

# 中小板上市公司股权激励效果分析

张东坡

(西南财经大学会计学院 成都 611130)

**【摘要】**我国学者对股权激励的研究大多集中在深沪两市的主板市场,对中小板市场研究较少,本文以2006~2010年度中小板上市公司年报中披露了股权激励信息的公司为研究样本,对实施股权激励后公司业绩的变化进行了研究,结果表明,在一个股权激励周期内,公司业绩表现为倒U型,说明股权激励不具有长期效应。

**【关键词】**股权激励 中小板上市公司 公司业绩

股权激励是一种长期激励机制,其通过授予公司管理层一定数量的公司股份,使管理者利益同公司利益联系在一起,从而达到改善公司管理层与股东之间的委托代理关系、提高公司经营业绩的目的。我国深市中小板上市板块自2004年创办以来,为民营企业进入资本市场提供了有利条件,实现了民营企业上市。

2006年1月证监会颁布的《上市公司股权激励管理办法(试行)》是对我国主板市场和中小板市场上市公司制定股权激励计划的有效规范,随后颁布的《国有控股上市公司(境内)实施股权激励试行办法》及股权激励有关事项备忘录1号、2号、3号等一系列股权激励管理制度的出台,为改善我国上市公司股权激励治理提供了重要依据。股权激励与上市公司业绩之间关系的研究,逐渐成为我国学术界和实务界关注的重点,本文主要以深市中小板块2010年末531家上市公司为研究对象,对该板块上市公司的股权激励现状与实施效果进行了研究。

## 一、文献回顾

国内学术界对股权激励的研究主要集中在管理层持股比例与公司业绩关系方面,通过采用实证和规范研究的方法研究两者之间的关系,目前学术界对两者之间关系的研究存在着较大争议。

1. 股权激励同公司业绩间不存在显著的相关关系。魏刚(2000)通过对深沪两市A股的813家样本公司进行实证研究发现,对管理人员实施股权激励同公司的经营业绩并没有显著的正相关关系,其仅仅为一种福利制度安排,并且两者之间不存在“区间效应”。陈勇、廖冠民和王霆(2005)以1999~2001年深沪两市实施了股权激励的46家公司为研究对象,通过对样本进行配对,使用经配对调整后样本的平均净资产收益率的变化衡量股权激励效应,认为股权激励对公司业绩的提升具有促进作用,但不明显。顾斌、周立烨(2007)以2002年沪市实施了规范的股权激励的64家上市公司为研究样本,通过实证分析,认为我国上市公司高管人员股权激励效应不明显。程隆云、岳春苗(2008)以2000~2008年间已实施股权激励的深沪两市A股上市公司为研究样本,进行了实证研

究,发现管理层持股比例与公司绩效间存在弱相关性,但我国上市公司股权激励从总体上看是无效的。

2. 股权激励同公司业绩间存在显著相关关系。Jensen和Meckling(1976)是股权激励概念的最早提出者,他们从外生性角度研究经营者股权与企业价值间的关系,认为经营者持股能有效降低代理成本,经营者股权与企业价值正相关。Stulz(1988)的研究也表明,经理人员拥有适度的持股权可以缓和经理人员与股东之间的利益冲突。国内学者孙菊生、周建波(2003)以2001年年报中已经披露了实施股权激励的公司为研究样本,发现成长性机会较高的公司,管理层股权激励比例同公司业绩间的关系显著正相关。吴淑琨(2002)以1996年末之前上市的公司为研究样本,对样本数据1997~2000年的数据进行了回归分析,认为公司管理层持股比例同总资产利润率衡量的公司业绩呈显著的倒U型相关关系。袁燕、于海莹(2007)选用965家上市公司2003~2005年年报披露的信息,研究了股权激励同公司业绩之间的关系,他们认为我国上市公司管理层持股比例同公司业绩呈倒N型关系,股权激励水平同公司绩效的相关性在不同的股权激励水平下显著不同。陈丝路(2010)以2006~2008年度深沪两市A股公布了股权激励对象的43家上市公司为研究对象,实证研究发现管理层持股比例同公司的价值存在正相关关系,股权激励对公司价值的影响具有递延性。

## 二、研究设计

1. 研究方法。股权激励是一项长期的激励策略,其对公司绩效的影响也是长期性的,本文以2006~2010年中小板上市公司中实施了规范的股权激励的公司为研究样本,通过对实施股权激励公司业绩的纵向对比,采用描述性统计的方法,对我国中小板上市公司股权激励实施现状及实施效果进行了研究。

2. 研究假设。上市公司业绩主要受宏观经济形势、公司所处行业的竞争程度、公司治理模式、公司上市时间长短等方面因素的影响。我国中小板市场自2004年创建以来,上市公司多为民营企业,上市时间短,基于研究的目的,我们在控制

了行业因素和宏观经济因素后,假设公司业绩的变化是公司实施股权激励的结果,其他影响因素忽略不计。

### 3. 数据选取。

(1)样本选取及数据来源。由于股权激励是一种长期性激励,对公司实施股权激励后短期内的数据进行分析,分析结果容易受公司经理人短期行为的影响,因而本文选取了截止到2010年12月底深交所中小板531家上市公司中2006~2010年经证监会批准实施股权激励的51家上市公司为研究样本,其中经股东大会审议通过并已经规范实施股权激励的公司39家,股权激励计划经过了股东大会审议并上报证监会审批的11家,股东大会审议通过、未上报证监会审批的1家。苏泊尔在2008年被并购,其股权激励对象一次性行权;中捷股份由于经营者违规,回购了已行权股份;同洲电子、江苏通润、中航三鑫、斯米克等10家公司因故中止/终止了股权激励计划,具体见表1。

表1 中小板市场实施股权激励公司数量统计

行业	2006年	2007年	2008年	2009年	2010年
公司家数	5	0	7	5	34
累计数		5	12	17	51
累计占上市公司比例	4.9%	2.5%	4.4%	5.2%	9.6%

为了保证研究结果的科学性,本文剔除了ST公司和年报数据不全的公司。样本公司股权激励方案的制定和实施情况的数据均来自于证监会网站披露的公司年报,经手工搜集整理得出。公司的财务指标数据均来自于CSMAR数据库。公司股权激励行权期限和业绩评价基准年度信息来自于巨潮资讯网。

(2)指标选取。按照《国有资本金绩效评价指标操作细则》的规定,指标权重企业绩效评价分为计量指标和非计量指标,其中计量指标所占比例约为80%,由于非计量指标衡量的主观性较大且不易量化,故忽略非计量指标的影响,我们选取净资产收益率作为公司绩效的衡量指标。由于股权激励具有长期效应,且样本数据取自于上市公司近五年的财务数据,因而我们采用扣除非经常性损益后的净资产收益率(简称“净资产收益率”)作为企业绩效评价的指标。

净资产收益率=扣除非经常性损益后的每股收益/每股净资产

由于所选择的样本公司处于不同的行业,其经营业务存在较大的差异,同时由于样本公司实施股权激励的年份不同,公司业绩受不同年份宏观经济的影响,各年之间不具有可比性,因而需要对各年的公司业绩指标进行调整,消除宏观经济因素和行业因素的影响,使各年的绩效指标具有可比性。

各公司调整后的净资产收益率=各公司净资产收益率/行业平均净资产收益率

### 4. 数据分析。

(1)中小板实施股权激励公司统计。由表1数据可知,自2006年证监会颁布了《上市公司股权激励管理办法(试行)》以来,我国中小板上市公司实施股权激励的数量呈递增趋势,

2007年由于证监会进行了上市公司专项治理,暂停审批,因而该年度累计比例较低。在之后三年中,2010年度新增实施股权激励公司34家,增长幅度较2009年增加了200%。这表明随着中小板上市公司的增加和企业管理激励模式的转变,股权激励作为一种长期的激励策略,在一定程度上改善了管理层的短期经营行为,使其致力于企业长期市场价值的创造,这一观念正在为越来越多的企业所接受。

(2)不同行业股权激励效果统计分析。自2004年我国中小板市场创建以来,由于发展历程较短,因而实施股权激励的公司的行业分布远低于主板市场,主要分布在制造业、信息技术业、批发零售业、建筑业、房地产业和农林牧渔业六个行业,其中制造业和信息技术业所占比重分别为64.13%和15.38%,具体见表2。

表2 不同行业公司实施股权激励后业绩变化

行业	样本数量	比重	净资产收益率(%)				
			2006年	2007年	2008年	2009年	2010年
农林牧渔业(SROE)	1	2.56%	35.02	14.75	10.18	14.28	26.38
AVE			18.43	8.20	6.52	12.54	14.49
RAT					100%		
ROE			16.59	6.55	3.66	1.74	11.89
房地产业(SROE)	2	5.12%		27.75	19.44	25.57	22.77
AVE			-0.49	10.07	16.19	18.15	18.14
RAT							100%
ROE				17.68	3.25	7.42	4.63
建筑业(SROE)	2	5.12%	30.56	15.48	20.64	27.31	29.53
AVE			18.36	12.92	12.39	16.73	15.50
RAT					50%		50%
ROE			12.21	2.56	8.25	10.58	14.02
批发零售业(SROE)	3	7.69%	33.86	37.68	31.25	20.37	20.28
AVE			28.83	26.61	20.41	16.59	15.40
RAT							100%
ROE			5.04	11.07	10.84	3.78	4.88
信息技术业(SROE)	6	15.38%	19.28	21.91	18.50	19.92	17.90
AVE			17.63	18.01	13.14	14.75	11.65
RAT							33.33%
ROE			1.65	3.90	5.36	5.17	6.25
制造业(SROE)	25	64.13%	16.29	15.25	13.78	15.18	13.31
AVE			13.81	12.58	9.04	12.11	11.54
RAT					20%	12%	48%
ROE			2.48	2.67	4.74	3.07	1.77

注:SROE代表各行业调整后的净资产收益率;AVE代表样本公司所在行业的平均净资产收益率;RAT代表该年度开始实施股权激励公司占该行业实施股权激励总公司的比例;ROE代表扣除行业因素后的净资产收益率。

由表2可以看出,房地产业、信息技术业和批发零售业的激励效果不太明显,这与我国中小板上市公司中民营企业居多有关,由于其经营领域多为新兴高科技行业和第三产业,这

些行业竞争激烈,市场未知因素较多,企业业绩变动较大,不利于股权持有者行权,实施股权激励要求公司的经营具有稳定性,因而这些行业股权激励长期效应不明显。农林牧渔业由于样本只有一家,不具有代表性。建筑业的激励效应最为明显,且公司业绩呈逐年递增趋势。制造业因其样本多,且实施股权激励较早,因而代表性较强,但公司业绩呈现先增长后下降趋势,与 Jensen 和 Meckling(1976) 提出的股权激励可以统一股东和经营者的动机、对公司业绩具有长期激励效应相悖。

由于自 2008 年开始陆续有新的公司推出了股权激励计划,因而新加入公司可能会对表 2 分析中的 ROE 产生影响,为消除新加入公司对业绩评价指标的影响,我们选取 2007 年及以前实施了股权激励的一组公司为样本,对其激励效果作进一步的分析,根据深交所披露的公司年报数据,中小板上市公司中在 2007 年前实施了股权激励的公司共有 6 家。实施股权激励公司业绩情况具体见表 3。

**表 3 2006~2007年实施股权激励公司的业绩变化**

行业	样本数量	比重	净资产收益率(%)				
			2006年	2007年	2008年	2009年	2010年
建筑业(SROE)	1	16.67%	30.56	15.48	20.64	25.63	37.20
AVE			18.36	12.92	12.39	16.73	15.50
RAT				100%			
ROE				2.56	8.25	8.90	21.70
制造业(SROE)	5	83.33%	14.40	15.94	16.53	15.86	12.96
AVE			13.81	12.58	9.04	12.11	11.54
RAT			100%				
ROE			0.59	3.37	7.48	3.75	1.42

由表 3 可以看出,建筑业股权激励效果较为明显,自实施股权激励后呈逐年递增趋势,由于建筑业属于第二产业,行业发展较为稳定,利于管理者行权,因而长期激励效果较好;制造业虽同属第二产业,但公司业绩却表现为先上升后下降的倒 U 型结构,与剔除新加入公司前的整体趋势一致,说明该行业股权激励不具有长期效应,伴随管理层行权,股权激励效果减弱,公司业绩开始下滑,同时也预示着公司应该着手实施新一轮的股权激励计划。

(3)不同股权激励模式效果统计分析。为消除新增公司对不同激励模式下公司业绩的影响,表 4 中数据对以后年度新增公司予以剔除。

**表 4 不同股权激励模式激励效果**

行业	样本数量	扣除行业因素后的净资产收益率(%)				
		2006年	2007年	2008年	2009年	2010年
限制性股票	1				1.53	5.47
股票增值权	1		-2.44	-1.58	-1.29	1.22
股票受让权	1			3.66	1.74	11.89
股票期权	6	2.93	8.61	9.66	6.42	5.50

由上表分析可知,各种激励模式对公司的业绩都产生了积极的影响,除股票期权外,其他几种激励模式下公司业绩均

呈上升趋势,该种激励效应与所研究样本公司推出股权激励的时间较短有一定关系,其是否具有长期激励效应仍值得关注。股票期权激励模式推出较早,由于样本公司股票期权的行权期限均为五年,因而我们假定五年为一个股权激励周期,由表 4 数据可知,在一个股权激励周期内,实施股票期权激励模式的公司业绩为先上涨后下跌趋势。

(4)股权激励效果成因。通过以上分析,我们认为股权激励对公司业绩具有一定的提升作用,但公司业绩表现为倒 U 型,说明股权激励表现出长期效应。为了进一步揭示股权激励效应呈倒 U 型的原因,本文选择了行权次数和行权条件两方面对所有样本公司做了进一步研究。

从行权期限角度分析,通过样本公司披露的年报可知,我国上市公司对管理层授予的股权,大都为自股权授予日一年后达到业绩条件才能行权,且对行权次数做了具体要求。由表 5 可知,如果上市公司在 2006 年实施股权激励,则授予对象可自 2007 年开始行权,由于能否行权受到公司业绩的约束,因而 2007~2009 年的公司业绩受行权条件的影响较大,公司业绩表现较好,同时 2009 年以后伴随行权期的结束,公司业绩开始下滑。虽然 2009 年和 2010 年有新加入实施股权激励的公司,但由于股权激励对实施当期的影响较小,因而整体业绩为下滑趋势。

**表 5 样本公司股权激励行权次数统计**

行权次数	分三期行权	分四期行权	其他
样本数量	21	14	4

从行权的业绩条件角度分析,样本公司在制定股权激励的考核指标时,均选择了权益净利率和净利润增长率,由表 6 可知,大部分公司在制定股权激励方案时选择了实施股权激励的上一年作为业绩考核的基期,行权年度以净利润较基期的增长度作为考核标准,虽然如此设置考核指标可以对股权持有者产生一定的约束,从而减少利润操纵的空间,但是在满足第一期的行权条件后,公司业绩的考核标准若由定基增长率转换为环比增长率考虑,其环比增长率明显降低,随后的行权期内行权压力会变小,因而企业业绩在经历了快速增长后,其增长速度放缓,在扣除了行业因素影响后的公司业绩指标会逐年下降。

**表 6 样本公司股权激励基期统计**

基期年度	S-2	S-1	S	S+1	{(S-1)+S}/2
样本数量	5	26	4	3	1

表 6 中,S 代表公司以实施股权激励的当年作为业绩评估的基期,S±1 代表公司以实施股权激励的上一年或下一年作为业绩评价的基期。

### 三、研究结论

在剔除宏观经济和行业因素的影响后,本文得出以下结论:

1. 我国中小板上市公司实施的股权激励不具有长期效应。在样本公司的分析中,除制造业和建筑业外,其他行业实施股权激励后对公司业绩的影响并不明显。建筑业股权激励

# 债务期限结构对制造业上市公司非效率投资的影响

高民芳 冯爱爱

(西安工程大学管理学院 西安 710048)

**【摘要】** 本文以 2009 年沪深制造业上市公司经验数据为样本,运用修正的 Richardson 投资期望模型,考察债务期限结构与企业非效率投资的关系。实证结果表明,我国制造业上市公司可通过缩短债务期限来缓解投资不足。

**【关键词】** 债务期限结构 非效率投资 投资不足 过度投资

## 一、引言

2010 年 3 月 17 日《中国经济季报》指出,2009 年金融危机对全球制造业投资的影响远大于对第一产业和服务业的影响,投资总额有所下降。2010 年 10 月 18 日,中共中央第十二个五年规划中提到要改造提升制造业,这意味着未来国家将对制造业进一步予以政策上的扶持,我国制造业上市公司应抓住政策导向机会,加大投资力度。

投资行为是否具有效率直接关系到企业能否实现价值最大化。大量实证研究表明,我国上市公司存在比较严重的过度投资行为,制造业上市公司也存在投资非效率现象。西方主流财务理论认为负债尤其是短期负债能抑制企业的非效率投资行为。我国已有研究大多集中在自由现金流、股权结构等对企

效果明显,但由于实施股权激励的年限较短,因而其长期激励效应还需进一步关注。制造业业绩在一个激励周期内表现为倒 U 型结构,说明股权激励可以提高公司业绩,但不具有长期效应。

2. 公司业绩受股权激励行权次数和行权条件的约束。样本公司在制定股权激励计划时均限制了行权次数,因而在可行权期内公司业绩表现较好。伴随持有者的逐步行权和公司业绩环比增长幅度的降低,在新的激励计划制定之前,其激励效应减弱。

本文的研究局限在于,仅控制了宏观经济和行业因素的影响,由于公司业绩的改变受公司规模、股权激励效果、股票价格等多方面因素的影响,因而认为公司业绩的改变就是股权激励影响的结果不太合理,如何排除其他因素的影响,仍需进一步讨论。同时本文在解释公司业绩呈倒 U 型结构的原因时,未考虑样本公司设计股权激励方案的真正目的,即是基于激励动因还是福利动因。基于激励动因的股权激励是促使激励对象按股东价值最大化原则经营企业;而基于福利动因的股权激励则是机会主义地为激励对象谋福利。最后就是样本公司较少,仅对制造业股权激励周期内业绩表现进行了分析,研究结果具有一定的局限性。相信随着我国中小板市场的发

展和非效率投资行为的影响上,而对于债务期限结构对非效率投资的影响并未予以足够的重视。本文以 2009 年沪深制造业上市公司为研究样本,借鉴并修正 Richardson 投资期望模型,从债务期限结构视角,研究后金融危机时期我国制造业上市公司的非效率投资行为问题,以引导企业合理调整债务期限结构,提高投资效率。

## 二、研究假设

Myers(1977)最早提出企业投资不足问题。他认为当企业未来拥有较多的增长机会但长期债务过多,企业会因长期债务过多而面临还本付息的压力,因此债权人有可能分享被投资项目未来获得的大部分收益而损害股东利益。此时股东会放弃那些净现值为正的项目,从而产生企业投资不足问题。企

展和股权激励管理制度等法规制度的不断完善,股权激励体制对我国上市公司的业绩必将产生积极的影响。

### 主要参考文献

1. 顾斌,周立烨.我国上市公司股权激励实施效果研究.会计研究,2007;2
2. 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.经济研究,2003;5
3. 魏刚.高级管理层激励与上市公司绩效.经济研究,2000;3
4. 陈丝璐.股权激励对公司价值的影响因素研究——基于 A 股市场 2006~2008 年的实证研究.湖北工业大学学报,2010;6
5. 陈勇,廖冠民,王霆.我国上市公司股权激励效应的实施分析.管理世界,2005;2
6. 程隆云,岳春苗.上市公司高管层股权激励绩效的实证分析.经济与管理研究,2008;5
7. 吴淑琨.股权结构与公司绩效 U 型关系研究——1997~2000 年上市公司的实证研究.中国工业经济,2002;1
8. 袁燕,于海莹.基于上市公司实际数据的股权激励与公司业绩关系研究.当代经济,2007;6