

Doi:10.11835/j.issn.1008-5831.jg.2019.03.005

欢迎按以下格式引用:杨珂,杨继瑞,葛鹏.高管股权激励的效果与影响因素:争议及未来研究重点[J].重庆大学学报(社会科学版),2019(5):98-110.Doi:10.11835/j.issn.1008-5831.jg.2019.03.005.

Citation Format: YANG Ke, YANG Jirui, GE Peng. Effects and influence factors of executive equity-based incentive: Controversies and future study focuses[J]. Journal of Chongqing University(Social Science Edition), 2019(5):98-110. Doi:10.11835/j.issn.1008-5831.jg.2019.03.005.

高管股权激励的效果与影响因素: 争议及未来研究重点

杨珂¹,杨继瑞^{1,2},葛鹏³

(1.重庆工商大学,重庆 400067;2.四川大学,四川 成都 610044;3.中国人民大学,北京 100872)

摘要:证监会2016年发布的《上市公司股权激励管理办法》,为我国企业实施高管股权激励制度扫清了法律障碍,但对高管授予股权的激励效果如何在学术界仍然存在很多争议。鉴于此,笔者在详细梳理高管股权激励相关国内外文献的基础上,对学者们关于高管股权激励如何影响企业绩效、融资成本、投资方向等企业经营状况,以及如何影响高管离职率、财务舞弊行为及抵制企业被接管等高管特殊行为的争议观点进行深入对比,并探寻国内研究下一步的拓展方向:探究股权激励对高管动机更深层影响,尽可能解决股权激励研究中的内生性问题,理清并比较不同股权激励模式的实施效果,以及探讨高管股权激励对国家宏观经济的更广泛影响。

关键词:企业治理;股权激励;高管激励;委托代理;企业绩效**中图分类号:**F243.5 **文献标志码:**A **文章编号:**1008-5831(2019)05-0098-13

一、研究背景及路径

基于委托-代理理论,作为委托人的股东与作为代理人的高管间存在着信息不对称现象,理论上的最优解是由股东领取固定报酬,而高管领取所有的风险酬劳。虽然在实践中无法实现这一最

修回日期:2019-01-06

基金项目:重庆市教委2017年度科学技术研究项目“长江经济带上市公司高管激励方式对企业长短期绩效的影响研究”(KJ1706177);国家自然科学基金一般项目“生态安全视域下巨灾风险动态识别与防控机制研究”(15XGL025);重庆工商大学科研平台开放课题“智能制造技术升级企业的人力资源新趋势”(KFJJ2018070)

作者简介:杨珂(1985—),女,重庆工商大学科研处,国家智能制造服务国际科技合作基地讲师,主要从事组织与人力资源管理研究,Email:251812039@qq.com;杨继瑞(1954—),男,四川大学经济学院教授,博士,博士研究生导师,重庆工商大学教授,主要从事区域经济学研究。

通信作者:葛鹏(1990—),男,中国人民大学劳动人事学院博士研究生,主要从事劳动经济学研究,Email:mijin_ruc@foxmail.com。

优解,但将高管报酬尽可能同企业业绩相联系,可以使其更有动力提升企业盈利水平,从而提高股东收益。为此,越来越多的企业引入股权激励(Equity-based Incentives)来降低高管与股东之间的代理矛盾,意在改善企业绩效。我国证监会2016年7月13日正式发布《上市公司股权激励管理办法》,为上市公司实施股权激励制度扫清了法律障碍,企业治理中股权激励所发挥的积极作用正是相关政策出台的理论基础。不过,从国内外关于股权激励效果的研究看,学术界对股权激励的治理效应并未达成共识。为此,有必要对国内外学者的研究进展和研究角度进行深入梳理,理清其中存在的争议和问题,探寻下一步的研究方向。

笔者的研究路径安排集中于三个部分,第一部分回顾高管股权激励的理论基础,并指出股权激励实施的具体模式;第二部分将中西方学者对股权激励实施效果的研究进展进行详细阐述,主要包括高管股权激励对企业主要经营状况(绩效水平、融资成本、投资方向和规模)的影响以及对高管特殊行为(离职、财务舞弊行为及抵制企业被接管)的影响,将其中存在的不同观点进行对比讨论;第三部分在总结国内外文献的基础上,指出国内学术界未来可能的研究方向。

二、高管股权激励的理论基础及主要模式

20世纪30年代,Berle等^[1]首先提出了企业所有权与控制权两权分离的概念。两权分离理论是伴随股份公司的出现而产生的。传统企业的治理模式为业主制或合伙制,这时企业的所有权和控制权合一,企业经营管理的动力机制就能得到很好解决。然而,在股份公司这一现代企业制度下,公司不是由作为所有者的股东经营,而是由股东大会选举产生的董事会进行经营管理,所有权与控制权发生分离。在现代企业制度中,股东只能通过股东大会间接影响企业生产经营活动,这时企业经营管理的动力就成为一个重要问题:所有者既需要对经营者进行制约,又要提供足够的激励以便为企业创造更多收益。企业两权分离所衍生的公司治理结构便是所有者与经营者间的利益制衡机制。对此,Berle等^[1]认为,如果持有股权过少或股权结构太分散,企业管理层会想办法增加自身利益,而偏离让企业价值最大化的目标。

此后,Jensen等^[2]使用委托-代理理论分析了股东和高管间存在的冲突。该理论认为,在股东和高管间形成的委托-代理关系中,高管存在机会主义倾向,他们对企业进行战略决策时,会牺牲股东利益来谋求自身利益的最大化。因而从委托人——股东的角度,必须以一种契约或机制来给予高管某种激励或制约,使得高管的决策能够倾向于股东的利益最大化。对此,Jensen等^[2]认为,提高管理人员在企业中的股权占比,可以有效地产生管理激励,降低股东与高管间的代理成本,进而提高企业绩效。

在委托-代理框架下,西方学界自20世纪80年代以来,通过大量的理论研究和实证分析对管理层激励与企业绩效的关系进行了深入研究,比如:Fama^[3],Amihud^[4],Fama等^[5],Demsetz等^[6],Morck等^[7],McConnell等^[8],Hosmer^[9],Mehran^[10],Wiseman等^[11],Core等^[12],Habib等^[13],Marianna等^[14],Myers等^[15],Collins等^[16],Benmelech等^[17],Minnick等^[18],Gayle等^[19],Campbell等^[20]。其中的理论研究多用Tobin's Q比率衡量公司绩效,以其最大化为目标做优化求解,所研究范围包含资本结构、企业接管、高管薪酬、高管流动等,实证研究则多选取公司价值或财务绩效为因变量,而把有关高管激励的因素量化后作为自变量,选取合适的计量模型进行分析。不同学者的研究结果存在差异,本文后面将做详细讨论。

针对现实中企业对高管实施的股权激励模式,西方文献所探讨的主要有授予股权(Equity Grants)和授予股票期权(Stock Option Grants)两种。毛雅娟等^[21]指出,我国目前采取股权激励的公

司主要有四种方式:上市公司发行股票期权、上市公司定向发行股票、股东转让股票和上市公司提取激励基金买入流通 A 股,这也可以划分为授予股权和授予股票期权两类。陈健等^[22]则指出,从我国上市公司实施的股权激励方式看,主要有股票期权、限制性股票及股票增值权三种,而股票增值权的应用占比非常小(不到 2%),绝大部分上市公司均采用股票期权或限制性股票作为高管股权激励的方式。

三、高管股权激励对企业影响的研究进展

(一) 高管股权激励对企业绩效的影响

基于委托-代理理论,对高管实施股权激励可以促进高管和股东之间利益趋同,高管就会更有动力提升企业绩效。在 Jensen 等^[2]之后,中西方学界从理论和实证两方面研究高管持股比例如何影响主要由 Tobin's Q 值反映的企业绩效,并形成了两种不同看法。

1. 高管股权激励对企业绩效存在非线性影响,以正面影响为主

西方学者在 20 世纪 70 年代发现高管股权激励对企业绩效存在非线性影响。Stulz^[23]建立的理论模型显示,随着企业管理人员所持股权比例的提高,企业的市场价值会先上升后下降。该结论得到了 Morck 等^[7]研究的支持,他们对 1969 年的 370 家财富 500 强公司的实证研究显示,企业的 Tobin's Q 值同高管持股比例间存在非线性关系,在高管持股 5% 以下时,企业的 Tobin's Q 值随高管持股比例提高而上升,超过 5% 后下降,直到 25% 后又开始缓慢上升。Hermalin 等^[24]在对 134 家纽交所上市公司进行研究也发现 Tobin's Q 值同高管持股比例间存在非线性关系,不过其结果有所不同:高管持股比例在 0%~1%、5%~20% 之间时,Q 值随高管持股比例提高而上升,在 1%~5% 和 20% 之后,Q 值随高管持股比例提高而下降。

Morck 等^[7]的研究对象集中于大型企业,McConnell 等^[8]则在研究中涵盖了不同规模的企业,他们对 1965 年和 1975 年各 1 000 余家企业进行分析后发现,在高管股权比例低于 5% 时,企业的 Q 值随高管持股比例提高而上升,在 5%~25% 之间也有同样的趋势但并不显著,超出 25% 后则有所下降。

Core 等^[12]发现,企业对高管进行股票和期权激励的最优组合同企业规模、企业成长空间和成本是否得到有效监督有关。随着时间推移,高管的股权激励可能会偏离最优水平,这可能同该企业激励的最优水平发生了变动有关,也可能与高管在同样的股权水平下受激励程度的改变有关。他们发现,企业会积极运用动态的股权手段来激励高管达到企业最优目标。

也有其他学者通过实证分析得出了类似的结论。Mehran^[10]随机选择了 153 家制造业公司进行分析发现,企业以 Tobin's Q 值和资产收益率(ROA)衡量的企业绩效同高管持股比例正相关。不过他在企业绩效同外部董事(outside directors)的持股数量之间未发现显著相关性,这与 Morek 等^[7]的研究结论相左。Mehran^[10]也未发现持股 5% 以上股东的占股比例同企业绩效之间存在关系,这与 McConnell 等^[8]的结论一致,McConnell 等认为,这反映出大股东很难对企业内部高管的行为进行独立有效监督。

Habib 等^[13]在对 1981—1986 年间美国上市公司进行研究后发现,代理问题的确存在并且会导致企业不能实现价值最大化。上市公司的 Tobin's Q 值比其价值最大化时的 Q 值低 16%,其市场价值相对于其潜在价值损失达 14.32 亿美元。他们指出,企业对高管激励的效果同企业规模有很大相关性,同其所处行业也存在一定关联。Hall 等^[25]在对美国近 500 家最大的上市公司 15 年的面板数据进行研究后发现,企业绩效和 CEO 报酬有显著正相关性,而且 CEO 的报酬中几乎完全是股票和期权激励在对公司绩效产生影响。此外,他们发现,在 1969 年之后企业 CEO 的报酬水平及其报酬

对企业绩效的影响均有显著提高,这主要因为企业越来越多地对 CEO 授予了股票期权。

Kato 等^[26]对日本实施高管股票期权激励的公司进行研究发现,企业在公布高管股权激励方案前后 5 天左右,企业股价会有 2% 左右的超常收益,而为了实现更大的激励价值,成长前景越好的公司越有可能实施股权激励。此外,他们还发现对董事会成员中的高管实施股权激励,相较于对非董事会高管的激励,能让企业股价产生更高的超常收益。

国内研究中,韩亮亮等^[27]发现高管持股比例低于 8% 或大于 25% 时,高管持股同企业的 Q 值存在正相关关系。张晖明等^[28]发现,高管持股比例及高管报酬对企业绩效均有显著正相关影响。周建波^[29]、刘玉、屈恩义指出,对于成长性较好的企业,高管因股权激励而增加的持股数对企业业绩有显著正向影响。何枫等^[30]以中国电气器材和金属冶炼加工行业上市公司为样本构造随机前沿分析模型,发现公司高管持股对企业效率有积极影响。此外,他们还发现,控股股东的持股比例及国有股比例均对公司效率有负向影响。湛新民等^[31]发现高管持股对于企业绩效的提高具有一定激励作用。戴璐等^[32]发现,高管股权激励合约主要采用的业绩目标较公司历史基准或行业平均水平设定的更高,这有助于提升公司内部控制的有效性,最终推动业绩目标实现。陈效东^[33]也指出,管理层股权激励能提高公司的内部控制水平,并降低公司的审计费用。张俊瑞等^[34]指出,高管薪金报酬的数量同企业每股收益(EPS)之间呈显著、稳定的正相关关系,同高管持股比例也存在正相关关系,但其显著性容易受异常值的影响。

2. 高管股权激励对改善企业绩效作用不大,甚至有负面影响

也有学者对高管股权激励能够改善企业绩效的观点提出质疑,甚至认为会产生负面效应。Demsetz^[35]认为,企业的股权结构是企业竞争性选择后的内生性结果,因此他认为股权结构和企业盈利性没有关系。Demsetz^[6]在对 1969 年美国的 511 家企业进行研究后对这一观点进行了支持。还有学者认为,委托-代理问题会因为一系列机制的存在而受到控制。Yermack^[36]在实证研究后也发现,股票期权激励并未降低企业的代理成本。Fama 等^[5]认为,即便管理层仅持有一小部分股份,经理人的自律性也会促使他们追求企业价值最大化。相反,高管如果拥有太多股权,他们也就有了足够的投票权和影响力来服务于自身利益:保证自己不会被解雇,并得到高工资。

有学者认为,在高管持股占一定比例时,其对企业绩效会有负面影响。Morck 等^[7]发现高管持股比例介于 5%~25% 时高管自利效应占主导。Tian^[37]则发现,当高管所持股权的价值占其总收入比重超过一定临界值后,增加股权激励反而会削弱激励效果,甚至产生负面效应。Benmelech 等^[17]认为,股权激励会诱使高管进行盈余管理、隐瞒消息和做出次优投资决策,进而操纵企业股价或损害企业价值。Frydman 等^[38]和 Minnick 等^[18]均发现,高管股权激励对企业绩效的影响很小甚至微不足道,尤其在公司治理较弱的情况下。国内研究中,魏刚^[39]、李增泉^[40]、于东智等^[41]、李良智^[42]、徐向艺等^[43]也未能发现在我国上市公司中实施高管股权激励对企业绩效有显著影响。

(二) 高管股权激励对企业获得信贷融资的影响

1. 实施高管股权激励有助于企业获得更多贷款

银行信贷决策主要受其对客户资质作出评价的信息成本及企业违约风险高低的影响(周业安^[44]),而这同企业代理问题密切相关。理论上,高管股权激励作为解决代理问题的重要机制,可以成为银行信贷风险识别的重要判断因素之一。Leland 等^[45]指出,高管股权激励的作用存在于信贷市场的信号传递模型中,借款者相对于贷款方往往拥有所融资项目的更多“内部信息”,贷款方希望获取更多此类私人信息以获益,但由于道德风险,借贷双方无法直接进行信息传递,而贷款方自己证实这些信息又代价高昂且不可行。这时,贷款方在信贷决策时将面临很高风险,导致他们向企业索取更高风险补偿,而这又会大大增加企业的融资成本,并可能导致其放弃收益为正的投资项

目。因此,借款者若希望获得融资,必须向信贷市场传递积极的信号。他们认为,让拥有内部信息的高管对需融资项目进行投资(即拥有股权)能够向信贷市场传递有关项目质量的积极信号。其理论表明,在信贷市场信息不对称的情况下,高管在项目投资中所占股权比例越高,表明高管越愿意投资于自己选定的项目,从而传递出有关投资项目的积极信息,缓解信息不对称矛盾,贷款方会识别这一积极信息并愿意给予更多贷款,降低企业的融资成本。

银行在作出信贷决策时会考虑高管的股权激励,这在近年的研究中已得到一些证据支持。一些研究认为,对高管实施股权激励由于能够降低代理成本(娄贺统等^[46])、留住优秀人才(宗文龙等^[47])、促进企业创新(李春涛等^[48])等,有助于改善企业业绩、降低破产风险及信贷风险,因而有助于企业获得更多银行贷款。

2. 实施高管股权激励企业会增加短期借款

有研究指出,实施高管股权激励的企业更倾向于获得短期而非长期借款。Myers^[49]指出,在股东和高管利益趋同的情况下,高管会避免选择长期债务。Datta等^[50]也认为,在高管同股东间利益趋同较弱的情况下,高管可能会选择长期债务多于短期的次优债务期限结构,形成壕沟防御;当在股权激励作用下高管与股东利益趋同时,高管作为信贷需求方会更有动力增加短期债务。

同时,短期债务相比长期债务具有更强的监督作用,因此对银行而言,提供短期贷款也是更为理性的选择。胡国强等^[51]指出,这样银行更容易通过停止续贷以施加威胁,防止高管在股权激励尤其是股票期权激励诱使下过度承担风险而致使债权人遭受损失。他们发现,民企上市公司完善高管股权激励,有助于其获得更多银行借款,且主要体现在短期借款的增加上。

(三) 高管股权激励对企业投资水平的影响

高管作为企业投资策略的主要制定者,对其进行股权激励也会影响企业的投资效率和投资方向,进而影响到企业的长期发展。对于投资水平的影响,学者一般认为实施高管股权激励会提高企业投资效率、增大 R&D 投资规模。

1. 高管股权激励会提高企业有效投资,减少投资浪费

对于未实施高管股权激励的企业,Amihud等^[4]认为,由于代理问题的存在,高管通常会作出投资不足的决策,因为其从投资中所获得的剩余收益同其所承担风险不对称,高管不能获得投资成功的高收益,却要承担投资失败所导致的个人职业风险。Myers等^[15]还指出,高管与债权人“信息不对称”的存在会导致债务融资成本提高,进而产生投资不足。与之相对,Jensen等则^[2]指出,当高管和股东存在委托-代理矛盾时,高管可能会利用企业现金流实施净现值为负的项目,而且有在职消费、不断做大企业规模以提高自身声誉的意愿,从而导致企业过度投资。总之,学者们认为由于代理问题的存在,高管会作出不愿承担风险进而导致投资不足,以及为自身利益而过度投资的矛盾行为,这两类矛盾行为的产生都是因为高管优先考虑自身利益而非企业长远发展。

而在实施高管股权激励后,学者普遍认为高管会提高投资效率,包括增加有效投资、减少投资浪费。介迎疆等^[52]发现上市公司实施高管股权激励对企业投资水平有显著正向影响,并提高投资效率,尤其对高科技企业,股权激励会促使高管提高 R&D 支出在总投资中的比重。牛娜则^[53]发现,提高高管股权激励水平可以有效降低上市公司的过度投资程度。赵惠芳等^[54]的研究也指出,对高管实施股权激励可以一定程度上减少企业的过度投资行为,提高投资效率。宋玉臣等^[55]也发现,股权激励计划的实施整体上提高了上市公司的投资效率,既能缓解上市公司投资不足,也能抑制其过

度投资行为。

2. 高管股权激励能有效提高企业 R&D 投资

R&D 投资存在高风险高回报的特点。Dosi^[56]和 Philips 等^[57]指出,R&D 投资能为企业带来高额垄断利润及持续竞争优势,但很多高管由于其成功率低和周期长而不愿投资。很多国外学者的研究指出,股权激励等长期激励机制能够有效提高企业的 R&D 投资,尤其会促进技术密集型公司的技术创新。Banker 等^[58]指出,当企业增加长期投资所产生的未来收益大于短期投资时,短期投资行为就会减少,而高管股权激励对 R&D 投资的促进效应取决于不同企业长期投资所能产生的未来收益大小。他们发现,相对于其他公司,高科技企业长期投资能产生更高的未来收益,因而股权激励也更为有效,即对于高科技上市公司,实施股权激励能更有效地提高其 R&D 投资水平。Marianna^[14]在对美国 12 个技术密集型产业的 200 余家企业进行研究后也发现,高管股权激励会显著促进企业创新。

对于国内企业而言,诸多研究也发现了高管股权激励对研发投入和技术创新的正向影响。Wu 等^[59]研究发现,对 CEO 实施股权激励能够促进企业的 R&D 支出,并且公司经营业绩越好,股权激励对研发支出的正向影响就会越大。Dong 等^[60]研究发现,随高管持股比例的提高,企业 R&D 投入会先降后升,对高管实施股权激励能切实提升企业的创新能力。Lin 等^[61]在研究 1 087 家中国制造业公司后也发现,高管股权激励对民企的 R&D 投入与创新绩效均具有正向影响。范晓旭^[62]发现,高管股权激励与企业研发投入强度呈显著正相关,且研发投入强度对高管股权激励与企业绩效的关系具有中介效应。张洪辉等^[63]、李春涛等^[48]也发现,上市公司实施高管股权激励可以促进企业创新。唐清泉等^[64]指出,股权激励同企业 R&D 活动显著正相关,且高新技术企业实施股权激励对 R&D 投入有更大影响。汤业国等^[65]、徐宁^[66]、尹华等^[67]均发现,高管股权激励同上市公司(尤其是高科技企业)的 R&D 投入存在倒 U 型关系,当激励到一定程度后,R&D 投入开始呈递减趋势。因此,为了有效促进科技创新,技术密集型企业需对高管采取适度的股权激励。

(四) 股权激励对高管特殊行为的影响

1. 股权激励会降低高管离职率

股权激励的主要目的之一,便是留住人才并激励其努力工作,以实现股东财富最大化。宗文龙等^[47]发现,在企业开始实施股权激励制度当年,高管更换的概率会显著降低,其后这种人才留住效用会逐年减弱。他们还发现,无论股票期权还是限制性股票,其变化对高管更换的影响均没有显著差异。肖淑芳等^[68]也指出,股权激励一般会设置等待期,这会无形中增大高管的离职成本,实现降低高管离职率的目的。Balsaman 等^[69]通过实证研究发现,股权激励能够显著降低高管自愿离职率,其人才留住效用比现金补偿更为有效。Gayle 等^[19]也发现大企业会增加薪酬中的不确定性部分来留住高管。Oyer 等^[70]对中层管理人员在接受股票期权激励后的离职行为进行实证分析后则发现,股权能否留住员工同员工对公司经营前景的乐观程度相关。陈健等^[22]利用上市公司实施股权激励前后 3 年的数据进行研究后发现,股权激励能够有效降低高管离职率,且对非业绩受迫型高管离职更有抑制效果。此外,陈健等^[22]和冯怡恬等^[71]均发现,限制性股票相对于股票期权激励更能抑制高管离职,他们认为,这同股票期权的风险较高有关。

2. 股权激励对高管财务舞弊行为的影响

由于委托-代理问题的存在,高管会存在违背股东利益并为自身谋利的道德风险(Hosmer)^[9]。

为此,很多学者指出,提高对高管的股票期权,加上有效监管,能够减少高管和股东间的利益冲突。这样,高管和股东均能从长期股票价格上涨中获益,因而减少道德风险的发生。此外,Wiseman等^[11]指出,有价值的股票期权能够让高管产生危机感,一旦企业出现负面的财务新闻,高管自身会损失惨重。由此,获得股票期权的高管会力争确保企业财务行为的合法性,防止负面新闻的出现。

然而,更多学者认为,股权激励会提高高管发生财务舞弊的可能性。很多文献指出,CEO存在维持或改善公司业绩,避免业绩低于预期的经济激励。比如,Payne等^[72]和Matsumoto^[73]都发现,高管会尽力避免企业收入出现意外下跌。Matsunaga等^[74]指出,企业季度盈利低于预期或低于上年同期水平,会对CEO报酬水平产生不利影响。此外,Boschen等^[75]发现,企业股票超预期上涨对CEO的长期总收益有积极影响。上述文献均认为,如果企业绩效表现不如预期,CEO会遭受严重损失,而如果企业绩效表现超出预期,CEO则会获益很大,这会促使高管采取财务舞弊行为,尤其当高管持有股权时。

不过,无论对财务舞弊行为的激励有多强,如果没有机会,高管也不会作出这种非道德甚至违法的行为。对此,Baucus等^[76],Daboub^[77],McKendall等^[78-79]指出,如果企业在有活力、去监管化的市场上互相竞争,而赢家能够制定“游戏规则”,此外,如果企业追求结构复杂、控制分散的多样化发展策略,高管采取投机行为的机会就会增多。正如Jenson等^[2]指出,一旦高管的所作所为涉及到其“主观判断”,其是否违背了股东利益会特别难以判断。尤其是,O'Connor等^[80]指出,如果高管的决定涉及“激进的”会计行为,如谎报财务状况以操纵股价、挪用资金、内幕交易等,高管的非道德行为会更难识别。在存在投机机会的情况下,如果对高管增加股权激励,会助长其投机行为,提高发生财务舞弊行为的可能性。

也有其他学者得出了相似的结论。Efendi等^[81]研究了大量美国公司会计报表重新表述的原因,发现其与企业高管股票期权激励的行使密切相关。McAnally等^[82]发现,在高管股权激励下,高管为以较低股价买入股权,可能会作出导致公司盈利不及预期的行为。Burns等^[83]甚至发现,高管会作出财务舞弊行为以利于其股权的执行。O'Connor等^[80]则发现,对高管实施股权激励究竟会提高还是降低其作出财务舞弊行为的可能性,取决于企业是否是CEO和董事长两职合一,及公司董事是否持有股票期权。

3. 股权激励会促使高管抵制企业被接管

研究还发现,对高管实施股权激励会降低企业被接管的可能性。Fama^[3]指出,接管作为公司控制权的外部市场,接管成功往往意味着高管被替换,因而接管被认为是控制高管的最有效方法之一。在股权高度集中的情况下,由于股东抵制心态较强,标购者必须支付高昂的溢价,导致成功接管目标企业的可能性往往较小,特别是敌意接管;而企业股权高度分散时,标购则极易成功,因为股东分散且不同股东间信息不对称,股东难以结盟抵制标购。

如果高管持有企业股权比例较高,就会更加提防被接管后高管职位被替换的可能性,同时由于自身拥有企业经营业绩最全面的信息,外部对该企业的敌意接管会更难实现。Weston^[84]的研究也发现,高管持股超过30%的公司没有被成功地敌意接管过。

四、总结与研究的未竟之处

文章在对国内外高管股权激励研究现状进行详细梳理后发现,近年来学者对高管股权激励如

何影响企业绩效的研究存在逐渐细化的趋势:更加关注股权激励对企业绩效的影响渠道,对股权激励正面效果的质疑也得到更多实证证据的支持,尤其对高管在股权激励下发生投机行为的动机和后果有了更多研究。此外,由于中国上市公司实施股权激励越来越普遍,对中国特定经济环境下的国家股和所得税制度等能影响股权激励效果的因素研究逐渐增多(何浚^[85]、杜莹等^[86]、何枫等^[30]、娄贺统等^[46]、郑晓玲^[87]),丰富了有关不同经济制度下股权激励实施效果差异的研究。不过,由于西方学者研究起步较早、欧美国家上市公司数据更为完善等原因,加之我国企业高管薪酬长期受到限制,因而国内研究较国外尚存一定差距。在总结上述文献的基础上可以知道,国内研究欲弥补同国外研究的差距,必须探寻和拓展新的研究空间。

(一) 探究股权激励对高管行为动机更深层影响

关于高管股权激励对企业经营绩效以及相关的信贷融资、投资水平等方面的影响,国内学者已做过较多研究。不过,由于股权激励会增强高管对企业的控制权并可能导致其发生投机行为,在当前白领职务犯罪现象日渐增多、企业间并购接管愈加频繁的情况下,国内学者对高管的财务舞弊及腐败行为,和高管会否阻止企业被接管的研究仍较少。近年国内的研究中,任春艳等^[88]发现我国实施股权激励的上市公司更可能发生财务重述,尤其是股票期权激励会导致财务重述的可能性上升;赵秀乐等^[89]则未发现上市公司股权激励同会计舞弊有显著相关性。刘光军等^[90]以我国上市公司高管腐败案件为对象,指出我国上市公司的股权激励计划,未能有效调节企业高管权力强度与高管显性腐败之间的关系,尤其是国有控股上市公司实施的股权激励计划,反而加大了高管腐败发生概率;此外,黄国良等^[91]研究认为,非国有企业股权激励能更好地调节高管权力与隐性腐败的关系。股权激励会否导致国内上市公司高管作出财务舞弊行为,企业的其他特征能否遏制腐败行为的发生,这需要更多实证证据的支持。此外,面临其他企业的敌意收购与接管时,受股权激励的高管是否同前文理论所述更有动机阻止企业被接管,对此进行实证研究将对股权激励前后高管行为动机的转变和对企业控制权的行使提供更丰富的研究结论。

(二) 尽可能解决股权激励研究的内生性问题

关于股权激励对企业绩效存在正面影响的质疑中,一个很重要的原因在于内生性问题的存在。Demsetz^[35]认为,企业的股权结构是企业竞争性选择后的内生性结果,因此他认为股权结构和企业盈利性没有关系。此后,Kole^[92]、Chung等^[93]对内生性的存在给予了支持,并发现企业业绩会反向影响股权激励。Palia^[94]发现在考虑内生性问题并使用工具变量后,高管持股同企业绩效间不再存在倒U形曲线关系。国内学者王华^[95]、黄桂田^[96]等在研究股权激励与企业价值关系时考虑到了内生性问题,唐清泉等^[64]、孙维峰等^[97]、罗富碧^[98]等则在控制内生性前提下研究了高管股权激励同研发投资之间的关系,发现两者互为因果。因此,未来的研究中需尽可能利用计量方法解决内生性问题,以更准确地判断股权激励对企业绩效、投资水平等所产生的效应。

(三) 理清不同股权激励模式对国企与民企的实施效果差异

当前西方学者对股权激励的研究多集中于股票期权模式,而国内学者近年来对限制性股票与股票期权模式均有较多研究,但将两种模式的效果进行详细对比的文章仍然较少。随着我国《上市公司股权激励管理办法》的发布,我国企业在股权激励方面正逐渐同国际趋势接轨,不同企业的股权激励模式也在更加多样化,探讨不同模式对企业绩效的影响将有助于企业依据自身特点选择最适合的高管激励措施。此外,近年的文献(例如:何红渠等^[99])研究显示,高管股权激励的影响在国

企与民企之间也存在较大差异。因此,未来国内研究中可以利用越来越丰富的企业数据对不同股权性质、行业、规模和所有制下的企业实施多样股权激励模式后的效果进行深入比较,细化有关高管股权激励效果和影响因素的研究。

(四)探讨高管股权激励对宏观经济更广泛影响

2008年的金融危机曾引发西方学者关于高管股权激励效果的争议,其中,Frydman等^[38]和Minnick等(2011)^[18]均认为高管股权激励对企业绩效的影响很小甚至微不足道,尤其在公司治理较弱的情况下。此后,部分学者将高管股权激励的争议提升到国家层面,开始探讨其是否对本国的发展有利。Bowe等^[100]提议对不同国家的商业传统和文化如何同企业的财务制度相互作用进行研究。Campbell等^[20]利用22国5年的纵向数据,对高管股权激励能否影响该国GDP增长进行了检验,发现实施高管股权激励的企业比例越高,该国的GDP增长会越快,同时他们指出,这一效果在崇尚集体主义文化的国家相较于崇尚个人主义文化的国家更为明显。此前中西方学者基本都围绕高管股权激励对企业和个人的微观影响进行研究,而对于社会文化、经济增长如何与股权激励相互作用,国家鼓励实施高管股权激励是否会促进经济增长并提供实证证据的支持,可以作为未来的一个研究方向。

参考文献:

- [1] BERLE A A, MEANS G C. The modern corporation and private property[M]. New York: MacMillan, 1932.
- [2] JENSEN M C, MECKLING W H. Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure[J]. Journal of Financial Economics, 1976, 3(4): 305-360.
- [3] FAMA E F. Agency problems and the theory of the firm[J]. Journal of Political Economy, 1980, 88(2): 288-307.
- [4] AMIHUD Y, LEV B. Risk reduction as a managerial motive for conglomerate mergers[J]. The Bell Journal of Economics, 1981, 12(2): 605-617.
- [5] FAMA E F, JENSEN M C. Agency problems and residual claims[J]. Journal of Law and Economics, 1983, 26(2): 327-349.
- [6] DEMSETZ H, LEHN K. The structure of corporate ownership: causes and consequences[J]. Journal of Political Economy, 1985, 93(6): 1155-1177.
- [7] MORCK R, SHLEIFER A, VISHNY R W. Management ownership and market valuation[J]. Journal of Financial Economics, 1988, 20: 293-315.
- [8] MCCONNELL J J, SERVAES H. Additional evidence on equity ownership and corporate value[J]. Journal of Financial Economics, 1990, 27(2): 595-612.
- [9] HOSMER L T. Why be moral? a different rationale for managers[J]. Business Ethics Quarterly, 1994, 4(2): 191-204.
- [10] MEHRAN H. Executive compensation structure, ownership, and firm performance[J]. Journal of Financial Economics, 1995, 38(2): 163-184.
- [11] WISEMAN R M, GOMEZ-MEJIA L R. A behavioral agency model of managerial risk taking[J]. Academy of Management Review, 1998, 23(1): 133-153.
- [12] CORE J, GUAY W. The use of equity grants to manage optimal equity incentive levels[J]. Journal of Accounting and Economics, 1999, 28(2): 151-184.
- [13] LJUNGQVIST A P, HABIB M A. Firm value and managerial incentives: a stochastic frontier approach[J]. The Journal of Business, 2005, 78(6): 2053-2094.
- [14] MAKRI M, LANE P J, GOMEZ-MEJIA L R. CEO incentives, innovation, and performance in technology-intensive firms: a reconciliation of outcome and behavior-based incentive schemes[J]. Strategic Management Journal, 2006, 27(11): 1057-1080.

- [15] TZIOUMIS K. Why do firms adopt CEO stock options? Evidence from the United States[J]. *Journal of Economic Behavior & Organization*, 2008, 68(1):100-111.
- [16] COLLINS D W, GONG G J, LI H D. Corporate governance and backdating of executive stock options[J]. *Contemporary Accounting Research*, 2009, 26(2):403-445.
- [17] BENMELECH E, KANDEL E, VERONESI P. Stock-based compensation and CEO (Dis)incentives[J]. *The Quarterly Journal of Economics*, 2010, 125(4):1769-1820.
- [18] MINNICK K, UNAL H, YANG L. Pay for performance? CEO compensation and acquirer returns in BHCs[J]. *Review of Financial Studies*, 2011, 24(2):439-472.
- [19] GAYLE G L, GOLAN L, MILLER R A. Promotion, turnover, and compensation in the executive labor market[J]. *Econometrica*, 2015, 83(6):2293-2369.
- [20] CAMPBELL C J, CHANG R P, DEJONG J C Jr, et al. The impact of CEO long-term equity-based compensation incentives on economic growth in collectivist versus individualist countries[J]. *Asian Economic Papers*, 2016, 15(2):109-133.
- [21] 毛雅娟, 李善民. 高管股权激励真的具有治理效应吗——争议及新进展[J]. *学术研究*, 2012(6):67-73.
- [22] 陈健, 刘益平, 邱强. 股权激励与高管离职——基于上市公司的经验数据[J]. *现代财经(天津财经大学学报)*, 2017(3):23-34.
- [23] STULZ R. Managerial control of voting rights: financing policies and the market for corporate control[J]. *Journal of Financial Economics*, 1988, 20:25-54.
- [24] HERMALIN B, WEISBACH M. The determinants of board composition [R]. New York: University of Rochester (Unpublished manuscript), 1987.
- [25] HALL B, LIEBMAN J. Are CEOs really paid like bureaucrats? [R]. National Bureau of Economic Research, 1997.
- [26] KATO H K, LEMMON M, LUO M, et al. An empirical examination of the costs and benefits of executive stock options: Evidence from Japan[J]. *Journal of Financial Economics*, 2005, 78(2):435-461.
- [27] 韩亮亮, 李凯, 宋力. 高管持股与企业价值——基于利益趋同效应与壕沟防守效应的经验研究[J]. *南开管理评论*, 2006(4):35-41.
- [28] 张晖明, 陈志广. 高级管理人员激励与企业绩效——以沪市上市公司为样本的实证研究[J]. *世界经济文汇*, 2002(4):29-37.
- [29] 周建波, 孙菊生. 经营者股权激励的治理效应研究——来自中国上市公司的经验证据[J]. *经济研究*, 2003(5):74-82.
- [30] 何枫, 陈荣. 公司治理及其管理层激励与公司效率——关于中国上市公司数个行业的实证研究[J]. *管理科学学报*, 2008(4):142-152.
- [31] 谌新民, 刘善敏. 上市公司经营者报酬结构性差异的实证研究[J]. *经济研究*, 2003(8):55-63.
- [32] 戴璐, 宋迪. 高管股权激励合约业绩目标的强制设计对公司管理绩效的影响[J]. *中国工业经济*, 2018(4):117-136.
- [33] 陈效东. 管理层股权激励与审计监督:利益权衡还是信号传递? [J]. *审计与经济研究*, 2017(4):39-50.
- [34] 张俊瑞, 赵进文, 张建. 高级管理层激励与上市公司经营绩效相关性的实证分析[J]. *会计研究*, 2003(9):29-34.
- [35] DEMSETZ H. The structure of ownership and the theory of the firm[J]. *The Journal of Law and Economics*, 1983, 26(2):375-390.
- [36] YERMACK D. Do corporations award CEO stock options effectively? [J]. *Journal of Financial Economics*, 1995, 39(2/3):237-269.
- [37] TIAN Y S. Too much of a good incentive? The case of executive stock options[J]. *Journal of Banking & Finance*, 2004, 28(6):1225-1245.
- [38] FRYDMAN C, SAKS R E. Executive compensation: a new view from a long-term perspective, 1936—2005[J]. *Review of Financial Studies*, 2010, 23(5):2099-2138.
- [39] 魏刚. 高级管理层激励与上市公司经营绩效[J]. *经济研究*, 2000(3):32-39, 64-80.

- [40]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.
- [41]于东智, 谷立日. 上市公司管理层持股的激励效用及影响因素[J]. 经济理论与经济管理, 2001(9): 24-30.
- [42]李良智, 夏靓. 上市公司管理层薪酬与公司绩效的关系研究——以电子行业为样本[J]. 当代财经, 2006(2): 64-69.
- [43]徐向艺, 王俊祥, 巩震. 高管人员报酬激励与公司治理绩效研究——一项基于深、沪A股上市公司的实证分析[J]. 中国工业经济, 2007(2): 96-102.
- [44]周业安. 金融市场的制度与结构[M]. 北京: 中国人民大学出版社, 2005.
- [45]LELAND H E, PYLE D H. Informational asymmetries, financial structure, and financial intermediation[J]. The Journal of Finance, 1977, 32(2): 371-387.
- [46]娄贺统, 郑慧莲, 张海平, 等. 上市公司高管股权激励所得税规定与激励效用冲突分析[J]. 财经研究, 2010(9): 37-47.
- [47]宗文龙, 王玉涛, 魏紫. 股权激励能留住高管吗? ——基于中国证券市场的经验证据[J]. 会计研究, 2013(9): 58-63.
- [48]李春涛, 宋敏. 中国制造业企业的创新活动: 所有制和CEO激励的作用[J]. 经济研究, 2010(5): 55-67.
- [49]MYERS S C. Determinants of corporate borrowing[J]. Journal of Financial Economics, 1977, 5(2): 147-175.
- [50]DATTA S, ISKANDAR-DATTA M, RAMAN K. Managerial stock ownership and the maturity structure of corporate debt [J]. The Journal of Finance, 2005, 60(5): 2333-2350.
- [51]胡国强, 盖地. 高管股权激励与银行信贷决策——基于我国民营上市公司的经验证据[J]. 会计研究, 2014(4): 58-65.
- [52]介迎疆, 杨硕. 高管股权激励对企业投资水平的影响研究——一项来自高科技行业上市公司的证据[J]. 科技管理研究, 2012(20): 148-152.
- [53]牛娜. 股权激励实施下的企业过度投资问题研究——基于上市公司内部监控视角[D]. 重庆: 重庆大学, 2010.
- [54]赵惠芳, 刘曼, 潘立生. 股权激励对公司投资效率影响的实证分析[J]. 财会月刊(理论版(下)), 2010(6): 25-26.
- [55]宋玉臣, 乔木子, 李连伟. 股权激励对上市公司投资效率影响的实证研究[J]. 经济纵横, 2017(5): 105-111.
- [56]DOSI G. Sources, procedures, and microeconomic effects of innovation[J]. Journal of Economic Literature, 1988, 26(3): 1120-1171.
- [57]PHILLIPS K L, WRASE J. Is Schumpeterian “creative destruction” a plausible source of endogenous real business cycle shocks? [J]. Journal of Economic Dynamics and Control, 2006, 30(11): 1885-1913.
- [58]BANKER R D, HUANG R, NATARAJAN R. Equity incentives and long-term value created by SG&A expenditure[J]. Contemporary Accounting Research, 2011, 28(3): 794-830.
- [59]WU J F, TU R. CEO stock option pay and R&D spending: a behavioral agency explanation[J]. Journal of Business Research, 2007, 60(5): 482-492.
- [60]DONG J, GOU Y N. Corporate governance structure, managerial discretion, and the R&D investment in China [J]. International Review of Economics & Finance, 2010, 19(2): 180-188.
- [61]LIN C, LIN P, SONG F M, et al. Managerial incentives, CEO characteristics and corporate innovation in China's private sector[J]. Journal of Comparative Economics, 2011, 39(2): 176-190.
- [62]范晓旭. 高管股权激励、研发投入强度与企业绩效——以A股上市公司为例[J]. 商业会计, 2018(5): 33-37.
- [63]张洪辉, 夏天, 王宗军, 等. 公司治理对我国企业创新效率影响实证研究[J]. 研究与发展管理, 2010(3): 44-50.
- [64]唐清泉, 徐欣, 曹媛, 等. 股权激励、研发投入与企业可持续发展——来自中国上市公司的证据[J]. 山西财经大学学报, 2009(8): 77-84.
- [65]汤业国, 徐向艺. 中小上市公司股权激励与技术创新投入的关联性——基于不同终极产权性质的实证研究[J]. 财贸研究, 2012(2): 127-133.
- [66]徐宁. 高科技公司高管股权激励对R&D投入的促进效应——一个非线性视角的实证研究[J]. 科学学与科学技术管理, 2013(2): 12-19.
- [67]尹华, 赵雯, 马媛. 高管持股对企业研发投资的影响研究——基于民营上市公司的实证[J]. 技术与创新管理, 2017(1): 64-68.

- [68]肖淑芳,付威.股权激励能保留人才吗?——基于再公告视角[J].北京理工大学学报(社会科学版),2016(1):73-81.
- [69]BALSAM S, MIHARJO S. The effect of equity compensation on voluntary executive turnover[J]. Journal of Accounting and Economics, 2007, 43(1): 95-119.
- [70]OYER P, SCHAEFER S. Why do some firms give stock options to all employees?: An empirical examination of alternative theories[J]. Journal of Financial Economics, 2005, 76(1): 99-133.
- [71]冯怡恬,杨柳勇.股权激励能阻止创业板高管辞职与套现吗?[J].商业经济与管理,2018(3):36-46.
- [72]PAYNE J L, ROBB S W G. Earnings management: the effect of ex ante earnings expectations[J]. Journal of Accounting, Auditing & Finance, 2000, 15(4): 371-392.
- [73]MATSUMOTO D A. Management's incentives to avoid negative earnings surprises[J]. The Accounting Review, 2002, 77(3): 483-514.
- [74]MATSUNAGA S R, PARK C W. The effect of missing a quarterly earnings benchmark on the CEO's annual bonus[J]. The Accounting Review, 2001, 76(3): 313-332.
- [75]BOSCHEN J F, DURU A, GORDON L A, et al. Accounting and stock price performance in dynamic CEO compensation arrangements[J]. The Accounting Review, 2003, 78(1): 143-168.
- [76]BAUCUS M S, NEAR J P. Can illegal corporate behavior be predicted? an event history analysis[J]. Academy of Management Journal, 1991, 34(1): 9-36.
- [77]DABOUB A J, RASHEED A M A, PRIEM R L, et al. Top management team characteristics and corporate illegal activity[J]. The Academy of Management Review, 1995, 20(1): 138-170.
- [78]MCKENDALL M A, WAGNER J A III. Motive, opportunity, choice, and corporate illegality[J]. Organization Science, 1997, 8(6): 624-647.
- [79]MCKENDALL M, SANCHEZ C, SICILIAN P. Corporate governance and corporate illegality: the effects of board structure on environmental violations[J]. The International Journal of Organizational Analysis, 1999, 7(3): 201-223.
- [80]O'CONNOR J P Jr, PRIEM R L, COOMBS J E, et al. Do CEO stock options prevent or promote fraudulent financial reporting? [J]. Academy of Management Journal, 2006, 49(3): 483-500.
- [81]EFENDI J, SRIVASTAVA A, SWANSON E P. Why do corporate managers misstate financial statements? The role of option compensation and other factors[J]. Journal of Financial Economics, 2007, 85(3): 667-708.
- [82]MCANALLY M L, SRIVASTAVA A, WEAVER C D. Executive stock options, missed earnings targets, and earnings management[J]. The Accounting Review, 2008, 83(1): 185-216.
- [83]BURNS N, KEDIA S. The impact of performance-based compensation on misreporting[J]. Journal of Financial Economics, 2006, 79(1): 35-67.
- [84]WESTON J F. The tender takeover[J]. Mergers and Acquisitions, 1979, 14: 74-82.
- [85]何浚.上市公司治理结构的实证分析[J].经济研究,1998(5):50-57.
- [86]杜莹,刘立国.中国上市公司债权治理效率的实证分析[J].证券市场导报,2002(12):66-69.
- [87]郑晓玲.美国股票期权激励的经验和启示[J].国际金融研究,2007(4):32-38.
- [88]任春艳,李扬.中国上市公司高管股权激励与财务重述研究[R].中国会计学会会计基础理论专业委员会2012年专题学术研讨会,2012.
- [89]赵秀乐,赵青.高管股权激励与会计舞弊——基于中国上市公司的经验证据[J].会计之友,2011(5):68-71.
- [90]刘光军,彭韶兵.高管权力强度、股权激励与高管显性腐败[J].财经论丛(浙江财经学院学报),2018(6):87-95.
- [91]黄国良,丁月婷,吴汉英.高管权力、股权激励与隐性腐败[J].经济经纬,2017(3):105-110.
- [92]KOLE S R. Measuring managerial equity ownership: a comparison of sources of ownership data[J]. Journal of Corporate Finance, 1995, 1(3/4): 413-435.
- [93]CHUNG K H, PRUITT S W. Executive ownership, corporate value, and executive compensation: A unifying framework[J].

Journal of Banking & Finance, 1996, 20(7): 1135-1159.

- [94] PALIA D. The endogeneity of managerial compensation in firm valuation: a solution[J]. Review of Financial Studies, 2001, 14(3): 735-764.
- [95] 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, 172.
- [96] 黄桂田, 张悦. 企业改革30年: 管理层激励效应——基于上市公司的样本分析[J]. 金融研究, 2008(12): 101-112.
- [97] 孙维峰. 研发支出对公司增长影响的实证研究——来自中国上市公司的经验证据[J]. 当代经济管理, 2013(3): 30-37.
- [98] 罗富碧, 冉茂盛. 股权激励实施中股东、经理与审计师三方博弈分析[J]. 重庆大学学报(社会科学版), 2012(4): 38-41.
- [99] 何红渠, 高挾霞. 国有企业、民营化企业的高管激励与研发投入[J]. 财会月刊(下), 2017(7): 33-38.
- [100] BOWE M, FILATOTCHEV I, MARSHALL A. Integrating contemporary finance and international business research[J]. International Business Review, 2010, 19(5): 435-445.

Effects and influence factors of executive equity-based incentive: Controversies and future study focuses

YANG Ke¹, YANG Jirui^{1,2}, GE Peng³

(1. Chongqing Technology and Business University, Chongqing 400067, P. R. China;

2. Sichuan University, Chengdu 610044, P. R. China;

3. Renmin University of China, Beijing 100872, P. R. China)

Abstract: The law China Securities Regulatory Commission issued in 2016 cleared last legal hurdles of executive stock ownership incentive of Chinese enterprises. However, there still exist lots of controversies in academic circle about incentive effects of executive stock ownership incentive. In view of this, this paper sums up literatures at home and abroad, compares different opinions about how can executive stock ownership incentive influence firm performance, financing cost, investment orientation and executives' turn-over rate, financial fraud events or resisting the firm from being taken over. On the above basis, this paper discusses further study directions such as to study the profound influence of executive stock ownership incentive on executives' motivation, to address endogenous problems in stock ownership incentive studies, to compare different effects of different stock ownership incentive modes and to further discuss extensive effects of executive stock ownership incentive on a country's macroeconomy.

Key words: corporate governance; equity-based incentive; executive incentive; principal-agent; firm performance

(责任编辑 彭建国)