



王 烨 孙慧倩/著

国资控股公司股权激励选择中 在职消费替代效应研究

Study on Substitution Effect of Perquisite Consumption on the
Choice of Equity Incentive Plan in State-owned Enterprises



经济科学出版社
Economic Science Press

教育部人文社会科学研究规划基金项目 (11YJA790155)



王 烨 孙慧倩/著

国资控股公司股权激励选择中 在职消费替代效应研究

Study on Substitution Effect of Perquisite Consumption on the
Choice of Equity Incentive Plan in State-owned Enterprises



经济科学出版社
Economic Science Press

图书在版编目 (CIP) 数据

国资控股公司股权激励选择中在职消费替代效应研究 / 王烨, 孙慧倩著. —北京: 经济科学出版社, 2014. 8

ISBN 978 - 7 - 5141 - 4913 - 5

I. ①国… II. ①王… ②孙… III. ①国有控股公司
—企业管理—激励—研究—中国 IV. ①F279.246

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2014) 第 187690 号

责任编辑: 崔新艳

责任校对: 曹 力

版式设计: 崔新艳

责任印制: 潘泽新

国资控股公司股权激励选择中在职消费替代效应研究

王烨 孙慧倩 著

经济科学出版社出版、发行 新华书店经销

社址: 北京市海淀区阜成路甲 28 号 邮编: 100142

总编部电话: 010 - 88191217 发行部电话: 010 - 88191522

网址: [www. esp. com. cn](http://www.esp.com.cn)

电子邮件: [esp@esp. com. cn](mailto:esp@esp.com.cn)

天猫网店: 经济科学出版社旗舰店

网址: [http://jjkxcbs. tmall. com](http://jjkxcbs.tmall.com)

固安华明印业有限公司印装

880 × 1230 32 开 11 印张 294000 字

2014 年 8 月第 1 版 2014 年 8 月第 1 次印刷

ISBN 978 - 7 - 5141 - 4913 - 5 定价: 25.00 元

(图书出现印装问题, 本社负责调换。电话: 010 - 88191502)

(版权所有 翻印必究)

本专著系教育部人文社会科学研究规划基金项目“国资控股公司股权激励计划选择中在职消费替代效应及其影响因素研究(11YJA790155)”的研究成果，以及国家社会科学基金一般项目“机会主义择时与股权激励有效性研究(13BJY013)”、国家自然科学基金面上项目“国有企业自由现金流量优化与控制机制研究(71172190)”和安徽省自然科学基金项目“高管激励与资本结构优化研究(1408085MG138)”的阶段性研究成果。

前 言

以 2006 年《上市公司股权激励管理办法》和《国有控股上市公司（境内）实施股权激励试行办法》两个文件的颁布为标志的股权激励改革，是我国国企高管薪酬改革进程中继年薪制后又一重大举措。基于我国国资控股公司一直存在的高管长期激励不足问题，股权激励改革被市场各方视作是完善公司激励机制的重要之举，其实施效果备受关注。根据最优契约论，股权激励是协调股东与经理人与人之间代理冲突以增加公司价值的有效手段，因此，若公司股权激励选择是最优契约行为，则在在职消费高从而代理冲突较严重的公司应该更可能对其经理人实施股权激励计划。然而，我国国资控股公司有着特殊的治理特征，选择在在职消费以实现自我激励是其高管层普遍而执著的偏好。高管在在职消费偏好对国资控股公司股权激励计划选择有何影响？我国国资控股公司内部治理结构和外部制度环境又怎样影响上述关系？这些是值得深入研究的课题。

本研究以 2006 年股权激励制度改革以来至 2013 年 12 月 31 日期间所有已公布股权激励董事会预案或已实施股权激励计划的上市公司为研究对象，对国资控股公司股权激励选择中是否存在在职消费替代效应以及影响在职消费替代效应的治理和制度因素进行了理论分析和实证检验。本研究采用三种方法对在在职消费进行度量：其一，以自由现金流作为在在职消费代理变量，这不仅有理论支持（Jens-



en, 1986), 我们还利用本文研究样本进行了实证检验; 其二, 以管理费用和管理费用扣除董事、监事及高管年薪总额后的余额为基础度量在职消费, 这也是诸多学者所采用的方法; 其三, 借鉴夏冬林等 (2004) 和陈冬华等 (2005) 的方法, 以办公费、业务招待费、差旅费、通讯费、出国培训费、小车费、董事会费和会议费等八项费用之和作为在职消费。实证研究结果发现:

在国资控股公司中, 在职消费对股权激励计划的选择行为存在显著的替代效应, 即在职消费越严重的国资控股公司, 越不倾向于选择股权激励。国资控股公司严重的“内部人控制”所引发的高管在职消费的强烈偏好, 影响了股权激励计划制定和选择, 导致了股权激励的有效性在初始的选择环节就受到一定程度抑制。研究还发现, 国资控股公司股权激励选择中在职消费替代效应会受到股权制衡度、董事会独立性以及公司所处地区市场化程度等因素的影响。相对于股权制衡度高的国资控股公司, 股权制衡度低的国资控股公司中在职消费越严重越不倾向于选择股权激励计划, 也就是说, 股权制衡度越低, 在职消费对国资控股公司股权激励选择的替代效应越强; 相对于董事会独立性高的国资控股公司, 董事会独立性低的国资控股公司中在职消费越严重越不倾向于选择股权激励计划, 也就是, 董事会独立性越低, 在职消费对国资控股公司股权激励计划选择的替代效应越强; 相对于所处地区市场化程度高的国资控股公司, 所处地区市场化程度低的国资控股公司中在职消费越严重越不倾向于选择股权激励计划, 也即, 市场化程度越低, 在职消费对国资控股公司股权激励



选择的替代效应越强。

实证研究结果表明，国资控股公司在职消费对股权激励计划选择具有显著的替代效应，这种替代效应内生于国资控股公司的治理特征，并受到外部制度环境的影响。改善国资控股公司治理结构，适当降低国有资本控股比例，实现国资控股公司股权结构的多元化，提高股权制衡度，能够改变国资控股公司高管对在职消费的偏好从而更愿意选择股权激励契约；完善独立董事制度，提高董事会的独立性，能够弱化国资控股公司在职消费激励契约对股权激励契约的替代效应，促使高管更愿意接受股权激励契约。此外，改善外部制度环境，推进市场化改革，减少政府行政干预，对于国资控股公司高管激励组合的优化有着重要意义。

本研究基于我国国资控股公司的基本治理特征，从高管在职消费偏好的角度研究国资控股公司股权激励计划选择的影响因素，试图从更为根本性的制度特征视角丰富既有股权激励影响因素的研究文献，这正是本研究的边际贡献所在。诚然，受个人水平和时间所限，本研究可能存在不少纰漏甚至错误，欢迎也希望得到同行专家、读者的批评指正。

王 焱 孙慧倩

2014年6月12日于龙子湖畔

目 录

第一章 绪论	1
第一节 研究背景与研究意义	1
第二节 研究问题与研究思路	6
第三节 研究内容与结构安排	7
第四节 研究发现与可能的创新之处	11
第二章 文献综述	15
第一节 在职消费的理论与实证研究综述	15
第二节 股权激励效应：争议与检验	25
第三章 国资控股公司薪酬激励制度演进	50
第一节 国企改革与薪酬激励制度变迁	50
第二节 股权激励制度演进	59
第三节 在职消费制度规范演进	84
第四章 国资控股、内部人权力与在职消费：理论 分析与实证研究	91
第一节 国资控股、内部人权力与在职消费：理论 分析与研究假说	91



第二节	国资控股、内部人权力与在职消费： 实证检验	101
第三节	本章研究总结	115
第五章	国资控股、政府干预与股权激励选择：理论 分析与实证研究	117
第一节	国资控股、政府干预与股权激励有效性的 影响机理分析	117
第二节	国资控股、政府干预与股权激励计划选择 ——基于 2006 ~ 2010 年上市公司数据的 实证分析	137
第三节	本章研究总结	202
第六章	国资控股、股权激励选择与在职消费替代效应 ——基于自由现金流视角	205
第一节	自由现金流与国资控股公司在职消费	205
第二节	国资控股公司股权激励计划选择与在职消费 替代效应——基于自由现金流视角	241
第三节	本章研究结论	280
第七章	国资控股、股权激励选择与在职消费替代效应 ——基于管理费用视角	283
第一节	理论分析与研究假说	283
第二节	研究设计	287
第三节	实证分析	293
第四节	改变样本选择的稳健性检验	306
第五节	本章研究结论	321

第八章 研究总结	323
第一节 研究结论与启示	323
第二节 研究局限性与未来研究方向	329
参考文献	331
后记	340

第一章 绪 论

第一节 研究背景与研究意义

❖ 一、研究背景

以 2006 年《上市公司股权激励管理办法》和《国有控股上市公司（境内）实施股权激励试行办法》两个文件的颁布为标志的股权激励改革，是我国国有企业高管薪酬改革进程中继年薪制后又一重大举措。基于我国国资控股公司一直存在的高管长期激励不足问题，股权激励改革被市场各方视作是完善公司激励机制，提高公司价值的重要之举。并且，这次股权激励改革是在股权分置这一根本性市场制度环境发生革命性变革的基础上推进的，因此，其实施效果备受关注。

根据最优契约论，股权激励是协调股东与经理人之间代理冲突以增加公司价值的有效手段，因此，若公司股权激励选择是最优契约行为，则在职消费高从而代理冲突较严重的公司应该更可能对其经理人实施股权激励计划。然而，我国国资控股公司有着特殊的治理特征，选择在职消费以实现自我激励是其高管层普遍而执著的偏好。高管在职消费偏好对国资控股公司股权激励计划选择有何影响？我国国资控股公司内部治理结构和外部制度环境又怎样影响上述关系？此乃本研究的目的之所在。

西方文献对股权激励效应的实证研究集中于股权激励实施环节，早期主要基于最优契约论关注股权激励的价值效应（Jensen 和



Murphy, 1990; Kaplan, 1989; Smith, 1990; 等), 近期重视股权激励中的代理问题, 如股权激励诱发的盈余管理问题 (Kanagaretnam et al., 2009; Coles et al., 2006; Cheng 和 Warfield, 2005; Johnson et al., 2009; Efendi et al., 2007; Burns 和 Kedia, 2006; 等) 和信息披露问题 (Choudhary et al., 2009; Aboody 和 Kasznik, 2000; Callaghan et al., 2002; 等) 等。除此之外, 也有一些学者基于股权激励计划选择环节对股权激励计划选择的决定因素进行了考察, 其中检验股权激励计划选择是最优契约行为抑或代理问题的结果是这些文献关注的重点。根据最优契约论, 授予经理层股票期权是解决代理冲突的有效手段, 因此, 如果公司股票期权授予行为是一种最优契约行为, 那么, 代理冲突较严重的公司应该更可能选择对其经理层实施股权激励计划。有许多学者对这一理论预期进行了一系列的实证检验。其中 Yermack (1995) 的研究具有代表性, 他通过 CEO 持股比例、CEO 预期任职时间长短、公司成长机会、会计收益的“噪音”大小、负债的预期代理成本、管理决策自由度的大小等六个变量对公司潜在的代理问题进行了捕获, 并对上述理论预期进行了检验。结果发现, 会计收益的“噪音”越大, 公司越可能选择对其经理层实施股权激励计划; 管理决策的自由度越小, 公司对其经理层实施股权激励计划的可能性就越小。但刻画代理问题的其他变量的回归结果则均不符合预期。由于会计收益的“噪音”和管理决策的自由度越大, 经理层业绩评价从而监督就越困难, 潜在的道德风险也就越严重, 因此, 有微弱的证据表明, 代理冲突较严重的公司更可能选择对其经理层实施股权激励计划, 或者说, 大部分公司的股票期权授予行为并不完全是一种最优契约行为。

基于同样的理论和逻辑, 其他一些学者也从股权激励计划选择环节对股权激励有效性进行了实证检验, 但结果并不完全一致。Chourou, Abaoub 和 Saadi (2008) 发现, 公司成长机会和规模越大, 越可能授予 CEO 股票期权; 财务杠杆、CEO 年龄、CEO 持股



比例、大股东持股比例与公司授予 CEO 股票期权的可能性负相关。同时发现,会计收益的“噪音”越大,公司授予 CEO 股票期权的强度越高;CEO 持股和大股东持股比例越高,公司授予 CEO 股票期权的强度就越低。总体而言,研究结果支持了“代理冲突较严重的公司更可能选择对其经理层实施股权激励计划”这一理论预期。Tzioumis (2008) 发现,公司选择 CEO 股票期权激励计划的可能性与 CEO 持股比例负相关,支持了代理成本理论预期;而与 CEO 年龄负相关,则表明公司没有激励通过引入股票期权激励计划来解决临近退休 CEO 的“决策视野问题”。Uchida (2006) 研究表明,日本公司实施股票期权激励计划的可能性随着财务杠杆的提高而减小,这在隶属于企业集团或主要银行的公司表现更加明显,验证了负债代理成本假设,反映了负债代理成本严重问题的日本公司在管理层薪酬契约中的理性选择。公司规模与选择股票期权激励计划的可能性正相关,支持了“代理冲突较严重的公司更可能选择对其经理层实施股权激励计划”这一理论预期。Ortiz - Molina (2007) 发现,财务杠杆较高公司的 CEO 接受股票期权激励的可能性更小,公司所授予股票期权比例随着负债率的增加而降低。研究结果支持了负债代理成本假说,即公司通过牺牲经理人与股东之间的利益趋同(减少经理人股票期权激励)来减缓股东与债权人之间的风险转移问题。

关于股权激励计划的影响因素,还有学者从在职消费与股权激励替代效应的角度进行了研究。如,Fama (1980) 认为在职消费给予经理人努力工作的激励,如果在职消费资产能较便宜地获取,那么公司在选择经理人薪酬激励组合方案时将处于有利位置,因为这时在职消费的经济利益超过成本,公司可以低成本地用在职消费替代股票期权激励。一些研究论证了商业中在职消费这种积极性作用的系统模式。Rajan 和 Wulf (2006) 研究认为当时间节约的潜在性提高时,公司 CEO 更可能接受诸如飞机、汽车等旅行方面的在职消费。因此,若在职消费能如同股票期权

激励一样激励经理人与权益持有人之间的利益趋同，则在职消费和股票期权这两者薪酬激励方式是可以替代的。Minhat 和 Dzolkarnaini（2010）运用英国 140 家大公司 1999 ~ 2003 年的数据为在职消费与股票期权激励的替代效应提供了经验证据。他们研究发现租赁融资与 CEO 股票期权激励薪酬显著负相关，认为其原因在于租赁融资被用作管理层获取在职消费的一种机会主义方式，在职消费成为激励性薪酬较少的管理层进行寻租的一种方式，是激励性薪酬的一种替代。

显然，国外有关股权激励计划影响因素的研究，根植于西方的制度背景。对股权激励与在职消费替代效应的考察，也主要基于一般意义而言，没有涉及转型经济和国有产权的影响分析。由于制度环境的差异和公司治理结构的特殊性，我国国资控股公司股权激励计划选择的决定因素应该与西方国家有着显著区别。吕长江等（2009；2011）基于 2006 年股权激励改革后的数据，对我国上市公司设计的股权激励方案的特征以及影响因素进行了考察，然而没有对在职消费替代效应给予关注。陈冬华等（2005）分析了国有企业薪酬管制与在职消费的关系，但未涉及股权激励与在职消费替代效应的深入研究。那么，我国特有的制度和治理特征对国资控股公司股权激励计划选择行为有何影响？高管在职消费偏好如何影响国资控股公司股权激励计划的选择？我国国资控股公司内部治理结构和外部制度环境又怎样影响上述关系？这需要基于我国制度背景的实证研究，而 2006 年股权激励制度改革为此提供了难得的研究机遇。

二、研究意义

在理论价值方面，本研究将从两个维度丰富有关股权激励效应的既有文献。首先，本研究将从股权激励计划选择环节拓展关于股权激励效应的文献。国外大多数有关股权激励效应的研究集中于股权激励的实施环节，注重检验股权激励计划实施后的价值效应或者



盈余管理及信息披露问题，而几乎所有国内相关文献也都对股权激励实施后的价值效应给予极大的关注，少有文献（特别是国内）从股权激励计划选择环节研究股权激励有效性问题。很显然，基于实施环节，考察股权激励是解决代理冲突的有效手段抑或沦为代理问题的来源，均假定股权激励计划是外生既定的，没有考虑内生性问题，也就是说，没有考虑到股权激励计划选择本身可能就是代理问题的结果或者是代理问题的一部分，因此，从股权激励计划选择环节来研究股权激励计划选择是最优契约行为抑或代理问题的结果，能够更全面更客观地考察股权激励有效性，因而能从股权激励计划选择环节拓展既有股权激励效应的研究。同时，2006 年股权激励改革以来，已有一批上市公司推出了股权激励计划，这为本研究从初始的计划选择环节探究股权激励效应问题提供了难得机会。其次，本研究基于我国国资控股公司的基本治理特征，从高管在职消费偏好的角度研究国资控股公司股权激励计划选择的影响因素，可以从更为根本性的制度特征视角丰富既有股权激励影响因素的研究文献。

在实际应用价值方面，目前许多上市公司对股权激励表现出极大热情，然而，国外的实践经验表明，股权激励是一把“双刃剑”，它既可能是解决代理冲突的有效手段，也可能成为代理问题的来源，更为甚者，股权激励计划选择的本身可能即为代理问题的一部分。2006 年股权激励改革是我国国有企业高管薪酬改革进程中继年薪制后又一重大举措，本研究将为我国国有控股公司的股权激励改革提供经验证据和理论指导，因此，本研究的结果将对国有企业如何有效地实施股权激励制度，进而对于推进国有企业深化改革，完善公司治理结构，转变经营机制，提高竞争力具有较强的现实意义。

第二节 研究问题与研究思路

一、研究问题

本课题以 2006 年股权激励制度改革以来至 2013 年期间已公布或实施股权激励计划的上市公司作为研究对象，对国资控股公司股权激励计划选择中在职消费替代效应及其影响因素进行理论分析与实证研究。具体研究问题包括：第一，由于特有的制度和治理特征，我国国资控股公司在职消费呈现出什么样的特征？第二，我国特有的制度和治理特征对国资控股公司股权激励计划选择行为有何影响？第三，高管在职消费偏好如何影响国资控股公司股权激励计划的选择？第四，我国国资控股公司内部治理结构和外部制度环境又怎样影响上述关系？

二、研究思路

本课题严格遵循提出问题——分析问题——解决问题的一般研究范式，主要采用大样本实证研究法展开研究。基本研究思路是：首先，分析我国国资控股公司高管的在职消费偏好及其对国资控股公司股权激励选择行为的影响，然后，分析内部治理机制和外部制度环境等因素如何影响高管在职消费偏好对国资控股公司股权激励选择行为的影响，接着，运用 2006 年股权激励制度改革以来我国上市公司的经验数据来对上述分析进行实证检验，最后，根据上述理论和实证研究结论就如何完善我国国资控股公司的股权激励制度提出相应的政策建议。

分析我国国资控股公司高管的在职消费偏好及其对国资控股公司股权激励选择行为的影响，本研究基于“一个基本点”从“两条路径”围绕“一对关系”予以展开。“一个基本点”是指国资控股公司“国资控股”这一产权特征，“两条路径”分别是“国资控

股——内部人控制——在职消费”和“国资控股——政府干预——股权激励选择”，“一对关系”是指在职消费与股权激励选择之间的替代关系。众所周知，由于“国资控股”这一产权特征，导致国资控股公司具有“内部人控制”和“政府行政干预”两个基本治理特征。国资控股公司过度在职消费内生于内部人控制这一治理特征，而政府行政干预会因为模糊高管努力程度与公司业绩之间的关系，进而影响国资控股公司股权激励计划的选择意愿。因此，国资控股公司在在职消费对股权激励选择可能存在替代效应。

具体研究思路如图 1-1 所示。

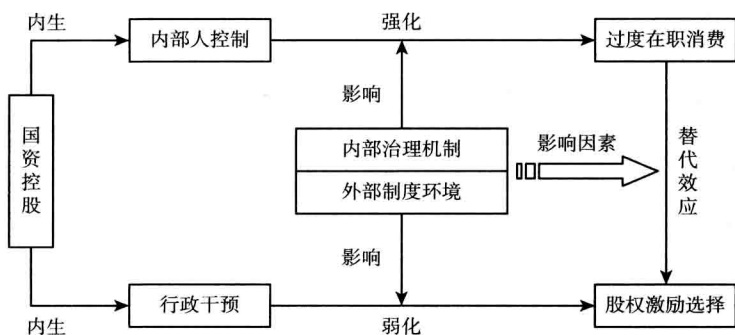


图 1-1 国资控股、股权激励选择与在职消费替代效应
及其影响因素的理论逻辑图

第三节 研究内容与结构安排

一、研究内容

本课题旨在研究在职消费替代效应如何影响国资控股公司股权激励计划选择行为，以及我国国资控股公司内部治理结构和外部制度环境对上述关系的影响，并在此基础上，就如何完善我国国资控股公司股权激励制度提出若干政策建议。具体研究内容包括：