

北京工商大学财务与会计学术前沿论丛

Frontier Academic Collection on Finance and Accounting of Beijing Technology and Business University

◎ 曹阳 著

Study on the Effect of the Implementation of
Executive Stock Incentives by Chinese Listed Companies

中国上市公司高管层 股权激励实施效果研究

**Study on the Effect of the Implementation of
Executive Stock Incentives by Chinese Listed Companies**



经济科学出版社
Economic Science Press

北京工商大学财务与会计学术前沿论丛

Frontier Academic Collection on Finance and Accounting of Beijing Technology and Business University

◎ 曹阳 著

中国上市公司高管层 股权激励实施效果研究

Executive St

Implementation of
Listed Companies



经济科学出版社
Economic Science Press

图书在版编目 (CIP) 数据

中国上市公司高管层股权激励实施效果研究 / 曹阳著.
—北京: 经济科学出版社, 2008. 8
(北京工商大学财务与会计学术前沿论丛)
ISBN 978 - 7 - 5058 - 7550 - 0

I. 中… II. 曹… 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 143570 号

责任编辑: 杨秀华 莫雯舫
责任校对: 王肖楠
版式设计: 代小卫
技术编辑: 邱 天

中国上市公司高管层股权激励实施效果研究

曹 阳 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
总编室电话: 88191217 发行部电话: 88191540

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

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

北京密兴印刷厂印装

880 × 1230 32 开 7.5 印张 180000 字

2008 年 8 月第 1 版 2008 年 8 月第 1 次印刷

ISBN 978 - 7 - 5058 - 7550 - 0/F · 6801 定价: 18.00 元

(图书出现印装问题, 本社负责调换)

(版权所有 翻印必究)

总 序

北京工商大学会计学学院

在人类管理实践的过程中，财务与会计学术前沿研究一直起着很重要的导向作用。财务与会计学术前沿问题是财务与会计研究的探索点和制高点，这些问题具有下列基本特征：（1）基础性。其作用在于填补某一领域的空白；（2）关键性。其作用在于对某些问题取得重大的突破；（3）深刻性。其作用在于能揭示财务与会计事件的内在规律；（4）复杂性。其作用在于能从纷繁复杂的财务与会计事件中理清思路，理出头绪，化繁为简；（5）前瞻性。其作用在于高瞻远瞩，预测未来。由于上述基本特征，我们可以说，攻克财务与会计学的难题就意味着财务与会计学的革命，意味着创新，意味着对专业发展的贡献。

北京工商大学财务与会计学术前沿论丛是一系列当代财务与会计领域里的前沿性论著，这套丛书是由北京工商大学会计学院一批中青年教授和博士在其研

究课题、博士论文或博士后研究报告的基础上修订完成的，是一套充满着求实创新与改革发展气息的论丛。他们的研究内容和所形成的每一项研究成果，都体现了财务、会计改革对我国社会主义市场经济运行的回应，也充分显示出对财务与会计学术领域迫切需要研究与解决问题的理论创新。因此，本套丛书具有十分重要的理论意义和实践价值。

本套丛书的特点：（1）学术性强。本套丛书作为北京工商大学会计学院的研究力作，不仅传承传统，更是紧盯现实，十分注重严密的逻辑推理和论证，它从财务与会计的复杂现象中抓住本质，把握规律。每本书都对经典文献进行了回顾和评论，在前人研究的基础上对财务与会计的现状和发展趋势做出了进一步的探求，进而深化和丰富了主流理论的实务。（2）注重方法论的运用。在财务与会计前沿的研究中，方法论的规范化是十分重要的。当新的理论被提出时，必须严格检验那些依照这个理论的逻辑推演产生的结论是否与所要解释的经验事实相一致。如果一致，就是不被证伪的，这个理论暂时就可以被接受；如果不一致，这个理论就必须受到修正或摒弃。（3）理论研究和政策建议相结合。国外经济理论研究的平台是发达国家已经存在的市场经济状态，其重点也在于分析均衡市场中的可能性及现实性，但对于像中国这样的发展中国家，理论研究平台与国外有很大距离，我们的市场正在形成中，人们的经济行为不能简单地用代表性行为人来给定，所以，在经济没有完全市场化的环境中，中国经济问题的研究特别要突出中国特有的政治、制度、环境等背景和特征。同时，中国正处于大变革时期，政策层面的变革将对未来中国经济产生深远的影响。因此，理论从实践中来，也必须回到实践中去，为国家的经济发展和改革提供政策支持正是本丛书之特征所在。

有抱负的青年学者们勇于探索、积极实践的精神是令人欣慰和赞赏的。他们以更宽泛的视野和更积极的态度投身于中国现实问题的研究中，其论题涉及会计、审计、财务管理、税收等多个领域，

同时，他们的研究还打破学科界限，融合管理学、经济学和金融学等多学科知识，力图实现对问题的整合性研究，这正是当代科学探索的一种新范式。北京工商大学会计学院团队将以不懈的努力为财务、会计领域的改革与创新做出贡献。

北京工商大学副校长 谢志华博士

2006年10月26日

前 言

中国于2005年5月开始实施具有重要意义的股权分置改革，并促使中国股票市场结构转型。同年新《公司法》和新《证券法》出台，2006年中国证监会和国资委有关上市公司股权激励实施和管理法规出台并实施。在上述法规制度的推动下，曾经阻碍中国上市公司实施高管层股权激励的制度障碍被逐渐清除，高管层对股权激励报酬的热情空前高涨。中国上市公司（特别是国有控股上市公司）高管层股权激励问题也越来越受到理论界、实务界以及政府部门的高度关注。

从理论上讲，现代公司制企业所有权和控制权分离，由于作为经营者的高管层和股东的目标和利益不完全一致，加之他们之间的信息不对称，最终导致了委托代理问题和高管层激励约束问题的产生。从激励约束问题产生的实质上看，高管层的薪酬无疑是最直接的影响因素，因为薪酬激励可以真正体现责任、风险与利益相一致的原则。而高管层股权激励作为一种重要的薪酬激励模式，已被认为是公司治理中极为重要的机制之一，它通过让高管层以

各种形式持有一定数量的公司股票（或与股权有关的其他形式的类股票），使高管层和股东的利益趋于一致，从而解决委托人和代理人之间的利益冲突问题。在欧美等资本市场成熟的国家，于 20 世纪 50 年代产生并逐渐蓬勃发展起来的高管层股权激励已被证明是解决现代企业委托代理问题的重要途径，是促进公司高管层与股东形成利益共同体的有力手段。但是，在 20 世纪 90 年代后期，特别是在 21 世纪初，却因高管层股权激励的滥用，引发了一系列美国知名公司（譬如，美国安然、世通等公司）的会计舞弊丑闻。如何使高管层股权激励发挥正向激励作用已经成为困扰实务界和理论界的难题。那么，在真正意义上的股权激励在中国从试点到推行近 9 年的今天，全面地、系统地研究中国上市公司实施高管层股权激励的效果，并吸取国外成功的经验，为股权激励制度在中国健康地、可持续地发展提供新的理论依据和经验证据就显得极具现实指导意义。

本书以中国上市公司高管层股权激励实施效果为研究主题，采用规范研究与实证研究相结合的方法，从理论和经验两个方面对中国上市公司高管层股权激励的实施效果及内在机理做了全面、系统、深入的分析和检验，全书共六章，各章的内容安排如下：

第一章为导论。本章主要阐述选题动机和相关的基本概念。

第二章为高管层股权激励的理论诠释。本章主要阐述股权激励的理论基础，具体内容有激励的形成与激励理论、经济学激励理论及激励模式、股权激励理论的研究和发展，并从理论上诠释国有企业高管层激励的特殊性。

第三章为中国上市公司高管层股权激励历史变迁与资本市场特征。本章回顾了中国上市公司实施高管层股权激励的发展历程、股权激励形式与困惑，分析了中国资本市场的特殊发展轨迹与现行特征。

第四章为中国上市公司高管层股权激励实施效果的实证分析。利用中国上市公司对外公开披露以及可以直接从公开渠道取得的信

息,采用比较分析的方法,利用 98 家样本公司数据,分析了中国上市公司高管层实施股权激励的会计业绩。采用事件研究法,利用市场调整模型,通过收集的 44 家样本公司数据,分析了中国上市公司高管层实施股权激励计划的市场反应效果。采用扩展的琼斯(Jones)模型和 DD 会计模型,利用 83 家样本公司数据和公开信息,探讨高管层股权激励中是否存在盈余管理行为。

第五章为中国上市公司高管层股权激励现行实施效果的原因剖析。由于利用公开信息无法进一步分析影响中国上市公司高管层股权激励效果的深层次原因,故本章采用问卷调查方式,利用了李克特量表法,通过对收回的 33 家正在或曾经实施股权激励上市公司的调查问卷统计结果进行分析取证。

第六章为全书总结。具体内容包括研究结论与政策建议、研究的局限性以及今后有待进一步研究的问题。

尽管近年来关于上市公司高管层股权激励实施及其效果的问题已成为国内学者关注和研究的焦点问题,但本书在研究样本的全面性、研究思路的系统性、研究方法的互补性、研究问题的深入性以及研究手段的多样性方面,为已有的研究提供了新的结论和证据。具体而言,本书的改进和创新主要体现在以下五个方面:

第一,本书的研究数据定位于上市公司的公开信息和非公开信息,突破了已有研究文献的取数套路,非公开信息的引入使本书对高管层股权激励实施效果的原因分析提供了更具实践指导意义的证据支持。

第二,在利用上市公司公开信息进行上市公司高管层实施股权激励的会计业绩分析时,本书严格按照股权激励的真正内涵,全面查找到了 2004 年底以前实施股权激励的上市公司 149 家,进行科学剔除后,得到有效的并可作为实证研究的样本 98 家,并引入配对样本,从样本总体角度比较了实施股权激励公司与未实施股权激励公司、实施股权激励前后期的会计业绩;从样本局部角度分别比较了不同最终控制人公司、采取不同股权激励形式公司、不同行业

样本公司在实施股权激励后的会计业绩。无论是样本量、分析方法和分析视角，都在国内已有文献的基础上有所突破。通过分析结论，笔者首次提出，由于内部环境和外部环境的不成熟，中国上市公司在该研究期间实施的高管层股权激励还处于“伪股权激励”阶段。

第三，本书从股权激励的市场反应角度探讨了中国上市公司高管层股权激励计划的市场业绩。目前中国关于上市公司高管层股权激励计划市场反应的研究文献极其罕见，笔者还只是通过 2007 年的专业研讨会收集到两篇文献，但这两篇文献都存在样本公司选择不当的问题，即没有控制窗口期内样本公司有其他重大事件公告的影响。不仅使衡量市场反应业绩指标的变动受到干扰，研究结论在科学性方面受到严重质疑。本书在样本选择上全面考虑了上述因素，并且还考察了国有控股上市公司和非国有控股上市公司在公告实施股权激励时的市场反应是否存在差异、上市公司在“牛市”和“熊市”时期公告实施股权激励时的市场反应是否存在差异等问题。

第四，进一步探讨了高管层是否会因股权激励而存在盈余管理的行为。目前国内关于股权激励中盈余管理行为问题的研究还处于起步阶段，已有的少量文献由于收集早期实施股权激励公司数据的困难，而存在样本选择上的不适当，在研究方法上有的也不尽合理，相关结论也缺乏说服力或可信度，因此，本书的相关研究提供了新的证据和结论。

第五，为了真正全面、系统、深入地了解上市公司实施高管层股权激励效果的深层次原因，笔者还考虑了寻找公司对外披露的业绩数据背后的一些有助于挖掘深层次问题的非公开信息，解决的办法就是设计并发放以财务问题为核心的高管层股权激励应用情况调查问卷表，发放对象为截至 2007 年底正在或曾经实施过高管层股权激励的 201 家上市公司，填表人员指定为公司财务负责人。最终收回问卷 43 份，其中，有效问卷 33 份。该做法填补了国内在该领

域的研究空白，在一定程度上克服了已有文献仅仅利用公司对外披露的信息、通过建立在大量假设基础上的数学模型可能得出错误甚至不完整的结论这一问题。

由于中国股票市场正处于存在诸多不确定因素的转型期，宏观环境的改变必定影响上市公司股权激励的实施效果，所以，对本书所探讨的问题仍有进一步研究的价值。

本书也是北京市教委重点课题“国有企业经营管理者激励和约束机制研究”（项目编号：0142131301）和北京市优秀人才培养资助 D 类项目“我国国有上市公司高管层激励模式的效果分析与制度改进”（项目编号：20061D0500300134）的阶段性研究成果。

作者

2008 年 6 月 15 日

目 录

第一章 导论 / 1

第一节 问题的提出 / 1

第二节 高管层与股权激励的内涵 / 5

第二章 高管层股权激励的理论诠释 / 17

第一节 激励理论概览 / 17

第二节 高管层股权激励的理论基础 / 25

第三节 股权激励理论的研究、发展与效果 / 32

第四节 中国上市公司高管层薪酬激励特殊性的 理论诠释 / 37

第三章 中国上市公司高管层股权激励的历史变迁 与资本市场特征 / 41

第一节 高管层股权激励在中国的实践 / 41

第二节 高管层股权激励的主要形式 / 45

第三节 中国资本市场的特殊发展轨迹与现行特征 / 58

第四章 中国上市公司高管层股权激励实施效果的 实证分析 / 66

第一节 高管层股权激励的会计业绩分析 / 66

第二节 高管层股权激励中的盈余管理行为分析 / 107

第三节 高管层股权激励的市场反应分析 / 129

第五章 中国上市公司高管层股权激励现行实施效果的原因剖析

——基于实施股权激励上市公司的问卷调查与分析 / 156

第一节 问卷发放、样本特征及分析方法 / 158

第二节 高管层股权激励的现状与效果自评 / 160

第三节 业绩评价在股权激励效果中的影响分析 / 165

第四节 影响高管层股权激励实施效果的因素分析 / 171

第五节 促使股权激励有效发挥作用还需要加强的工作 / 177

第六章 结论、政策建议与研究展望 / 180

第一节 结论和政策建议 / 180

第二节 研究局限与研究展望 / 184

附录 / 186

附录一 98家实施股权激励样本公司基本情况统计表 / 186

附录二 44家样本公司综合信息汇总表 / 193

附录三 中国上市公司高管层激励模式应用情况问卷调查表 / 196

附录四 201家调查问卷发放对象一览表 / 203

参考文献 / 206

后记 / 223

第一章

导 论

第一节 问题的提出

从 1999 年 8 月中共中央十五届四中全会报告提出“对企业高管层和技术骨干实行包括期权在内的股权激励”，到 2006 年初证监会颁布并实施《上市公司股权激励管理办法》，中国企业推行真正意义上的股权激励仅经历了 7 年的时间，与欧美等发达国家股权激励已经走过半个世纪的历程相比，还处在股权激励的初级阶段。随着股权分置改革的顺利完成，中国上市公司（特别是国有控股上市公司）高管层股权激励问题越来越受到理论界、实务界以及政府部门的高度关注。

现代公司制企业所有权和控制权分离，由于作为公司经营者的 高管层和作为公司所有者的股东之间存在目标和利益上的不一致，加之他们之间的信息不对称，最终导致了委托代理问题和高管层激励约束问题的产生。从激励约束问题的实质上看，高管层薪酬激励无疑是最直接的影响因素，因为薪酬激励可以真正体现责任（高

管层业绩 = 企业业绩^①)、风险与利益(激励形式、条件和力度)相一致的原则。可以说,高管层股权激励作为一种重要的薪酬激励模式,是公司治理中最重要的机制之一,它通过让高管层以各种形式持有一定数量的公司股票(或与股权有关的其他形式的类股票^②),达到高管层和股东利益趋于一致的目的,从而从源头上解决了高管层与股东之间的利益冲突问题。

在欧美等资本市场成熟的国家,高管层股权激励已被证实是解决现代企业委托代理问题的重要途径,是促进公司高管层与股东形成利益共同体的有力手段。美国经验证明,于20世纪50年代产生并逐渐蓬勃发展起来的高管层股权激励在促进公司价值创造、推进经济增长等方面发挥了积极作用,被认为是美国新经济的推动器,在《财富》杂志评出的全球500家大型工业企业中,有89%的企业实行了高管层股权激励制度。从高层管理者的收入构成看,目前股票期权收入已成为美国CEO收入中的最大部分。1992年标准普尔500的CEO总收入中股票期权在授予日的价值只占25%,到1998年就上升为40%。其他西方国家如英国、法国、加拿大等国也都使用股权激励公司的经营者(Brian J. Hall、Kevin J. Murphy, 2000)。可见,在西方国家,股权激励已成为公司激励高管层所广泛采用的手段。但是,在20世纪90年代后期,美国的公司治理模式逐渐暴露出了许多问题,特别是在21世纪初出现的一系列大公司和知名会计师事务所共谋的会计舞弊丑闻。导致会计舞弊的原因很多,其中,最引人注目的问题就是上市公司高管层过高的薪酬,尤其是薪酬中股票期权的滥用引发了广泛的质疑和争议。美联储主席格林斯潘(2002年4月)指出,一些公司出现巨大的财务“黑

① 虽然从严格意义上讲,高管层的个人业绩与企业业绩并不能完全等同,但考虑到企业高管层对企业业绩的决定作用,一般使用企业业绩来衡量高管层的个人业绩,本书不加区分地使用企业业绩和高管层个人业绩。

② 譬如业绩单位、虚拟股票、股票增值权等,在本章第二节的股权激励种类部分将详细阐述它们的概念、特点及优缺点。

洞”，股票期权是漏洞之一。美国《商业周刊》也指出，股票期权曾像魔法一般刺激了美国 20 世纪 90 年代的经济繁荣。但在那时，人们只看到了股票期权作为一项激励制度，解决委托代理问题的正面效应，却没有看到它是一把“双刃剑”，忽视了其深刻的内在缺陷。在股票期权成为经理人报酬的主要来源而又缺乏透明度和有效监督的前提下，当公司的长远发展出现问题时，股票期权的内在缺陷会使激励制度发生异化，成为公司造假的内在驱动力，制造公司繁荣假象，以推动公司股价上涨（张红凤，2003）。2003 年，美国的微软公司和花旗集团宣布放弃股票期权制度，将这种质疑再次推向高潮。因此，学术界、政府和市场各参与主体开始对高管层股权激励的作用、与公司治理的关系、相关配套的制度进行反思和重新审视。

随着中国资本市场、市场经济以及现代企业制度的不断完善和快速推进，近年来，中国上市公司高管层（特别是国有控股上市公司）过高的现金薪酬越来越受到社会各方面的质疑，推行与风险和责任相匹配的股权激励已是大势所趋，所以，高管层薪酬激励模式的有效选择已经成为困扰中国实务界和理论界的管理难题。

上市公司高管层股权激励模式作为最重要的长期激励制度，在中国的发展起源于 1984 年企业股份制改造时出现的内部职工股，当时员工个人开始购买本企业股票，这是高管层持股的一大来源。深圳万科集团于 1993 年实施股权激励，是中国上市公司中第一家“吃螃蟹”的企业。从 1997 年开始，上海市率先推出企业高管层股权激励分配制度的试行方案，上海仪电控股（集团）公司成为第一家实行股权激励分配制度的国有企业。在之后的十几年里，由于高管层股权激励在中国的实施环境中不断完善，市场各参与主体对高管层股权激励的作用逐步达成共识。2003 年 11 月 25 日，国务院国资委颁布了《中央企业负责人经营业绩考核暂行办法》，并于 2004 年 1 月 1 日开始施行，明确提出对国有企业高管层推行年薪制，并逐步推行中长期激励机制，其中， $\text{年薪} = \text{基薪} + \text{绩效年薪} + \text{中长期激励}$ 。目前，国资委对国有控股上市公司中长期激励控

制的力度很大，并主要根据“利润指标 + 净资产收益率 + 主营业务增长率 + 国有资产保值增值率”四个指标来考核国有企业高管层的业绩。在 2005 年，中国全面实施上市公司股权分置改革前，已有一百多家上市公司实施了股权激励。随着中国上市公司股权分置改革的顺利完成，股票实现全流通的预期已基本达到。中国证监会于 2006 年初颁布并实施了《上市公司股权激励管理办法》，同年 9 月 30 日，国资委会同财政部联合下发了《国有控股上市公司（境内）实施股权激励试行办法》。针对企业在实施股权激励中存在的问题，为了进一步规范公司的股权激励行为，证监会于 2008 年 5 月 6 日又发布了《股权激励有关事项备忘录 1 号》和《股权激励有关事项备忘录 2 号》。上述一系列法规政策的出台，说明在上市公司中推行责任、风险、利益相结合的高管层股权激励已是大势所趋，并且相关制度越来越完善。

在股权激励计划的具体操作上，西方经济学理论和管理学理论的不断发展为我国研究上市公司高管层股权激励问题提供了理论基础，而中国证券市场的超常规发展，则为高管层股权激励问题的研究提供了大量素材。虽然理论界和实务界对高管层股权激励的必要性已达成一致，但是，从中国目前已有的研究文献看，中国上市公司实施高管层股权激励的效果是好是坏，并没有达成共识。大量实证论文都直接采用高管层持股比例作为衡量高管层股权激励额度的变量，通过建立数学模型进行实证研究，并分析原因，提供政策建议。但是，笔者认为高管层持股并不能等同于高管层股权激励，因为在 70% 以上的高管层持股样本公司中，高管层持股是由于实施内部员工持股计划形成的，而员工持股计划在中国还主要是一种企业职工福利，不能真正起到激励高管层的作用。从严格意义上讲，在采用实证方法探讨高管层股权激励效果时，用于研究的样本公司不应包括实施员工持股计划的公司。故基于高管层持股选择样本进行实证研究的文献，其分析结论的利用和参考价值就大打折扣了。并且，这些研究文献还因研究方法和研究时期的不同而存在矛盾和