

中国人民大学经济学院以研究生毕业同等学力

申请硕士学位论文写作报告

姓 名： 覃 海 娇

资格证号： 71040312

专业名称： 企业经济学

拟定学位论文题目： 我国民营上市公司

经理人股票期权激励的有效性实证分析

报告日期： 2022年

一、选题依据

|  |
| --- |
| 1.目的及意义（800字以内）  我国的民营上市公司规模发展非常迅速，截止2021年12月29日，根据CSMAR数据库得到的数据，沪深两地的上市公司一共有4793家，其中民营公司有2915家，占比60.82%。中国的民营上市公司与国外的上市公司最大的不同，就是存在普遍拥有绝对控制权的大股东。如何让民营上市公司健康地成长，经理人责任重大。在这种情况下，要解决股东与经理人之间的代理问题。股票期权激励是建立在委托代理理论和人力资源理论的基础上，为了解决现代股份制企业所有者与经营者直接的委托代理关系而产生的长期激励制度。股票期权激励被公认为是美国等新经济增值的助推器，公司实施经理人股票期权激励，可以激励管理人努力工作实现股东财富最大化，让公司迅速成长，会给企业、经理人和股东创造巨大的财富，能够实现多方共赢。对经理人实施股票期权激励，对公司是否有效，是本文进行研究实证分析的原因。  从国际学术界的研究和企业届的实践来看，对经理人股票期权激励的实施效果也并未得到一致结论。一方面，随着上市公司股票期权激励的逐步推行，经理人是否为股东真正创造了价值；另一方面，经理人薪酬差距拉大给市场带来了很大冲击，对于没有实施股票期权激励的公司来说，如何留住并激励经理人也成为现实话题。在这种情况下，直接将美国等发达国家的案例拿到中国来运用，恐怕也无法直接指导我国上市公司股票期权激励的实践。  基于此，本文通过对我国民营上市公司经理人股票期权激励的有效性进行研究，具有较大的理论和现实意义。具有以下四点意义：  1.理论与实证分析我国民营上市公司经理人股票期权激励的有效性，对于经理人市场的健康发展和民营上市公司如何有效激励经理人，为加快我国民营上市公司的发展与壮大提供一定的理论和实证依据，为经理人股票期权激励的计划实施提供一个有益的补充。  2.深入分析经理人股票期权激励的实施效果，有助于监督经理人股票期权激励的有效性，保障经理人股票期权激励顺利实施。  3.对实施了经理人股票期权激励的民营上市公司所属的行业进行了统计研究，能够为不同行业的民营上市公司有针对性地实施经理人股票期权激励提供一些理论依据和实证证据。  4.我国上市公司越来越倾向于使用股票期权来激励和约束公司的经理人。股票期权激励作为一项重要的公司治理机制在移植和应用时必须结合我国的制度环境和资本市场情况并针对我国公司的实际情况进行。本文的研究结果有助于我们更深入地认识股票期权激励在我国民营上市公司经理人中实施对公司业绩的影响，让投资者对我国民营上市公司的这一激励制度对公司业绩提高的有个预期值，为我国民营上市公司经理人股权期权激励的更大范围应用实施提供可供参考的理论和数据支持。  以上贡献最终将提高我国民营上市公司的股东财富，对促进我国资本市场的健康发现具有现实意义。 |

|  |
| --- |
| 2.文献综述（3000字左右）  一、国外文献文献综述  自20世纪50年代以来，随着公司股权的日益分散和管理技术的日益复杂化，时间各国的大公司为了合理激励公司经理人，创新激励模式，全球各国的上市公司采取了各种形式的以股权为基础的激励措施。各种法律法规、管理制度的形成和强化，为股票期权激励机制的发展创造了良好的政策环境。随着股票股权激励的实施，相关的研究也越来越多。  早期的时候，大多数研究发现，经理人股票期权激励对公司的经营业绩没有显著影响。Berle，Adolph和GC（1932）认为，经理股票期权激励对经营绩效没有影响或者影响很小。Ensen和Merphy（1990）对一些公司进行实证分析，研究结果表明，经理人持股与否与经营绩效没有什么关系。Yermaek（1997）以十年间美国发生并购的800家公司为样本，研究分析后得出的结果也是企业业绩的增长和股权激励没有关系。  随着股票期权激励地不断发展应用，股票期权激励开始呈现出明显的正向激励作用。Brian J.Hall，Jeffrey B. Liebman（1998）通过对478家公司1980年-1990年美国大公司CEO薪酬变化进行研究后发现，认为股东与经理人的财富关系紧密，公司价值98%来自股票和期权的价值变化，公司价值与经理人所持有的公司股票与股票期权所获得的的报酬的相关性会显著强于公司价值与经理人的工资奖金等报酬的相关性。所以，股票及股票期权激励是更为有效的激励方式。Liang和weisbenner（2002）利用标准普尔公司的经理股票期权激励数据来分析得出结论：经理人股票期限报酬率在增加，经理股票期权与公司绩效呈显著正相关。Jackson et al.（2008）、Giorgio和Armon（2008）等研究却认为针对管理层股权激励具有提升公司价值的积极效应。Zattoni（2009）运用上市公司数据对股票期权方案的特点及效果进行研究，结果表明：股权激励的期限对实施效果具有显著的影响。  在这期间，也有一些研究表明，股票期权激励会带来一些负面的影响。Goldman和Slezak（2006）通过理论模型研究认为，如果高管操纵公司业绩，股权激励就变成了一把双刃剑--股权激励能提高管理层的努力程度，进而增加公司价值，也可能会大幅度增加高管信息操纵行为，导致公司资源配置不能得到合理分配，进而降低公司价值。Chourou etal.（2008）对股票期权激励的动因进行了研究，结果发现：由于高管持股有利于协调高管与股东之间的利益，能够有效降低股东所面临的代理问题，因此，公司选择股票期权激励的动机就会减弱，即持有股票的管理层激励动机就会减弱。  二、国内文献综述  1997年股票期权制度第一次在上海仪电控股集团公司实行，天津泰达股份有限公司也于1998年进行了实施股票期权的探索。北京市于1999年7月下发《关于国有企业经营者实施期股试点的指导意见》，并于该年底选择10家国有企业进行试点。这一阶段我国股权激励制度的效果逐步得到了官方认可和重视，但并没有可操作性的相关法律法规作为依据，各家试点企业也是各自尝试。余颖，唐宗明等（2000）就股票期权在中国的适用性进行探讨，指出可能影响股票期权实施效果的主要问题不在于中国资本市场的弱有效，而在于目前中国上市公司的股权结构可能扭曲股票期权的激励机制。  2006年1月1日中国证监会发布的《上市公司股权激励管理办法（试行）》开始实施，股权激励才开始在国内快速发展起来。我国关于股票期权激励的研究，也是在此之后，才开始有了理论与实践相结合的研究分析。  高雷，宋顺林（2007）采用面板数据模型和平均模型相结合的方法，通过研究证明：高管持股规模与企业绩效是正相关的。有一些学者在此期间对高管持股与业绩的关系持怀疑的态度，他们认为，高管持股比例与公司绩效之间存在非线性关系，即两者之间的关系取决于持股比例。陈计专（2008）以截止2006年6月30日的17家在股改同事实行了股权激励机制与公司绩效的A股上市公司为样本，研究了股票期权激励机制的有效性与股票期权激励机制与公司绩效之间的关系，结果表明：从横向比较上看，实施股票期权激励的样本公司业绩比上市公司的整体业绩好；从纵向比较上看，70.59%样本公司的净资产收益率逐年提高。由此可见，在一定程度上实施股票期权激励确实有助于公司绩效的增长。  随着时间的推移，民营公司也开始实施股票期权激励机制。张宏敏，单鑫等（2009）以我国股权分置改革后2006-2008年的上市公司为样本，对股票期权激励效果的影响因素进行实证分析，研究表明，民营公司比国有控股与央企上市公司股票期权激励的实施效果要显著，并且成长性机会高、资产负债率低、股权集中度低的公司实施股票期权激励的效果更好。黄洁、蔡根女（2009）研究发现：股权激励对提升公司业绩有显著效果；企业性质、成长性都是决定股权激励效果好坏的重要因素；国有控股公司比民营控股公司实施股权激励的效果要好；成长性好的公司实施股权激励有利于纠正经理人短期自利行为。  股票期权激励，逐渐得到各行各业的企业认可。实施股票期权激励的公司，范围逐渐扩大，也为股权期权激励的研究提供了大量的数据。易艳春（2010）运用33家中国上公司的数据对经理股票期权与企业绩效之间的关系进行了经验分析，研究发现上市公司股票期权激励相应明显。而且她还发现，不同的行业，不同的股权结构具有不同的激励效果。  至此，对于股票期权激励的运用效果，又开始了提出。质疑。吴育辉、吴世农（2010）研究股权激励绩效考核指标体系设计存在的问题，探讨股权激励计划中隐含的高管自利行为及特征，结果发现：尽管你实施股权激励的公司盈利能力和成长性能力都比较好，但这些公司在其股权激励方案的绩效考核指标设计方面都异常宽松，有利于高管获得和行驶股票期权，体现出明显的高管自利行为；从公司治理角度看，大股东持股比例对拟实施股权激励公司的高管自利行为有一定的约束；从公司财务状况、行业和规模来看，高管自利程度都与其无关，表明公司财务状况好坏、行业差异和规模大小对高管自利行为程度并无影响。周州、徐立峰（2011）以2007年至2009年34家公司实施股权期权激励的公司为样本，发现股权期权激励在现实当中发货作用并不显著。对于股票期权激励不利的研究逐渐深入。徐茂卫、管文潮（2012）运用DEA方法实证研究发现：实施股票期权激励后公司业绩并没有得到显著改善，反而刺激了经营者过度投资，从而损害了公司价值。  时间会证明一个制度实施的好坏，尤其是股票期权激励对防止经理人的短期行为，引导其长期行为具有更好的激励和约束作用。据万得统计，截至2014年，有超过170家上市公司实施股权激励方案。纪建悦，王艳霞（2014）运用2006年-2011年我国制造业上市公司的数据进行实证分析，研究发现上市公司股票期权激励效果明显，提高了企业绩效。姚国炟，吴琼（2014）研究证明了高管股权激励与公司绩效显著正相关。  2016年8月13日，开始施行中国证监会发布的《上市公司股权激励管理办法》，为进一步促进上市公司建立、健全激励与约束机制提供了法律与政策依据，使得最近5年股票期权激励在上市公司中进入了空前发展、空前繁荣的新阶段。邱强，田帅，陈健（2018）以2006-2012年实施股票期权激励的上市公司为研究样本，通过实证研究发现，民营上市公司公司规模、公司风险及债务比重同股票期权激励实施负相关，流动性约束与股权集中度与股权激励实施不相关。王昌锐，李梦元（2018）以2013年-2016年实施股权激励的上市公司作为激励组样本，研究发现：股权激励确实可以显著提高公司绩效；股权结构会影响股权激励效果，股权分散的公司激励效果比股权集中的公司好；股权性质不会影响激励效果—国企或民营公司，实施股权激励都可以显著提高公司绩效。李珍（2021）以2015年-2019年我国A股上市公司股权激励案例为样本，研究分析发现，虽然股权激励能够提升公司业绩，但股权激励强度对公司业绩有负面影响，即股权激励的股份数占总股本的比例并不是越多越好。而且她还发现，股权激励对国有企业业绩影响不显著，但对非国有企业业绩有正向影响。  三、国内外研究的评价  从前面的国内国外文献综述可以看出，无论是国外学者，还是国内学者，他们对经理人股票期权与公司业绩的有效性、相关性的研究，都随着时间的推移、样本量的变化，不断推陈出新，利用可获得的最新数据不断地反复论证检验，从怀疑到肯定，又从肯定到怀疑，这一系列的过程，都做了理论研究和实证分析。不过可以看出，结论的差异，取决于样本的变化、研究方法、判断标准的差异。归纳一下，主要原因如下：  1.研究模型和方法有差异。在建立实证模型时，模型不一致，他们也采用了不同的分析方法。  2.选取数据不同。首先，选取的数据会因为时间、环境、目的不同而出现差异，不能以偏概全，只能说明所研究的某个方面的问题，得到相关的结论。其次，每个经理人本身的特征不一致，风险偏好等也会影响股票期权激励的绩效。  3.采用的变量不同。不同的学者在比较分析股票期权激励的效用时，衡量的标准不同，采用的指标不一样，导致结果也不同。  4.宏观因素的影响。世界各国的法律法规、政治氛围、经济扶持力度、文化差异等方面的原因，都会影响到研究分析的结果。  本文按时间顺序回顾了相关文献，虽然对股票期权激励与公司业绩企业价值存在一些争议，但结果都相对成熟，在经理人股票期权激励与上市公司业绩企业价值方面还比较统一，为本文的研究提供了良好的理论和实证依据。 |

二、研究方案

|  |
| --- |
| 1.论证方法及数据来源  本文以2013年1月1日至2017年12月31日期间，沪深两市上市的实施了经理人股票期权激励计划的194家民营上市公司（包含一个公司多次实施股权期权激励的情况）为研究样本，观察期为2011年至2020年十年时间，即我国民营上市公司实施经理人股票期权激励的前两年和后三年，实证主要考察民营上市公司实施经理人股票期权激励能否提高公司财务业绩、企业价值，及其他们之间的关系，并且比较分析经理人股票期权激励对不同行业的民营上市公司的有效性。研究方法如下：  1.文献研究法：本文在研究中搜集了许多相关资料，对经理人股票期权激励以及相关概念进行了详细描述，总结了国内外对于经理人股票期权激励方面的资料。利用掌握的文献资料了解与论文相关的理论知识，为本文的研究提供了帮助。  2.统计研究法：本文应用相关统计软件，简历回归模型，研究经理人股票期权激励的有效性，并对不同行业的经理人股票期权激励的差异进行了统计分析。  3.计量分析法：本文对194家民营上市公司进行实证分析，加强结论的真实性。 |
| 2.核心观点  1.民营上市公司实施经理人股票期权激励能提高公司财务业绩。  2.民营上市公司实施经理人股票期权激励能提高公司市场价值。  3.经理人股票期权激励程度与公司财务业绩正相关。  4.经理人股票期权激励程度与公司市场价值正相关。  5.经理人股票期权激励对不同行业的民营上市公司的有效性不同。 |
| 3.创新之处  1.在所采用的数据方面，与已有的研究文献相比，本文所选取的数据更多更全面，更具有说服力。本文对最终实施经理人股票期权激励方案的公司进行了公告前两年的业绩与公告以后连续三年的业绩数据进行对比分析和实证检验，一方面弥补了回归分析中样本扩大导致的不足之处，另一方面使回归分析中被解释变量的选取更具有方向性。  2. 引入业绩评价指标EVA，通过建立适当的模型进行实证分析，以验证我国民营上市公司经理人股票期权激励的有效性。EVA指标作为一种综合性财务指标，可以较为合理地评价上市公司的业绩。EVA指标的加入，一定程度上解决了股票期权激励计划实施中股市价格出现失真的问题。有助于解决民营上市公司股票期权激励评价指标的不合理、激励效果不显著等问题，为相关法规政策的制定与完善提供一定的参考。  3.因为样本量较大，所以本文将样本公司依据SSE行业分类标准进行行业分类，研究样本涉及的工业、商业、房地产、公共事业及综合行业，对五组数据分别进行实证分析，从而研究经理人股票期权激励对不同行业的民营上市公司的有效性。 |

|  |
| --- |
| 4.参考文献  【1】Berle, Adolph and G.C.Means, The modern corporation and private property，New York: Macmillan, 1932,52-76  【2】Jensen and Murphy, Performance pay and top-management incentives, Journal of Political Economy,April 1990,98(2),225-264  【3】Jermaek, Good turning: CEO stock option awards and company news announcements, The Journal of Finance,1997,52(2),449-475  【4】Brian J.Hall，Jeffrey B. Liebman, Are TMT really paid like bureaucrats，The Quarterly Journal of Economics，1998(8),653-691  【5】Alessandro, Zattoni&Alessandro, Minichilli, The diffusion of equity incentive plans in Italian listed companies: what is the trigger?, Corporate Governace: An International Review, 2009,17(2),224-237  【6】Lamia Chourou, Ezzeddine Abaoubb, Samir Saadi, The economic determinants of CEO stock option com[ensation,Journal of Multinational Financial Management, 2008,(18),61-77  【7】余颖，唐宗明，陈琦伟，“股票期权激励与中国的制度环境”，《经济学家》，2000年第6期，68页-73页  【8】高雷，宋顺林，“高管人员持股与企业绩效——基于上市公司2000～2004年面板数据的经验证据”，《财经研究》，2007年3月，134页-143页  【9】陈计专，“浅析股改中股票期权激励效果”，《财会通讯·理财》，2008年第9期，28页-29页  【10】张宏敏，单鑫，朱敏，“股票期权薪酬绩效敏感度影响因素研究——基于股权分置改革后中国上市公司的实证分析”，《宏观经济研究》，2009年第8期，30页-35页  【11】黄洁，蔡根女，“股权激励效果和影响因素经验分析——基于两《办法》出台后实施股权激励的上市公司数据”，《华东经济管理》，2009年3月，111页-116页  【12】易艳春，“经理股票期权与企业绩效——来自中国上市公司的经验”，《金融领域》，2010年第13期，38页-40页  【13】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》，2010年第5期，141页-149页  【14】周州，徐立峰，“中国上市公司高级管理人员股票期权激励有效提升公司价值的实证研究”，《经济师》，2011年第2期，82页-83页  【15】徐茂卫，管文潮，“上市公司股票期权激励制度有效性实证研究”，《财会通讯·综合》，2012年第四期（下），39页-42页  【16】纪建悦，王艳霞，“股票期权激励与公司绩效关系的实证研究—基于我国制造业上市公司2006-2011年的经验数据”，《金融发展研究》，2014年第5期，14页-19页  【17】姚国炟，吴琼，“股权激励、代理成本与公司绩效关系研究”，《统计与决策》，2014第24期，174页-176页  【18】邱强，田帅，陈健，“管理层股票期权激励的实施动因研究”，《中国集体经济》，2018年06期，125页-128页  【19】王昌锐，李梦元，“基于PSM的股权激励实施效果检验”，《财会月刊》，2018第10期，82页-90页  【20】李珍，“股权激励对上市公司绩效影响的实证研究——基于激励强度、模式、对象的进一步分析”，《中国证券期货》，2021年9月，67页-78页 |

|  |
| --- |
| 5.论文提纲  题 目：我国民营上市公司经理人股票期权激励的有效性实证分析  主题词：民营上市公司 经理人 股票期权激励 财务业绩 企业价值  绪论（引言）  第1章 绪论  1.1 研究背景  1.2 研究意义  1.3 研究内容和框架  1.3.1 研究内容  1.3.2 研究方法  1.3.3 研究框架  1.4 创新之处和不足之处  1.4.1 本文主要创新点  1.4.2 本文不足之处  第2章 文献综述与理论基础  2.1 基本概念  2.1.1 股权  2.1.2 期权  2.1.3 股权期权  2.1.4 股权激励  2.1.4 股票期权激励  2.2 文献综述  2.2.1 国外文献综述  2.2.2 国内文献综述  2.2.3 国内外研究的评价  2.3 理论基础  2.3.1 委托代理理论  2.3.2 人力资本理论  2.3.3 团队生产理论  2.3.4 激励理论  2.4 股权激励主要模式  2.4.1 股票期权  2.4.2 限制性股票  2.4.3 股权增值权  2.4.4 分红权/限制性股票  2.5 有效性评价指标  2.5.1 运营效率  2.5.2 获利能力  2.5.3 偿债能力  2.5.4 市场价值  第3章 描述性分析  3.1 我国民营上市公司股票期权发展现状  3.2 经理人股权期权发展现状  第4章 实证分析  4.1 研究假设和数据来源  4.1.1 研究假设  4.1.2 数据来源  4.1.3 样本描述性分析  4.1.4  4.2 变量介绍  4.2.1被解释变量（EVA率）  4.2.2解释变量（经理人股票期权激励的持股比例）  4.2.3 控制变量（资本回报率、净资产EVA率、销售EVA率、每股EVA、流动资产比率、净利润增长率）  4.3 构建回归模型  4.4 回归分析和假设检验  4.5 我国民营上市公司不同行业的经理人期权激励效果比较  4.6 本章小结  第5章 研究结论与政策建议  5.1 研究结论  5.2 政策建议  参考文献 |