

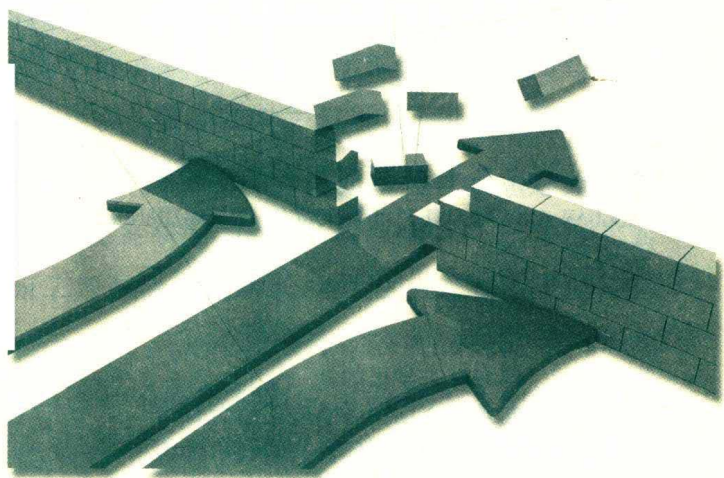
高管股权

激励对公司成长性的 影响机理研究

李敏娜 著

高管股权 激励对公司成长性的 影响机理研究

李敏娜 著



黑龙江大学出版社
HEILONGJIANG UNIVERSITY PRESS

图书在版编目 (CIP) 数据

高管股权激励对公司成长性的影响机理研究 / 李敏娜著. — 哈尔滨 : 黑龙江大学出版社, 2018. 3
ISBN 978-7-5686-0211-2

I. ①高… II. ①李… III. ①股权激励—影响—公司—企业发展—研究 IV. ①F272.923

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2018) 第 060868 号

高管股权激励对公司成长性的影响机理研究
GAOGUAN GUQUAN JILI DUI GONGSI CHENGZHANGXING DE YINGXIANG JILI YANJIU
李敏娜 著

责任编辑 刘 岩
出版发行 黑龙江大学出版社
地 址 哈尔滨市南岗区学府三道街 36 号
印 刷 哈尔滨市石桥印务有限公司
开 本 720 毫米 × 1000 毫米 1/16
印 张 11.75
字 数 168 千
版 次 2018 年 3 月第 1 版
印 次 2018 年 3 月第 1 次印刷
书 号 ISBN 978-7-5686-0211-2
定 价 35.00 元

本书如有印装错误请与本社联系更换。

版权所有 侵权必究

前 言

股权激励已经成为捆绑高管人员和公司股东利益,以此来激励高管人员采取自律行为,并求得公司的长远发展的有效手段之一。契约理论完整地揭示了股权激励措施产生的原因和在企业经营中发挥的作用,它由产权理论、代理理论和最优契约理论构成。产权理论揭示了公司必须由所有权和管理权相分离的机构构成,由此形成了委托代理关系中的委托人和代理人。代理理论认为,委托人和代理人之间由于目标函数的差异导致行为目标的不一致,会产生作为委托人的股东的利益得不到作为代理人的管理层的满足的委托代理问题,为解决二者之间的这种矛盾冲突,需要采取有效的措施以激励二者追求的目标保持一致。最优契约理论就是探讨通过薪酬手段将委托人和代理人利益建立一致关系的问题,股权激励方式便是最主要的方式之一。代理理论还揭示了股权激励这种长期激励方式有助于激励高管的风险行为以提高公司的绩效成长。代理理论将股权激励和公司的成长性联系在一起,但是代理理论的这一论断并没有完全获得实证的支持。股权激励对高管风险行为的影响取决于高管对持有股权的价值的判断,当高管人员害怕损失股权的价值的时候,其风险行为就会收敛,而当高管人员认为只有通过冒风险才能获得收益水平的提升时,就会产生风险行为,于是对公司绩效成长的影响作用将会不同。因此需要深入分析高管对其持有股权的价值判断原理,进而分析其对公司成长性的影响。

笔者聚焦高管股权激励水平和方式对公司成长性的影响,并探索高管股权激励对公司成长性的内在影响机理。笔者分别从决定高管股权激励对公司成长性影响的内外部因素中揭示其内在机理,建立本书的结构模型,并

在此指导下进行深入的分析。首先,笔者认为高管对股权激励水平的不同价值判断会影响其持有的风险态度,进而影响公司的成长性。于是,在提出反映高管股权激励水平价值的三个构念(当前价值、预期价值和总价值)和反映公司成长性的四个构念(生产效率增长、雇员规模增长、销售收入增长和利润水平增长)的基础上,笔者分别分析了高管股权激励水平的当前价值、预期价值和总价值对高管风险态度的不同影响,构建了对反映公司成长性的生产效率增长、雇员规模增长、销售收入增长和利润水平增长四个侧面的整体影响模型,并通过实证分析进行检验。研究结果表明,高管在综合衡量持股的当期价值和预期价值之后,对公司成长性的销售收入增长和利润水平增长具有正向显著的影响,这再次支持了代理理论。其次,技术创新投入作为企业高管的重要风险投资行为,根据高管股权激励对高管风险行为的不同的影响,构建了技术创新投入这种风险行为在高管股权激励影响公司成长性模型中的中介作用模型。笔者分别对高管股权激励不同价值对其风险行为进而对技术创新投入的不同影响进行了理论分析,提出了相关的研究假设并对其进行检验。最后,在中介效应模型的基础上,笔者提出了终极控制人和董事网络两个边界因素,提出相关的假设并进行了实证研究。上述研究,为契约理论提供了新的实证结果。

笔者提出了高管股权激励的不同价值水平对公司成长性具有不同影响的新观点,并提出了体现高管股权激励水平价值的三个构念。实证分析表明,高管股权激励的总价值影响了公司的成长性。当高管股权激励的总价值较高时,公司的销售收入水平和利润水平均会增长。研究结果阐释了影响公司成长性的准确原因。在就高管股权激励水平对公司成长性影响的整体分析基础上,笔者发现了技术创新投入作为高管股权激励影响公司成长性的中介因素的事实,结果显示高管股权激励的总价值通过技术创新投入路径影响公司的成长性。也就是说,技术创新投入水平较高的企业,高管股权激励的总价值越高,公司销售收入水平和利润水平均较高。此外,反映终极控制人性质的产权性质、政府背景和金字塔层级指标对技术创新投入路径下的高管股权激励水平影响公司成长性的作用分别发挥了正向、负向和

正向调节作用。董事网络对技术创新投入路径下的高管股权激励方式和方式的转变影响公司成长性的作用分别发挥了正向调节作用。

本书的研究结果表明我国上市公司高管股权激励的水平对公司成长性具有正向影响,这支持了代理理论。笔者认为高管股权激励的预期价值和总价值有利于提高高管的风险态度,进而激发其进行技术创新投入的动机,从而提高公司的销售收入水平和利润水平,揭示了高管股权激励影响公司成长性的过程和机理,丰富了契约理论。本书关于终极控制人、董事网络等变量影响技术创新投入路径下的公司高管股权激励影响公司成长性的结论进一步完善了契约理论。本书的成果可以指导公司采取适当的股权激励方式和水平,以确保公司的成长性。

目 录

第1章 基本概述	1
1.1 课题背景及研究的目的和意义	1
1.2 国内外研究现状及评述	5
1.3 研究内容与结构安排	14
1.4 研究方法与技术路线	17
第2章 高管股权激励影响公司成长性的 理论分析	21
2.1 高管股权激励与公司成长性的内涵	21
2.2 高管股权激励影响公司成长性的理论依据	25
2.3 高管股权激励影响公司成长性的内在机理	32
2.4 本书的概念模型	38
2.5 本章小结	39

第3章 高管股权激励对公司成长性的

直接影响 40

3.1 高管股权激励的构成 40

3.2 公司成长性的构成 46

3.3 高管股权激励对公司成长性直接影响的理论 分析 49

3.4 高管股权激励对公司成长性直接影响的实证 分析 53

3.5 结果讨论 62

3.6 本章小结 64

第4章 技术创新投入在高管股权激励对公司

成长性影响中的中介作用 65

4.1 技术创新与技术创新投入的定义 65

4.2 技术创新投入中介作用的理论分析 67

4.3 技术创新投入中介作用的实证分析 78

4.4 结果讨论 91

4.5 本章小结 93

第5章 终极控制人在高管股权激励对公司

成长性影响中的调节作用 95

5.1 终极控制人的界定 96

5.2 终极控制人的调节机理 97

5.3 终极控制人的调节作用的实证检验 105

5.4 结果讨论 124

5.5 本章小结 125

第 6 章 董事网络在高管股权激励对公司成长性 影响中的调节作用	127
6.1 董事网络的界定及测量	127
6.2 董事网络的调节作用的理论分析	133
6.3 董事网络的调节作用的实证检验	139
6.4 结果讨论	151
6.5 本章小结	154
结 语	155
参考文献	158
后 记	178



第 1 章 基本概述

1.1 课题背景及研究的目的和意义

1.1.1 课题背景

股权激励是通过股票期权等与股票授予和红利获得有关的薪酬回报方式,赋予员工获得薪酬收入的权利,以此来鼓励员工为获得更高的收入而做出相应的努力。股权激励在我国逐渐开展起来。20 世纪 90 年代,深圳万科集团最早实施股票期权制度。20 世纪 90 年代末,四通利方公司从美国引进了股票期权制度。随后各地政府部门进行了推广和试点工作,于是出现了北京模式、上海模式和武汉模式。但由于当时《中华人民共和国公司法》和《中华人民共和国证券法》的相关规定不允许公司回购股票,以及股票在内部人之间转让,因此,股票期权缺乏合理的来源和上市流通环境,仅以“虚拟”形式存在。

2005 年,我国修订了《中华人民共和国公司法》,修订后的《中华人民共和国公司法》在回购公司股票和高级管理人员任职期内转让股票等方面有些变化:规定将股份奖励给本公司职工时可以回购公司股票,公司董事、监事、高级管理人员在任职期间每年转让的股份不得超过其所持有本公司股份总数的 25%,从而从法律上解决了股票的合法来源以及在市场上流通的问题。修订后的《中华人民共和国公司法》促成了 2006 年 1 月 1 日正式实施的《上市公司股权激励管理办法(试行)》。2006 年 9 月 30 日,国家又下

发了《国有控股上市公司(境内)实施股权激励试行办法》。至此,上市公司股权激励制度经历了一段探索期后,在广大上市公司中开始全面推开。^[1]从2006年至今,上市公司实施股权激励制度已有10多年时间,实施效果如何以及出现了哪些有中国特色的内容是值得关注的。

股权激励方式的激励对象一般包括高级管理人员、技术人员、核心人员。而目前我国,股权激励的对象以高级管理人员(以下简称为高管)为主,极少部分公司对中级管理人员和技术人员也采取了股权激励方式。鉴于高管在公司经营中掌握着绝对的决策权,对公司的发展具有至关重要的作用,因此,研究上市公司对高管实施股权激励制度从而对高管决策行为产生影响,进而对公司绩效、公司成长等经济结果产生影响是极其关键的。

1.1.2 问题的提出

高管股权激励是企业薪酬战略的一种,也是企业整体战略的一种。它不仅是提高高管薪酬水平的手段之一,也是将高管的利益与公司股东的利益进行捆绑,解决二者之间的委托代理矛盾的主要方式之一。^[2]从2006年到2012年末,实施高管股权激励制度的上市公司有407家,高管平均薪酬提高了342%。

高管股权激励不仅是公司整体战略的一种,也是实现公司成长的重要原因之一。^[3]现有的关于高管股权激励对公司成长性影响的研究主要体现在两个方面:第一是研究决定高管股权激励的影响因素,包括个人层面、组织层面和环境层面的因素;第二是高管股权激励对公司成长性的影响。而对于高管股权激励如何影响公司成长性,即高管股权激励影响公司成长性的内在机理的探究较少。笔者试图揭示高管股权激励对公司成长性的内在影响机理。

1.1.3 研究的目的是意义

1.1.3.1 研究目的

本书的主要研究目的在于揭示高管股权激励对公司成长性的影响及影

响机理,具体包括以下几点:

(1)通过构建上市公司高管股权激励影响公司成长性的理论分析框架,刻画高管股权激励影响公司成长性的机理。分析和总结国内外研究成果,综合运用契约理论、人力资本理论、管理层寻租理论、高管风险偏好理论和社会网络理论等理论基础,将上市公司高管股权激励水平的当前价值、预期价值和总价值与表示公司成长性的四个方面(生产效率、雇员规模、销售收入和利润的增长)联系起来,构建上市公司高管股权激励影响公司成长性的理论分析框架,从理论上揭示高管股权激励对公司成长性的影响机理。

(2)通过对高管股权激励影响公司成长性的关键路径进行理论和实证分析,揭示高管股权激励影响公司成长性的路径。在高管股权激励影响公司成长性的理论分析框架的基础上,以高管进行技术创新投入的动机为切入点,分析高管股权激励影响公司成长性的技术创新路径,并运用实证分析法分别进行检验,从而深入和拓展高管股权激励对公司成长性影响的理论认识。

(3)从公司治理结构理论和社会网络分析理论出发,分别探索终极控制人性质和董事网络位置对高管股权激励与公司成长性整体模型的调节作用。首先,根据公司治理理论、资源基础理论,构建了终极控制人性质对中介模型以及总体模型的影响机理,并运用实证分析进行检验。其次,根据社会网络分析理论、资源依赖理论和镶嵌理论,构建了董事网络对整体模型的两阶段调节作用机理,并通过实证分析进行检验。最后,揭示高管股权激励对公司成长性影响的一般规律。

1.1.3.2 研究意义

本书将高管股权激励对公司成长性的影响机理作为科学研究问题,从高管股权激励出发,系统地研究了高管股权激励的水平和方式对公司成长性的影响机理,探索了技术创新投入在高管股权激励和公司成长性之间的中介作用,并在此基础上,验证终极控制人、董事网络的调节作用,具有明确而重要的理论和实践意义。

1. 理论意义

有助于丰富和完善高管股权激励理论的内涵。本书从高管风险偏好理论出发,论证了高管股权激励的当前价值、预期价值以及总价值对公司成长性的不同的影响,同时明确了公司成长性的内涵和维度,即从生产效率、雇员规模、销售收入和利润四个方面的增长衡量公司成长性,并分别探索了高管股权激励的不同价值水平对公司成长性四个方面的影响,构造了更加完整的高管股权激励影响公司成长性的理论内容。

有助于拓展和深化高管股权激励影响公司成长性的内在机理。本书不仅探索性地提出了高管股权激励的不同价值对公司成长性四个层面的影响,同时探索了技术创新投入路径下的高管股权激励对公司成长性的影响机理,即突破了以往只从单一要素研究对公司成长性的影响机理的局限,开创性地探索了高管股权激励与技术创新投入对公司成长性的混合作用机制,拓展和丰富了公司成长性作用机理的研究层次,深化了公司成长性理论的研究。

有助于增强高管股权激励对公司成长性影响研究的理论适用性。本书不仅探索了技术创新投入路径下的高管股权激励对公司成长性的影响机理,同时深入探索了此影响机理的理论边界条件,即终极控制人和董事网络对高管股权激励从而对公司成长性的调节作用,使得高管股权激励理论发展更加深入和实用。

2. 实践意义

有助于上市公司采取有效的管理手段,促进公司成长。本书探索了公司成长性的高管股权激励因素,同时探索了技术创新投入与高管股权激励的协同作用对公司成长性的影响,为上市公司的管理者通过高管股权激励与技术创新投入手段提升公司的成长性提供了理论依据,使其在公司内外部众多因素中,发现能够促进公司成长的一条有效途径。

有助于上市公司采取合理的高管股权激励方式,以确保公司的成长。通过探索高管股权激励的不同价值以及高管股权激励不同方式对公司成长性的不同侧面的影响,较准确地揭示了公司应该如何对高管人员制定和选

择有效的高管股权激励方式及水平,才能提高公司的成长性,同时,通过探索高管股权激励措施对技术创新投入的影响,有效地揭示了高管股权激励对公司技术创新投入的作用原理,以便于公司规划合理的高管股权激励水平和方式,促进技术创新活动和公司成长性。

笔者是在2006年我国进行股权分置改革以后,实施股票期权制度的基本条件具备之后,分析上市公司实施高管股权激励对公司成长性的影响机理,构建二者的关系模型的。笔者从我国上市公司实施股权激励的现实问题出发,找出了制约我国高管股权激励影响公司成长性的主要中间变量——技术创新投入,揭示了二者之间的最关键路径,使得经营者和管理者清楚制约公司成长的主要因素及其作用路径;笔者在深入考虑了公司在董事网络中的位置后,探索高管股权激励对公司成长性的不同的影响作用。同时,笔者揭示了技术创新投入作为影响高管股权激励与公司成长性关系的长期中间路径,使得企业管理者从战略高度重视技术创新投入的重要作用,同时更加准确地了解不同终极控制人性质的公司的高管股权激励对技术创新投入水平的影响程度不同,使企业充分认识到考虑终极控制人性质特点对了解高管股权激励与公司技术创新投入水平之间作用关系的作用。

1.2 国内外研究现状及评述

1.2.1 高管股权激励水平与方式的相关研究

1.2.1.1 高管股权激励的概念

根据2006年1月1日实施的《上市公司股权激励管理办法(试行)》,股权激励是指上市公司以本公司股票对董事会成员、监事会成员以及企业内部的高管人员和核心员工进行的长期性激励。股权激励制度规定,持有者可以在一定的时间内以一定的价格购买公司的股票,从而持有股票者享有分享企业利润的权利。

股权薪酬激励是指由委托人与代理人之间行动目标不一致而造成的代理矛盾,让代理人持有一定的公司股票可以缓解这种矛盾^[4],减少代理成本。

美国证券交易委员会认为股权薪酬是上市公司向公司内部员工、董事会成员以及其他的服务提供者支付的股本。一般而言,针对所有股东支付的股权计划以及直接支付股票价款或者从员工薪酬中扣掉股票价款形式,不算股权薪酬。

Core 和 Larcker(2002)认为股权激励是管理者由于持有公司的股票而发生个人财富的变化,并将股权激励看作“权益激励”,即可能是促使管理者提高公司股票价格的权益证券所发挥的激励作用。^[5]

1.2.1.2 高管股权激励的水平

高管股权激励水平是指由高管人员持有公司股票或股权而带来的“权益收益”的水平,它包括红利收益、行权后的价差收益和被授予股票后的决策权收益等。Tzioumis(2008)认为公司高管人员由于持有公司股权而成为公司的股东,从而拥有的决策权、参与权会成为激发高管人员责任心的最重要因素,它会降低高管人员制定自利性薪酬制度的概率。^[6] Singh 和 Davidson(2003)的研究也表明,在美国上市公司中,管理者由持股所获得的权力性收益可以将高管人员与股东的利益进行捆绑,从而导致管理者的代理成本下降。^[7] Mehran(1995)认为相对于传统的现金薪酬,股权薪酬带来个人未来收益提高的可能性会激励高管去努力创造公司价值。在实际研究中,一般用高管持股数或者高管持股在公司总股份中的比例或者高管持股收益在高管薪酬中所占的比例等指标表示高管股权激励的水平。^[3] 谢德仁和陈运森(2010)在研究限制性股票期权对公司股东财富影响时,提出股权激励强度(即股权激励方案中授予期权占公司总股份的比例)的概念,并发现公司原来的高管人员的报酬业绩敏感度越低,投资者的市场反应越强烈,也就是高管股权激励强度对公司市场价值呈负向影响。^[8]

Martin、Gomez-Mejia 与 Wiseman(2013)提出高管股权激励水平包括高

管持股所获得的短期的和长期的各种形式的经济性收益,包括行权时持有公司股票所获得的收益和行权后公司股票未来上涨可能获得的收益,即股权的当前价值和预期价值收益。高管股权的预期价值表示公司股票价格上涨给高管带来的现金收益,当前价值代表当高管放弃未来预期价值的追求时获得的股权的当下的现金价值。一般以股权激励计划宣布的当年末的股票的市场价格作为基数,计算高管持有的股权的价值。预期价值是高管持股未来(一般是5年)可能上涨的价值。Martin、Gomez-Mejia 与 Wiseman (2013)认为公司高管持股的当前价值和预期价值会对公司高管的风险态度产生不同的影响。^[9]

1.2.1.3 高管股权激励的方式

高管股权激励是通过授予公司高管公司股票或者股权等方式,使其成为公司的股东或者享有股东的利润分红的权利,从而来激励公司高管的责任心,调动其工作的积极性的薪酬方式。一般地,高管股权激励方式有两种,即股票激励和股票期权。从实施上来看,对于上市公司而言,国内外经常出现的股权激励的形式有以下几种:股票期权、股票期股、限制性股票、股票增值权。

目前关于高管股权激励方式的研究通常从以下三个方面展开:

1. 企业使用的股权激励方式有哪些,这些激励方式的不同之处在哪里

Hall 和 Murphy (2003) 研究发现,限制性股票期权对高管的激励作用更加明显,而且其持有风险更小,更有利于激励高管人员增强风险意识。^[10] Rapp 等人 (2009) 认为不同的股权激励方案会导致不同的实施效果,公司只有设计合理的股权激励方案才能提高公司的绩效水平,不合理的股权激励方案会导致更坏的业绩结果。^[11] Kuang 和 Qin (2009) 对英国 1999—2004 年的经理人的限制性股票期权研究发现,限制性股票期权能够使管理层和股东的利益关系更加紧密,限制性股票期权提供的激励作用强于普通的股票期权计划,但行权目标的难度与管理层努力程度呈负相关关系,也就是说,行权目标水平是决定高管层受激励程度的先决条件。^[12]

2. 企业在什么样的条件下适合采取股权激励方式

Bryan(2000)认为公司的成长性会影响公司股权激励方式的选择,成长性较高的公司会因为股票期权方式能够更好地激励原本厌恶风险的高管投资于风险较高的项目而选择股票期权激励方式,限制性股票期权的激励作用不明显。^[13]Core和Guay(1999)认为财务报告成本也会影响股权激励方式的选择,对于业绩水平较低的公司而言,由于其美化财务报告的成本比较高,因此会倾向于选择成本较低的激励方式,即股票期权方式。^[14]Core和Guay(2001)认为行业特征也会影响企业对股权激励方式的选择,高科技行业实施股票期权往往会带来更好的效果。^[15]Bettis等人(2007)以美国1995—2001年475家公司为样本,发现公司将限制性股票期权作为吸引和筛选高管的一种机制。^[16]比如:当公司的绩效水平差或者公司聘任新的高管时会采取限制性股票期权;在独立董事比例比较大、控股股东持股比例较大的时候,公司会倾向于采取限制性股票期权计划;对于之前绩效水平较差的企业而言,限制性股票期权所带来的绩效水平提升的幅度较大。Bettis等人(2010)研究发现,与没有实施限制性股票期权的公司相比,实施限制性股票期权的公司的绩效水平明显提升,而且不存在会计操纵行为。^[17]Cadman和Carter(2014)认为成长性较高的公司倾向于设置较长的激励期限,以此来应对管理层的短期化投资行为,而高管权力较大且治理水平较低的公司,激励期限一般较短。^[18]

3. 不同的股权激励方式对企业经营绩效的影响

Gompers和Lerner(1996)在股权投资者对企业高管激励的研究中,发现股权投资者可以通过运用可转换优先股和股票期权等合同设计方式对被投资的企业高管实施有效的激励,使得管理层与投资者之间的冲突最小化。^[19]李维安、苏启林(2013)在研究私募股权投资者改善企业高管激励时,发现相对于股权激励方式,国内的投资机构更加倾向于使用提高现金激励水平和拉大高管与普通员工之间的薪酬差距的方式激励高管以提高公司的绩效,而不是股权激励方式,因为投资者不愿意出让其手中的股权以激励高管人员提高公司的绩效。^[20]李维安、张国萍(2005)在研究公司经理层治理