

上市公司股权激励效应研究

——基于超内生视角

何卫红,董丽娟

(南京邮电大学 经济管理学院,江苏 南京 210046)

[摘要]随着我国一系列关于股权激励办法或规定的相继出台,上市公司的股权激励制度也逐步走上正轨,但股权激励措施能否达到理想效果还有待于实践检验。股权激励内生于外部制度环境、内部约束机制等治理环境,恰当的股权激励只有在治理环境的协同作用下才可能达到我们所期望的效果。基于超内生视角对上市公司的股权激励效应进行研究后发现:公司治理状况和制度环境不仅直接影响企业绩效,而且也间接地对股权激励与企业绩效之间的相关关系起到了显著的调节作用。

[关键词]股权激励制度;上市公司治理;制度环境;超内生视角;利益一致说;壕沟效应说;企业绩效

[中图分类号]F272.923 **[文献标识码]**A **[文章编号]**1672-8750(2013)04-0038-09

一、前言

中国证监会于2005年12月发布了《上市公司股权激励管理办法(试行)》,这一办法为上市公司股权激励措施的制定提供了规则。2008年,证监会陆续发布了《股权激励有关事项备忘录》1号、2号、3号,对进一步从严规范股权激励机制提出了明确要求。2008年10月,国资委和财政部联合下发了《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》(国资发分配[2008]171号),这有助于进一步规范国有上市公司的股权激励行为。随着股权激励制度的盛行,越来越多的上市公司将股权激励作为激励管理层与核心骨干以营造高效、诚信、共赢团队的一种有效武器。而且作为一种激励机制,股权激励的应用范围还在继续扩大。2010年2月,财政部和科技部联合发布的《中关村国家自主创新示范区企业股权和分红激励实施办法》指出:“在中关村国家自主创新示范区实施企业股权和分红激励政策,对于探索企业分配制度改革,建立有利于自主创新和科技成果转化的中长期激励分配机制,……具有重要意义。”此后,武汉东湖国家自主创新示范区、上海张江国家自主创新示范区、合芜蚌自主创新综合试验区陆续获批实施企业股权和分红激励措施。

然而,源于西方的股权激励措施在我国能否达到理想的效果,有学者对此还存在疑问。制度经济学认为,契约结构对经济交易的结果具有重大影响,而契约结构必须考虑其所处的制度环境。上述关

[收稿日期]2013-01-01

[基金项目]国家社会科学基金项目(11BJY023);教育部人文社会科学研究规划基金项目(12YJA630016);南京邮电大学社科基金(NY211149)

[作者简介]何卫红(1971—),女,江苏泰兴人,南京邮电大学经济管理学院教授,硕士生导师,博士,主要研究方向为财务会计和公司理财;董丽娟(1987—),女,江苏盐城人,南京邮电大学经济管理学院硕士生,主要研究方向为企业管理。

于股权激励契约设计的各种法规和办法随着出台时间的推移在逐步趋于完善,这就是适应制度环境的最好例证。但是,理想的股权激励效果不是仅仅依靠单纯改进股权激励契约的设计就能够达到的,完善相应的约束机制才是解决问题的正道。笔者认为,股权激励内生于外部制度环境、内部约束机制等治理环境,恰当的股权激励只有在治理环境的协同作用下才可能达到我们所期望的效果。我国关于股权激励的制度设计援引了西方发达国家(特别是美国)的先例,但由于中西方在制度环境、公司治理水平等方面存在一定的差异,因此我国在股权激励制度制定方面所具有的内在特殊性是不容忽视的。本文认为随着股权激励使用范围的不断扩大,对适应我国制度环境的股权激励和相应的约束机制进行研究具有重大的理论价值和现实意义。故本文拟从超内生视角出发,通过研究制度环境、约束机制和激励机制相互之间的协同治理效应和作用关系来探究影响股权激励效果的制度因素,并根据研究结论来设计全方位提高股权激励效果的制度。

二、文献综述

徐宁和徐向艺按照理论基础、研究思路与研究方法等将关于股权激励效应的研究分为外生视角、内生视角、超外生视角、超内生视角四种^[1]。最初的主流研究是基于外生视角而展开的,主要研究股权激励(以经营者持股水平作为衡量指标)与企业绩效之间的关系。Core 等的研究表明,经营者持股水平与企业绩效之间呈正相关关系^[2]。Morek 等认为,股权激励对公司价值存在区间效应,董事持股比例在 0% 至 5% 的区间内时,托宾 Q 值与之正相关;持股比例在 5% 至 25% 的区间内时,托宾 Q 值与之负相关;持股比例大于 25% 时,两者之间又呈正相关关系^[3]。李增泉运用回归模型进行研究后发现,我国上市公司经理人员的年度报酬与企业规模密切相关,高级管理人员的持股比例偏低不能发挥股权的激励作用^[4]。

与外生视角相比,内生视角则认为股权激励与企业绩效之间的关系是各种因素均衡作用的结果,从而需要引入影响因素作为调节变量对外生视角进行修正。Bebchuk 和 Fried 认为,在公司董事会权力弱化或无效以及公司缺少外部大股东与机构投资者的情形下,经营者大量持股会使其拥有更大的权力,从而增加委托代理成本^[5]。周建波和孙菊生研究发现,在董事长和总经理兼任的公司中,经营管理者因股权激励增加的持股数显著高于两职分离的公司;成长性较高的公司,其经营业绩的提高与经营者因股权激励增加的持股数之间呈显著正相关关系^[6]。王华和黄之骏的研究结论表明,经营者股权激励和企业价值之间存在显著的倒 U 型曲线关系^[7]。黄洁和蔡根女则认为国有企业实施股权激励的效果比民营企业的好,成长性好的企业实施股权激励有利于纠正经理人的短期行为^[8]。

超外生视角继承和超越了传统的外生视角与内生视角,选择股权激励契约要素作为研究对象来研究股权激励问题。Zattoni 和 Minichilli 运用 Logit 模型考察了激励对象对股权激励实施效果的影响,结果表明激励对象的不同并没有使股权激励效应发生本质变化,但股权激励效应会因激励人数的不同而迥异^[9]。孙堂港对 2008 年 9 月 30 日之前在我国境内沪、深两市实施股权激励的 63 个样本公司进行实证检验后发现,期权对股权激励的影响程度比股票更为显著^[10]。

超内生视角既从微观层面深入剖析了股权激励契约结构的动态内生性问题,又引入了中间调节变量来考察股权激励契约与公司价值之间的关系。Bryan 等研究发现,股票期权在促使风险规避型 CEO 投资于高风险、高收益项目方面比限制性股票更加有效,而具有较高边际所得税率的公司大多倾向选择股票期权以外的其他股权激励方式^[11]。Volker 通过构建最优契约模型证明,给予经营者行权时间酌处权在一定情况下能够提高经营者决策行为的正确性^[12]。李月梅和刘涛认为,公司的股权集中度越低,越有可能使用股权激励,现金流动性差且高管较年轻的公司倾向选择股票期权的激励方式,而资产负债率低且高管前期现金报酬较高的公司则倾向选择限制性股票的激励方式^[13]。徐宁和徐向艺的研究表明,激励期限与绩效条件是体现股票期权契约合理性的关键要素,大股东、债务融资与独立董事等内生性因素对两者具有显著的约束作用^[14-15]。张良等研究发现,目前国内上市公司的股权激励强度受到公司规

模、股权集中度、独立董事所占比例、代理成本、企业性质和负债水平等因素的影响,激励分布结构受到技术特征、公司规模、独立董事所占比例和管理层持股水平等因素的影响^[16]。

三、理论分析与研究假设

关于股权激励有效性的研究存在利益一致说和壕沟效应说两种假说。利益一致假说认为,代理成本源于经营者不能获得企业的剩余收益,通过经营者持股使代理人拥有剩余索取权可以促进股东与经理层的利益趋于一致。Jensen 和 Meckling 指出,持有较少公司股份的管理者不能最大化股东的财富,因为他们有动机追求职位特权消费所带来的好处^[17]。李增泉发现,经理人员持股比例与企业净资产收益率之间无显著相关关系,我国大部分上市公司经理人员的持股比例都比较低,难以发挥应有的激励作用^[4]。壕沟效应假说认为,当经营者持有大量股份时,经营者的权力会得到扩大,因此即使经营者有背离企业目标的行为也不会对其职位或待遇产生影响。Fama 和 Jensen 认为,因经营者持股数量的不断提高而增加的壕沟效应是造成董事会不能有效监督经营者的重要原因之一^[18]。Bebchuk 和 Fried 认为,在公司董事会权力弱化或无效以及公司缺少外部大股东与机构投资者的情形下,经营者大量持股会使其拥有更大的权力,可能导致其肆意运用权力而影响董事会决策,增强经营者自身的寻租动机与能力,从而增加委托代理成本,降低公司价值。因此,股权激励可能强化 CEO 与股东之间的有效制衡和监督,有利于改善公司治理,但也有可能促使 CEO 利用盈余管理操纵财务数据,从而削弱公司治理。总之,将股权激励作为一个整体变量来进行研究很难深入揭示其内在作用机理^[5]。

从上述研究成果来看,单纯的利益一致说与壕沟效应说都不能很好地解释股权激励的效应,因为按照制度经济学的观点,契约结构会对经济交易结果产生一定的影响,而制度环境会对契约结构产生制约作用。由于处于不同内外部环境中的企业拥有不同的资源禀赋和能力条件,因此其恰当的股权激励契约结构也应该有所差异。这正如 Jensen 和 Meckling 所言“代理成本的水平还取决于法律法规和合同设计的效果”^[17]。

(一) 股权激励契约要素

股权激励方案的关键契约要素包括激励方式、行权价格、授予数量、激励对象、激励期限和绩效条件等。

长期性是股权激励有别于其他激励方式的特征之一。激励期限是指激励计划所涉及的有效时间长度,这一期限可由公司按照相关规定自主设置。较长的激励期限降低了短期操纵行权指标的能力。在激励总量不变的情况下,较长的行权期降低了每期行权的数量,从而使高管通过操纵股价来获得高额收益的机会与能力显著减少。反之,较短的激励有效期很可能使得股权激励成为高管的福利来源。Zattoni 等的研究结果表明,激励期限对其实施效果具有显著影响^[19]。吕长江等认为在 10 年这个上限内,股权激励的有效期越长,其激励作用越明显^[20]。基于以上分析,本文提出假设 1。

假设 1: 股权激励年限正向影响激励效果。

激励条件是体现股权激励方案有效性的关键要素。根据激励机制的设计理论,一个合理的激励合约应满足经理人的业绩衡量(与经理人行为呈正相关关系)必须是可证实或可观察的条件。如果激励对象的收益完全由股价来决定,这虽然满足了“可证实或可观察”的要求,但其与经理人行为之间是否存在正相关关系仍值得商榷,而且很容易增强管理者通过操纵股价来获得超额收益的动机。激励条件的设置旨在克服股票期权价格与收益挂钩的缺陷,对经营者为私利操纵股价的动机与能力加以控制。笔者认为反映激励条件的指标越综合(包括指标个数、指标的类别以及指标的动态性和静态性等),管理者就越不容易操纵股价。也就是说,股权激励的条件越严格,股权激励效应就越显著,由此提出假设 2。

假设 2: 激励条件的综合性正向影响激励效果。

股权激励制度是在委托代理理论和人力资本理论的基础上发展起来的,股权激励对象应是对企

业发展与价值创造有着重要贡献的人员,包括管理者、核心技术人员等。对高层管理者而言,股权激励在一定程度上解决了企业所有者与经营者目标不一致的问题;对核心技术人员而言,股权激励改变了传统的分配制度,实现了人力资源的资本化。股权激励将股东、公司的利益与管理者、科技人员的个人利益紧密地结合起来,一方面可以减少代理成本,另一方面可以吸收优秀的科技人才。Mehran认为,企业价值不仅与管理层持股水平正相关,同时与股权激励所占比例正相关^[21]。基于此,本文提出假设3和假设4。

假设3:股权激励力度正向影响激励效果。

假设4:高管持有的激励股份所占比例正向影响激励效果。

(二) 公司治理的调节作用

公司治理是企业所处的微观制度环境,它是由股东、董事会和高管人员三者组成的一种结构机制,在这种机制中上述三者之间形成一定的制衡关系。公司控制权配置的合理与有效不仅能使公司控制权得到最有效运用,提高企业的决策水平和效率,而且能够降低制度运行成本,进而提升企业的价值。公司治理与企业绩效之间存在显著的相关性,这在国外的相关研究中已得到了验证,国内的某些研究也证实了这一点。作为一种长期的激励机制,股权激励与其他治理机制之间应该存在互相补充的关系。良好的公司治理可以有效地保护外部投资者的利益,这种公司治理机制下设计出来的股权激励方案会更加符合股东的长期利益。鉴于此,本文提出假设5。

假设5:公司治理正向调节激励契约与企业绩效之间的关系。

虽然股权激励在整体上是一个激励机制,但就具体的契约要素而言,股权激励对激励对象的作用机理仍然存在差异。其中激励力度是一个激励机制,激励力度越大,对激励对象的吸引力就越大;而激励条件和激励年限则是约束机制,激励条件越综合,激励年限越长,对激励对象的约束作用就越大。本文选取的公司治理指标主要由约束机制构成,约束机制和激励机制应该互为补充,而且约束机制之间应该存在替代关系。因此,本文提出假设6和假设7。

假设6:公司治理反向调节激励年限与企业绩效之间的关系。

假设7:公司治理反向调节激励条件与企业绩效之间的关系。

(三) 制度环境的调节作用

企业的生存与发展离不开其所处的制度环境。长期以来,制度被认为是给定的,因此研究者将其当做影响企业绩效的外生变量加以处理。随着制度主义的兴起,制度逐渐被量化并被认为是影响企业绩效的内生变量。国家和地区的产权保护状况、法治程度、要素市场的发达程度等制度环境对企业行为都有着重要影响^[22]。因此可以预见:企业所在区域的市场化水平越高,政府等非市场化因素对企业的影响就越小,信息的可获得性就越高,中介市场也就越完备,通过市场机制获取资源的成本就越低,企业的绩效也就越好。股权激励试图通过设定某些考核指标制定行权条件,使股权激励趋于达到理想的效果,但这仍然很难避免高管的一些自利行为。良好的制度环境能够约束管理者的自利行为,同时也会给管理者和核心技术人员等激励对象提供更好的发展环境和机会。因此,本文提出假设8。

假设8:制度环境正向调节激励契约与企业绩效之间的关系

四、变量设计与模型构建

(一) 变量设计

1. 因变量

本文研究的因变量是股权激励效果,一般用反映企业绩效的指标来表示,企业绩效的度量通常从会计业绩和市场业绩两个方面来进行,本文采用调整后的净资产收益率和每股收益来表示企业绩效。

2. 自变量

在股权激励计划草案中,上市公司设计了包括绩效考核指标体系、激励方式、行权价格、激励数量

和比例、激励对象及其所占比例、激励年限以及行权日等诸多条款。为了更全面地反映股权激励效果,本文选择 5 个测量变量作为解释变量,包括激励条件、激励方式、激励力度、高管持有的激励股份所占比例和激励年限,其中激励条件又分为 3 个测量指标,分别为指标个数、指标的静态性和动态性(只有静态指标时取值为 1,只有动态指标时取值为 2,两者皆有时取值为 3)以及指标的财务特征和市场特征(只有财务指标时取值为 1,只有市场指标时取值为 2,两者皆有时取值为 3)。

3. 控制变量

本文选取企业规模和资本结构作为控制变量。企业规模大意味着企业更有能力进行各种创新,上期遗留的可投入资本也较大,从而有利于企业绩效的提高。尽管学者们对资本结构和企业绩效之间关系的研究结论并不完全一致,但对资本结构会影响企业绩效这一说法已基本达成共识。

4. 调节变量

公司治理采用白重恩等研究开发的 G 指标来表示^[23],包括第一大股东持股比例、股权集中度、总经理和董事长是否兼任、独立董事所占比例以及是否国有控股等指标。制度环境采用企业注册地的政府与市场之间的关系、产品市场的发育程度、法律制度环境这三个方面的指标来表示,数据取自樊纲等的研究成果^[22]。

本文所选取的变量及其定义如表 1 所示。

表 1 变量定义

变量名称	变量符号	变量定义
调整后的净资产收益率	zcsyl	公司每年的净资产收益率减去公司每年的行业平均净资产收益率
每股收益	mg sy	税后利润/股本总数
股权激励条件	jl tj	指标个数、指标的静态性和动态性、指标的财务特征和市场特征
股权激励力度	jl ld	激励股数/总股数
高管激励比例	ggjl bl	高管持有的激励股数/激励总股数
股权激励年限	jl nx	激励的有效期限
公司规模	gm	公司总资产的对数
资本结构	zbjg	资产负债率=负债总额/资产总额
公司治理	gszl	参照 G 指标
制度环境	zdhj	参照樊纲等的研究成果

(二) 模型构建

如果变量 Y 与变量 X 的关系是变量 M 的函数,则称 M 为调节变量^[24]。本文的主要内容就是研究公司治理和制度环境对股权激励效果的调节效应。调节效应模型如图 1 所示。

本文构建的回归模型如下:

$$zcsyl = \alpha_0 + \alpha_1 jl tj + \alpha_2 jl ld + \alpha_3 ggjl bl + \alpha_4 jl nx + \alpha_5 gm + \alpha_6 zbjg + \varepsilon_1 \quad (1)$$

$$mg sy = \beta_0 + \beta_1 jl tj + \beta_2 jl ld + \beta_3 ggjl bl + \beta_4 jl nx + \beta_5 gm + \beta_6 zbjg + \varepsilon_2 \quad (2)$$

本文构建的调节模型如下:

$$Y = \gamma_0 + \gamma_1 X + \gamma_2 XZ + \gamma_3 Z + \varepsilon_3 \quad (3)$$

其中, Y 是被解释变量,指企业绩效,分别用 zcsyl 和 mg sy 作为替代变量来衡量; X 是解释变量,包括 jl tj、jl ld、ggjl bl 和 jl nx; Z 是调节变量,包括 gszl 和 zdhj; XZ 表示两者之间的相互作用。

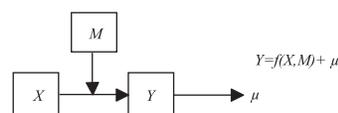


图 1 调节效应模型

五、实证分析

(一) 研究样本

我国在 2006 年完成股权分置改革后,上市公司才开始实施真正意义上的股权激励制度。为了客观反映股权激励的效果,本文选取 2006 年 1 月 1 日至 2010 年 12 月 31 日期间实施股权激励的上市公司作为研究样本。考虑到极端值的不利影响,本文对有关样本进行了剔除:(1) ST 和 PT 公司;(2) 中途停止实施股权激励、公开信息不完整以及财务数据缺失的上市公司;(3) 金融类上市公司。经筛选,最后共得到 150 家 A 股上市公司作为有效研究样本,研究期间从上市公司公告股权激励方案的

次年 2011 年,共获得 357 个面板数据。样本公司财务报表信息来自于国泰安(CSMAR)数据库,股权激励方案相关数据来自于财经证券门户网站(包括东方财富网、和讯网和网易股票),最终数据经笔者手工整理而得。

(二) 描述性统计

从研究样本所选择的股权激励标的物来看,采用股票期权作为激励模式的上市公司有 115 家,占样本总数的 76.67%;采用限制性股票作为激励模式的上市公司有 30 家,占样本总数的 20%。由此可见,我国上市公司的股权激励模式以股票期权为主。

另,我国上市公司股权激励的行权条件指标单一,且股权激励的有效期偏短。据统计,绝大多数上市公司选择净利润增长率和加权平均资产收益率作为股权激励行权条件的首选考核指标,只有少数企业将与市场表现相关的产品销售增长率、总市值平均值等作为股权激励的考核指标。而且,行权指标只有一个的样本公司占 16%,选用两个行权指标的上市公司占 58.67%,选用三个行权指标的上市公司占 19.33%,而采用四个和五个行权指标的公司分别只有 8 家和 1 家。这说明我国上市公司股权激励的绩效考核指标较为单一,且以财务指标为主,高度集中。此外,由表 2 可见,150 家样本公司的股权激励年限平均为 5.2 年,其中股权激励有效期在 4 年到 6 年之间的公司所占比例最大,达到 80.67%,股权激励年限在 7 年到 10 年的公司占 12.67%,股权激励年限在 1 年到 3 年的公司占 6.67%,这说明我国上市公司的股权激励年限存在明显的短期化倾向。

表 2 上市公司股权激励期限

激励期限(年)	1	3	4	4.5	5	5.5	6	7	8	10	合计
样本数(家)	1	9	35	2	58	3	23	6	8	5	150
比例(%)	0.67	6	23.33	1.33	38.67	2	15.33	4	5.33	3.33	100

(三) 因子分析

1. 自变量的因子分析

自变量考核指标中有 3 个测量指标,采用探索性因子分析方法对测量指标提取公因子用以代表考核指标变量。正交因子分析结果显示,指标个数、指标的静态性和动态性、指标的财务特征和市场特征在公因子上的荷载值分别为 0.902、0.722、0.653,均达到了 0.5 以上,这说明公因子可替代考核指标作为自变量。

2. 调节变量的因子分析

本文运用主成分分析法寻找变量的线性组合,将得到的第一主成分定义为描述公司内部治理水平的指标,通过计算获得表示内部治理制度的指数。KMO 以及 Bartlett's 检验结果显示,KMO 抽样适度测量值为 0.580(大于 0.5),故可以进行下一步的因子分析。公因子的解释程度达到 87.324%,这说明生成的主成分可替代原有的变量反映公司治理的主要特征。

同样,本文使用主成分分析法和正交旋转法对制度环境变量进行因子分析,公因子的解释程度达到 77.719%,这说明制度环境的各测量变量数据结构基本合理,可以有效反映被测变量的基本特征,而且各测量指标项的载荷系数均在 0.5 以上,生成的公因子可替代原有的 3 个变量很好地反映外部制度环境要素的主要特征。

(四) 分层回归分析

分层回归调节效应模型的假设若要得到支持,必须满足下列条件:(1)总回归模型的回归结果必须是显著的;(2)做 Y 对 X 和 Z 的回归,得到测定系数 R_1^2 ,再做 Y 对 X 和 Z 以及 XZ 的回归得到 R_2^2 ,若 R_2^2 显著高于 R_1^2 ,则调节效应显著;(3)至少要有一个交互项是显著的。本文正是基于这样的判断标准来验证本研究的调节效应假设。公司治理和制度环境的调节回归结果如表 3 所示。

模型 1 中包括控制变量、股权激励的契约要素变量和调节变量。从表 3 的回归结果可以看出,除

股权激励条件外,其他股权激励契约要素均正向影响企业绩效,其中高管激励比例和激励年限对企业绩效(特别是调整后的净资产收益率)的影响显著。股权激励条件反向影响企业绩效,这与假设2相悖。企业规模显著正向影响企业绩效,资本结构则对企业绩效存在显著的负向影响。

模型2中加入了股权激励与调节变量的乘积项,回归结果表明方程的拟合优度显著提高。由表3可见,公司治理及制度环境和股权激励的相互作用对企业绩效均具有显著的调节作用。公司治理正向调节考核指标与企业绩效的关系,且较为显著,假设5得到了验证。公司治理正向调节激励方式与企业绩效的关系,只是显著性较差。公司治理显著反向调节股权激励力度、高管激励比例以及激励年限与企业绩效的关系,假设6和假设7得到了验证。制度环境正向调节激励力度和高管激励比例对企业价值所创造的贡献,其中股权激励力度的调节作用显著,假设8基本得到验证。

综上所述,公司治理状况和制度环境不仅直接影响企业绩效,而且也间接地对股权激励与企业绩效之间的相关关系起到了显著的调节作用。

表3 分层回归结果

变 量	模型 1		模型 2	
	zcsyl	mgsy	zcsyl	mgsy
gm	0.167** (2.561)	0.332*** (5.138)	0.190*** (2.866)	0.340*** (5.253)
zbjg	-0.300*** (-4.516)	-0.347*** (-5.268)	-0.223*** (-3.287)	-0.264*** (-3.994)
jljt	-0.044 (0.807)	-0.163*** (-3.008)	-0.050 (-0.856)	-0.166*** (-2.933)
jlld	0.031 (0.543)	-0.004 (-0.070)	-0.042 (-.646)	-0.091 (-1.450)
ggjlbl	0.144** (2.496)	0.011 (0.190)	0.089 (1.524)	-0.035 (-0.607)
jlhx	0.179*** (3.164)	0.090 (1.615)	0.200*** (3.256)	0.153** (2.555)
gszl	0.062 (1.093)	0.130** (2.330)	-0.005 (-0.084)	0.045 (0.768)
zdhj	0.296*** (5.246)	0.194*** 3.481	0.305*** (5.517)	0.203*** (3.761)
Jltj × gszl			0.077 (1.350)	0.107* (1.927)
jlld × gszl			-0.176*** (-2.770)	-0.148** (-2.381)
ggjlbl × gszl			-0.111* (1.906)	-0.182*** (-3.213)
jlhx × gszl			-0.132** (-2.235)	-0.102* (-1.763)
Jltj × zdhj			-0.045 (-0.782)	-0.056 (-0.997)
jlld × zdhj			0.168** (2.555)	0.194*** (3.023)
ggjlbl × zdhj			0.101 (1.622)	0.064 (1.047)
jlhx × zdhj			-0.159*** (-2.769)	-0.113** (-2.021)
R ²	0.172	0.190	0.278	0.311
调整的 R ²	0.146	0.165	0.229	0.265
F	6.791***	7.691***	5.761***	6.772***

注:***、**、* 分别表示在1%、5%、10%水平上显著,括号内为t值。

六、结论与启示

本文的研究结论表明股权激励契约要素正向影响企业绩效,尤其是高管激励比例和激励年限对企业绩效的影响显著,这充分说明了合理设计股权激励方案的重要性。对高管实施较强的激励力度会对他们的经营行为产生较好的激励作用,从而激发他们的工作积极性和主观能动性,有利于提高企业绩效,这验证了利益一致假说。激励年限设置是股权激励方案的重要契约要素,是实现长远激励效果的关键。香港主板上市的102个H股与红筹股股票期权方案中激励期限平均值为9.34年,其中激励期限为10年的上市公司占73.5%。相比而言,我国上市公司的股权激励的年限仍然存在短期化倾向,70%的样本公司选择5年及以下的股权激励期限,只有5家公司选择10年的激励期限,平均激

励年限只有 5.2 年。股权激励条件反向影响企业绩效,这可能与目前我国上市公司在考核指标的设计上存在系统缺陷有关。尽管样本企业有一半以上的企业采用了 2 个以上的考核指标,但 123 家企业的考核指标中包含净利润增长率,108 家企业的考核指标中包含净资产收益率,考核指标单一、高度集中,而且基本没有市场指标。鉴于此,本文所设置的考核指标不能够完全反映或代表其变量含义,同时说明这样的激励条件也不能真正起到“门槛”作用,反而有可能加重管理层的盈余管理问题。因此,要提高股权激励效果,应该适当提高股权激励所占比例,尽可能设置较长的股权激励年限,进一步设置综合性更强、更加严格的考核指标体系,尽可能减少高层管理者利用盈余管理而进行的自利行为。

公司治理显著正向调节股权激励条件与企业绩效之间的关系,显著反向调节股权激励力度、高管激励比例、激励年限与企业绩效之间的关系,这一研究结果为我们研究激励机制和约束机制之间的互动关系提供了新的证据。实证结果表明,公司治理的约束机制越好,激励年限和激励力度对企业贡献力度就越小,这说明约束机制和激励机制之间存在替代效应,良好的约束机制可以替代较长的激励年限和较高的激励比例。

制度环境显著正向调节激励力度对企业价值创造的贡献,显著负向调节激励年限、激励方式与企业绩效的关系,这说明制度环境和激励力度之间存在互补关系,而制度环境和激励年限、激励方式之间存在替代关系。政府与市场之间的关系协调得越好,产品市场的发育程度越高,市场对各种权益的保护越完善,管理者和核心技术人员就越能够充分实现人力资源的价值,因此,要想留住人才,企业就必须加大激励力度。制度环境越好,对股权激励就能提供更好的约束,即使较短的年限也能够起到较好的激励效应,因此制度环境对激励年限的约束具有替代作用。

综上所述,股权激励不是一个独立的外生变量,它既由各种契约条件构成,又内生于公司治理和外部制度环境,其实施效果是上述变量的函数,是各种激励和约束机制共同产生作用的结果,这验证了 Kenneth 和 Anju 提出的替代效应假说,该假说认为公司绩效依赖于一系列机制在控制代理问题上的效率,不同公司治理手段之间可以相互替代^[25]。从这个意义上来讲,本文的研究结论对我国股权激励的实践操作具有现实的指导意义,为提高股权激励的效应提供了建设途径。同时,本研究结论丰富了原有的相关研究成果,为企业综合应用各种治理机制提供了经验数据,具有较强的理论和实践意义。

参考文献:

- [1]徐宁,徐向艺.上市公司股权激励效应研究脉络梳理与不同视角比较[J].外国经济与管理,2010(7):57-65.
- [2]Core J E,Holthausen R W,Lareker D E. Corporate governance, chief executive officer compensation and firm performance [J]. Journal of Financial Economics,1999,51:371-406.
- [3]Morck R,Shleifer A, Vishney R W. Management ownership and market valuation; an empirical analysis [J]. Journal of Financial Economics,1988,20:293-315.
- [4]李增泉.激励机制与企业绩效——一项基于上市公司的实证研究[J].会计研究,2000(1):24-30.
- [5]Bebchuk L A,Fried J. Executive compensation as an agency problem[J]. Journal of Economic Perspectives,2003,17:71-92.
- [6]周建波,孙菊生.经营者股权激励的治理效应研究[J].经济研究,2003(5):74-82.
- [7]王华,黄之骏.经营者股权激励、董事会组成与企业价值——基于内生性视角的经验分析[J].管理世界,2006(9):101-116.
- [8]黄洁,蔡根女.股权激励效果和影响因素经验分析[J].华东经济管理,2009(3):111-116.
- [9]Zattoni A,Minichilli A. Stock incentive plans in Italian listed companies; diffusion and characteristics in 2000 and 2006

- [J]. *Corporate Governance: An International Review*, 2009, 17: 224 - 237.
- [10] 孙堂港. 股权激励与上市公司绩效的实证研究[J]. *产业经济研究*, 2009(3): 44 - 50.
- [11] Bryan S, Hwang L, Lilien S. CEO stock-based compensation: an empirical analysis of incentive-intensity, relative mix, and economic determinants[J]. *The Journal of Business*, 2000, 73: 134 - 146.
- [12] Volker L. On the benefits of allowing CEOs to time their stock option exercises[J]. *Journal of Economics*, 2010, 41: 118 - 138.
- [13] 李月梅, 刘涛. 股权激励影响因素研究[J]. *陕西科技大学学报*, 2010(2): 153 - 158.
- [14] 徐宁, 徐向艺. 股票期权激励契约合理性及其约束性因素——基于中国上市公司的实证分析[J]. *中国工业经济*, 2010(2): 101 - 109.
- [15] 徐宁. 上市公司股权激励模式的选择偏好及动态演化[J]. *南京审计学院学报*, 2012(6): 41 - 49.
- [16] 张良, 毛道维, 闫磊. 上市公司股权激励强度及分布结构的影响因素研究[J]. *社会科学研究*, 2011(4): 46 - 49.
- [17] Jensen M, Meckling W. Theory of the firm, managerial behavior, agency costs and capital structure[J]. *Journal of Financial Economics*, 1976, 19: 305 - 360.
- [18] Fama E F, Jensen M C. Separation of ownership and control[J]. *Journal of Law & Economics*, 1983, 26: 301 - 325.
- [19] Zattoni A, Minichilli A. The diffusion of equity incentive plans in Italian listed companies: what is the trigger[J]. *Corporate Governance: An International Review*, 2009, 17: 224 - 237.
- [20] 吕长江, 郑慧莲, 严明珠, 等. 上市公司股权激励制度设计: 是激励还是福利? [J]. *管理世界*, 2009(9): 133 - 147.
- [21] Mehran H. Executive compensation, ownership, and firm performance[J]. *Journal of Financial Economics*, 1995, 38: 163 - 184.
- [22] 樊纲, 王小鲁, 朱恒鹏. 中国市场化指数: 各地区市场化相对进程报告[M]. 北京: 经济科学出版社, 2010.
- [23] 白重恩, 刘俏, 陆洲, 等. 中国上市公司治理结构的实证研究[J]. *经济研究*, 2005(2): 81 - 91.
- [24] 温忠麟, 侯杰泰, 张雷. 调节效应与中介效应的比较和应用[J]. *心理学报*, 2005(2): 268 - 274.
- [25] Kenneth J R, Anju S. Boards of directors and substitution effects of alternative governance mechanisms[J]. *Strategic Management Journal*, 1995, 16: 85 - 99.

[责任编辑: 王丽爱, 杨凤春]

Study on the Equity Incentive Effect in the Listed Companies: an Ultra-endogenous Perspective

HE Wei-hong, DONG Li-juan

Abstract: Along with a series of equity incentive regulations, listed companies' equity incentive system is gradually on track, but the effect is yet to be tested. Equity incentive is derived from such governance environment as outer institutional environment and inner constraint mechanism, and its desired effect can only be expected in the appropriate governance environment. The research on the equity incentive effect from the ultra-endogenous perspective shows that corporate governance and institutional environment not only directly affect the performance of the enterprise, but also play a significant moderating role between the equity incentive execution and firm performance.

Key Words: equity incentive system; governance of listed companies; institutional environment; ultra-endogenous perspective; convergence of interest hypothesis; entrenchment effect; enterprise performance