

创业板公司股权激励的影响因素研究*

魏春燕¹

(1.上海财经大学会计学院, 上海 200433)

摘要:以2009至2014年间在创业板上市的公司为样本,本文探讨创业板公司采用股权激励的影响因素。研究发现,与以往关于主板市场的研究不同,创业板公司采用股权激励的主要驱动因素是人力资源需求,而非管理层权力。具体而言,高管离职率高、员工流失率高和劳动密集型公司更倾向于采用股权激励,而管理层权力与股权激励的关系在创业板公司中没有得到验证。进一步,本文通过考察股权激励方案的具体设计,包括授予条件、行权安排、有效期和业绩考核指标等因素,也发现创业板公司的股权激励设计能体现出人力资源需求。本文的研究结论有助于投资者理解创业板公司的激励机制,也为监管机构指导和监督创业板公司股权激励实践提供了参考意见。

关键词:股权激励;管理层权力;人力资源需求

中图分类号: F239.221 **文献标识码:** A

一、引言

中国的创业板市场建立于2009年,旨在为创业型企业、中小企业和高科技企业等提供融资途径和成长空间,是对主板市场的重要补充,在资本市场有着重要的位置,被国外媒体称为中国的“纳斯达克”。与主板市场上市公司相比,创业板上市公司在规模、成长性和创新性等方面均有显著不同,这类公司的主要特征是盈利基础不依赖于固定资产投资,而依赖于人力资源和技术创新等无形资产。因此,理论上而言,创业板公司更可能采取创新性的激励措施,如股权激励。股权激励作为一种先进的激励工具,在西方发达国家得到了广泛应用。中国证监会于2006年1月1日推出了《股权激励管理办法》,自此,国内上市公司开始正式引入股权激励。在此背景下,本文结合创业板公司对创新型人力资源的需求,研究其采用股权激励的影响因素。具体的,本文以2009至2014年间在创业板上市的公司为样本,试图回答两个问题,第一,创业板公司为什么采取股权激励,是否与管理层权力和人力资源需求有关?第二,创业板公司的股权激励方案是如何设计的,体现了激励功能还是管理层的自利行为?

证监会2006年推出了《股权激励管理办法》之后,2008年又相继发布了《股权激励有关事项备忘录1、2、3号》,这一系列政策旨在丰富上市公司的激励机制,为企业价值创造和持续发展提供制度支持。然而,上市公司采用股权激励的动因不尽相同,社会公众对股权激励的激励效应也有所存疑,股权激励的影响因素和实施效果还有待研究。目前关于股权激励的解释主要基于代理理论,认为股权激励是缓解代理问题的有效工具,原因在于股权激励使委托人与代理人的利益趋于一致,促使管理者做出有利于股东利益最大化的决策(Haugen and Senbet, 1981; Lewellen et al., 1987)。与之相对的观点认为管理者拥有较大权力,故而可能基于自利目的设计股权激励方案,使股权激励沦为管理者的一项福利(Bebchuk and Fried, 2003)。人力资源理论在此基础上提出了第三种解释,即股权激励具有吸引和留住人才的功能,尤其适用于乐观的、风险规避程度较低的员工,且增加了优秀员工的离职成本,这也是股权激励被媒体称为“金手铐”的原因(Oyer, 2004; Oyer and Schaefer, 2005)。

然而,现有关于股权激励的理论和证据大多基于西方发达国家或中国的主板市场,上述结论是否适用于创业板公司的实践,还有待检验。尤其是近年来学术界对主板市场上市公司股权激励“福利化”的批判(吕长江等, 2009; 吕长江等, 2011),使社会公众对股权激励的价值存疑。因此,在现阶段投资者保护较弱、公司治理尚不完善的背景下,创业板公司采取股权激励的动因值得深入研究。创业板公司自身的创新性和成长性特征加大了其对人力

*本文英文版刊发于中国会计学会英文期刊 China Journal of Accounting Studies 2017年第5卷第3期,限于篇幅,本文中文版有较大篇幅删减,因此,需了解更详细内容的读者请查阅英文期刊原文。

资源的需求,同时,创业板公司也面临着管理者和创业者身份合二为一、管理者权力较大的公司治理问题,存在股权激励沦为管理者寻租手段的可能性。这一矛盾点构成了创业板公司股权激励的复杂性。

基于 2009 至 2014 年间创业板公司实施股权激励的数据,本文实证结果发现,创业板的股权激励主要受人力资源需求的驱动,体现为高管离职率、员工流失率和劳动密集度对股权激励的解释力度较强,而管理层权力变量与股权激励的关系没有得到验证。进一步研究表明,创业板公司股权激励方案的设计也体现了人力资源需求和激励动机,“福利”动机没有得到验证。本文可能的贡献在于:首先,结合创业板公司的特征研究了股权激励的影响因素,区别于国外成熟市场和国内主板市场的研究,本文认为创业板的股权激励主要源于人力资源需求,而非管理者利用权力寻租;其次,从具体的激励方案设计来看,创业板的股权激励方案设计更为合理,考虑了授予条件、行权安排和业绩考核等多方面因素,有利于优化激励机制、吸引并留住人才。该结论有助于投资者理解创业板公司的创新型激励措施,也为监管机构进一步指导和监督创业板公司股权激励实践提供了参考意见。

本文余下部分的安排如下:第二部分为文献综述与研究假设,第三部分为研究设计,第四部分为实证结果,第五部分为研究结论。

二、文献综述与研究假设

(一) 文献综述

代理理论认为股东与管理者之间利益不一致和信息不对称是代理问题的根源,激励和监督是解决代理问题的主要手段。最优契约理论认为最优的激励契约是把管理者薪酬与企业业绩联系起来,即提高管理者与股东之间的利益一致性(Holmstrom, 1979; Jensen and Meckling, 1976)。其中,股权激励(包括:股票期权、限制性股票、股票增值权等形式)^①作为连接股东和管理者利益的重要机制,有助于股东与管理者的利益趋同,是降低代理成本、提供有效激励的重要手段。Haugen and Senbet (1981)认为股权激励有助于管理者利益与股东利益趋同,激励管理者以公司价值最大化为经营目标。Murphy (1999)发现支付给管理者的报酬数量并不重要,重要的是报酬的支付形式,即管理者的薪酬构成,薪酬中基于权益的薪酬比基于现金的薪酬更有利于激励高层管理者,促使其以公司的长远利益为决策目标,实现公司价值的最大化。实证研究也支持了股权激励的“激励”功能,如缓解股东与高管之间的利益冲突(Stulz, 1988);提高公司业绩(Yermack, 1995);克服年薪和奖金固有的短视导向缺陷等(Balsman, 2007)。

然而,随着股权激励的广泛采用,其诱发的“过度激励”问题开始突显。在信息不对称的情况下,管理层为实现个人利益可能出现操纵股权激励的行为(Bebchuk and Fried, 2003);或者通过择机、信息披露和盈余管理等方式实现其自利目的(Efendi et al., 2007; Choudhary et al., 2009)。Jensen and Murphy (1990)发现美国公司管理者利用职权之便谋取与管理才能和业绩贡献不相称的超额薪酬。Core et al. (1999)发现公司治理较差时,高管更可能获得超额薪酬。管理层权力理论将“过度激励”问题归因于管理层权力过大,认为管理层有能力影响董事会决策,包括股权激励方案的设计,尤其是总经理兼任董事长时,其权力更可能凌驾于董事会之上,从而利用职权之便寻租(Bebchuk and Fried, 2003)。例如,管理层寻租的方式之一就是采用不易观测且难以估值的激励方式,如股票期权、补贴收入、退休金和遣散费。因此,管理层权力理论认为股权激励并非解决代理问题的手段,而可能是代理问题导致的结果。

最优契约理论和管理层权力理论这两种对立的观点都以代理理论为基础,讨论股权激励能否起到激励作用。然而,在某些特定情境下,基于人力资源管理的理论能为股权激励提供增量解释。近年来,部分学者开始引入人力资本理论^②来解释股权激励,认为股权激励是人

^① 股票期权是指上市公司按照规定的程序授予本公司及其控股企业员工的一项权利,该权利允许被授权员工在未来时间内以某一特定价格购买本公司一定数量的股票。限制性股票是指上市公司按照股权激励计划约定的条件,授予公司员工一定数量本公司的股票。股票增值权是指上市公司授予公司员工在未来一定时期和约定条件下,获得规定数量的股票价格上升所带来收益的权利。

^② 人力资本理论起源于经济学,认为物质资本指物质产品上的资本,包括厂房、机器、设备、原材料、土地等;而人力资本则是体现在人身上的资本,即对生产者进行教育、职业培训等支出及其在接受教育时的机会成本等的总和,表现为蕴含于人身上的各种生产知识、劳动与管理技能的存量总和。

力资源管理的重要工具，具有吸引、筛选和留住人才的功能（Oyer, 2004）。尤其是在当今知识经济时代，“人才”逐渐成为推动企业成长的主要力量，因而人力资本所有者对利益的索求也相应提高。股权激励作为一种长期激励手段，通过赋予人力资本所有者不确定的股票收益，将人力资本所有者的利益与股东利益联系起来，激励其采取股东利益最大化的行为，在一定程度上可以解决人力资本的产权私有性问题。因此，相对于其他激励方式，股权激励更有利于激发人才的积极性和创造力。股权激励的收益基于未来股价波动，对于风险规避程度较低的员工尤为适用（Oyer and Schaefer, 2005）。正是由于股权激励具有吸引、筛选和留住人才的功能，对人力资源依赖较大和高管离职率较高的公司更有动机采用股权激励（Tzioumis, 2008；宗文龙等，2013）。

（二）研究假设

我国企业引入市场化激励机制的历史相对较短，从传统意义来讲，我国企业倚重责任心、公平、面子和关系等文化因素来激励员工，尤其是国有企业，高管不允许与员工薪酬差距过大。随着资本市场的发展，上市公司的薪酬激励机制逐渐趋于市场化，引入了绩效薪酬、奖金等激励措施，高管薪酬与公司业绩的敏感性所有上升（Firth et al., 2006）。然而，从总体薪酬结构来看，目前还缺乏有效的长期激励机制，如股权期权、限制性股票等，不能规避短期薪酬导致的管理者短视和自利行为。与美国等西方发达国家相比，中国上市公司的高管尽管薪酬总额差距在缩小，但薪酬结构还有待改善，其中最主要的体现就在于股权激励相对不足。因此，证监会自 2006 年以来出台了一系列指引股权激励实施的政策，旨在完善上市公司的薪酬系统，增加长期激励机制，优化薪酬结构。

基于现代公司所有权与经营权相分离的特征，薪酬激励的主要理论包括最优契约理论和管理层权力理论。最优契约理论认为有效的契约安排（如薪酬与业绩挂钩）可以激励管理者基于股东利益最大化做决策（Jensen and Meckling, 1976），最优的薪酬契约应该是利益趋同和风险共担之间的平衡（Holmstrom, 1979；Jensen and Murphy, 1990），而股权激励有助于管理者利益和股东利益趋于一致，激励管理者以公司价值最大化为经营目标（Haugen and Senbet, 1981）。股权激励也将管理者的收益与风险承担挂钩，缓解投资不足的问题（DeFusco et al., 1990）。然而，如果管理者可以影响董事会决策，甚至操纵股权激励的实施，则股权激励无法起到激励作用。已有大量研究表明，管理者权力较大时，股权激励可能“福利化”，沦为管理者寻租的工具（Bebchuk and Fried, 2003；吕长江等，2009；吕长江等，2011）。尤其是在我国投资者保护相对较弱、公司治理尚不完善的背景下，管理者更可能利用职权之便行使自利行为。目前基于我国主板市场的研究大多认为股权激励受到了管理者权力的影响。吴育辉和吴世农（2010）发现我国的股权激励方案设计体现出明显的高管自利行为，行权条件和业绩考核指标都异常宽松。王焱等（2012）也发现管理层权力影响股权激励方案的制定。结合创业板公司的特征，本文认为存在管理者利用权力操纵股权激励的可能性。其一，创业板公司多为股东与管理者身份合一、董事长与总经理两职合一，且董事会中高管兼任执行董事的比例较高，导致管理层权力较大；其二，创业板公司大多呈现高股价、高市盈率和高换手率等特征，投资者对创业板公司的高估值无疑会增加股权激励的预期收益，则宽松的授予和行权条件使管理层能通过股权激励获得巨额收益。因此，在管理层有能力且有动机利用股权激励获益的推论下，本文提出如下假设。

H1：管理层权力较大的公司，更可能采用股权激励。

除管理者权力理论之外，本文认为人力资源理论也能用于解释创业板公司的股权激励。基于人力资源管理的研究表明，年薪、奖金等短期激励手段容易引起管理者短视，且不利于留住核心人才，而股权激励设置了等待期、解锁期和禁售期等条件，管理者至少需要度过等待期才能获得相应收益，因而具有长期激励效应和留住人才的功能，股权激励也因此被称为留住核心人才的“金手铐”。此外，股权激励的收益不仅与公司股价和基本面有关，还取决于未来股价的波动率，是一种风险激励机制，因此，股权激励对于风险规避程度较低和乐观倾向的人才尤为适用（Oyer and Schaefer, 2005）。对于员工离职率较高的公司，也会更有动机采用股权激励来吸引并保留人才（Tzioumis, 2008）。因为股权激励增加了高管的离职成本，股票期权和限制性股票设有行权期和解锁期，限制性股票还需要高管预先出资购买公司股票并等待未来行权，高管离职不但无法获得相应收益，还须承担已发生的成本，离职成本大幅提高。因此，对于高管离职率较高的创业板上市公司而言，股权激励无疑是留住核心高管的

最佳手段。同时，创业板上市公司的成长创新对核心员工和技术人员的人力资本依赖较大，需要通过股权激励来吸引、筛选和留住人才。因此，员工流失率高和劳动密集度大的创业板公司更可能采用股权激励。基于上述创业板公司的人力资源需求，本文提出如下假设。

H2：对人力资源需求较高的公司，更可能采用股权激励。

三、研究设计

（一）样本选择及数据来源

本文选取 2009 至 2014 年间在创业板上市的公司为样本，共 419 家，1758 个公司-年度观测值，剔除财务数据和股票收益数据缺失的样本，最终得到 1705 个观测值。本文的研究数据来源于 CSMAR 数据库和 Wind 金融研究数据库，股权激励实施情况及股权激励方案设计的数据通过查阅上市公司披露的股权激励计划草案手工收集而得。为了检验上市公司采取股权激励的初始动机，本文以上市公司首次推出的《股权激励计划草案》为准搜集数据，但剔除了已取消股权激励的样本。样本的年度分布如表 1 所示，创业板中已公布采用股权激励方案的公司为 182 家，占总量的 43.44%，中小板中采用股权激励的公司为 228 家，占比 30.81%。主板中采用股权激励的公司为 93 家，占比 7.35%。表明相对于中小板和主板市场，创业板上市公司采用股权激励的比例最高。

表 1 样本年度分布表

年度	创业板			中小板			主板		
	采取家数	公司总数	采取比例	采取家数	公司总数	采取比例	采取家数	公司总数	采取比例
2009	0	58	0.00%	13	358	3.63%	4	1,277	0.31%
2010	18	188	9.57%	27	554	4.87%	11	1,276	0.86%
2011	37	293	12.63%	55	653	8.42%	20	1,271	1.57%
2012	41	355	11.55%	38	701	5.42%	17	1,269	1.34%
2013	53	379	13.98%	44	718	6.13%	18	1,267	1.42%
2014	33	419	7.88%	51	740	6.89%	23	1,266	1.82%
Sum	182	419	43.44%	228	740	30.81%	93	1,266	7.35%

（二）模型设计与变量定义

1.模型设计

为检验创业板公司采用股权激励的影响因素，本文首先按是否采用股权激励设置虚拟变量 (EI)，运用 Logistic 回归进行检验；其次，基于股权激励的管理层权力假说和人力资源需求假说，验证两种动机与股权激励方案设计 (EI_Design) 的关系。回归模型如下所示：

$$EI_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 M_Power_{i,t} + \beta_2 HR_{i,t} + Control-variables_{i,t} + IND + Year + \varepsilon$$

$$EI_Design_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 M_Power_{i,t} + \beta_2 HR_{i,t} + Control-variables_{i,t} + IND + Year + \varepsilon$$

2.变量定义

股权激励 (EI)：若上市公司采用了股权激励则取 1，否则取 0。

股权激励设计 (EI_Design)：股权激励方案的具体设计，包括行权价格、业绩考核、有效期、等待期、预留股份和员工获授股份比例等指标。

管理层权力 (M_Power)：借鉴已有文献的方法 (Core and Guay, 1999; Bebchuk and Fried, 2003; 王焯等, 2012)，本文选取三个变量衡量管理层权力。分别是：总经理在职时间 ($Ctenure$)，总经理在职时间越长，其权力就越大；总经理与董事长两职合一 ($Dual$)，总经理兼任董事长时，其权力更大；管理层持股 ($Mshare$)，管理层持股比例越高，权力越大。

人力资源需求 (HR)：借鉴已有文献的方法 (Tzioumis, 2008; 吕长江等, 2011)，本文认为高管离职率 ($CEO_Turnover$) 高的公司，具有留住高管的需求；员工流失率 ($Staff_Turnover$) 高，具有留住核心员工的需求；劳动密集度 ($Labor_Intensity$) 高的公司，对人力资源的需求较高。

控制变量：(1) 股权集中度 ($Conc$)。股权集中度较高的公司，大股东更有能力和动机

实施有效监督，对股权激励的需求较小；（2）公司规模（*Size*）。规模大的公司对高管和员工的人力资本要求较高，更有动机采用股权激励；（3）经营现金净流量（*CFO*）。现金流较强的公司一方面业绩较好，更可能采用股权激励，但另一方面也可能现金流充裕而更多地采用现金薪酬。（4）会计业绩（*ROE*）。会计业绩好的公司更容易推出股权激励计划。但也有可能会计业绩较差的公司，为了更好地激励管理者，而采用股权激励；（5）成长性（*MB*）。成长性较高的公司更可能采用股权激励，但市账比也反映了投资者的高估值，公司可能会避免在股价严重高估时推出股权激励；（6）市场业绩（*Return*）。股票的市场表现较好的公司，更可能推出股权激励计划，因为绩优股对管理者的吸引程度更高；（7）收益风险（*Risk*）。股票收益波动率较大的公司，其股权激励收益不确定性高，对管理者的吸引力较低。因此，股票收益波动率较小的公司更可能采用股权激励。此外，本文还控制了行业（*IND*）和年度（*Year*）。具体的变量定义与说明如表 2 所示：

表 2 变量定义与说明

	变量代码	变量名称	变量定义
因变量	<i>EI</i>	股权激励	上市公司采用股权激励取 1，否则取 0
	<i>Score</i>	行权价格	股票期权的行权价格或限制性股票的购买价格
	<i>Valid</i>	有效期	股票期权或限制性股票的有效期
	<i>Wait</i>	等待期	从获授股份到首次行权的等待期
	<i>ReShare</i>	预留股份	预留股份占总授予股份的比例
	<i>StaffShare</i>	员工股份	业务或技术人员获授的股份比例
自变量	<i>Ctenure</i>	CEO 任期	CEO 在该职位上的任职年限
	<i>Dual</i>	两职合一	董事长和总理由同一人担任
	<i>Mshare</i>	管理层持股	管理层持股比例 (当年员工人数-上年员工人数) / (两年平均员工人数)
	<i>Staff_Turnover</i>	员工流失率	过去一年发生总经理离职取 1，否则取 0
	<i>CEO_Turnover</i>	高管离职	总人工薪酬/产出价值，其中产出价值等于销售收入与存货价值之和
控制变量	<i>Labor_Intensity</i>	劳动密集度	
	<i>Conc</i>	股权集中度	第一大股东持股比例
	<i>Size</i>	公司规模	总资产的自然对数
	<i>CFO</i>	经营现金流	经营现金净流量/销售收入
	<i>ROE</i>	净资产收益率	净利润/净资产
	<i>MB</i>	成长性	市价与账面价值比率
	<i>Return</i>	股票收益率	年化收益率，月收益率均值×12
	<i>Risk</i>	股票收益波动率	年化波动率，月收益率标准差×(12 ^{0.5})
	<i>IND</i>	行业	虚拟变量，采用 CSRC 分类的一级行业代码设置
	<i>Year</i>	年度	2009-2014 年，设置 5 个虚拟变量

四、实证结果

（一）描述性统计

主要变量的描述性统计如表 3 所示，股权激励（*EI*）的均值为 0.273，表明 27.3% 的创业板公司采用了股权激励。行权价格（*Price*）的均值为 17.770，表明平均行权价为 17.77 元，行权价格较高。业绩指标得分（*Score*）的均值为 8.579，表明业绩指标得分较高。有效期（*Valid*）平均为 4.57 年，有效期相对较长。等待期（*Wait*）平均为 1.09 年，高于证监会规定最低 0.5 年。预留股份（*ReShare*）平均占总授予量的 7%，表明预留部分较少。员工股份（*StaffShare*）占授予股份的 72.3%，表明大部分股份授予给了业务或技术人员，授予给管理层的部分占 27.7%。总经理在职时间（*Ctenure*）均值为 4.642，表明创业板公司的平均总经理任期约为 5 年。两职兼任（*Dual*）均值为 0.465，表明近一半的创业板公司存在总经理兼任董事长的现象，高于主板公司。管理层持股（*Mshare*）均值为 0.353，远高于主板上市公司，表明创业

板管理层持股比例普遍较高^③。员工流失率 (*Staff_Turnover*) 均值为 0.149, 总经理离职 (*CEO_Turnover*) 均值为 0.301, 均表明创业板公司人员流动性较大。劳动密集度 (*Labor_Intensity*) 均值为 0.163, 表明劳动投入约占总产出价值的 16.3%。

表 3 主要变量的描述性统计

变量	观测值	均值	标准差	最小值	中位数	最大值
<i>EI</i>	1,705	0.273	0.445	0.000	0.000	1.000
<i>Price</i>	235	17.770	15.433	0.000	13.320	120.6
<i>Score</i>	235	8.579	2.277	1.000	8.000	15.000
<i>Valid</i>	235	4.568	0.936	3.000	4.000	10.000
<i>Wait</i>	235	1.093	0.287	1.000	1.000	3.000
<i>ReShare</i>	235	0.070	0.065	0.000	0.089	0.750
<i>StaffShare</i>	235	0.723	0.174	0.000	0.747	1.000
<i>Ctenure</i>	1,705	4.462	1.862	1.000	4.000	14.000
<i>Dual</i>	1,705	0.465	0.499	0.000	0.000	1.000
<i>Mshare</i>	1,705	0.353	0.230	0.000	0.397	0.913
<i>Staff_Turnover</i>	1,705	0.149	0.224	-0.816	0.104	1.645
<i>CEO_Turnover</i>	1,705	0.301	0.459	0.000	0.000	1.000
<i>Labor_Intensity</i>	1,705	0.163	0.140	0.021	0.118	0.819

(二) 股权激励的影响因素

表 4 报告了股权激励影响因素的回归结果, 其中, (1)、(2) 和 (3) 栏为创业板公司回归结果, (4)、(5) 和 (6) 栏为主板公司回归结果。创业板公司回归结果显示, 管理者权力的三个代理变量, 除了总经理在职时间 (*Ctenure*) 与股权激励的关系得到了验证之外 (回归系数为 0.199, 在 1% 的水平上显著), 其余两个变量的回归系数未通过显著性检验, 表明管理者权力理论在创业板公司样本没有得到有效验证。而基于主板公司的回归结果显示, 两职合一 (*Dual*) 和管理者持股 (*Mshare*) 均与股权激励显著正相关, 支持了管理者权力理论。人力资源需求的三个代理变量中, 员工流失率 (*Staff_Turnover*) 和劳动密集度 (*Labor_Intensity*) 与股权激励显著相关, 高管离职 (*CEO_Turnover*) 的回归系数没有通过显著性检验。该结果基本支持了人力资源需求理论, 表明创业板公司可能基于吸引和留住人才的动机而采用股权激励, 假设二得到了验证。综上, 创业板公司股权激励的影响因素与主板公司有所不同, 体现为创业板公司基于人力资源需求而非管理层权力采用股权激励, 而主板公司的股权激励可能受管理层权力的影响。控制变量的回归结果与以往文献基本一致。

表 4 股权激励影响因素的回归结果

变量	DV=EI					
	创业板公司			主板公司		
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
<i>_cons</i>	-35.549 (-0.05)	-34.022 (-0.05)	-34.235 (-0.05)	-10.165*** (-15.09)	-6.249*** (-10.45)	-9.842*** (-14.61)
<i>Ctenure</i>	0.159*** (3.82)		0.199*** (3.76)	0.089 (0.93)		0.019* (1.68)
<i>Dual</i>	0.063 (0.50)		0.170 (1.08)	0.646*** (9.29)		0.666*** (9.50)
<i>Mshare</i>	0.303 (1.07)		0.219 (0.95)	1.641*** (16.25)		1.495*** (15.01)
<i>Staff_Turnover</i>		1.002*** (2.93)	0.965*** (2.84)		0.362* (1.87)	0.201* (1.85)
<i>CEO_Turnover</i>		0.109	0.046		-0.511**	-0.370*

^③ 据吕长江等 (2011) 的统计, 2005-2009 年间, 主板上市公司平均管理层持股比例为 4.86%, 总经理与董事长两职合一的比例为 19%, 可见, 创业板上市公司管理层持股更多, 两职合一的现象也更为普遍。

		(0.64)	(0.27)		(-2.26)	(1.73)
<i>Labor_Intensity</i>		0.908*	0.938*		0.008	0.002
		(1.68)	(1.76)		(0.19)	(0.12)
<i>Conc</i>	-0.667	-0.980*	-1.124*	-1.040***	-1.082***	-1.094***
	(-1.55)	(-1.69)	(-1.85)	(-5.60)	(-5.30)	(-5.83)
<i>Size</i>	0.823***	0.716***	0.700***	0.297***	0.137***	0.295***
	(7.30)	(4.94)	(4.71)	(10.51)	(5.42)	(10.33)
<i>CFO</i>	1.122	1.011	0.945	1.315***	1.130***	1.346***
	(0.69)	(0.37)	(0.34)	(5.89)	(5.69)	(5.81)
<i>ROE</i>	1.891*	1.715*	1.845*	0.086***	0.092***	0.093***
	(1.87)	(1.71)	(1.84)	(2.70)	(2.95)	(2.88)
<i>MB</i>	0.031	0.076	0.061	0.301	0.357	0.531
	(0.95)	(1.50)	(1.19)	(1.09)	(1.25)	(1.44)
<i>Return</i>	0.612***	0.535*	0.503*	0.156***	0.130***	0.138***
	(2.94)	(1.88)	(1.75)	(3.49)	(2.88)	(2.97)
<i>Risk</i>	-0.876***	-0.705***	-0.828***	-0.279	-0.175	-0.164
	(-4.69)	(-3.08)	(-4.42)	(1.14)	(1.01)	(0.98)
<i>IND</i>	Included	Included	Included	Included	Included	Included
<i>Year</i>	Included	Included	Included	Included	Included	Included
<i>N</i>	1,705	1,705	1,705	9,786	9,786	9,786
<i>LR_chi2</i>	348.36	333.28	348.41	951.30	655.63	950.05
<i>Pseudo R²</i>	0.1733	0.1703	0.1814	0.1280	0.1075	0.1382

注：*、**、***分别表示统计值通过了10%、5%和1%水平的显著性检验。

(三) 股权激励设计方案研究

1. 股权激励的业绩考核指标

为检验股权激励的管理层权力动机和人力资源需求动机,本文进一步搜集了股权激励方案的详细信息。首先统计了股权激励方案中的业绩考核标准。借鉴吴育辉和吴世农(2010)的方法,选取了指标数量、指标质量、指标性质、指标标准和综合得分等5个变量衡量业绩考核的严格程度。其中,综合得分是前四个变量赋值的加总,得分越高表示业绩考核越严格。指标数量、指标质量、指标性质和指标标准的赋值情况如表5所示。

表5 绩效考核指标体系评分标准

指标数量		指标质量		指标性质		指标标准	
数量	得分	质量	得分	性质	得分	标准	得分
1个	1	会计盈利指标	1	绝对值	1	0-20%	1
2个	2	现金或市值指标	2	纵向比较	2	20%-40%	2
3个	3	会计+现金或会计+市值指标	3	横向比较或绝对值+纵向比较	3	40%-60%	3
4个	4	现金+市值	4	绝对值+横向比较	4	60%-80%	4
5个	5	3种指标	5	3种性质或纵向+横向比较	5	80%-100%	5

注: 指标标准指净利润增长率。

表6报告了绩效考核指标的得分情况。创业板公司股权激励的绩效考核指标综合得分均值为8.959, 指标数量得分均值为2.222, 指标质量得分均值为1.881, 指标性质得分均值为3.139, 指标标准得分均值为2.861^④。创业板公司绩效考核指标的综合得分和各分项得分均高于主板上市公司, 表明创业板公司的股权激励设计更能体现激励动机。综上, 创业板公司股权激励的绩效考核较为严格, 业绩要求较高, 一定程度上限制了管理层的寻租行为, 有利于发挥股权激励的激励作用和留住人才的人力资源管理功能。

表6 绩效考核指标体系得分统计表

	观测数	均值	标准差	最小值	中位数	最大值
--	-----	----	-----	-----	-----	-----

^④ 吴育辉和吴世农(2010)对主板上市公司2006-2008年间的82份股权激励计划草案统计显示, 综合得分均值为8.62, 指标数量得分均值为1.93, 指标质量得分均值为1.07, 指标性质得分均值为2.77, 指标标准得分均值为2.85。

指标数量	235	2.222	0.809	1	2	4
指标质量	235	1.881	0.651	1	2	4
指标性质	235	3.139	0.918	1	3	5
指标标准	235	2.361	0.997	1	2	5
综合得分	235	8.959	1.964	5	8	16

2.股权激励方案的回归分析

本文利用模型（2）检验创业板公司股权激励方案设计是否与管理层权力和人力资源需求有关。回归结果如表 7 所示，股权激励方案的具体指标包括：行权价格（*Price*）、业绩指标得分（*Score*）、有效期（*Valid*）、等待期（*Wait*）、预留股份（*ReShare*）和员工获授股份（*StaffShare*）。基于人力资源需求理论，预期以吸引、筛选和留住人才为动机的股权激励，其行权价格较高、业绩指标考核更为严格、有效期较长、等待期较长、设置预留股份机制，且技术或业务人员等普通员工获授股份的比例较高。回归结果显示，管理层权力变量的回归系数大多没有通过显著性检验，其中，总经理在职时间（*Ctenure*）与员工股份负相关，两职合一（*Dual*）与预留股份负相关，管理层持股（*Mshare*）与有效期和等待期负相关，部分验证了管理者利用权力干预股权激励方案设计。人力资源需求变量的回归结果显示，员工离职率（*Staff_Turnover*）除了与业绩考核指标（*Score*）负相关之外，与其他股权激励质量指标均正相关，表明具有人力资源需求的公司，股权激励方案设计约合理。高管离职率（*CEO_Turnover*）和劳动密集度（*Labor_Intensity*）的回归结果也部分验证了人力资源需求与股权激励方案合理性的正相关关系。综上，创业板公司的股权激励方案设计能够体现吸引、筛选和留住人才的人力资源管理动机，该结论进一步支持了前文的人力资源需求假说。

表 7 股权激励方案设计的回归结果

变量	(1) DV=Price	(2) DV=Score	(3) DV=Valid	(4) DV=Wait	(5) DV=ReShare	(6) DV=StaffShare
<i>_cons</i>	-11.213 (-1.55)	0.598 (0.17)	5.890* (1.69)	1.485 (1.28)	0.062 (0.36)	0.079 (0.24)
<i>Ctenure</i>	-0.649 (-1.03)	0.140 (1.04)	-0.019 (-0.33)	-0.013 (-0.69)	-0.002 (-0.94)	-0.026*** (-2.69)
<i>Dual</i>	-1.412 (-0.82)	-0.107 (-0.29)	-0.079 (-0.54)	-0.015 (-0.36)	-0.024*** (-3.11)	0.042 (1.60)
<i>Mshare</i>	3.838 (1.45)	-0.705 (-0.82)	-0.950** (-2.57)	-0.146* (-1.93)	0.034* (1.90)	0.102* (1.67)
<i>Staff_Turnover</i>	2.567* (1.83)	-0.834* (-1.93)	0.135* (1.73)	0.108* (1.70)	0.029* (1.74)	0.149** (2.37)
<i>CEO_Turnover</i>	0.332 (1.07)	-0.022 (-0.92)	0.286* (1.95)	0.042 (1.16)	0.032* (1.81)	0.051* (1.94)
<i>Labor_Intensity</i>	1.413 (0.80)	-0.817* (-1.71)	0.422** (2.14)	0.049* (1.68)	0.052* (1.76)	0.217* (1.88)
<i>Control variables</i>	Included	Included	Included	Included	Included	Included
<i>IND</i>	Included	Included	Included	Included	Included	Included
<i>Year</i>	Included	Included	Included	Included	Included	Included
<i>N</i>	235	235	235	235	235	235
<i>F</i>	15.01	10.09	11.50	10.81	11.59	11.90
<i>Ad R²</i>	0.3870	0.1466	0.2236	0.1280	0.2241	0.2311

注：*、**、***分别表示统计值通过了 10%、5%和 1%水平的显著性检验。

五、研究结论

本文以创业板公司为样本，研究了股权激励的影响因素。本文的研究结论表明，创业板公司采用股权激励的动机与人力资源需求有关，而与管理层权力无关。具体的，员工流失率

高、高管离职率高和劳动密集度大的公司更可能采用股权激励。进一步研究表明,创业板公司股权激励方案的设计也体现了吸引、筛选和留住人才的人力资源管理功能,基于管理层权力理论的“福利化”动机和管理者自利行为没有得到验证。综上,本文认为,尽管以往基于国内主板市场的研究表明,上市公司采用股权激励具有给高管发福利的动机,其股权激励方案设计体现了高管的自利行为(吕长江等,2009,吴育辉和吴世农,2010),但这种现象在创业板公司中没有得到验证。相反,结合创业板公司高成长、高创新和高人力资源需求等特征,本文认为股权激励是补充长期激励机制、优化薪酬结构的有效工具,有利于创业板公司吸引、筛选和留住核心人才。对创业板公司股权激励影响因素和方案设计的实证研究结果也支持了人力资源需求理论。但创业板公司股权激励实施的过程中,也应注意管理层权力过大导致的干预行为,严格设置业绩考核指标、优化方案设计,以更好地发挥股权激励的长期激励效果和留住人才的功能。

本文的研究拓宽了股权激励影响因素的研究视角,结合中国创业板公司的特征和激励现状,得出了不同于国外市场和国内主板市场的结论,是对现有股权激励理论的有益补充,为上市公司积极采用创新型激励手段、优化薪酬结构提供了借鉴意见。同时,本文的研究结论对国内投资者正确认识和理解创业板公司的激励体系具有参考意义,也为监管部门进一步指导和监督创业板公司股权激励的实施提供了支持证据。

参考文献

- [1] 吕长江,严明珠,郑慧莲,许静静.为什么上市公司选择股权激励计划.会计研究[J],2011,(1): 68-76.
- [2] 吕长江,郑慧莲,严明珠,许静静.上市公司股权激励制度设计:是激励还是福利.管理世界[J],2009,(9): 133-148.
- [3] 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.会计研究[J],2012,(10): 35-42.
- [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.管理世界[J],2010,(5): 141-149.
- [5] 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.会计研究[J],2013(9): 58-63.
- [6] Bebchuk, L. A., and J. M. Fried. Executive compensation as an agency problem. *Journal of Economic Perspectives*, 2003, 17(1): 71-92.
- [7] Choudhary, P., S. Rajgopal, and M. Venkatachalam. Accelerated Vesting of Employee Stock Options in Anticipation of FAS 123-R. *Journal of Accounting Research*, 2009, 47(1): 105-146.
- [8] Core, J. E., R. W. Holthausen, and D. F. Larcker. Corporate Governance, Chief Executive Officer Compensation and Firm Performance. *Journal of Financial Economics*, 1999, 51(3): 371-406.
- [9] Firth, M., P. Fung, and O. Rui. Corporate performance and CEO compensation in China. *Journal of Corporate Finance*, 2006, 12(4): 693-714.
- [10] Haugen, R. A., and L.W. Senbet. Resolving the agency problem with external capital through options. *Journal of Finance*, 1981, 36(3): 629-647.
- [11] Holmstrom, B. Moral hazard and observability. *Bell Journal of Economics*, 1979, 10(1): 74-91
- [12] Jensen, M. C., and W. H. Meckling. Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure. *Journal of Financial Economics*, 1976, 3(4): 305-360.
- [13] Jensen, M. C., and K. J. Murphy. Performance pay and top-management incentives. *Journal of Political Economy*, 1990, 98(2): 225-264.
- [14] Oyer, P. Why Do Firms Use Incentives that Have No Incentive Effects?. *The Journal of Finance*, 2004, 59(4): 1619-1649.
- [15] Oyer, P., and D. Schaefer. Why do some firms give stock options to all employees? An empirical examination of alternative theories. *Journal of Financial Economics*, 2005, 76(1): 99-133.
- [16] Tziomis, K. Why do Firms Adopt CEO Stock Options? Evidence from the United States. *Journal of Economic Behavior and Organization*, 2008, 68(1): 100-111.

Determinants of Equity Incentive in Companies Listed on the Growth Enterprise Market

Wei Chunyan

Abstract: Using Chinese companies listed on the Growth Enterprise Market (hereafter GEM) from the period 2009 to 2014, I investigate the determinants of equity incentive. The findings are different from prior researches that based on companies listed on the main board. Specifically, equity incentive plans in GEM companies is influenced by human resource demand, rather than managerial power. Further investigation regarding the detail of equity incentive plans, such as granting requirements, vesting conditions, and validity period, also supports hypotheses that derived from human resource theory. Collectively, this paper highlights the attracting and retaining human resource role of equity incentive. The findings have implications for regulators in encouraging and supervising the practice of equity incentive in listed companies.

[作者联系方式]

魏春燕，上海财经大学会计学院讲师

通讯地址：上海市杨浦区武川路 111 号上海财经大学会计学院 407，邮政编码：200433

联系电话：17317900153

E-mail 地址：wei.chunyan@shufe.edu.cn

[论文所属领域]管理会计