

公司治理评论

REVIEW OF CORPORATE GOVERNANCE

第6卷 第2辑 2014年6月 Vol.6 No.2 Jun. 2014

主 编：李维安

副主编：武立东

王世权

李建标



经济日报出版社

公司治理评论

REVIEW OF CORPORATE GOVERNANCE

2014年 第6卷 第2辑

主 编:李维安

副主编:武立东 王世权 李建标



经济日报出版社

图书在版编目(CIP)数据

公司治理评论.第6卷.第2辑/李维安主编.——北京:经济日报出版社,2016.6

ISBN 978-7-80257-960-6

I. ①公… II. ①李… III. ①公司—企业管理—文集
IV. ①F276.6-53

中国版本图书馆CIP数据核字(2016)第129324号

公司治理评论.第6卷.第2辑

主 编	李维安
责任编辑	王 欣
责任校对	李艳春
出版发行	经济日报出版社
地 址	北京市西城区白纸坊东街2号 经济日报社综合楼710(邮政编码:100054)
电 话	010-63567683(编辑部) 010-63516959 83559665(发行部)
网 址	www.edpbook.com.cn
E - mail	edpbook@126.com
经 销	全国新华书店 各大网店
印 刷	北京九州迅驰传媒文化有限公司
开 本	710×1000毫米 1/16
印 张	7.5
字 数	170千字
版 次	2016年9月第1版
印 次	2016年9月第1次
书 号	ISBN 978-7-80257-960-6
定 价	28.00元

版权所有 盗版必究 印装有误 负责调换

目 录

业绩型股权激励与盈余质量——中国的证据
(吴德胜 王栋)(1)

中国文化背景下预算公平对预算满意度影响的实证研究
(吴粒 郑伊冉 史泊洋)(21)

宏观调控、地方保护与房企战略反应
(杨军节 王凯 王振宇 武立东)(46)

高管过度自信,董事会独立性与企业连续并购——来自高科技企业的经验数据
(刘烨 程珣跃 惠士友 冯良)(63)

大学治理理论研究动态及进展探析
(王世权)(72)

我国上市公司股权激励市场效应研究——基于事件研究法
(郝臣 黄佳 王励翔 王方志)(86)

CONTENTS

Performance-vested Equity Incentive and Earnings Quality:	
Evidence from China	
(Wu Desheng Wang Dong)	(1)
The Study on the Relationship between Perceived Justice of Budget and Budget Satisfaction Based on Chinese culture background	
(Wu Li Zheng Yiran Shi Boyang)	(21)
Macro-economic regulation and control, local protection and enterprise strategic reaction	
(Yang Jun-jie Wang Kai Wang Zhenyu Wu Lidong)	(46)
Managerial Overconfidence, Board Independence and Serial M&As:	
Empirical data from High-tech enterprises	
(Liu Ye Cheng Xunyue Hui Shiyong Feng Liang)	(63)
Trends and Progress of the Theoretical Study of University Governance	
(Wang Shiquan)	(72)
Research on the Market Reaction of Equity Incentive:	
Basing on Event Study	
(Hao chen Huang Jia Wang Lixiang Wang Fangzhi)	(86)

业绩型股权激励与盈余质量^①

——中国的证据

吴德胜 王 栋

(南开大学中国公司治理研究院/商学院,天津300071)

摘要:本文检验了股权激励是否诱发了高管的盈余操纵动机。中国于2006年推出了业绩型股权激励制度,股票期权行权或限制性股票的解锁是以高管完成规定的业绩门槛为条件,导致高管薪酬与会计业绩直接挂钩,但会计业绩在很大程度上又受会计行为的影响,因此,高管可能对会计业绩进行操纵来实现自身收益最大化。再加上中国的业绩型股权激励采取多期行权或解锁的方式,使得高管有更强的动机操纵盈余,这可能导致盈余质量的下降。本文用双差分方法研究了中国上市公司股权激励与盈余质量之间的关系,发现实施股权激励的公司的盈余质量下降:股权激励降低了上市公司盈余的信息含量和损失确认的及时性。

关键词:股权激励;业绩型股权激励;盈余操纵;盈余质量;双差分

一、引言

股权激励是实现管理层和股东利益一致性的一项重要激励机制,但是设计不当的股权激励不但达不到激励的目的,还有可能造成管理层的机会主义行为。欧美发达市场20世纪80年代以来的经验表明,在实践中股权激励也是一把双刃剑,有其自身的不足之处。首先,公司业绩与管理层薪酬之间的敏感性较差,尤其当股票市场整体处于牛市时,即使绩效较差公司的经理也能获得高额薪酬,经理人得到的回报与其努力程度并不相关。其次,股票期权持有人在股价上升时受益而在价格下降时没有任何实际损失,这可能激励管理层采取更为冒险的会计行为,这些行动可能会损害股东利益。第三,CEO利用其在董事会中的影响力,迫使薪酬委员会制定一个对其有利的薪酬契约,使股权激励变成了授予高管的一项福利。

^① 基金项目:南开大学中央高校基本科研业务费专项资金项目(66122019)。

作者简介:吴德胜,南开大学中国公司治理研究院/商学院,副教授;王栋,南开大学商学院,博士研究生。

第四,国外的研究表明,经理人会通过操纵应计利润、回溯行权日期、选择性信息披露、会计造假、内幕交易等方式来操纵股价,以最大化其股票期权收益。这些机会主义行为不但导致股权激励达不到激励经理层的目的,反而加剧了代理问题。

美国传统的股票期权的行权条件主要为服务期限,随着员工在公司内工作时间延长,股票期权逐步授权给管理层。鉴于传统股票期权存在的诸多缺陷,越来越多的机构投资者,如CalPERS(2003)、Institutional Shareholder Services(2004)要求用业绩型股票期权来代替传统的期权。与传统股票期权相比,业绩型股票期权的授权不仅基于工作时间,还与股价、会计绩效或其他指标相关,这就避免了牛市时公司绩效一般的高管的行权,降低了股票期权变成了意外之财的可能性。美国大约有20%的股票期权计划属于这种类型,业绩型股权激励提供了比传统股权激励更高的激励强度(Johnson和Tian,2000)。吸取了欧美等国的经验教训,2006年我国在推出股权激励时,跳过了传统的股票期权模式,直接采用了业绩型股权激励,高管的期权是否可以行权或限制性股票是否可以解锁,主要看公司的业绩是否达到一定的门槛条件。

业绩型股权激励虽然提高了业绩薪酬敏感性,但也有可能诱发高管的机会主义行为。已有证据表明,将薪酬或晋升与业绩目标挂钩可能导致高管钻制度的空子(Healy,1985;Holthausen等,1995;Gaver和Austin,1995)。由于期权的行权或限制性股票的解锁同样以完成业绩目标为条件,因此也有可能导致高管滥用股权激励制度。为了降低行权解锁难度,高管有动机操纵激励实施阶段的会计指标,导致激励实施后盈余的决策有用性下降,盈余质量也随之下降。相比美国的业绩型股票期权,中国股权激励制度的最大特点是几乎所有股权激励方案都采取了“一次授予、分期行权或解锁”的安排。这种制度设计有利有弊,一方面,分期的股权激励降低了业绩达不到行权解锁条件高管“毕其功于一役”进行向上盈余管理的可能性;但另一方面,分期行权解锁也为高管的盈余平滑提供了空间。为了在整个激励有效期内尽可能均匀地行权解锁,高管有动机进行盈余平滑:当业绩高于业绩门槛时,高管可能会向下操纵盈余,为下一期的行权解锁隐藏业绩;反过来,如果业绩低于业绩门槛,高管可能会向上操纵盈余,顺利行权解锁。因此,有必要研究中国上市公司股权激励方案是否导致高管操纵盈余,进而是否影响了盈余的质量。

本文在两个方面做出了一定的贡献。首先,业界多关注股权激励带来的激励效应和业绩改善,而对股权激励的弊端认识不足,本文的实证分析表明股权激励诱发了高管的盈余操纵动机。其次,已有文献(Dechow和Schrand,2010)认为,盈余质量受管理层奖励计划、管理层持股和股票期权等因素的影响,本文从业绩型股权激励的角度出发,对中国上市公司盈余质量进行了研究,进一步验证了已有文献的结论。本文其他部分的内容如下:第二部分介绍相关的文献,形成本文的假设;第三部分介绍样本和数据;第四部分为实证分析;最后是本文

的结论和研究展望。

二、文献回顾与假设提出

在第二部分,本文首先介绍盈余质量的定义,然后回顾薪酬激励影响盈余质量方面的文献,最后提出本文的假设提出和研究设计。

(一) 盈余质量的定义

财务报告应该提供有关企业财务业绩的信息,Dechow 和 Schrand (2010) 因而对盈余质量做出如下的定义,“当特定的决策制定者在进行决策时,更高的盈余质量提供了与企业财务业绩特征相关的更多信息。”简单地说,更具有用性的财务报表信息就是更高质量的信息。具体来说,盈余质量首先取决于该信息与特定决策者制定特定决策的相关性,这种相关性不仅包括股权投资决策,也包括债权人、监管者和其他利益相关者的决策。其次,盈余数字的质量还取决于它是否反映了企业的财务业绩以及反映了财务业绩的哪些特征。因为报告盈余只是一个综合反映财务业绩的数字,但是企业的财务业绩却包括许多要素和特征,这些要素和特征对于不同的决策具有不同的相关性。第三,盈余质量受会计信息系统影响,盈余信息的相关性、可靠性和及时性等特征都受生成该盈余数字的会计信息系统的影响。

为了研究盈余数字的决策相关性,研究人员通常首先确定盈余质量的代理变量,然后检验该代理变量与其他因素的代理变量之间的关系,进而得出盈余质量的决定因素或经济后果方面的结论。Dechow 等(2010) 将盈余质量的代理变量分为三个大类:(1)盈余的特征,包括盈余持续性、应计与异常应计、盈余平滑、损失确认及时性以及盈余达标;(2)投资者对盈余信息的反应,包括盈余反应系数、盈余收益模型中的可决系数 R^2 ;(3)反映盈余误报的外部指示器,包括会计与审计提升公告、财务重述和按照萨班斯法案要求报告的内部控制缺陷。

每一代理变量反映了盈余质量的不同要素或不同特征,对所有的决策模型而言,并不存在一个最优的盈余质量指标。例如,盈余持续性反映了盈余的稳定性,应计反映了盈余中与现金收益相对应的应计部分的大小,损失确认及时性反映了会计稳健性(抑制管理人员的乐观主义倾向),盈余反应系数则反映了股权投资者对盈余信息的反应等。因此,从不同的角度对盈余质量进行研究会丰富和完善我们对盈余和会计信息质量的认识。

(二) 薪酬激励与盈余操纵

盈余质量受许多因素的决定或影响,不同具体因素对盈余质量的不同特征(代理变量)产生不同影响,因而产生了非常丰富的文献资料。管理层奖励薪酬、管理层持股和股权激励等因素驱动了盈余操纵,研究管理层激励对盈余质量的影响对防范盈余操纵和提高盈余质量具有非常重要的意义(Dechow等,2010)。

Healy(1985)、Holthausen等(1995)、Gaver和Austin(1995)研究了奖励激励计划对盈余管理的影响,发现管理层会通过调高或者调低应计项目对盈余进行操纵以最大化自身利益。

在股票期权激励的授予、行权和行权股票出售等过程中,经理人也有可能采取操纵应计利润的方式在授予日、可行权日、行权日和标的股票出售日前后操纵股票价格。

一些文献分析了股权激励授予前的盈余管理。Balsam等(2003)、Baker等(2003)发现,经理人在授予日前通过操纵应计利润方式进行了向下的盈余管理,以达到降低期权行权价格的目的。但Bettis等(2010)利用美国业绩型股权激励的数据,并没有发现在授予日前后有显著的盈余管理行为。

Bartov和Mohanram(2004)通过对1992至2001年间1200家上市公司的研究,发现高层管理人员在行权前后有大量的盈余操纵行为,行权前可操控性应计利润异常高而行权后则有反转现象。Cheng和Warfield(2005)分析了管理人员股权激励与盈余管理行为之间的关系,发现股权激励强度较高的高管为了在未来以更高的价格卖出股票,对盈余进行操控以达到分析师预测。该文还发现,高管股权激励程度高和股权激励持续性较强的公司出现正盈余意外的可能性较低,这说明高管为了在未来以较高的价格出售股票进行了盈余平滑,在业绩较好的年份向下操纵盈余,为后续年度隐藏业绩。Bergstresser和Philippon(2006)等发现,CEO报酬中来自于股票期权报酬的比例与可操控性应计之间正相关,且在可操控性应计较高的年份,高管行使的股票期权和出售的股票也较多。

Kuang(2008)利用英国非金融行业数据观察到,业绩型股权激励在总薪酬中占的比重越大,盈余管理就越严重;而且,管理层盈余管理的动机来源于已授予但并未行权(即仍处在绩效考核阶段)的那部分股票期权。

肖淑芳等(2009)也指出,在中国上市公司公告股权激励计划前的三个季度存在不太显著的盈余管理现象。苏冬蔚和林大庞(2010)发现,尚未进行股权激励的上市公司,其CEO股权和期权占总薪酬比率与盈余管理呈显著的负相关程度;而提出或通过激励预案的公司,其CEO股权和期权报酬与盈余管理的负相关关系大幅减弱并不再统计显著。不过,该文并未从整体上判断股权激励公司是否进行了盈余管理,也未区分盈余管理的方向。张海平和吕

长江(2011)从资产减值会计的视角研究股权激励计划对公司会计政策选择的影响,发现在股权激励方案推出前后,实施股权激励计划的公司管理层基于自身利益的考虑,利用资产减值政策操纵会计盈余影响股权激励的行权条件。

(三) 假设提出

股权激励的行权或解锁与方案实施后的公司业绩息息相关,高管有动机对盈余进行操纵,因此本文得出一个一般假设:股权激励方案的推出导致激励公司的盈余质量下降。关于盈余质量的度量,本文用盈余反应系数和损失确认及时性来度量盈余质量。

1. 股权激励与盈余反应系数

盈余质量的第一个代理变量为盈余的信息含量,用盈余反应系数来度量(Fan 和 Wong, 2002; Francis 等, 2005; Warfield 等, 1995)。投资者对那些影响股价的信息做出反应,若盈余信息具有较高的价值相关性,盈余则较好地反映了公司的基本业绩。通过检验投资者对盈余信息的反应,可以评估盈余信息的决策有用性。为了顺利行权或解锁,高管对报告盈余进行操纵,导致盈余的信息含量降低,盈余反应系数会随之降低。本文首先检验股权激励如何影响资本市场对盈余消息的反应,因此提出第一个假设:

假设 H₁: 由于股权激励公司的高管对盈余进行操纵,盈余质量下降,激励公司的盈余反应系数下降。

2. 损失确认及时性: 盈余对收益的敏感性

Basu (1997)认为,会计稳健性是指“与将坏消息确认为损失相比,会计人员在财务报表中将好消息确认为收益时要求有更高的可验证性”。当坏消息发生时,相应的损失立即被确认;而当好消息发生时,相应的收益却没有在当期会计盈余中全部加以确认,而是在当期和未来年度逐渐确认。由于会计稳健性在确认好消息与坏消息时存在着严重的不对称性,导致好消息和坏消息阶段盈余确认及时性和持续性存在系统的差异:会计盈余对坏消息的反应比对好消息的反应更及时;与好消息带来的有利的盈余变化相比,坏消息导致的不利的盈余变化的持续性较差。

Basu 通过一个具体的例子来说明好消息和坏消息确认的不对称性。如果企业一项固定资产的预计寿命延长,企业经济状况将变好,但是在历史成本计价原则下,企业当前的盈余不会有任何变化,但是,当期和未来各期的折旧会减少,盈余会增加。如果固定资产的预期寿命缩短了,会计人员则会记录资产减值损失,导致当前盈余下降,但资产减值对未来的盈

余不会产生任何影响。简单地说,会计盈余对坏消息的反应更充分、更迅速。

Basu(1997)建立了多个模型来检验这种收益和损失确认及时性上的不对称性。其中的一个为年度盈余和年度股票收益之间的分段线性回归模型,也被称为逆向的盈余收益回归模型,该模型检验了好消息和坏消息阶段盈余确认及时性是否存在系统的差异。模型的理论基础是股价中所反映的信息比会计盈余信息更丰富,股价领先于盈余,因此股价的变化(收益率)可以度量该阶段消息的信息含量,Kothari和Sloan(1992)并用正股票收益度量好消息,负股票收益度量坏消息。该文发现,年度盈余和年度股票收益之间的关系存在着不对称性,即负股票收益与当期会计盈余之间的相关性大于正股票收益与当期会计盈余之间的相关性。逆向盈余收益回归模型在之后的实证研究中得到了广泛的应用,国内外出现了大量应用Basu模型研究会计稳健性的文献。

由于股权激励公司的高管对盈余进行操纵,为了均匀地在激励有效期内行权解锁,高管对盈余进行操纵,导致损失确认的及时性变差。本文因而提出第二个假设:

假设H₂:由于股权激励公司的高管对盈余进行操纵,股权激励降低了损失确认的及时性,会计盈余对坏消息的反应变慢。

3. 损失确认及时性:盈余变化的逆转

Dietrich等(2007)对逆向回归模型进行了批评,认为回归系数是有偏的,导致Basu(1997)提出的检验损失确认及时性的第二个指标——盈余逆转得到了更多的应用,如Ball和Shivakumar(2005)采用该模型分析了英国私有企业的盈余质量。

Basu(1997)同时认为,信息确认上的不对称性同时也体现为盈余持续性上的不对称性,负盈余变化的持续性要低于正盈余变化的持续性。及时性和持续性实际上是度量同一现象的不同方法,及时性更强意味着当前的盈余确认了与股价相关的消息中的大部分,未来的盈余则确认了相关信息中的小部分。而更强的持续性则意味着当期盈余只反映了与股价有关的较少信息,更多与股价有关的信息留给了未来的盈余。例如,盈余的永久变化意味着当前的盈余只反映了与股价相关的小部分信息。与此相反,暂时的盈余变化意味着所有与价值相关的信息都包含在盈余中,这时盈余的及时性很强。既然盈余对坏消息的反应更及时,那么坏消息导致盈余变化的持续性就越差,更有可能在下一期发生逆转。

在前面提到的固定资产的例子中,固定资产预期寿命延长导致当前盈余增加,但当前的盈余增加并不伴随着未来盈余更多的增加,相反,固定资产预期寿命缩短将导致资产减值损失,降低了当前的盈余,但由于损失确认的及时性,损失在当期被完全确认,下一年度的盈余

将比当期的盈余高,高出的幅度等于资产减值的大小。也就是说,坏消息带来的盈余下降是暂时的,当前的盈余下降在下一期会发生逆转。Basu(1997)用盈余变化的逆转模型来检验负盈余变化的持续性:相比正的盈余变化,负盈余变化在下一期更有可能发生逆转。

由于股权激励公司的高管对盈余进行操纵,为了均匀地在激励有效期内行权解锁,高管对盈余进行平滑,导致损失确认的及时性变差,持续性则变强。因此,本文提出第三个假设:

假设 H₃:由于股权激励公司的高管对盈余进行操纵,股权激励降低了损失确认的及时性,公司负盈余变化的持续性变强,负盈余变化逆转的速度被减缓。

三、样本说明和变量定义

(一) 样本

本文选取了2003—2012年度中国A股上市的所有公司,剔除掉金融类上市公司,部分变量需要滞后一期,损失掉2003年的数据,最后共得到2413家上市公司共15873个公司的年观测值。本文的财务数据来源于国泰安数据库和锐思数据库,股权激励数据来源于万得金融资讯终端,并经过手工整理。本文对股权激励样本进行如下的筛选:(1)排除掉《上市公司股票期权激励管理办法(试行)》颁布之前,股权分置改革时承诺推出股权激励计划的方案;(2)由于金融、保险业公司的盈余具有特殊性,剔除掉金融和保险业公司公布的激励方案;(3)部分公司的股权激励方案包含了期权、限制性股票、股票增值权等多种激励标的物,视为同一个股权激励方案,截止到2012年12月31日,共有385家公司公布了438个股权激励计划草案。(4)同一家公司在公布了多个激励方案,本文删除同一家公司除第一个方案以外的其他方案,留下了385个方案,这385家股权激励公司就成为本文的处理组,其他2025家非激励公司作为本文的控制组。

表1提供了股权激励草案和公司的年份分布情况。股权激励计划草案的公告时间分布极其不均,与股市行情有很大相关性。2011和2012年股市低迷,上市公司推出的激励方案明显增多,两年共有216家公司推出了222个方案,方案数占总方案数的50.6%。由表2可以看出,由于期权的激励强度更高,大部分方案(299个,占总样本的69.3%)的激励标的物为股票期权,有116个方案的标的物为限制性股票,占总样本的26.5%,有21个方案包含了两种标的物。

表3的统计结果显示,股权激励公司大都集中在制造业、信息技术业和房地产业,三个行业公告股权激励方案的公司占激励公司总数的84.4%。表4显示,中小板和创业板公司公

布的方案占了方案总数的62.3%,说明高成长公司更愿意进行股权激励。表5显示,激励公司大都为民营企业(302个),有37家央企和34家地方国企公布了激励方案。

表1 公布股权激励草案的分布

年份	公司数	方案数	百分比%	年份	公司数	方案数	百分比%
2006	41	41	9.4	2010	61	76	17.4
2007	13	13	3.0	2011	116	125	28.5
2008	57	60	13.7	2012	77	97	22.1
2009	20	26	5.9	总计	385	438	100

表2 激励标的物类型分布

标的物类型	方案数	百分比(%)	标的物类型	方案数	百分比(%)
限制性股票	116	26.5	股票期权,限制性股票	17	3.9
股票期权	299	69.3	股票期权,股票增值权	4	0.9
股票增值权	2	0.5	总计	438	100

表3 激励公司的行业分布

行业分类	公司数	百分比(%)	行业分类	公司数	百分比(%)
采掘业	2	0.52	农、林、牧、渔业	5	1.30
传播与文化产业	5	1.30	批发和零售贸易	13	3.38
电力、煤气及水的生产和供应业	3	0.78	社会服务业	12	3.12
房地产业	23	5.97	信息技术业	64	16.62
建筑业	12	3.12	制造业	238	61.82
交通运输、仓储业	4	1.04	综合类	4	1.04

表 4 股权激励公司的股市板块分布

板块	方案数	百分比(%)	公司数	百分比(%)
上海主板	114	26.03	96	24.94
深圳主板	51	11.64	43	11.17
中小板	179	40.87	159	41.30
创业板	94	21.46	87	22.60
总计	438	100	385	100

表 5 股权激励公司的控制人类型分布

最终控制人类型	公司数	最终控制人类型	公司数
地方国有企业	34	民营	302
中央国有企业	37	其他	12

(二) 变量定义

详细的变量定义见表 6。

表 6 变量定义

变量类型	变量符号	变量名称	变量描述
被解释变量	CR	累积收益率	t 年第4个月到 $t+1$ 年第3月股票的累积收益率
	CAR	超额累积收益率	经总市值加权市场平均收益率调整后的 t 年第4个月到 $t+1$ 年第3个月股票的累积收益率
	CR_{1-3}	累积收益率	t 财年结束后的前3个月的累积收益率
	CAR_{1-3}	超额累积收益率	经总市值加权市场平均收益率调整后的 t 财年结束后的前3个月的超额收益率
	NI	盈余	经上期期末总市值调整后的净利润(或扣除非经常性损益后的净利润)
	ΔNI	盈余变化	净利润或扣除非经常性损益后净利润的变化,经上期期末总市值调整
主要解释变量	DR	好消息或坏消息	虚拟变量, DR_u 等于 1, 如果累积收益率(CR_u 、 CAR_u 或 CR_{1-3}) 小于 0, 否则为 0, 分别表示“坏消息”和“好消息”
	INC	股权激励	虚拟变量, 如果公司公布了股权激励方案, 则 INC 等于 1, 否则为 0
	After	股权激励公告	虚拟变量, 股权激励公告后第年份为 1, 其他年份为 0

续表

变量类型	变量符号	变量名称	变量描述
控制变量	MB	市净率	股票期末总市值与净资产之比
	Growth	成长性	相比上一年的主营业务收入增长率
	Size	规模	期末总资产的自然对数
	LEV	杠杆率	期末的资产负债率
	ROA	总资产收益率	息税前利润比期末总资产
	Loss	是否亏损	当年NI<0为1,否则为0
	State	是否为国企	是国企为1,否则为0
	IND	行业	采用证监会行业标准进行分类,其中制造业细分到次类行业,一共得到21个行业分类,设置了20个虚拟变量

*、CR、CAR、CR₁₋₃和NI在部分模型中也作为解释变量。

(三) 描述性统计分析

主要变量的描述性统计如表7所示。

表7 主要变量的描述性统计

变量	样本数	均值	中位数	标准差	最小值	最大值
CR	14065	0.24	0	0.85	-0.92	19.25
CAR	14065	0.11	-0.01	0.6	-1.88	19.02
CR ₁₋₃	13970	0	-0.06	0.38	-0.84	22.05
CAR ₁₋₃	13970	0	-0.04	0.30	-0.82	21.93
NI	14065	0.01	0.02	0.09	-2.10	2.10
ΔNI	14008	0.01	0	0.13	-3.86	9.11
MB	14065	4.79	2.67	62.75	-1529	4650
Growth	14065	59.07	13.26	2015	-133.2	170000
LEV	14065	65.92	50.57	779.5	0.17	87726
Size	14065	21.82	21.71	1.1	18.49	28.44
ROA	14065	3.52	3.41	80.71	-6482	6475
Loss	14065	0.22	0	0.41	0	1

四、实证分析

(一) 股权激励与盈余反应系数

本文用盈余反应系数模型来检验股权激励公司盈余的信息含量, Chan等(2012)和Dehaan等(2012)采用了双差分方法考察了美国上市公司自愿实施的薪酬追回条款是否提高了会计盈余质量, 本文采用了类似的方法来检验我们的假设。具体的研究设计如下:

$$R_{it} = \alpha_0 + \alpha_1 NI_{it} + \alpha_2 INC_i + \alpha_3 After_{it} + \beta_0 INC_i * NI_{it} + \beta_1 After_{it} * NI_{it} + \beta_2 NI_{it} * LEV + \beta_3 NI_{it} * Growth_{it} + \beta_4 NI_{it} * Loss + \beta_5 NI_{it} * ROA + \beta_6 NI_{it} * Size + \beta_7 NI_{it} * MB + \sum \beta_8 NI_{it} * IND \quad (1)$$

由于盈余公告集中在财年结束后的前3个月, 本文分别用 t 年第4个月到 $t+1$ 年第3月股票的累积收益率(CR), 经总市值加权市场平均收益率调整后的超额收益率(CAR)来度量 R_{it} 。按照Basu(1997)的方法, 本文另外用 t 财年结束后的前3个月的累积收益率或超额收益率 CAR_{t-3} 分别来度量 R_{it} 作为稳健性检验。 INC_i 为股权激励虚拟变量, $INC_i=1$ 表示处理组, 即激励公司, $INC_i=0$ 表示控制组, 即非激励公司。 $After_{it}$ 为股权激励公告虚拟变量, 对激励公司公告后的年份, $After_{it}=1$; 对激励公司激励公告年及之前的年份和非激励公司的所有年份, $After_{it}=0$ 。已有文献认为, 资产负债率、增长性、公司规模都有可能影响盈余反应系数(Ali et al., 2007), 因此, 本文在模型(1)中加入这些变量。 LEV 表示资产负债比, $Growth$ 表为营业收入增长率, $Size$ 则为总市值的自然对数。 IND 为行业虚拟变量, 本文采用证监会的行业标准进行分类, 其中制造业细分到次类行业, 一共得到21个行业分类, 设置了20个虚拟变量。

$INC_i * NI_{it}$ 的系数 β_0 表示在股权激励方案公告前的阶段激励公司与非激励公司在盈余反应系数上的差异。 $After_{it} * NI_{it}$ 的系数 β_1 则度量了相对同一时期的非激励公司的盈余反应系数在股权激励公告前后的变化。由于股权激励公司的高管对盈余进行操纵, 投资者降低了对激励公司盈余的信任, 盈余反应系数应下降, 本文预测交互项 $After_{it} * NI_{it}$ 的系数 β_1 为负。

本文首先单独考虑激励公司在激励方案公告前后盈余信息含量的变化。回归结果见表8。在回归模型(1)~(4)中, 本文剔除了非激励公司。回归结果显示, 无论是采用 CR 、 CAR , 还是 CR_{t-3} 、 CAR_{t-3} 来度量累积收益率, 盈余与股权激励公告的交互项 $After_{it} * NI_{it}$ 的系数为负, 且显著性水平都高于1%, 这表明, 在激励方案公告后激励公司盈余的信息含量降低了。

本文进一步考察相对控制组, 股权激励处理组在激励公告后盈余反应的变化。回归结

果如模型(5)~(8)所示, NI 的系数为正且非常显著。无论是采用 t 年第4个月到 $t+1$ 年第3月的累积收益率(CR)、超额收益率(CAR), 还是 t 财年结束后的前3个月的累积收益率 CR_{1-3} 或超额收益率 CAR_{1-3} 来度量累积收益率, 盈余与股权激励公告的交互项 $After_u * NI_u$ 的系数 β_1 均为负, 且显著性水平都高于1%, 这表明, 相比同一时期的非激励公司, 激励方案公告后激励公司盈余的信息含量降低了。同时, 在模型(5)~(7)中, $INC_t * NI_u$ 的系数 β_0 为正, 且在1%的水平上显著, 说明在激励方案公告之前的阶段, 激励公司的盈余反应系数高于非激励公司, 这进一步说明, 股权激励降低了激励公司盈余的信息含量。而且, $INC_t * NI_u$ 和 $After_u * NI_u$ 的系数之和均为负, 且显著异于零, 在模型(6)中, 系数之和为 $-2.115(t=78.65)$, 表明在激励方案公告之后的阶段, 激励公司的盈余反应系数经历了更大幅度的下降。

由于股权激励公司的高管对盈余进行操纵, 投资者对激励公告后公司盈余的信任降低, 盈余反应系数下降, 假设1得到了验证。

表8 股权激励与盈余反应系数

	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)
	CR	CAR	CR ₁₋₃	CAR ₁₋₃	CR	CAR	CR ₁₋₃	CAR ₁₋₃
NI	4.703	-4.954	-3.112	-0.532	23.82***	7.458***	7.094***	0.841
	(0.67)	(-1.04)	(-1.16)	(-0.26)	(12.55)	(5.67)	(8.33)	(1.22)
INC	-	-	-	-	0.0469	0.0129	-0.0275**	-0.0182*
					(1.60)	(0.63)	(-2.11)	(-1.73)
After	-0.144***	0.0119	0.0112	0.0206*	-0.0930**	0.0436	0.0520***	0.0412***
	(-3.54)	(0.43)	(0.71)	(1.75)	(-2.22)	(1.50)	(2.80)	(2.74)
NI*INC	-	-	-	-	2.438***	0.849***	0.404***	-0.118
					(6.94)	(3.49)	(2.59)	(-0.93)
NI*After	-4.829***	-2.252***	-1.490***	-0.636***	-6.081***	-2.964***	-2.390***	-1.155***
	(-7.01)	(-4.79)	(-5.60)	(-3.20)	(-12.07)	(-8.48)	(-10.66)	(-6.38)
NI*MB	0.0198	0.00292	0.0213***	0.0132**	-0.00524***	-0.00251**	-0.000767	-0.000204
	(0.99)	(0.21)	(2.76)	(2.29)	(-2.88)	(-2.00)	(-0.94)	(-0.31)
NI*Growth	0.00110***	0.000667***	0.000142**	0.0000392	0.000350***	0.000394***	0.000254***	0.000276***
	(6.13)	(5.46)	(2.05)	(0.76)	(9.63)	(15.65)	(15.37)	(20.71)
NI*LEV	0.0383**	0.0314***	0.0160***	0.0162***	-0.0000133	0.00000946	-	0.00000203
	(2.43)	(2.91)	(2.60)	(3.53)	(-0.75)	(0.77)	(-0.69)	(0.32)
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)