



# 房地产上市公司股权激励与 绩效相关性的实证研究<sup>\*</sup>

叶陈刚<sup>1</sup> 胡咏华<sup>2</sup> 许明舜<sup>3</sup>

1. 大信会计师事务所审计研究院 2. 大信会计师事务所（特殊普通合伙）

3. 北京现代汽车有限公司

**【摘要】** 股权激励制度对于激励公司员工积极性，提高公司竞争力，提升公司价值有非常重要的价值。伴随着我国上市公司不断增加，上市公司的质量不断受到质疑，新型企业不断增加，因此，有效完善股权激励制度，对于提高上市公司的质量而言就显得十分重要。本文共从 ROA、ROE 和托宾 Q 值来衡量公司绩效，力求全方位展示股权激励对公司绩效的影响。研究表明：无论是从上述哪一个方面来衡量公司绩效，均可得出股权激励可以对绩效相关性产生显著的正向影响。在研究过程中也发现，公司的规模、公司的杠杆等因素也会影响股权激励对绩效相关性的作用程度。

**【关键词】** 上市公司；股权激励；公司绩效

## Empirical Study on the Relevance of Equity Incentive and Performance in Real Estate Listed Companies

**Abstract:** It is of great importance for company to use equity incentive system to motivate staff enthusiasm, to improve the company competitiveness, to enhance the value of the company. However, if it is used wrongfully, it will hurt the interests of shareholders, especially the minority shareholders. With the increasing number of Listed Companies in China, the quality of listed companies is being questioned continuously, and new businesses are increasing. Therefore, it is very important to effectively improve the equity incentive system to improve the quality of listed companies. This paper uses ROA, ROE and Tobin's Q value to measure company performance, and tries to demonstrate the impact of equity incentive on company performance in an all-round way. The results show that the equity incentive can have a significant positive impact on the performance relevance, regardless of which aspect of the company's performance is measured. In the course of the study, we also find that the scale of the company and the leverage of the company will also affect the degree of equity incentive effect on performance relevance.

**Key words:** listed company; equity incentive; company performance

### 一、绪 论

房地产行业属于人力密集型和资金密集型的行业。一方面，房地产行业的发展一直与我

国的经济发展息息相关，对此国家也出台了很多有针对性的扶持政策；另一方面，房地产行业的发展与我国的宏观调控和经济政策相互影响，密不可分。高级管理人员的薪酬通常包括年度薪资、年度奖金和股权激励三个方面。在

<sup>\*</sup> 【基金项目】国家社会科学基金重点项目（13AZD002）。

我国，高管的一年总薪资并不高，而工资的另一组成部分——年度奖金的计算一般是以年度薪资为计算基数，也不会很高。基本薪资和奖金基本上是与企业的短期效益挂钩，但仅仅关注短期效益的公司是无法长久立足的。只要求义务而不给予相应的权利，即只要求企业的高级管理人员为公司的长远发展考虑，却不给予相应回报的做法本身是不可持续的。企业的股东和高级管理人员有着不甚相同的利益目标，股权激励理论认为，股票期权这一种激励方式能够将高级管理人员的薪酬与企业的盈利状况联系起来，通过把经营者和股东利益趋同化来解决代理问题。股权激励的这种契约结构设计可以有效减少企业管理层行为中的代理问题。在经营权和所有权分离，委托人和代理人间存在信息不对称的前提下，委托人希望可以通过股权激励，使代理人更加注重长期利益，使得两者在利益上保持一致。

二、股权激励文献综述

（一）股权激励措施是解决委托代理问题的有效手段

阅读文献发现，众多研究者从不同角度论述了股权激励措施是解决委托代理问题的有效手段。巩娜（2013）指出，在民营企业中，股权激励是促进企业的研发投入的有效手段，但是如果民营企业的控股股东堑壕防御程度过高，也会对股权激励作用产生抑制作用，但是当所处行业为高科技行业时，则会增加股权激励对于研发的积极影响。同时，当行业为高科技行业时，也会抑制该企业控股股东的堑壕防御程度。股权激励有多种方式。吴成浩（2011）指出，在我国，股权激励方案有四种形式，在应用过程中占比最多的是股票期权，其次是限制性股票，两者相加的比例超过 90%。通过理论分析得出，股权激励有利于公司用较低的成本实现激励，有利于公司用较低的成本提升公司业绩，有利于企业整合人力资源等，但同时也存在着公平效率问题，股票期权可能掩盖企业真实利润等情况。

（二）股权激励受多方面因素影响

在知道了股权激励确实是可以影响绩效之后，接下来就要研究股权激励是如何影响公司

绩效的，或者说，股权激励影响绩效程度与什么因素有关。何炜（2011）指出，股权激励对公司绩效确实存在着显著的正向作用，前十大股东的持股比例和公司规模与公司绩效之间有着显著的正相关关系。陈芋彤（2016）指出，股权激励对公司绩效是有促进作用的。除此之外，股权激励计划中激励的比例与公司的绩效正相关；限制性股票与股票期权相比，对公司绩效有着更加显著的提升效果；就股票期权的有效期而言，较短的有效期比较长的有效期对公司的绩效有更好的提升效果。

（三）股权激励与公司绩效并不是简单的线性关系

葛军（2007）提出，不可否认股权激励对公司绩效确实有促进作用，但不一定是线性的关系。公司绩效受股权激励的影响程度会随着实施股权激励计划的比例变动而变化。即实施股权激励，要控制在适度区间内。范合君和初梓豪（2013）是从高层管理者的薪酬结构对公司绩效的影响出发来解读的，从这个角度切入来研究股权激励与公司绩效的相关关系。该文献对 2009—2011 年上市公司的数据进行实证分析，构建回归模型，研究结果表明，高级管理人员持有的期权或者股权占总薪酬的比率偏低，而该比率对公司可以用来衡量公司绩效的每股收益存在显著的倒 U 型影响，所以现阶段需要优化我国的上市公司高级管理人员的薪酬结构。

（四）文献评述

综合上述文献可以归纳得出，股权激励措施确实是解决委托代理问题的有效手段，而且股权激励方式有多种。那么在确认了股权激励确实可以影响公司绩效之后，又有很多学者提出了影响的方式，虽然大部分研究都是采用线性影响的研究方式，但也有不同的学者提出了倒 U 型等影响方式。

三、房地产上市公司股权激励实施的现状问题

（一）股权激励有效期较短而无法对绩效产生即时影响

激励有效期就是激励计划的时间长度。由于股权激励是一种长期激励机制，只有在相当



一段长的时间内才能发挥明显的激励效果。在我国已公告股权激励计划的 1 962 家上市公司中,有 83 家激励有效期集中在 3 年以内,占总数的 4.23%;有 1 632 家有效期在 5 至 10 年内,占总数的 83.18%。可见,现阶段上市公司股权激励的有效期不够长。较短的激励期限会导致高级管理人员对当下股票价格的过分关注,可能进一步导致管理层利用可以操纵的投资决策来影响股票市场对公司的看法。

#### (二) 股权激励考核标准片面易被操纵

目前房地产上市公司在实施股权激励时,主要采用的仍然是财务指标,如加权平均净资产收益率、净利润增长率。全部股权激励方案中有约 28% 的公司采用单一指标作为考核标准,有过半数的公司采用净资产收益率和其他指标组合,12% 的公司采用净资产收益率、净利润增长率和另一指标组合。房地产上市公司倾向于选择以业绩为导向的指标组合,相似程度较高,存在明显的从众倾向。

#### (三) 股权激励模式过于单一

采用的激励模式过于单一是目前公司实施股权激励计划的一大通病。超过三分之二的公司会运用股票期权来激励管理层。由于资本市场弱有效,二级市场上公司的股票无法全面反映公司的实际绩效,甚至某些被激励对象无法控制的原因会导致股票价格和其本身的价值存在很大的差异。此种特点容易诱发被激励对象的“短期行为”。过分关注短期利益,会促使利益相关者着重于短期利益的增加,希望以此谋求个人利益。

#### (四) 公司内部治理结构不健全影响股权激励的实施效果

上市公司内部健全的治理结构是股权激励发挥激励效用的另一个基础前提。目前,我国部分房地产上市公司内部监督机制的失效的主要原因即治理结构不健全。这会对中小股东利益造成潜在的、不利的影响。

#### (五) 股权激励的前提条件不充分

研究表明,我国的股票市场是弱有效的。我国国内上市公司股权激励效用不大的其中一个重要原因即上市公司股票价格和该公司经营绩效的弱相关,即股票价格与企业的经营绩效无法产生对应的涨跌关系。由于弱相关关系的存在,很容易出现过度激励或者激励失效的情况。过度激励即在牛市期间,行权日的股价远

远高于行权价,导致由股权激励带来的报酬成倍增长,而此时,公司的业绩并没有如此好的增长势头。

### 四、房地产上市公司股权激励与绩效相关性的实证分析

#### (一) 样本选取及数据来源

截至 2017 年 3 月 31 日,我国房地产上市公司共 227 家,我国上市公司中发布了股权激励计划的共 1 962 家,用 Excel 中的 Vlookup 函数求两者交集,再筛选出 2013 年到 2015 年期间均施行了股权激励计划的房地产上市公司。为了避免受到异常值或者极端值的影响,本文剔除以下数据:① 业绩过差的 ST 和 PT 公司以及被年审后,由会计师事务所出具非无保留意见的公司;② 股权激励计划未实施的公司。经过上述筛选后,共有 58 个样本。在 RESSET 金融数据库和巨潮资讯网中,收集样本公司的财务指标。数据处理由 SPSS20.0 软件完成。

#### (二) 我国股权激励现状的简要描述性统计分析

在 RESSET 金融数据库中,筛选出 2010—2017 年期间发布了股权激励相关公告的上市公司,共筛选出 1 962 家。在这 1 962 家公司中,有六种股票激励方式,分别为:限制性股票(共 1 097 家)、股票期权(共 698 家)、股票增值权(共 29 家)、管理层持股(共 16 家)、激励基金(共 37 家)、业绩股票(共 3 家)、未明确(76 家)、其他(共 6 家),如图 1 所示。

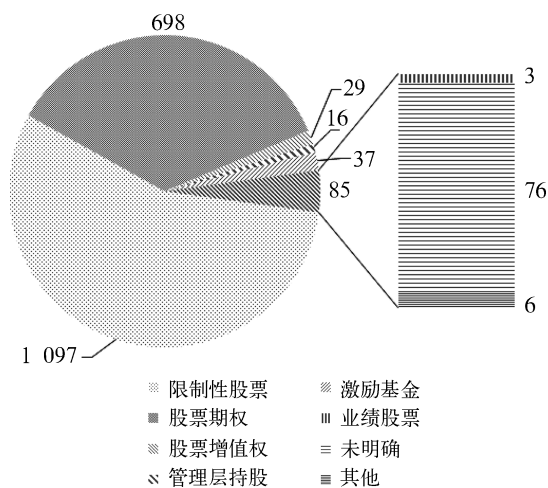


图 1 不同类型股权激励方式

股权激励计划公布之后并不是可以马上行权的,一般会有一定期限的等待期,而且在此期间内满足特定的要求才有资格获得股权激励。下述的股权激励时间长度即从授权日开始到可以行权日之间的时间长度。一般而言,如若股权激励时间过短,则福利效应多于激励效应,如若股权激励时间过长,则变数太大,激励力度不够。合适的股权激励时间应该是能够使公司的股价、业绩等指标受人为操纵的可能性更小,约束效果和监督效果也越好。在此对 1 962 家实施股权激励的上市公司的股权激励时间长度进行列示,如图 2 所示。

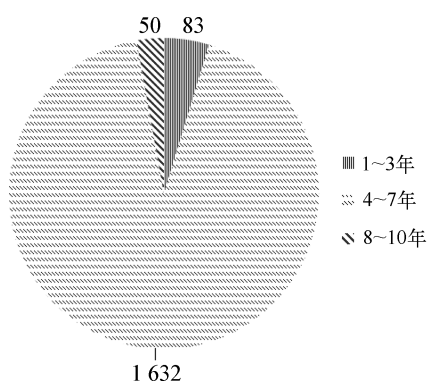


图 2 股权激励时间长度

股权激励的来源有五种渠道,使用最广的是发行股份的方式,占比 89.19%,存量股份和回购股份两者使用比率相同,分别为 2.34% 和 2.19%。

### (三) 研究假设

以往文献在衡量公司绩效的时候,有多种参考指标。第一种即 ROA。ROA 是指资产收益率,其计算方式为:  $\text{资产收益率} = (\text{利润总额} + \text{利息支出}) / \text{总资产总额}$ 。从该指标的计算过程中我们可以看出,其将利润表和资产负债表有机地结合起来,从不同方面反映了公司绩效。据此,本文提出第一个假设:

**H1: 在控制了公司规模、成长性、财务杠杆和第一大股东持股比例等变量的情况下, ROA 与股权激励呈正相关的关系。**

诸多文献在衡量公司绩效的时候,也会采用另一种指标 ROE,即净资产收益率,又称为股东权益报酬率。该财务指标是公司税后利润除以净资产得到的百分比。众所周知,企业的资产包括两部分:一部分是企业以负债或其他形

式融入的资金,一部分是企业所有者的出资。公司说到底还是股东的公司而不是债权人的公司,但是 ROA 包含的企业信息更加全面,不可轻易替换,所以用 ROE 来衡量公司的绩效,再次和公司的股权激励情况进行对比研究分析。据此,提出本文的第二个假设:

**H2: 在控制了公司规模、成长性、财务杠杆和第一大股东持股比例等变量的情况下, ROE 与股权激励呈正相关的关系。**

上述的两个指标都是从企业的财务角度来衡量的,而公司的股权激励的直接效果是反映在股价上面的。所以这里引出第三个公司绩效的衡量标准,即托宾 Q 值。其定义是企业的市场价值与资本的重置成本的比值。托宾 Q 值的计算公式中包含了公司市场价值的成分,而股权激励是通过股价的变动反映到高级管理人员的薪酬水平上的,所以选取这个指标作为公司绩效的衡量标准也有它的合理之处。据此,提出本文的第三个假设:

**H3: 在控制了公司规模、成长性、财务杠杆和第一大股东持股比例等变量的情况下, 托宾 Q 值与股权激励呈正相关的关系。**

### (四) 股权激励效用的实证分析

#### 1. 变量的定义

按照前述分析,本文为了更好、更全面地衡量公司的业绩,从 ROA、ROE 和托宾 Q 值三个方面来衡量。在衡量房地产上市公司股权激励的程度时,采用管理层的总持股比例来衡量。本文认为,相比于还在实施且并未兑现的股权计划,实际拿到手的股权会更明显的产生激励作用。而且股权激励计划的实质也是希望管理层因为自己持有公司的股权,会更加卖力地工作,提升公司的价值。从此种角度看,本文用管理层所占的股份比例来作为股权激励的衡量指标是可行的。由于公司的绩效受多方面因素影响,为了研究结论的准确性,本文也设置了成长性、股权集中度、财务杠杆效率、公司规模等变量。据此,列出本文的变量定义如表 1 所示。

#### 2. 描述性统计

先对所有的变量进行描述性统计。首先分析三个因变量,由表 2 可以看出,就净资产收益率指标来说,极大值几乎是极小值的 25 倍,这一点上,各公司的差别还是很明显的。相比较



而言,资产收益率的差异则小得多,极大值和极小值相差几乎是12倍。托宾Q值差异则更小(不到4倍的差异),标准差也小得多。自变量中,管理层所占的股份比例,最高仅14%,有几家管理层持股比例甚至为0。就均值来看,持股比例平均为2.22%,也不算很高,总的来说,我国管理层持股比例较低。控制变量中,营业利润增长率差异很大,有的企业增长势头很好,但有的企业却是负增长。平均来说,增长率为42.314%。就2015年的数据来说,房地产行业

处于增长态势。股权集中度也有所差异,H1指数相差了将近50倍,股权集中度相差几乎6倍,均值分别在0.134和0.331,差异明显。分析财务杠杆效率这一行我们会发现,不同公司的财务杠杆确实有很大的差别,综合前面净资产收益率的差异远大于资产净利率的差异,这里可以得到合理的解释。因为不同公司的杠杆使用程度不一样,所以导致这两个指标的差异如此悬殊。公司规模标准差为1.501,说明公司规模差别不太大。各变量的描述性统计如表2所示。

表1 变量的定义

变量类型	变 量	符 号	变 量 的 意 义
因变量	资产收益率	ROA	衡量每一个单位资产所带来的利润
	净资产收益率	ROE	衡量公司自有资金的投资效率
	托宾Q值	TOBIN-Q	企业的市场价还在与资本的重置成本的比值,结合市场的角度衡量公司绩效的表现情况
自变量	管理层所占的股份比例	PER	衡量公司的股权激励的情况
控制变量	营业利润增长率	$X_1$	衡量公司的成长性
	H1指数	$X_2$	衡量公司的股权集中度
	股权集中度	$X_3$	企业的市场价还在与资本的重置成本的比值
	财务杠杆效率	$X_4$	衡量公司利用杠杆的程度
	公司规模	$X_5$	衡量公司的规模

表2 变量的描述性统计

变 量	样本数量	范 围	极小值	极大值	均 值	标准差
资产收益率	58	6.380	0.478	6.858	3.0602	1.791
净资产收益率	58	25.170	1.032	26.202	11.294	6.927
托宾Q值	58	3.140	0.830	3.960	1.522	0.701
管理层所占的股份比例	58	0.140	0.00	0.140	0.022	0.040
营业利润增长率	58	376.480	-73.715	302.768	42.314	90.662
H1指数	58	0.487	0.010	0.498	0.134	0.121
股权集中度	58	0.602	0.103	0.705	0.331	0.158
财务杠杆效率	58	6.062	1.496	7.558	4.174	1.638
公司规模	58	6.295	21.407	27.703	24.093	1.501

### 3. 多元线性回归分析

根据前述理论分析,构建以下三个回归模型:

$$ROA = \alpha_0 + \alpha_1 PER + \alpha_2 X_1 + \alpha_3 X_2 + \alpha_4 X_3 + \alpha_5 X_4 + \alpha_6 X_5 + \delta_1 \quad (1)$$

$$ROE = \beta_0 + \beta_1 PER + \beta_2 X_1 + \beta_3 X_2 + \beta_4 X_3 + \beta_5 X_4 + \beta_6 X_5 + \delta_2 \quad (2)$$

$$TOBIN-Q = \gamma_0 + \gamma_1 PER + \gamma_2 X_1 + \gamma_3 X_2 + \gamma_4 X_3 + \gamma_5 X_4 + \gamma_6 X_5 + \delta_3 \quad (3)$$

关于模型(1),运用SPSS20.0输入源数据,进行线性分析。在以ROA为因变量的前提下,模型回归输出的结果如表3至表5所示,现对这三个表格里面的具体数据解释说明。

表 3 模型 (1) 的拟合优度检验结果

模型	R	R <sup>2</sup>	调整 R <sup>2</sup>	标准估计的误差
(1)	0.825	0.680	0.780	4.290

a. 预测变量: (常量), 公司规模, 营业利润增长率, 管理层所占的股份比例, H1 指数, 财务杠杆效率, 股权集中度。

依据表 3 的拟合优度检验结果: 由于该方程中有多个解释变量, 因此, 应参考调整的判定系数。由于调整的判定系数 (0.780) 较接近于 0.8, 因此认为模型的拟合优度较高。

表 4 模型 (1) 的方差分析

项目	平方和	自由度	均方	F	Sig.
回归	119.33	6	19.888	21.005	0.003
残差	63.554	51	1.246		
总计	182.884	57			

a. 因变量: 资产收益率。  
b. 预测变量: (常量), 公司规模, 营业利润增长率, 管理层所占的股份比例, H1 指数, 财务杠杆效率, 股权集中度。

根据表 4 中数据显示的  $F$  检验统计量的观测值和相应的概率  $P$  值可以得出能够依据该表可以进行回归方程的显著性检验。由于  $\alpha$  为 0.05,  $P$  值小于  $\alpha$ , 应认为各回归系数不同时为零, 被解释变量与解释变量可建立线性模型。

表 5 股权激励和 ROA 的回归结果

变 量	非标准化系数		标准系数	$t$	Sig.
	B	标准误差	Beta		
(常量)	0.339	5.488		9.062	0.001
管理层所占的股份比例	6.848	6.229	0.155	8.099	0.007
营业利润增长率	0.004	0.003	0.215	1.481	0.145
H1 指数	7.789	9.034	0.526	0.862	0.393
股权集中度	-4.938	7.022	-0.438	-0.703	0.485
财务杠杆效率	0.002	0.228	0.002	0.007	0.394
公司规模	0.136	0.257	0.114	0.528	0.00

a. 预测变量: 资产收益率。  
在显著性水平  $\alpha$  为 0.05 的情况下, 应拒绝原假设。由表 5 可以看到, 第一大股东持股比例即 H1 指数、股权集中度、财务杠杆效率和营业

利润增长率与被解释变量的线性关系是不显著的。

关于模型 (2), 运用 SPSS20.0 输入源数据, 进行线性分析。在以 ROE 为因变量的前提下, 模型回归输出的结果如表 6 至表 8 所示, 现对这三个表格里面的具体数据解释说明。

表 6 模型 (2) 的拟合优度检验结果

模型	R	R <sup>2</sup>	调整 R <sup>2</sup>	标准估计的误差
(2)	0.833	0.693	0.799	4.498

a. 预测变量: (常量), 公司规模, 营业利润增长率, 管理层所占的股份比例, H1 指数, 财务杠杆效率, 股权集中度。

依据表 6 的拟合优度检验结果: 由于该方程中有多个解释变量, 因此, 应参考调整的判定系数。由于调整的判定系数 (0.799) 较接近于 1, 因此认为模型的拟合优度较高, 被解释变量可以被模型解释的部分较多, 不能被解释的部分较少。

表 7 模型 (2) 的方差分析

项目	平方和	自由度	均方	F	Sig.
回归	1776.18	6	296.030	23.367	0.007
残差	959.641	51	18.816		
总计	2735.82	57			

a. 因变量: 净资产收益率。  
b. 预测变量: (常量), 公司规模, 营业利润增长率, 管理层所占的股份比例, H1 指数, 财务杠杆效率, 股权集中度。

从表 7 中数据可以看到,  $F$  检验统计量的观测值为 23.367, 对应的  $P$  值近似为 0, 可以依据该表可以进行回归方程的显著性检验。由于  $\alpha$  为 0.05,  $P$  值小于  $\alpha$ , 应认为各回归系数不同时为零, 可建立线性模型。

表 8 股权激励和 ROE 的回归结果

变 量	非标准化系数		标准系数	$t$	Sig.
	B	标准误差	Beta		
(常量)	-13.566	18.996		-8.714	0.008
管理层所占的股份比例	22.728	21.562	0.133	10.054	0.007
营业利润增长率	0.016	0.010	0.207	1.595	0.117
H1 指数	17.407	31.270	0.304	0.557	0.580



(续表)

变 量	非标准化系数		标准 系数	<i>t</i>	Sig.
	<i>B</i>	标准 误差	Beta		
股权集中度	-11.655	24.308	-0.267	-0.479	0.634
财务杠杆效率	1.339	0.79	0.317	11.695	0.006
公司规模	0.856	0.89	0.186	9.962	0.001

a. 自变量: 净资产收益率。

依据表 8 可以进行回归系数的显著性检验并写出回归方程。可以看到, 在显著性水平  $\alpha$  为 0.05 的情况下, 管理层所占的股份比例、财务杠杆效率和公司规模的概率  $P$  值都小于  $\alpha$ 。第一大股东持股比例即 H1 指数、股权集中度和营业利润增长率与被解释变量的线性关系是不显著的。

关于模型 (3), 运用 SPSS20.0 输入源数据, 进行线性分析。在以托宾 Q 值为因变量的前提下, 模型回归输出的结果如表 9 至表 11 所示, 现对这三个表格里面的具体数据解释说明。

由于该方程中有多个解释变量, 因此, 应参考调整的判定系数。表 9 中调整  $R^2$  超过了 0.85, 因此认为模型的拟合优度较高。

表 9 模型 (3) 的拟合优度检验结果

模型	<i>R</i>	$R^2$	调整 $R^2$	标准估计的误差
(3)	0.899	0.808	0.856	0.495

a. 预测变量: (常量), 公司规模, 营业利润增长率, 管理层所占的股份比例, H1 指数, 财务杠杆效率, 股权集中度。

表 10 模型 (3) 的方差分析

项目	平方和	自由度	均方	<i>F</i>	Sig.
回归	22.926	6	3.821	15.030	0.000
残差	5.138	51	0.101		
总计	28.064	57			

a. 因变量: 托宾 Q 值。

b. 预测变量: (常量), 公司规模, 营业利润增长率, 管理层所占的股份比例, H1 指数, 财务杠杆效率, 股权集中度。

如表 10 所示,  $F$  检验统计量的观测值为 15.030, 对应的概率  $P$  值近似为 0。依据该表可以进行回归方程的显著性检验。由于  $\alpha$  为 0.05, 概率  $P$  值小于  $\alpha$ , 应拒绝回归方程显著性检验的原假设, 可建立线性模型。

表 11 股权激励和 TOBIN-Q 的回归结果

变 量	非标准化系数		标准 系数	<i>t</i>	Sig.
	<i>B</i>	标准 误差	Beta		
(常量)	10.367	1.366		7.588	0.00
管理层所占的股份比例	0.301	1.551	0.017	6.194	0.006
营业利润增长率	-0.001	0.001	-0.11	-1.19	0.240
H1 指数	4.557	2.249	0.786	2.026	0.048
股权集中度	-2.703	1.748	-0.612	-1.546	0.128
财务杠杆效率	-0.053	0.057	-0.123	-10.924	0.00
公司规模	-0.345	0.064	-0.738	-5.388	0.00

a. 预测变量: 托宾 Q 值。

从表 11 可以看出, 在显著性水平  $\alpha$  为 0.05 的情况下, 应拒绝原假设, 认为这些偏回归系数与 0 有显著差异。同理, 第一大股东持股比例即 H1 指数、股权集中度和营业利润增长率与被解释变量的线性关系是不显著的。

## 五、研究结论与建议

### (一) 研究结论

上一部分从实证的角度检验了数据的结果。下面从经济学的角度对检验的结果进行阐述说明。

从模型 (1) 可以看出, 整个模型对因变量的解释程度较强, 其中管理层所占的股份比例对公司的 ROA 产生了显著的影响。与此同时, 公司规模也对 ROA 有显著的影响, 这个从 ROA 计算公式的逻辑也可以看得出来。除此之外, 在该模型中, 营业利润增长率、H1 指数、股权集中度和财务杠杆效率都无显著影响。由表 5 中各变量的系数可知, 管理层所占的股份比例与代表公司绩效的 ROA 呈显著的正相关关系, 由此验证了第一个假设, 即在控制了公司规模、成长性、财务杠杆和第一大股东持股比例等变量的情况下, ROA 与股权激励呈正相关的关系。

从模型 (2) 可以看出, 整个模型对因变量的解释程度虽然较模型 (1) 稍弱一些, 但仍然

较强，其中管理层所占的股份比例对公司的 ROE 产生了显著的影响。与此同时，公司规模和财务杠杆效率也对 ROE 有显著的影响，这个从 ROE 计算公式的逻辑也可以看得出来。除此之外，在该模型下，营业利润增长率、H1 指数、股权集中度都无显著影响。由表 8 中各变量的系数可知，管理层所占的股份比例与代表公司绩效的 ROE 呈显著的正相关关系。除此之外，结合上一个模型的结论分析和 ROA、ROE 计算公式以及其内在含义，可以证明公司的杠杆使用情况还是对公司绩效会有影响的，如果之后还要做这方面的理论研究，需要控制该变量。综合上述分析，验证了第二个假设，即在控制了公司规模、成长性、财务杠杆和第一大股东持股比例等变量的情况下，ROE 与股权激励呈正相关的关系。

从模型 (3) 可以看出，整个模型对因变量的解释程度是最强的，其中管理层所占的股份比例对公司的托宾 Q 值产生了显著的影响。与此同时，公司规模、H1 指数和财务杠杆效率也对托宾 Q 值有显著的影响。除此之外，在该模型下，营业利润增长率和股权集中度对公司绩效都无显著影响。由表 11 中各变量的系数可知，管理层所占的股份比例与代表公司绩效的托宾 Q 值呈显著的正相关关系。结合上述两个模型的结论一起分析，可以发现，模型 (3) 的结论更加的精确，影响因素更加全面，由此验证了第三个假设，即在控制了公司规模、成长性、财务杠杆和第一大股东持股比例等变量的情况下，托宾 Q 值与股权激励呈正相关的关系。

结合前述的描述性统计分析可以发现，我国房地产上市公司实施股权激励的比较少，管理层持股整体较低，但就算是在这种情况下，仍然可以通过实证检验得知，股权激励对企业业绩有明显的促进作用，而且是在传统衡量业绩的三个方面都有显著的促进作用，这在一定程度上证明了股权激励这一措施的实际意义。

**(二) 政策建议**

**1. 为股权激励实施提供充分的市场环境**

市场环境的完善程度在很大程度上决定了股权激励的实施效果。股权激励计划实施有效的理论基础是建立在市场强有效的基础上的，即当公司的绩效发生变化时，二级股票市场能够快速而准确地从价格上体现出来，而高级管

理人员也了解并认同此种逻辑，愿意接受此种激励方式，才能使股权激励措施对被激励对象有激励作用，被激励对象从而有动力去提升公司业绩，这也可以在一定程度上降低代理成本。

**2. 为股权激励实施提供必要的内部环境**

完善公司治理结构是股权激励计划能得到有效实施的必要前提，而要完善公司治理结构，最核心的问题是要完善公司的董事会、监事会、企业高管相互制约、相互合作的关系网络。企业管理的重要组成部分之一即为公司治理结构，而在研究公司治理结构的过程中，激励机制和约束机制是相辅相成、相互促进的，两者不可或缺。若只有约束没有激励，则会出现“懒政”；若只有激励没有约束，则容易诱发“擦边球”事件发生。长期下来，于企业而言，这也并不是好的趋势，所以要做好公司治理，需要同时用好用约束机制和激励机制这两把剑，防止可能出现的道德风险和“柠檬问题”。

**3. “量体裁衣”地制订股权激励计划**

上市公司的股权激励计划的合理性和有效性取决于经营绩效、股价和被激励的高级管理人员三者之间的相互作用关系，即公司的经营绩效优良会带来公司股价的上涨，股票价格的上涨会带动被激励的高级管理人员报酬上涨。经营绩效与股价之间的变化关系是否能顺利显现很大程度上由市场决定，短期以内人为的力量难以改变；而股价与激励对象的报酬之间的变化关系是可以通过股权激励计划方案的制订人为加以影响的。

**4. 制定与股权激励相配套的合理全面绩效考核体系**

站在企业所有者的视角来看，股权激励计划是为了股东而创设的，是为了在委托代理的公司结构下，尽可能提升公司价值。根据本文的研究，公司的成长性是影响股权激励的一个重要因素。不同企业的股价上升程度有所不同，中小企业或者发展势头强劲的企业明显有着更强的增长势头，则在此情形下，提出股权激励计划能够取得较好的激励效果，反之则不能。因此，在制订股权激励计划时，董事会下属的专门机构——薪酬委员会应当充分考虑行业特点、发展现状、经营模式以及公司前景等基本情况，从企业的长远规划出发，激励措施的制



定和实施都应该以此为向导。

#### 5. 相关法律法规要与股权激励措施的设计初衷配套运行

股权激励看似可以给高级管理人员丰厚的回报,实则受到诸多因素的限制。例如,我国的《税法》《证券法》《公司法》中存在不同程度不利于股权激励实施的条款。例如,《公司法》就有规定,不允许董事、监事等高级管理人员在任期内买卖股票,上市期间,离职前后也有诸多限制,这在一定程度上抑制了股权激励的作用<sup>①</sup>。再例如,在《税法》中,买卖股票需要缴纳相应的印花税,股票出售的个人所得也要征收相应的税款,税务负担也会减损股权的激励作用,如在股票市场上,针对股息需要计征个人所得税;针对买卖股票的收益,要征收个人所得税;针对买卖股票的行为,要征收印花税……凡此种种,皆会减少被激励对象的实际到手收益,也造成了我国在税收政策的制定上会与股权激励作用产生冲突。

#### 6. 股权激励计划公平与效率要兼顾

在实施股权激励计划时也要防止“过犹不及”的副作用。股权激励制度的结果很有可能扩大高级管理人员和普通员工之间的收入差距。股票期权若能够使高级管理人员获得很大的收益,必然会使得高级管理人员更加努力地工作。员工收入悬殊会激化集团内部矛盾,因为股权激励计划一般是在至少中层以上的管理人员中间开展,即会大幅提高他们的收入,而没有在此计划激励范围内的员工会仍然维持原有的薪资和奖金。特别是在企业股价高涨的情况下,很有可能会造成高级管理人员的工资是普通员工收入的几十甚至上百倍的情况,企业的内部矛盾也会因此而不断地累积,这对公司的长远发展与稳定和谐的内部状态而言是一个不可忽视的隐患。此外,如果股权激励得到的报酬占该管理员工资总额的比例较大,则容易诱发财务造假行为以获取高额收益。

#### (三) 未来展望

通过本文的分析可以发现,无论从哪个角度看,股权激励确实是能给企业绩效带来积极的促进作用。但同时,也有很多因素对促进的程度产生影响。由于水平有限以及客观条件的

限制,暂时无法进行深入的研究。

股权激励是长期激励的一种有效手段,其终极目的是提升公司绩效。从逻辑上来讲,股权激励的实施可以使得所有者和经营者的目标函数趋于一致。两者共同实现公司价值,提升公司绩效。综合上述分析,近几年股权激励在我国房地产上市公司开展的成效是比较明显的,但是长期来看,效果并不明显。公司实施股权激励计划不仅可以降低高级管理人员的道德风险和“柠檬问题”,对高级管理人员起到监督和约束作用,还可以很大程度上激励高级管理人员,激发高级管理人员积极进取的“企业家精神”。与此同时,还可以吸引优质人才,留住优秀人才,为公司的良好人力资源环境提供保障。

#### 参考文献

- [1] 曹晴. 上市公司股权激励研究 [J]. 学术论文联合比对库, 2016 (11): 14-21.
- [2] 吴成浩. 我国上市公司股权激励方案比较分析 [J]. 市场研究, 2011 (11): 51-55.
- [3] LV C J, ZHAO Y H. A study on the effect of the incentive given to managers of state-owned enterprises [J]. Management World, 2008, 34 (23): 3076-3084.
- [4] 李小青, 宋淑利, 千春玉. R&D投入中介作用下高管股权激励对企业成长的影响 [J]. 企业经济, 2015 (3): 31-35.
- [5] 盛明泉, 张春强, 王烨. 高管股权激励与资本结构动态调整 [J]. 会计研究, 2016 (2): 44-50.
- [6] 张肖飞, 张掇, 李欣. 高新技术企业股权激励对公司绩效影响的案例研究——大华股份 vs 远光软件 [J]. 财会通讯, 2016 (30): 48-52.
- [7] 刘银国, 孙慧倩, 王烨, 等. 业绩型股权激励与盈余管理方式选择 [J]. 中国管理科学, 2017, 25 (3): 30-38.
- [8] 陈思琪. 股票市场“高送转”背后的利益输送——基于股权激励 [J]. 商业会计, 2018 (4): 53-54.
- [9] 宋玉臣, 李连伟. 股权激励对上市公司绩效的作用路径——基于结构方程模型 (SEM) 的实证研究 [J]. 东北大学学报 (社会科学版), 2017, 19 (2):

<sup>①</sup> 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.

中国审计评论 第 12 辑	133 - 139.	偏好——基于激励对象视角的研究 [J]. 会计研究, 2016 (6): 55 - 62.
	<p>[10] 韩光强, 王迪. 外源融资结构对 EVA 的影响——基于中小板上市公司 [J]. 商业经济研究, 2017 (6): 185 - 186.</p> <p>[11] 巩娜. 股权激励对于我国民营企业研发投入的影响——以控股股东及行业为调节变量 [J]. 经济管理, 2013 (7): 65 - 73.</p> <p>[12] 晋盛武, 何珊珊. 企业金融化、高管股权激励与研发投入 [J]. 科技进步与对策, 2017, 34 (22): 78 - 84.</p> <p>[13] 肖淑芳, 石琦, 王婷, 等. 上市公司股权激励方式选择</p>	<p>[14] 何炜. 上市公司管理层股权激励研究 [D]. 长沙: 中南大学, 2011.</p> <p>[15] 陈芋彤. 上市公司股权激励对公司绩效的影响研究 [D]. 邯郸: 河北工程大学, 2016.</p> <p>[16] 葛军. 股权激励与上市公司绩效关系研究 [M]. 北京: 中国大地出版社, 2008.</p> <p>[17] 范合君, 初梓豪. 股权激励对公司绩效倒 U 型影响 [J]. 经济与管理研究, 2013 (2): 5 - 11.</p>

50