

G UQUAN JILI YU SHANGSHI  
GONGSI JIXIAO GUANXI  
YANJIU

与

上市公司绩效  
关系研究

葛军 著

股权激励



中国大地出版社

# 股权激励与上市公司 绩效关系研究

葛 军 著

中国大地出版社  
· 北 京 ·

## 图书在版编目 (CIP) 数据

股权激励与上市公司绩效关系研究 / 葛军著. —北京:  
中国大地出版社, 2008. 7

ISBN 978 - 7 - 80246 - 120 - 8

I. 股… II. 葛… III. 上市公司—企业管理—激励—研究—中国 IV. F279. 246

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2008) 第 094397 号

---

责任编辑: 卢晓熙

出版发行: 中国大地出版社

社址邮编: 北京市海淀区学院路 31 号 100083

电 话: 010 - 82329127 (发行部) 82329008 (编辑部)

传 真: 010 - 82329024

网 址: [www.chinalandpress.com](http://www.chinalandpress.com) 或 [www.中国大地出版社.中国](http://www.中国大地出版社.中国)

印 刷: 北京纪元彩艺印刷有限公司

开 本: 850mm × 1168mm 1/32

印 张: 4.75

字 数: 140 千字

版 次: 2008 年 7 月第 1 版

印 次: 2008 年 7 月第 1 次印刷

印 数: 1 - 1000 册

书 号: ISBN 978 - 7 - 80246 - 120 - 8/F · 295

定 价: 20.00 元

---

版权所有·侵权必究

## 前 言

目前我国资本市场正处于制度建设时期，上市公司高管的股权激励制度，作为最重要的长期激励机制已被提上日程，成为推进我国公司治理结构改善，促进我国资本市场与国民经济持续健康发展的重要机制之一。证监会于2006年1月6日发布《上市公司股权激励管理办法》（试行），指出已完成股权分置改革的上市公司，可按照本办法的要求实施股权激励，建立健全激励与约束机制。这就为我国上市公司实施股权激励改革提出了政策指导，使我国上市公司实施股权激励改革成为可能。国外对股权激励与公司绩效关系的研究比较早，也比较成熟，为本研究提供了一定的思路和理论基础。中国正处于经济转型期，虽然上市公司所处的环境和条件较为特殊，但是近几年来仍有不少学者在这一领域尝试着作了一些研究与探讨。只是国内在研究股权激励与公司绩效关系方面比较偏重于定性研究，观点差异较大，对于我国上市公司实施股权激励的适度持股比例的研究几乎没有。那么我国上市公司实施股权激励是否对公司绩效有影响？如果有，影响的方向与程度是否随股权激励程度的变化而相应变化？对于国有控股与非国有控股企业来说，股权激励对公司绩效的影响存在差别吗？我国上市公司实施股权激励，是否存在适度持股比例？这些问题的实证研究结论对于我国资本市场改革、制定相关股权激励政策以及我国上市公司实施股权激励等都具有重要的参考价值。

本研究的总目标是股权激励与上市公司绩效的关系，具体

包括股权激励对上市公司绩效的作用机理、股权激励与否对公司绩效的影响、股权激励程度对公司绩效的影响、国有控股与非国有控股公司股权激励作用有无差异以及股权激励适度规模分析等五个方面。研究的主要内容包括股权激励的相关理论基础、股权激励对上市公司绩效作用的机理、我国股权激励制度的变化过程并比较分析国有控股与非国有控股企业机制等方面的差异、股权激励与上市公司绩效关系的模型建立、股权激励与上市公司绩效关系的实证分析、股权激励适度比例分析、国外股权激励制度的成功经验及启示等七个方面，其中：股权激励与上市公司绩效关系的模型是在提出的五个假说基础上构建的；股权激励与上市公司绩效关系的实证分析是通过选取部分上市公司数据，验证假说的真伪来剖析股权激励与绩效的关系；股权激励适度比例分析是在实证分析的基础上，提出了股权激励适度比例的理论模型，并通过数据验证，得出了适度比例的参考值；最后以实证分析结果为基础，通过研究国外股权激励的经验与教训、分析中国股权激励实施中存在的问题来探讨推进股权激励的有关政策建议。

本书主要按照提出问题、回顾相关理论基础、评述现有文献资料、选择经济学理论阐述股权激励的理论支撑以及股权激励对公司绩效作用的机理、演变的过程，建立假说，构建理论模型，通过回归分析与统计分析，对样本数据进行有效检验，并验证各项假说，最后得出结论和应采取的政策建议的思路进行研究分析的。研究中对于来自正态总体的两个样本进行均值比较时采用T检验的方法，而对于某一政策变量的不同形式产生的影响或几个相关变量共同作用的显著性等则采用参数联合检验法。研究所采用的数据均来自国泰安数据库，在研究的时间范围上，本书将时间范围确定为1999~2005年，这样数据

均来自东南亚金融危机以后，可以避免金融危机产生的异常影响，同时又满足一定时间跨度的要求。在具体样本的选取上，将 1999 ~ 2005 年均实施股权激励的公司确定为样本，凡是先实施股权激励后又取消或者 1999 年以后才实施股权激励的公司均不在考虑范围；对于作为比较对象的未实施股权激励的样本公司，采用等距随机抽样的方法确定。

通过研究，本书得出的主要结论有以下四点：即适当股权激励显著提高了公司绩效；股权激励与公司绩效关系不是呈线性关系，股权激励对公司绩效影响程度随股权激励比例变化而相应变动；股权激励对公司绩效的影响在国有控股和非国有控股公司间存在显著差异；股权激励存在一定的适度区间，应控制股权激励比例。最后，根据研究结论，结合国外股权激励的经验与教训、针对中国股权激励实施中存在的问题等，本书提出了相应的政策建议：宏观层面具体包括继续加强对资本市场的培育，加快实施、完善相关法规、政策，制定有关经理股票期权计划的规范制度并加强监督，加强国有上市公司股权激励制度的建设与完善等；微观层面具体包括上市公司要加快开展股权激励的步伐，建立一套行之有效的管理层股权激励机制，要科学、合理地确定股权激励的比例，重视不同所有制企业的差异，制定相应的股权激励配套政策，在对经理人进行有效激励的同时，还应当建立规范性的约束机制。

葛 军

2008 年 5 月于南京

# 目 录

<b>第一章 导 论</b> .....	( 1 )
第一节 问题的提出 .....	( 1 )
第二节 研究的目标与内容 .....	( 4 )
第三节 研究假说 .....	( 5 )
第四节 研究方法与数据来源 .....	( 6 )
第五节 分析框架与技术路线 .....	( 7 )
第六节 主要结论与创新 .....	( 7 )
<b>第二章 理论基础与文献综述</b> .....	( 11 )
第一节 理论基础 .....	( 11 )
第二节 文献综述 .....	( 22 )
<b>第三章 股权激励对上市公司绩效作用的机理</b> .....	( 28 )
第一节 相关概念界定 .....	( 28 )
第二节 股权激励效应形成机理 .....	( 30 )
<b>第四章 中国上市公司股权激励制度演变</b> .....	( 45 )
第一节 股权激励制度的产生——基于国有 企业 .....	( 45 )
第二节 中国上市公司股权激励政策演变 .....	( 50 )
第三节 中国上市公司股权激励的主要模式 .....	( 52 )
<b>第五章 股权激励与上市公司绩效关系的实证模型</b> .....	( 57 )
第一节 模型建立的背景 .....	( 57 )

## 2 股权激励与上市公司绩效关系研究

第二节	研究假说分析	(59)
第三节	实证框架	(66)
第六章	股权激励与上市公司绩效关系的实证分析	(76)
第一节	样本的统计描述	(76)
第二节	股权激励与否对公司绩效的影响	(81)
第三节	股权激励程度对公司绩效的影响	(90)
第七章	上市公司股权激励适度比例分析	(100)
第一节	管理层持股和企业价值的关系	(100)
第二节	股权激励适度比例的理论模型	(102)
第三节	股权激励适度比例	(108)
第八章	国外股权激励制度发展对中国的启示	(111)
第一节	国外股权激励制度的成功经验及发现的问题	(113)
第二节	中国股权激励制度发展中存在的问题	(117)
第三节	国外股权激励制度发展对中国的启示	(122)
第九章	研究结论与建议	(127)
第一节	研究结论	(127)
第二节	政策建议	(131)
第三节	进一步研究方向	(135)
主要参考文献		(136)
致 谢		(143)



# 第一章 导 论

## 第一节 问题的提出

目前我国资本市场正处于制度建设时期，上市公司高管的股权激励制度，作为最重要的长期激励机制已被提上日程，成为推进我国公司治理结构改善，促进我国资本市场与国民经济持续健康发展的重要机制之一。长期以来，我国公司的高管薪酬结构不合理，没有建立薪酬与绩效挂钩的长期激励机制，不仅导致对公司高管的激励不足，部分企业出现“59岁现象”，还导致国内资本市场与其他成熟资本市场在吸引上市资源方面处于不利地位。可喜的是，党的十五届四中全会就国有企业改革和发展的几个重大问题作出了决定，该次会议的决议明确指出：为建立和健全国有企业经营管理者的激励和约束机制，实行经营者收入与企业经营业绩的直接挂钩，允许股份制企业在推行年薪制、持有股权分配方式方面继续探索，国企的管理层

享有一定比例的企业股权，在国企内部实行“高管持股计划”方面的改革；但同时亦将建立企业经营业绩考核制度和企业决策失误的追究制度，实行企业领导人任期的经济责任审计。党的十六大报告也明确提出：要确立劳动、资本、技术和管理等生产要素按贡献参与分配的原则，完善按劳分配为主体、多种分配方式并存的分配制度，坚持效率优先、兼顾公平的原则。在党的文件和政策肯定了股权激励作为公司高管激励的有效形式后，证监会于2006年1月6日发布《上市公司股权激励管理办法》（试行），指出已完成股权分置改革的上市公司，可按照本办法的要求实施股权激励，建立健全激励与约束机制。这就为我国上市公司实施股权激励改革提出了政策指导，使我国上市公司实施股权激励改革成为可能。然而我国上市公司实施股权激励与公司绩效的关系究竟如何，是否存在股权激励的适度比例，这些问题目前在我国尚没有开展很好的研究，因此，当前研究股权激励与上市公司绩效的关系有着非常重要的现实意义。

国外对股权激励与公司绩效关系的研究比较早，也比较成熟，为本研究提供了一定的思路。西方学者 Jensen 和 Meckling (1976) 最早开始了对管理层持股与公司绩效关系的正式研究，并提出了“利益汇聚假说” (Convergence-of-interests)。他们的研究认为，由于管理层持股汇聚了管理者和股东利益，管理层持股比例应该与公司绩效正相关。与此相对立的观点——Fama 和 Jensen (1983) 提出的“管理者防御假说”，认为如果管理层持股比例太高，就有可能控制董事会，侵占其他投资者的财富，从而减少公司价值。从1985年以来，学术界对管理层持股采用新的分类标准进行了新的思考，结果依然是见仁见智。许多研究表明所有权集中与公司的市场价值之间存在非单

调关系。Morck (1988) 等采用 1980 年《财富》500 强中 371 家公司作为样本, 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, 发现两者关系为持股比例在 0 ~ 5% 之间正相关, 5% ~ 25% 之间负相关, 大于 25% 又正相关。由此可见, 国外在研究股权激励与公司绩效关系方面已有了三种较为明确的观点, 但是对于最优持股比例却没有一致的观点。

中国正处于经济转型期, 虽然上市公司所处的环境和条件较为特殊, 但是近几年来仍有不少学者在这一领域尝试着作了一些研究与探讨。许小年 (1997) 对沪深两市 300 多家上市公司股本结构和公司效益的统计分析表明, 国有股比重高的公司效益较差, 法人股比重大的公司效益较好, 个人股比重和公司效益基本无关。袁国良等 (2000) 发现国家控股的上市公司的经营绩效与公司管理层持股比例之间基本不相关, 即使非国家控股上市公司, 二者的相关性也很低。魏刚 (2000) 在研究上市公司高级管理人员持股水平偏低和“零持股”现象比较普遍后认为, 高管人员持股数量与公司的经营绩效 (ROE) 不存在“区间效应”。于东智和谷立日 (2001) 对 1999 年上市公司的研究表明, 高层管理人员持股数量与公司绩效虽然成一定的正相关关系, 但不具有统计上的显著性。吴淑琨 (2002) 研究表明, 股权集中度、内部持股比例与公司绩效 (总资产利润率 ROA) 呈显著性倒 U 型相关关系。湛新民、刘善敏 (2003) 选用加权平均的 ROE 值为衡量上市公司的主要经营绩效指标, 发现“零持股”比例有上升之势, 持股比例与经营绩效有显著性弱相关关系。由此可见, 国内在研究股权激励与公司绩效关系方面比较偏重于定性研究, 观点差异较大, 对于我国上市公司实施股权激励的适度持股比例的研

究几乎没有。

那么我国上市公司实施股权激励是否对公司绩效有影响？如果有，影响的方向与程度是否随股权激励程度的变化而相应变化？对于国有控股与非国有控股企业来说，股权激励对公司绩效的影响存在差别吗？我国上市公司实施股权激励，是否存在适度持股比例？这些问题都是本书所要研究的。

由于我国与其他国家国情不同，国外的研究结论不能简单照搬过来。此外，国内对股权激励与公司绩效的关系研究基本上都是在我国资本市场没有进行股权分置改革的情况下进行的，分析时基本上都受到股权结构的影响，提出的对策也很笼统，可操作性不强。正是在这样的背景下，本书试图对股权激励与公司绩效关系全面分析，在考察与借鉴国外股权激励对公司绩效影响的基础上，针对我国的特殊国情，建立数学模型，通过加入股权分置改革实施情况下的上市公司数据，对我国目前研究所采用的混合样本进行分组研究，使用多种方法更为细致地探讨目前我国股权激励与上市公司绩效的关系，以便为我国资本市场改革及上市公司实施股权激励提供参考。

## 第二节 研究目标与内容

### 一、研究目标

本研究的总目标是股权激励与上市公司绩效的关系，具体研究目标如下：

- (1) 股权激励对上市公司绩效的作用机理；
- (2) 股权激励与否对上市公司绩效的影响；
- (3) 股权激励程度对上市公司绩效的影响；
- (4) 国有控股与非国有控股上市公司股权激励作用有无

差异；

(5) 股权激励适度比例分析。

## 二、研究内容

(1) 理论基础与文献综述。研究股权激励的相关理论基础，并综述、比较国内外前人的研究成果。

(2) 股权激励对上市公司绩效作用的机理。根据经典的委托代理理论、代理人行为激励理论、信息不对称理论、人力资本理论等，系统分析股权激励对管理层内在机理作用；分别从股票价格的结构、资本市场效率、高管人员市场三方面来透析股权激励对管理层行为外在的传导机理。

(3) 中国股权激励制度的演变过程。研究我国股权激励制度的变化过程，中国股权激励采用的常见的模式。

(4) 股权激励与上市公司绩效关系的模型。提出五个假说，并在此基础上构建股权激励与公司绩效关系的理论模型。

(5) 股权激励与上市公司绩效关系的实证分析。选取部分上市公司，验证假说的真伪，剖析股权激励与绩效的关系。

(6) 股权激励适度比例分析。在实证分析的基础上，提出了股权激励适度比例的理论模型，并通过数据验证，得出适度比例的参考值。

(7) 国外股权激励制度的成功经验及启示。研究国外股权激励的经验与教训，分析中国股权激励实施中存在的问题，探讨推进股权激励的有关政策建议。

## 第三节 研究假说

根据研究目标分别作出以下五个假说，其中假说一提出了

股权激励与公司绩效存在相关性，在假说一成立的基础上，分别提出了假说二、假说三、假说四，旨在证明股权激励与公司绩效关系的变化程度。然后，根据国有控股与非国有控股公司机制等方面不同，提出了假说五，具体如下：

假说一：股权激励影响上市公司绩效，但影响的方向与程度随股权激励程度变动而变化。

假说二：利益趋同假说。

假说三：掘壕自守假说。

假说四：风险回避与管理层盘踞假说。

假说五：国有控股与非国有控股企业的股权激励对公司绩效影响程度存在显著差别。

对于上述五个假说，将在本书第五章第二节中进行详细分析。

## 第四节 研究方法与数据来源

### 一、研究方法

本书研究中将理论分析与实证研究相结合，辅以数量分析方法和比较分析方法。本书先对上市公司高管人员的股权激励效应的形成机理进行了透析，再运用计量经济学的研究方法对管理层股权激励效应进行了实证分析，并进一步进行了深层次的规范分析，最后提出股权激励制度的完善建议。

### 二、数据来源

本书所采用的数据均来自国泰安数据库。在研究的时间范围上，本书将时间范围确定为 1999 ~ 2005 年，这样数据均来

自东南亚金融危机以后，可以避免金融危机产生的异常影响，同时又满足一定时间跨度的要求。在具体样本的选取上，将1999~2005年均实施股权激励的公司确定为股权激励的样本，凡是先实施股权激励后又取消或者1999年以后才实施股权激励的公司均不在考虑范围，样本总数为55家上市公司。对于作为比较对象的未实施股权激励的样本公司，采用等距随机抽样的方法确定，在1999~2005年未实施股权激励的公司总体中，首先根据其证券代码递增的顺序将其排序，然后证券代码每增加50，我们选取一个公司作为样本，最后得到全部的未实施股权激励样本公司数据。

## 第五节 分析框架与技术路线

本书是按照提出问题、回顾相关理论基础、评述现有文献资料、依据经济学理论阐述股权激励的理论支撑以及股权激励的激励机理、演变的过程，建立假说，构建理论模型，通过回归分析与统计分析，对样本数据进行有效检验，并验证各项假说，最后得出结论和应采取的政策建议的思路进行研究分析的。

本书研究技术路线图1-1。

## 第六节 主要结论与创新

### 一、主要的结论

- (1) 适当股权激励显著提高了公司绩效；
- (2) 股权激励与公司绩效关系不是呈线性关系，股权激

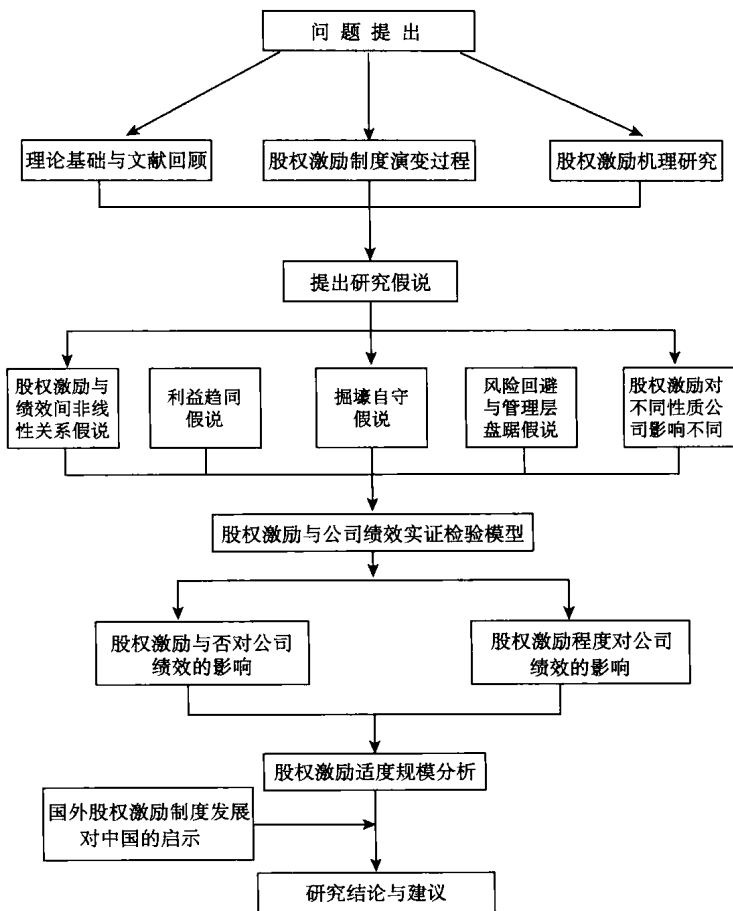


图 1-1 技术路线

励对公司绩效影响程度随股权激励比例变化而相应变动；

(3) 股权激励对公司绩效的影响在国有控股和非国有控股公司间存在显著差异；



(4) 股权激励存在一定的适度区间, 应控制股权激励比例。

## 二、可能的创新与不足

与同类研究相比, 本研究在以下几方面可能有所创新:

(1) 提出了对中国上市公司股权激励的适度比例的研究。以往对中国上市公司股权激励与公司绩效关系的研究较少涉及这一问题, 本研究通过构建股权激励适度比例模型, 测算中国上市公司股权激励的适度比例, 对于当前上市公司开展股权激励, 具有一定的参考价值。

(2) 深入系统地研究了股权激励与公司绩效的关系。以往分析多采用一次方或二次方的形式将管理层持股比例纳入模型, 对股权激励与公司绩效的关系研究主要着眼于股权激励对公司绩效的作用及方向方面, 本研究不仅将管理层持股比例一次方、二次方、三次方同时纳入分析模型框架, 系统地研究了股权激励与上市公司绩效的非线性关系, 而且还实证分析了中国上市公司股权激励对绩效的影响及其程度, 并考察了不同所有制类型公司股权激励对公司绩效影响的差异。这有助于更加客观地把握股权激励对公司绩效的作用。

(3) 研究理论范围的突破。以往对中国上市公司股权激励与公司绩效关系的同类研究主要着眼于委托代理理论, 本研究不仅包括经典的委托代理理论, 还引入了代理人行为激励理论、人力资本理论、信息不对称理论、管理层寻租理论等, 全面、系统地分析了股权激励对上市公司绩效的作用机理。这可以加深股权激励对上市公司绩效作用的理解, 为制定全面系统的实证分析模型提供参考。

受作者研究水平、时间和统计数据资料等因素的限制, 本