

高管股权

激励制①的有效性研究

GAOGUAN GUQUAN

JILIZHI DE YOUXIAOXING YANJIU

杨国莉 著

工业出版社
urgical Industry Press

河北经贸大学博士学位论文学术著作出版基金项目
河北省重点学科会计学学科建设经费基金资助项目
教育部国家特色专业会计学经费资助项目

高管股权激励制的 有效性研究

杨国莉 著

北 京

冶金工业出版社

2011

内 容 提 要

本书运用代理理论相关观点,界定了高管股权激励制有效性的标准;开发了高管股权激励制有效性的模型;基于激励理论,提出了系列假设和核心影响因素,并且进行了实证研究,建立了诸多逻辑模型以揭示有效性的机理;最后,提出了针对性的策略,使研究结果升华为理论。

本书适合企业及政府部门的管理人员阅读参考,也可作为高等学校管理及金融专业学生和教师的参考书。

图书在版编目(CIP)数据

高管股权激励制的有效性研究 / 杨国莉著. —北京:
冶金工业出版社, 2011. 12
ISBN 978-7-5024-5841-6

I. ①高… II. ①杨… III. ①股份有限公司—企业管理—激励—研究 IV. ①F276. 6

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2012) 第 005317 号

出 版 人 曹胜利

地 址 北京北河沿大街嵩祝院北巷 39 号, 邮编 100009

电 话 (010) 64027926 电子信箱 yjchs@cnmip.com.cn

责任编辑 杨盈园 王雪涛 美术编辑 李 新 版式设计 孙跃红

责任校对 李 娜 责任印制 张祺鑫

ISBN 978-7-5024-5841-6

北京兴华印刷厂印刷; 冶金工业出版社出版发行; 各地新华书店经销

2011 年 12 月第 1 版, 2011 年 12 月第 1 次印刷

850mm × 1168mm 1/32; 8.625 印张; 231 千字; 263 页

28.00 元

冶金工业出版社投稿电话: (010) 64027932 投稿信箱: tougao@cnmip.com.cn

冶金工业出版社发行部 电话: (010) 64044283 传真: (010) 64027893

冶金书店 地址: 北京东四西大街 46 号 (100010) 电话: (010) 65289081 (兼传真)

(本书如有印装质量问题, 本社发行部负责退换)

序

纵观西方市场经济发达国家近几十年的经济高速发展，影响因素有许许多多。资源、地理位置、国际关系、管理制度、创新能力等都成为其发展的强大动力。企业良性快速发展在其中作出了非常突出的贡献。企业的发展离不开其高级管理人员。

中国的崛起，最关键在于经济的崛起，企业的崛起决定着经济的崛起。在 21 世纪，中国企业的崛起面临着许多挑战，其中尤为迫切需要解决的三个难题是代理问题、人才问题、管理层权力交接问题。在这种情况下，从 20 世纪末我国开始引进国外的企业高级管理人员股权激励制，该激励制缓解了西方发达国家企业界普遍存在的代理问题、人才问题和企业管理层权力交接问题，截止到目前我国少部分上市公司开始实施企业高管人员股权激励制，该激励制能否成为解决我国企业界普遍存在的代理问题、人才问题和企业管理层权力交接问题的一条行之有效的途径？其实施的有效性到底如何？会不会出现“淮南为橘，淮北为枳”的情况？如何从制度设计层面防止“橘枳”问题的产生？现有的理论研究并没有给出充分的回答。尤其针对处于体制转轨时期的中国，实行高层管理人员股权激励制将面临着更为复杂的内外部制度环境，在基础理论和应用研究方面都存在许多需要进一步探讨的地方。理论研究的滞后使得现有高层管理人员股权激励制实践缺乏指导，不利于进一步的制度创新。解决这些问题首先要意识到高层管理人员股权激励制的有效性问

题是研究股权激励制的核心问题，然后设定合理客观的高层管理人员股权激励制有效性的衡量标准，明晰影响有效性的因素，才能有针对性地提高股权激励制的实施有效性。因此，研究本问题不仅在理论上，而且在实践中都具有较为重要的意义。

本书语言朴实流畅，层次分明，视角新颖，论证充分，最终研究结果具有很强的理论价值和实践意义，发人深省。无论是社会实践人士，还是研究学者及在校学生，相信在阅读了本书之后都会受益匪浅。

武汉理工大学管理学院院长、
博士研究生导师 邓明然教授

2011 年秋于武昌马房山

前 言

处于转轨时期的中国上市公司，既不能盲从西方发达国家企业的发展道路和管理制度与模式，又不能闭门造车。本书研究认为鲁迅的“拿来主义”极其适合上市公司现在实施的高层管理人员股权激励制。

对于企业管理制度，我们要做的是利用“木桶理论”尽可能将其短板加长，高层管理人员股权激励制度也是一样。由于该制度是“舶来品”，在上市公司试点之后，及时总结其优越性和长处，更重要的是清醒认识到是否存在“水土不服”的现象，如何克服、改进并完善它，为我所用。充分在制度设计层面将其不足改进，本土化改造是不可或缺的环节。

本书分十二个部分，沿着层层递进的次序展开。通过文献综述，确立了三个基点，即公司高层管理人员股权激励制的有效性标准、影响因素和提升有效性的策略。在前人成果的基础上，重点研究有效性标准的组成、研究思路和中国具体国情三者间的关系，建立高管股权激励制的有效性模型，并重新界定了有效性标准。在纷乱的股权激励制的界定和使用中，理清并重新界定了本书的核心概念——高管股权激励制，并对其分类进行了深层解构；深入研究了高管股权激励制有效性的设立原则。这些及发展的相关学说，又为以后的深入研究奠定了理论基础。

本书运用代理理论相关观点，界定了高管股权激励制有效性的标准；开发了高管股权激励制有效性的模型；基于激

励理论，提出了系列假设和核心影响因素。随后，对应进行了实证研究，建立了诸多逻辑模型以揭示有效性的机理；最后，提出针对性的策略，试图使研究结果升华为理论。

应该说，本书是学习和继承国内外相关研究成就的结果。在撰写中，参考了许多学者的专著、论文和研究报告，非常感谢他们的学术贡献，正是这些前期研究成就构筑了我的研究基础。

最后，需强调指出，作为一部理论探讨性著作，书中有些内容还需要进一步研究，甚至可能存在错误，真诚欢迎各位读者、专家批评、指教！

杨国莉

2011年9月

目 录

1 导论	1
1.1 研究背景、目标与意义	1
1.1.1 背景	1
1.1.2 目标	2
1.1.3 意义	2
1.2 国内外研究综述	2
1.2.1 效率概念的界定	2
1.2.2 高管股权激励制有效性的国内外研究现状	4
1.3 研究内容与方法	22
1.3.1 研究内容	22
1.3.2 研究方法	24
2 高管股权激励制有效性的理论基础	25
2.1 代理理论	25
2.1.1 最佳契约论	25
2.1.2 高管寻租论	27
2.1.3 理论评述	31
2.2 博弈论	32
2.2.1 博弈论的内涵与变迁	32
2.2.2 合作博弈与非合作博弈	33
2.3 激励理论	34
2.3.1 马斯洛的需要激励理论	34
2.3.2 双要素论	36
2.3.3 成就需要理论	37

本章小结	39
3 高层管理人员股权激励制及有效性的标准	40
3.1 高层管理人员股权激励制的原则、方式及基本 内容	40
3.1.1 高层管理人员股权激励制概念的界定	40
3.1.2 高管股权激励制的原则	40
3.1.3 高管股权激励制的方式	43
3.1.4 高管股权激励制的基本内容	47
3.2 高管股权激励制的有效性的标准	57
3.2.1 效率与效用、效应	57
3.2.2 高管股权激励制有效性的概念的界定	61
3.2.3 高管股权激励制的有效性的标准	62
本章小结	63
4 高管股权激励制有效性的构成要素及其影响因素	65
4.1 高管股权激励制有效性的构成要素	65
4.1.1 激励有效性	65
4.1.2 选优有效性	66
4.1.3 留住高管有效性	67
4.1.4 构成要素间的逻辑关系	68
4.2 高管股权激励制有效性的影响因素	68
4.2.1 环境因素	68
4.2.2 公司内部因素	73
4.3 高管股权激励制有效性的影响因素统计分析	106
4.3.1 问卷的发放与回收	106
4.3.2 样本总体特征	106
4.3.3 分析方法	108
4.3.4 提高高管股权激励制有效性需要努力的方向	110

本章小结.....	111
5 高管股权激励制有效性的多元统计分析模型	112
5.1 构建高管股权激励制有效性多元统计分析 模型的基本原则	112
5.1.1 以理论分析为先导原则	112
5.1.2 模型的规模大小适度原则	113
5.1.3 模型形式的选择原则	113
5.1.4 变量的选择原则	113
5.1.5 数据真实性原则	114
5.2 高管股权激励制有效性模型的建立	114
5.2.1 我国上市公司高管股权激励制有效性的 度量指标确定	114
5.2.2 公司高管股权激励制的有效性	117
5.2.3 实施模式及实施深度对高管股权激励制 有效性的影响	123
本章小结.....	125
6 高管股权激励制有效性研究框架	127
6.1 高管股权激励制有效性整体框架	127
6.2 高管股权、市场风险和股权性质与高管现金薪酬 分析框架	128
6.3 股权薪酬绩效敏感度和股权薪酬与现金薪酬比例 分析框架	129
6.4 高管股权授予比例和行权有效期与股权性质分析 框架	130
6.5 真正实施公司的股权激励制有效性实证研究框架 ...	131
6.6 高管股权激励制度基础建议研究框架	132
本章小结.....	133

7 高管股权、市场风险与股权性质影响下的高管现金薪酬分析	135
7.1 研究假设	135
7.1.1 公司业绩与现金薪酬	135
7.1.2 高管股权与现金薪酬	135
7.1.3 业绩风险与现金薪酬	136
7.1.4 股权性质与现金薪酬	137
7.2 研究样本及变量数据	138
7.2.1 研究样本概述	138
7.2.2 变量定义	138
7.2.3 研究样本描述性统计	140
7.3 模型设计与假设检验	141
7.3.1 模型设计	141
7.3.2 假设检验及分析	141
本章小结	146
8 公司股权薪酬绩效敏感度和股权薪酬与现金薪酬比例影响因素分析	147
8.1 研究假设	147
8.1.1 成长性机会假设	147
8.1.2 资本结构假设	148
8.1.3 公司流动性制约假设	149
8.1.4 机构持股集中度假设	149
8.1.5 股权集中度假设	150
8.1.6 股权性质假设	151
8.2 研究样本及变量数据	152
8.2.1 样本描述	152
8.2.2 变量定义	153
8.2.3 样本描述性统计	155

8.3 模型与检验结果	157
8.3.1 模型	157
8.3.2 假设检验	164
8.4 研究结论	170
本章小结	171
9 高管股权授予比例和行权有效期与股权性质相关性 分析	172
9.1 研究假设	173
9.1.1 股权激励授予比重	174
9.1.2 行权有效期	175
9.2 样本和变量	175
9.2.1 样本描述	175
9.2.2 变量定义与数据处理	176
9.2.3 样本的描述性统计	177
9.3 模型与检验结果	178
9.3.1 模型	178
9.3.2 假设检验及分析	179
本章小结	182
10 真正实施高管股权激励制有效性的实证研究	184
10.1 实证研究的思路和框架	184
10.2 研究设计	185
10.2.1 样本与数据来源	185
10.2.2 数据处理方法与程序	185
10.3 实证结果及分析	188
10.3.1 基本情况	188
10.3.2 非参数检验结果及分析	190
10.3.3 回归结果及分析	192
10.4 研究结论	195

本章小结	195
11 改善和提升高管股权激励制有效性的策略	197
11.1 股权激励制会计政策	197
11.1.1 国外股权会计处理	197
11.1.2 中国股权会计处理问题及建议	199
11.2 股权激励制税务政策	205
11.2.1 国外股票期权税收政策	205
11.2.2 中国股票期权税收政策问题及建议	208
11.3 股权激励制监管政策	216
11.3.1 进一步完善高管股权激励制的制度体系	219
11.3.2 完善资本市场和高管市场机制	220
11.3.3 平衡激励和约束制度	221
11.3.4 规范企业治理结构	222
12 总结与展望	224
12.1 总结	224
12.2 创新点	225
12.3 研究展望	226
附录	228
附录1 公司高管股权激励制相关情况表	228
附录2 实验组数据表	239
附录3 控制组数据表	242
附录4 国有控股上市公司(境内)实施股权激励试行办法	245
参考文献	254
后记	263

1 导 论

1.1 研究背景、目标与意义

1.1.1 背景

全球性的金融危机对我国企业产生了深远影响,1997 年我国开始对高层管理人员股权激励制(以下简称高管股权激励制)试点以来,高管股权激励制在企业的实施并非风平浪静而是一波三折,抵制高层管理人员(以下简称高管)高薪的呼声一浪高过一浪,有关高管股权激励制的负面影响有愈演愈烈的趋势。

高管股权激励制的存在有较长的历史,在发达国家,股权激励是激励上市公司高管的主要手段,通过股权激励的实施,实现公司委托人与代理人目标一致,促进公司的长期发展,较好地解决了委托-代理关系。

当前,中国上市公司除特殊情况外,绝大多数上市公司都已经完成了股权分置改革,中国股市进入了全流通时代,即后股改时代。后股改时代最主要的特征是同股同权,大股东的利益与普通投资者的利益更趋向一致。股票市场全流通的实现,为中国上市公司实施股权激励创造了必要条件。

由于中国证券市场起步较晚,并且长期以来由于历史原因,没有实现真正意义上的全流通,这就导致高管股权激励制的实施受到种种限制,没有取得较好的效果。股权分置改革的基本完成,虽然解除了实施高管股权激励制的障碍,但是由于中国上市公司实施高管股权激励制的经验不足,影响到了高管股权激励制的有效性。

正是在全球性的金融危机中国内普遍认为高管股权激励制无效和我国基本完成股权分置改革的背景下,开始研究实施高管股

权激励制的效率。

1.1.2 目标

通过本书的研究,界定上市公司高管股权激励制有效性的概念,分析高管股权激励制有效性的构成要素,并进一步剖析其影响因素,试图建立高管股权激励制有效性的评价模型,并通过实证分析高管股权激励制的有效性情况,提出提升高管股权激励制有效性的策略。

1.1.3 意义

研究的现实意义是认识高管股权激励制不仅需要掌握其目的、实施的对象及其具有的激励效应,同时有必要研究在特定环境下其激励效应的强弱程度,即激励效率(有效性)问题。对高管股权激励制的有效性分析,使投资者(股东)了解所投资的公司股权激励制的有效性状况,并找出影响有效性的关键因素,以便采取相应对策提高其有效性,并分析其投资风险与潜在价值,以便正确决策;有利于监管当局对上市公司所实施高管股权激励制度的监控,发现影响其有效性发挥的要素,创造有利环境发挥上市公司高管股权激励制度的效率。

1.2 国内外研究综述

1.2.1 效率概念的界定

上述提及的有效性指的是效率。效率有经济学和管理学之分。

经济学中有关效率的观点有:Gregory Sturst (1985)效率概念指的是一个经济系统在特定时点(静态)或在一定时期内(动态)对可获得的资源(包含知识)的有效利用。阿兰·兰德尔(1989)认为效率就是帕累托效率。樊纲(1995)认为所谓效率,在最一般的意义上指的就是现有生产资源与它们所提供的

人类满足之间的对比关系。萨缪尔森、诺德豪斯（1999）认为当经济在不减少一种物品生产的情况下，就不能增加另一种物品的生产时，它的运行就是有效率的，也就是说效率意味着尽可能有效运用经济资源以满足人们的需要或不存在浪费。兰邦华（2002）认为经济学中的效率概念就是资源合理配置问题，资源配置的效率分成两个层次：第一个层次是狭义上的效率概念——“资源运用效率”，也有学者称为“生产效率”，其含义是指一个生产单位、一个区域、一个部门或一个行业如何组织并运用这些供给的有限资源，使其发挥出最大作用，从而避免浪费现象，用既定的生产要素生产出最大价值的产品；第二个层次是广义上的效率概念——“资源配置效率”，也有学者称为“经济制度的效率”，是指如何在不同生产单位、不同区域与不同行业之间分配供给有限的经济资源，即如何使每一种资源能够有效地配置在最适宜的使用方面和方向^[1]。

管理学中有关效率的观点主要有两种。第一种观点认为效率是一个投入收益的过程，管理者依据计划决策，将人、财、物等资源条件投入生产或服务运转等之中，经过管理主体和管理客体的相互作用和创造，产生出一定的收益。如果用公式来表达效率的概念，则为：效率 = 收益 / 投入。从该公式不难看出，提高效率所考虑的内容只有两个，即收益与投入。对组织而言，由于总的投入水平一定，收益愈多就是效率愈高，反之亦然。而组织中收益的增加，是以某些投入（如劳动、原料、管理费用等）为前提的，相对投入越少，说明生产成本越低，因而利润额就越大。如果没有这部分投入的相对减少，那么增产就只是生产规模的扩大，一点效率意义也没有了。效率的提高，实际上就是相对投入的降低。因此，相对投入的减少成为组织最为关心的问题。第二种观点认为效率是指对组织或人的目标实现的贡献程度。对组织或人的目标实现的贡献程度越大，效率就越高；对组织或人的目标实现的贡献程度越小，效率就越低。

这里说的效率（有效性）指的是管理学中效率的第二种观

点,即从管理学的角度出发,某项制度的效率(有效性)指的是它对组织目标实现的贡献程度。高管股权激励制的效率(有效性)指的是它对组织(公司或股东)目标(公司价值最大化或股东价值最大化)实现的贡献程度。高管股权激励制对公司目标(公司价值最大化)或股东的目标(股东价值最大化)实现的贡献程度越高,高管股权激励制的效率(有效性)就越高;高管股权激励制对公司目标(公司价值最大化)或股东的目标(股东价值最大化)实现的贡献程度越低,高管股权激励制的效率(有效性)就越低。

1.2.2 高管股权激励制有效性的国内外研究现状

1.2.2.1 高管股权激励制概念的界定及其主要形式

不同学者对高管股权激励制有不同的看法。相关学者对高管股权激励制的不同观点见表 1-1。

表 1-1 相关学者对高管股权激励制的不同观点

学者姓名及时间	主 要 观 点
程国平 (2002)	高管股权激励制是让企业高管持有股票或股权,使之成为企业股东,将高管的个人利益与企业利益联系在一起,一荣俱荣,一损俱损,以激发高管通过提升企业长期价值来增加高管自身的财富,是一种高管长期激励制度 ^[151]
司徒大年 (2004)	高管股权激励制有广义和狭义之分,狭义仅包括高管股权激励薪酬制,广义还包括高管持股制等 ^[5]
戴群中 (2007)	高管股权激励制是指上市公司以本公司股票为标的,对其董事、监事、高级管理人员及其他员工进行的长期性激励制度 ^[153]
黄之骏 (2006)	高管股权激励制有广义和狭义之分,狭义仅包括高管股票期权薪酬制;广义除高管股票期权薪酬制外,还包括经营者持股制等。广义的高管股权激励制主要可以分为高管股权激励制和高管股票激励制两种形式。但在实际运用中,广义的高管股权激励制通常有以下六种形式:限制性股票、股权激励、虚拟股票、延期支付计划、业绩股票和储蓄参与股票 ^[152]
曹凤岐 (2005)	高管股权激励制可以分为三类:第一类是高管持股计划,主要包括:强制购股、业绩股票、虚拟股票(影子股票)、股票增值权、延期支付;第二类是高管股票期权计划;第三类是高管人员作为发起人持有法人股,及高管人员通过职工持股会的形式持有本企业股票,其实现的最主要形式是高管收购(MBO) ^[40]