

# 控制权结构与股权激励有效期设定

## ——基于资本市场的实证研究

古柳<sup>1</sup>, 王 焯<sup>2</sup>, 姚家乐<sup>3</sup>

(1. 无锡太湖学院 会计学院, 江苏 无锡 214064; 2. 安徽财经大学 会计学院, 安徽 蚌埠 233030;  
3. 致同会计师事务所 南京分所, 江苏 南京 210035)

**[摘要]**以2006至2015年间我国推出股权激励计划的上市公司为研究对象,从控制权结构视角,本文研究了实际控制人控制权结构对股权激励有效期设定的影响。研究发现,实际控制人控制权比例与上市公司所设定的股权激励有效期长短显著正相关;相对于非国有控股公司,国有控股公司所设定的激励有效期更长,并且国有控股公司实际控制人控制权对上市公司所设定的激励有效期的正向影响程度更大;当管理层权力较弱时,实际控制人控制权与激励有效期之间的正相关关系会增强。本文从激励有效期设定的角度,丰富了股权激励有效性研究文献;同时,从实际控制人控制权结构视角,拓展了股权激励契约设计的影响因素研究。

**[关键词]**股权激励;实际控制人;大股东控制权;公司治理;资本市场;剩余索取权;信息不对称;激励效应

**[中图分类号]**F272 **[文献标识码]**A **[文章编号]**1004-4833(2016)06-0085-08

### 一、引言

自2006年《上市公司股权激励管理办法》颁布至今,已有992家上市公司推出股权激励计划,占2015年底上市公司总数量的33.61%,其中,创业板和中小企业板更是有多达652家公司推出股权激励计划,占板块内所有上市公司的51.25%。可见,股权激励已经越来越为我国上市公司所广泛接受。作为一种区别于传统固定薪酬体系的长期激励方法,股权激励通过让企业经营者分享剩余索取权,从而将所有者和经营者的利益目标联系起来,以解决委托-代理问题。但是,随着实践的不断深入,很多公司推出的股权激励计划未能充分发挥应有的激励效应,股权激励计划设计环节的问题日益凸显,如何设计一个激励相容的有效股权激励计划成为越来越多上市公司迫切需要解决的命题。激励有效期是股权激励计划的一个基本要素,在制订股权激励计划时应该如何设定适当的激励有效期?什么公司治理因素会对股权激励有效期的设定产生影响?这些问题成为当前上市公司推行股权激励计划过程中亟须探讨的课题。

实际控制人作为股权激励契约的缔约方,随着股权激励计划的实施已成为股权激励计划设计影响因素研究的焦点。Benjamin, Hermalin 和 Michael 研究认为,大股东对管理层的监督可以有效地缓解其信息不对称,从而有效地抑制管理层通过盈余平滑手段提高自身短期利益的行为,进而提高股权激励效果<sup>[1]</sup>。Tzioumis 研究发现,股权集中度越高,股东对公司管理者的监督能力就越强,故而对管理者进行激励的程度就会降低,甚至倾向于不对管理者进行股权激励<sup>[2]</sup>。Matthias, Kucher 和 Stutzer

**[收稿日期]**2016-08-20

**[基金项目]**国家社会科学基金一般项目(13BJY013);江苏省高等教育教改研究一般项目(2015JSJG250);江苏高校哲学社会科学一般项目(2015SJD413);江苏高校品牌专业建设工程资助项目

**[作者简介]**古柳(1983—),女,湖南岳阳人,无锡太湖学院会计学院讲师,从事公司财务与公司治理研究;王焯(1970—),男,安徽滁州人,安徽财经大学会计学院教授,从事资本市场会计研究;姚家乐(1992—)男,安徽蚌埠人,致同会计师事务所南京分所职员,从事公司财务研究。

也有类似研究结论<sup>[3]</sup>。基于我国特殊的制度和治理背景,吴育辉、吴世农研究发现,大股东持股比例在约束公司高管在股权激励方案设计中的自利行为具有一定作用<sup>[4]</sup>。吕长江等研究认为上市公司设定较长股权激励有效期,有助于激励效应的发挥<sup>[5]</sup>。那么,在我国上市公司控制权结构会对股权激励有效期的设定产生什么样的影响?实际控制人是否会利用自身控制权对有效期的设定施加影响?本文将对此展开研究,以期为我国上市公司在制订股权激励计划时提供决策参考和理论支持。

## 二、文献综述

股权激励有效性不仅取决于股权激励计划的实施环节,而且取决于股权激励计划的设计与制定环节。关于激励有效期设定对股权激励有效性的影响,国外学者有较为充分的研究。Brown 研究发现,如果管理层拥有可以快速变现的公司股票,可能会出于私利,通过操纵信息披露或其他方式在短期内提高股价,随后出售股票从而获益,这一行为将会使公司长期价值受损<sup>[6]</sup>。通过构建最优契约模型,Laux 证明被激励对象拥有行权时间的选择权,可以更好地提高短期内经营者决策的有效性,从而提高公司价值<sup>[7]</sup>。由于我国上市公司股权激励制度实施较晚,股权激励有效期方面的研究并不多。吕长江等研究认为上市公司可以通过设置较为严格的股权激励授予和行权条件,以及设定较长的股权激励有效期,来促进股权激励效应的发挥<sup>[5]</sup>;李雪斌基于“布莱克-斯科尔斯”模型就高管对股权激励有效期设定的影响进行了理论性分析。认为对于被激励对象来说,延长期权激励有效期,其可以选择的行权机会就更多,期权价值就会越大;然而,由于未来的不确定性会随着时间的延长而增加,为了规避风险,被激励对象可能倾向于选择更短的激励有效期<sup>[8]</sup>。由国内外研究可以看出,激励有效期的设定对股权激励效果有重要影响,但是,什么因素会影响激励有效期的设定?特别是,实际控制人控制权结构是否以及如何影响股权激励有效期的设定,尚需进一步研究。

## 三、理论分析与研究假说

### (一) 实际控制人控制权与股权激励有效期设定

股权激励计划的设计是公司管理层与董事会及股东博弈的过程,实际控制人控制权和与管理层权力的大小会影响股权激励契约缔结博弈的最终结果。在股权激励计划的设计环节,管理层可以通过以下三种途径达到影响契约缔结的目的。首先,利用各种关系或手段拉拢董事会中的董事,影响其对股权激励计划设计的决策;或者管理层自身就是董事会成员,可以直接参与股权激励计划的设计和实施过程,对股权激励有效期等重要契约因素的设计施加有利于自己的影响,以获取自身股权激励预期收益的最大化;其次,管理层会利用内部人的信息优势,通过机会主义信息披露择时以及盈余管理等手段,影响股权激励计划基本要素的设定,将自身获得股权激励预期收益的成本尽可能降低;最后,在公司内外部因素发生不利于自己的变化时,管理层利用自身所具有的权力影响董事会对原有股权激励计划条款进行调整,以达到最大化自己利益的目的。作为股权激励契约缔约的另一方,股东具有天然的内在动力对股权激励计划基本要素的设计和实行,施加监督与约束。不过,股东监督与约束的积极性和强度与其自身所拥有的控制权比重大小有直接关系。当股东所拥有的控制权比例较小的时候,由于监督的成本高于监督的预期收益,其缺乏监督与约束公司管理层在股权激励计划设计过程中的机会主义行为的积极性,更倾向于搭便车;而当股东拥有的控制权比重较大的时候,其自身利益与公司整体利益更加趋同一致,实施监督的预期收益也会高于实施监督的成本,因而,就更有积极性也更有能力去监督和约束公司管理层在股权激励计划设计环节的道德风险<sup>[9]</sup>。

激励有效期是股权激励计划的基本要素,较长的激励有效期有利于降低管理层操纵信息披露或利润从而获取额外福利的风险,使股权激励能够真正发挥降低代理成本从而增加公司价值的应有激励效应<sup>[5,10]</sup>。因此,实际控制人拥有的控制权比例越高,其就越有动力去监督和约束公司管理层在股

权激励计划制定过程中的机会主义利己行为,股权激励计划就越有可能强化激励性而非福利性,所设定的激励有效期也就会越长。而当实际控制人控制权比例较低时,其监督管理层在股权激励计划制定过程中的机会主义行为的动力就会不足,这时,激励有效期的设定就更有可能有利于管理层,而被设定得比较短。据此,我们提出如下研究假设。

假设 1:实际控制人的控制权比例越大,上市公司股权激励计划设定的激励有效期就越长。

### (二) 产权性质、实际控制人控制权与股权激励有效期设定

我国上市公司产权性质的一大特点在于国有控股公司与非国有控股公司并行存在。由于所有者缺位以及政府管制,我国国有控股上市公司具有“行政干预下的内部人控制”基本治理特征<sup>[11]</sup>。内部人控制这一治理特征意味着国有控股公司更容易产生管理层的道德风险,而在没有有效的内外部治理机制约束内部人机会主义行为的情况下,政府对国有控股公司经营管理的过度行政干预与管制,便成为控制内部人控制一个不得已的替代。对于国有控股公司股权激励计划的制定,政府管制也不例外。在中国证监会于 2006 年 1 月发布实行《上市公司股权激励管理办法(试行)》以后,国务院国资委也在 2006 年 9 月出台了《国有控股上市公司(境内)实施股权激励试行办法》(以下简称《试行办法》),对国有控股上市公司股权激励计划制定进一步提出更高要求。在程序上,除了满足对非国有控股公司的一般要求外,国有控股上市公司股权激励计划须报国资委与财政部审批方可实行。在激励有效期的设定上,《试行办法》明确要求采用股票期权方式的股权激励计划,行权限制期原则上不得低于 2 年,行权有效期不得低于 3 年;而采用限制性股票方式的国有控股公司股权激励计划,其禁售期不得低于 2 年,解锁期不得低于 3 年。并且,两种股权激励方式都必须在规定时间内分批匀速地批行权或解锁。而非国有控股公司仅须遵守中国证监会 1 年等待期和禁售期的要求。所以,由于政府管制,国有控股公司所设定的股权激励有效期应该会长于非国有控股公司。并且,政府对股权激励计划制定的管制,会随着国有控制权比例的提高而进一步得到强化。只有国有控制权比例较低时,政府管制才可能会因为多元化的股权制衡结构而得以减弱。相对于非国有控股公司,国有控股公司实际控制人控制权对股权激励有效期的正向影响程度更大。据此,我们提出如下假设。

假设 2a:相对于非国有控股公司,国有控股公司所设定的股权激励有效期更长。

假设 2b:国有产权性质会强化实际控制人控制权与上市公司股权激励有效期之间的正相关关系,即相对于非国有控股公司,国有控股公司实际控制人控制权对上市公司所设定的股权激励有效期的正向影响程度更大。

### (三) 管理层权力、实际控制人控制权与股权激励有效期设定

作为股权激励契约缔约的另一方,公司管理层在股权激励有效期的设定上,具有与股东完全一致的效用目标,较短的激励有效期更符合公司管理层的利益<sup>[5,10]</sup>。如前所述,管理层不仅有动机而且也有能力,通过对股权激励计划制定过程施加影响,以使其对己有利<sup>[12]</sup>,而且,管理层影响股权激励计划制定的能力会随着管理层权力的增大而增强。近年来诸多学者研究表明,管理层权力大小受到董事会领导结构、管理层持股比例等因素影响<sup>[13-14]</sup>。董事长与总经理二职由同一人兼任,会使得公司董事会领导权力集中,从而增强管理层权力;而董事长与总经理二职由两个人分任,会使得公司董事会领导权力产生一定制衡,因而会削弱管理层权力。结合研究假设 1 的理论分析,不难得出,董事长与总经理二职分置会限制公司管理层权力,这样,股东对股权激励计划基本要素设定过程中管理层机会主义行为的监督作用更容易发挥,因此,我们预期,相对于董事长与总经理二职合一的公司,二职分置公司实际控制人控制权对上市公司所设定的股权激励有效期的正向影响程度更大。此外,管理层持股比例高,意味着管理层还同时拥有股东的权利,甚至会成为董事进入公司董事会,从而拥有更大的影响公司财务与经营决策的权力;当管理层持股比例低时,管理层权力则相对较小。同理,我们认为,相对于管理层持股比例较高的公司,管理层持股比例较低公司实际控制人控制权对上市公司所设

定的股权激励有效期的正向影响程度更大。据此,本文提出如下研究假设。

假设3:董事长与总经理二职分置会强化实际控制人控制权对上市公司股权激励有效期之间的正相关关系;

假设4:低管理层持股会强化实际控制人控制权对上市公司股权激励有效期之间的正相关关系。

## 四、研究设计

### (一) 样本选择和数据来源

本文以2006—2015年间实施股权激励计划的上市公司为研究对象,对研究期间全部上市公司股权激励计划草案进行筛选并确定样本范围,剔除:(1)被提示退市风险的上市公司;(2)财务报告曾被出具过非标准审计意见的上市公司;(3)数据残缺,并经手工采集后仍有缺失的上市公司;(4)在A股及其他股票市场同时上市的公司;(5)金融保险行业公司;(6)存在统计学上极值的个别上市公司。经过筛选后,共计得到701家公司的959个有效观测样本。所有数据均来自国泰安财经研究数据库,部分缺失数据源自巨潮网经手工收集。使用stata12.0软件进行计量分析。

### (二) 模型构建与变量定义

#### 1. 模型构建

为了检验假设1,我们构建如下基本回归模型:

$$Time_i = \alpha + \beta_1 Control_i + \beta_2 Property_i + \beta_3 Dual_i + \beta_4 Excuhd_i + \beta_5 Contral\_Variable_i + \varepsilon_i$$

为了检验国有产权性质对实际控制人控制权与股权激励有效期之间关系的影响,本文从基本回归模型中去除国有产权性质(*Property*)变量,将总样本依国有产权性质划分为国有控股样本组和非国有控股样本组,实施分组检验。此外,为了考察公司管理层权力特征变量是否会影响实际控制人控制权与股权激励有效期设定之间的关系,本文分别将管理层持股比例、董事长与总经理是否二职合一两个变量从基本回归模型中去除,并依据这两个变量的特点,将总样本分别划分为两组子样本,进行分组检验。

#### 2. 变量定义

被解释变量:激励有效期(*Time*)。该指标所指有效期长度,对于限制性股票,包括禁售期和解锁期两个部分;对于股票期权,包括等待期和行权期两个部分。

解释变量:实际控制人控制权(*Control*)。根据国泰安数据库信息,对公司股权链条进行追溯,以实际控制人实际控制的股份额来衡量。国有产权性质(*Property*),国有控股公司赋值为1,非国有控股公司赋值为0。管理层持股比例(*Excuhd*),管理层持股占总股份的比例。董事长与总经理二职合一(*Dual*),董事长与总经理二职由同一个人兼任的,赋值为1,二职分置的,赋值为0。

控制变量:独立董事比例(*Indepn*),独立董事人数占董事会总人数的比重。资产负债率(*Debt*),期末总负债除以总资产。公司规模(*Size*),样本公司总资产的自然对数。营业收入增长率(*Grow*),本年营业收入减上年营业收入除以上年营业收入。年份哑变量(*Year*),以股权激励计划发布年份作为指标,对所有样本进行控制。行业哑变量(*Tech*),根据样本企业是否属于高新企业分类,高新企业赋值为1,非高新企业赋值为0。

### (三) 描述性统计

#### 1. 主要变量基本描述

表1显示,股权激励有效期的最大值与最小值之间存在显著差距,且平均数4.707偏离中位数4较多,可见,股权激励有效期的长短存在明显的分散。样本中国有控股公司占比较少,仅占25.8%。上市公司管理层持股比例偏低,其平均值仅为0.2183%,且中位数为0.1235%。在董事长与总经理二职兼任上,存在二职合一的公司占比为36.30%。独立董事比例的均值,略高于我国相关法律法规规定的33.33%的最低标准。资产负债率存在显著的离散度,最大值与最小值可能存在行业特性导致的

较为极端现象,但平均值为34.07%,样本公司资产负债率水平较低;公司规模的平均值为21.3419,约为18.56亿元,最小值17.7522约为5200万元,说明实行股权激励计划的公司规模普遍较大;样本公司营业收入增长率的平均值高达29.00%,表明样本公司普遍具有良好的成长性。

表1 主要变量描述性统计

Variable	N	Mean	Median	Std	Min	Max
股权激励有效期	959	4.7070	4.0000	1.1781	2.0000	10.0000
实际控制人控制权比例	959	39.2057	38.4600	16.4629	0.0000	82.6770
国有产权性质	959	0.2580	0.0000	0.4375	0.0000	1.0000
二职合一	959	0.3630	0.0000	0.4811	0.0000	1.0000
管理层持股比例(%)	959	0.2183	0.1235	0.2297	0.0000	0.8494
独立董事比例	959	0.3757	0.3333	0.0626	0.2000	0.8000
资产负债率	959	0.3407	0.3165	0.1930	0.0054	0.9492
公司规模	959	21.3419	21.1960	1.3033	17.7522	28.0832
营业收入增长率	959	0.2900	0.2080	0.6064	-0.6840	14.2749

2. 被解释变量进一步描述

从表2可以看出,近年来我国股权激励计划在数量上持续上升,并在2013年达到高峰,在有效期长度方面,也是在2013年达到最低均值点4.46年,中位数也首次从5年降为4年。这说明,近年来我国股权激励计划中激励有效期的设定,不再趋从于5年这一传统学者认为的长短分界点。

表2 被解释变量描述性统计

Year	N	Mean	Median	Max	Min	Std
Year	N	Mean	Median	Max	Min	Std
2006	20	5.10	5	8	3	1.21
2007	10	6.90	5	10	4	2.69
2008	50	5.64	5	10	3	1.83
2009	21	5.14	5	10	4	1.42
2010	73	5.15	5	10	3	1.24
2011	131	4.68	5	10	3	0.88
2012	141	4.70	5	10	3	1.12
2013	182	4.46	4	10	2	0.85
2014	175	4.51	4	10	3	1.12
2015	156	4.50	4	10	2	1.01
总计	959	4.71	4	10	2	1.17

五、基本回归分析

表3的基本回归分析结果显示,实际控制人控制权变量与股权激励有效期呈正相关,且通过1%显著性检验。说明实际控制人控制权越大,上市公司设计的股权激励有效期就越长,假设1得到验证。基本回归结果还表明,国有产权性质变量与股权激励有效期呈正相关,且通过1%显著性检验,说明相对于非国有控股公司,国有控股公司所设定的股权激励有效期更长,假设2a得以印证。此外,管理层持股比例变量、二职合一变量的符号为正,但未通过显著性检验,说明这两个变量与股权激励有效期之间没有线性正相关关系,然而,它们是否会通过实际控制人控制权,对股权激励有效期产生交乘效应,还有待进一步检验。

表3 全样本基本回归分析结果

变量	回归系数	T值	VIF值
实际控制人控制权比例	0.564	2.584***	1.109
国有产权性质	0.853	7.562***	2.09
二职合一	0.007	0.091	1.09
管理层持股比例	0.067	0.391	1.344
独立董事比例	1.865	3.383***	1.022
资产负债率	-0.404	-1.813*	1.589
公司规模	0.187	4.708***	2.304
营业收入增长率	-0.316	-0.134	1.031
年度		控制	
行业		控制	
Adj R <sup>2</sup>		0.195	
F值		13.903***	
D-W值		1.813	

注:\*\*\*、\*\*和\*分别表示在1%、5%和10%的水平上显著(双尾检验)。下同。

在控制变量方面,由于加入年度变量对各个样本进行控制,独董比例变量与股权激励有效期呈正相关,且通过1%显著性检验;资产负债率变量与股权激励有效期负相关,且通过10%显著性检验;公司规模与股权激励有效期呈正相关,且通过1%显著性检验。

六、基于交乘效应的进一步分析

(一) 基于国有产权性质交乘效应的进一步分析

为进一步检验国有产权性质是否会通过实际控制人控制权对股权激励有效期设定产生交乘效应

影响,本文按照实际控制人的产权性质,将总样本划分为国有控股样本组和非国有控股样本组,并分别进行回归检验,检验结果如表4。

在国有控股样本中,实际控制人控制权与股权激励有效期设定之间的正相关显著增强。同时在仅有国有企业的样本中方程拟合度上升0.129,说明回归模型可以更好地解释股权激励有效期。相关控制变量中,独董比例、资产负债率和公司规模仍与股权激励有效期呈显著性相关。而对非国有控股样本进行回归发现,虽然实际控制人控制权变量的符号为正,但未通过显著性检验,且系数有所下降,修正后 $R^2$ 也下降0.069,说明实际控制人控制权在非国有控股公司中对股权激励有效期的设定没有显著影响。结合以上两点,可以说明,国有产权性质会强化实际控制人控制权与上市公司股权激励有效期之间的正相关关系,假设2b得到支持。

表4 基于产权性质交乘效应的进一步回归结果

变量	国有控股样本组			非国有控股样本组		
	回归系数	T值	VIF值	回归系数	T值	VIF值
实际控制人控制权比例	1.444	2.493**	1.167	0.274	1.352	1.075
二职合一	-0.058	-0.271	1.193	0.030	0.454	1.081
管理层持股比例	0.428	0.667	1.384	0.119	0.790	1.295
独立董事比例	2.791	1.880*	1.153	1.318	2.575*	1.021
资产负债率	-0.889	-1.664*	1.452	-0.198	-0.911	1.623
公司规模	0.332	3.903***	3.333	0.053	1.269	1.678
营业收入增长率	-9.186	-0.792	1.104	0.364	0.187	1.035
年度		控制			控制	
行业		控制			控制	
Adj R <sup>2</sup>		0.324			0.126	
F值		7.941***			7.003***	
D-W值		1.814			1.818	

### (二) 基于董事长与总经理二职合一交乘效应的进一步分析

为了检验假设3,我们对总样本按照董事长与总经理是否存在二职合一进行分类,然后进行分组回归检验,结果如表5所示。二职合一样本回归结果显示,实际控制人控制权对股权激励有效期设定的影响不显著,且方程修正后 $R^2$ 下降至0.095,说明该模型对二职合一的公司样本解释力度有所欠缺。对二职分置样本检验后发现,实际控制人控制权对股

表5 基于二职合一交乘效应的进一步回归结果

变量	二职合一样本组			二职分置样本组		
	回归系数	T值	VIF值	回归系数	T值	VIF值
实际控制人控制权比例	0.144	0.394	1.160	0.736	2.676***	1.087
国有产权性质	0.851	3.414***	3.404	0.894	6.840***	1.847
管理层持股比例	-0.001	-0.239	1.298	0.002	0.764	1.325
独立董事比例	0.802	1.001	1.071	2.738	3.548***	1.031
资产负债率	-0.099	-0.256	1.729	-0.519	-1.883*	1.531
公司规模	0.176	2.273*	2.443	0.194	4.099***	2.250
营业收入增长率	1.318	0.189	1.046	-0.600	-0.235	1.040
年度		控制			控制	
行业		控制			控制	
Adj R <sup>2</sup>		0.095			0.241	
F值		3.151***			12.417***	
D-W值		1.815			1.882	

权激励有效期的设定呈显著正相关,且通过1%显著性检验,方程修正后 $R^2$ ,较总体样本回归模型也有所上升,达到0.241,说明该模型对二职分置的样本公司,有更好的解释力度。同时,在二职分置的回归检验中,实际控制人控制权对股权激励有效期的设定影响,有更明显的正相关关系,原因在于存在实际控制人对公司高管的监督效应,研究假设3得以证明。

### (三) 基于管理层持股交乘效应的进一步分析

由于在我国上市公司中存在大量家族企业,虽然董事长与总经理不为同一人,但家族企业中二者可能存在关联关系(如血缘关系,婚姻关系等),其行为往往具有一致性,所以我们引入管理层持股对管理层权力大小进行刻画。我们按照样本公司管理层是否持股进行分类,将总样本分为管理层未持股样本组和管理层持股样本组,实施分组检验,结果如表6所示。

从表6可以看出,在管理层未持股样本回归检验中,实际控制人控制权对股权激励有效期设定呈正相关,且通过5%显著性检验,而且模型修正后R<sup>2</sup>上升至0.327,说明该模型的解释力度所有上升,而系数有大幅度上升,说明在管理层权力有所空缺的情况下,实际控制人控制权可能对股权激励有效期的设定产生更大的影响。在管理层持股样本的回归检验中,实际控制人控制权变量符号为正,但未通

表6 基于管理层持股交乘效应的进一步回归结果

变量	管理层未持股样本组			管理层持股样本组		
	回归系数	T值	VIF值	回归系数	T值	VIF值
实际控制人控制权比例	1.317	2.174 **	1.169	0.357	1.621	1.128
国有产权性质	0.646	2.877 ***	1.344	0.909	6.199 ***	2.948
二职合一	0.205	0.840	1.171	-0.020	-0.28	1.083
独立董事比例	4.614	3.201 ***	1.108	0.646	1.144	1.023
资产负债率	-0.379	-0.584	1.798	-0.319	-1.434	1.501
公司规模	0.398	4.315 ***	2.581	0.055	1.339	2.031
营业收入增长率	-0.351	-0.035	1.146	0.016	0.007	1.021
年度		控制			控制	
行业		控制			控制	
Adj R <sup>2</sup>		0.327			0.093	
F值		6.694 ***			5.555 ***	
D-W值		1.853			1.811	

过显著性检验,说明在管理层持股的样本公司中,实际控制人控制权对股权激励有效期设定没有显著影响。这一现象可能是管理层利用自身权力对股权激励有效期的设定进行影响,但其模型修正后R<sup>2</sup>为0.093有所下降,解释力度可能有所不足。因此,低管理层持股会强化实际控制人控制权对上市公司股权激励有效期之间的正相关关系,假设4得以验证。

### 七、稳健性检验

我们使用第一大股东控股比例替代实际控制人控制权,对假设1实施了稳健性检验,结果与基本回归一致,假设1得到了进一步印证(限于篇幅,未列示结果)。

### 八、研究结论与政策启示

本文利用2006至2015年间我国推出股权激励计划的上市公司样本数据,从控制权结构角度,研究实际控制人控制权结构对股权激励契约设计的影响,得出如下结论。第一,在我国,实际控制人控制权的大小是影响上市公司在股权激励有效期设定的一个重要因素,实际控制人的权力越大,越倾向于设计更长的股权激励有效期来激励公司高管和核心技术人员。第二,相比非国有控股公司,国有控股公司所设定的股权激励有效期更长;并且,国有控股公司实际控制人控制权对股权激励有效期设定的影响更明显。在国有控股公司中,由于存在国有资产流失、国有股权分散等一系列的风险,往往采用期间更长的股权激励有效期来削减这一系列风险。第三,在管理层持股比例低或不持股的状态下,实际控制人往往更倾向于设定较长的股权激励有效期;而在董事长与总经理二职分置时,实际控制人可能通过其拥有的控制权,设定更长的股权激励有效期。就是说,在管理层权力较弱时,实际控制人控制权会更倾向于设定较长的股权激励有效期。

以上研究结论给我们以下政策启示:第一,实际控制人在实施股权激励计划时,在延长激励有效期的同时应注意其他要素的平衡。在高控制权的公司中往往会设定较长的股权激励有效期,而激励有效期过长可能会降低激励效果,过短的激励有效期往往导致管理层的短期投机行为。结合近年来的实践,我们认为,1.5年-2年的禁售期或等待期,3年-4年的解锁期或行权期,将股权激励有效期匹配其他激励要素设定在5年左右,更有利于企业中长期目标的实现。第二,延长国有控股公司股权激励契约中行权限制期,进行多期行权。国有控股公司在股权激励契约设计中,激励有效期较非国有企业有着显著性差异,而这一差异,往往是由于国资委对禁售期或等待期的硬性规定所导致,其在设

计过程中,行权期或等待期并无显著性差异。通过延长国企股权激励有效期,可以进一步降低国企高管对短期行为的偏好。多行权期意味着,对国企高管的更严苛要求,有益于国有企业长期目标的实现。

本文局限性在于没有进一步分析控制权结构对激励有效期调整,以及激励有效期构成的影响,尽管这对本文主要研究目的没有影响,但这些问题值得未来进一步研究。

参考文献:

- [1] Hermalin B E, Weisbach M S. The effect of board composition and direct incentives on corporate performance [J]. *Financial Management*, 1990, 20(4): 101 - 112.
- [2] Tzioumis K. Why do firms adopt CEO stock option? evidence from the US [J]. *Journal of Economic Behavior and Organization*, 2008, 68(1): 100 - 111.
- [3] Matthias B, Kucher M, Stutzer A. Stock option: the managers blessing, institutional restrictions and executive compensation [R]. 2001.
- [4] 吴育辉, 吴世农. 企业高管自利行为及其影响因素研究——基于我国上市公司股权激励草案的证据 [J]. *管理世界*, 2010(5): 141 - 149.
- [5] 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(3): 133 - 147.
- [6] Brown K. Many firms may play with numbers to paint prettier pictures of themselves [J]. *The Wall Street Journal*, 2002, (2): 6 - 18
- [7] Laux V. On the benefits of allowing CEOs to time their stock option exercises [J]. *Journal Economics*, 2010, 41(1): 118 - 138.
- [8] 李雪斌. 股权激励机理研究 [D]. 财政部财政科学研究所, 2013.
- [9] Shleify A, Robert W, Vishny. A survey of corporate governance [J]. *The Journal of Finance*, 1997, 52(2): 37 - 83.
- [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] 吴敬琏. 现代公司制度与企业改革 [J]. *中国经济问题*, 1995(4): 1 - 10.
- [12] Mehran H. Executive compensation structure, ownership, and firm performance [J]. *Journal of Financial Economics*, 1995 (38): 163 - 184.
- [13] 王焯, 叶玲, 盛明泉. 管理层权力、机会主义动机与股权激励计划设计 [J]. *会计研究*, 2012(10): 35 - 41.
- [14] 周仁俊, 高开娟. 大股东控制权对股权激励效果的影响 [J]. *会计研究*, 2012(5): 50 - 58.

[责任编辑:高 婷]

## Control Rights Structure and Equity Incentives Validity Period Setting: Empirical Analysis on the Capital Market

GU Liu<sup>1</sup>, WANG Ye<sup>2</sup>, YAO Jiale<sup>3</sup>

- (1. School of Accounting, WU Taihu College, Wuxi 214037, China;  
2. School of Accounting, Anhui University of Finance and Economics, Bengbu 233030, China  
3. Nanjing Branch, Zhitong Accounting Firm, Nanjing 210035, China)

**Abstract:** This paper studies the influence of the actual controller's control rights structure on the design of equity incentive plan. Sample data of 959 listed companies in China which implemented the equity incentive plan from 2006 to 2015 were collected. Through observation and analysis of the results of a series of regression analysis, the following conclusions are drawn: (1) The control right of the actual controller has a significant positive correlation with the setting of the validity period of the equity incentive; (2) In the state-owned enterprise, the influence of the actual controller's control right on the validity period of the equity incentive is more obvious, and will tend to set a longer period of equity incentive validity; (3) When the management team's power is weak, the positive correlation between the actual controller and the validity period of the equity incentive will be enhanced. This paper puts forward two suggestions on the period of validity period setting for China's listing companies in the equity incentive. Firstly, the actual controller should pay attention to the balance of other factors while extending the validity period of equity incentive. Secondly, it is possible to extend the validity of equity incentive in state-owned enterprises by extending the exercise period.

**Key Words:** equity incentive; actual controller; big shareholders' control rights; corporate governance; capital market; residual claim rights; information asymmetry; incentive effect