

初探股权激励政策效果

——基于全 A 股上市公司的实证证据

黄倪远 3200101028

1 引言

由于经理人和股东实际上是一个委托代理的关系，股东委托经理人经营管理资产。但事实上，在委托代理关系中，由于信息不对称，股东和经理人之间的契约并不全面，需要依赖经理人的“道德自律”。股东和经理人追求的目标是不一致的，股东希望其持有的股权价值最大化，经理人则希望自身效用最大化，因此股东和经理人之间存在“道德风险”，需要通过激励和约束机制来引导和限制经理人行为。在不同的激励方式中，工资主要根据经理人的资历条件 and 公司情况预先确定，在一定时期内相对确定，因此与公司的业绩的关系并不非常密切。奖金一般以财务指标的考核来确定经理人的收入，因此与公司的短期绩效表现关系密切。但与公司的长期价值关系不明显，经理人有可能为了短期的财务指标而牺牲公司的长期利益。但是从股东投资角度来说，他关心的是公司长期价值的增加。尤其是对成长型的公司来说，经理人的价值更多地在于实现公司长期价值的增加，而不仅仅是短期财务指标的实现。为了使经理人关心股东利益，需要使经理人和股东的利益尽可能趋于一致，对此，股利激励是一个较好的解决方案，股权激励是一种通过经营者获得公司股权形式给予企业经营者一定的经济权利，使他们能够以股东的身份参与企业决策、分享利润、承担风险，从而勤勉尽责地为公司的长期发展服务的一种激励方法 (文冬冬, 2012)。通过使经理人在特定时期内持有股权，享受股权的增值收益，并在一定程度上承担风险，可以使经理人在经营过程中更多地关心公司的长期价值。股权激励对防止经理的短期行为，引导其长期行为具有较好的激励和约束作用。

20 世纪 90 年代初我国开始引入股权激励，我国企业开始借鉴股权激励管理办法，万科于 1993 年实施股权激励，成为中国第一家实施股权激励的上市公司。从 1997 年开始，率先推出企业股权激励分配制度的试行方案，武汉、北京、天津等地的一些公司也紧接着逐步实行了股权激励政策。2002 年关于国有高新技术企业开展股权激励试点工作的指导意见正式发布，至此股权激励在我国政策层面上正式出台，随着 2005 年的股权分置改革的完成，40 多家企业股改捆绑股权激励但未获得批准 2006 年，《上市公司股权激励管理办法（试行）》实施，中粮地产、科达洁能、苏宁易购、同洲电子等相应政策号召，率先发起股权激励计划。但是 2010 年以前，股票市场冷淡，上市公司股权激励计划进入低谷期，2010 年以后，随着宏观经济的结构性调整，并购重组成为上市公司

发展自身的有效方式。为提高重组整合效益，股权激励市场迅速扩张。2016 年，《上市公司股权激励管理办法》的颁布，意味着上市公司股权激励政策正式落地。

随着股权激励政策的落地与发展，股权激励政策也成为众多研究的重点与热点。总体来说，股权激励政策对于公司盈利能力的影响是复杂的，需要根据具体情况进行分析。股权激励政策可以提高员工的积极性和工作动力，从而提高公司的盈利能力。但是，股权激励政策也可能会导致公司的财务状况恶化，从而影响公司的盈利能力。现有文献对于股权激励政策的效果并没有统一的研究结论。

一方面，上市公司采用股权激励的基础上能够正向促进企业绩效水平 (褚文萍, 2022)，同时随着股权激励比例的提升、模式的合理化程度增强、发展规模的扩张，企业绩效水平能够得到更显著的增长 (田国双 and 齐英南, 2018)。同时，股权激励政策能够加强员工积极性，更好的控制离职率，有助于企业偿债能力和盈利能力的增强，通过优化股权激励措施则可以提高公司的整体业绩 (廖淼旭, 2019)。

另一方面，也有学者指出股权激励政策的采用存在盲目跟风的行为，股权激励并不能提高公司绩效 (颜妍, 2018)；或是认为股权的激励程度与企业经营业绩并不成线性增加的关系，而是呈倒 U 型关系，峰值应当是在激励比例达到 3% 左右 (刘波岚, 2019)。

此外，随着公司股权的日益分散和管理技术的日益复杂化，世界各国的大公司为了合理激励公司管理人员创新清励方式纷纷推行了不同形式的股权激励机制，其中包括：限制性股票、股票增值权、股票期权、业绩股票、虚拟股票、延期支付等方式。在中国上市公司中，限制性股票是最为主流的激励制度，其他还有少数的股票期权和股票增值权。

本文的后续章节将对两个问题展开：1. 股权激励政策在中国 A 股市场中的效果；2. 不同股权激励政策之间的效果差异。其中，第二节将介绍数据来源以及处理，第三节第四节探究股权激励政策在中国 A 股市场中的效果，第五节将展开不同股权激励政策的对比。

2 数据及处理

2.1 数据来源

本篇文章主要利用 Wind 数据库，选取全 A 股上市公司。公司层面的数据主要包括利润表（包括：营业总收入、营业总成本、营业利润、利润总额、净利润、属于母公司股东的净利润）、每股指标（包括：每股收益、每股经营现金流、每股净资产）、盈利能力（包括：销售毛利率、销售净利率、净资产收益率、总资产收益率）、资产负债简表（包括：总资产、负债合计、股东权益合计、流动资产、非流动资产、流动负债、非流动负债）、TOP10 股东持股比例。还调用了最新的公司实际控制人信息以及股权激励政策实施明细。上述数据的时间跨度均为 2016 年至 2022 年，并且公司层面的数据均来自年报（即为年度数据），实际控制人信息选取最新发布的信息（包括：开始日期、结束日

期、有效期、激励总量、激励总量占总股本比例、激励标的物），股权激励政策为日频信息。我们将在上述基础上展开后续实证分析。

2.2 数据处理及变量构建

1. 我们剔除严重缺少数据的少数上市公司，得到共计 5151 家上市公司；
2. 利用实际控制人判断该上市公司是否为国有企业，当该公司的实际控制人为中央国家机关、中央国家企业、国资委、地方国有企业、地方国资委、地方政府、大学，该公司则被判定为国有企业，不然则不是国有企业；
3. 将股权激励政策升维至年度数据。本文想反映的是该年度激励政策对于公司利润的影响，因此想要判定这一年度有多少激励政策的推行，就是将该年度处于有效期的所有股权激励政策加总。而升维的方法，考虑到年初的政策对本年度的利润影响与下半年的政策对本年度的利润影响不同，因为在升维上，将前半年（1-6 月）生效的激励政策视为本年开始实施，后半年（7-12 月）生效的激励政策视为下一年开始实施；
4. 根据上述信息构建以下变量：

表 1: 变量描述

一级类别	二级类别	变量符号	变量名字	定义
被解释变量 Y	资产报酬率	ROA	总资产报酬率	
		ROE	净资产报酬率	(净利润/净资产) × 100%
	销售利润率	GPR	销售毛利率	(营业收入 - 营业成本) / 营业收入 × 100%
		NPR	销售净利润率	(净利润/营业收入) × 100%
	利润总额	OperatingProfit	营业利润 (亿元)	
		TotalProfit	利润总额 (亿元)	
		NetProfit	净利润 (亿元)	
	每股收益率	EPS	每股收益 (基本) (亿元)	通过将当年的净损益除以已发行普通股总数加权平均数得出的。
		EPSadjust	每股收益 (稀释) (亿元)	假设企业所有发行在外的稀释性潜在普通股均已转换为普通股。
解释变量	股权激励 (不分类)	EI	是否实施股权激励	
		EI_amount	股权激励总额 (千万股)	
		EI_percent	股权激励总额占总股本比例	
	股权激励 (分类)	RS1	第一类限制性股票政策数量	
		RS1_amount	第一类限制股权总额 (千万股)	
		RS1_percent	第一类限制性股权总额占比	
		RS2	第二类限制性股票，三类变量同上	
		RS2_amount		
		RS2_percent		
		SAR	股票增值权，同上	
		SAR_amount		
		SAR_percent		
		OPTION	股票期权，同上	
		OPTION_amount		
		OPTION_percent		
控制变量	公司层面	SIZE	市值	总资产的自然对数
		LEV	杠杆率	负债合计/总资产
		ATO	资金周转率	销售收入总额/平均资产总额
		NATION	产权属性	哑变量。属于国有企业，NATION=1；否则，NATION=0
	时间层面	TOP10	股权集中度	前十大股东持股比例
		YEAR	年份	
	行业层面	INDUSTRY	行业	按照证监会分类

2.3 描述性统计

从总体来看，在 5151 家上市公司当中，有 1876 家上市公司在这 8 年间实施过股权激励政策，约占 36.42%。从时间上看，处于股权激励的数量和总额都在逐年递增，股权激励政策也正成越来越多公司的选择。从类别来看，股权激励当中，第一类限制性股票为最主流的激励手段，股权增值额极为罕见。股权激励政策实施力度最大的公司，激励的总额超过了总股本的一半。

表 2: 描述性统计

VARIABLES	(1) N	(2) mean	(3) sd	(4) min	(5) max	(6) p1	(7) p25	(8) p50	(9) p75	(10) p99
ROA	35,470	5.365	18.97	-2,165	1,221	-30.30	1.778	5.120	9.654	32.30
ROE	35,299	6.487	142.2	-15,824	5,400	-85.64	3.877	9.381	16.14	57.71
GPR	34,735	31.77	19.74	-527.3	100	-0.234	18.68	28.83	41.54	87.88
NPR	35,440	-216.2	27,841	-5.136e+06	14,557	-141.6	3.331	8.881	16.24	52.60
OperatingProfit	35,470	11.23	106.6	-715.5	4,236	-15.70	0.415	1.169	3.701	169.9
TotalProfit	35,475	11.23	106.4	-713.0	4,249	-16.30	0.445	1.199	3.768	169.9
NetProfit	35,474	9.044	86.71	-687.4	3,610	-16.40	0.374	1.013	3.157	143.3
EPS	34,794	0.529	1.335	-65.88	49.93	-1.750	0.122	0.373	0.770	3.770
EPSadjust	34,144	0.526	1.259	-20.64	49.93	-1.740	0.120	0.370	0.770	3.690
EI	36,372	0.180	0.384	0	1	0	0	0	0	1
EI_amount	36,372	0.408	2.598	0	95.10	0	0	0	0	7.565
EI_percent	36,372	0.490	1.448	0	50.52	0	0	0	0	6.833
RS1	36,372	0.164	0.441	0	6	0	0	0	0	2
RS1_amount	36,372	0.233	1.726	0	91.20	0	0	0	0	4.468
RS1_percent	36,372	0.312	1.053	0	50.52	0	0	0	0	4.914
RS2	36,372	0.0231	0.169	0	5	0	0	0	0	1
RS2_amount	36,372	0.0163	0.268	0	23.64	0	0	0	0	0.333
RS2_percent	36,372	0.0439	0.393	0	13.65	0	0	0	0	1.681
SAR	36,372	0.00121	0.0355	0	2	0	0	0	0	0
SAR_amount	36,372	0.000112	0.00599	0	0.451	0	0	0	0	0
SAR_percent	36,372	0.000201	0.00812	0	0.440	0	0	0	0	0
Option	36,372	0.0580	0.280	0	7	0	0	0	0	1
Option_amount	36,372	0.159	1.675	0	72.98	0	0	0	0	3.600
Option_percent	36,372	0.133	0.786	0	24.33	0	0	0	0	4.232
SIZE	35,506	12.70	1.676	6.166	22.10	9.440	11.59	12.52	13.57	17.84
LEV	35,490	0.431	0.990	0	178.3	0.0599	0.258	0.408	0.566	0.941
ATO	35,480	0.650	0.528	-0.0502	13.91	0.0269	0.356	0.552	0.804	2.538
NATION	36,372	0.185	0.388	0	1	0	0	0	0	1
TOP10	29,644	61.42	17.13	8.260	101.0	24.12	49.07	61.83	73.35	100.00
Number of id	5,151	5,151	5,151	5,151	5,151	5,151	5,151	5,151	5,151	5,151

图 1: 实施股权激励政策的公司数量

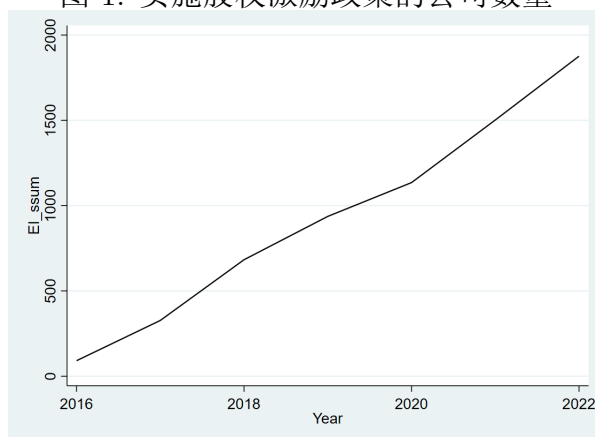


图 2: 处于有效期内的股权制度数量

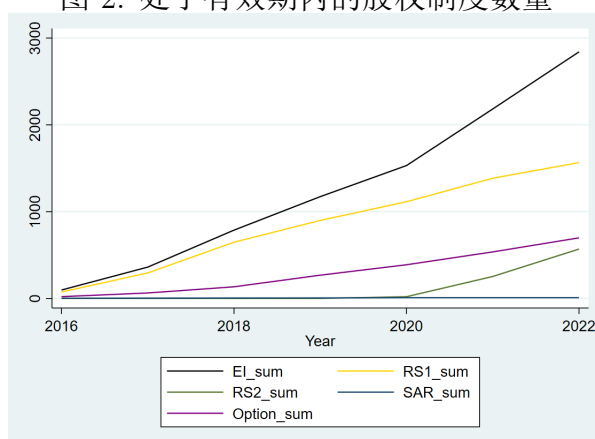
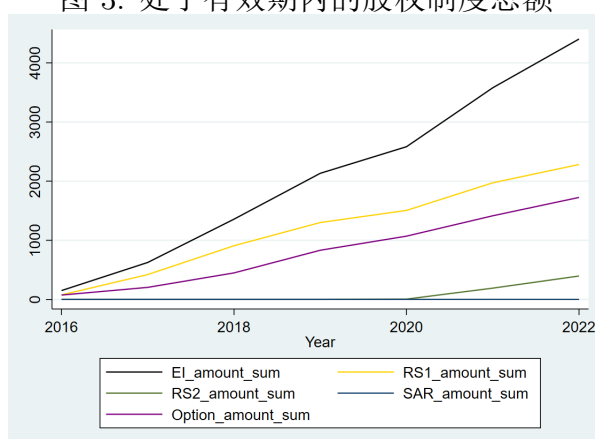


图 3: 处于有效期内的股权制度总额



3 实证研究

3.1 模型建立

$$Y_{it} = \beta_0 + \beta_1 Incentive_{it} + \beta_2 SIZE_{it} + \beta_3 LEV_{it} + \beta_4 ATO_{it} + \beta_5 NATION_i + \beta_6 TPO10_{it} + \beta_7 Industry_i + \beta_8 Time_t \quad (1)$$

我们建立回归模型（1）来研究股权激励政策对于被解释变量的潜在影响，其中解释变量依照不同的猜想选取反应公司盈利能力、利润总量和每股收益的指标，被解释变量分为是否实施激励政策，激励总额以及激励总额占总股本的比例。有过往文献探讨了上市公司盈利能力的影响因素，其中程建伟 (2006) 实证检验了上市公司规模、资产负债率、营运资金比率和股权集中度等因素对盈利能力；李莹 (2022) 指出股权集中度正向影响公司绩效；杨婧怡 (2022) 研究发现，对于产权不同的企业，非国有企业研发投入对盈利能力的正向影响更大。因此我们在回归模型中加入市值、杠杆率、资金周转率、产权属性以及股权集中度作为控制变量 (况玉书 et al., 2022)。与此同时，不同行业以及不同年份中，上市公司的盈利能力会受到特定年份的宏观冲击或是行业冲击的影响，因此我们固定了行业以及年份进行面板数据的回归。

3.2 股权激励政策的实施对公司盈利能力的影响是复杂的

总资产回报率（ROA）是指公司净利润与总资产的比率，反映了公司利用全部资产获得的收益能力。ROA 越高，说明公司利用资产的效率越高，盈利能力越强。净资产回报率（ROE）是指公司净利润与股东权益的比率，反映了股东投资获得的收益能力。ROE 越高，说明公司股东投资的效率越高，盈利能力越强。这两个指标都是衡量公司盈利能力的重要指标之一，因此我们选取这两个变量作为模型的被解释变量进行研究。

我们发现，一家上市公司在实施股权激励政策后，能提升总资产回报率 0.6% 和净资产回报率 3.5%，对公司的盈利能力有显著的正向作用。但我们也发现，激励的正向作用在具体实施效果上并不显著，股权激励总额的提高与股权激励总额占比的提高对于公司盈利能力的影响并不显著。

表 3: 股权激励政策对回报率的影响

VARIABLES	(1) ROA	(2) ROA	(3) ROA	(4) ROE	(5) ROE	(6) ROE
EI	0.610*** (3.63)			3.544* (1.74)		
EI_amount		0.017 (0.89)			0.096 (0.77)	
EI_percent			0.092** (2.01)			0.607 (1.31)
SIZE	0.269** (2.12)	0.288** (2.19)	0.287** (2.24)	3.347*** (4.48)	3.438*** (4.55)	3.437*** (4.63)
LEV	-6.180*** (-15.42)	-6.184*** (-15.45)	-6.184*** (-15.43)	-62.605*** (-4.80)	-62.599*** (-4.80)	-62.751*** (-4.82)
ATO	2.685*** (6.69)	2.701*** (6.70)	2.691*** (6.69)	9.526*** (5.90)	9.592*** (5.92)	9.538*** (5.90)
NATION	-0.614*** (-3.19)	-0.678*** (-3.56)	-0.653*** (-3.41)	1.490 (0.65)	1.117 (0.52)	1.294 (0.58)
TOP10	0.155*** (26.70)	0.154*** (26.61)	0.155*** (26.46)	0.280*** (5.01)	0.272*** (4.84)	0.278*** (4.97)
Constant	-5.380*** (-3.32)	-5.451*** (-3.27)	-5.531*** (-3.39)	-26.552*** (-2.97)	-26.800*** (-2.94)	-27.322*** (-3.07)
Observations	29,634	29,634	29,634	29,508	29,508	29,508
Number of id	5,151	5,151	5,151	5,151	5,151	5,151
Industry FE	YES	YES	YES	YES	YES	YES
Year FE	YES	YES	YES	YES	YES	YES

t-statistics in parentheses.

*** p<0.01, ** p<0.05, * p<0.1

3.3 稳健性检验

我们更换被解释变量为销售毛利率（GPR）和销售净利率（NPR）。销售毛利率是指销售收入减去销售成本后的余额与销售收入的比率，反映了公司在销售过程中获得的利润能力。销售净利率是指销售收入减去销售成本、营业费用、管理费用、财务费用后的余额与销售收入的比率，反映了公司在销售过程中获得的净利润能力，这两个指标都是衡量公司盈利能力的重要指标。

回归发现，激励政策的实施以及激励政策总额占比的提高均能显著增加公司的销售毛利率。股权激励的实施可以显著提升上市公司在销售过程中 0.8% 的利润，提升股权激励总额在总股份中占比的 1% 可以为销售过程中带来 0.18% 的利润。但激励政策对于资产净收入的影响并不显著。

4 股权激励的利与弊

如上文所述，股权激励政策对于公司盈利能力的影响是复杂的。在本节中，我们将探究股权激励政策对于公司盈利影响的不同方面。一方面，股权激励政策能够提高员工的积极性和工作动力，从而提高公司的盈利能力；另一方面，股权激励政策会增加公司的财务成本。

因此在本节我们选用利润总额和每股收益两个指标来进一步回归。利润总额作为衡量公司盈利能力的指标之一，这一指标较少体现了股权激励政策给公司增加的财务成本，我们发现，股权激励政策会给提升公司的利润总额。而每股收益率也是衡量公司盈利能力的重要指标之一，该指标则更多包含股权激励政策带来的财务成本部分，由于公司发行新的股票或者向员工发放新的期权，公司的总股本将会增加，如果公司的收益不变或者收益上升的幅度不足，而总股本增加了，那么每股收益就会相应地下降。

4.1 股权激励政策给公司带来更多利润

公司利润总额是公司的营业收入减去所有成本后的余额，它反映了公司的盈利能力。与此同时，它又不能完全反应盈利能力，由于该指标没有考虑资产负债表等的信息。营业利润、利润总额和净利润是企业一定会计期间的经营成果，分别代表了企业的不同层次的利润。营业利润是企业在其全部销售业务中实现的利润，又称营业利润、经营利润，它包含主营业务利润。利润总额是企业一定时期内通过生产经营活动所实现的最终财务成果，如果利润总额为负，则叫亏损总额。净利润是指企业当期利润总额减去所得税后的金额，即企业的税后利润。

回归发现，提升股权激励政策 1000 万股可以显著提升公司 1.28 亿的经营利润、1.26 亿的总利润以及 1.03 亿的净利润。这证明了股权激励政策确实有助于给公司带来更多的利润。

表 4: 股权激励政策对销售利率的影响

VARIABLES	(1) GPR	(2) GPR	(3) GPR	(4) NPR	(5) NPR	(6) NPR
EI	0.796*** (4.07)			-44.927 (-1.11)		
EI_amount		0.027 (0.95)			-1.130 (-1.14)	
EI_percent			0.180*** (3.16)			-28.186 (-1.09)
SIZE	-0.213 (-1.14)	-0.155 (-0.82)	-0.183 (-0.98)	9.000 (0.14)	5.083 (0.08)	11.303 (0.19)
LEV	-2.679*** (-12.97)	-2.676*** (-13.08)	-2.677*** (-13.01)	-110.851*** (-11.50)	-111.010*** (-11.68)	-110.744*** (-11.36)
ATO	-4.330*** (-8.08)	-4.274*** (-8.03)	-4.314*** (-8.05)	106.186** (2.54)	103.963** (2.55)	109.589** (2.55)
NATION	-4.055*** (-8.23)	-4.157*** (-8.41)	-4.092*** (-8.29)	219.758 (1.23)	225.575 (1.26)	214.557 (1.22)
TOP10	0.153*** (14.43)	0.150*** (14.06)	0.153*** (14.35)	2.498 (0.91)	2.688 (0.94)	2.168 (0.88)
Constant	35.190*** (12.21)	34.759*** (11.99)	34.857*** (12.09)	-336.029 (-0.62)	-303.973 (-0.54)	-340.673 (-0.63)
Observations	28,989	28,989	28,989	29,628	29,628	29,628
Number of id	5,053	5,053	5,053	5,151	5,151	5,151
Industry FE	YES	YES	YES	YES	YES	YES
Year FE	YES	YES	YES	YES	YES	YES

t-statistics in parentheses.

*** p<0.01, ** p<0.05, * p<0.1

表 5: 股权激励政策对利润总额的影响

VARIABLES	(1) OperatingProfit	(2) TotalProfit	(3) NetProfit
EI_amount	1.283*** (3.21)	1.261*** (3.15)	1.033*** (3.18)
SIZE	8.561*** (11.77)	8.687*** (12.06)	7.394*** (12.06)
LEV	-0.072 (-0.28)	-0.086 (-0.32)	-0.102 (-0.41)
ATO	6.742*** (6.45)	6.781*** (6.71)	5.668*** (6.76)
NATION	-0.835 (-0.16)	-0.835 (-0.16)	-0.263 (-0.06)
TOP10	0.273*** (7.30)	0.264*** (7.22)	0.238*** (7.22)
Constant	-125.220*** (-11.64)	-125.419*** (-11.82)	-107.835*** (-11.68)
Observations	29,634	29,634	29,634
Number of id	5,151	5,151	5,151
Industry FE	YES	YES	YES
Year FE	YES	YES	YES

t-statistics in parentheses.

*** p<0.01, ** p<0.05, * p<0.1

4.2 股权激励政策减少每股收益

每股收益（EPS）是衡量公司盈利能力的财务指标之一，反映了企业每一股份创造净利润的能力，是投资者们常用的一种基本面分析工具。每股收益是净利润和股本总数的比值，显示了普通股股东每持有一股所能享有的企业净利润或需要承担的企业净亏损数额。

回归发现，每提升股权激励总额在总股本中 1% 的占比，将会减少 0.02% 的每股收益。这证明股权激励带来财务成本的存在，并且在股票收益这个维度体现为成本大于收益。

表 6: 股权激励政策对每股收益的影响

	(1)	(2)
VARIABLES	EPS	EPSadjust
EI_percent	-0.020*** (-3.35)	-0.020*** (-3.44)
SIZE	0.194*** (9.74)	0.203*** (9.74)
LEV	-0.029 (-1.10)	-0.025 (-1.10)
ATO	0.443*** (8.13)	0.443*** (7.94)
NATION	-0.264*** (-7.31)	-0.274*** (-7.54)
Constant	-1.727*** (-6.76)	-1.831*** (-6.87)
Observations	34,769	34,121
Number of id	5,195	5,161
Industry FE	YES	YES
Year FE	YES	YES

t-statistics in parentheses.

*** p<0.01, ** p<0.05, * p<0.1

5 不同股票激励政策的差异分析

$$\begin{aligned}
 Y_{it} = & \beta_0 + \beta_1 RS1Incentive_{it} + \beta_2 RS2Incentive_{it} + \beta_3 SARIncentive_{it} \\
 & + \beta_4 OptionIncentive_{it} + \beta_5 SIZE_{it} + \beta_6 LEV_{it} + \beta_7 ATO_{it} \\
 & + \beta_8 NATION_i + \beta_9 TPO10_{it} + \beta_{10} Industry_i + \beta_{11} Time_t
 \end{aligned} \tag{2}$$

股票激励政策有着不同的方式, 限制性股票、股票期权和股票奖励计划是股权激励计划的三种形式。限制性股票是指上市公司按照预先确定的条件授予激励对象一定数量的本公司股票, 激励对象只有在工作年限或业绩目标符合股权激励计划规定条件的, 才可出售限制性股票并从中获益。限制性股票无需投资或只需付出很少投资额的全值股票奖励, 当股票持有者为企业连续服务到限制性股票所注明的时间段或者是完成预定目标之后, 该激励对象即可获得股票, 立即拥有企业财产的部分财产权, 可以享受企业的分

红。而股票期权则是指公司授予激励对象在未来一定期限内，以预先确定的价格和条件购买本公司一定数量的股票的权利。这个时候，投资者就可以获得一定的潜在收益。股票增值权是指公司授予激励对象的一种权利，如果公司股价上升，激励对象可通过行权获得相应数量的股价增值收益，激励对象不用为行权付出现金，行权后获得现金奖励。其中，限制性股票又分为第一类限制性股票和第二类限制性股票：第一类限制性股票是指激励对象按照股权激励计划规定的条件，获得的转让等部分权利受到限制的本公司股票；而第二类限制性股票：符合股权激励计划授予条件的激励对象，在满足相应获益条件后分次获得并登记的本公司股票。

国外研究发现，股票期权和限制性股票（RS）对公司的盈利能力和股东回报率有显著影响，而股票增值权（SAR）则没有这种影响（Qiao et al., 2023）。另一项研究发现，股票期权和限制性股票对公司的市场价值和员工绩效有显著影响，而股票增值权则没有这种影响（Tian, 2023）。下面我们利用中国市场作为样本，验证不同方式间的效果差异。

建立如（2）式回归，并关注 $\beta_1 \sim \beta_4$ 的差异，对四个系数两两进行 t 检验并将 P 值汇报在表 7 中。回归结果表明，除了第一类限制性股票和股票期权之间不存在显著差异，别的均存在显著差异。其中股票增值权的效果最好。这一结论与国外市场的结论相反。

6 结论

本文主要的研究成果如下：

1. 在我国，实施股权激励政策一定程度上可以提升公司的盈利能力，但并不是股权激励总额越多越好，其背后的机制比较复杂，一方面，制度能够提高员工的积极性和工作动力，从而提高公司的盈利能力；另一方面，又存在增加公司财务成本的弊端。
2. 不同的激励制度存在着不同的效果，其中股票增值权的效果最好，其次为第一类限制性股票。

因此，股权激励作为解决委托代理人问题的手段之一，仍可以用于提高公司盈利能力。股权激励可以吸引和留住人才、提高员工士气、提高公司治理水平，尤其是成长性公司的优选。但在选择股权激励时，一方面，由于不同的股权激励政策存在不同的效果，要结合自身状况制定合适激励制度，另一方面，由于股权激励仍有负面影响，需要结合公司结构和公司规模等因素制定合适的激励总额和激励对象。

表 7: 不同股权激励政策对利润总额的影响

VARIABLES	(1) OperatingProfit	(2) TotalProfit	(3) NetProfit
RS1_amount	1.412*** (3.47)	1.385*** (3.33)	1.141*** (3.49)
RS2_amount	-2.285 (-1.43)	-2.287 (-1.43)	-2.235 (-1.39)
SAR_amount	67.685*** (2.66)	68.199*** (2.72)	60.775*** (3.07)
Option_amount	1.313 (1.42)	1.297 (1.41)	1.073 (1.43)
SIZE	8.580*** (11.76)	8.707*** (12.06)	7.411*** (12.06)
LEV	-0.070 (-0.27)	-0.083 (-0.31)	-0.100 (-0.40)
ATO	6.741*** (6.46)	6.779*** (6.72)	5.667*** (6.78)
NATION	-0.888 (-0.17)	-0.888 (-0.17)	-0.312 (-0.08)
TOP10	0.270*** (7.21)	0.261*** (7.13)	0.235*** (7.12)
Constant	-125.187*** (-11.60)	-125.390*** (-11.78)	-107.801*** (-11.65)
Observations	29,634	29,634	29,634
Number of id	5,151	5,151	5,151
Industry FE	YES	YES	YES
Year FE	YES	YES	YES
P_RS1-RS2	0.024**	0.025**	0.038**
P_RS1-SAR	0.001***	0.008***	0.002***
P_RS1-Option	0.931	0.939	0.941
P_RS2-SAR	0.006***	0.005***	0.001***
P_RS2-Option	0.058*	0.059*	0.068*
P_SAR-Option	0.007***	0.006***	0.002***

t-statistics in parentheses.

*** p<0.01, ** p<0.05, * p<0.1

参考文献

- Qiao, M., Chen, S., Xu, S., 2023. Equity incentive contract characteristics and company operational performance—an empirical study of chinese listed companies. *Plos one* 18, e0281244.
- Tian, Z., 2023. Executive equity incentives, employee stock ownership plans, and enterprise performance: Empirical evidence based on environmental uncertainty. *Financial and Trade Globalization, Greener Technologies and Energy Transition* 16648714, 493.
- 况玉书, 韦杰宇, 孙芹, 2022. 上市公司盈利能力的影响因素研究——基于 a 股上市公司 2011—2020 年的数据. *商业会计*, 76–79.
- 刘波岚, 2019. 我国高管股权激励与公司业绩相关性研究. Master's thesis. 北京化工大学.
- 廖淼旭, 2019. 浅谈实施股权激励对公司绩效的影响. *中国乡镇企业会计* 2.
- 文冬冬, 2012. 股权激励对我国上市公司盈利能力的影响研究. Ph.D. thesis. 华东交通大学.
- 李莹, 2022. 股权集中度, 研发投入与公司绩效关系研究——基于产权异质性视角. *Operations Research and Fuzziology* 12, 1131.
- 杨婧怡, 2022. 不同产权视角下研发投入与盈利能力分析. *中国集体经济*, 4.
- 田国双, 齐英南, 2018. 股权激励对公司绩效真的有影响吗——基于我国沪深 a 股上市公司数据. *会计之友*, 44–50.
- 程建伟, 2006. 上市公司盈利能力和影响因素的实证研究. *金融教学与研究*, 44–46.
- 褚文萍, 2022. 股权激励对公司绩效影响的实证研究. *Advances in Applied Mathematics* 11, 6990.
- 颜妍, 2018. 股权激励对企业绩效影响的实证研究. Master's thesis. 山东财经大学.