

股权激励工具选择的自利性问题*

——来自 A 股上市公司执行董事获授权益的证据

李博文 陆正飞

内容提要:本文以 2006 年 1 月 1 日—2021 年 12 月 31 日公布股权激励计划草案的 A 股上市公司为样本,基于“委托—监督—代理”的三层代理框架,从执行董事获授权益的视角实证检验我国上市公司股权激励工具选择的自利性问题。研究发现:股权激励中执行董事获授比例越大,公司越倾向于选择折价力度大、获利水平高的限制性股票作为激励工具,且当被激励董事干预股权激励设计的能力更高、动机更强时,上述作用更为显著。提高董事会及薪酬委员会的独立性,强化机构投资者和审计师的监督有助于约束执行董事参与股权激励设计时的机会主义行为。进一步分析发现,当执行董事成为激励重心时,公司采用的限制性股票授予时折价程度更大、限售期数更短、解锁期数更少、业绩条件更加宽松,即方案细节更具有福利性质;被激励董事出于自利动机选用的限制性股票方案不能促进企业绩效及企业价值的提升,未发挥应有的治理作用。本文的研究发现不仅丰富了股权激励工具选择动因的相关文献,而且对于进一步完善股权激励管理制度,避免“治理工具”沦为内部人“牟利工具”,具有重要的政策意义。

关键词: 执行董事 获授权益 股权激励工具 自利性

一、引言

设计科学有效的股权激励方案是充分发挥股权激励治理作用的关键(Gao et al., 2017)。其中,合适的股权激励工具是重要的要素之一。主流的股权激励工具包括股票期权和限制性股票两大类,二者在授予标的、授予价格、持有风险等方面各具千秋。总体来看,限制性股票获益空间较大,捆绑作用更强(李曜,2008;肖淑芳等,2016),但会导致激励对象风险承担意愿不足,偏好规避高风险投资(Bryan et al.,2000;Parrino et al.,2005;Devers et al.,2008);股票期权实施成本较低,风险激励作用更佳(Bryan et al.,2000;Dodonova & Khoroshilov,2006;Kadan & Swinkels,2008;Low,2009),但获利空间较小,捆绑作用较弱。为健全公司治理机制,保证长期激励效果,企业应当依据股权激励目的,结合自身发展实际,行业经营规律等,权衡不同激励方式的优劣,因企制宜选择合适的股权激励工具。

然而,除制度体系不尽完备的早期过渡阶段外,我国上市公司在股权激励中大量采用限制性股票,较少使用股票期权,呈现“股权激励选择之谜”(陈文哲等,2022)。针对这一现象,迄今只有少量文献依照传统的委托—代理框架,从股权激励设计方(股东和董事会)及股权激励实施方(管理层)两方博弈的视角,对我国上市公司股权激励工具的选择偏好及动因进行探讨(陈文哲等,2022),未单独考虑董事会成员在其中发挥的关键作用。事实上,依照“委托—监督—代理”的三层

* 李博文、陆正飞(通讯作者),北京大学光华管理学院,邮政编码:100871,电子信箱:libowen@stu.pku.edu.cn, zflu@gsm.pku.edu.cn。本文研究得到国家自然科学基金项目(71972005)的资助。作者感谢匿名审稿专家的宝贵意见,文责自负。

代理框架(Tirole, 1986),股权激励工具的选择本质上是委托人股东、监督人董事及代理人管理层三方利益博弈的结果。具备自利动机的董事并不总是代表股东利益的激励设计方,其与股东之间亦存在委托-代理关系(陈湘永等, 2000; Henry, 2005)。特别地,在我国上市公司实践中,董事会成员中的执行董事获授股权激励,甚至成为股权激励重心的情况屡见不鲜。^① 这种情况下,执行董事不仅是股权激励的设计方,同时也是股权激励对象。那么,面临利益冲突的执行董事将如何影响和干预上市公司股权激励工具的选择? 出于自利动机选用的股权激励工具是否有损治理效果? 良好的内外部治理机制能否抑制执行董事在股权激励方案设计中的自利行为? 已有文献尚未回答上述问题。

有鉴于此,本文以2006年1月1日—2021年12月31日公布股权激励计划草案的A股上市公司为样本,基于“委托-监督-代理”的三层代理框架,从执行董事获授权益的视角实证检验上市公司股权激励工具选择的动因。研究发现:股权激励中执行董事获授比例越大,公司越倾向于选择折价力度大、获利水平高的限制性股票作为激励工具,且当被激励董事干预股权激励方案设计的能力更高、动机更强时,上述作用更为显著。提高董事会及薪酬委员会的独立性,强化机构投资者和审计师的监督能够显著抑制执行董事参与股权激励设计时的机会主义行为。进一步分析发现,当执行董事成为激励重心时,公司采用的限制性股票方案授予时折价程度更大、锁定期数更短,解锁期数更少、业绩条件更加宽松,即方案细节也更具有福利性质。最后,从实施效果看,被激励董事出于自利动机选用的限制性股票方案不能促进企业绩效及企业价值的提升,未发挥应有的治理作用。

本文的贡献主要体现在以下几个方面:首先,现有文献主要从高管权力、股东与管理层两方博弈等公司治理视角分析股权激励工具的选择动因(肖淑芳等, 2016; 陈文哲等, 2022),或将董事会成员与高级管理人员合并作为研究对象,忽略了二者在职权范围、履职动机及利益诉求等方面的差异性(刘少波和马超, 2016; 易志高等, 2019);或将董事归为与股东目标一致的委托人,未考虑执行董事作为激励对象而可能导致的自利性问题。本文基于“委托-监督-代理”的三层代理框架,从执行董事获授权益的视角,实证检验并发现了具有双重身份的执行董事在股权激励工具选择中的自利性,丰富了股权激励工具选择动因的相关文献。其次,目前单独考察董事自利行为及其经济后果的文献较少,且多关注董事超额薪酬(朱滔, 2015)、并购决策(Certo et al., 2008; Henry, 2005)、期权倒签(Collins et al., 2009)、期权重新定价(Chance et al., 2000)、幸运期权授予(Bebchuk et al., 2010)等方面。本文从股权激励工具选择这一新的视角,揭示了执行董事在股权激励中的自利行为及其对激励效果的消极影响,发现了提高董事会及薪酬委员会独立性、强化外部监督等有效的缓解机制,深化了对股权激励中执行董事自利行为及其特征的认识,拓展了董事自利行为及其经济后果的相关研究。最后,本文的研究发现对完善股权激励管理制度具有重要的政策意义。“既当裁判,又做选手”的执行董事在股权激励契约条款设计中存在明显的自利倾向。因此,上市公司应强化公司治理机制在股权激励设计中的监督作用,适当提高薪酬委员会中独立董事的比重,严格落实拟作为激励对象的执行董事在激励方案设计及审议时的回避制度,为执行董事中饱私囊厚筑隔离墙。同时,监管机构应重点关注上市公司股权激励中执行董事高额获授的合理性和方案设计流程的合规性,必要时要求上市公司对激励比例的分配依据及激励工具的选择动因进行详细披露,避免“治理工具”沦为内部人的“牟利工具”。

^① 在伊利股份(600887)2019年8月公布的股权激励计划草案中,仅董事长一人便获授三分之一的限制性股票。无独有偶,在德方纳米(300769)2021年11月公布的股权激励计划草案中,董事长获授权益比例接近六成,引发资本市场广泛关注。

二、制度背景、文献与研究假设

(一) 制度背景

1. 我国股权激励发展进程及股权激励工具选择之谜

股权激励在优化长期约束机制、激发企业内生动力、深化资本市场改革中发挥着重要的作用。我国最早的股权激励实践兴起于20世纪90年代,但囿于股权分置改革前市场基础的薄弱及政策指引的缺失,股权激励实践进展十分缓慢(吕长江等,2009)。直至2005年12月31日,证监会颁布《上市公司股权激励管理办法(试行)》,我国上市公司股权激励才正式进入规范化发展阶段。特别是2016年证监会修订《上市公司股权激励管理办法》及2019年国资委发布《关于进一步做好中央企业控股上市公司股权激励工作有关事项的通知》以来,上市公司股权激励定价方式更加完善,考核指标更加多元,推出时点限制放松,审核程序加以简化,企业在股权激励设计中的自主性和灵活度大大提升,我国股权激励实践持续扩围扩面。2021年,A股上市公司公布的股权激励草案数已由2006年的不足40份激增至932份。^①可见,在配套制度的指导和推动下,近年来我国上市公司推出的股权激励方案数量呈现快速上升趋势,股权激励正稳步扎根于上市公司的治理实践。

纵览我国上市公司的股权激励实践,会发现一个值得关注的现象:除制度体系不尽完备的早期过渡阶段外,股权激励方案中大量采用限制性股票,较少采用股票期权,采用股票增值权等其他激励工具的则更少,详见图1。陈文哲等(2022)称之为“股权激励选择之谜”。针对这一现象,目前只有少量文献结合我国的制度环境,对上市公司股权激励工具的选择偏好及动因进行探讨。肖淑芳等(2016)发现,当激励对象主要为经理人等高管时,高管权力越大,越倾向选择更易获得高额收益的限制性股票。陈文强和王成方(2021)指出,企业对于股权激励工具的选择与其所处发展阶段相匹配。成长期和衰退期的企业偏好股票期权,而成熟期企业偏好限制性股票。陈文哲等(2022)则基于股权激励设计方(股东和董事会)和实施方(管理层)的博弈均衡推导,发现第一类代理问题严重、投资风险大、股价信息含量低的企业更倾向选择期望收益大、捆绑作用强的限制性股票。

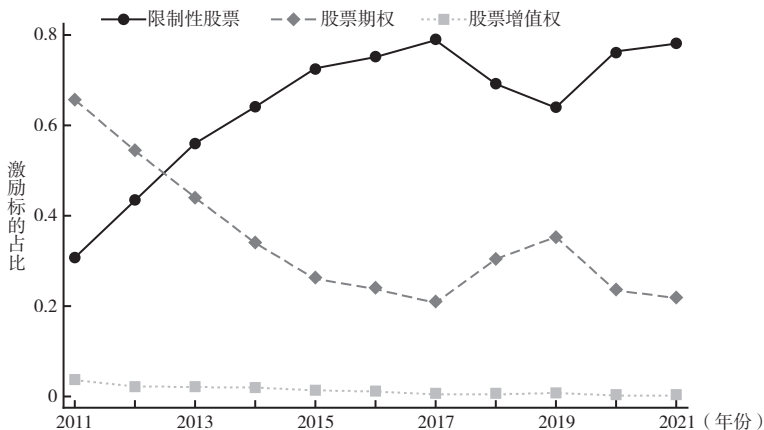


图1 近10年A股上市公司股权激励草案中各激励工具占比

2. 股权激励工具的基本特点及优劣分析

我国上市公司最主要的股权激励工具为限制性股票及股票期权。其中,限制性股票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,激励对象只有符合股权激励计划规

^① 数据来源:Wind。

定的条件时,才可以出售限制性股票并从中获益。股票期权指上市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股票的权利,激励对象有权行使或者放弃这种权利。由于二者在授予标的、授予价格、持有风险等方面均存在差异,其对股东与持有人而言的优劣势也不尽相同。

首先,从授予标的的角度看,限制性股票的授予标的为股票,在授予阶段即需上市公司进行定增或回购,激励对象按照授予价格出资购买。而股票期权的授予标的为期权,在授予阶段激励对象仅获得未来购买股票的权利。因此,对股东而言,限制性股票的实施成本较高,且存在股权摊薄效应;股票期权的实施成本较低,且授予时不改变原股权结构。但对持有人而言,其获授限制性股票后即成为上市公司的股东,享有获取分红、参与投票等股东权利,取得股票期权则不享有任何股东权利。

其次,从授予价格的角度来看,根据《上市公司股权激励管理办法》等相关规定,限制性股票的授予价格只要不低于定价基准日前公平市场价格的50%即可,在实务中通常为高比例折价授予。而股票期权的行权价格则不得低于定价基准日前的公平市场价格,行权成本较高。因此,对持有人而言,限制性股票的授予价格更低,预期收益更高(李曜,2008)。

最后,从持有风险的角度来看,限制性股票的持有人自购买后即需承担股价波动的风险,一旦公司股价跌破授予价格,持有人将产生股票贬值损失。而股票期权持有人只有行权获益的权利,而无行权义务。当股价下跌或者期权计划预设的业绩条件未能实现时,持有人可以选择放弃行权,不会产生现实的资金损失。因此,具有惩罚性的限制性股票会导致持有人规避风险较大的投资项目(Bryan et al.,2000;Parrino et al.,2005;Devers et al.,2008),而不具有惩罚性的股票期权则可以激励持有人采取高风险的投资决策,把握发展机遇(Bryan et al.,2000;Dodonova & Khoroshilov,2006;Kadan & Swinkels,2008;Low,2009)。

综上可知,限制性股票由于获益空间较大,享有分配权利,对持有人更加有利;而股票期权由于实施成本较低,风险激励作用更强,更符合股东的利益诉求。^①

(二)文献评述

1. 股权激励工具的选择偏好及动因

针对股权激励工具的选择偏好及成因,国外学者取得了丰富的研究成果。早期的国外研究发现,相对于限制性股票,股票期权的风险激励作用更强,能够有效缓解代理问题(Bryan et al.,2000;Kadan & Swinkels,2008),且授予当年无需在报表确认费用,具有美化利润的作用,因而成为美国股权激励实践的主流选择。但是,21世纪初期以来,美国上市公司的偏好出现了反转:选择股票期权进行激励的比重逐年下降,采用限制性股票的比重却逐年攀升,限制性股票成为股权激励的新宠(Irving et al.,2011)。针对这一现象,学者们主要从制度环境的角度进行解释。比如,Brown & Lee(2007)及Carter et al.(2007)均指出,2004年美国财务会计准则第123R号出台后,股票期权费用必须在利润表列示,其美化报表的优势丧失,导致上市公司转为使用限制性股票。Aboody & Kasznik(2008)认为,2003年美国股息收入的个税税率降低后,股东获取股息的偏好增加。相比于会因分红派息而价值受损的股票期权,限制性股票受到股息保护,有利于提升管理层发放股利的意愿,促进股东和管理层的利益协同,获得越来越多上市公司的青睐。此外,股票期权诱发盈余管理和过度风险承担等负面效应也是上市公司减少对其使用的潜在原因(Lovett et al.,2022)。

与西方发达国家不同,在我国的股权激励实践中,除制度体系不尽完备的早期过渡阶段外,限制性股票一直是主流激励工具,呈现股权激励选择之谜。但是,只有少数学者结合我国的制度环境

^① 因篇幅所限,两种股权激励工具对股东及激励对象的优劣总结详见本刊网站登载的附录1。

及上市公司治理特征,对股权激励工具的选择动因进行深入探讨。肖淑芳等(2016)发现,当激励对象主要为经理人等高管时,高管权力越大,企业越有可能选择限制性股票作为激励工具。陈文强和王成方(2021)指出,企业对于股权激励工具的选择与其所处发展阶段相匹配。成长期和衰退期的企业偏好采用股票期权,而成熟期企业偏好采用限制性股票。陈文哲等(2022)则基于股权激励设计方(股东和董事会)和实施方(管理层)的博弈均衡推导,发现第一类代理问题严重、投资风险大、股价信息含量低的企业会选择期望收益大、捆绑作用强的限制性股票,以激励管理层努力工作。

纵观该领域的文献可知,目前国内探讨股权激励工具选择动因的研究还较为匮乏,且未单独考虑董事会成员在其中发挥的关键作用。事实上,依照“委托-监督-代理”的三层代理框架,股权激励工具的选择本质上是委托人股东、监督人董事及代理人管理层三方博弈的结果。特别地,当监督人董事亦成为股权激励对象时,其有强烈的动机利用自身权力操纵激励方案设计,获取高额收益。因此,从执行董事获授权益的角度考察股权激励工具的选择动因,不仅有助于深入理解我国上市公司股权激励设计的内在逻辑,对已有文献形成有益的补充,而且对完善公司治理机制,规避操纵性激励方案,优化股权激励制度建设有积极的启示意义。

2. 执行董事自利行为及其经济后果

在传统的委托代理框架下,股东和管理层存在潜在的利益分歧(Jensen & Meckling, 1976)。为缓解代理问题,同时规避高昂的直接监督成本,股东会委派董事对管理层进行监督和约束。因此,董事通常被认为是代表股东利益行事。但在实践中,董事与股东的目标函数并不完全趋同(Certo et al., 2008; 朱滔, 2015)。尤其是作为“内部人”的执行董事,不仅会深度参与日常经营,也能够对薪酬契约、企业并购等涉及自身利益的重大决策施加影响(Dalton & Daily, 2001)。当面临利益冲突时,自利的执行董事很可能会以损害股东利益为代价谋取私利,产生新的委托代理问题(Tirole, 1986; Schwartz et al., 2005; 陈湘永等, 2000)。

首先,在薪酬契约中,执行董事可能会与管理层合谋,攫取超额现金薪酬(朱滔, 2015; Brick et al., 2006)。其次,在并购决策中,执行董事会从自身利益最大化出发评估收购要约,做出可能降低股东价值但增加个人财富的收购推荐(Certo et al., 2008; Henry, 2005)。最后,在期权定价时,执行董事倾向在公司发生非市场或行业因素驱动的股价下跌时对期权进行重新定价,下调期权的行权价格,以增加激励对象的收益;而且,执行董事的比例越大,期权重新定价的可能性越高(Chance et al., 2000)。Collins et al. (2009)也指出,当执行董事和CEO同时获授股权激励时,股票期权的定价存在明显的机会主义行为,即出现期权“倒签”现象。期权的“倒签”为激励对象带来了超额收益,但却显著降低了公司未来业绩。总体来看,目前单独研究执行董事自利行为及其经济后果的文献较少,本文尝试从股权激励工具选择这一新的视角,拓展关于执行董事自利行为及其后果的相关研究。

(三) 研究假设

董事会在薪酬契约的设计和监督中发挥着举足轻重的作用。在传统的委托代理框架中,董事和股东具备一致的目标函数,董事按照股东利益最大化原则设计薪酬方案,行使委托人职能。但在更为全面的“委托-监督-代理”三层委托代理框架中,董事与股东之间亦存在代理问题(Tirole, 1986; Schwartz et al., 2005; 陈湘永等, 2000)。当存在私利的董事与股东出现目标分歧,且缺乏有效的制约机制时,董事可能会与管理层合谋,基于自身收益最大化原则进行薪酬设计(朱滔, 2015, 2020),忽视委托人的利益。^① Brick et al. (2006)发现,董事薪酬和CEO薪酬之间存在显著的正相关关系,且董事和CEO的超额薪酬将导致更差的未来业绩。黄寿昌等(2011)指出,董事和高管会

^① 因篇幅所限,两层委托代理、三层委托代理及本文理论框架图详见本刊网站登载的附录2。

以牺牲股东利益为代价进行合谋,以超额薪酬的方式攫取租金。

作为长期薪酬契约的重要形式,股权激励方案的设计和实施过程存在董事操纵的痕迹。周建波和孙菊生(2003)基于我国早期的股权激励样本,发现如果股权激励的授予对象包含董事,自利的董事将通过提高业绩股票数量来谋取私利。Chance et al. (2000)发现,获授期权的董事倾向于在公司发生股价下跌时下调期权的行权价格,以牺牲股东利益为代价最大化激励对象的收益。Collins et al. (2009)指出,当董事和 CEO 同时获授股权激励时,股票期权的定价存在明显的机会主义行为,即出现期权“倒签”现象。在我国现有的上市公司治理结构下,股权激励草案的整体拟定、初步决议、方案变更均由董事会或其下设薪酬委员会负责。在此过程中,执行董事往往能够对股权激励方案施加重要影响,部分就任于薪酬委员会的董事甚至可以直接影响股权激励工具的选择。因此,当执行董事成为主要的股权激励对象时,自利的董事将具有强烈的动机和较大的权力干预激励工具的选用,以最大化自身收益而非股东财富。与股票期权相比,限制性股票不仅可以高比例折价授予,未来预期收益更高(陈文强和王成方,2021),而且获授后激励对象即成为上市公司的股东,享有获取分红、参与投票等诸多股东权利(肖淑芳等,2016),更符合激励对象的利益诉求。因此,当执行董事成为主要的股权激励对象时,“既当裁判,又做选手”的执行董事将在股权激励方案设计时同管理层合谋,忽视股东价值最大化的原则,偏好折价力度大、获利水平高的限制性股票,以此谋取福利、共享高薪。

基于以上分析,提出本文核心研究假设 H1:股权激励中执行董事获授的比例越大,公司越倾向于选择限制性股票作为激励工具。

三、研究设计

(一)样本选择与数据来源

本文选择 2006 年 1 月 1 日—2021 年 12 月 31 日 A 股上市公司公布的股权激励计划草案为初始样本,剔除金融保险行业的公司方案,剔除采用复合激励工具、股票增值权等非主要激励工具的公司方案,再剔除 ST 类和数据缺失的公司方案,最终得到 2633 份有效样本。本文使用的股权激励计划草案数据来自于国泰安(CSMAR)及万得(Wind)数据库,公司财务数据、公司治理数据等均来源于国泰安(CSMAR)数据库。

(二)变量定义

1. 被解释变量。本文采用的被解释变量为股权激励工具虚拟变量(*Equitytype*)。如果上市公司选择的股权激励工具为限制性股票,则 *Equitytype* 取值为 1;如果上市公司选择的股权激励工具为股票期权,则 *Equitytype* 取值为 0。

2. 解释变量。本文采用的解释变量为执行董事的获授比例,即某次股权激励计划中授予执行董事的股票或期权数量占本次激励权益总量的比例(*Eper*)。

3. 控制变量。参考肖淑芳等(2016)、陈文强和王成方(2021),本文选择的控制变量包括:公司规模(*Size*)、资产负债率(*Lev*)、总资产收益率(*ROA*)、产权性质(*SOE*)、经营活动现金流净额占总资产之比(*Cashflow*)、营业收入增长率(*Growth*)、第一大股东持股比例(*Top1*)、董事会规模(*Board*)、高管持股比例(*Mshare*)、领导权结构(*Dual*)、高管现金薪酬(*Mansal*)。此外,本文还控制了行业虚拟变量与年度虚拟变量。^①

(三)模型设定

为检验执行董事获授对股权激励工具选择的影响,本文建立如下二元 logit 回归模型:

^① 因篇幅所限,控制变量的具体定义详见本刊网站登载的附录 3。

$$Equitytype_{i,t} = \alpha_0 + \alpha_1 Eper_{i,t} + \alpha_2 \sum Controls_{i,t-1} + Industry FEs + Year FEs + u_{i,t} \quad (1)$$

其中,被解释变量为股权激励工具(*Equitytype*),解释变量为股权激励中授予执行董事的比例(*Eper*),控制变量(*Controls*)的含义与上文相同。此外,本文还控制了行业虚拟变量与年度虚拟变量。若假设 H1 成立,模型(1)中 *Eper* 的系数应显著为正。^①

四、实证结果

(一)基准回归结果

为检验执行董事获授比例对股权激励工具选择偏好的影响,本文利用模型(1)进行回归,相关结果如表 1 所示。第(1)列中,只控制了行业和年度固定效应,*Eper* 的系数为 1.804,在 1% 的水平上显著;第(2)列加入一系列控制变量后,*Eper* 的系数为 1.607,在 1% 的水平上显著。这一结果表明在控制了其他因素后,股权激励中执行董事获授的比例越大,上市公司越倾向于选择限制性股票作为激励工具。上述结果有效支持了假设 H1,说明执行董事为谋取私利会操纵股权激励工具,选用获益空间更大的限制性股票。

表 1 执行董事获授比例与股权激励工具选择

变量	(1)	(2)
	<i>Equitytype</i>	<i>Equitytype</i>
<i>Eper</i>	1.804 *** (0.460)	1.607 *** (0.479)
<i>SOE</i>		-0.158 (0.164)
<i>ROA</i>		1.656 * (0.975)
<i>Size</i>		-0.240 *** (0.0611)
<i>Lev</i>		-0.423 (0.356)
<i>Cashflow</i>		0.188 (0.811)
<i>Top1</i>		0.237 (0.377)
<i>Board</i>		0.613 ** (0.267)
<i>Growth</i>		-0.055 (0.134)
<i>Mshare</i>		-0.197 (0.267)
<i>Dual</i>		-0.175 * (0.106)

① 因篇幅所限,主要变量的描述性统计详见本刊网站登载的附录 4。

续表 1

变量	(1)	(2)
	<i>Equitytype</i>	<i>Equitytype</i>
<i>Mansal</i>		0.156** (0.0776)
<i>_cons</i>	1.051** (0.500)	3.014** (1.50)
Industry FE	Yes	Yes
Year FE	Yes	Yes
N	2633	2633
Pseudo R ²	0.143	0.158

注:括号内为标准误,*、**和***分别表示在10%、5%、1%的水平上显著,下同。

(二)稳健性检验

为保证基准回归结果的稳健性,本文进行了以下多种稳健性检验:

1. 剔除执行董事获授比例为0的样本。股权激励对象完全不包含执行董事的样本可能与其他样本存在系统性差异,干扰本文的研究结论。

2. 更换自变量的衡量方式。在稳健性检验中,采用股权激励方案中被激励的执行董事人数占激励总人数的比例(*Dper*)衡量执行董事获授比例。

3. 控制同伴效应。企业在设计股权激励方案时,可能会模仿同行业其他企业的契约设置(支晓强等,2014)。为排除同伴效应的干扰,本文参考陈文强和王成方(2021),在回归中控制了同行业颁布的限制性股票数量占激励方案总数量的比例(*Par*)。

4. 控制自学习效应。企业在选择股权激励工具时,可能会参考以往的实施经验,并倾向于延续实施成功的激励工具。为排除自学习效应的干扰,本文剔除多次公布股权激励计划草案的企业,仅保留首次公布的样本进行检验。

5. 剔除终止实施的样本。股权激励草案设计不当会导致计划废止,可能对本文结论形成干扰。

6. 剔除采用第二类限制性股票的样本。第二类限制性股票兼具部分期权的特性,可能对本文的结论造成影响。

7. 控制管理层权力的影响。参考吕长江和赵宇恒(2008),本文进一步控制基于领导权结构、高级管理人员规模、股权集中度三个维度计算的管理层权力(*Mpow*)。

8. 考虑董事持股的影响,在基准回归中进一步控制董事持股比例(*Dirnper*)。

9. 控制企业生命周期的影响。参考刘诗源等(2020),采用现金流模式法划分企业生命周期,并将衡量企业是否处于成长期的虚拟变量(*Growth*)及衡量企业是否处于衰退期的虚拟变量(*Decline*)加入基准回归中。

10. 剔除较早年份(2010年及以前)公布的样本。在2010年及以前,我国股权激励制度体系不尽完备,股权激励计划设计和实施的规范性较差(陈文哲等,2022),可能对研究结论形成干扰。

以上检验结果均表明,本文的基准回归结果具有较好的稳健性。^①

(三)内生性问题处理

本文研究可能存在遗漏变量和互为因果的内生性问题。一方面,企业内部代理问题的严重程度可能同时影响股权激励对象的重心及股权激励工具的选择,进而对主回归结果造成影响。但是,

^① 因篇幅所限,稳健性检验结果详见本刊网站登载的附录5。

内部代理问题的严重程度难以用具体的指标进行准确衡量并加以控制,存在遗漏变量的问题。另一方面,企业有可能先选择某种股权激励工具,再根据工具特征确定激励对象及授予比例。因此,本文的研究亦存在一定程度的互为因果问题。为缓解内生性问题,本文采用工具变量、倾向得分匹配、广义精确匹配、Heckman 两阶段模型等方式进行处理。

1. 工具变量法

首先,本文选择同年度实施股权激励的同行业上市公司中执行董事的平均获授比例作为工具变量。企业在决策过程中,会密切关注同业公司的行为(Kaustia & Rantala, 2015),并时常受到参照群体的外生性影响(易志高等, 2019)。在股权激励决策中,同行业竞争对手的股权激励授予数量及分配方式是设计股权激励方案的关键对标和重要参考。为使股权激励真正发挥激励、吸引及保留人才的作用,企业需要考虑同业公司激励方案中执行董事的获授情况,给予执行董事具备市场竞争力的股权激励比例。因此,同行业公司中执行董事平均获授的比例越大,企业在股权激励中授予执行董事的比例也越大。可见,同行业执行董事获授水平与本文的解释变量高度相关。同时,同行业其他执行董事获授水平作为一个外生性因素,不会直接影响企业股权激励工具的选择。因此,以同年度同行业执行董事获授比例的均值作为执行董事获授比例的工具变量,采用两阶段回归缓解遗漏变量和互为因果的内生性问题。表2的第(1)、(2)列展示了两阶段回归的结果。在第一阶段回归中,同业执行董事的平均获授水平($IV1$)与执行董事的获授比例($Eper$)显著正相关。在第二阶段回归中,执行董事的获授比例($Eper$)与股权激励工具($Equitytype$)显著正相关,基准回归结论仍然成立。

其次,本文亦采用同年度同行业上市公司中执行董事平均的长期权益薪酬比例(长期权益薪酬占总薪酬的比重)作为工具变量(苏冬蔚和林大庞, 2010)。^①保持合理的薪酬结构有利于充分发挥对执行董事的激励作用,促进企业价值和企业绩效的提升(李维安和张国萍, 2005; 胡阳等, 2006),也是企业实施股权激励的重要驱动因素(吕长江等, 2011)。为科学分配股权激励份额,优化董事现有薪酬结构,企业在设计股权激励方案时会参考其他同业上市公司董事的薪酬结构,并存在向同业公司靠拢的行为(支晓强等, 2014)。因此,同行业上市公司中执行董事平均长期权益薪酬比例越大,企业在股权激励中授予执行董事的份额也越大。同时,同行业其他上市公司执行董事的平均长期薪酬比例满足外生性的要求。表2的第(3)–(4)列展示了两阶段回归的结果。在第一阶段回归中,同业执行董事的平均长期薪酬比例($IV2$)与执行董事的获授比例($Eper$)显著正相关。在第二阶段回归中,执行董事的获授比例($Eper$)与股权激励工具($Equitytype$)显著正相关,基准回归结论仍然成立。

2. 倾向得分匹配(PSM)

为缓解将股权激励授予执行董事和未授予执行董事的公司间的系统性差异,本文采用PSM的方式进行处理。首先,以执行董事是否获授股权激励的虚拟变量作为因变量,以企业上一期财务变量(包括公司规模($Size$)、资产负债率(Lev)、总资产收益率(ROA)、产权性质(SOE)、经营活动现金流净额占总资产之比($Cashflow$)、营业收入增长率($Growth$))、企业上一期治理特征(包括第一大股东持股比例($Top1$)、董事会规模($Board$)、高管持股比例($Mshare$)、领导权结构($Dual$)、高管现金薪酬($Mansal$))及行业、年度虚拟变量为自变量,进行logit回归,获得每个观测的倾向得分。然后,将股权激励授予执行董事和未授予执行董事的样本进行一对一最近邻匹配,共获得1241个样本。最后,利用配对后的样本进行回归,结果列示于表2第(5)列。 $Eper$ 的估计系数仍显著为正,表明控制公司特征差异后,基准回归结论依然成立。

^① 因篇幅所限,长期权益薪酬比例的具体计算方式详见本刊网站登载的附录6。

3. 广义精确匹配 (CEM)

广义精确匹配 (CEM) 通过预先设置的截断点将协变量分层, 对变量值进行粗化, 再根据样本的经验分布将每层中的样本进行精确匹配 (Blackwell et al., 2009)。与 PSM 相比, CEM 对模型的依赖性更低, 平均处理效应估计误差更小, 能够有效缓解内生性问题。具体来看, 本文先根据四分位数将控制变量中的连续变量进行粗化, 再利用粗化后的分层情况进行样本匹配及权重计算, 并根据权重进行基准回归分析。相关结果列示于表 2 第 (6) 列。可见, $Eper$ 的估计系数显著为正, 基准回归结论保持不变。

4. Heckman 两阶段回归

为控制样本均来自实施股权激励的公司而产生的选择偏误, 本文采用 Heckman 两阶段回归模型进行处理 (祝继高等, 2021; 史永东等, 2021)。具体来看, 在第一阶段, 以企业是否实施股权激励 ($Incentive$) 作为因变量, 以基准回归中的企业上期财务变量、基准回归中的企业上期治理特征、同年度同行业公司中实施股权激励的比例 ($Induint$), 以及行业、年度虚拟变量为自变量, 采用 probit 模型进行回归, 并计算相应的逆米尔斯比率 (IMR)。在第二阶段, 将逆米尔斯比率作为控制变量加入基准回归中, 以矫正主回归中的选择偏误。Heckman 第二阶段回归的结果列示于表 2 第 (7) 列。 $Eper$ 的估计系数仍显著为正, 表明控制样本选择偏误后, 基准回归结论依然成立。

表 2 内生性处理

变量	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)
	Stage 1	Stage 2	Stage 1	Stage 2	PSM	CEM	Heckman
$IV1$	0.600*** (0.119)						
$Eper$		1.208* (0.704)		3.270*** (0.901)	2.051** (0.826)	1.686*** (0.545)	0.220*** (0.0665)
$IV2$			0.136*** (0.0267)				
IMR							0.052 (0.0776)
Controls	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
Industry FE	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
Year FE	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
N	2633	2633	2630	2630	1241	2216	34633
Pseudo/Adj R ²	0.121	0.111	0.120	0.151	0.128	0.160	0.150

注: 控制变量 (controls) 包括: $Size$ 、 Lev 、 ROA 、 SOE 、 $Cashflow$ 、 $Growth$ 、 $Top1$ 、 $Board$ 、 $Mshare$ 、 $Dual$ 、 $Mansal$, 下同。

(四) 执行董事特征与股权激励工具操纵

执行董事获授股权激励时, 其对激励工具的操纵程度受到自身干预动机及干预能力的影响。当执行董事的干预能力更高、干预动机更强时, 上市公司在股权激励工具选择时的机会主义行为会更加显著。被激励董事的具体职位和任职年限可用于衡量其参与股权激励方案设计的能力, 现金薪酬水平及现有持股水平则会反映其干预股权激励方案的动机。因此, 本文拟从四个方面展开异质性分析。

1. 薪酬委员会任职情况

董事会下设的薪酬委员会是制定上市公司激励机制和薪酬政策的核心治理机构 (谢德仁等,

2012)。证监会发布的《上市公司股权激励管理办法》明确指出,股权激励计划草案应由薪酬与考核委员会负责拟订,然后提交董事会审议。当被激励董事担任薪酬委员会成员时,将全面参与甚至主导股权激励方案的设计,并有能力对激励工具的选择进行直接干预。因此,执行董事获授权益占比越多,公司越偏好限制性股票的现象在被激励董事中包含薪酬委员会成员时更为显著。

为此,本文根据参与激励的执行董事是否包含薪酬委员会成员,将样本进行分组检验。回归结果如表3第(1)一(2)列所示。在参与激励的执行董事包含薪酬委员会成员时,执行董事获授比例与限制性股票选用间的正相关关系更显著,且两组的估计系数差异显著,表明在薪酬委员会任职的确可以强化执行董事在股权激励工具选择时的机会主义行为。

2. 平均任职年限

随着执行董事在公司任职年限的增加,其追逐自身利益的权力不断扩大,对于薪酬设计等决策的掌控力日益加强(Vafeas,2003)。同时,任期较长的执行董事将与管理层建立密切的关系,难以发挥有效的监督和制约作用(Anderson et al.,2004),更易在股权激励方案设计时与管理层达成合谋,选用获利空间较大的限制性股票。因此,执行董事获授权益占比越多,公司越倾向选用限制性股票的现象在被激励董事的平均任职年限较长时更显著。

本文根据被激励董事的平均任职年限是否高于行业年度中位数,将样本划分为平均任期较长的组别与平均任期较短的组别,分组进行检验。回归结果如表3第(3)一(4)列所示。在被激励董事平均任期较长的组别,自变量的估计系数在1%水平上显著;在被激励董事平均任期较短的组别,自变量的估计系数不显著。以上结果与预期一致,表明被激励董事平均任职年限较长时,执行董事对于股权激励工具的操纵行为更显著。

表3 异质性分析:干预能力

变量	(1)	(2)	(3)	(4)
	激励对象包含薪酬委员会成员	激励对象不包含薪酬委员会成员	执行董事平均任期较长	执行董事平均任期较短
<i>Eper</i>	4.814*** (1.457)	0.983* (0.527)	2.439*** (0.718)	0.862 (0.707)
Controls	Yes	Yes	Yes	Yes
Industry FE	Yes	Yes	Yes	Yes
Year FE	Yes	Yes	Yes	Yes
N	319	2305	1366	1262
pseudo R ²	0.281	0.152	0.159	0.195
组间系数差异 (p值)	3.831** (0.028)		1.577 (0.224)	

3. 平均现金薪酬

现金薪酬作为董事会成员最主要的监督激励,能够促进其履职尽责,监督管理层的机会主义行为(朱滔,2015)。当执行董事的现金薪酬较低时,无法有效发挥监督作用;同时,股权激励收益在其个人总收益中的重要性增加,成为谋取高薪的重要手段。此时,获授股权激励的执行董事有强烈的动机同管理层合谋,选择更符合其利益诉求的限制性股票,以此提升个人收益。因此,执行董事获授权益占比越多,公司越倾向选用限制性股票的现象在被激励董事的平均现金薪酬较低时更为显著。

本文根据被激励董事的平均现金薪酬是否低于行业年度中位数,将样本划分为平均现金薪酬

较低的组别与平均现金薪酬较高的组别,分组进行检验。回归结果如表4第(1)—(2)列所示。可见,在被激励董事平均现金薪酬较低的组别,自变量的估计系数在1%水平上显著;在被激励董事平均现金薪酬较高的组别,自变量的估计系数不显著,且两组的估计系数差异显著。以上结果与预期一致,表明被激励董事现金薪酬水平较低时,其在股权激励工具设计时的自利倾向更显著。

4. 现有持股情况

对原本就持有公司股份的执行董事来说,若自股权激励计划获授的股份与原持有股份相比较少,其为谋求高额收益而参与股权激励的动机较弱,而是更多与公司股东保持利益趋同,为提升企业绩效、增加股东财富科学地设计股权激励计划。但是,若自股权激励计划获授的股份与原持有股份相比较多,执行董事预期可从股权激励中获取高额收益,自利的董事更易滥用职权,忽视委托人利益(周建波和孙菊生,2003),选择更具福利性的股权激励工具。因此,执行董事获授权益占比越多,公司越倾向选用限制性股票的现象在被激励董事获授的股份与原持有股份相比较多时更为显著。本文根据执行董事在某次股权激励中获授的股份数与原持有股份数的比值是否高于行业年度中位数,将样本划分为获授数量相对原持股数较高的组别与获授数量相对原持股数较低的组别,分组进行检验。回归结果如表4第(3)—(4)列所示。第(3)列中自变量的估计系数在1%水平上显著;第(4)列中自变量的估计系数不显著,且两组的估计系数差异显著。以上结果与预期一致,表明被激励董事获授的股份与原持有股份相比较多时,其获授比例与选用限制性股票间的正相关关系更显著。

表4 异质性分析:干预动机

变量	(1)	(2)	(3)	(4)
	执行董事平均 现金薪酬较低	执行董事平均 现金薪酬较高	获授数量/ 原持股数较高	获授数量/ 原持股数较低
<i>Eper</i>	2.449*** (0.780)	0.977 (0.622)	2.679*** (0.662)	0.688 (1.01)
Controls	Yes	Yes	Yes	Yes
Industry FE	Yes	Yes	Yes	Yes
Year FE	Yes	Yes	Yes	Yes
N	1321	1307	1399	1228
pseudo R ²	0.170	0.179	0.173	0.176
组间系数差异 (p值)	1.472* (0.081)		1.991* (0.097)	

(五)治理机制的约束作用

良好的内外部治理机制能够对执行董事形成有效的制约和监督,抑制股权激励方案设计中的机会主义行为。因此,本文进一步从内部及外部治理机制两方面探讨主回归结果的约束机制。

1. 内部治理机制

独立董事通常具备扎实的专业知识和独立判断的能力(陈湘永等,2000),且按照我国制度规定不能获授股权激励,能够对股权激励方案设计等公司决策进行高效积极的监督(叶康涛等,2011),抑制执行董事在激励工具选用时的自利行为。具体来看,本文采用董事会中独立董事的比例、薪酬委员会中独立董事的比例衡量内部治理机制的调节作用。董事会及薪酬委员会中独立董事的比例越高,执行董事在激励方案设计时受到的制约越强,其自利行为将得到有效抑制。

为检验独立董事监督的调节作用,本文分别将董事会中独立董事的比例(*Indep*)、薪酬委员会中独立董事的比例(*Cindep*)及其与执行董事获授比例的交乘项放入模型(1)中进行回归,结果列于表5第(1)一(2)列中。可以发现,交乘项系数均显著为负,说明良好的内部治理机制确实可以有效缓解执行董事对激励工具的操纵。

2. 外部治理机制

机构投资者通常会积极参与公司治理,利用其信息挖掘及专业人才的优势(方先明和那晋领,2020),强化对执行董事的监督(Collins et al.,2009)。规模较大的会计师事务所会提供高质量的审计服务,降低股东和执行董事间的信息不对称程度,约束执行董事的自利行为(郑志刚等,2021)。因此,本文采用机构投资者监督和会计师事务所规模作为外部治理机制的衡量指标。机构投资者持股比例越高、会计师事务所的规模越大(以是否为国际四大来衡量),执行董事获授比例与选用限制性股票间的正相关关系越弱。

为检验机构投资者及审计师监督的调节作用,本文分别将年末机构投资者的持股比例(*Inst*)、审计师是否来自国际四大会计师事务所(*Big4*)及其与执行董事获授比例的交乘项放入模型(1)中进行回归,结果列于表5第(3)一(4)列中。可以发现,交乘项系数均显著为负,说明外部治理机制的改善可以有效抑制执行董事的谋利行为。

表5 内外部治理机制的约束作用

变量	(1)	(2)	(3)	(4)
	<i>Moderator = Indep</i>	<i>Moderator = Cindep</i>	<i>Moderator = Inst</i>	<i>Moderator = Big4</i>
<i>Eper * Moderator</i>	-20.259** (8.338)	-4.725* (2.561)	-4.411** (2.071)	-3.437* (1.772)
<i>Eper</i>	9.279*** (3.220)	4.672*** (1.744)	3.163*** (0.918)	1.803*** (0.495)
<i>Moderator</i>	1.817 (1.139)	0.901*** (0.327)	-0.009 (0.327)	0.875*** (0.290)
Controls	Yes	Yes	Yes	Yes
Industry FE	Yes	Yes	Yes	Yes
Year FE	Yes	Yes	Yes	Yes
N	2633	2633	2633	2633
pseudo R ²	0.160	0.160	0.160	0.161

五、进一步分析

(一) 执行董事获授比例与限制性股票方案设计

根据上文的分析,执行董事在股权激励中获授的比例越大,越有可能选择限制性股票作为激励工具,以获得更高的股权激励收益。在股权激励方案中,除股权激励工具外,授予价格、锁定期数、解锁期数、业绩条件也是重要的方案要素,直接影响股权激励行权的难易程度及收益高低。首先,授予价格决定了执行董事获得限制性股票的初始成本。按照《上市公司股权激励管理办法》的规定,限制性股票的授予价格最多可按定价基准日前的公平市场价格折价50%确定。限制性股票的折扣比例越大,则授予价格越低,激励对象未来的获益空间越大。锁定期(又称限售期)指限制性股票从授予日到首次解除限售日之间的间隔。限制性股票的锁定期越短,越有利于激励对象尽快出售股份获益。解锁期指限制性股票分期解锁的期数。解锁期数越少,激励对象有激励条件约束的期限越短,每期可行权的数量越多,操纵行权指标,快速获取收益的空间越大。业绩条件指激励

对象解除限售所需满足的公司层面绩效目标。只有达到绩效考核指标的要求,激励对象才有权出售限制性股票获利。业绩指标设置越宽松,实现难度越低,激励对象越容易达到考核要求,进而轻松兑现高额股权激励收益。那么,执行董事出于自利动机选用的限制性股票方案,是否其他方案要素的设定也更具福利性?为厘清这一问题,本文选用的实证模型如下:

$$Factor_{i,t} = \alpha_0 + \alpha_1 Eper_{i,t} + \alpha_2 \sum Controls_{i,t-1} + Industry FEs + Year FEs + u_{i,t} \quad (2)$$

$$Difficulty_{i,t} = \alpha_0 + \alpha_1 Eper_{i,t} + \alpha_2 \sum Controls_{i,t-1} + Industry FEs + Year FEs + u_{i,t} \quad (3)$$

其中,*Factor*表示方案要素,分别用限制性股票授予时的折扣比例(*Discount*)、限制性股票锁定期数(*Lock*)、限制性股票解锁期数(*Period*)来衡量。*Difficulty*表示限制性股票业绩条件实现难度,分别用业绩条件整体实现难度(*Targetdiff*)、净资产收益率条件难度(*Roediff*)、净利润增长率条件难度(*Netdiff*)、营收增长率条件难度来衡量(*Salediff*)。^①解释变量及控制变量的定义与前文一致。

表6报告了模型(2)及模型(3)的回归结果。其中,Panel A第(1)一(3)列展示了模型(2)的回归结果。在第(1)列中,*Eper*的回归系数显著为正,在第(2)、(3)列中,*Eper*的回归系数均显著为负,即股权激励中执行董事获授的比例越高,公司选用的限制性股票方案折扣比例越大、锁定期数越短、解锁期数越少,更具有福利性质。Panel B第(1)一(4)列展示了模型(3)的回归结果。在第(1)一(4)列中,*Eper*的回归系数均显著为负,即股权激励中执行董事获授的比例越高,公司设计的业绩条件整体兑现难度越低,净资产收益率条件、净利润增长率条件、营收增长率条件的实现难度也越低。以上结论进一步印证了“既当裁判,又做选手”的执行董事偏好限制性股票并非是因企制宜的理性决策,而是利用其行权成本低、享受股东权利等工具特征,并配合宽松的行权门槛,达到谋求高额收益的目的。

表6 执行董事获授比例与限制性股票方案细节

Panel A				
变量	(1)	(2)	(3)	
	折扣比例	锁定期数	解锁期数	
<i>Eper</i>	4.867 *** (1.744)	-0.102 ** (0.0454)	-0.242 *** (0.0915)	
Controls	Yes	Yes	Yes	
Industry FE	Yes	Yes	Yes	
Year FE	Yes	Yes	Yes	
N	1893	1919	1919	
adj R ²	0.043	0.567	0.026	

Panel B				
变量	(1)	(2)	(3)	(4)
	业绩条件难度	ROE实现难度	净利润实现难度	营收实现难度
<i>Eper</i>	-1.391 *** (0.431)	-2.737 * (1.457)	-2.247 *** (0.601)	-2.056 ** (0.807)

^① 由于绝大多数上市公司均采用净资产收益率、净利润增长率及营业收入增长率的单项或组合作为业绩考核指标,本文对这三项指标的标准进行具体分析。因篇幅所限,业绩条件整体实现难度(*Targetdiff*)、净资产收益率条件难度(*Roediff*)、净利润增长率条件难度(*Netdiff*)、营收增长率条件难度(*Salediff*)的计算方式详见本刊网站登载的附录7。

续表 6

Panel B

变量	(1)	(2)	(3)	(4)
	业绩条件难度	ROE 实现难度	净利润实现难度	营收实现难度
Controls	Yes	Yes	Yes	Yes
Industry FE	Yes	Yes	Yes	Yes
Year FE	Yes	Yes	Yes	Yes
N	1912	296	1241	600
pseudo R ²	0.106	0.147	0.200	0.141

(二) 股权激励工具的治理效果

科学合理的限制性股票方案因预期收益较高、捆绑作用较强,能够有效缓解代理问题,充分发挥激励作用,促进企业价值及企业绩效的提升(陈文哲等,2022)。但是,当执行董事成为股权激励重心时,其选用的限制性股票方案沦为内部人攫取巨额收益的福利安排,很可能难以发挥治理效果,甚至损害公司价值。为实证检验上述假设,本文采用以下模型进行分组回归:

$$F_n_ROA_{i,t}/F_n_TobinQ_{i,t} = \alpha_0 + \alpha_1 Equitytype_{i,t} + \alpha_2 \sum Controls_{i,t-1} + Industry\ FEs + Year\ FEs + u_{i,t} \quad (4)$$

其中,被解释变量为经济后果变量,本文采用股权激励计划考核期结束后一至三年的 ROA ($F1_ROA/F2_ROA/F3_ROA$) 来衡量企业绩效(黎文靖等,2021),采用股权激励计划考核期结束后一至三年的托宾 Q 值 ($F1_TobinQ/F2_TobinQ/F3_TobinQ$) 衡量企业价值(祝继高等,2021)。解释变量为股权激励工具 ($Equitytype$),控制变量与基准回归相同。进一步,本文根据上市公司在股权激励中授予执行董事的比例是否高于行业年度的中位数,将样本划分为授予执行董事比例较高的组别与授予执行董事比例较低的组别。根据上文的研究,在执行董事获授比例较高的组别,限制性股票模式更可能是因董事为获取私利而选用,且关键方案要素更具福利性,预计将难以发挥治理效用。而在执行董事获授比例较低的组别,执行董事对股权激励方案的不当干预较少,限制性股票的选用更多是股东及董事因企制宜的理性决策,或将发挥积极的治理效用。

表 7 展示了模型(4)分组回归的实证结果。Panel A 结果表明,在授予执行董事比例较高的组别,核心解释变量 $Equitytype$ 的回归系数均不显著,表明自利型限制性股票方案不能促进考核期结束后一至三年内企业绩效的提升,未发挥应有的激励效果。而在授予执行董事比例较低的组别,核心解释变量 $Equitytype$ 的回归系数几乎都显著为正,表明科学选择的限制性股票能够显著提升企业

表 7 治理效果分析

Panel A

变量	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
	$F1_ROA$	$F1_ROA$	$F2_ROA$	$F2_ROA$	$F3_ROA$	$F3_ROA$
	授予董事比例高	授予董事比例低	授予董事比例高	授予董事比例低	授予董事比例高	授予董事比例低
$Equitytype$	-0.005 (0.00812)	0.015 ** (0.00653)	-0.001 (0.00931)	0.011 (0.00747)	-0.001 (0.00918)	0.017 ** (0.00807)
Controls	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
Industry FE	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
Year FE	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes

续表 7

Panel A						
变量	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
	<i>F1_ROA</i>	<i>F1_ROA</i>	<i>F2_ROA</i>	<i>F2_ROA</i>	<i>F3_ROA</i>	<i>F3_ROA</i>
	授予董事 比例高	授予董事 比例低	授予董事 比例高	授予董事 比例低	授予董事 比例高	授予董事 比例低
N	603	663	456	502	345	378
adj R ²	0.198	0.178	0.244	0.179	0.299	0.243
组间系数差异 (p 值)	-0.020 ** (0.044)		-0.012 (0.241)		-0.018 * (0.099)	
Panel B						
变量	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
	<i>F1_TobinQ</i>	<i>F1_TobinQ</i>	<i>F2_TobinQ</i>	<i>F2_TobinQ</i>	<i>F3_TobinQ</i>	<i>F3_TobinQ</i>
	授予董事 比例高	授予董事 比例低	授予董事 比例高	授予董事 比例低	授予董事 比例高	授予董事 比例低
<i>Equitytype</i>	0.018 (0.115)	0.242 ** (0.119)	0.037 (0.104)	0.315 *** (0.119)	-0.036 (0.144)	0.133 (0.138)
Controls	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
Industry FE	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
Year FE	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
N	598	659	450	498	341	377
adj R ²	0.256	0.233	0.321	0.286	0.275	0.262
组间系数差异 (p 值)	-0.224 (0.150)		-0.278 ** (0.044)		-0.169 (0.334)	

未来绩效,发挥更佳的激励效果。Panel B 结果表明,在授予执行董事比例较高的组别,核心解释变量 *Equitytype* 的回归系数均不显著,表明自利型限制性股票方案不能促进考核期结束后一到三年内企业价值的提升。而在授予执行董事比例较低的组别,核心解释变量 *Equitytype* 的回归系数几乎都显著为正,即合理的限制性股票方案对公司的企业价值具有积极作用。综上,当执行董事获授比例较高时,其偏好的限制性股票沦为权力资本的寻租工具,不能产生正向的激励效果。

六、结论与启示

本文结合我国股权激励实践中的“限制性股票热潮”,从执行董事自利的视角解释了上市公司股权激励工具的选择偏好。本文研究发现,股权激励中执行董事获授比例越大,公司越倾向于选择折价力度大、获利水平高的限制性股票作为激励工具,且当被激励董事干预股权激励方案设计的能力更高、动机更强时,上述作用更为显著。提高董事会及薪酬委员会的独立性,强化机构投资者和审计师的监督能够抑制执行董事参与股权激励设计时的机会主义行为。进一步分析发现,当执行董事成为激励重心时,公司采用的限制性股票方案中关键契约要素也更具有福利性质,表现为折价比例更大、锁定期数更短、解锁期数更少、业绩条件更宽松。最后,从实施效果来看,被激励董事出于自利动机选用的限制性股票方案不能促进企业绩效及企业价值的提升,未发挥应有的治理作用。

本文不仅从执行董事参与激励的角度,系统揭示了“限制性股票热潮”背后的自利行为,更为上市公司优化股权激励设计及监管部门完善股权激励管理提供了有益的启示。对上市公司而言,首先应强化内外部治理机制在股权激励设计中的监督作用,多管齐下斩断执行董事实施不当干预

的链条。一方面,企业应提高董事会及薪酬委员会中独立董事的比重,严格落实拟获授权的董事在激励计划设计及审议时的回避制度,确保股权激励设计的透明性及独立性。另一方面,企业也需重视机构投资者及审计师的外部制约,发挥外部治理机制对股权激励设计的高效监督。其次,上市公司还应结合股权激励目的、行业经营规律、企业发展实际等因素,综合运用多种激励工具,积极探索新型激励工具,并据此制定规范科学的授予价格、有效期限、行权条件等方案细节,避免过度追逐某一种激励工具,发挥不同工具的差异化激励效应。对监管机构而言,既然执行董事在激励工具选择及方案细节设计中存在自利倾向,应重点关注上市公司股权激励中执行董事高额获授的合理性和方案设计流程的合规性,必要时要求上市公司对激励比例的分配依据及激励工具的选择动因进行详细披露,为执行董事中饱私囊厚筑“隔离墙”。同时,监管机构也应充分评估股权激励工具及其他要素细节的科学性与有效性,引导上市公司根据实际情况理性制定股权激励方案,使股权激励真正为长期高质量发展注入强劲动力。

参考文献

- 陈文强、王成方,2021:《股权激励方式与企业生命周期的适应性匹配研究》,《会计研究》第6期。
- 陈文哲、石宁、梁琪、郝项超,2022:《股权激励模式选择之谜——基于股东与激励对象之间的博弈分析》,《南开管理评论》第1期。
- 陈湘永、张剑文、张伟文,2000:《我国上市公司“内部人控制”研究》,《管理世界》第4期。
- 方先明、那晋领,2020:《创业板上市公司绿色创新溢酬研究》,《经济研究》第10期。
- 胡阳、刘志远、任美琴,2006:《设计有效的经营者持股激励机制——基于中国上市公司的实证研究》,《南开管理评论》第5期。
- 黄寿昌、陈星光、李朝晖,2011:《管理层异质性与管理层薪酬契约效率》,《山西财经大学学报》第1期。
- 黎文靖、彭远怀、谭有超,2021:《知识产权司法保护与企业创新——兼论中国企业创新结构的变迁》,《经济研究》第5期。
- 李维安、张国萍,2005:《经理层治理评价指数与相关绩效的实证研究——基于中国上市公司治理评价的研究》,《经济研究》第11期。
- 李曜,2008:《股票期权与限制性股票股权激励方式的比较研究》,《经济管理》第3期。
- 刘少波、马超,2016:《经理人异质性与大股东掏空抑制》,《经济研究》第4期。
- 刘诗源、林志帆、冷志鹏,2020:《税收激励提高企业创新水平了吗?——基于企业生命周期理论的检验》,《经济研究》第6期。
- 吕长江、严明珠、郑慧莲、许静静,2011:《为什么上市公司选择股权激励计划?》,《会计研究》第1期。
- 吕长江、赵宇恒,2008:《国有企业管理者激励效应研究——基于管理者权力的解释》,《管理世界》第11期。
- 吕长江、郑慧莲、严明珠、许静静,2009:《上市公司股权激励制度设计:是激励还是福利?》,《管理世界》第9期。
- 史永东、宋明勇、李凤羽、甄红线,2021:《经理层治理评价指数与相关绩效的实证研究——基于中国上市公司治理评价的研究》,《经济研究》第8期。
- 苏冬蔚、林大庞,2010:《股权激励、盈余管理与公司治理》,《经济研究》第11期。
- 肖淑芳、石琦、王婷、易肃,2016:《上市公司股权激励方式选择偏好——基于激励对象视角的研究》,《会计研究》第6期。
- 谢德仁、林乐、陈运森,2012:《薪酬委员会独立性与更高的经理人报酬—业绩敏感度——基于薪酬辩护假说的分析和检验》,《管理世界》第1期。
- 叶康涛、祝继高、陆正飞、张然,2011:《独立董事的独立性:基于董事会投票的证据》,《经济研究》第1期。
- 易志高、李心丹、潘子成、茅宁,2019:《公司高管减持同伴效应与股价崩盘风险研究》,《经济研究》第11期。
- 郑志刚、刘小娟、张浩、侯文轩,2021:《社会连接视角下的“中国式”内部人控制问题研究》,《经济管理》第3期。
- 支晓强、孙健、王永妍、王柏平,2014:《高管权力、行业竞争对股权激励方案模仿行为的影响》,《中国软科学》第4期。
- 周建波、孙菊生,2003:《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》第5期。
- 朱滔,2015:《董事薪酬、CEO薪酬与公司未来业绩:监督还是合谋?》,《会计研究》第8期。
- 朱滔,2020:《国有企业董事长领薪安排与管理层薪酬激励——基于“委托-监督-代理”三层代理框架的研究》,《当代财经》第7期。
- 祝继高、李天时、Y. Tianxia,2021:《董事会中的不同声音:非控股股东董事的监督动机与监督效果》,《经济研究》第5期。
- Aboudy, D., and R. Kasznik, 2008, “Executive Stock-based Compensation and Firms’ Cash Payout: The Role of Shareholders’ Tax-Related Payout Preferences”, *Review of Accounting Studies*, 13(2), 216—251.

- Anderson, R. C., S. A. Mansi, and D. M. Reeb, 2004, "Board Characteristics, Accounting Report Integrity, and the Cost of Debt", *Journal of Accounting and Economics*, 37(3), 315—342.
- Bebchuk, L. A., Y. Grinstein, and U. Peyer, 2010, "Lucky CEOs and Lucky Directors", *Journal of Finance*, 65(6), 2363—2401.
- Blackwell, M., S. Iacus, G. King, and G. Porro, 2009, "CEM: Coarsened Exact Matching in Stata", *Stata Journal*, 9(4), 524—546.
- Brick, I. E., O. Palmon, and J. K. Wald, 2006, "CEO Compensation, Director Compensation, and Firm Performance: Evidence of Cronyism", *Journal of Corporate Finance*, 12(3), 403—423.
- Brown, L. D., and Y. J. Lee, 2008, "The Determinants and Consequences of Changes in Executive Option-Based Compensation around the Issuance of SFAS 123R", Working Paper, SSRN.
- Bryan, S., L. Hwang, and S. Lilien, 2000, "CEO Stock-Based Compensation: An Empirical Analysis of Incentive-Intensity, Relative Mix, and Economic Determinants", *Journal of Business*, 73(4), 661—693.
- Carter, M. E., L. J. Lynch, and I. Tuna, 2007, "The Role of Accounting in the Design of CEO Equity Compensation", *Accounting Review*, 82(2), 327—357.
- Certo, S. T., C. M. Dalton, D. R. Dalton, and R. H. Lester, 2008, "Boards of Directors' Self Interest: Expanding for Pay in Corporate Acquisitions?", *Journal of Business Ethics*, 77(2), 219—230.
- Chance, D. M., R. Kumar, and R. B. Todd, 2000, "The 'Repricing' of Executive Stock Options", *Journal of Financial Economics*, 57(1), 129—154.
- Collins, D. W., G. Gong, and H. Li, 2009, "Corporate Governance and Backdating of Executive Stock Options", *Contemporary Accounting Research*, 26(2), 403—445.
- Dalton, D. R., and C. M. Daily, 2001, "Director Stock Compensation: An Invitation to a Conspicuous Conflict of Interests?", *Business Ethics Quarterly*, 11(1), 89—108.
- Devers, C. E., G. McNamara, R. M. Wiseman, and M. Arrfelt, 2008, "Moving Closer to the Action: Examining Compensation Design Effects on Firm Risk", *Organization Science*, 19(4), 548—566.
- Dodonova, A., and Y. Khoroshilov, 2006, "Optimal Incentive Contracts for Loss-Averse Managers: Stock Options Versus Restricted Stock Grants", *Financial Review*, 41(4), 451—482.
- Gao, Z., Y. Hwang, and W. T. Wu, 2017, "Contractual Features of CEO Performance-Vested Equity Compensation", *Journal of Contemporary Accounting & Economics*, 13(3), 282—303.
- Haynes, K. T., and A. Hillman, 2010, "The Effect of Board Capital and CEO Power on Strategic Change", *Strategic Management Journal*, 31(11), 1145—1163.
- Henry, D., 2005, "Directors' Recommendations in Takeovers: An Agency and Governance Analysis", *Journal of Business Finance & Accounting*, 32(1—2), 129—159.
- Irving, J. H., W. R. Landsman, and B. P. Lindsey, 2011, "The Valuation Differences between Stock Option and Restricted Stock Grants for US Firms", *Journal of Business Finance & Accounting*, 38(3—4), 395—412.
- Jensen, M. C., and W. H. Meckling, 1976, "Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure", *Journal of Financial Economics*, 3(4), 305—360.
- Kadan, O., and J. M. Swinkels, 2008, "Stocks or Options? Moral Hazard, Firm Viability, and the Design of Compensation Contracts", *Review of Financial Studies*, 21(1), 451—482.
- Kaustia, M., and V. Rantala, 2015, "Social Learning and Corporate Peer Effects", *Journal of Financial Economics*, 117(3), 653—669.
- Lovett, S., A. A. Rasheed, and W. Hou, 2022, "Stock Options, Restricted Stock, Salary, or Bonus? Managing CEO Compensation to Maximize Organizational Performance", *Business Horizons*, 65(2), 115—123.
- Low, A., 2009, "Managerial Risk-Taking Behavior and Equity-Based Compensation", *Journal of Financial Economics*, 92(3), 470—490.
- Parrino, R., A. M. Poteshman, and M. S. Weisbach, 2005, "Measuring Investment Distortions When Risk-Averse Managers Decide Whether to Undertake Risky Projects", *Financial Management*, 34(1), 21—60.
- Schwartz, M. S., T. W. Dunfee, and M. J. Kline, 2005, "Tone at the Top: An Ethics Code for Directors?", *Journal of Business Ethics*, 58(1), 79—100.
- Tirole, J., 1986, "Hierarchies and Bureaucracies: On the Role of Collusion in Organizations", *Journal of Law, Economics, and Organization*, 2(2), 181—214.
- Vafeas, N., 2003, "Length of Board Tenure and Outside Director Independence", *Journal of Business Finance & Accounting*, 30(7—8), 1043—1064.

Self-serving Behavior in Choosing Equity Incentive Instruments: Evidence from Awarded Executive Directors of A-share Listed Companies

LI Bowen and LU Zhengfei

(Guanghua School of Management, Peking University)

Summary: A scientific and effective equity incentive plan is crucial in alleviating agency problems, among which the incentive instrument is one of the most important elements. The main equity incentive instruments include stock options and restricted stocks. However, in China's stock market, the huge proportion of restricted stocks rather than stock options used in equity incentive plans has long been a unique phenomenon. Heretofore, studies that investigate the key drivers of choosing different equity incentive instruments and explain the preference of Chinese firms are far from complete. Few studies have explored this problem under the traditional principal-agent theory, which assume that the directors have aligned interests with shareholders in designing equity incentive plans and do not separately consider the key influence of executive directors. In fact, the choice of equity incentive instruments is essentially the result of the benefit gambling among shareholders, directors and managers. When awarded with equity incentives, directors not only are in charge of supervising and designing the plans, but also benefit directly from the plans. Then, how will executive directors facing conflicts of interest influence the choice of equity incentive instruments? Do the opportunistically-chosen equity incentive instruments impair the governance effect? Which mechanisms are effective in reducing the opportunistic behaviors of executive directors? These important questions have not been explored.

Based on the data of A-share listed companies that announced equity incentive plans from 2006 to 2021, this paper investigates the self-serving behavior in choosing equity incentive instruments from the perspective of executive directors. In the baseline regression, we find that the higher the proportion of grants received by executive directors, the higher the chance for companies to choose restricted stocks as the equity incentive instruments. Moreover, such a tendency is more pronounced when the awarded executive directors have more incentives and abilities to intervene in the equity instruments. Increasing the independence of the board and the compensation committee and strengthening the supervision of institutional investors and auditors can effectively reduce the opportunistic behaviors of executive directors. Further analysis reveals that when executive directors receive the majority of grants, other key elements that companies adopt in the restricted stock plans are also more beneficial to receivers in terms of greater discounts, shorter restriction periods, fewer unlocking periods, and more lenient performance requirements. Finally, the restricted stocks chosen by the awarded self-serving directors do not play an effective role in promoting firm performance and enhancing firm value, which is not aligned with the original objective of shareholders.

Our study makes the following contributions. First, it contributes to the previous literature that investigates the key drivers of choosing different equity incentive instruments by separately considering the influence of executive directors, which not only reveals the self-serving behaviors of executive directors with equity grants in choosing equity incentive instruments, but explains the restricted stock preference of Chinese listed companies from a new perspective. Second, there are relatively few studies regarding directors' self-serving behaviors and the economic consequences. Current research mainly focuses on directors' self-serving behaviors in cash compensation, merger and acquisition decisions, option backdating, option repricing and lucky option grants, and the choice of equity incentive instruments has not been examined. We analyze the self-serving behaviors of executive directors and the subsequent negative effects from the perspective of equity incentive instruments and propose several mitigating mechanisms, thus enriching the literature on directors' self-serving behaviors. Finally, our research findings provide useful implications for both listed firms and regulators. For listed firms, they could better supervise the designing process of equity incentives, and strictly implement the withdrawal system of affiliated directors in designing and deliberating equity incentive plans, thus limiting the self-serving behaviors of directors. At the same time, regulators could focus on the rationality and compliance of equity incentive plans that allocate a high percentage of grants to executive directors and require listed firms to disclose the sound reasons for equity allocation when necessary, thus optimizing the role of equity incentives in practice.

Keywords: Executive Directors; Equity Grants; Equity Incentive Instruments; Self-serving Behaviors

JEL Classification: G34, M10

(责任编辑:王利娜)(校对:王红梅)