

# Relationship between Equity Incentive of Listed Companies on Growth Enterprise Market and the Performance of Company

## —Review and Evaluation

Qicheng Chang<sup>1</sup>, Yan Gao<sup>2</sup>

<sup>1</sup>School of Sciences, Beijing University of Posts and Telecommunications, Beijing

<sup>2</sup>North China Electric Power University, Baoding Hebei

Email: [931691337@qq.com](mailto:931691337@qq.com)

Received: Sept. 6<sup>th</sup>, 2015; accepted: Sept. 22<sup>nd</sup>, 2015; published: Sept. 29<sup>th</sup>, 2015

Copyright © 2015 by authors and Hans Publishers Inc.

This work is licensed under the Creative Commons Attribution International License (CC BY).

<http://creativecommons.org/licenses/by/4.0/>



Open Access

---

### Abstract

Separation of two rights which operates in the modern enterprise system makes their own different profit pursuit between enterprise owners and operators become potential conflicts. The utilization of equity incentive bound interests of the both together. Through using this method, enterprise owners grant certain stock rights to operators and thus make the operators participate in management decisions and interests distribution and undertake operational risks. Since its establishment on October thirtieth 2009, the Shenzhen Stock Exchange GEM market has been used as an effective complement to capital market of China. GEM listed companies has constantly tried to adopt equity incentive system since 2010. This paper reviews relevant literatures at home and abroad, and then gives an evaluation.

### Keywords

Growth Enterprise Market, Equity Incentive, Performance of the Company, Review, Evaluation

---

# 创业板上市公司股权激励与公司绩效相关性

## —研究综述与评价

常启诚<sup>1</sup>, 高艳<sup>2</sup>

<sup>1</sup>北京邮电大学理学院, 北京

<sup>2</sup>华北电力大学, 河北 保定

Email: [931691337@qq.com](mailto:931691337@qq.com)

收稿日期: 2015年9月6日; 录用日期: 2015年9月22日; 发布日期: 2015年9月29日

---

## 摘要

现代企业制度的两权分离使得企业的所有者与企业的经营者之间对自身利益的不同诉求成了潜在矛盾。股权激励制度的运用将二者的利益绑定, 所有者通过授予经营者一定的股权, 使得经营者以股东身份参与企业的管理决策、利益分配、承担经营风险。深交所创业板市场自2009年10月30日开板以来, 一直作为我国资本市场的有效补充, 自2010年起, 创业板上市公司不断进行着股权激励的尝试。本文对创业板上市公司股权激励与公司绩效相关性研究的相关文献进行了综述, 并对现有研究成果进行评价。

## 关键词

创业板, 股权激励, 公司绩效, 综述, 评价

---

## 1. 引言

股权激励制度起源于20世纪50年代的美国, 1952年, 美国菲泽尔公司设计并推出了世界上第一个股票期权计划。1956年, 美国潘尼苏拉报纸公司第一次推出员工持股计划(ESOP)。此后, 随着一系列保障法的出台, 股权激励制度开始在美国盛行, 并在八、九十年代迅速地推广到世界各地, 成为捆绑委托人与代理人利益, 实现公司长远发展的一种有效机制。然而, 随着安然、世通等企业财务丑闻的曝光, 学术界及实务界对股权激励的质疑达到高潮。

众所周知的原因, 我国的股权激励机制起步较晚。20世纪80年代, 我国开始股份制改革; 90年代以后, 部分企业开始尝试实施股权激励, 1993年深圳万科公司起草了“职员股份计划规范”, 这可能是国内最早对股权激励机制进行探索的公司; 2005年, 我国颁布《上市公司股权激励管理办法(试行)》, 此后, 关于股权激励相关法律法规的相继颁布与实施, 有力地推动了股权激励在我国的发展。2009年我国采取股权激励制度的上市公司有19家, 到2013年这一数量变成153家, 三年增长7倍多。

自2009年10月30日创业板正式开盘以来, 我国的创业板市场实现了稳步而有序地发展, 截至2014年10月, 我国深交所创业板上市公司已有398家。随着法律法规的不断健全及我国资本市场的逐步发展, 创业板上市公司也尝试着股权激励的制度。2010年, 我国创业板共有17家公司公布股权激励公告, 2011年共34家, 2012年共46家, 2013年共59家, 增长速度不容小觑。

我国上市公司在实施股权激励的实践中, 取得了一定的成效。但不可否认的是, 对于这个推动企业快速发展和国民经济增长的新生事物, 我们的探索还尚处在起步阶段。尤其是对于刚刚上市5年多的创业板市场来说, 股权激励制度的尝试刚刚开始, 股权激励对公司绩效的影响尚待研究。因此, 本文对我国创业板上市公司股权激励与公司绩效相关性方面的文献进行综述、评价, 以期探索股权激励在创业板上市公司的发展成效, 为企业利益相关者服务。

## 2. 国外研究现状

西方国家资本市场发展较早且较完善, 故学术界及实务届对创业板市场及股权激励的研究较为丰富。

## 2.1. 有关股权激励方面的研究

国外学者对于股权激励的研究涉及到方方面面, 有股权激励可能导致的会计违规的研究, 有股权激励的计量方法的研究, 有股权激励效果的影响因素研究, 有股权激励与公司绩效的相关性的研究等。

Erickson, Hanlon, Maydew (2006)指出对于高层管理人员股票的激励可能会导致会计欺诈的产生[1]。Armstrong, Jagolinzer, Larcker (2010)通过实证研究发现, 在首席执行官有较高水平的股权激励的公司, 会计违规行为发生的频率较低[2]。Jensen 和 Murphy (1990)提出了高管股权激励的衡量是昂贵的, 因为公开资料中并不能取得高管股权特征的完整数据[3]。Core 和 Guay (2001)提出并证实了一种不贵而且准确的衡量期权组合价值的方法, 该方法可以应用到高管股票期权组织和企业范围的期权计划[4]。Guay, Kothari 和 Sloan (2003)认为股权激励的授予实际上是公司与员工之间发生的一项特殊的交易, 应该费用化[5]。Tzioumis (2008)对于 1994 年~2004 年美国公司高管股权激励的决定因素进行了研究, 证实了高管薪酬结构的激励作用与选择作用[6]。Rego 和 Wilson (2012)研究了股权激励机制对企业税收的影响[7]。

## 2.2. 有关股权激励与公司绩效方面的研究

国外针对股权激励与企业绩效关系的实证研究, 主要有以下三种结果:

第一种, 弱相关。Bakeer, Jensen, Murphy (1988)对美国 1974 至 1986 年期间 1000 多个公司的 CEO 财富数据进行分析, 通过收入 - 业绩模型研究经理人薪酬与股东财富关系, 实证结果为: 股票市值每增加 1000 美元, 样本中 CEO 的财富变化为 3.25 美元。研究结论为: 虽然加入了股权激励政策, 但总体来看薪酬对业绩的敏感性不高, 实施股权激励政策与企业绩效之间呈弱相关关系[8]。

第二种, 正相关。Hall 和 Leibman (1998)采集了近 15 年的数据, 对美国 478 家大型企业 CEO 的薪酬状况进行分析: 公司实施股权激励政策后, 公司价值增加 10%, 管理人员的薪酬就能增加近 25%, 表明股权激励的薪酬模式对业绩的激励效应十分显著[9]。Su (2010)收集了 1999~2007 年 1362 个中国上市公司的样本, 研究发现对高管授予的股权差距与公司绩效正相关[10]。

第三种, 分段式相关性。Morck (1990)等选取托宾 Q 值为被解释变量, 以美国 500 强中的 371 个公司为样本, 运用分段回归方法对选取的截面数据进行回归分析, 发现管理层持股比例与公司绩效间存在分段式线性关系: 当管理层持股较低时, 两者存在正相关关系; 当管理层持股比例逐渐提高时(5%~25%之间), 公司业绩与管理层股权比例负相关; 当管理层股权大于 25%时, 两者又呈正相关[11]。McConnell 和 Servaes (1990)选择了 2266 家公司为实证研究样本, 通过敏感性分析, 发现当股东持股比例逐渐增加时, 两者呈正相关关系; 当持股比例达到 40%~50%之间时, 两者呈负相关关系[12]。Hermalin 和 Weishach (1991)将公司内部高层股权比例分为四个区间, 对企业财务绩效与高层持股比例间的关系进行研究, 同样发现, 公司财务绩效随着高管股权比例的增加在不同的区间上呈正向、负向、正向、负向的关系[13]。

## 3. 国内研究现状

改革开放以后, 随着我国经济的发展, 资本市场逐步建立, 相关制度法规相继出台, 创业板市场酝酿多年终于成功开板, 上市公司对于股权激励制度不断进行尝试, 我国学者也对此进行了广泛的研究。

### 3.1. 关于股权激励与公司绩效相关性的研究

国内关于股权激励与公司绩效相关性的研究, 主要分为两种观点, 没有相关关系及有相关关系。

第一种, 股权激励与公司业绩没有显著相关关系。

袁国良、王怀芳(1999)选取公司高管层所持股票比例为解释变量, 以股权收益率 ROE 为被解释变量, 建立回归模型进行实证检验, 得出我国上市公司高管的持股比例与企业业绩之间不存在显著的相关关系

的结论[14]。李增泉(2000)以 1999 年 800 家上市公司作为样本, 实证分析得出较低的股权激励持股比例不会对高级管理层产生激励作用, 但是当管理层股权激励持股比例达到一定比例后, 持股比例的高低对公司业绩有显著的影响[15]。同一年, 魏刚以 1998 年沪、深 A 股 756 家公司为样本, 以加权平均的净资产收益率(ROE)作为企业业绩财务指标, 与高管持股比例数据进行敏感性分析, 发现两者没有显著的相关关系[16]。胡铭(2003)的研究结果显示高管层持股比例与公司业绩不相关[17]。宋增基、张宗益、朱健(2005)的实证研究结果显示管理层持股比例与上市公司的业绩之间基本不存在相关关系[18]。顾斌、周立烨(2007)在剔除其他因素对业绩指标影响的前提下, 得出上市公司业绩受高管人员股权激励影响的长期效应不明显[19]。程隆云、岳春苗(2008)运用回归分析的方法进行实证研究, 发现管理层持股比例与公司业绩的相关关系不显著, 认为我国上市公司的股权激励总体来说失效了[20]。宋渊洋、李元旭(2010)通过配对样本分析, 发现我国上市公司高级管理层的薪酬与公司业绩之间无相关关系[21]。

第二种, 股权激励与公司绩效有相关关系。

一部分学者研究发现, 股权激励与公司业绩正相关。刘国亮、王加胜(2000), 张晖明、陈志广(2002), 邱世远、徐国栋(2003)的实证检验发现, 管理层持股比例与公司业绩之间存在正相关关系[22]-[24]。胡铁军, 关明坤(2008)以改股后 51 家上市公司作为研究对象, 发现实施高管激励机制对公司的绩效有积极作用, 而且其激励效果显著强于薪酬激励[25]。莫冬燕、邵聪(2010)采用多元回归的方法研究高级管理层持股比例与公司业绩的关系, 结果显示二者正相关[26]。

一部分学者认为, 股权激励与公司业绩曲线相关。吴淑琨(2002)的研究表明股权集中度、内部持股比例与公司业绩(ROA)呈现显著的倒 U 型相关关系[27]。章雁(2010)以我国 2009 年实施股权激励的上市公司作为样本, 采用非线性回归的方法检验高级管理层股权激励与公司业绩的关系, 研究结果显示, 二者存在曲线关系, 当高级管理层持股比例介于 11.77% 和 60.05% 之间时, 二者正相关; 当高级管理层持股比例低于 11.77% 或高于 60.05% 时, 高级管理层持股比例与公司业绩负相关[28]。

此外, 还有部分学者在研究股权激励对公司绩效的影响时有别的发现。张宗益、宋增基(2002)认为公司绩效与经理持股比例存在立方关系[29]。周建波、孙菊生(2003)研究发现我国上市公司实施股权激励存在选择性偏见, 即提出股权激励计划的公司其之前的业绩普遍较好; 对于成长性较高的公司, 随着股权激励计划中经营者持股数量的增加, 其公司业绩与价值显著提升, 二者呈现显著正相关关系; 对于内部治理不完善的公司, 随着股权激励计划中授予经营者股权比例的增加, 经营者对公司价值的侵害严重, 二者呈现负相关关系[30]。俞鸿琳(2006)对 2001 年至 2003 年的 933 家上市公司进行实证研究, 结果显示: 在国有控股的上市公司中, 管理层持股比例与公司价值呈现负相关关系; 而对于非国有控股的上市公司以及所有上市公司, 二者呈现正相关关系, 但不显著[31]。李维安、李汉军(2006)研究发现股权激励和公司业绩的关系会随着公司股权结构的变化而变化。当第一大股东持股比例介于 20% 和 40% 之间时, 管理层持股比例与公司业绩之间呈现倒 U 型关系; 除此之外, 股权激励无效果[32]。

### 3.2. 有关创业板上市公司股权激励与公司绩效的研究

林丹凤(2011)对 2006 年 1 月至 2011 年 5 月中小板、创业板的股权激励发展状况及特点进行了总结[33]。杨丽(2011)运用比较分析的方法对我国创业板市场的股权激励与国外股权激励机制进行比较, 发现我国创业板市场的有效性很低, 创业板公司治理结构不健全等问题[34]。高凤莲(2010)认为创业板公司股权高度集中, 且非流通股比例较高, 建议通过建立股权的内部制衡机制来实现对激励对象的约束[35]。丁荣清, 倪凤莲(2012)以推出股权激励计划的创业板上市公司为样本, 采用事件研究法分析了股权激励所产生的市场效应[36]。丁荣清, 狄玲梅(2012)以采取股权激励的 55 家创业板公司为对象, 分析了创业板公司股权激励的内容及其特征[37]。李巧(2013)以南都电源股权激励的两次实施情况为案例, 对股权激励方案的各

要素进行了分析[38]。代东东(2014)对创业板股权激励模式进行分析并指出现有激励模式存在的问题[39]。舒俊鑫(2014)以SZ公司为例,对我国创业板上市公司股权激励存在的问题进行分析,并提出从外部环境和内部环境两方面提升创业板股权激励效果的建议[40]。

## 4. 国内外研究评述

### 4.1. 研究结论方面

国外和国内的研究结论均显示,股权激励与公司绩效之间的相关性没有一致的说法。有的学者认为二者有相关关系,有的学者认为二者并无相关关系;在认为有相关关系的学者中,有正相关、曲线相关、分段式相关等不同结论。从已有文献来看,对于创业板市场的研究,并无有关股权激励与公司绩效相关性的论断。

### 4.2. 研究范围方面

国外资本市场较为健全,股票市场发展较为完善,股权激励的尝试较早,因此相关研究范围较我国更为广泛。从已有文献来看,我国对于股权激励与公司绩效相关性的研究主要集中在主板市场,有关创业板的研究微乎其微。这是由于我国创业板发展刚刚起步,采取股权激励的样本公司数量较少,一定程度上限制了学术研究的进展。

### 4.3. 样本选取方面

不同的文献对于样本的选取数量有多有少,样本时间跨度有大有小,但是样本的选取与研究结论之间并无明确的规律。总体来看,国外的文献对于样本的选取时间跨度普遍较长,样本数量普遍较大,这在一定程度也是由我国资本市场发展水平所限。

### 4.4. 研究方法方面

通过国内外文献梳理可见,国内外对于股权激励与公司绩效相关性的研究普遍采用实证研究的方法,通过选取一定的样本公司,构建回归模型、收入-业绩等模型对样本数据进行分析,进而得出研究结论。但是由于我国创业板市场2010年起才进行股权激励的尝试,样本公司数量相对较少,很难进行相应的实证研究与定量分析,因此我国目前针对创业板上市公司的股权激励研究主要是定性研究。

综上所述,针对我国创业板市场的进一步研究应该基于创业板上市公司的现有数据,选取合适的样本,确立合适的研究方法,在实证研究与定量研究方面获取突破,以填补这一领域的空白。

## 参考文献 (References)

- [1] Erickson, M., Hanlon, M. and Maydew, E.L. (2006) Is there a link between executive equity incentives and accounting fraud. *Journal of Accounting Research*, **44**, 113-143. <http://dx.doi.org/10.1111/j.1475-679X.2006.00194.x>
- [2] Armstrong, C.S., Jagolinzer, A.D. and Larcker, D.F. (2010) Chief executive officer equity incentives and accounting irregularities. *Journal of Accounting Research*, **48**, 225-271. <http://dx.doi.org/10.1111/j.1475-679X.2009.00361.x>
- [3] Jensen, M.C. and Murphy, K.J. (1990) CEO incentives—It's not how much you pay, but how. *Journal of Applied Corporate Finance*, **3**, 36-49. <http://dx.doi.org/10.1111/j.1745-6622.1990.tb00207.x>
- [4] Core, J.E. and Guay, W.R. (2001) Stock option plans for non-executive employees. *Journal of Financial Economics*, **61**, 253-287. [http://dx.doi.org/10.1016/S0304-405X\(01\)00062-9](http://dx.doi.org/10.1016/S0304-405X(01)00062-9)
- [5] Guay, W., Kothari, S. and Sloan, R. (2003) Accounting for employee stock options. *American Economic Review*, **93**, 405-409. <http://dx.doi.org/10.1257/000282803321947425>
- [6] Tzioumis, K. (2008) Why do firms adopt CEO stock options? Evidence from the United States. *Journal of Economic Behavior and Organization*, **68**, 100-111. <http://dx.doi.org/10.1016/j.jebo.2007.06.008>
- [7] Rego, S.O. and Wilson, R. (2012) Equity risk incentives and corporate tax aggressiveness. *Journal of Accounting Re-*

- search, **50**, 775-810. <http://dx.doi.org/10.1111/j.1475-679X.2012.00438.x>
- [8] Baker, G.P., Jensen, M.C. and Murphy, K.J. (1988) Compensation and incentive: Practice vs. theory. *The Journal of Finance*, **43**, 593-616. <http://dx.doi.org/10.1111/j.1540-6261.1988.tb04593.x>
- [9] Hall, B.J. and Liebman, J.B. (1998) Are CEOs really paid like bureaucrats. *Quarterly Journal of Economics*, **113**, 653-691. <http://dx.doi.org/10.1162/003355398555702>
- [10] Su, L. (2010) Notice of Retraction: An empirical investigation of managerial compensation in publicly listed corporations in China. *2nd IEEE International Conference on Information and Financial Engineering*, Chongqing, 17-19 September 2010, 926- 930. <http://dx.doi.org/10.1109/icife.2010.5609505>
- [11] Morck, R., Shleifer, A. and Vishny, R.W. (1990) Do managerial objectives drive bad acquisitions. *The Journal of Finance*, **45**, 31-48. <http://dx.doi.org/10.1111/j.1540-6261.1990.tb05079.x>
- [12] McConnell, J.J. and Servaes, H. (1990) Additional evidence on equity ownership and corporate value. *Journal of Financial Economics*, **27**, 595-612. [http://dx.doi.org/10.1016/0304-405X\(90\)90069-C](http://dx.doi.org/10.1016/0304-405X(90)90069-C)
- [13] Hermalin, B. and Weisbach, M. (1991) The effects of board compensation and direct incentives on firm performance. *Financial Management*, **20**, 101-112.
- [14] 袁国良, 王怀芳 (1999) 股权激励的实证分析. *资本市场杂志*, **10**, 23.
- [15] 李增泉 (2000) 激励机制与企业绩效——一项基于上市公司的实证研究. *会计研究*, **1**, 24-30.
- [16] 魏刚 (2000) 高级管理层激励与上市公司经营绩效. *经济研究*, **3**, 32-39.
- [17] 胡铭 (2003) 上市公司高层经理与经营绩效的实证分析. *财贸经济*, **4**, 59-62.
- [18] 宋增基, 张宗益, 朱健 (2005) 上市公司经营者股权激励的影响分析. *管理评论*, **3**, 3-8.
- [19] 顾斌, 周立烨 (2007) 我国上市公司股权激励实施效果的研究. *会计研究*, **2**, 79-84.
- [20] 程隆云, 岳春苗 (2008) 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*, **6**, 17-22.
- [21] 宋渊洋, 李元旭 (2010) 控股股东决策控制、CEO 激励与企业国际化战略. *南开管理评论*, **13**, 4-13.
- [22] 刘国亮, 王加胜 (2000) 上市公司股权结构、激励制度及绩效的实证研究. *经济理论与经济管理*, **5**, 40-45.
- [23] 张晖明, 陈志广 (2002) 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. *世界经济文汇*, **4**, 29-36.
- [24] 邱世远, 徐国栋 (2003) 上市公司股权激励的实证分析. *统计与决策*, **12**, 75-76.
- [25] 胡铁军, 关明坤 (2008) 股权分置改革后上市公司高管激励与企业绩效关系的实证研究. *辽宁石油化工大学学报*, **28**, 96-98.
- [26] 莫冬燕, 邵聪 (2010) 高管薪酬、股权激励与公司绩效的相关性检验. *科学决策*, **7**, 18-29.
- [27] 吴淑琨 (2002) 股权结构与公司绩效的 U 型关系研究. *中国工业经济*, **1**, 80-83.
- [28] 章雁 (2010) 上市公司股权激励实施效果实证研究——基于 2009 年沪深股市 A 股经验数据. *中国管理科学*, **11**, 229-233.
- [29] 张宗益, 宋增基 (2002) 上市公司经理持股与公司绩效实证研究. *重庆大学学报(社会科学版)*, **6**, 1-3.
- [30] 周建波, 孙菊生 (2003) 经营者股权激励的治理效应研究. *经济研究*, **5**, 74-82.
- [31] 俞鸿琳 (2006) 国有上市公司管理者股权激励效应的实证检验. *经济科学*, **1**, 108-116.
- [32] 李维安, 李汉军 (2006) 股权结构、高管持股与公司绩效——来自民营上市公司的证据. *南开管理评论*, **5**, 4-10.
- [33] 林丹凤 (2011) 我国中小板和创业板股权激励现状分析及完善对策. *现代商业*, **17**, 146.
- [34] 杨丽 (2011) 中国创业板上市公司股权激励研究. 硕士论文, 首都经济贸易大学, 北京.
- [35] 高凤莲 (2010) 我国创业板上市公司股权激励问题研究. *经济纵横*, **10**, 84-87.
- [36] 丁荣清, 倪凤莲 (2012) 创业板股权激励的市场效应研究. *会计之友*, **18**, 117-119.
- [37] 丁荣清, 狄玲梅 (2012) 创业板股权激励的特征探析. *商业会计*, **20**, 103-104.
- [38] 李巧 (2013) 我国创业板上市公司股权激励实施现状分析. 硕士论文, 西南财经大学, 成都.
- [39] 代东东 (2014) 中国创业板上市公司股权激励模式研究. *洛阳师范学院学报*, **1**, 91-93.
- [40] 舒俊鑫 (2014) 我国创业板上市公司股权激励研究——以 SZ 公司为例. 硕士论文, 华中师范大学, 武汉.