

中国上市公司 股权激励财富效应

——基于控制权配置视角

STUDY ON THE EQUITY INCENTIVE WEALTH EFFECT
OF CHINESE LISTED COMPANIES BASED ON THE
ALLOCATION OF CONTROL RIGHTS

◎ 许楠 著

天津出版传媒集团

 天津科学技术出版社

中国上市公司股权激励财富效应

——基于控制权配置视角

**STUDY ON THE EQUITY INCENTIVE WEALTH EFFECT OF CHINESE LISTED
COMPANIES BASED ON THE ALLOCATION OF CONTROL RIGHTS**

许楠 著

图书在版编目 (CIP) 数据

中国上市公司股权激励财富效应：基于控制权配置
视角 / 许楠著. —天津：天津科学技术出版社，2014. 11
ISBN 978 - 7 - 5308 - 9287 - 9

I. ①中… II. ①许… III. ①上市公司 - 企业管理 -
激励 - 研究 - 中国 IV. ①F279. 246

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2014) 第 266240 号

责任编辑：刘丽燕

责任印制：兰 毅

天津出版传媒集团
 天津科学技术出版社 出版

出版人：蔡 颢

天津市西康路 35 号 邮编 300051

电话 (022) 23332490

网址：www. tjkcbs. com. cn

新华书店经销

天津印艺通制版印刷有限责任公司印刷

开本 787 × 1 092 1/16 印张 9.75 字数 220 000

2015 年 1 月第 1 版第 1 次印刷

定价：38.00 元

本著作受国家自然科学基金资助：

股权激励与公司价值——基于公司控制权配置视角的研究

(71102153)

序

股东和管理层之间的委托代理矛盾,是公司治理中永恒的话题,而股权激励是针对这一问题开出的一剂药方。

在我国,随着股权激励相关法规在 2006 年后的陆续出台,股权激励制度得到不断完善,越来越多的上市公司宣告和实施了股权激励方案。从理论上来讲,股权激励有利于管理层和公司股东形成利益共同体,从而被视为一种降低代理成本的制度安排。国外的理论研究和实践经验也都证明了股权激励对公司价值的提升作用。然而,我国学者在这方面的观点并不一致,而且我国上市公司股权激励的实施效果也不尽相同,这使得股权激励的财富效应问题成为研究的热点。

目前,这方面的研究成果较为丰富,然而结论并不一致。现有研究几乎都忽略了上市公司控制权配置这一因素对于股权激励及其财富效应的影响,而这种影响却是根本且实质的。

这本专著从公司控制权配置的视角,揭示了我国上市公司股权激励和控制权现状,并系统研究了控制权配置对股权激励及其财富效应的影响。研究成果在理论上拓展了控制权理论以及公司治理理论;在实践中为上市公司科学制订股权激励方案、提高股权激励效率和为增加企业财富提供决策依据,同时也为相关政策制定部门完善现有股权激励法律法规提供启示,为证券监管机构实施有针对性的监控提供借鉴。

纵观全书,本人认为这本专著的主要创新之处体现在以下几个方面:

(1)界定了股权激励财富效应的概念,并从概念出发构建了基于控制权配置的股权激励财富效应研究框架,建立了全面完整的分析体系。一方面,将股权激励的财富效应分为短期效应和长期效应、绝对效应和相对效应两个维度四个方面,并提出相应的衡量指标;增加了对相对效应的研究,突破了以往只针对股权激励绝对效应进行研究的局限。另一方面,以终极控制人性、质、第一大股东控制力、董事会结构和高管持股作为控制权配置的替代变量,弥补了以往只选取控制权配置的单一替代变量进行研究的不足。

(2)提出了股权激励相对财富效应的研究思路和研究方法,构建了股权激励投入产出的 SFA 效率测度模型,并将控制权配置因素纳入模型之中,系统地考察了股权激励的短期相对财富效应和长期相对财富效应。理论上是对股权激励财富效应研究的拓展,同时对上市公司更加注重股权激励效率而非仅仅关注股权激励产出具有实践指导意义。

(3)建立了较为完整的控制权配置对股权激励影响的分析框架,填补了控制权配置对股权激励成本的影响这一研究空白。

这本专著是在许楠的博士论文的基础上,结合其最新的研究成果,经过补充和完善而成的。作者扎实的理论功底和严谨的写作态度使该专著兼具专业性和易读性。将控制权配置引入股权激励财富效应的研究中,是股权激励研究的一个新的视角,这本专著在这方面进行了很好的尝试。诚然,股权激励还有很多理论和实务问题需要进一步研究。希望许楠博士在今后的学术研究中坚持不懈、再接再厉,取得更多成果。

李春玲

2014 年 9 月于燕山大学

目 录

第 1 章 绪 论	1
1.1 选题背景与研究意义	1
1.1.1 选题背景	1
1.1.2 研究意义	2
1.2 国内外研究现状	3
1.2.1 国外研究现状	3
1.2.2 国内研究现状	7
1.2.3 国内外研究现状评述	10
1.3 研究内容与研究方法	11
1.3.1 研究内容	11
1.3.2 研究方法	12
第 2 章 相关理论综述	14
2.1 股权激励概念界定及理论基础	14
2.1.1 股权激励相关概念界定	14
2.1.2 股权激励理论基础	18
2.2 控制权配置概念界定及理论基础	20
2.2.1 控制权配置相关概念界定	20
2.2.2 控制权配置理论基础	23
2.3 财富效应概念界定及理论基础	25
2.3.1 财富效应相关概念界定	25
2.3.2 财富效应理论基础	29
2.4 本章小结	30
第 3 章 中国上市公司股权激励与控制权配置现状分析	32
3.1 中国上市公司股权激励现状分析	32
3.1.1 股权激励基本面分析	32

3.1.2	股权激励偏好分析	35
3.1.3	股权激励方式分析	36
3.1.4	股权激励成本分析	37
3.1.5	股权激励强度分析	41
3.2	宣告股权激励的中国上市公司控制权配置现状分析	43
3.2.1	终极控制人性质	44
3.2.2	第一大股东控制力	45
3.2.3	董事会结构	46
3.2.4	高管持股	47
3.3	本章小结	48
第4章	控制权配置对股权激励的影响	49
4.1	控制权配置对股权激励偏好的影响	49
4.1.1	理论分析与研究假设	49
4.1.2	配对样本选择与检验	50
4.1.3	模型设计与变量描述	51
4.1.4	实证分析过程	52
4.1.5	实证分析结果	56
4.2	控制权配置对股权激励方式的影响	57
4.2.1	理论分析与研究假设	58
4.2.2	样本选择与数据描述	59
4.2.3	模型设计与变量描述	59
4.2.4	实证分析过程	60
4.2.5	实证分析结果	63
4.3	控制权配置对股权激励成本的影响	64
4.3.1	理论分析与研究假设	64
4.3.2	样本选择与数据描述	65
4.3.3	模型设计与变量描述	65
4.3.4	股票期权模型实证分析	66
4.3.5	限制性股票模型实证分析	70
4.4	控制权配置对股权激励强度的影响	73
4.4.1	理论分析与研究假设	73
4.4.2	样本选择与数据描述	74

4.4.3	模型设计与变量描述	74
4.4.4	实证分析过程	75
4.4.5	实证分析结果	77
4.5	本章小结	78
第5章	基于控制权配置的股权激励短期财富效应	79
5.1	股权激励短期绝对效应	79
5.1.1	样本选取与数据来源	79
5.1.2	事件定义及事件研究窗口	80
5.1.3	超常收益率的计算	80
5.1.4	实证结论及分析	81
5.1.5	稳健性检验	83
5.2	基于控制权配置的股权激励短期相对效应	83
5.2.1	研究假设	84
5.2.2	模型构建和变量设计	85
5.2.3	股权激励短期相对效应总体分析	87
5.2.4	控制权配置因素分析	89
5.2.5	短期相对效应前后 40 名控制权配置情况的比较分析	90
5.3	本章小结	93
第6章	基于控制权配置的股权激励长期财富效应	94
6.1	基于控制权配置的股权激励长期绝对财富效应	94
6.1.1	理论分析与研究假设	94
6.1.2	样本选择与数据描述	96
6.1.3	模型设计与变量描述	97
6.1.4	变量的描述性统计	99
6.1.5	股权激励独立作用的长期财富效应回归分析	101
6.1.6	股权激励与控制权配置共同作用的长期财富效应 回归分析	103
6.1.7	股权激励与控制权配置交互作用的长期财富效应 回归分析	106
6.2	基于控制权配置的股权激励长期相对财富效应	114
6.2.1	研究假设	114

6.2.2	模型构建和变量设计	115
6.2.3	股权激励长期相对效应总体分析	116
6.2.4	控制权配置因素分析	117
6.2.5	长期相对效应前后 40 名控制权配置情况的比较分析	120
6.3	本章小结	122
第 7 章	提高股权激励财富效应的对策建议	123
7.1	增强公司的股权激励偏好	123
7.2	设定合理的股权激励方案	124
7.2.1	设定合理的股权激励方式	124
7.2.2	设定合理的股权激励成本	125
7.2.3	设定合理的股权激励强度	125
7.3	优化公司的控制权配置结构	126
7.3.1	充分发挥国有终极控制人的积极作用	126
7.3.2	优化股权结构	127
7.3.3	健全董事会结构	128
7.3.4	适当提高高管持股比例	129
7.4	完善相关的外部宏观环境	130
7.4.1	完善股权激励相关政策和法规	130
7.4.2	完善证券市场	131
7.4.3	完善经理人市场	132
7.5	本章小结	133
结 论		134
参考文献		136
致 谢		145

第 1 章 绪 论

1.1 选题背景与研究意义

1.1.1 选题背景

股权激励作为一种长期薪酬激励制度,产生于美国 20 世纪 50 年代,直接推动了 20 世纪 60 年代硅谷的高速发展,在 20 世纪 70 年代后,随着政府相关法规的陆续出台,股权激励制度在美国得到了不断的完善和发展。我国上市公司的股权激励制度推行较晚,在 2006 年以前,虽然个别上市公司也有这方面的尝试,但是由于股权分置现象以及原《公司法》对公司回购本公司股票和高管转让其所持有的本公司股票的诸多限制,极大地制约了股权激励制度的发展。但随着股权分置的制度性变革,资本市场日渐完善,实行股权激励的条件也日渐成熟。2005 年 12 月 31 日,中国证监会颁布《上市公司股权激励管理办法(试行)》,为上市公司股权激励制度的设计提供了政策指引。此后,国务院国资委和财政部分别于 2006 年 1 月 27 日和 2006 年 9 月 30 日颁布了《国有控股上市公司(境外)实施股权激励试行办法》《国有控股上市公司(境内)实施股权激励试行办法》,对国有上市公司建立股权激励制度做出了进一步的制度规定。在这样的背景下,许多上市公司顺势推出股权激励计划,据国泰安经济金融研究数据库统计,从 2006 年起至 2011 年,公布股权激励方案的上市公司总共有 238 家,其激励方式包括股票期权、限制性股票、股票增值权以及这三种方式的联合方式,其中采用股票期权方式的共 171 家。可见,从长期来看,股权激励必将成为高管薪酬的重要组成部分,也将成为现代公司解决委托代理问题的重要手段。

作为一种降低代理成本的制度安排,股权激励有利于管理层和公司股东形成利益共同体,从而提高管理层的决策水平,减少管理者的短视行为并增强投资者对公司股票的信心。从这个角度来讲,股权激励必将带来公司价值的提升,国外

的理论研究和实践经验都对此进行了证明。然而,在我国上市公司的实践中,实施股权激励的公司,实施效果却不尽相同,其中包含很多公告后中途取消股权激励计划的案例及实施后导致公司业绩下滑的案例。这就让人产生了一个疑惑:股权激励在美国作为一种成功的激励方式,在我国上市公司中,对于解决代理问题和提升公司价值是否有效,关于这个问题,国内很多学者都进行了研究。然而,这些研究得到的结论却不一致。仔细比较分析,现有研究中几乎都忽略了上市公司控制权配置这一因素对于股权激励及其财富效应的影响。

1.1.2 研究意义

本书立足于全流通时代的中国资本市场,从上市公司的控制权配置角度入手,研究上市公司股权激励特征及其财富效应,具有较强的理论和实践意义。

1.1.2.1 理论意义

(1)延伸对控制权理论的研究 从国内外已有文献看,对股权激励及其财富效应的解释多从信息假说与代理假说入手,较少从控制权理论去研究股权激励。理论上,不同的控制权配置状态将对企业的股权激励特征及经济后果产生不同影响。而在全流通环境下,金字塔式控股、交叉持股、一股独大等构成了中国上市公司控制权结构的鲜明特征,这些都将对股权激励对象的确定、激励方式的选择以及激励强度的确定产生不同影响,进而产生不同的财富效应。本书将从上市公司的股权激励入手,探索控制权配置对股权激励及其财富效应的影响,研究结果将对控制权理论做出有益延伸。

(2)拓展对公司治理理论的研究 控制权配置和股权激励是公司治理的两个重要方面,以往的研究基本上都是将控制权特征作为外生变量,研究股权激励对公司价值的影响;或者将股权激励作为外生变量,研究控制权特征对公司价值的影响。本书认为,控制权配置和股权激励是共存于一个内生系统中的两个相互影响的变量,他们的相互影响会直接关系到其中某一变量产生的治理效应,即体现为公司的财富效应。所以,本书将控制权配置和股权激励放在一个内生系统中进行研究,以探究其相互作用的机理,并寻求使公司治理效应达到最优时,二者的理想组合状态,这无疑是对现有公司治理理论的有力拓展。

1.1.2.2 实践意义

(1)为上市公司制订合理股权激励方案、提高激励效率和增加企业财富效应提供决策依据。通过考察股权激励方案的市场反应和长期效应,以及考虑控制权

配置因素的股权激励短期效率和长期效率,为上市公司选择合理的激励方案提供参考。更进一步地,通过研究不同的控制权配置方式对不同股权激励方案激励效果的影响,为上市公司在既定的控制权结构下,科学选择股权激励方案、提高激励效率和增加企业财富提供决策依据。

(2)为上市公司合理安排和调整控制权结构,提供理论指导。控制权配置和股权激励是一个内生系统中相互影响的两个变量,其最优组合是一个相机的动态过程。本书的研究将阐明不同的控制权结构下,同样的股权激励方案将产生不同的激励效应,也就是说,公司由于某些具体原因必须要执行某种股权激励方案,或者是为了使某种已经做出的股权激励方案的激励效果达到最优,需要合理地安排或者调整控制权结构,而本书的研究,将为此提供理论指导和经验证据。

(3)为政策制定部门与证券监管机构进行科学决策、提高监管效率提供参考。结合现存法律法规与上市公司的具体实践,本书将全面考察不同控制权结构下,股权激励对象确定、股权激励方式选择、股权激励强度确定以及股权激励的财富效应等问题。如果控制权结构和股权激励配置不当,股权激励不但不能发挥应有的治理效应,还会沦为管理层寻租的工具。因此,本书的研究将为政策制定部门完善现有股权激励法律提供启示,为证券监管机构实施有针对性的监控提供借鉴,以提高监管效率,进而确保国有资本保值增值,维护中小投资者的合法权益。

1.2 国内外研究现状

1.2.1 国外研究现状

1.2.1.1 股权激励财富效应的研究

公司价值是股权激励效应的价值体现。关于股权激励问题,自20世纪中期国外学者就已经进行了研究,形成了一些主流的理论。其中比较有代表性的有需求层次理论、企业家利润理论、人力资本理论、委托代理理论和公司治理结构理论。这几种理论从不同的角度对现代公司进行了深入的研究,并为股权激励制度的产生与发展提供了坚实的理论基础。其中委托代理理论的影响最为广泛,后续对股权激励与公司价值之间关系的大量经验研究也都基于此。对于股权激励如何影响公司的价值和财富效应的研究,国外学者对此的观点大致可以分为以下四种:

(1) 股权激励对公司价值有正向影响 从国外研究来看, Jensen 和 Meckling (1976) 的委托代理理论提出, 委托人应当使用恰当的激励方式使代理人的利益与委托人的利益一致, 以降低代理成本^[1]。大量研究均表明, 股权激励可以通过减少信息不对称、消除会计信息噪声、吸收优秀管理者和避免高管短视行为等途径, 优化公司的经营管理, 从而提高公司绩效。Myers (1977) 及 Smith 和 Watts (1992) 为此提供了证据, 他们发现, 成长型公司由于高管要制定很多的投资决策, 董事会难以监督, 在这样的公司中, 公司价值中有很很大一部分是由未来投资产生的收益组成, 因此对高管进行股权激励有助于公司价值的提高^[2-3]。Holmstrom 和 Ricart (1986), Smith 和 Watts (1992), Bizjak, Brickley 和 Coles (1993) 的研究也都认为股权激励可以将公司收益与市场表现挂钩, 从而发挥其积极效应, 解决了董事会无法直接监督高管的问题^{[4,3,5]263-292}。Murphy (1999) 指出, 在成长型公司中, 股权激励可以促使管理层选择盈利项目, 增加公司价值^[6]。与此同时, Lambert 和 Larcker (1987) 及 Yermack (1995) 的研究则表明, 会计信息噪声较大时, 股票期权这种基于市场表现的报酬方式, 有助于董事获取高管表现的信息^[7-8]。股权激励还被看作是对于优秀高管人才的筛选工具 (Lazear (2000), Baker 等 (2003), Arya 等 (2005))^[9-11]。Smith 和 Watts (1982), Dechow 和 Sloan (1991), Murphy 和 Zimmerman (1993) 则指出, 股权激励有助于缓解临近退休高管的视野短期化问题^[12-14]。Christopher S. Armstrong, Alan D. Jagolinzer 和 David F. Larcker (2010) 认为那些 CEO 拥有较高股权激励水平的公司其会计违规行为发生的频率有所降低^[15]。

关于经营者股权激励效应的研究, 一些学者如 Mehran (1995), Hall 和 Liebman (1998), Core 和 Larcker (2002) 等研究均表明股权激励与公司价值正相关^[16-18]。Anna Elsilä, Juha - Pekka allunki, Henrik Nilsson 和 Petri Sahlström (2013) 以瑞典上市公司为样本并在考虑了对 CEO 的激励与公司绩效之间内生性的动态性质后进行研究发现, 对 CEO 更高的股权激励将提升公司未来的财务表现^[19]。

同时, 很多研究还检验了股权激励契约的有效性, 即激励契约的报酬——业绩敏感度。Hall 和 Liebman (1998) 利用 1980 ~ 1994 年的数据研究表明, 企业价值每变动 1000 美元, CEO 收入的变动大约 25 美元, 其中股票和股票期权的为 19.17 美元^{[17]653-691}。Lilling (2006) 应用一阶差分矩估计和系统矩估计方法, 消除了内生性和企业特性的影响, 发现 CEO 收入与企业市值之间呈现出更为强烈的相关性^[20]。

(2) 股权激励与公司价值呈非线性关系 Helen Short 和 Kevin Keasey (1999)

以英国公司为样本,在考虑了公司绩效的不同衡量方式以及更广义形式的关系的情况下,发现管理层持股和公司绩效之间呈现非线性的关系,二者之间为三次函数^[21]。John M. Griffith, Lawrence Fogelberg 和 H. Shelton Weeks(2002)在探讨 CEO 股权和商业银行业绩之间的关系时发现,当使用经济附加值来衡量银行业绩时,二者之间的关系是非线性的^[22]。而 Morck, Shleifer 和 Vishny(1988), McConnell 和 Servaes(1990), Cui 和 Mak(2002)对于该问题的研究分别显示二者呈“N”形、倒“U”形和“W”形非线性相关关系^[23-25]。

(3) 股权激励对公司价值影响很小或没有影响 早期一些学者的研究发现管理层持股与公司价值之间并没有显著的关系,因此实施股权激励能否对公司价值产生影响并不确定。Harold Demsetz 和 Kenneth Lehn(1985)采用 1980 年美国 511 家公司为样本进行研究发现,管理层持股比例和反映公司价值的会计利润率之间并不存在显著的关系^[26]。Anup Agrawal 和 Charles R. Knoeber(1996)在研究解决股东和经理人之间代理问题的机制(如内部人持股、大股东持股、机构持股、外部董事的作用、债务政策、劳动力市场、公司控制权市场等)时发现,机制之间相互依存,彼此影响,且当这些所有的机制都包含在一个单一的 OLS 回归中时,内部人持股对于公司业绩的影响将会消失^[27]。Charles P. Himmeberg, R. Glenn Hubbard 和 Darius Palia(1999)的研究发现,在控制了观察公司的特征和固定效应后,并不能断定管理层持股的变化会影响公司业绩^[28]。Harold Demsetz 和 Belen Villalonga(2001)将公司的股权结构作为多维的内生变量并将其划分为股东股权和管理层股权两部分研究发现其与企业绩效之间并没有显著的关系^[29]。Victoria Krivogorsky(2006)以来自 87 家欧洲公司 2000~2001 年间的数据进行研究,也发现管理层持股水平和公司的盈利能力之间没有显著的关系^[30]。

而在股权激励的业绩敏感度方面, Jensen and Murphy(1990)利用 1969~1983 年美国上市公司 CEO 的报酬数,估计出高管报酬对业绩极低的敏感度,企业价值每增长 1000 美元,经理的收入仅增长 3.25 美元,这一数据至今仍被引用^[31]。对于此结论, Rosen(1992)认为主要原因是管理者激励程度低,影响了管理者积极性所致^[32]。Neslihan Ozkan(2011)的研究结果表明在英国首席执行官无论是持股比例均值还是股权薪酬业绩敏感性均较低,首席执行官薪酬与业绩挂钩并不是完全有效的^[33]。

(4) 股权激励对公司价值有负向影响 在国外关于股权激励对公司价值影响的研究中,大部分学者持前三种观点,只有少数文献研究得出股权激励不利于公司价值的结论。如 Chinmoy Ghosh 和 C. F. Sirmans(2003)以美国房地产投资信托

基金为样本进行研究,发现更高水平的 CEO 股权将会对房地产投资信托基金的表现带来不利影响^[34]。Tchisti, Yermack 和 Yun(2011)的研究表明,管理者的薪酬与股票的波动性更相关时企业管理层会选择更陡、更凸性的业绩定价表,也就是说,业绩定价合约似乎为管理者提供增加企业财务风险来获得私人利益的渠道^[35]。

1.2.1.2 控制权对股权激励及其财富效应影响的研究

激励机制是解决股东与管理层之间委托代理问题的基本途径,股权激励作为一种长期激励机制在国外企业中得到了广泛的应用,然而不同公司在控制权(如股权性质、董事会特征、股权集中度等)方面存在不同的表现,国外学者主要是从控制权配置的某个因素出发,研究其对股权激励的影响,较少有文献研究控制权对股权激励财富效应的影响。

对于大股东控股,Clifford G. Holderness 和 Dennis P. Sheehan(1988)研究发现绝大多数的控股股东都会亲自或者委派他人参与公司管理,这弥补了管理层决策思考上可能存在的不足,这种来自大股东的监督完善了企业决策体系,提高了管理层的股权激励效果^[36]。Richard J. Zeckhauser 和 John Pound(1990)的研究也发现,来自大股东的监督能在一定程度上避免其与管理层间的信息不对称问题,使得管理层的自利行为难以实现,进而提高了股权激励的效果^[37]。Marler 和 Faugère(2010)的研究指出,不同类型的股东在如何设计股权补偿上具有不同的经济利益和政治利益,股东参与管理也可能降低中层经理股权激励的使用,这些不同的利益应该在制定政策时予以考虑^[38]。

对于 CEO 以及董事会特征,Stephen Bryan, LeeSeok Hwang 和 Steven Lilien(2000)在对美国 1992~1997 年实施股权激励的公司研究中发现,CEO 的持股水平以及年龄等因素会对股权激励程度产生影响^[39]。

对于股权集中度,Hideaki Kiyoshi Kato, Michael Lemmon 和 Mi Luo, James Schallheim(2005)以日本 1997 年后实施股权激励的 344 家公司为样本进行研究,发现股权结构分散的公司更容易进行股权激励,并且具有较好的市场反应^[40]。

对于高管持股,Chourou, Abaoubb 和 Saadi(2008)研究发现高管持股有助于协调股东与高管之间的利益,从而削弱了公司对已持有股票的高管进行的激励动机,同时他们的研究还表明,股权集中度越高的公司,股东本身对管理者的监督力度就越强,相对的对管理者的激励需求就会降低,从而减弱了公司进行股权激励的可能性^[41]。Houmes 和 Skantz(2010)的研究表明,已经持股的高管有提高企业报告收入、高估股权的动机,因为高估的股权可能导致 CEO 拥有有价值的股票和

股票期权的投资组合^[42]。言外之意是,当企业有很高的估值倍数并且 CEO 拥有许多存在风险的股权时,董事和审计委员会应特别警惕可能的盈余管理。Cheng, Warfield 和 Ye(2011)的研究提供了盈余管理对首席执行官股权激励产生调节影响的证据,证明了在银行业管理人员高水平的股权激励更可能进行盈余管理^[43]。但也有学者对于高管持股的积极作用予以肯定,Armstrong, Jagolinzer 和 Larcker (2010)的研究表明,在那些首席执行官有较高水平的股权激励的公司,会计违规行为发生的频率较低^[44]。

1.2.2 国内研究现状

1.2.2.1 股权激励财富效应的研究

从国内来看,关于管理者股权激励与公司价值关系的研究也逐渐升温,但是关于两者之间的相关关系,目前结论尚不统一,与国外学者的研究结果相似,其大致可以分为以下四种观点:

(1) 股权激励对公司价值有正向影响 谌新民和刘善敏(2003)通过对上市公司经营者的任职状况、报酬结构与公司绩效之间的关系进行研究,发现经营者的持股比例与企业绩效有显著弱相关关系,实行年薪制的经营者的公司绩效呈显著弱相关性,并且股权结构等因素对经营者年薪、持股比例和公司绩效有深刻影响^[45]。谢军(2005)利用 2003 年度截面数据分析发现,经理持股对公司绩效具有显著的积极影响,即使在控制了经理现金报酬、企业规模和行业属性的影响之后,这种显著性仍然存在^[46]。葛文雷和荆虹玮(2008)以 2006 年我国实施股权激励机制的上市公司为样本,对我国上市公司管理者股权激励进行了实证研究,得出结论:管理层股权激励水平与公司业绩的正相关关系在统计上是显著的^[47]。唐现杰和王怀庭(2010)通过实证分析认为经营者持股较国家股股东(国有资本注资持股)和流通股股东(中小股东持股)具有更强的激励效果,有利于改善公司绩效和提升公司价值,经营者持股比例与公司价值存在显著的正相关关系^[48]。林浚清等(2003)、周建波和孙菊生(2003)、刘斌等(2003)、宋德舜(2004)、李长江等(2004)、杜胜利和翟艳玲(2005)、胡阳等(2006)、方阳春等(2007)、唐清泉(2008)、徐鹿和邓璐璐(2011)的研究也证明了管理者持股与企业业绩正相关^[49-58]。张雪(2011)运用事件研究法检验股权激励公告的市场反应,发现我国股票市场对其存在正的市场反应,但不同的股权激励标的物所产生的市场反应有所不同:以股票期权为标的物的股权激励公告产生正的市场反应,而以限制性股票为标的物的股权激励公告产生的市场反应不明显^[59]。王传彬等(2013)对 2007