 100720
网址 <http://www.csspw.cn>
发行部 010 - 84083685
门市部 010 - 84029450
经销 新华书店及其他书店

印刷 北京君升印刷有限公司
装订 廊坊市广阳区广增装订厂
版次 2016 年 2 月第 1 版
印次 2016 年 2 月第 1 次印刷

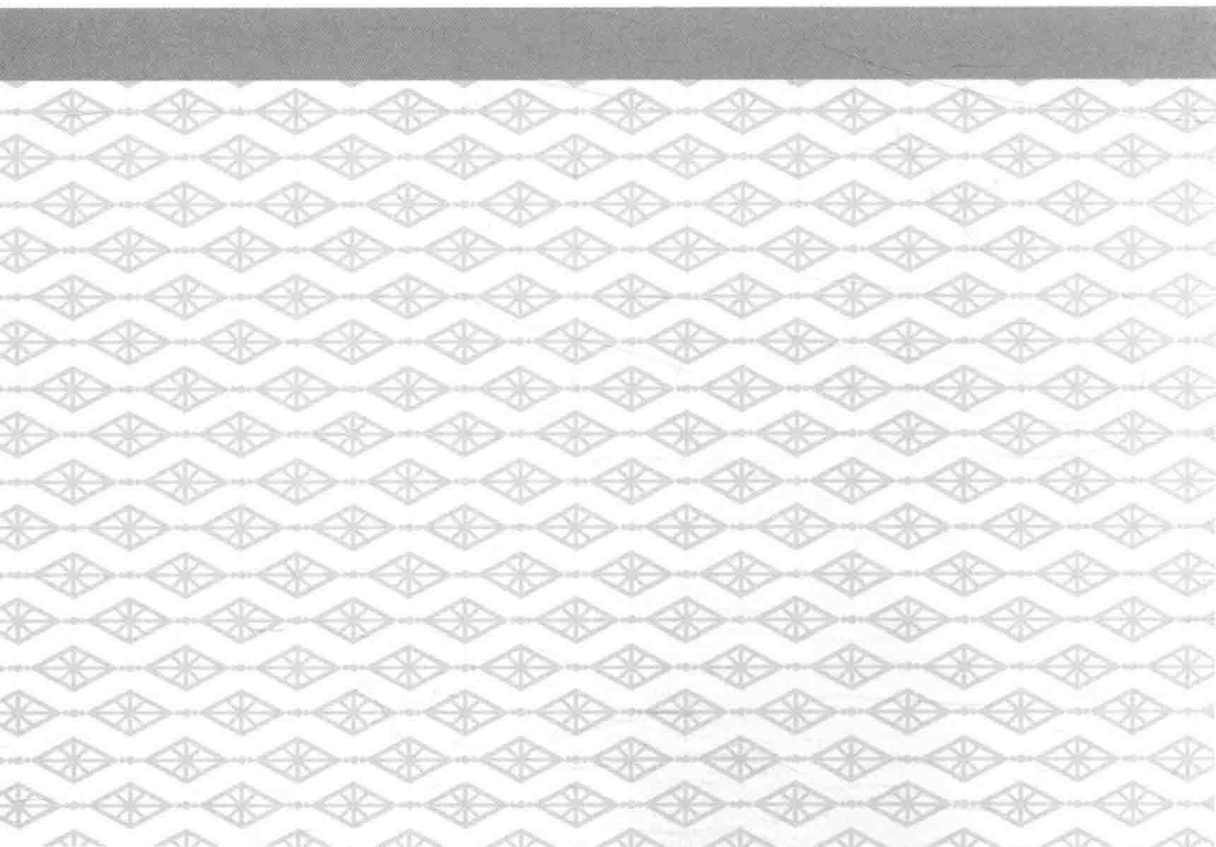
开本 710 × 1000 1/16
印张 9.75
字数 156 千字
定价 36.00 元

凡购买中国社会科学出版社图书,如有质量问题请与本社营销中心联系调换

电话:010 - 84083683

版权所有 侵权必究

本书得到中国青年政治学院出版基金资助



《中青文库》编辑说明

《中青文库》，是由中国青年政治学院着力打造的学术著作出版品牌。

中国青年政治学院的前身是1948年9月成立的中国共产主义青年团中央团校（简称中央团校）。为加速团干部队伍革命化、年轻化、知识化、专业化建设，提高青少年工作水平，为党培养更多的后备干部和思想政治工作专门人才，在党中央的关怀和支持下，1985年9月，国家批准成立中国青年政治学院，同时继续保留中央团校的校名，承担普通高等教育与共青团干部教育培训的双重职能。学校自成立以来，坚持“实事求是，朝气蓬勃”的优良传统和作风，秉持“质量立校、特色兴校”的办学理念，不断开拓创新，教育质量和办学水平不断提高，为国家经济、社会发展和共青团事业培养了大批高素质人才。目前，学校是由教育部和共青团中央共建的高等学校，也是共青团中央直属的唯一一所普通高等学校。学校还是教育部批准的国家大学生文化素质教育基地、全国高校创业教育实践基地，是中华全国青年联合会和国际劳工组织命名的大学生KAB创业教育基地，是民政部批准的首批社会工作人才培训基地。学校与中央编译局共建青年政治人才培养研究基地，与国家图书馆共建国家图书馆团中央分馆，与北京市共建社会工作人才发展研究院和青少年生命教育基地。2006年接受教育部本科教学工作水平评估，评估结论为“优秀”。2012年获批为首批卓越法律人才教育培养基地。学校已建立起包括本科教育、研究生教育、留学生教育、继续教育和团干部培训在内的多形式、多层次的教育格局。设有中国马克思主义学院、青少年工作系、社会工作学院、法学院、经济管理学院、新闻传播学院、公共管理

系、中国语言文学系、外国语言文学系 9 个教学院系，文化基础部、外语教学研究中心、计算机教学与应用中心、体育教学中心 4 个教学中心（部），中央团校教育培训学院、继续教育学院、国际教育交流学院等 3 个教育培训机构。

学校现有专业以人文社会科学为主，涵盖哲学、经济学、法学、文学、管理学、教育学 6 个学科门类，拥有哲学、马克思主义理论、法学、社会学、新闻传播学和应用经济学 6 个一级学科硕士授权点、1 个二级学科授权点和 3 个类别的专业型硕士授权点。设有马克思主义哲学、马克思主义基本原理、外国哲学、思想政治教育、青年与国际政治、少年儿童与思想意识教育、刑法学、经济法学、诉讼法学、民商法学、国际法学、社会学、世界经济、金融学、数量经济学、新闻学、传播学、文化哲学、社会管理 19 个学术型硕士学位专业，法律（法学）、法律（非法学）、教育管理、学科教学（思政）、社会工作 5 个专业型硕士学位专业。设有思想政治教育、法学、社会工作、劳动与社会保障、社会学、经济学、财务管理、国际经济与贸易、新闻学、广播电视学、政治学与行政学、汉语言文学和英语 13 个学士学位专业，同时设有中国马克思主义研究中心、青少年研究院、共青团工作理论研究院、新农村发展研究院、中国志愿服务信息资料研究中心、青少年研究信息资料中心等科研机构。

在学校的跨越式发展中，科研工作一直作为体现学校质量和特色的重要内容而被予以高度重视。2002 年，学校制定了教师学术著作出版基金资助条例，旨在鼓励教师的个性化研究与著述，更期之以兼具人文精神与思想智慧的精品的涌现。出版基金创设之初，有学术丛书和学术译丛两个系列，意在开掘本校资源与译译域外精华。随着年轻教师的增加和学校科研支持力度的加大，2007 年又增设了博士论文文库系列，用以鼓励新人，成就学术。三个系列共同构成了对教师学术研究成果的多层次支持体系。

十几年来，学校共资助教师出版学术著作百余部，内容涉及哲学、政治学、法学、社会学、经济学、文学艺术、历史学、管理学、新闻与传播等学科。学校资助出版的初具规模，激励了教师的科研热情，活跃了校内的学术气氛，也获得了很好的社会影响。在特色化办

学愈益成为当下各高校发展之路的共识中，2010年，校学术委员会将遴选出一批学术著作，辑为《中青文库》，予以资助出版。《中青文库》第一批（15本）、第二批（6本）、第三批（6本）、第四批（10本）陆续出版后，有效展示了学校的科研水平和实力，在学术界和社会上产生了很好的反响。本辑作为第五批共推出13本著作，并希冀通过这项工作的陆续展开而更加突出学校特色，形成自身的学术风格与学术品牌。

在《中青文库》的编辑、审校过程中，中国社会科学出版社的编辑人员认真负责，用力颇勤，在此一并予以感谢！

目 录

第一章 导论	(1)
第一节 研究的现实背景与问题提出	(1)
第二节 研究的理论背景与视角选择	(5)
第三节 研究内容与流程技术	(7)
一 主要研究内容	(7)
二 研究流程与技术	(9)
第四节 研究目的与意义	(11)
第五节 研究创新与不足	(12)
第二章 文献与评述	(15)
第一节 高管特征对于企业绩效有怎样的影响?	(15)
一 高阶理论(Upper Echelons Theory)及其核心 要义	(15)
二 高管特征与企业产出之间关系的研究	(17)
三 研究评述	(21)
第二节 高管股权激励对于企业绩效有怎样的影响?	(24)
一 基于代理理论(Agent Theory)的高管股权激励	(24)
二 高管股权激励与企业绩效之间关系的研究	(26)
三 研究评述	(42)
第三节 多理论整合研究的提出与进展	(44)
第三章 理论与假设	(47)
第一节 高管特征与股权激励交互效应产生的理论原理	(47)
一 企业为什么要实施高管股权激励?	(47)
二 股权激励为什么能够激励高管?	(49)
第二节 交互效应模型构建的前提假设与三大主体	(50)

一	前提假设:关于高管股权激励的授予性偏好	(51)
二	动因之一:团队层面上的高管人口统计学特征	(52)
三	动因之二:股权激励的增量效应与存量效应	(55)
四	效应载体:企业绩效	(57)
第三节	交互效应产生的源动力	(57)
一	股权激励增量效应出发的选择目的	(57)
二	股权激励存量效应出发的激励目的	(60)
第四节	交互效应的内在联动机理与研究假设	(61)
一	交互效应的内在联动机理	(61)
二	高管年龄与股权激励对企业绩效的交互影响	(63)
三	高管教育与股权激励对企业绩效的交互影响	(64)
四	高管任期与股权激励对企业绩效的交互影响	(66)
第四章	测量与方法	(72)
第一节	样本与数据	(72)
第二节	变量与测量	(78)
一	自变量	(78)
二	因变量——企业绩效	(80)
三	控制变量	(85)
第三节	检验方法	(92)
第五章	结果与分析	(94)
第一节	描述性统计与相关性分析	(94)
第二节	假设检验	(97)
一	高管年龄大小与股权激励对于企业绩效的交互影响	(97)
二	高管教育水平与股权激励对于企业绩效的交互影响	(100)
三	高管任期长短与股权激励对于企业绩效的交互影响	(103)
四	高管任期异质性与股权激励对于企业绩效的交互影响	(107)
第六章	结论与讨论	(111)
第一节	主要研究结论	(111)

第二节 研究建议	(116)
第三节 实践建议	(119)
参考文献	(121)

图表目录

图 1-1	我国 A 股上市公司实施高管股权激励公司数	(2)
图 1-2	我国 A 股上市公司高管持股比例	(3)
图 1-3	本书主要研究内容	(8)
图 1-4	本书研究流程	(10)
图 2-1	高阶理论核心内容	(15)
图 3-1	本书理论模型与研究假设	(70)
图 5-1	高管年龄与高管持股的交互效应	(100)
图 5-2	高管教育水平与高管持股的交互效应	(102)
图 5-3	高管任期长短与高管持股的交互效应	(107)
表 2-1	高阶理论的相关研究	(17)
表 2-2	国外有关高管股权激励与企业产出之间关系的研究	(26)
表 2-3	我国高管股权激励与企业绩效之间关系的研究	(34)
表 3-1	股权激励的已有类型划分	(56)
表 3-2	本书主要研究假设	(71)
表 4-1	有效企业样本的特征分布	(73)
表 4-2	企业绩效衡量指标的选择	(81)
表 4-3	样本行业划分	(87)
表 4-4	本书中的相关变量	(91)
表 4-5	企业绩效三指标的相关性检验结果	(93)
表 5-1	各变量的均值、标准差及相关系数矩阵	(95)
表 5-2	高管年龄与高管持股对于企业绩效的交互影响的 回归检验结果	(99)
表 5-3	高管教育水平与高管持股对于企业绩效的交互 影响的回归检验结果	(101)

表 5-4	高管任期与企业绩效之间关系的回归检验结果	(104)
表 5-5	高管任期长短与高管持股对于企业绩效的交互影响的回归检验结果	(106)
表 5-6	高管任期异质性与高管持股对企业绩效交互影响的回归检验结果	(108)
表 5-7	本研究假设检验结果	(109)

第一章 导论

第一节 研究的现实背景与问题提出

企业高层管理人员特征与股权激励是否会对企业绩效产生交互影响，探讨这一问题是本研究的根本出发点。

高层管理者对企业的重要性不言而喻，高层管理力量对企业绩效的影响早已是管理领域广泛研究的重要话题，有学者指出，“对于战略学者以及实践者来说，几乎没有比在组织战略层次的人与组织绩效关系更重要的话题”（Pitcher & Smith, 2001）。作为企业战略制定的核心层，高管团队的有效运作是企业目标得以实现的重要保证。大量实践和理论研究也早已证明，高管人员作为核心战略层，对于企业绩效具有重要影响。从世界范围内来看，自 20 世纪 30 年代以来，随着企业所有者与经营者之间委托—代理关系的普及，如何解决由此所产生的企业所有权与控制权分离的问题，成为企业对高管人员进行合理激励与约束时所需考虑的新情况。有效的高管人员管理包括两个关键方面：一是监督与控制机制的建立；二是激励制度的设计。其中，如何有效激励高管人员是众多企业一直在思考和探索的命题。

在此问题上，企业最为重要的管理手段之一就是股权激励。在发达国家，股权激励早已成为企业薪酬机制的重要组成部分（Hall & Liebman, 1998；Murphy, 1999）。企业业绩好了，高管人员所持有的股权与期权的价值就会升高，相应获得的个人回报也会增加。由此，股权激励与期权激励促使高管人员的行为与企业利润最大化的目标实现一致。在这种情况下，高管人员不但要关心公司的现在，更要关心公司的未来（朱克江，2002），高管与企业股东之间形成利益共同体。于是，由美国带头开始，世界各国的企业都先后建立起自己的高管股权激励制度并

日益完善。从结果上来看，近 20 年来美国企业所获得的竞争力提高，分析其原因，其长期激励机制功不可没（吴敬琏，2002）。同时，学术界也通过实证研究证明：与基本工资和年度奖金等传统薪酬机制相比，股票期权等长期激励机制的效果较好，随着股票期权等长期激励机制使用规模的扩大，高管人员整体薪酬业绩的弹性会增大，激励效果也得到加强（周建波，2003）。由此，股权激励早已成为 20 世纪 80 年代以来西方企业最富有成效的激励制度之一，据统计，全球 500 强中有超过 85% 的企业都对高层管理者实施了股权激励。^①

而我国股权激励制度起步较晚，直到 20 世纪 90 年代，我国上市公司才开始借鉴股权激励管理办法。在 2005 年之前，管理层股权激励计划一直处于摸索阶段，直到 2005 年股权分置改革之后，股权激励制度才真正得到了较快的发展，各项配套法律法规也逐步得以颁布实施，这为我国上市公司建立规范的股权激励制度提供了法律上的支持和保障，一些优秀的公司也通过制订合理的股权激励方案，促进了业绩的增长，提升了股东的价值，上市公司针对管理层的股权激励才真正开始进行并得到迅速发展。根据 Wind 资讯数据整理可见，我国上市公司高管持股公司数是从 2005 年左右开始飞速发展的，图 1-1 和图 1-2 所示的即以我国 A 股上市公司为代表的相关情况：

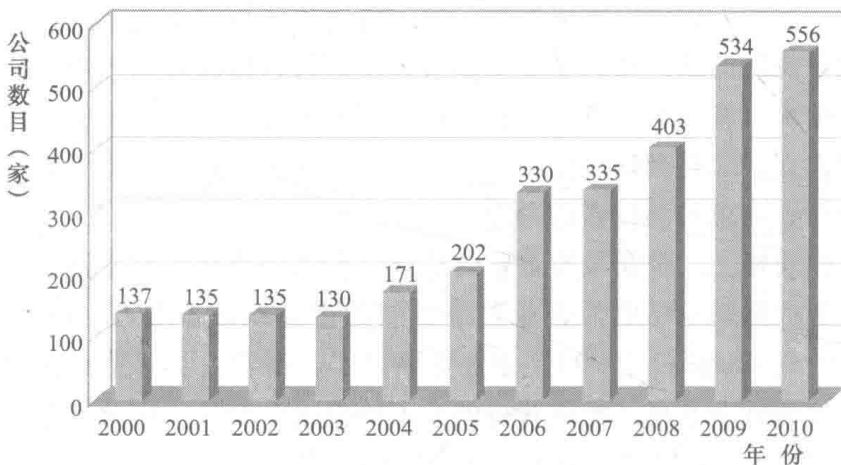


图 1-1 我国 A 股上市公司实施高管股权激励公司数

^① 数据来源：《证券日报》2008 年 2 月 15 日。

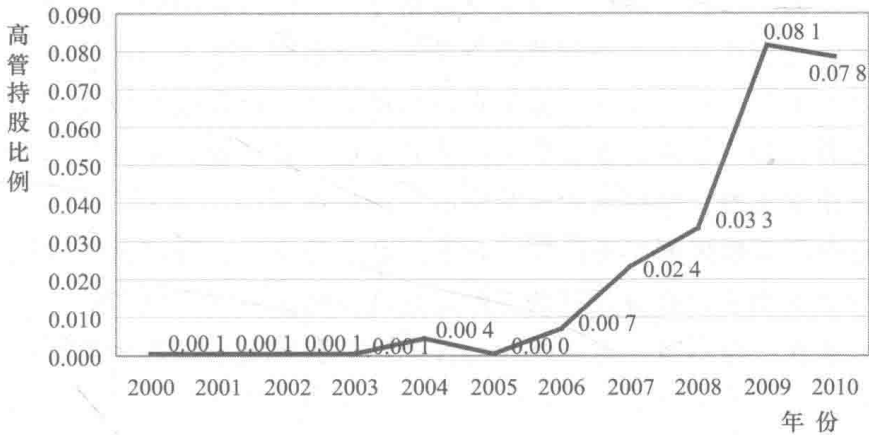


图 1-2 我国 A 股上市公司高管持股比例

由图示可见，对于我国 A 股上市公司来说，除个别年份之外，实施股权激励的公司与高管持股比例整体上都呈上涨趋势。但在这些数字成就的背后，还有一些实际情况也不容忽视，即我国目前仍处于资本主义市场建立的初级阶段，所以高管股权激励制度的实施相对于西方发达国家而言仍较不完善，从试点试行到政策法律的正式执行，也只经历了十来年而已，所以在实际效用方面具有一定的局限性。对此，学术界与实践界也都存在不少质疑的声音，常见的争论比如有：上市公司高管领取报酬较低，甚至还出现了“零报酬”的现象，这种不在公司拿任何报酬的管理人员让投资者们不大放心（魏刚，2000）；另外还有持股比例偏低的情况，魏刚（2000）的一项研究中指出，我国上市公司高级管理人员平均持股 19620 股，占公司总股本的比例仅为 0.1014%；再者是“零持股”问题也很严重（魏刚，2000；吴剑峰，2010）。本书据 Wind 资讯数据统计，截至到 2010 年底，在我国上市公司中高管零持股公司所占比例高达 45%。除此之外，股权激励在实际效用上也存在不少问题，比如说公司经营权方面的内部人控制现象，往往使股权激励变成分红包等福利制度，根本没有体现出剩余价值索取权的激励效应，典型的比如伊利的天价股份与凯迪电力的低行权条件等事件，使人们怀疑经理层持股计划更多的是一种福利安排，其只是为了合法地提高经理层报酬的一种手段。

围绕这些问题，学术界与实践界已进行了大量的研究与探讨，多是

从公司层面的内部治理结构改进完善角度，来探讨我国企业高管股权激励制度的合理搭建与实施问题，为我国企业组织层面上的高管股权激励管理提出了很多有益建议。但是在组织制度环境建设逐步推进完善的同时，还有另外一方面的重要影响因素其实也不容忽视，那就是从高管自身特征角度出发，来探索股权激励的实施效用。

这一点不难理解，我们知道对于高管人员来说，股权激励制度在一定程度上增加了其自身收益的不确定性，同时也强化了他们的回报与收益的未来性，是具有一定风险性与长期性的薪酬设计。那么从股权激励的风险性与不确定性的特点出发来看，现实中不排除有这样的一部分高层管理者，他们本身属于风险厌恶型人员，偏好相对稳妥和稳健的薪酬设计，那么对于这些人而言，增加了灵活性与不确定性的、强调未来长期回报的股权激励制度，无疑对其的吸引力会降低，甚至会使他们产生逆反心理。而怀有这类心理反应的高管人员有可能从其人口统计学特征上得以反映，比如拿高管年龄来说，不同年龄的高管所具有的心态与心理反应可能会烙有一定的时代特征，极端的例子比如说在很多“90后”中可能有“请即刻为我做的事支付报酬”——这种看重短期激励制度的心态；年龄较长的高管也许会认为外界环境变化无常，出于对风险保障的担心会觉得短期现金回报更加安全，更倾向于接受短期的现金回报。又比如高管上任时限，对于某些处于体制之内的、薪酬灵活度较受约束的高管，以及那些进入工作岗位年限相对尚短，自身财富的积累需求仍处于较为强烈与紧迫的阶段的高管人员来说，注重长期回报的股权激励也未必能对这些人产生理想的效用。

总之，股权激励制度是否有效这一问题，在不同的高管身上得出的答案不同，这里存在一个高管股权激励的实施是否能与高管个人实现良好匹配的问题。进一步而言，股权激励对基于高管特征的高管行为方式所产生的影响，以及这种影响又会对企业绩效产生什么作用，是一个值得探讨的未知领域。高管特征与股权激励之间的交互作用会对企业绩效产生什么影响，这正是本书所致力于解决的问题。

围绕这一问题，本书在进行理论探讨的基础上，以中国上市公司样本做实证检验，来尝试做以回答。在回答之前，本书首先从高管特征与企业产出之间的关系出发，找到合适的理论分析视角。

第二节 研究的理论背景与视角选择

这一问题追本溯源其实是组织理论中的一个关键性议题，即为什么组织会如此行事？组织做事的原因和依据是什么？在早期战略理论范畴中，学者们认为组织是在技术和经济因素的推动影响下做事的（Harrigan, 1980；Potter, 1980；Hambrick, MacMillan & Day, 1982），倾向于将组织定义为有目标的实体，主要从外部环境与组织内在实力两方面来探讨企业的战略取向。受早期经济学研究范式的影响，在这一时期内，理论界多是将组织中的战略决策者看作是完全理性的、具有同质性特点，其所做行为是追求组织效能最大化的经济过程。后来随着研究的推进，开始了对“战略过程”的研究，此时有学者提出组织行为取决于组织的信息与决策的观点，而这些信息与决策是由组织中的人作出的，由此开始关注这些人对组织产出的影响（Bourgeois, 1980；Allen, 1981）。

而组织中的这些重要的人即为企业的高层管理人员，既包括 CEO 等核心高管人员个体，也包括企业的高层管理团队。这个概念最初是在 1963 年由学者 Cyert 与 March 所提出，高管人员是指企业战略决策的主要制定者，一般处于企业最高战略制定与执行层，拥有很大的企业经营管理决策与控制权，负责整个企业的组织与协调，决定着企业的战略与整体经营绩效（Cyert & March, 1963）。这也正如 Tushman（1978）研究所表明的：高管信息处理能力受到其所拥有知识和技能的数量、信息处理方式以及各成员相互之间联系方式的影响，而团队成员的构成特征、成员间的交互方式又会对企业整体战略决策效率和效果产生影响，进而影响到企业的绩效表现。

由此，越来越多的研究者开始关注高层管理人员与企业行为及产出的问题，逐渐积累了丰硕的研究成果，从刚开始只关注高管团队构成，到团队进程与构成的相结合研究，再到加入内外情境的研究，不断深化对于高层管理者有效性的探讨。从最主流的研究学派角度看，该领域研究可以分为以下三类：第一类是从组织行为学角度入手的领导力理论研究；第二类是从企业战略与治理结构角度出发的代理理论研究；第三类是从高管人口统计学特征入手的高阶理论研究。