

上市公司高管股权激励效果研究

基于中国A股上市公司的证据

SHANGSHI GONGSI GAOGUAN
GUQUAN JILI XIAOGUO YANJIU

白庆辉◎著



中国财经出版传媒集团
中国财政经济出版社

感谢教育部人文社会科学青年基金项目（编号：17YJC790001）的支持！

上市公司高管股权 激励效果研究

——基于中国 A 股上市公司的证据

白庆辉 著

中国财经出版传媒集团

中国财政经济出版社

图书在版编目 (CIP) 数据

上市公司高管股权激励效果研究：基于中国 A 股上市公司的证据 / 白庆辉著. —北京：中国财政经济出版社，2018. 1

ISBN 978 - 7 - 5095 - 8048 - 6

I. ①上… II. ①白… III. ①上市公司 - 管理人员 - 激励 - 研究 - 中国 IV. ①F279. 246

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2018) 第 025895 号

责任编辑：卢元孝

责任印制：刘春年

封面设计：孙俪铭

责任校对：李 丽

中国财政经济出版社 出版

URL: <http://www.cfeph.cn>

E-mail: cfeph@cfeph.cn

(版权所有 翻印必究)

社址：北京市海淀区阜成路甲 28 号 邮政编码：100142

营销中心电话：010 - 88191537 北京财经书店电话：64033436 84041336

北京财经印刷厂印装 各地新华书店经销

710 × 1000 毫米 16 开 10 印张 200 000 字

2018 年 1 月第 1 版 2018 年 1 月北京第 1 次印刷

定价：58.00 元

ISBN 978 - 7 - 5095 - 8048 - 6

(图书出现印装问题，本社负责调换)

本社质量投诉电话：010 - 88190744

打击盗版举报热线：010 - 88191661、QQ：2242791300

前 言

上市公司管理层的股权激励问题，一直是国内外研究的热点，其目的是解决困扰现代企业的委托代理问题，虽然我国在 20 世纪 80 年代就开始股权激励的尝试，但我国真正意义上的股权激励则是从 2006 年开始的。随着股权分置改革成功落幕，以及新《公司法》和新《证券法》的颁布实施，2005 年 12 月 31 日，中国证监会发布了《上市公司股权激励管理办法（试行）》。这些法律、法规的出台，为股权激励构建了较完善的法律框架基础，标志着我国上市公司开始了股权激励新纪元。从 2005 年 7 月 1 日到 2012 年 12 月 31 日，中国 A 股上市公司共有 419 家发布了股权激励的预案。或许受到 A 股市场连续几年低迷的影响，发布股权激励预案的 419 家公司很多最终却放弃了股权激励计划，有些公司则是在实施后不久被迫中止了股权激励计划。

在国内外关于股权激励的众多研究中，对于股权激励的效果问题关注甚多，它们从不同角度探讨了股权激励的效果问题。例如，有研究从股权激励的正面影响出发，研究股权激励的激励效应问题（Healy, 1985）^[1]；有研究从股权激励的负面影响出发，研究股权激励引发的高管盈余管理问题（Qiang Cheng and Terry D. Warfield, 2005）^[2]；有研究从股

权激励的具体效果出发，发现股权激励不仅存在着激励效应，还存在着福利效应（吕长江、郑慧莲等，2009）^[3]；有研究从公司治理的角度出发，发现董事会的人员结构也可影响股权激励效果（王华、黄之骏，2006）^[4]；等等。本书在以往研究的基础上，基于中国 A 股这一特定资本市场环境，从几个重要方面考察了股权激励的效果，并获得了新的发现。本书基本思路是：一方面从投资者的角度，研究中国 A 股上市公司股权激励方案发布的“市场效应”，即 A 股投资者对于上市公司发布股权激励的态度；另一方面从管理者的角度，基于管理者权力理论，研究中国 A 股上市公司股权激励决策的影响因素，并研究在股权激励方案设计中是否存在高管“自利性”。以下对此详细阐释：

（1）股权激励方案发布的市场效应。

对于上市公司的股权激励计划，投资者的态度如何？投资者是否会做出积极的回应？本书采用事件研究法，通过分析股权激励计划预案日前后不同窗口期的平均超额收益率（AAR）和累计超额收益率（CAR），依此判断上市公司投资者对于股权激励计划的态度。研究表明，上市公司投资者会对上市公司的股权激励方案发布会做出积极反应。不仅如此，从股权激励方案的具体内容来看，投资者对于采用股票期权方式的激励方案比采用其他方式的股权激励方案的回应更为积极；投资者对于激励有效期 5 年以上（不含 5 年）的激励方案比激励有效期 5 年以下（不含 5 年）的激励方案回应得更为积极；投资者对于行权业绩条件量化的股权激励方案比行权业绩条件不量化的股权激励方案的回应更为积极。研究结论表明，投资者可以识别股权激励方案的具体设计的

差别，并会对此产生不同的反应，从而会影响企业的市场价值。

(2) 股权激励计划实施的影响因素。

上市公司为何实施股权激励计划？在中国 A 股 2400 多家上市公司中，为何有的公司选择了股权激励计划？而有的公司没有选择股权激励计划？本书研究的创新点在于，本书基于管理层权力理论分析上市公司的股权激励与管理者权力的相关性，即股权激励计划多大程度受到管理者权力的影响。研究表明，在关于管理层权力特征的 8 个要素中，其中 6 个对上市公司实施股权激励计划有显著影响。这说明，我国上市公司实施股权激励计划与上市公司管理者权力有着密切关系，股权激励计划受到管理层权力因素的驱使，某种程度上成为管理层寻租的结果。

(3) 股权激励方案设计中的“自利性”分析。

截至 2012 年年底，中国 A 股上市公司共有 419 家公司发布了股权激励计划预案，预案虽然不是最终方案，发布预案的公司也不一定能进入实施阶段，但上市公司的股权激励计划预案由于反映了上市公司管理层的初衷，其往往比最终方案更能体现管理层动机。本书仍然基于管理者权力理论，分析股权激励方案的设计是否存在自利行为。研究结论表明，股权激励方案的设计中存在自利行为，而且管理者权力因素在其中发挥了根本作用。这也佐证了吕长江等（2009）的结论：上市公司的股权激励计划不仅存在着激励效应，也存在着福利效应。这说明，在缺乏有效治理的上市公司中，管理层权力无法受到有效约束时，管理层可把股权激励作为向自身发放福利的方式。

上市公司高管股权激励效果研究

总之，本书研究股权激励的效果，有利于改进和完善政策监管，根据研究结论，建议在不断完善我国的资本市场的基础上，应加强对上市公司的监管，唯此，上市公司的股权激励计划才能真正达到其激励效果。

作者

2018年1月

目 录

第1章 导论	1
1.1 选题背景	2
1.2 研究目的与研究意义	5
1.2.1 研究目的	5
1.2.2 研究意义	6
1.3 研究方法和研究思路	6
1.4 研究框架	7
1.5 创新与不足	10
1.5.1 创新	10
1.5.2 不足	11
第2章 股权激励在境内外的的发展概况	13
2.1 境外股权激励的发展概况	14
2.2 股权激励在我国的发展概况	18
2.2.1 内部职工股	19
2.2.2 公司职工股	20
2.2.3 自然人持股	20
2.2.4 管理层收购 (MBO)	21
2.2.5 股权激励的初步尝试	21

2.2.6 股权激励规范化发展时期	22
2.3 本章小结	23
第3章 股权激励效果相关研究文献综述	25
3.1 股权激励决策影响因素和股权激励动机的相关文献	26
3.2 股权激励的激励效应相关文献	29
3.3 股权激励对公司绩效或市场价值影响的相关文献	30
3.4 股权激励诱发盈余管理的相关文献	32
3.5 股权激励方案设计中的高管自利性相关文献	34
3.6 本章小结	36
第4章 股权激励的效果界定及影响因素	37
4.1 相关概念界定	38
4.1.1 上市公司高管	38
4.1.2 股权激励	38
4.1.3 股权激励的主要方式	38
4.2 股权激励的理论基础	40
4.2.1 经济学中的相关理论	40
4.2.2 管理学中的相关理论	42
4.3 股权激励效果含义的界定	44
4.4 股权激励发挥效果的影响因素	46
4.4.1 股权激励的作用机理	46
4.4.2 股权激励发挥效果的市场条件	47
4.4.3 股权激励发挥效果的公司治理条件	48
4.5 本章小结	51
第5章 股权激励实施的市场效应研究	53
5.1 理论分析和研究假设	54

5.1.1	理论分析	54
5.1.2	研究假设	55
5.2	研究设计	58
5.2.1	样本选择和窗口期	58
5.2.2	模型设计	59
5.3	实证检验	60
5.3.1	H1 的检验与分析	60
5.3.2	H2 的检验与分析	63
5.3.3	H3 的检验与分析	67
5.3.4	H4 的检验与分析	70
5.4	本章小结	74
第 6 章	股权激励决策的影响因素研究	75
6.1	理论分析与研究假说	76
6.1.1	管理者权力与股权激励决策	76
6.1.2	企业特征与股权激励决策	78
6.2	研究设计	81
6.2.1	样本选择	81
6.2.2	模型设计	82
6.3	实证结果	84
6.3.1	变量描述性统计	84
6.3.2	回归分析	86
6.4	稳健性检验	91
6.5	本章小结	95
第 7 章	股权激励实施中高管自利性研究	97
7.1	股权激励设计中的高管选择	98
7.1.1	行权价格	98

上市公司高管股权激励效果研究

7.1.2	业绩条件	99
7.1.3	激励有效期	99
7.2	理论分析与研究假说	101
7.3	研究设计	104
7.3.1	样本选择	104
7.3.2	模型设计	104
7.4	实证结果	108
7.4.1	相关变量描述性统计	108
7.4.2	回归结果	109
7.4.3	稳健性检验	112
7.5	本章小结	114
第8章	研究结论与政策建议	117
8.1	研究结论与未来研究方向	118
8.1.1	研究结论	118
8.1.2	研究不足与局限	121
8.1.3	未来研究方向	122
8.2	政策性建议	123
8.2.1	加强A股市场的完善	123
8.2.2	加强A股上市公司的治理	124
8.2.3	加强投资者利益的保护	124
	参考文献	125
	附录	142

上市公司高管股权激励效果研究
——基于中国A股上市公司的证据
Chapter 1

第1章 导 论

1.1 选题背景

现代企业的基本特征是所有权和经营权的分离，这便产生了委托—代理问题。企业投资者会聘请优秀的经理人团队——“企业高管”经营企业，企业的高管通过他们的经验和智慧为企业投资者创造最大利益，这是投资者期待的目标。但是，结果常常事与愿违，因为，企业高管们不惜代价为投资者创造最大利益并不完全符合他们自身的利益。高管们期待的可能是更多的闲暇时光、更多的在职消费，以及更多对企业的影响力。Jensen 和 Meckling^[5] 在 1976 年便指出，“企业的股东可分为内部股东和外部股东两类，内部股东主要指高层经理人员，他们实际上拥有对公司的控制权及专有投票权；企业的外部股东是普通的投资者，虽然他们不拥有对公司的控制权，但可以‘用脚投票’。对两类股东来说，每股股权都取得相同的股利。然而，内部股东却可以通过特权消费获利，存在机会主义行为。”因此，作为理性的“经济人”，企业高管们的目标不是最大化企业利益而是最大化自身利益。对于主要关心自身利益的企业高管来说，如何促使他们全心全意为投资者创造最大利益成为现代公司治理中的基本课题。

股权激励，虽然它最早在美国出现是作为一种避税方式，但后来实施股权激励的公司更多的是把股权激励作为解决委托—代理问题的一种手段。Stulz (1988)^[6] 认为“企业管理层拥有适度的股权可以缓和其与股东间的利益冲突”。根据心理学中的行为激励理论，企业高管因股权激励得到企业部分剩余索取权，他们便会像投资者那样思考，不仅希望得到企业经营良好时的部分收益，还将承担企业经营不力时的部分风险，这将促使企业高管努力工作并减少在职消费，从而把代理成本降到最低。

股权激励也被看作是一种薪酬支付方式，但它与现金薪酬有所不同，不同之处在于，现金薪酬常常会使企业高管专注于短期行为，而很少考虑企业的长期目标，股权激励会使企业高管更多地考虑企业的长远发展。根据 Laffont 和 Tirole (1988)^[7] 的研究，企业高管薪酬的制定应考虑“当年利润”和“企业价值”两个方面，企业价值应占大部分。仅仅依据当前业绩向企业高管支付薪酬是一种歪曲的标准，因为这将促使企业高管放弃未来有利可图但却减少当前利润的项目，所以股权激励可以促使企业高管减少短期行为，让他们不但关心企业的当前利润，还会关心企业的未来价值。

股权激励还被认为是企业高管“人力资本化”的结果，这一观点植根于人力资本产权理论。Becker (1975)^[8] 认为：“管理层持股以股权激励的形式使企业管理层获得了剩余索取权，这实际上是企业对管理层人力资本价值的一种肯定。所以股权激励的过程也是人力资本产权的物质化过程。管理层若想使股权收益最大化，就必须努力使公司财富最大化，通过其个人努力使公司财富增加，管理者从中获得相应的资本收益。”

中国企业的“股权激励”最早可追溯到 20 世纪 90 年代，中国的改革者们曾进行过很多有益的尝试，但真正意义的股权激励起始于股权分置改革之后。在 2006 年之前，虽然国内一些学者对股权激励有过研究，但其研究背景是基于当时中国并不规范的股权激励。规范的股权激励从 2006 年起实施到 2013 年也不过短短 7 年。

在 2005 年下半年，股权分置改革成功落幕，这解决了股票的流动性问题。2005 年 10 月，《公司法》和《证券法》的修订通过，并于 2006 年 1 月 1 日起开始实施。新的《公司法》和新的《证券法》对于公司回购股票、公司资本制度及上市公司高管任期内股票转让都有重大突破。2005 年 12 月 31 日，中国证监会发布了《上市公司股

权激励管理办法（试行）》，并于2006年1月1日实施，这标志着股权激励的最后一道障碍被清除。2006年1月9日，国资委和财政部联合发布了《国有控股上市公司（境外）实施股权激励试行办法》和《国有控股上市公司（境内）实施股权激励试行办法》。2008年5月和9月，证监会连续发布了3个《股权激励有关事项备忘录》，对上市公司股权激励的对象、数量、工具、行权业绩条件、行权价格、行权安排等做了规范。2008年10月，国资委和财政部联合发布《关于规范国有控股上市公司实施股权激励制度有关问题的通知》，进一步针对自2006年以来国有控股上市公司股权激励实施中出现的各种问题提出改进措施。

综观中国规范股权激励实施的过程，特别是一系列法律、法规的出台，均有一个共同的目标，就是让中国A股上市股权激励运行更加规范，并让股权激励在实施中发挥真正的激励效果。但是，上市公司股权激励会产生怎样效果，国内外学者却持有各种不同的观点，对此的研究结论大相径庭，甚至截然相反。虽然国外学者对此研究较早，取得了许多有价值的研究结论，但是，西方学者根据其西方完善资本市场的研究结论并不一定适合于中国市场，因为，中国作为新兴市场国家和体制正在转轨的国家，无论是上市公司的治理特点，还是资本市场运行机制，都与国外有许多不同之处。因此，基于中国A股市场探讨股权激励的效果仍具有重要价值和研究意义。另外，自2006年1月1日起，中国的新股权激励已经实施了多年，此时研究中国A股上市公司实施股权激励的效果，既是对现行股权激励政策效果的检验，也将为政策和法规的进一步完善提供依据。

1.2 研究目的与研究意义

1.2.1 研究目的

以2006年以来中国规范股权激励实施为背景,对中国A股上市公司实施股权激励的效果进行研究。股权激励的效果涵盖的方面很多,本书将选择几个方面研究股权激励的效果,并希望通过本书的研究,解决以下几个问题。

(1) 上市公司推出股权激励计划,从投资者的角度说,是希望股权激励能促进股价上升,让“股东财富最大化”,因此,对于上市公司发布的股权激励计划,投资者的态度可以反映股权激励的效果。本书希望通过实证研究检验投资者对于股权激励的态度,探讨上市公司推出的股权激励计划是否能得到投资者的认可。

(2) 根据管理者权力的观点,在上市公司股权激励计划的决策过程中,上市公司管理者可能在其中扮演重要角色。本书通过实证研究,希望检验上市公司高管在股权激励方案的决策中是否发挥重要作用。“管理者权力因素在中国A股上市公司的股权激励决策中发挥着关键作用”,这一结论如能得到实证检验,便可洞悉中国上市公司实施股权激励的动机和性质。

(3) 如果管理者权力可以影响股权激励决策,那么,管理者权力因素还可能进一步影响上市公司股权激励方案的制定。如果上市公司治理结构中的管理者权力过大,则管理者在股权激励方案设计中可能会有自利行为。本书对此推断进行实证研究,检验管理者权力是否会影响股权激励方案的制定。

1.2.2 研究意义

本书主要有以下研究意义：

(1) 通过研究中国 A 股上市公司股权激励的市场效应，即 A 股上市公司的股权激励计划能否得到投资者的积极回应，特别是股权激励方案具体内容差异能否得到投资者不同的反应，本书将解决投资者对股权激励发布的态度问题。研究结论表明，无论是上市公司推出股权激励具体方案，还是监管部门对股权激励的监管政策，都要充分考虑股权激励方案的具体设计，因为股权激励方案设计会影响上市公司利益。

(2) 通过研究管理者权力在中国 A 股上市公司推出股权激励计划中扮演的角色，可以发现，中国上市公司推出股权激励计划，管理者权力在其中发挥了主导作用，这往往是在上市公司治理弱化的背景下产生的。这表明，中国上市公司治理滞后会影响股权激励的效果，因此，相关部门在下一步的股权激励政策完善中，应对中国 A 股上市公司治理弱化的问题加以考虑。

(3) 通过对中国 A 股上市公司中股权激励方案设计与管理者权力两者关系研究，进一步证明了管理者权力因素对中国 A 股上市公司的股权激励发挥着重要作用。有关部门对于上市公司股权激励的监管，可从有效约束上市公司管理者的权力入手。

1.3 研究方法和研究思路

本书采用规范研究和实证研究相结合，并以实证研究为主的方法。在既有研究文献和相关理论的基础上，首先定性分析股权激励的效果以及股权激励产生效果的条件。根据对股权激励效果含义的界