



中青年经济学家文库
ZHONGQINGNIAN JINGJIXUEJIA WENKU

中国上市公司股票期权激励 及其经济后果研究

刘向伟 / 著

ZHONGGUO SHANGSHI GONGSI GUPIAO QIQUAN JILI
JIJI JINGJI HOUGUO YANJIU



经济科学出版社
Economic Science Press

中青年经济学家文库

本成果是：

1. 内蒙古自治区高等学校科学研究项目“环境规制、技术创新与内蒙古资源型企业绩效研究”（批准号：NJZY14018）的研究成果
2. 内蒙古自治区科技厅软科学研究计划项目“环境规制、技术创新与内蒙古资源型企业可持续增长实现路径研究”（批准号：8337 子课题8）的研究成果
3. 内蒙古大学高层次人才引进科研启动项目“中国上市公司股票期权激励及其经济后果研究——基于代理成本视角”（批准号：30105-125149）的研究成果

中国上市公司股票期权 激励及其经济后果研究

——基于代理成本视角

刘向伟 著

经济科学出版社

图书在版编目 (CIP) 数据

中国上市公司股票期权激励及其经济后果研究：基于代理成本视角/刘向伟著. —北京：经济科学出版社，2015.6

(中青年经济学家文库)

ISBN 978-7-5141-5803-8

I. ①中… II. ①刘… III. ①上市公司-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 (2015) 第 120701 号

责任编辑：庞丽佳

责任校对：杨海

版式设计：齐杰

责任印制：邱天

中国上市公司股票期权激励及其经济后果研究

——基于代理成本视角

刘向伟 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

电子邮件：esp@esp.com.cn

天猫网店：经济科学出版社旗舰店

网址：http://jjkxcbs.tmall.com

北京密兴印刷厂印装

710×1000 16 开 11 印张 210000 字

2015 年 6 月第 1 版 2015 年 6 月第 1 次印刷

ISBN 978-7-5141-5803-8 定价：30.00 元

(图书出现印装问题，本社负责调换。电话：010-88191502)

(版权所有 侵权必究 举报电话：010-88191586)

电子邮箱：dbts@esp.com.cn)

前 言

股票期权激励是为解决股份制公司中的股东与经营层之间的委托代理问题而产生的长期激励制度。早在 20 世纪 40 年代，美国已有公司实施经理人股票期权计划。随后，股票期权制度在西方迅猛发展。以股票期权为主体的薪酬制度已经取代了以基本工资和年度奖金为主体的传统薪酬制度，因此股票期权激励制度被认为是 20 世纪 80 年代以来西方企业最富有成效的激励制度之一。随着中国市场经济的发展、技术的不断创新以及证券市场的不断壮大，股票期权激励方式也逐渐被中国理论界和实务界所重视。但是，由于法律、法规、政策以及其他条件的限制，直到 20 世纪 90 年代，我国上市公司才开始试点股票期权激励。在 2005 年之前，股票期权激励仍然处于摸索试探阶段。而我国在 2005 年实行了股权分置改革，这给股票期权激励计划的推行带来了契机。同时，与股权激励配套的法律法规的颁布与实施，也为我国上市公司股票期权激励制度的建立提供了法律支持和操作依据。本书统计了截至 2011 年 12 月 31 日发布股权激励草案的沪深两市数据，提出股权激励方案的上市公司共 354 家，其中采用股票期权激励方式的上市公司是 251 家，占已提出股权激励方案上市公司总数的 70.90%，可见股票期权激励是目前我国上市公司进行股权激励的主要方式，因此有必要对股票期权激励进

行专门的系统的研究。

股权分置改革前,我国上市公司股票期权激励处于试点和探索阶段,前期有关于股票期权的研究侧重描述国外股票期权激励的经验做法,实证研究则更多的是简单的案例研究。股权分置改革后,股权激励实践有了很大的发展,但有关股票期权的研究却大多是包含在高管薪酬、经理人持股和股权激励中。近年来股票期权激励在我国呈现出了蓬勃发展之势,更多的公司则在伺机推出股票期权激励计划。但我国各地方市场化程度不同、公司治理也有别于西方发达国家,在这样的背景下值得我们思考的是,我国上市公司选择股票期权激励计划的影响因素是什么?这其中又有何深层原因?股票期权激励的效果有赖于资本市场和公司治理机制的有效性,在我国现有资本市场和公司治理条件下,股票期权理论上的激励效果在中国实践中能否得以实现,即股票期权经济后果如何?是否有利于降低股东和管理者之间的代理成本?

本书在对国内外学术界有关股票期权激励研究进行系统回顾与梳理的基础上,结合中国的制度背景及市场环境,以股权分置改革后 2006 ~ 2010 年实施股票期权激励的上市公司为研究对象,从代理成本视角分析我国上市公司选择股票期权激励的影响因素及经济后果。在此基础上分析了影响我国上市公司实施股票期权激励效果的主要因素,并尝试在借鉴国际先进经验的基础上,有针对性地提出改进建议。

本书通过运用 Wind 资讯数据库、锐思、CSMAR 数据库和 CCER 数据库,采用规范研究和实证研究相结合的研究方法。对理论基础和国内外文献的梳理总结,及我国制度背景的阐述采用了规范研究法。具体而言,整合了近年来理论界对股票期权激励的研究文献,采用逻辑归纳法从文献综述中剥离出股票期权激励研究的脉络和重心。在此基础上,本书以我国上市公司为研究对象,运用 Excel、SAS 和 Stata 数据处理软件

对搜集的数据进行了整理,对中国上市公司股票期权激励的现状、选择股票期权激励的影响因素和经济后果进行了深入细致的实证研究。本书使用类别分析法、结构分析法以及趋势分析法对样本数据进行描述性统计分析;在检验上市公司选择股票期权激励计划影响因素时则采用了多元线性逻辑回归方法,同时笔者还运用多元线性回归方法建模检验了中国上市公司股票期权激励比例影响因素和代理成本视角下的股票期权经济后果。

本书共8章,具体研究结构如下:

第1章,导论。以事实现象论证主题研究的必要性。由中国上市公司股票期权激励现状引题,针对股票期权在我国呈现出蓬勃发展之势,更多的公司伺机推出股票期权激励计划的现状,思考中国上市公司选择股票期权激励计划的影响因素是什么?我国上市公司实现了怎样的股票期权激励效果?导论由研究背景与意义、目标与思路及研究内容与方法组成。

第2章,理论基础与国内外文献综述。对股票期权激励的委托代理理论、人力资本理论、剩余索取权理论、博弈论及交易费用与产权理论进行了系统梳理和整合;同时理清了股票期权激励文献研究的脉络,从而,找出了我国上市公司股票期权激励研究存在的盲点和主要问题。

第3章,中国上市公司股票期权激励制度的背景与发展现状。分析了我国股票期权激励实施的法律法规,并对股票期权激励现状从总体情况、行业分布、激励模式、方案进度、股票来源和有效期几方面进行了具体的分析。

第4章,代理成本视角下中国上市公司选择股票期权激励影响因素研究。本书以2006~2010年期间公布股票期权激励预案的沪深A股非金融类上市公司为总体研究样本,在控制相关变量的基础上,从制度因

素、公司治理、公司特征及高管特征四个方面对中国上市公司选择股票期权激励的影响因素进行了研究,属于对股票期权激励的事前研究。实证检验得出如下结论:股权性质、股权集中度、高管持股、董事长和总经理两职合一这些公司因素对上市公司是否选择股票期权激励有显著影响;公司特征层面的公司成长性和规模也会对股票期权激励计划产生影响;还有一个重要的影响因素是高管年龄。高管年龄、股权集中度和股权性质对上市公司选择股票期权激励计划的影响显著为负,即股权性质为非国有、股权集中度低、高管年龄较小的公司更有动机实施股票期权激励。两职合一、高管持股、公司的成长性和规模对激励计划的影响显著为正,即高管持股高、董事长与总经理两职合一、成长性好的公司更有动机选择股票期权激励计划。上市公司规模也是影响公司是否选择股票期权激励计划的因素之一,公司规模越大,选择股票期权激励的动机越强。我国上市公司选择股票期权激励计划不是出于流动性限制,而是出于降低股权代理成本的考虑。

第5章,代理成本视角下中国上市公司股票期权激励授予比例影响因素研究。实证检验了股票期权激励授予比例的影响因素。

第6章,代理成本视角下中国上市公司股票期权激励经济后果的实证研究。对股票期权激励的经济后果从代理成本视角进行了实证检验。我国上市公司选择股票期权激励的初衷是使管理层利益与股东利益紧密结合,以降低代理成本,但激励效果并不理想。

第7章,股票期权激励失效的原因及对策建议。从资本市场有效性、公司治理和现行股票期权固有缺陷方面分析了我国上市公司股票期权激励失效的原因,并在此基础上主要针对现行股票期权激励缺陷方面提出了相应的对策建议。

第8章,研究结论与建议。精练全文的研究结论,总结对策建议,

分析贡献与创新,提出进一步可研究的方向。

本书的贡献主要体现在以下几方面:

1. 基于中国上市公司股票期权激励计划的演变历程和实施现状,提出事前影响因素和事后经济后果的研究思路。

2. 本书立足中国实际,对我国上市公司选择股票期权激励计划的影响因素进行分析,样本的选择采用*i*公司满足 $[(t-4, t-3, t-2, t-1, t), (No, No, No, No, Yes)]$ 取值为1,否则取值为0的选取方法,避免了样本的重复选择问题。同时本书的研究发现有别于西方理论和实务,在公司治理层面,我国上市公司的股权性质对上市公司股票期权激励具有显著影响,但是非执行董事对股票期权激励没有影响;样本期内的公司数据不支持“投资视野”假设;公司管制对我国上市公司是否选择股票期权激励计划没有显著影响;本书研究发现负债代理成本与上市公司选择股票期权激励计划无关;我国上市公司选择股票期权激励是出于降低股权代理成本的考虑,不是出于流动性限制。同时本书也对流动性限制作了更为准确的界定。

3. 我国现有对股票期权激励经济后果的研究主要集中在股票期权与企业业绩之间的直接关系上。但股票期权激励与业绩之间关系的因果方向是不清晰的,而本书从代理成本视角对股票期权激励与代理成本的关系进行了研究。

目 录

第1章 导论	1
1.1 研究背景与意义	1
1.2 研究目标与思路	5
1.3 研究内容与方法	6
1.4 研究创新	9
第2章 理论基础与国内外文献综述	11
2.1 基本概念界定	11
2.2 理论基础	14
2.3 国内外文献综述	24
第3章 中国上市公司股票期权激励制度的背景与发展现状	42
3.1 背景	42
3.2 发展历程	46
3.3 发展现状	47

第4章 代理成本视角下中国上市公司选择股票期权

激励影响因素研究	57
4.1 引言	57
4.2 理论分析与研究假说	59
4.3 研究设计	64
4.4 实证结果分析	69
4.5 稳健性检验	80
4.6 本章结论	84

第5章 代理成本视角下中国上市公司股票期权激励

授予比例影响因素研究	85
5.1 引言	85
5.2 理论分析与研究假说	86
5.3 研究设计	88
5.4 实证结果分析	90
5.5 稳健性检验	94
5.6 本章结论	95

第6章 代理成本视角下中国上市公司股票期权激励

经济后果的实证研究	97
6.1 引言	97
6.2 理论分析与研究假说	97
6.3 研究设计	98
6.4 实证结果分析	106

6.5 稳健性检验	115
6.6 本章结论	118
第7章 股票期权激励失效的原因及对策建议	120
7.1 股票期权激励失效的原因分析	120
7.2 对策建议	126
7.3 本章结论	133
第8章 研究结论与建议	134
8.1 研究结论	134
8.2 政策性建议	136
8.3 研究局限及展望	138
参考文献	140
后记	162

第 1 章

导 论

1. 1

研究背景与意义

1. 1. 1 研究背景

随着公司控制权与所有权的分离，股东与管理层之间的委托代理问题成为公司治理中的一个重要问题，激励则是解决代理问题的基本方式和途径。股票期权激励作为一种长效激励机制，在国外得到了广泛的应用。早在 20 世纪 40 年代，美国已有公司实施经理人股票期权计划。随后，股票期权制度在西方迅猛发展。自 20 世纪 80 年代以来，国外公司开始大量采用股票期权作为其经理人的激励方式，经理人薪酬中股票期权收益的比重也越来越高。有研究表明 20 世纪 90 年代末，《财富》500 强中 90% 以上的公司都对其经理人员采取了经理人股票期权激励计划。经理人股票期权报酬占经理人总报酬的比重也从 20 世纪 80 年代中期的 20% 上升到 2000 年的 50%。在 1994 ~ 2004 年，

CEO 股票期权的使用比例在 66% ~ 77% 之间波动, 获得股票期权收入首席执行官的比例稳步地从 87% 提高到 96%。

随着市场经济的发展以及证券市场的不断壮大, 股票期权激励方式也逐渐被中国实务界和理论界所重视。20 世纪 90 年代, 我国上市公司开始借鉴股票期权激励的做法。但是, 在 2005 年之前, 由于法律法规和历史原因造成的资本市场股权分置问题, 股票期权激励计划仍然处于摸索试探阶段, 无法得到真正的实施。股权分置是影响我国资本市场规范性的重要因素, 与此同时, 股票期权相关法规的不健全也间接影响了其有效实施。这个阶段的股票期权激励没有得到广泛的推广应用。

2005 年我国进行的股权分置改革给股票期权计划的推行带来了新的契机。2006 年年底 92% 的公司通过并实施了“股改”方案。股权分置改革使得中国上市公司的股权开始进入全流通时代, 我国资本市场的功能都得以正常发挥, 使得在中国上市公司实行股票期权激励成为可能。

股权分置改革解决了中国股市的全流通问题, 与此同时, 《中华人民共和国公司法》、《中华人民共和国证券法》的修订, 也形成了良好的法律环境以促进股票期权激励制度的推行。证监会相继颁布了《上市公司股权激励管理办法(试行)》和《股权激励有关事项备忘录》1 号、2 号、3 号对股权激励做出了明确的规定。国资委也陆续出台了《国有控股上市公司(境外)股权激励试行办法》和《国有控股上市公司(境内)股权激励试行办法》, 进一步明确了国有企业的具体规范。财政部公布的《新企业会计准则第 11 号——股利支付》、《关于个人股票期权所得征收个人所得税问题的通知》等也为上市公司股票期权激励操作提供了依据。

截至2011年12月31日,在沪深两市发布股权激励方案的上市公司共有354家,其中有251家上市公司实施了股票股权激励制度,占到样本总数的70.90%,由此可见,股票期权激励是目前中国上市公司进行股权激励的最主要方式。

在制度不健全、法律不规范情况下,股票期权激励仍处于试点阶段时,理论界对股票期权的研究还仅限于对西方股票期权经验的介绍,或是对试点公司的简单案例分析。以股票期权激励为代表的激励制度的建立和完善是一项系统工程,经济体制、市场竞争机制、公司治理模式和企业特征等方面的差异都会对股票期权激励产生影响。目前仍不断有上市公司推出股票期权激励计划,那么这些中国上市公司选择股票期权激励计划的影响因素是什么?在现有的资本市场和公司治理机制下,股票期权激励是否能发挥其应有的作用?影响股票期权激励制度能否有效推行的因素有哪些?现行股票期权激励模式实施过程中遇到了哪些问题?这也是本书在股票期权激励中所感受到的重要性,笔者将从代理成本的角度对此进行研究。

1.1.2 研究意义

1. 理论意义

首先,本书丰富了中国上市公司选择股票期权激励影响因素的相关文献。

股权分置改革前,由于制度的不健全和法律法规的不规范,中国上市公司的股票期权激励大多处于试点和探索阶段。所以,早期有关股票期权的研究更多的是介绍、描述和借鉴国外股票期权激励的经验

做法和对本土试点的简单案例分析。而现有的研究则更多的是将股票期权混合于股权激励之中进行研究的，而股票期权激励不同于股权激励，因此有必要专门对股票期权进行系统研究。但目前的研究更多的是关注股票期权激励的事后效应，而对中国上市公司选择股票期权激励计划的影响因素的分析较为忽视。笔者则基于中国实际情况，以实证的方法在控制了相关变量后，从制度因素、公司治理因素、公司特征及高管特征四个方面分析了影响我国上市公司选择股票期权激励制度的因素。本书系统地分析了上市公司股票期权激励倾向的行为特征，丰富了企业薪酬激励问题的研究。

其次，目前，我国学者的研究主要是通过分析股票期权激励与企业业绩的相关性以判断股票期权激励的效果，但股票期权激励与业绩之间的关系的因果方向是不清晰的，而且股票期权激励和企业业绩之间也不存在简单的事先可以确定的稳定的均衡关系，因此，有关期权激励与公司业绩关系的研究结论并不一致。股票期权激励作为一种长效激励工具，目的就是使管理层利益与股东利益保持一致，降低代理成本，笔者则从代理成本的视角研究中国上市公司股票期权激励的效果，即股票期权激励与代理成本的关系，以期丰富股票期权激励效果的相关文献，为我国上市公司股票期权激励的运用提供有益的理论补充。

2. 实践意义

股票期权激励制度在中国才刚刚开始，政府、公司、管理者与投资者等相关利益主体对于股票期权激励制度还处于摸索阶段，因此本书的研究结果将有助于我们更好地理解中国上市公司的股票期权激励，为我国股权激励制度设计提供数据的支持。

首先，对于未实施股票期权的公司来说，本书的研究结论有利于

其了解上市公司选择股票期权激励计划的影响因素，未实施股票期权的公司可以通过分析自身公司治理、公司特征、高管特征及行业管制情况设计符合本公司特点的股票期权激励方案。

其次，对于债权人来说，本研究结论将有助于债权人根据股票期权激励评价公司的风险，即股票期权激励加大了债权人的代理成本，管理层的最优报酬结构并不是完全由股票的代理成本所决定的，而是由股票和负债的代理成本共同决定的，所以债权人应该积极参与到上市公司股票期权激励计划的制订中。

最后，对于监管部门来说，本研究结论有利于监管部门合理的制定上市公司股票期权激励的发展战略。虽然实施股票期权激励的初衷是管理层与股东的利益保持一致，降低代理成本，但股票期权的激励效果却受到现行股票期权自身缺陷、资本市场和公司治理有效性的影响，在政策制定上应充分考虑这些因素，尽可能创造有利条件，提高资本市场的有效性、完善上市公司治理结构、实行指数化股票期权，使股票期权发挥更加积极的作用。

1.2

研究目标与思路

笔者在对国内外学术界有关股票期权激励研究成果进行系统回顾和梳理的基础上，结合中国特殊的制度背景和市场环境，从代理成本的视角分析我国上市公司选择股票期权激励的影响因素和激励效果，并对理论假说进行了大样本的实证检验。本书在影响因素和效果分析的基础上，尝试借鉴国际先进经验，有针对性地提出上市公司股票期权激励应用的政策建议。具体研究思路如图1-1所示。

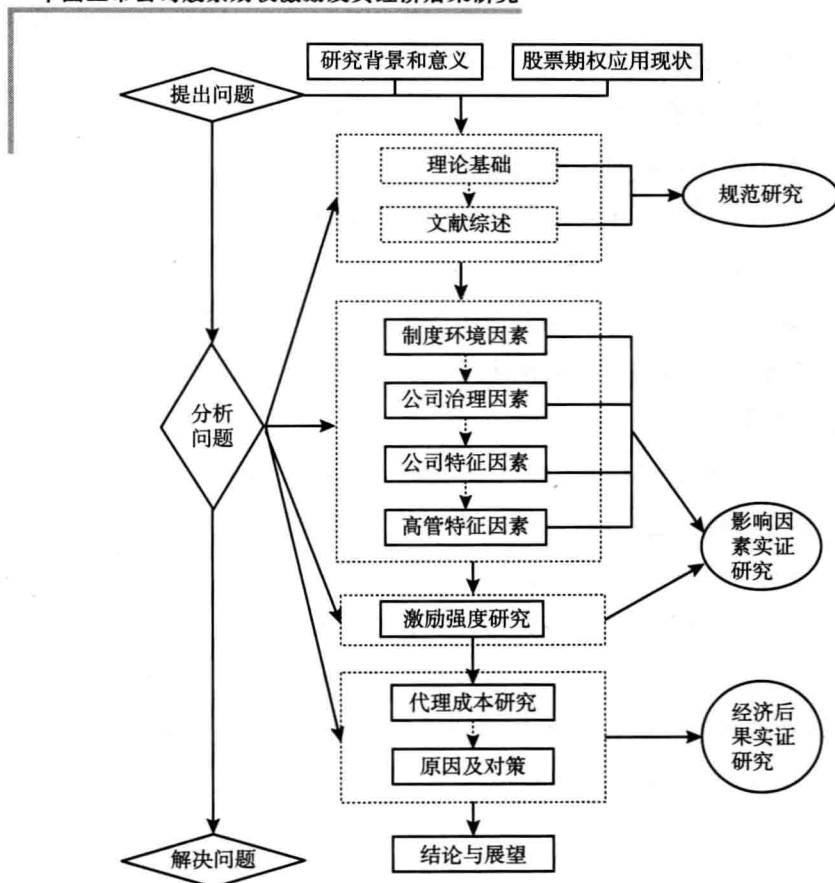


图 1-1 研究思路图

1.3

研究内容与方法

1.3.1 研究内容

全书共 8 章。