

股权激励效应研究梳理及启示

董 艳, 宋光辉(博士生导师), 钱崇秀

【摘要】股权激励作为一种激励公司高管最大限度地为股东创造财富的重要工具,其激励效应究竟如何一直是实务界和理论界争论的焦点。本文对近年来国内外股权激励效应的研究成果进行系统的梳理,以期更全面地了解股权激励效应。通过文献梳理发现,公司内外部环境对股权激励效应具有调节作用,并在此基础上,提出了基于环境视角的股权激励效应研究展望。

【关键词】股权激励效应; 正面效应; 负面效应; 直接效应; 衍生效应

【中图分类号】 F272

【文献标识码】 A

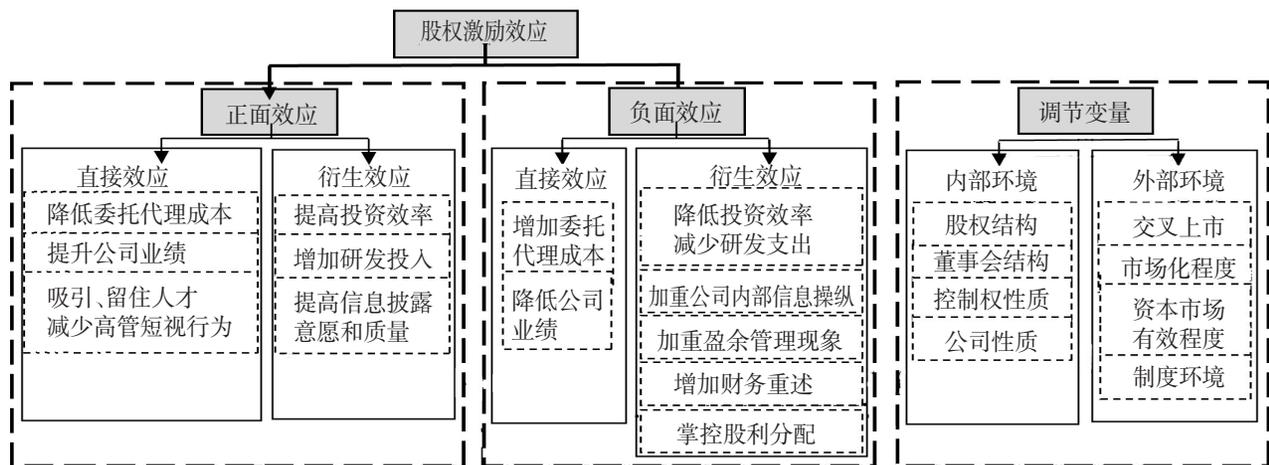
【文章编号】 1004-0994(2016)04-0108-4

近年来,国内外学者围绕股权激励是否真正具有激励效应进行了大量的实证检验,取得了丰硕的研究成果。综观现有的研究股权激励效应的文献不难发现,早期的股权激励效应研究主要从股权激励产生的直接效应出发,研究实施股权激励是否有助于协调高管与股东之间的利益冲突,降低代理成本,提升公司业绩,吸引和留住人才。20世纪90年代中后期,股权激励效应研究逐步转向其衍生效应层面,主要探讨股权激励方案的设计是否可以激励管理者接受风险,提高投资效率,增加研发投入,提高公司信息披露质量等。学者们在以上问题上各抒己见,尚未达成共识。

一、股权激励效应的基本研究框架

中国证监会于2005年12月31日颁布了《上市公司股权激励管理办法》,标志着与美国同质的股权激励机制在中国上市公司中正式实施。2005~2014年,中国上市公司共颁布了883份股权激励草案,其中仍在实施的有658份。吕长江等(2009)、吴育辉和吴世农(2010)围绕我国上市公司实施股权激励是否真正具有激励效应进行了深入探讨。

本文对国内关于股权激励效应的研究从方向和层次两个维度进行梳理,以方向为主线,与层次相结合,对股权激励效应进行了系统阐述。从方向来看,将股权激励效应归纳为



【基金项目】教育部人文社科项目“我国上市公司可转债信息传递与治理效应研究”(项目编号:14YJA630071); 广东省软科学研究计划项目“广东省科技型中小企业融资困境、融资模式创新与政策支持”(项目编号:2014A070703005); 中央高校基本科研业务费专项资金资助项目“分行市场下股价异常波动、惯性风险及监控研究”(项目编号:2015KXKYJ01)

正面效应和负面效应,从层次来看,将股权激励效应归纳为直接效应和衍生效应。

本文的基本研究框架如上页图所示。考虑到股权激励并非作为一个独立的内生变量而存在,其效应会受到诸多公司内外部因素的影响,本文从公司内外部环境的视角出发,对股权激励效应研究进行阐述,并在此基础上提出基于公司内外部环境的股权激励效应的研究展望。

二、实施股权激励的正面效应研究

20世纪80年代中后期,美国兴起的股权激励授予热潮引发了诸多学者对股权激励效应的讨论。早期有关股权激励效应的研究大多从实施股权激励实现激励目的入手。本文将通过实施股权激励达到激励目的视为正面效应,并分别从直接效应和衍生效应两个维度进行梳理。

(一)直接效应

1. 降低委托代理成本。股权激励使管理层能以股东的身份参与公司决策,有权分享公司未来利润并承担公司风险,使管理层利益和股东利益趋同,产生协同效应。合理的股权激励计划是一种有效解决委托代理问题的方法(Jensen and Meckling, 1976)。利益趋同假说认为,管理层持股比例增加能降低股东与管理层之间的代理成本(Morck and Vishny, 1988)。后续研究中不乏学者证实了此结论(Depken et al., 2006; Tzioumis, 2008)。陈文强和贾生华(2015)运用2006~2013年中国A股上市公司的面板数据,通过构建“股权激励—代理成本—企业绩效”中介效应模型,实证检验了股权激励对代理成本的影响。研究发现,实施股权激励能有效缓解股东与高管之间的利益冲突,降低委托代理成本。

2. 提升公司业绩。早期大量研究发现,股权激励可以通过协同效应提升公司业绩(MeConnell and Servaes, 1990; Smith and Watts, 1992; Hall and Liebman, 1998)。随后持此观点的还有Morgan and Poulsen (2001)、Core and Larcker (2002)、Kato et al. (2005)等。Sesil et al. (2007)建议公司应该增加股权激励的使用,因为较多地使用股权激励,公司业绩会更好。与美国同质的股权激励机制在我国应用较晚,胡铁军等(2008)通过采用因子分析方法构建了综合业绩指标,对股改后实施股权激励计划的公司进行了研究,结果表明,高管人员持股比例与股改后的公司绩效存在较强的正相关关系。葛文雷和荆虹玮(2008)、Lian et al. (2011)、张敦力和阮爱萍(2013)、刘广生和马悦(2013)一一证实了此结论。盛明泉和蒋伟(2011)进一步研究发现,股权激励中高管人数比例与公司业绩显著正相关。

3. 吸引和留住人才,减少临近退休高管的短视行为。一方面,股权激励作为一种长期激励方式,其目的之一是吸引特定员工,防止人才流失。发行期权是最有效的激励、吸引和留住员工的方法(Core and Guay, 2001; Hall and Murphy, 2003)。股权激励对高管有留住效应,公司使用股权激励能留

住人才(肖淑芳和张鑫,2012),降低公司高管更换的频率(宗文龙等,2013)。股权激励在薪酬中的比例越大,越能减少高管的离职行为(Tzioumis, 2008)。同时,高管持有的股票期权和限制性股票价值越高,其离职问题越能得到缓解(Mehran et al., 1996; Subramanian, 2007; Nastasescu, 2009)。另一方面,股权激励在减少临近退休高管的短视行为方面发挥了重要作用。临近退休的高管会放弃研发支出和好的投资机会,因为研发支出会降低当期利润,使基于会计数据的激励计划对临近退休高管的薪酬不利,但这些支出却会给公司未来带来较大的回报,通过给予临近退休高管股权激励则能消除这种外部性(Balsam et al., 2007)。

(二)衍生效应

20世纪90年代中后期,股权激励效应研究逐步转向间接层面,即衍生效应。主要有:

1. 提高公司投资效率。公司的资本投资可能因为委托代理问题而出现投资过度或投资不足的现象,给予高管股票期权有助于抑制其在并购决策中的过度投资行为(Datta et al., 2001)。实施股权激励在一定程度上能克服因高管过度规避风险而导致的投资不足问题,增加公司投资行为(Hall and Murphy, 2003; Panousi and Papanikolaou, 2012)。在公司信息不对称的情况下,股权激励机制可以作为信息筛选机制,促使有投资决策权限的高管挑选并实施盈利项目,从而提高投资效率(Lazear, 2004)。罗富碧等(2008)对我国2002~2005年上市公司高管人员股权激励与投资决策之间的交互作用进行了研究,结果发现,高管人员股权激励对投资决策有显著的正向影响。吕长江和张海平(2011)进一步对投资行为进行了划分,分为过度投资和投资不足,并发现实施股权激励有助于缓解高管与股东之间的利益冲突,抑制企业的非效率投资以及过度投资,降低公司高管对风险的厌恶程度,缓解投资不足,间接实现降低代理成本的目的。

2. 增加研发投入。研发投入不仅能为企业提供持续的增长动力,也能为企业创造保持持久竞争优势的条件,股权激励对研发投入具有一定的激励作用(Cheng, 2004; Wu and Tu, 2007; 夏峰等, 2014; 陈效东和周嘉南, 2014; 胡振华等, 2015)。在高新技术行业,高管被授予的股票期权价值越高,企业研发支出越多(Balkin and Markman, 2000)。对高管实施的股权激励比例越大,研发支出也越多(夏芸和唐清泉, 2008; 高蓓和王新红, 2010; 何霞, 2011)。Chen et al. (2011)以中国民营企业为研究对象,发现高管持股比例与企业研发支出呈正相关关系。

3. 提高公司信息披露意愿和质量。何凡(2010)研究发现,股权激励制度能有效地促进经理层进行自愿性信息披露,并且自愿性信息披露的数量和质量受股权激励水平的影响较大。田存志和吴新春(2010)的研究结果表明,公司实施股权激励的程度越高,越能有效地促使高管规范公司的运

□ 参考借鉴

作,及时披露信息,从而降低了信息的非对称程度。

三、实施股权激励的负面效应研究

与上述文献不同,部分学者并不支持股权激励具有正面效应的观点。特别是安然、世通等公司财务丑闻的曝光,揭露出股权激励在协调高管与股东利益冲突方面的作用并不理想。实施股权激励有可能导致高管短视和机会主义行为。在信息不对称的情况下,高管为了实现自身利益,更有可能趋向于利用其权力影响股权激励方案设计,以牺牲股东利益为代价为自身谋取更多福利,本文将此视为负面效应,并分别从直接效应和衍生效应两个维度进行梳理。

(一)直接效应

1. 加剧委托代理问题。Bebchuk et al.(2003)提出了管理者寻租论,认为由于管理者存在寻租行为,因此,实施股权激励并不能有效地解决公司委托代理问题,反而会导致或加剧委托代理问题。吕长江等(2009)将股权激励方案按激励型和福利型进行划分,发现实施福利型股权激励不但没有降低委托代理成本反而会加重委托代理成本。

2. 降低公司业绩。Fama和Jensen(1983)提出了管理者防御假说,即随着高管持股比例上升,高管所拥有的控制权不断增加,外界对其经营活动的束缚力减弱,导致高管可能为其自身谋取更大利益。随着股权激励强度增加到一定程度,股权激励强度与公司业绩呈负相关(Akimova and Schwodiauer, 2004; Konstantinos, 2007; 俞鸿琳, 2006; 周仁俊等, 2010),证实了管理者防御假说。

(二)衍生效应

20世纪90年代中后期,股权激励效应研究逐步转向间接层面,即衍生效应。主要有:

1. 降低投资效率和减少研发支出。公司实施股权激励后会加剧高管过度投资行为(Hirshleifer and Suh, 1992; Rajgopal and Shevlin, 2002; Aggarwal and Samwick, 2006)。Ju et al.(2002)认为,授予看涨期权会减少企业研发支出。Panousi et al.(2012)认为,如果实施股权激励使高管持股水平过高,会加重高管的风险规避程度,减少研发支出。唐清泉等(2011)发现,股权激励与公司的R&D支出之间呈倒U型关系,管理层持股比例超过阈值后,持股比例与R&D支出之间呈显著的负相关关系。夏芸(2014)研究发现,管理者权力过大,对高管实施股权激励将减少公司的研发投入。

2. 加重公司内部信息操纵。高管可能利用手中的信息、权力等资源对激励行为进行干预,特别是在公司信息披露时间上,通过调整信息披露策略来实现收益最大化。一方面表现为,在股权激励授予日通过发布利空消息或推迟发布利好消息来操纵行权价,以达到提高股权激励价值的目的(杨慧辉等, 2009)。另一方面表现为,高管可以通过增加发布利好消息的频率和延迟发布利空消息来操纵行权价,以抬高行权时公司的股票价格(Brockman et al., 2009)。

3. 加重盈余管理现象。实施股权激励会促使公司高管采用激进的会计政策甚至舞弊来操纵公司业绩和短期股价(耿照源, 2009)。股权激励强度与盈余管理行为呈正相关关系(Bergstresser and Phillippon, 2004; Cheng and Warfield, 2005; Zhang et al., 2008)。高管盈余管理行为一方面表现在,高管在股权激励授予之前会降低会计盈余,从而降低股价以达到降低行权价的目的(苏冬蔚等, 2010; 杨慧辉等, 2012; 肖淑芳等, 2013)。另一方面表现在,高管在行权之前或行权期间会提高会计盈余,从而提高股价(Safdar, 2003)。

4. 增加财务重述。高管会通过财务重述行为影响行权时的价格,股权激励强度与财务重述存在显著的正相关关系(Burns and Kedia, 2006; Efendi et al., 2007; Harris and Bromiley, 2007)。Agrawal and Cooper(2008)以500家被揭露调低盈余的财务重述公司作为研究对象,发现高管会在财务重述期间出售较多股票。任春艳和李扬(2012)以2006~2009年沪深两市发生财务重述的上市公司作为研究对象,研究了我国上市公司高管股权激励和财务重述之间的关系,发现实施股权激励的上市公司更有可能发生财务重述。

5. 掌控股利分配。由于发放现金股利将使高管的股票期权价值降低,因此,高管可能牺牲现有股东收益分配权而选择采用低现金股利政策(Lambert et al., 1989)。这一观点也得到了Ferm and Liang(2001)、Aboody and Kasznik(2001)、Bhattaeharyya et al.(2003)、Kouki and Moncef(2009)的认同。肖淑芳等(2009)发现,经理人会有目的地利用“高送转”来降低行权价格,提高股权激励收益。韩慧博等(2012)发现,在非效率定价的市场环境中,管理层会为了自身利益而影响公司的股利分配。吕长江和张海平(2012)发现,相对于非股权激励公司,推出股权激励方案的公司更倾向于减少现金股利的支付;股权激励公司在激励方案推出后的股利支付率小于激励方案推出前的股利支付率,且具有福利性质的股权激励方案实施公司对公司现金股利政策的影响更显著。

四、公司内外部环境对股权激励效应的影响

事实上,国内上市公司实施股权激励有着不同于国外上市公司的市场条件和制度背景,以往大部分研究将股权激励视为一个独立变量,研究它与其他变量之间的关系。然而,公司所处的内部环境(股权结构、董事会结构、控制权性质、公司成长性等)和外部环境(交叉上市、市场化程度、资本市场有效程度、制度环境等)不同,公司所拥有的资源禀赋与能力条件也不同。因此,股权激励效应也会随其所处环境的不同而不同,即公司的内外部环境对股权激励效应具有调节作用(徐一民和张志宏, 2012; 沈红波等, 2012; 徐倩, 2014)。

1. 从公司内部环境来看。周仁俊和高开娟(2012)综合分析了在不同股权性质和不同成长性的公司中大股东控制权对管理层股权激励效果的影响,研究发现,大股东控制权对管理层的作用显著影响股权激励的效果;与民营控股上市公

司相比,国有控股上市公司大股东对管理层的监督作用明显,股权集中度越高,股权激励效果越好;与非高新技术企业相比,高新技术企业大股东控制权与管理层股权激励之间存在明显冲突。徐一民和张志宏(2012)发现,股权激励对投资效率的促进作用受到股权结构的影响,相较于政府控制企业,非政府控制企业实施股权激励对投资效率的促进作用更显著。

2. 从公司外部环境来看。罗富碧等(2009)研究发现,上市公司股权激励的实施效果与资本市场的有效程度密切相关,资本市场的有效性越弱,经理信息操纵的程度越高,增强资本市场的有效性加强内部监控越能够有效地降低经理信息操纵的程度。沈红波等(2012)实证检验了股权分置改革、国有控股、产品市场竞争这三种外部制度环境对股权激励效应的影响,研究发现,良好的制度环境是股权激励发挥作用的重要前提,在实施股权激励的同时,还应重视相关制度环境的改善,使股权激励发挥应有的激励效应。徐倩(2014)发现,公司所面临的环境不确定性会降低公司投资效率,导致投资过度或投资不足。并进一步发现,股权激励有助于减少环境不确定性所导致的代理矛盾,抑制投资过度;也有助于降低公司管理者对风险的厌恶程度,缓解投资不足。

综上所述,公司实施股权激励受公司内外部环境的重要影响,公司所处的内外部环境不同,股权激励所产生的效应也不同。由此可见,公司内外部环境对股权激励效应起着重要的调节作用。

五、结论与启示

只有股权激励效应得到肯定的回答,股权激励的设计和实施才有意义。我国股票市场仍处在一个新兴加转型的阶段,部分公司高管通过操纵股权激励方案的设计为自身谋取福利(吕长江等,2009;吴育辉和吴世农,2010;王焯等,2012;辛宇和吕长江,2012)。因此,公司高管的自利行为在很大程度上削弱了股权激励的实施效果。

本文一方面从不同的维度对股权激励效应进行了梳理,另一方面从股权激励实施的环境入手,发现公司内外部环境对股权激励效应具有调节作用,设计与公司环境相适应的股权激励方案能够有效缓解负面效应的产生。公司内外部环境是股权激励效应的重要调节变量,结合公司内外部环境的实际情况,设计与公司内外部环境相适应的股权激励方案,是确保股权激励能够实现其激励目的的重要保障。因此,如何根据公司所面临的内外部环境实际情况来设计合适的股权激励方案是一个亟待解决的问题。从本文对现有文献的梳理中,可以得到以下启示:

1. 从公司内部环境来看。股权集中度越高,股权激励效果越好(周仁俊和高开娟,2012),股权激励对投资效率的促进作用受到股权结构的影响(徐一民和张志宏,2012)。由此可见,推出与公司内部环境相适应的股权激励方案是实现股

股权激励目的的重要保障,股权激励方案的推出具有情境依赖性,依赖于环境的调节。目前已有学者围绕公司内部环境(股权结构、公司性质等),对股权激励效应的影响作用进行了研究。未来应该从不同的视角更加深入、细致地研究公司内部环境对股权激励效应的影响作用。

2. 从公司外部环境来看。公司外部环境对股权激励效应同样具有重要的影响,股权激励的实施效果与资本市场的有效程度密切相关(罗富碧等,2009),良好的制度环境是股权激励发挥作用的重要前提(沈红波等,2012)。可见,推出与公司外部环境相适应的股权激励方案同样能有效减少股权激励负面效应的产生。目前已有部分学者围绕公司外部环境(市场化进程、资本市场有效程度、制度环境等)对股权激励效应的影响作用进行了研究。未来应该从不同的视角更加深入、细致地研究公司外部环境对股权激励效应的影响作用。

鉴于此,通过借鉴国外公司股权激励实践经验,结合我国制度背景与公司实际情况,对适合我国上市公司的股权激励方案进行探索与研究,推出与公司内外部环境相适应的股权激励方案,从而减少股权激励负面效应的产生,实现股权激励的激励目的,是我国股权激励效应研究中需要深入探讨的内容。

主要参考文献:

夏峰,谢佳斌,熊佳.深市上市公司股权激励实施情况调查分析[J].证券市场导报,2014(9).

Lin C., Lin P., Song F. M.. Managerial incentives, CEO characteristics and corporate innovation in China's private sector[J]. Journal of Comparative Economics, 2011(2).

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).

Sudip Datta, Mai Iskandar Datta, Kartik Raman. Executive compensation and corporate acquisition decisions[J]. Journal of Finance, 2001(6).

吴育辉,吴世农.高管薪酬:激励还是自利?[J].会计研究,2010(11).

徐倩.不确定性、股权激励与非效率投资[J].会计研究,2014(3).

吕长江,郑慧莲,严明珠.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).

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).

吕长江,张海平.上市公司股权激励计划对股利分配政策的影响[J].管理世界,2012(11).

韩慧博,吕长江,李然.非效率定价、管理层股权激励与公司股票股利[J].财经研究,2012(10).

作者单位:华南理工大学工商管理学院,广州510640