

CITY UNIVERSITY OF HONG KONG
香港城市大學

**The Effects of Stock Incentive Plans in Private
Listed Companies — In Perspective of Actual
Controllers**

民營上市公司股權激勵效果研究 — 基於
實際控制人的視角

Submitted to
College of Business
商學院
in Partial Fulfillment of the Requirements
for the Degree of Doctor of Business Administration
工商管理學博士學位

by

Yan Shengjun
严圣军

September 2016
二零一六年九月

摘 要

作為一種旨在解決所有權與管理權分離產生的代理問題的長期激勵機制，近年來我國越來越多上市公司開始推行股權激勵計畫。尤其是隨著民營經濟在國民經濟中的影響日益加大，民營上市公司逐漸成為股權激勵計畫的主力軍。截止 2015 年 10 月 1 日，我國 A 股市場 2780 家上市公司中，有 1533 家上市公司為民營上市公司；且根據本研究統計，2010 年 1 月 1 日至 2015 年 5 月 31 日止共有 406 家民營上市公司首次推出股權激勵計畫，占全部民營上市公司的四分之一。一個值得關注的現象是，在民營上市公司的股權激勵計畫實例中有不少公司將實際控制人及其親屬作為被激勵物件直接參與股權激勵計畫。那麼，當實際控制人及其親屬直接參與或不參與股權激勵，對該股權激勵計畫的實施效果有何不同影響？這兩類股權激勵計畫的實際效果和利弊如何？為了回答這些問題，本論文在以往有關股權激勵和終極控制權研究的基礎上，從實際控制人的角度就民營企業股權激勵計畫的效果，包括市場反應和績效效應進行實證分析；並進一步就目前民營企業股權激勵實踐的現狀及面對的挑戰進行了梳理和總結。

本論文的實證研究選取了 2010 年 1 月 1 日至 2015 年 5 月 31 日期間首次公佈股權激勵草案的 406 家民營上市公司作為研究樣本，基於實際控制人的視角，從市場反應與公司績效兩個方面實證檢驗股權激勵的效果。研究結果顯示，從市場反應來看，實施股權激勵的民營上市公司的投資者能夠從股票市場獲得超常收益；且實際控制人及其親屬不作為股權激勵物件的民營上市公司的市場反應好於實際控制人及其親屬作為股權激勵物件的市場反應。這一結果說明，市場歡迎上市公司採取股權激勵計畫，但是並不完全認同民營上市公司實際控制人參與股權激勵計畫這一舉措。

其次，從股權激勵實施後民營上市公司財務績效和市場價值來看，首先，股權激勵方案中的受眾面越廣、激勵股權比重越高、行權條件越嚴格，股權激勵計畫越能有效激勵管理層及相關員工更加努力的工作，從而提高上市公司財務績效與市場價值；但是，本實證研究並未發現採用股票期權的股權激勵計畫相較於限制性股票能更有效改善公司財務績效和市場價值。其次，實

際控制人及其親屬參與股權激勵不利好股權激勵對民營上市公司財務績效的改善和市場價值的提高。此結果再次驗證了實際控制人及其親屬作為股權激勵物件會給股權激勵計畫造成負面影響。

最後，根據本研究關於民營上市公司實際控制人是否參與股權激勵計畫的市場反應和公司績效影響的實證研究結果，本論文就民營企業改善股權激勵實施效果提出了方向性建議，包括：(1) 對於監管層，完善股權激勵制度，規範實際控制人在股權激勵計畫中的角色，提高市場對實際控制人行為的監督能力；(2) 對於上市公司，應制定受眾面廣、激勵股份占比高、行權指標嚴格的股權激勵計畫，且實際控制人應避免直接成為股權激勵物件。

關鍵字：股權激勵計畫、實際控制人、民營上市公司，市場反應，公司業績

Abstract

As a long-term incentive mechanism for solving the agency issue arising from the separation of the company ownership and its management, share incentive schemes have been adopted by a growing number of listed mainland companies in recent years. By 1st October 2015, 1533 out of the 2780 companies listed in the A-share market in China were private enterprises. According to the data collected in this study, 406 listed private companies have introduced share incentive schemes, representing a quarter of the total number of listed private companies. However, it is found that in quite a few cases, the actual controllers of the companies have also participated in the share incentive plans offered by the companies. Then there arise some natural questions. For example, what effects does the direct participation of actual controllers have on the performance outcome of these share incentive schemes? What are the advantages and disadvantages of the stock incentive schemes with and without participation of the actual controllers of the companies? Based on previous research on share incentive schemes and ultimate control right, this thesis attempts to address these and other related questions by analyzing the market effects of the stock incentive plans, including market reaction and company performance, from the perspective of actual controllers. As part of the study, we also review the current status and issues in the practices of stock incentive plans by mainland listed private companies.

Taking the samples of 406 listed private companies with the first announcement of their share incentive scheme proposals between 1st January 2010 and 31st May 2015, this thesis explores the effects of share incentive schemes in market reaction and company performance from the perspective of actual controllers of listed private companies. It is observed that investors of the listed private companies with share incentive schemes would gain, on average, superior rates of return in the market. However, the market reaction to the share incentive schemes without participation of actual controllers outperforms those that involve the actual controllers or their immediate family members. The findings show that although the adoption of stock incentive schemes is generally favored by the

market, the participation of actual controllers in these share incentive schemes is not well accepted by the market.

By looking into the listed private company's financial performance and market value after the implementation of the share incentive scheme, it is found that both the management and employees would be more motivated to work hard when a greater number of key staffs are covered by the share incentive scheme, a higher proportion of the company shares is allocated to the incentive scheme, and more stringent conditions are imposed on exercising share options. However, no evidence is found to support that share incentive schemes featuring stock options are more effective than restricted stock at improving companies' performance and market value. Moreover, the participation of the actual controllers and their immediate family members in the share incentive scheme does not lead to improvements in the companies' financial performance and market value. This again demonstrates that the direct participation of actual controllers could have negative effects on the share incentive schemes.

Finally, based on the findings of this study on the market reaction to the share incentive schemes with and without participation of the actual controllers, as well as on the company's performance in both scenarios, the following recommendations are suggested: (1) The regulatory authority should look to improving the share incentive system, regulating the role of the actual controllers in the share incentive scheme and enhancing the capacity to monitor behaviors of the actual controllers; (2) the listed companies should adopt share incentive schemes that feature a greater coverage of key staffs, a higher proportion of the allocated company shares and more stringent conditions for exercising options, and also avoid the actual controllers of the companies to participate in their share incentive schemes.

Key words: share incentive scheme, actual controller, listed private company, market reaction, company performance

目 錄

摘 要.....	i
Abstract.....	iii
Qualifying Panel and Examination Panel.....	v
致 謝.....	vi
圖 目 錄.....	x
表 目 錄.....	xi
1 緒論.....	1
1.1 選題的背景.....	1
1.1.1 選題的現實背景.....	1
1.1.2 選題的理論背景.....	3
1.2 研究的主要目的與具體問題.....	4
1.3 概念界定.....	5
1.3.1 實際控制人.....	5
1.3.2 股權激勵.....	6
1.4 研究意義.....	7
1.5 研究內容與論文結構.....	8
1.6 研究方法與技術路線.....	9
1.7 論文的主要創新點.....	10
2 理論基礎與文獻綜述.....	12
2.1 股權激勵的理論基礎與文獻回顧.....	12
2.1.1 股權激勵的理論基礎.....	12
2.1.2 股權激勵的文獻綜述.....	18
2.2 終極控制權的理論基礎與文獻回顧.....	26
2.2.1 終極控制權的理論基礎.....	27
2.2.2 終極控制權的文獻綜述.....	28
2.3 終極控制權與股權激勵的文獻回顧.....	33
2.3.1 積極影響：監督.....	33
2.3.2 消極影響：沖突與合謀.....	34
2.4 現有研究文獻述評.....	35
3 我國民營上市公司股權激勵的發展、問題域意義.....	37
3.1 我國股權激勵制度的發展歷程和操作模式.....	37

3.1.1	我國股權激勵制度的發展歷程.....	37
3.1.2	我國股權激勵制度的操作模式.....	39
3.2	我國股權激勵制度現階段存在的問題.....	42
4	民營上市公司股權激勵的市場反應研究.....	45
4.1	理論分析幾假設提出.....	45
4.2	研究方法：事件研究法.....	47
4.3	樣本選擇與數據來源.....	48
4.4	描述性統計.....	50
4.4.1	樣本公司分布情況.....	50
4.4.2	樣本公司中實際控制人相關描述性統計.....	52
4.4.3	股權激勵方案的相關描述性統計.....	53
4.5	時間研究法結果.....	56
4.5.1	檢驗時間窗口的選擇.....	56
4.5.2	總樣本的投資者回報效應.....	57
4.5.3	實際控制人及其親屬未參與樣本的市場效應.....	58
4.5.4	實際控制人及其親屬參與樣本的市場效應.....	61
4.6	穩健性檢驗.....	63
4.7	本章初步結論.....	65
5	民營上市公司股權激勵的績效效應研究.....	67
5.1	理論分析與假設檢驗.....	67
5.1.1	民營上市公司股權激勵計劃的基礎要素.....	67
5.1.2	實際控制人及其親屬是否參與對績效效應的影響.....	69
5.2	檢驗模型與變量測度.....	70
5.2.1	檢驗模型.....	70
5.2.2	變量度量.....	71
5.3	樣本與數據來源.....	74
5.3.1	樣本.....	74
5.3.2	數據來源.....	75
5.4	描述性統計分析.....	75
5.5	實證結果分析.....	76
5.6	本章初步結論.....	82
6	結論與展望.....	84
6.1	研究總結.....	84
6.2	政策建議.....	85

6.3 本研究的局限及未來研究方向.....	86
参考文献.....	88
附 录：406 家样本公司名单.....	96

圖 目 錄

图 1-1: 文章技术路线图	9
图 4-1: 事件研究法示意图	47
图 4-2: 2010-2015 年我国民营上市公司股权激励趋势	50
图 4-3: 实际控制人在上市公司实际控股占比分布情况	53
图 4-4: 激励股权占上市公司总股本的比例分布情况	54
图 4-5: 全部样本的超常收益 (AR) 示意图	57
图 4-6: 全部样本的累计超常收益 (CAR) 示意图	58
图 4-7: 实际控制人及其亲属未参与组的超常收益示意图	60
图 4-8: 实际控制人及其亲属未参与组的累计超常收益示意图	60
图 4-9: 实际控制人及其亲属参与组的超常收益示意图	62
图 4-10: 实际控制人及其亲属参与组的累计超常收益示意图	62

表 目 录

表 4-1: 全部样本所在股票市场板块的分布情况	51
表 4-2: 全部样本公司的行业分布情况	51
表 4-3: 实际控制人及其亲属作为股权激励对象的分布情况	52
表 4-4: 参与股权激励的实际控制人及其亲属在激励股权中的占比情况	52
表 4-5: 高级管理层员工、非高级管理层员工股权激励占股权激励总数比重	54
表 4-6: 股权激励方式分布情况	54
表 4-7: 股权激励的行权指标数量的分布情况	55
表 4-8: 股权激励的行权指标选择的分布情况	55
表 4-9: 股权激励的考核年限分布情况	56
表 4-10: 全部的超常收益与累计超常收益的显著性检验	58
表 4-11: 实际控制人及其亲属未参与组的超常收益与累计超常收益的显著性检验 ..	60
表 4-12: 实际控制人及其亲属参与组超常收益与累计超常收益显著性检验	62
表 4-13: 各样本组在不同窗口期的累计超常收益	63
表 4-14: 稳健型检验变量描述表	64
表 4-15: 稳健型检验回归结果表	65
表 5-1: 民营上市公司股权激励的绩效效应的检验变量列表	74
表 5-2: 绩效效应研究相关变量的描述性统计	75
表 5-3: 绩效效应检验变量的 Pearson 的相关系数	78
表 5-4: 多元回归检验结果	79
表 5-5: 实际控制人及其亲属对股权激励的绩效效应影响	82
表 5-6: 本章实证检验结果汇总表	83