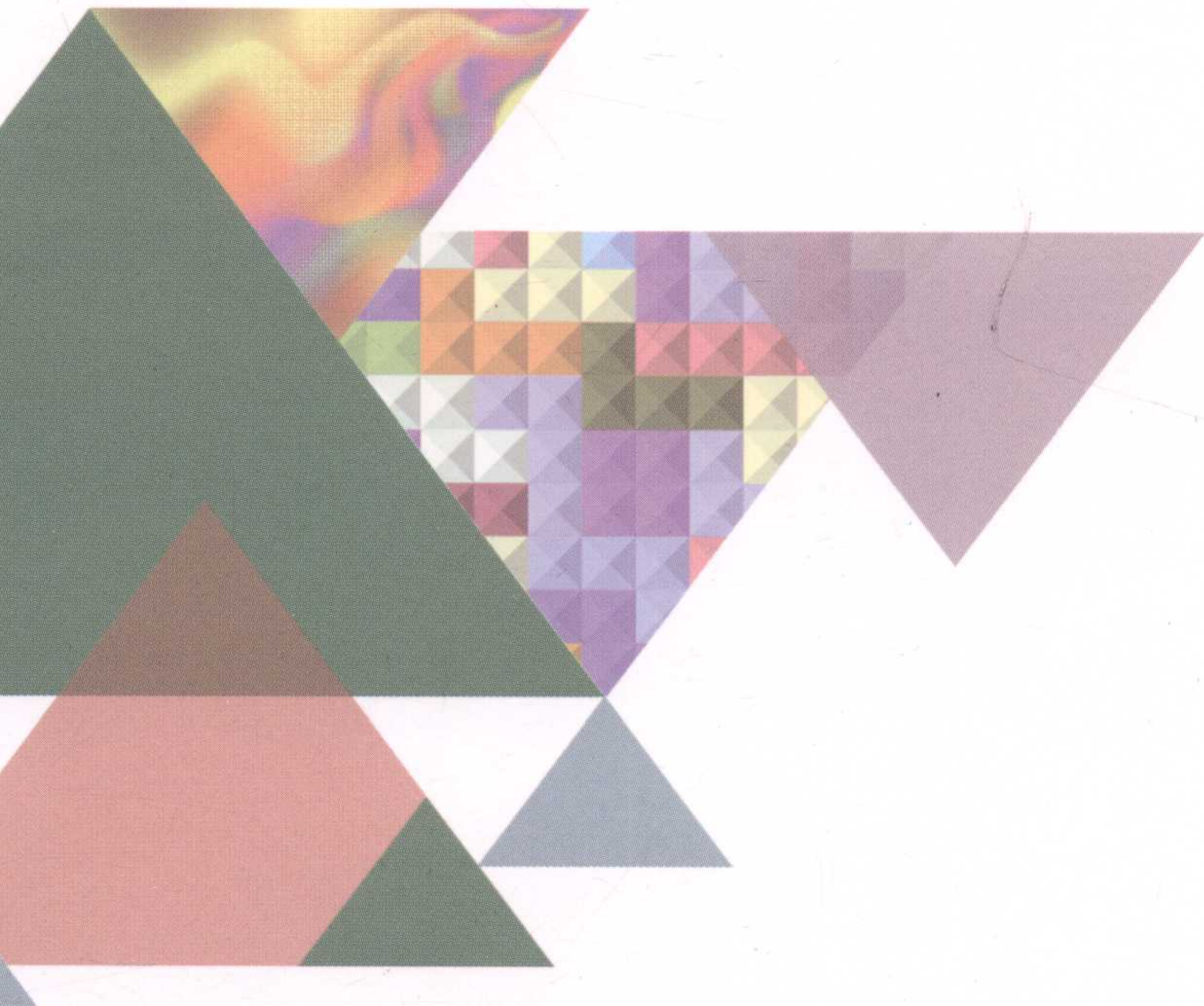




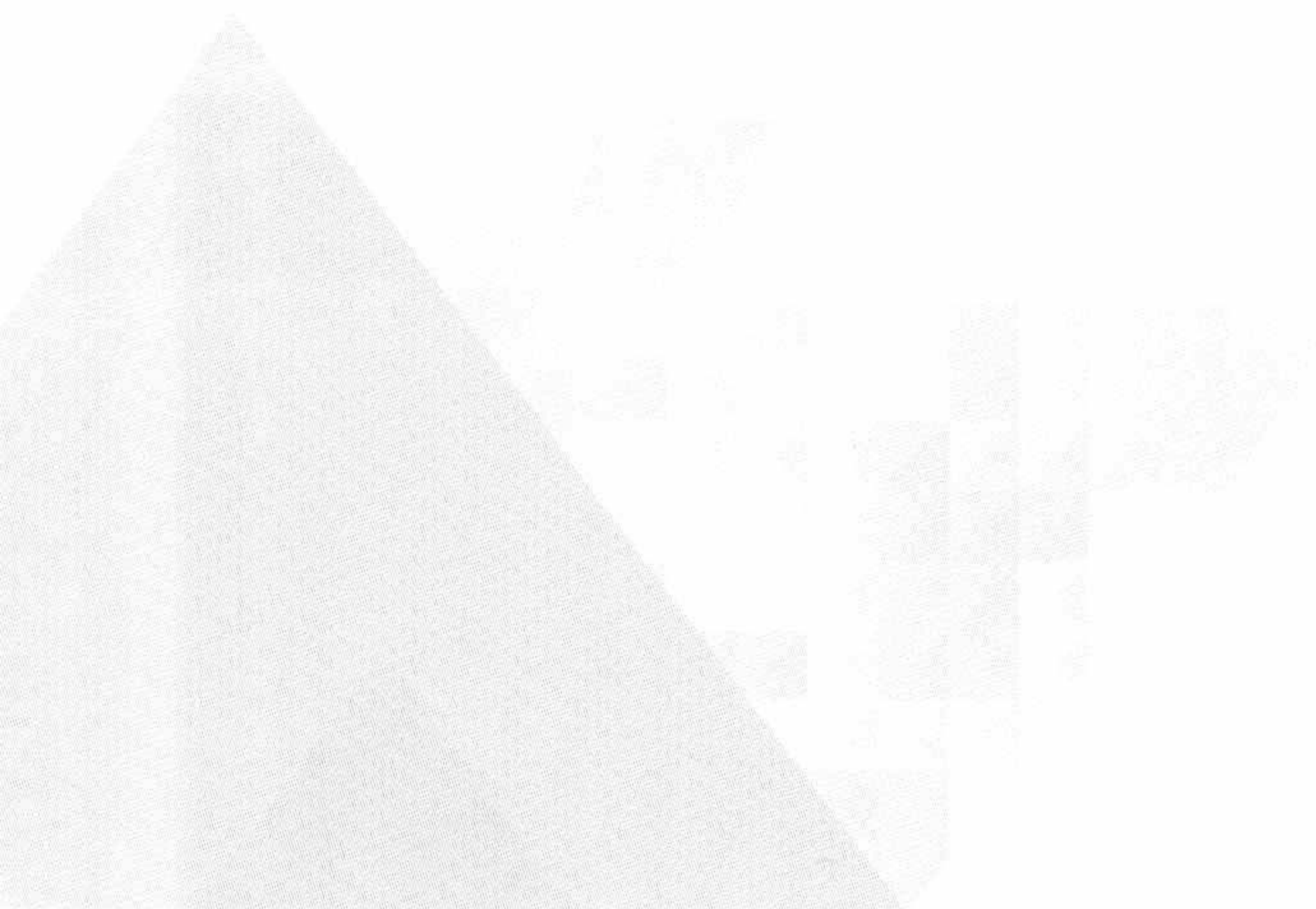
Benefit linkage caused by the incentive of executive stock option in
Chinese listed corporation

上市公司高管股权激励的 利益效应

◎ 赵青华 / 著



经济科学出版社
Economic Science Press



Benefit linkage caused by the incentive of executive stock option in
Chinese listed corporation

上市公司高管股权激励的 利益效应

© 赵青华 / 著



经济科学出版社
Economic Science Press

图书在版编目 (CIP) 数据

上市公司高管股权激励的利益效应 / 赵青华著. —北京:
经济科学出版社, 2015. 12

ISBN 978 - 7 - 5141 - 6542 - 5

I. ①上… II. ①赵… 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 (2016) 第 014602 号

责任编辑: 段 钢

责任校对: 隗立娜

责任印制: 邱 天

上市公司高管股权激励的利益效应

赵青华 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)

北京万友印刷有限公司印装

710 × 1000 16 开 13. 75 印张 220000 字

2016 年 6 月第 1 版 2016 年 6 月第 1 次印刷

ISBN 978 - 7 - 5141 - 6542 - 5 定价: 42. 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](mailto:dbts@esp.com.cn))

前 言

高管股权激励并非只是薪酬与激励问题，它还会引起相关各方的利益联动反应。虽然从其基本理论看，股权激励是以股东长期价值最大化为目标，以股东与经营者（高管）的利益结合为手段，根本目的在于解决因投资者与经营者的分离所形成的委托代理问题。一般而言，股权激励能激发高管的主观能动性，从而带来更好的公司业绩。但是，由于信息不对称、高管的道德风险等问题的存在，它不仅会导致委托人与代理人的利益冲突问题，也会牵扯到相关各方的利益变化。同时，高管权力加剧了道德风险的发生概率，从而制约着股权激励的效果及利益联动的方式。因此，分析股权激励的效应不应忽视高管权力的约束。本书所指的高管权力，意指从最大化自身利益目标出发，高管按自我意愿行事、压制不同意见的能力，主要体现为剩余控制权的扩张。在计量方法上，首先以高管是否持股、高管连续任职、兼任两职和股权集中度、是否专家（硕士研究生以上学历或高级职称）五个维度度量高管权力，其次用主成分分析法合成高管权力综合指数。然后从以下几个角度讨论了高管权力扰动下的高管股权激励所带来的利益联动问题：

（1）为了深入探讨股权激励的利益联动问题，本书以

2006 ~ 2009 年推出高管股权激励计划的中国上市公司为样本，从高管权力、内部条件及外部环境三个方面对公司股权激励的动因进行了研究。在控制公司规模、资金流动性、股权结构、财务杠杆、公司风险等因素的情况下，公司高管权力越大，公司推出高管股权激励计划的可能性就越大，而公司的成长性、会计信息的噪声干扰对此股权激励计划推出的可能性之间并没有显著性的关联。

(2) 通过对公告高管股权激励的公司及其配对样本的业绩表现分析，本书发现高管股权激励的公司无论公告前后其业绩均显著高于配对组，表现出盈利能力的惯性；进一步的回归分析的结果发现，高管股权激励计划对于提高公司业绩具有明显的作用，同时与公司的资产规模、劳动力报酬的支付等关系密切，并与上期的盈利状况高度相关；在考虑权力累积量和高管股权激励强度的情况下，高管权力对于公司业绩的表现具有显著的负作用，而在不考虑高管股权激励的强度的情况下，高管权力对公司业绩的影响呈负方向，但并不显著。

(3) 本书分析了股权激励计划最终对次生激励的影响，发现实施股权激励的公司次生激励（业绩薪酬敏感度）无论在实施前或是在实施后均明显高于非股权激励公司，而且在股权激励计划公告前一年或当年达到顶点，尔后迅速下降靠近全部上市公司的平均水平；通过 SEM 模型分析，股权激励计划一般能促进公司业绩的增长，而公司业绩的增长则往往伴随对职工薪酬激励的抑制；次生激励对公司业绩的反作用在国有控股企业较显著，在非国有控股企业则不显著；在国有控股公司，高管权力对股权激励下的次生激励没有显

著性影响，在非国有控股公司则具有显著性影响。同时，高管权力对股权激励下的次生激励影响，在不同的阶段、不同控股者的影响下，也会出现不同程度的经济后果。

(4) 以事件研究方法分析股权激励公告与资本市场的联动关系，发现资本市场对高管股权激励初次公告只有很微弱的负反应，在统计上并不显著。但把窗口期往前追溯两周后，则发现在公告前两周左右资本市场有显著的异常收益，表明资本市场上可能已经提前得到了泄漏的公司“内部信息”，而这种信息泄漏，也导致了投资行为的改变。公告之后的两周，既没有显著的异常收益，也没有显著的负反应，说明资本市场已经归于平静，“内部消息”带来的振荡已经消退。另外，本书还发现与国外的高管股权激励计划相比，我国上市公司的高管股权激励计划成熟期较短、行权条件较宽松及业绩指标单一的特点。

(5) 本书在控制产权比率、公司市值、留存收益、销售增长率、现金净流量、大股东持股比例以及净资产收益率的基础上，检验了股权激励、高管权力及其共振效应对股利支付的可能性影响，发现股权激励、高管权力及其交互关系均对支付股利的可能性有正的显著性影响；高管权力与股利支付率呈二次抛物线（上凸）相关（在1%的水平上具有显著性），股权激励及其与高管权力的交互作用则对股利支付率并没有显著性作用，支持备择假设。同时，股权激励对象包含董事长及董事会成员会显著地降低股利支付可能性及股利支付率。

作者

2015年9月

目 录

第 1 章 绪论	1
1.1 研究背景和目的	2
1.1.1 研究背景	2
1.1.2 问题提出	6
1.1.3 选题的意义	6
1.2 研究的思路和内容	8
1.3 研究的方法	11
1.4 本书的创新点和研究难点、不足之处	12
1.4.1 创新点	12
1.4.2 研究难点	14
1.4.3 不足之处	14
第 2 章 文献回顾与评述	15
2.1 高管股权激励的理论基础	16
2.2 国外股权激励研究追溯	17
2.2.1 高管股权激励与股东利益的相关性研究	17
2.2.2 实施高管股权激励的动因研究	21
2.2.3 实施高管股权激励后的行为因素研究	24
2.3 国内股权激励研究现状	27

2.3.1	股权激励与股东利益的关系研究	28
2.3.2	股权激励动因研究	32
2.3.3	股权激励后的行为研究	33
2.4	国内外股权激励研究简评	36
2.4.1	理论框架有待深化	37
2.4.2	实证研究有待深化	38
第3章	股权激励的高管权力诱因问题研究	39
3.1	问题提出	40
3.2	文献分析与研究假设	42
3.3	样本变量与模型设计	46
3.3.1	样本与数据来源	46
3.3.2	变量定义	47
3.3.3	模型设计	50
3.4	实证结果与讨论	51
3.4.1	股权激励公司数量与股市走势分析	51
3.4.2	描述性统计	52
3.4.3	指标均值比较	53
3.4.4	相关分析	55
3.4.5	回归分析结果	55
3.4.6	稳健性分析	58
3.4.7	对实证结果的讨论	60
3.5	小结	62
第4章	高管股权激励的业绩联动效应	65
4.1	问题提出	66
4.2	制度背景与理论分析	68
4.3	实证研究	72

4.3.1	样本描述	72
4.3.2	实施高管股权激励前后的业绩对比分析	74
4.3.3	回归分析	77
4.3.4	稳健性分析	80
4.4	小结	82
第5章 高管股权激励的次生激励联动效应		85
5.1	问题提出	86
5.2	文献回顾与理论分析	87
5.2.1	次生激励与高管股权激励	87
5.2.2	高管权力对高管股权激励诱发的次生激励的影响	91
5.3	变量设计	92
5.3.1	高管权力	92
5.3.2	高管股权激励	93
5.3.3	公司业绩	93
5.3.4	次生激励	94
5.3.5	控制变量	95
5.4	数据样本与研究方法	95
5.4.1	数据来源与选择	95
5.4.2	研究模型	96
5.5	实证分析	98
5.5.1	比较分析	98
5.5.2	描述性统计	100
5.5.3	相关性分析	102
5.5.4	模型分析	102
5.5.5	进一步测试	110
5.6	小结	113

第 6 章 高管股权激励股东利益联动效应 115

6.1 高管股权激励对股价的联动效应 116

6.1.1 股市对股权激励反应的文献回顾 117

6.1.2 研究设计 119

6.1.3 实证结果分析与讨论 121

6.2 高管股权激励的股利联动效应 131

6.2.1 股权激励对股利影响的理论分析与研究假设 134

6.2.2 数据与变量 138

6.2.3 实证结果 140

6.2.4 稳健性检验 155

6.3 小结 159

6.3.1 我国上市公司股权激励首次公告存在提前的
信息泄漏问题 159

6.3.2 股权激励、高管权力及其共振效应对股利支付
概率及支付率的影响 160

第 7 章 总结 163

7.1 研究总结 164

7.2 研究启示 166

7.3 本书研究的局限性及未来的研究方向 167

译名对照表 169

附录 1 上市公司股权激励管理办法（试行） 173

附录 2 上市公司股权激励实施公告一览表 183

参考文献 190

上市公司高管股权
激励的利益效应

Chapter 1

第1章 绪 论

1.1 研究背景和目的

1.1.1 研究背景

高管股权激励最早始于20世纪50年代辉瑞公司（Pfizer），70年代在美国迅速推广开来，并取得了广泛的成功。到90年代，这种制度已经成为美国、日本、意大利、法国、英国等西方国家的企业普遍采用的长期激励形式。1998年，全球“500强”工业企业89%以上对经理人实行股票期权激励；美国前“20强”企业累计的股票期权数量约占总股数的13.2%，全美前“100强”企业高级经理人员的薪酬53.3%源于此；全美公司高管股权激励占全部薪酬的比重由1984年的23%蹿升至2000年的63%。高管股权激励随着股价的波动带来的不仅是天价的高管薪酬，而且这把“金手铐”也创造了“NASDAQ神话”，成为“美国经济的助推器”。虽然这种激励方式也有不少负面效应，特别是像安然（Enron）和世界通信（WorldCom）的假账事件、苹果公司的股票期权回溯丑闻等类似案件让人们对此也颇有异议，近几年股权激励企业比重有所减少，但其在解决高层管理人员动力不足的问题方面仍有着重要的地位。这无疑对多年来一直苦苦探寻解决企业管理层动力缺乏问题之路的我们具有很强的吸引力。

我国国有企业改革的根本目标是建立现代企业制度，其核心是形成运转良好的公司治理结构；要解决最根本的问题是所有权和经营权分离下的管理人员动力不足的问题。截至2011年年底，我国上市公司达到了2432家，其中国有控股公司约占1/6。虽然国有上市公司数量比重比2008年约1/2强的比例下降很多，但其公司规模大、流通市值大、股市影响大，对国民经济依然具有控制作用。因此，激发国有企业管理层动力，依然是公司治理需要解决的首要问题。同时，对民

营企业而言，虽然在解决委托代理方面没有国企那样的所有者虚置的问题，但同样也面临所有权与经营权分离下的管理人员的动力不足的问题，特别是在第一代创业者面临交接班的情况下，与经营者的利益结盟和吸引高级管理人才问题就显现出来。正因如此，我国 20 世纪 90 年代就在股权激励方面进行了大量的理论和实践上的探索：从 90 年代初开始的经营层激励试点，到 90 年代中期的 MBO 和员工持股，再到 1999 年在上海贝岭、中兴通讯的股票期权试点，以及 2001 年开始海外上市国有公司推出股权激励计划，为我国上市公司实施股权激励制度的推出作了大量的积累和铺垫。但由于股权分置、法律制度等问题，直到 2005 年 12 月 31 日《上市公司股权激励管理办法》的颁布才标志着最终打开了股权激励这扇“闸门”。2006 年 9 月《国有控股上市公司（境内）实施股权激励试行办法》也正式出台，至此国有上市公司股权激励之路也正式扬帆起航。之后几年，政府陆续出台了系列法令，对股权激励制度作了进一步的完善（见图 1-1）。

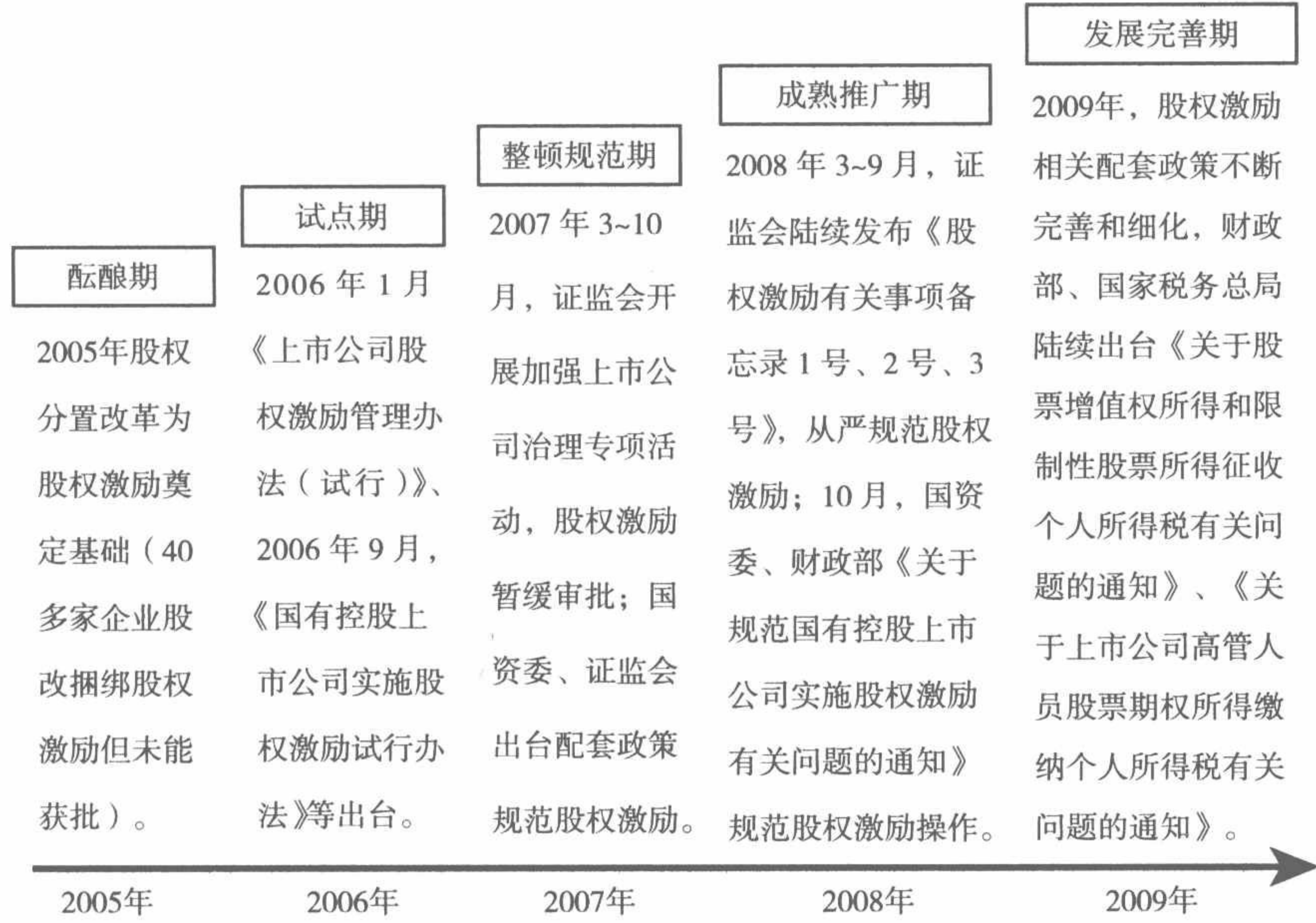


图 1-1 中国股权激励政策环境的变迁

资料来源：和君咨询《2009 年中国股权激励年度报告》。

另外，从宏观经济看，2006 ~ 2011 年 GDP 年均增长为 10.4%，固定资产投资年均增幅达到 24.7%，消费品零售总额年均增幅超过 17%。尽管金融危机给资本市场的发展造成了重大挫折，但良好的宏观经济发展势头，造就了很快触底反弹的经营业绩，为打算实施股权激励计划的公司平添了底气；而企业的投资人也大多认识到，及早实施规范的股权激励，无论对战略发展、公司治理、激励体系、经营动力还是人才吸引等，对企业都是利大于弊；加上配套法规制度的完善、外部环境的逐渐向好，从而给上市公司推出股权激励计划铺平了道路，使我国制定股权激励的上市公司数量迅速增加。同时，由于政策的积极推动，股权激励计划不再局限于比较成熟的公司，而是向科技创业型企业快速推进。至 2011 年年底，已先后有 341 家公司首次公告过股权激励计划（不含修订案），其中 A 股上市公司 308 家。中小板与创业板成为实施股权激励的主体，在 2006 ~ 2011 年 A 股已经披露股权激励案中，中小板为 126 家，创业板为 52 家，分别占到了此板块的 19.39% 和 18.38%。近年来，资本市场上的股权激励问题备受关注，而实施和欲实施股权激励的公司成为一个热炒的板块。而到 2012 年，股权激励计划公告公司更是呈“井喷”的态势，而股权激励占总股的比例却进一步下降（见图 1-2）。

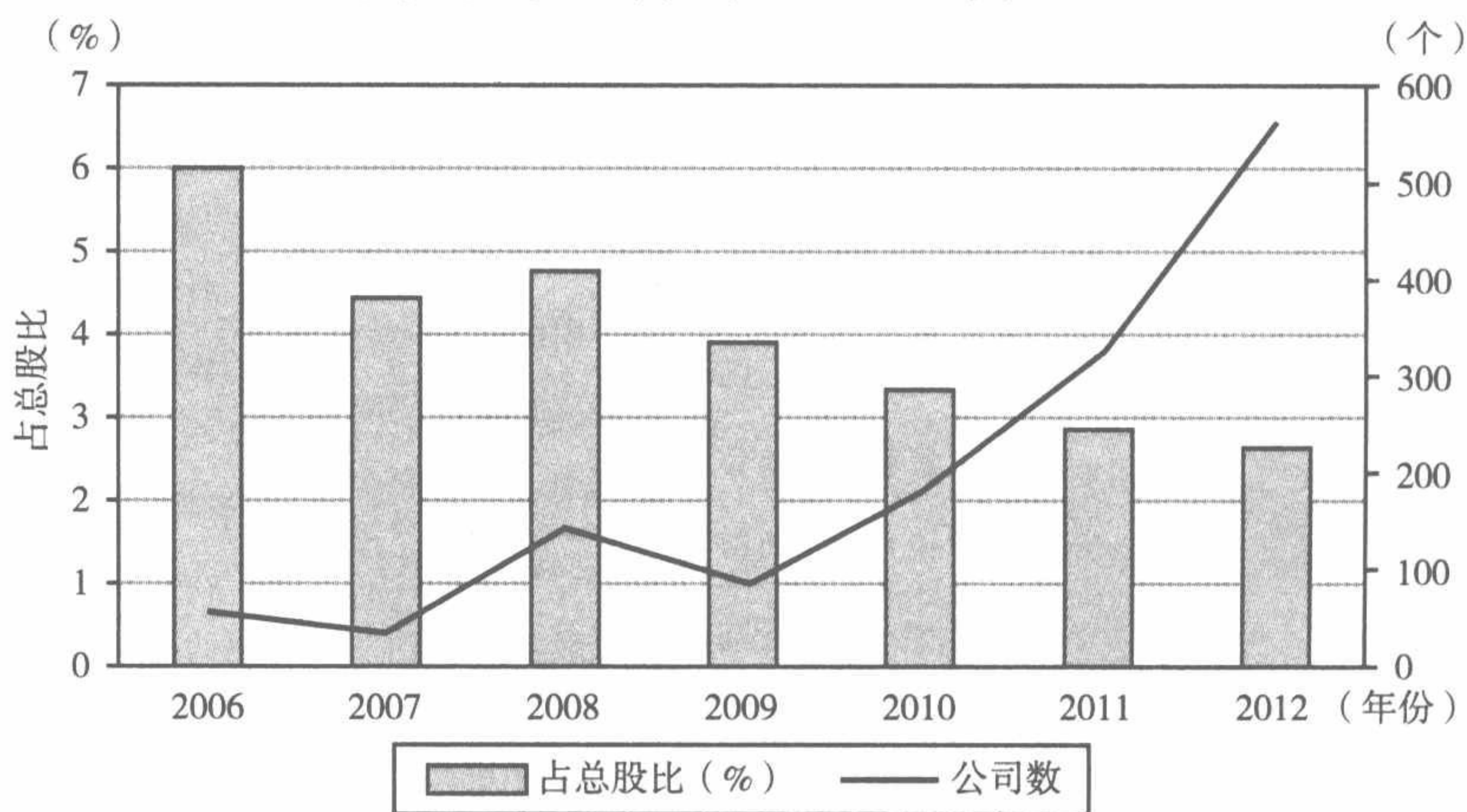


图 1-2 2006 ~ 2012 年 A 股首次公布股权激励方案统计

大河涨水，泥沙俱下。从理论上讲，将高管股权激励引入薪酬机制，能把高管与股东的利益很好地捆绑，并因此缓和公司由于所有者与代理人的分离而形成的委托代理关系（Berle and Means, 1933; Jensen and Meckling, 1976），从而改善公司业绩。尽管也有报告^①称从总体上看，我国上市公司的股权激励计划对促进公司业绩的改善具有非常明显的效果，而且理论界周建波、孙菊生（2003）、李维安、张国萍（2005）等也支持高管股权激励能带来公司业绩的改善的观点，但事实上由此而带来的包括股东在内的相关利益者的利益联动效应也并未得到人们足够的重视。正如 Hall（2002）所说：“很多公司的期权计划没有起到预期的效果，是因为他们的期权计划没有能用一种有效的机制将期权薪酬和管理人员的工作业绩有效地联系起来。”同样也有诸如白重恩（2005）、顾斌和周立烨（2007）等人研究发现经营者是否持股与企业价值并没有显著性相关。随着我国推出高管股权激励计划的上市公司逐渐增多，既因国外上市公司存在高管利用股权激励为自己牟私利的问题（特别是20世纪90年代后期美国公司高管股票期权的滥用），更因国内上市公司推出的股权激励也有行权门槛过低、行权条件过于宽松、行权价格被刻意拉低^②、随意取消或中止^③而实质成为高管的“金手表”、高管暴富与普通员工收入差距拉大、追求公司业绩指标而压缩人工成本等问题，这些似乎都与股权激励的初衷有背道而驰之嫌，所以人们对实施股权激励计划的动机、条件、后果产生了很多的质疑。

① 和君咨询《2008年中国股权激励年度报告》。

② 程仲鸣等著：《管理层寻租还是股东利益最大化——基于伊利股份股权激励的案例研究》，《重庆理工大学学报：社会科学》，2010（7）。

③ 据《中国证券报》2012年5月19日的统计数据，2006～2011年，公告股权激励计划上市公司数303家，其中：国有控股58家，无异议31家，中止22家；民营控股242家，无异议171家，中止53家；外资2家，集体1家均无异议。而据CSMAR数据库资料，截至2012年8月11日，公告股权激励计划公司增加到324家，公告中止股权激励公司数达到了103家，中止计划达108个，而中止计划涉及高管权益总额达到2.9449亿元。

1.1.2 问题提出

人们对我国高管股权激励的质疑主要包括以下几个方面：首先，从我国股权激励公司近年的表现看，很多股权激励计划公告以后确有短期股价抬升的趋势，但这种走势具有必然性么？是长期激励的目标达成的前奏还是提前唱响长期激励失败的挽歌？其次，虽然人们对高管股权激励的必要性的认识基本一致，但在我国体制现状下，激励方案的测试评价标准、激励强度、监督手段又如何制定才能使激励强度与公司业绩统一起来？同时，在全部上市公司中，国有控股企业所占的比重大幅度下降，中小板与创业板成为股权激励的主角，那么它们与国有控股公司的股权激励措施有什么样的区别？最后，目前高管股权激励更多的是强调激励方案与公司业绩之间的关联度，而公司业绩与某些相关利益者之间存在总产出一定的条件下，存在此增彼减的关系，那么高管股权激励方案会导致其他利益相关者的利益损失么？

目前，高管股权激励在中国已经走过了六年的旅程，如何从更长的时间维度、更宽的利益相关者视角去观察高管股权激励所带来的利益联动动因、后果，深刻揭示股权激励方案的形成、激励过程中的利益扯动机制，优化高管股权激励方案，使之达到成为帕累托最优就显得非常必要。为此，本书拟从股权激励的利益联动的角度，揭示在高管权力扰动的前提下，股权激励的动因、潜在股东的利益效应、对现有股东的利益（公司价值）影响、对普通员工利益的影响，进而提出股权激励帕累托改进的建议。

1.1.3 选题的意义

1.1.3.1 理论意义

现代公司股权激励制度是基于以委托代理理论和信息不对称理论

为基础发展起来的公司治理理论，但公司治理理论中关于公司治理结构对高管权力的约束的假定在现实中难以实现，同时，高管权力并非完全因为公司治理结构本身，还有股权结构因素以及公司在发展过程中形成的权力惯性，而且在我国还有体制的因素影响着高管在公司中的实际操控权。过去的研究在解释 ESO 的动因及其对业绩的影响时，更多地从经济因素、公司治理结构来分析（Jensen and Murphy, 1990; Brookfield, 2000; Hall and Liebman, 1998; Hanlon, 2003; Lazear, 2004; Oyer, 2004; Kato et al., 2005; Oyer and Schaefer, 2005; 2006; Chourou, 2008; Tzioumis, 2008; Jerry Sun, 2009; Zattoni, 2009; 郑鸣等 2010; 吕长江等, 2011）。这些实证的解释都假定公司治理能有效地制约高管权力和公司高管股权激励计划是股东代表基于公司价值最大化原则，而高管只是被动地接受这个薪酬契约。这些实证结论的分析在解释 ESO 激励的动因及其所带来的一系列效应时，显得有些力不从心。近年来，高管权力理论已经成为西方解释高管薪酬业绩敏感性的重要依据（Bebchuk, 2002, 2004; 卢锐, 2008）。用高管权力大小来解释和分析高管股权激励计划的推出的部分动因及效应更加接近“内部人控制”的现实。因此，从高管权力论的角度来研究高管股权激励尤其是中国上市公司的股权激励的动因及后果，对于丰富股权激励理论，有着重要的理论意义。同时，通过高管股权激励下的利益联动后果进行回顾和诠释，对我国上市公司高管股权激励的动因、市场反应、股东利益及次生激励等方面的利益联动效应进行分析，探讨其对潜在投资者、股东及公司普通员工的利益影响机制，揭示股权激励所引发的利益联动内涵，丰富和发展股权激励理论。

1.1.3.2 现实意义

（1）虽然我国高管股权激励制度已有了几年的实践，配套的相关制度在这几年的发展中逐步得到不断地完善，但成熟的制度毕竟需