

股权激励强度谁主沉浮?

——基于不同控制环境下的高管权力与能力视角

于谦龙¹,孙蔚然²,何强¹

(1.上海理工大学 管理学院,上海 200093;2.山东省土地发展集团有限公司,山东 济南 250000)

[摘要] 选取2007—2016年沪市A股与深市主板A股上市公司作为研究样本,实证分析高管权力、高管能力以及产权性质对企业股权激励强度在授予阶段和行权阶段等不同控制环境下的影响,结果表明:(1)在授予阶段,高管的权力越大,授予的股权激励强度越大,高管权力对股权激励授予强度的正向影响大于高管能力;相对于国有企业,非国有企业中高管权力越大其被授予的股权激励强度越大。(2)在行权阶段,高管能力越强,其越有可能达到行权所设定的业绩目标,解锁行权的股权激励强度越大,高管能力对股权激励解锁行权强度的正向影响大于高管权力;高管年薪对高管股权激励行权强度能够产生一定的“挤出”效应;在既定的股权激励业绩目标下,相对于非国有企业,国有企业中高管权力越大其行权的股权激励强度越大。

[关键词] 高管权力;高管能力;股权激励强度;产权性质;国有企业;盈余管理;审计质量;公司治理

[中图分类号] F276.6 **[文献标志码]** A **[文章编号]** 2096-3114(2020)01-0073-09

相较于国外,我国股权激励实践起步较晚,2006年1月1日我国证监会才施行第一个股权激励管理办法——《上市公司股权激励管理办法(试行)》。截至2016年底,共有1106家上市公司发布了1349份股权激励方案^[1]。股权激励计划是给企业高管的一副“金手铐”,促使高管和股东在利益上实现“风雨同舟”。诸多研究已证实股权激励对被激励者具有正向激励作用^[2-4],但在该领域尚存在诸多亟待解决的热点问题,例如:在对高管进行股权激励的实践中,高管权力、高管能力以及产权性质对我国上市公司股权激励强度在授予和行权阶段所起作用如何?因此,本研究的开展有助于评价特定阶段我国上市公司在股权激励实施过程中的效果,有助于评价高管^①权力、高管能力以及产权性质在股权激励中所起的作用,有助于优化公司的股权激励契约设计。

一、文献回顾

(一)股权激励授予阶段的相关研究

1. 高管权力对股权激励授予影响的相关研究。诸多学者认为高管在股权激励的过程中存在权力寻租行为^[3-4]。吴作风认为在股权激励契约的设计阶段,管理层权力越大,股权激励强度越高^[5]。肖淑芳等认为在股权激励的授予阶段,经理人会通过盈余管理方式来降低行权达标的难度^[6]。综上,高管存在利用权力在股权激励授予阶段进行干预的行为,且其权力越大,干预的程度越强。

2. 高管能力对股权激励授予影响的相关研究。在股权激励的授予阶段,国内外鲜有学者研究高管能

[收稿日期] 2019-06-21

[基金项目] 国家社会科学基金项目(17BJY214)

[作者简介] 于谦龙(1977—),男,河南新野人,上海理工大学管理学院副教授,硕士生导师,博士,主要研究方向为公司财务管理,邮箱:yqlong0213@126.com;孙蔚然(1992—),女,山东济南人,山东省土地发展集团有限公司职员,硕士,主要研究方向为公司财务管理;何强(1975—),男,河南郑州人,上海理工大学管理学院讲师,硕士生导师,博士,主要研究方向为公司财务管理。

^① 根据《上市公司股权激励管理办法(试行)》等文件以及国泰安等数据库的界定,本文所指高管为董事长、总经理、总裁、CEO、副总经理、副总裁、董秘和年报上公布的其他管理人员(含董事中兼任的高管人员)。

力对股权激励强度的影响。姚艳虹等认为合理的薪酬安排能把高管人员的能力引导到企业的发展上来^[7]。Wu认为最优股权激励合约依赖于管理者的能力而设计^[8]。综上,不同激励制度的选择会吸引不同能力的高管,使其为企业的发展而努力,合理的股权激励设计应将股权授予有能力的高管,以实现高管与公司的长期共同发展。

3. 产权性质对股权激励授予影响的相关研究。徐宁发现相较于非国有企业,国有企业的高管被授予股权的比例更高^[9]。邵帅等认为国有企业的股权激励设计倾向于福利型,而民营企业的股权激励计划更偏向激励型^[10]。徐一民等认为国有企业和民营企业中都存在高管权力对股权激励计划进行干预的现象^[11]。综上,在股权激励的授予阶段,产权性质会对股权激励产生影响,相较于民营企业,国有企业的股权激励在授予阶段更多地表现出福利性质。

(二) 股权激励行权阶段的相关研究

1. 高管权力对股权激励行权影响的相关研究。肖淑芳和张超研究发现,采用股票期权激励方式的公司,其经理人存在利用提高送转股水平的方式降低行权价格的行为^[12]。诸多学者认为管理层能够以盈余管理的方式降低股权激励的行权难度^[13-14]。谢德仁认为,行权业绩条件“踩线”达标的股权激励公司其盈余管理程度高于其他公司^[15]。综上,高管会利用权力通过提高送转股水平、盈余管理等方式降低股权激励的行权难度,行权业绩条件“踩线”的股权激励公司其盈余管理程度更高。

2. 高管能力对股权激励行权影响的相关研究。薛贤和宋合义认为股权激励在一定程度上可以对高管能力按市价进行兑付^[16]。李秉祥和惠祥认为高管能力是影响我国上市公司股权激励有效性的重要因素^[17]。Bhabra 研究发现,相对于城市的公司,坐落在乡村的公司为引进人才才会给予高管更多的股权激励^[18]。综上,股权激励有利于吸引人才,可以按照市价为高管的能力付费,并激励有能力的高管提高业绩,解锁更强度度的股权激励。

3. 产权性质对股权激励行权影响的相关研究。陈艳艳认为国有企业股权激励设置的业绩目标显著低于民营企业,管理层权力越大,行权条件越低^[19]。辛宇和吕长江认为泸州老窖这家国有企业的股权激励兼具激励、福利和奖励三种性质^[20]。邵帅等认为上海家化为国有企业时的股权激励行权条件过低,在转为民营企业之后,其股权激励效果更优^[10]。综上,相较于民营企业,国有企业股权激励的业绩目标较低,且高管权力越大,越容易达到行权的业绩目标。

股权激励的授予、行权强度及效果受到高管权力与能力、公司产权性质、高管年薪、员工人数、激励指标等因素的影响,然而鲜有学者研究高管能力对股权激励的影响,而且鲜有学者将高管的权力、能力指标在不同控制环境背景下与股权激励计划的授予、行权强度相联系进行对比研究。相比已有研究,本文的可能贡献在于:(1)区分股权激励计划的授予阶段、行权阶段,将高管能力、高管权力对股权激励的授予强度、行权强度的影响进行对比分析;(2)在企业不同所有权性质、第一大股东持股比例、审计质量、机构持股比例等控制背景下,就高管能力、高管权力对股权激励授予强度、行权强度的影响差异进行对比分析,重点分析企业产权性质对股权激励授予强度、行权强度的影响。

二、理论分析

(一) 股权激励授予阶段的理论分析

公司所有权和经营权的逐渐分离产生了代理成本,作为代理人的公司高管与作为委托人的公司所有者对于公司有不同的利益函数^[21]。与管理层在一定期间实现的业绩相挂钩的股权激励被认为是降低代理成本的有效途径。股权激励方案通常由公司人力资源部或薪酬委员会提出并报董事会审批,公司高管会利用权力去主动影响股权激励授予方案涉及的对象范围与强度、业绩考核指标等参数,并通过对自身有利的方案,预期高管权力越大,这种影响就越大。

股权激励计划的初衷是对有能力的高管进行有效激励,并促使高管利益与公司长期利益实现协同。股权激励计划应主要基于高管能力而设计,并根据公司成长性、员工总人数、公司成立年限等参数进行适当调整。在其他条件相同的情况下,出于对自身以往业绩创造能力的自信(所谓“艺高人胆大”),本文预期能力强的高管不会也不可能像权力大的高管那样通过干涉股权激励的授予而牟利。

与非国有上市公司相比,国有上市公司股权激励的实施会受到诸多制约。只针对国有上市公司股权激励的主要文件有《国有控股上市公司(境内)实施股权激励试行办法》(2006)、《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》(2008)、《关于在部分中央企业开展分红权激励试点工作的通知》(2010)、《国有科技型企业股权和分红激励暂行办法》(2016)等,这些文件对国有上市公司股权激励的实施条件、范围、激励水平、业绩考核体系等都有严格的限制。相对于国有上市公司,非国有上市公司在股权激励的授予阶段没有那么多限制条件,因此本文预期非国有上市公司中高管权力越大,其越有可能按照自身需求制定更高比例的股权激励计划。

基于上述分析,本文提出如下假设:

假设1:在股权激励计划的授予阶段,高管权力越大,其被授予的股权激励强度越大,高管权力对股权激励授予强度的正向影响大于高管能力。

假设2:在股权激励计划的授予阶段,相较于国有企业,非国有企业中高管权力越大,其被授予的股权激励强度越大。

(二)股权激励行权阶段的理论分析

在股权激励的行权阶段,高管权力对股权激励强度的影响比较复杂。一方面,高管可以通过权力设置较低的行权条件,或在执行股权激励过程中修改股权激励的行权条件,或通过盈余管理等方式获得股权激励行权的收益,即高管权力对股权激励行权强度的影响是正向的。另一方面,随着管理层权力的增大,管理者可以通过提高货币性薪酬、增加在职消费和灰色收入、构建商业帝国等途径来提高个人满足感,而不仅仅是通过股权激励来获得收益。在这些情景下,高管因为在其他方面可以获得补偿性收益,所以利用权力去攫取股权激励行权的利益就不那么强烈了,毕竟实现股权激励的业绩目标具有一定的客观性,此时高管权力对股权激励行权强度的影响是负向的。在高管权力对股权激励的两方面影响因素叠加后,高管权力对行权阶段股权激励强度的影响有可能是正向的或负向的,也有可能没有影响。

在股权激励计划的解锁行权阶段,行权的业绩考核指标一般设定为销售增长率、存货周转率、净利润增长率、市场占有率等财务指标和非财务指标,高管能够解锁的股票数量与股权激励授予阶段设定的客观业绩考核指标的达标情况相对应。高管能力越强,其越有可能实现股权激励的行权业绩目标,进而得以解锁更多的股权。考虑到股权激励业绩考核指标的综合性和客观性,本文预期解锁行权的股权激励强度将更多地受到高管能力的影响。

我国国有企业的资产是由不同级别的政府机构层层委托代理后进行管理的。国有企业的委托代理层次多且链条长,这容易造成国有企业实际的产权所有者虚位,并产生高管的内部人控制问题。国有企业高管的任命存在半市场化、半行政化的现象^[22],而且国有企业承担着一些政治性社会任务,因此相较于非国有企业,国有企业高管拥有更高的政治地位。通常情况下,国有企业高管股权激励对应的行权条件相对于非国有企业更加宽松^[19]。我国从2016年开始分步推进的国有企业混合所有制改革就是希望在国有企业中引入非国有股东,通过保障非国有股东的权益引导其去监管国有企业的高管^[23]。国有企业高管权力越大,其越有可能通过操纵各类盈余管理或修改行权条件等方式获得股权激励行权的好处。

基于上述分析,本文提出如下假设:

假设3:在股权激励计划的解锁行权阶段,高管能力越强,其解锁行权的股权激励强度越大,高管能力对股权激励解锁行权强度的正向影响大于高管权力。

假设4:在股权激励计划的解锁行权阶段,相较于非国有企业,国有企业中高管权力越大,其解锁行权

的股权激励强度越大。

三、研究设计

(一)数据来源与样本选择

本文选取2007—2016年沪市A股与深市主板A股上市公司作为研究样本。同时,根据研究所需,我们剔除以下不符合要求的样本:核心数据缺失的样本,ST、*ST和金融类上市公司,存在异常值的上市公司。经筛选,本文共获取授予阶段的有效样本1252个,行权阶段的有效样本936个。我们对所有连续变量均进行上下1%的Winsorize缩尾处理。高管的股权激励强度指标等相关数据来自国泰安数据库、锐思数据库、上市公司年报。公司注册地的市场化指数来自王小鲁等著的《中国市场化指数报告(2018)》^[24],对于缺失的数据我们通过对已有数据进行指数平滑得到。

(二)变量选取

1.被解释变量

已有研究对股权激励强度的衡量多采用股权激励涉及的股数占总股本的百分比这一数量化的指标^[25-26],本文将高管股权激励涉及的股票数量(包括限制性股票与期权)占总股本的百分比作为高管股权激励强度的代理变量,表示为 $Incen$ 。

2.解释变量

(1)高管权力。借鉴已有研究^[27-28],本文选取董事长与总经理两职兼任、内部董事比例、股权制衡度、高管学历、高管持股数量和高管任董事的上市公司总数六个指标对高管权力进行划分,然后采用因子分析法,以提取的各因子的方差贡献率为权重合成高管权力的综合指标 $Mpower$ 。

(2)高管能力。借鉴已有研究^[29-30],本文构建高管能力指标。首先,基于数据包络分析法得到公司的总效率 $Efficiency$,它既受到公司层面因素的影响,又受到经营管理者对资源利用能力的影响;然后,将 $Efficiency$ 进一步“净化”,剔除公司层面各因素的影响后得到公司高管能力;将 $Efficiency$ 带入Tobit回归模型中可以得到公司效率的拟合值 $\widehat{Efficiency}$, $\widehat{Efficiency}$ 与 $Efficiency$ 之间的差额 ε 即为高管能力 $Mability$ 。

表1 变量定义表

变量性质	变量代码	变量名称	变量核算
被解释变量	$Incen$	股权激励强度	股权激励授予或行权的股票数量/公司股本总数
解释变量	$Mpower$	高管权力	见前文
	$Mability$	高管能力	见前文
	$Salary$	高管年薪	高管年度薪酬的自然对数
	FCF	自由现金流	经营活动现金流-资本性支出
	$Fholder$	第一大股东持股比例	第一大股东持股数量/总股本
	Age	成立年数	上市公司的存续期
	$Employee$	员工人数	员工总人数
	Lev	财务杠杆	期末负债总额/期末资产总额
	ROA	公司业绩	资产收益率
	$Growth$	成长性	营业收入增长率
控制变量	$Audit$	审计质量	国际“四大”审计取1,否则取0
	$Fuhold$	机构持股比例	基金等机构持股数量/总股本
	$Mindex$	市场化指数	公司注册地的市场化指数
	$Shrdum$	企业产权性质	国有企业取1,非国有企业取0
	$Shrmp$	国有企业与否与高管权力的交互项	$Mpower \times Shrdum$
	$Shrmaz$	国有企业与否与高管能力的交互项	$Mability \times Shrdum$
C_mpmaj	高管权力与高管能力的交互项	$[Mability - \text{mean}(Mability)] \times [Mpower - \text{mean}(Mpower)]$	

变量定义详见表1。

(三)回归方程

为检验所提出的假设,本文构建如下回归分析方程。经验证,时间固定效应模型的检验结果在不同年份均不显著,故本文不采用时间固定效应模型,而采用企业ID固定的聚类稳健标准误模型。本文利用Stata14对回归方程进行估计。

$$Incen_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 Mpower_{i,t} + \beta_2 Mability_{i,t} + \beta_3 Salary_{i,t} + \beta_4 FCF_{i,t} + \beta_5 Fholder_{i,t} + \beta_6 Age_{i,t} + \beta_7 Employee_{i,t} + \beta_8 Lev_{i,t} + \beta_9 ROA_{i,t} + \beta_{10} Growth_{i,t} + \beta_{11} Audit_{i,t} + \beta_{12} Fuhold_{i,t} + \beta_{13} Mindex_{i,t} + \beta_{14} Shrdum_{i,t} +$$

$$\beta_{15}Shrmp_{i,t} + \beta_{16}Shrmaz_{i,t} + \beta_{17}C_mpmaj_{i,t} + u_i + \varepsilon_{i,t}$$

其中, i 代表第 i 家上市公司, t 代表不同年份, $\varepsilon_{i,t}$ 代表随机干扰项。

四、实证分析

(一)描述性统计与相关性分析

1. 股权激励授予阶段变量的描述性统计分析

表2是股权激励授予阶段变量的描述性统计结果。授予股权激励强度的均值为2.09%,最小值为0.004%,最大值为10%,这符合证监会对上市公司股权激励计划的管理规定。另外,高管能力、高管权力的最小值出现负数,这只能表明其低于样本平均水平的特定程度。

2. 股权激励行权阶段变量的描述性统计分析

股权激励行权阶段变量的描述性统计结果见表3。与授予阶段相比,行权阶段的平均股权激励强度下降了56%。在行权阶段,如果某高管没有达到事先设定的业绩指标要求或提前离职等,那么该高管的股权激励计划将不能被行权,这是行权的股权激励强度小于授予的股权激励强度的主要原因。行权阶段高管权力的均值为4.813,较授予阶段高管权力的均值有较大提升,这在一定程度上说明在有着高管股权激励行权行为的样本公司中,高管的权利普遍较大。

3. 相关性分析

本文采用Pearson和Spearman检验方法来检验变量之间的相关性,结果表明各解释变量、控制变量之间的相关性较弱,不存在严重的多重共线性问题。相关性检验结果未列示,备索。

(二)回归分析

1. 股权激励授予阶段的回归分析

表4是股权激励授予阶段的回归结果。在表4的 $Incen(1)$ 、 $Incen(3)$ 中,高管权力 $Mpower$ 对股权激励强度的回归系数显著为正(10%),在表4的 $Incen(2)$ 、 $Incen(3)$ 中,高管能力 $Mability$ 对股权激励强度的回归系数不显著,这说明在股权激励计划的授予阶段,高管的权力越大,其被授予的股权激励强度越大,高管权力对股权激励强度的正向影响大于高管能力,假设1得到支持。上市公司中权力大的高管普遍将股权激励计划当作一种“福利”,他们会利用权力在股权激励的授予阶段获得尽可能多的股权,以期获得更大收益。高管能力对股权激励授予强度的影响不显著,可能的解释是:高管的能力越强,其越不会刻意去干涉授予时股权激励的强弱,因为越有能力的高管越自信能达到股权激励计划的业绩考核目标,最终获得行权收益。在表4的 $Incen(3)$ 中,授予阶段高管权力和高管能力的交互项 C_mpmaj 对股权激励强度的回归系数为-0.997,但不显著。

表2 授予阶段变量的描述性统计

变量	样本数	均值	标准差	最小值	中位数	最大值
<i>Incen</i>	1252	0.0209	0.0178	0.0000	0.0182	0.1000
<i>Mpower</i>	1252	0.0476	0.3564	-1.1545	0.0366	2.3057
<i>Mability</i>	1252	0.0357	0.1528	-0.3801	0.0264	0.4740
<i>Salary</i>	1252	13.2276	1.3098	0.0000	13.3047	16.0749
<i>FCF</i>	1252	10.7043	9.2110	0.0000	16.8847	23.0261
<i>Fholder</i>	1252	32.9145	14.1029	4.3785	31.1761	80.5970
<i>Age</i>	1252	13.3634	5.2036	2	13	37
<i>Employee</i>	1252	7.6096	1.1234	4.8363	7.4989	12.4525
<i>Lev</i>	1252	0.3706	0.1901	0.0244	0.3492	1.0631
<i>Roa</i>	1252	0.0699	0.0547	-0.6004	0.0642	0.4337
<i>Growth</i>	1252	0.3336	1.2802	-0.7108	0.2191	43.0937
<i>Audit</i>	1252	0.0415	0.1996	0.0000	0.0000	1.0000
<i>Fholder</i>	1252	6.7527	7.5318	0.0000	4.1952	46.8606
<i>Mindex</i>	1252	8.4319	1.5508	0.5171	8.7000	10.8629
<i>Shrdum</i>	1252	0.0807	0.2724	0.0000	0.0000	1
<i>Shrmaz</i>	1252	-0.0021	0.0451	-0.3543	0.0000	0.4204
<i>Shrmp</i>	1252	-0.0028	0.1009	-1.1545	0.0000	1.0503
<i>C_mpmaj</i>	1252	-0.0006	0.0544	-0.2839	0.0003	0.3078

表3 行权阶段变量的描述性统计

变量	样本数	均值	标准差	最小值	中位数	最大值
<i>Incen</i>	936	0.0092	0.0077	0.0002	0.0071	0.0413
<i>Mpower</i>	936	4.8310	1.5767	1.2445	4.8160	8.8224
<i>Mability</i>	936	0.0187	0.1482	-0.2849	0.0096	0.3962
<i>Salary</i>	936	13.3843	0.8306	10.9526	13.3545	15.6811
<i>FCF</i>	936	11.6243	9.2399	0.0000	17.5952	22.5236
<i>Fholder</i>	936	31.2728	13.3682	7.5931	29.4151	67.5141
<i>Age</i>	936	14.0545	4.8167	5	14	28
<i>Employee</i>	936	7.8710	1.1324	5.6904	7.7917	11.2427
<i>Lev</i>	936	0.3851	0.1830	0.0462	0.3796	0.7832
<i>Roa</i>	936	0.0655	0.0483	-0.0752	0.0606	0.2161
<i>Growth</i>	936	0.2178	0.3099	-0.4075	0.1769	1.4956
<i>Audit</i>	936	0.0524	0.2229	0.0000	0.0000	1.0000
<i>Fholder</i>	936	7.3051	7.7147	0.0006	4.6916	35.2986
<i>Mindex</i>	936	8.7674	1.3496	4.6800	9.3500	10.8629
<i>Shrdum</i>	936	0.0759	0.2649	0.0000	0.0000	1.0000
<i>Shrmaz</i>	936	-0.0032	0.0465	-0.2849	0.0000	0.3962
<i>Shrmp</i>	936	0.3599	1.3133	0.0000	0.0000	7.8808
<i>C_mpmaj</i>	936	-0.0093	0.2358	-1.1781	-0.0001	1.0295

在表4的 *Incen(1)*、*Incen(3)*中,国有企业与高管权力的交互项 *Shrmp* 对股权激励强度的回归系数显著为负(5%),说明在股权激励计划的授予阶段,较之国有企业,非国有企业中高管权力越大,其被授予的股权激励强度越大,假设2得到支持。这是因为非国有上市公司的股权激励计划只受到证监会相关文件的限制,而国有上市公司的股权激励计划除了受证监会相关文件的限制外,还受到财政部、科技部、国资委等部门相关文件的限制。第一大股东持股比例 *Fholder* 在 *Incen(1)*、*Incen(3)*中对股权激励强度的回归系数都显著为负(10%),

由此可知,在与高管权力指标同时出现的情况下,第一大股东持股比例 *Fholder* 越高,其对股权激励计划的授予强度具有越显著的抑制作用(系数显著为负),说明第一大股东持股比例提高有助于改善高管利用权力在股权激励授予阶段的“寻租”行为。公司员工数量 *employee* 在 *Incen(1)*、*Incen(2)*、*Incen(3)*中对股权激励强度的回归系数都显著为负(5%),原因在于员工数量在一定程度上反映了公司规模的大小,说明公司规模越小,其越倾向于出台高强度的股权激励计划,从而有助于在公司实力较弱的初创期留住高管等核心人员。

2. 股权激励行权阶段的回归分析

表5是股权激励行权阶段的回归结果。在表5的 *Incen(2)*、*Incen(3)*中,高管能力 *Mability* 对股权激励强度的回归系数显著为正(5%),说明高管能力越强,其越有可能达

表4 授予阶段的回归结果

变量	<i>Incen(1)</i>	<i>Incen(2)</i>	<i>Incen(3)</i>
<i>Mpower</i>	0.6777* (0.3650)		0.6496* (0.3627)
<i>Mability</i>		-0.5682 (0.9698)	-0.7080 (0.9611)
<i>Salary</i>	-0.0043 (0.0672)	-0.0178 (0.0714)	-0.0084 (0.0696)
<i>Fcf</i>	-0.0062 (0.0087)	-0.0068 (0.0088)	-0.0068 (0.0087)
<i>Fholder</i>	-0.0330* (0.0178)	-0.0246 (0.0178)	-0.0323* (0.0179)
<i>Age</i>	-0.1882 (0.1379)	-0.1846 (0.1306)	-0.2007* (0.1199)
<i>Employee</i>	-0.7042** (0.3249)	-0.6605** (0.3253)	-0.6482** (0.3280)
<i>Lev</i>	1.5717 (1.0881)	1.5968 (1.0744)	1.6128 (1.0678)
<i>Roa</i>	1.9683 (2.0729)	2.2187 (2.3566)	2.6900 (2.3291)
<i>Growth</i>	0.0344 (0.0218)	0.0314 (0.0232)	0.0341 (0.0230)
<i>Audit</i>	-0.0062 (0.3293)	0.4195 (0.5142)	-0.1433 (0.5276)
<i>Fholder</i>	-0.0117 (0.0132)	-0.0134 (0.0131)	-0.0131 (0.0135)
<i>Mindex</i>	-0.3551 (0.3936)	-0.3173 (0.3841)	-0.3541 (0.3693)
<i>Shrdum</i>	-0.8395*** (0.3048)	-0.1238 (0.6978)	-0.2333 (0.9250)
<i>Shrmp</i>	-4.0020** (1.8580)		-5.6407*** (1.6401)
<i>Shrmaz</i>		-4.9334 (6.0584)	-7.5422 (5.0124)
<i>C_mpmaj</i>			-0.9970 (1.5685)
<i>Constant</i>	13.5432*** (2.5879)	12.7158*** (2.5756)	13.2198*** (2.5973)
Observations	1252	1252	1252
R-squared	0.1147	0.1100	0.1212
Number of ID	778	778	778
ID FE	YES	YES	YES

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

表5 行权阶段的回归结果

变量	<i>Incen(1)</i>	<i>Incen(2)</i>	<i>Incen(3)</i>
<i>Mpower</i>	-0.0671** (0.0289)		-0.0739** (0.0291)
<i>Mability</i>		0.7355** (0.3713)	0.8090** (0.3661)
<i>Salary</i>	-0.1588* (0.0842)	-0.1597* (0.0885)	-0.1560* (0.0847)
<i>Fcf</i>	0.0003 (0.0033)	0.0003 (0.0033)	0.0003 (0.0032)
<i>Fholder</i>	-0.0050 (0.0065)	-0.0036 (0.0060)	-0.0056 (0.0063)
<i>Age</i>	-0.0116 (0.0440)	-0.0402 (0.0437)	-0.0191 (0.0439)
<i>Employee</i>	0.1268 (0.1100)	0.0963 (0.1026)	0.1062 (0.1050)
<i>Lev</i>	-0.1409 (0.4872)	-0.0947 (0.4716)	-0.0321 (0.4643)
<i>Roa</i>	2.8803* (1.4718)	2.1680* (1.2776)	2.0266 (1.2636)
<i>Growth</i>	-0.2765*** (0.1008)	-0.3032*** (0.1012)	-0.3007*** (0.1009)
<i>Audit</i>	-0.1835** (0.0852)	-0.0325 (0.0832)	-0.1264 (0.0871)
<i>Fholder</i>	0.0019 (0.0073)	0.0016 (0.0072)	0.0024 (0.0070)
<i>Mindex</i>	-0.1332 (0.1393)	-0.0836 (0.1395)	-0.1303 (0.1420)
<i>Shrdum</i>	-0.7069* (0.4160)	-0.2187 (0.2727)	-0.7983* (0.4356)
<i>Shrmaz</i>		2.4719 (1.9392)	2.4548 (1.9313)
<i>Shrmp</i>	0.0956* (0.0578)		0.1170* (0.0685)
<i>C_mpmaj</i>			-0.0060 (0.1522)
<i>Constant</i>	3.7944** (1.5593)	3.6642** (1.5643)	4.0538*** (1.5652)
Observations	936	936	936
R-squared	0.0576	0.0685	0.0794
Number of ID	406	406	406
ID FE	YES	YES	YES

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

到行权所规定的业绩目标,行权的股权激励强度越大。在 *Incen(1)* 和 *Incen(3)* 中,高管权力 *Mpower* 对股权激励强度的回归系数显著为负(5%),表明在行权阶段高管权力越大,高管行权强度越低,可能的解释是:权力越大的高管越有可能通过提高货币薪酬和在职消费等方式来实现个人收益的最大化,这类高管即使达不到行权所设定的绩效目标也可以保留自己的“官帽”并获益。综上可知,在股权激励计划的解锁行权阶段,高管能力越强,其解锁行权的股权激励强度越大,高管能力对股权激励解锁行权强度的正向影响大于高管权力(高管权力对行权阶段股权激励强度的影响是负向的),假设3得到支持。在 *Incen(3)* 中,行权阶段高管权力和高管能力的交互项 *C_mpmaj* 对股权激励强度的回归系数为-0.006,但影响不显著。

在表5的 *Incen(1)*、*Incen(2)*、*Incen(3)* 中,高管年薪 *Salary* 对股权激励强度的回归系数都显著为负(10%),说明高管年薪 *Salary* 对高管股权激励行权强度产生了一定的“挤出”效应。高管权力与是否国有企业的交互项 *Shrmp* 对股权激励强度的回归系数在 *Incen(1)*、*Incen(3)* 中都显著为正(10%),说明在既定的股权激励业绩目标下,相较于非国有企业,国有企业中高管权力越大,其行权的股权激励强度越大,假设4得到支持。在 *Incen(1)*、*Incen(2)* 中,*Roa* 对股权激励强度的回归系数显著为正(10%),说明公司的资产收益率越高,行权阶段的股权激励强度越大,这是因为大多数公司都把 *Roa* 或与其相关的指标作为能否解锁行权的关键性业绩指标。在 *Incen(1)*、*Incen(2)*、*Incen(3)* 中,公司成长性 *Growth* 对股权激励强度具有显著的负向贡献(1%),说明公司的营业收入增长率越低,解锁的股权激励强度越大,这是因为上市公司高管大规模行权的时期往往是公司发展的成熟期,此时公司成长的增速已经放缓,步入成熟期的公司也拥有较为雄厚的整体实力,便于行权。在 *Incen(1)*、*Incen(2)*、*Incen(3)* 中,审计质量 *Audit* 对股权激励强度始终有负的贡献,但只在其与高管权力一起作为解释变量时系数(方程中不含高管能力指标)才显著,即在 *Incen(1)* 中 *Audit* 的系数显著,这说明聘任四大会计师事务所进行年报审计的上市公司拥有较高质量的财务数据,股权激励计划中的业绩目标被有权力的高管进行操纵来谋求私利的“灰色空间”较小,继而解锁的股权较少。

(三)稳健性检验

1. 股权激励强度的度量

肖曙光和杨洁等通过计算当前公司股价每上涨1%造成的管理层持有股权和股票期权的价值变动来计量管理层的股权激励收益,然后用该股权激励收益占管理层总薪酬的比率来测量管理层股权激励的强度^[31],但肖淑芳等认为该度量方法仅适用于信息披露充分、股价反应相对理性的成熟资本市场,尚不适用于我国弱势有效的资本市场^[6]。本文支持肖淑芳等的观点^[6],采用许多学者都认可的股权激励涉及的股数占总股本的百分比来衡量股权激励强度。另外,本文将上市公司分为劳动密集型、资本密集型、技术密集型与资源密集型四类^[32],并将股权激励涉及的股数占总股本的百分比按照样本所属行业进行分类,大于行业中位数的称为高强度组,取值为1,低于行业中位数的称为低强度组,取值为0,将新指标带入模型中进行回归,检验结果与前文保持一致。结果未列示,备索。

2. 高管权力的度量

我们将高管权力按照行业求中位数,大于中位数的设为1,表示高权力水平,低于中位数的设为0,表示低权力水平,将新变量带入模型中进行回归,前文所得研究结论依然成立。另外,我们采用滞后一期的影响管理层权力的六个指标再次进行因子分析,合成管理层权力变量,将新变量带入模型中进行检验,所得研究结论依然不变。结果未列示,备索。

3. 高管能力的度量

我们将高管能力的代理变量在不同产业内按中位数进行划分,高于产业内中位数的高管能力取值为1,低于产业内中位数的高管能力取值为0,将新构建的指标作为高管能力的稳健性检验指标带入模型中进行回归,同时采用滞后一期的高管能力指标进行检验,所得研究结论依然不变。结果未列示,备索。

五、结论性评述

本文选取2007—2016年沪市A股与深市主板A股上市公司作为研究样本,实证分析高管权力、高管能力以及产权性质对企业股权激励强度在授予阶段和行权阶段等不同控制环境下的影响,结果表明:(1)在授予阶段,高管的权力越大,授予的股权激励强度越大,高管权力对股权激励授予强度的正向影响大于高管能力;相对于国有企业,非国有企业的高管权力越大其被授予的股权激励强度越大;公司规模越小,其越倾向于出台高强度的股权激励计划,从而有利于在公司实力较弱的初创期留住高管等核心人员;第一大股东持股比例的提高有助于改善高管利用权力在股权激励授予阶段的“寻租”行为。(2)在行权阶段,高管能力越强,其越有可能达到行权所设定的业绩目标,解锁行权的股权激励强度越大,高管能力对股权激励解锁行权强度的正向影响大于高管权力;高管年薪对高管股权激励行权强度能够产生一定的“挤出”效应;在既定的股权激励业绩目标下,相对于非国有企业,国有企业的高管权力越大其行权的股权激励强度越大;聘任国际四大会计师事务所进行年报审计的上市公司拥有较高质量的财务数据,其股权激励计划中的业绩指标被有权力的高管进行操纵来谋求私利的“灰色空间”较小。

本文所得研究结论具有一定的启示意义:首先,企业应合理设计股权激励计划,以充分发挥公司治理要素对股权激励计划的约束作用,同时要对高管的权力进行限制,并且适当发挥第一大股东持股比例等公司治理因素的作用,以此来提高股权激励效果。其次,企业应建立综合客观的股权激励行权业绩考核指标体系,将高管的业绩表现与直接竞争对手、行业标杆等进行横向对比,客观设计高管的股权激励行权所需达到的业绩指标,从考核角度减少高管权力在股权激励中的操纵空间。最后,企业应重视股权激励计划行权结果对高管能力的甄别作用。

由于影响股权激励的因素很多,因此在未来的研究中我们需要进一步深入和拓展,如研究高管能力、高管权力对上市公司股权激励计划中行权条件设置、信息披露过程等的影响,研究高管特征变量对股权激励计划变更的影响,研究宏观及行业环境改变对股权激励计划的影响。

参考文献:

- [1] 李丹蒙,万华林.股权激励契约特征与企业创新[J].经济管理,2017(10):156-172.
- [2] Core J E, Guay W R. Stock option plans for non-executive employees[J]. Journal of Financial Economics, 2001, 61(2):253-287.
- [3] 赵青华,黄登仕.高管权力、股票期权激励与公司业绩——基于中国上市公司的实证分析[J].经济体制改革,2011(5):125-129.
- [4] 支晓强,孙健,王永妍,等.高管权力、行业竞争对股权激励方案模仿行为的影响[J].中国软科学,2014(4):111-125.
- [5] 吴作凤.管理层权力、产权性质与股权激励契约设计[J].财经理论与实践,2014(6):53-58.
- [6] 肖淑芳,刘颖,刘洋.股票期权实施中经理人盈余管理行为研究——行权业绩考核指标设置角度[J].会计研究,2013(12):40-46.
- [7] 姚艳虹,刘炯,王润甜.企业高管薪酬决策评价指标体系构建[J].河南社会科学,2011(2):159-162.
- [8] Wu Y. Incentive contracts and the allocation of talent[J]. The Economic Journal, 2017, 127(607): 2744-2783.
- [9] 徐宁.上市公司股权激励授予对象的选择与动态分布——基于中国上市公司数据的实证研究[J].西安财经学院学报,2012(3):25-30.
- [10] 邵帅,周涛,吕长江.产权性质与股权激励设计动机——上海家化案例分析[J].会计研究,2014(10):43-50.
- [11] 徐一民,王巧义,杨国莉.我国上市公司股权激励设计研究[J].西南金融,2015(6):67-69.
- [12] 肖淑芳,张超.上市公司股权激励、行权价操纵与送转股[J].管理科学,2009(6):84-94.
- [13] Hsieh C, Sharma V. CEO stock option awards and the timing of layoff announcements[J]. Journal of International Business and Economics, 2011, 11(3):115-122.
- [14] 刘宝华,罗宏,周微.股权激励行权限制与盈余管理优序选择[J].管理世界,2016(11):141-155.
- [15] 谢德仁,崔宸瑜,汤晓燕.业绩型股权激励下的业绩达标动机和真实盈余管理[J].南开管理评论,2018(1):159-171.
- [16] 薛贤,宋合义.论基于能力的人力资源管理[J].人力资源管理,2013(12):56-57.

- [17] 李秉祥, 惠祥. 我国上市公司股权激励有效性的影响因素——基于方案要素中介效用的分析[J]. 商业研究, 2018(2):30-41.
- [18] Bhabra H S, Hossain A T. Does location influence executive compensation? Evidence from Canadian SMEs[J]. Journal of Management & Governance, 2018, 22(1):89-109.
- [19] 陈艳艳. 管理层对股权激励行权条件的操纵行为及经济后果[J]. 现代财经, 2012(9):95-105.
- [20] 辛宇, 吕长江. 激励、福利还是奖励: 薪酬管制背景下国有企业股权激励的定位困境——基于泸州老窖的案例分析[J]. 会计研究, 2012(6):67-75.
- [21] 吕峻. 股权性质、管理层激励和过度投资[J]. 经济管理, 2019(9):160-174.
- [22] 吴文锋, 吴冲锋, 芮萌. 中国上市公司高管的政府背景与税收优惠[J]. 管理世界, 2009(3):134-142.
- [23] 袁惊柱. 国有企业混合所有制改革的现状、问题及对策建议[J]. 北京行政学院学报, 2019(1):76-83.
- [24] 王小鲁, 樊纲, 余静文. 中国分省份市场化指数报告(2018)[M]. 北京: 社会科学文献出版社, 2019.
- [25] 尹美群, 盛磊, 李文博. 高管激励、创新投入与公司绩效——基于内生性视角的分行业实证研究[J]. 南开管理评论, 2018(1):109-117.
- [26] Finkelstein S. Power in top management teams: Dimensions, measurement, and validation[J]. Academy of Management Journal, 1992, 35(3):505-38.
- [27] 陈震, 丁忠明. 基于管理层权力理论的垄断企业高管薪酬研究[J]. 中国工业经济, 2011(9):119-129.
- [28] 树友林. 高管权力、货币报酬与在职消费关系实证研究[J]. 经济学动态, 2011(5):86-89.
- [29] Demerjian P, Lev B, Mevay S. Quantifying managerial ability: A new measure and validity tests[J]. Management Science, 2012, 58(7):1229-1248.
- [30] 姚立杰, 周颖. 管理层能力、创新水平与创新效率[J]. 会计研究, 2018(6):70-77.
- [31] 肖曙光, 杨洁. 高管股权激励促进企业升级了吗——来自中国上市公司的经验证据[J]. 南开管理评论, 2018(3):66-75.
- [32] 沈能, 赵增耀, 周晶晶. 生产要素拥挤与最优集聚度识别——行业异质性的视角[J]. 中国工业经济, 2014(5):83-95.

[责任编辑: 王丽爱]

What Determines the Intensity of Equity Incentive? From the Perspective of Executive Power and Ability under Different Control Environments

YU Qianlong¹, SUN Weiran², HE Qiang¹

(1. Business School, University of Shanghai for Science & Technology, Shanghai 200093, China;

2. Shandong Land Development Group Co., Ltd., Jinan 250000, China)

Abstract: Taking A-share listed companies in Shanghai Stock Exchange and Shenzhen Stock Exchange from 2007 to 2016 as research samples, this paper empirically analyzes the influence of executive power, executive ability and property right on the intensity of equity incentive in different control environments, such as in the course of authorization and in the course of exercise. It is found that: (1) In the course of authorization, the intensity of equity incentive increases as executive's power grows. Executive's power exerts a greater positive influence on the intensity than their ability. The same association is more significant in non-state-owned enterprises than state-owned enterprises. (2) In the course of exercise, the stronger the executive's ability is, the more likely it is to achieve the performance goal set by the exercise, and the stronger the equity incentive to unlocking the exercise. Executive ability exerts a greater positive influence on the equity incentive to unlocking the exercise than their power. The annual salary of executives can have a certain crowding-out effect on the intensity of equity incentive. In SOEs, a greater positive association is found between executive power and equity incentive intensity than in non-SOEs under the vested performance targets.

Key Words: executive power; executive ability; equity incentive intensity; nature of property rights; state-owned enterprises; earnings management; audit quality; corporate governance