我国上市公司股权激励对公司股价影响的实证研究

严太华[1] ,周 聆
(重庆大学 经济与工商管理学院 ,重庆 400044)

摘 要:本文采集了 29 家上市公司在首次披露实施股权激励方案的前后各 30 个交易日股票收盘价 ,并运用 Excel 和 Eviews5. 0 进行统计分析。研究发现 ,上市公司在披露实施股权激励方案后存在股价的超常波动 ,市场上存在超额收益。

关键词:股权激励 ;上市公司 ;股价 ;超额收益
中图分类号:F276. 6 **文献标识码**:A **文章编号**:1002 - 980X(2010)04 - 0077 - 03

1 问题提出及文献回顾

股权激励是指上市公司以本公司股票或股票期权 ,对其高级管理人员进行的长期性激励 ,从而使他们能够勤勉尽责地为公司的长期发展服务。它始于 20 世纪 50 年代 ,据有关资料统计 ,全球前 500 位的大工业企业中 90 %的企业已经向其经营者或高级管理人员实行了股权激励的报酬制度。股权激励最大的优点在于创造性地以股票升值所产生的价差作为对高级管理人员的报酬 ,从而将高级管理人员的报酬与企业长期经营业绩相联系 ,促进了经营者和股东利益实现渠道的一致性 ,减少了管理人员的机会主义行为和股东对其进行监督的成本[1] 。欧美等西方国家几十年的实践证明 ,尽管目前股权激励暴露出很多问题 ,但其仍是一种非常有效的激励方式。

Hall 和 Jeffrey Liebman 通过 Black- Scholes 模型分析了 1980 年到 1990 年初美国 478 家公司 CEO 薪酬与股票市值之间的关系后认为 ,管理层的股票薪酬或期权薪酬与公司绩效之间的关系大大强于其工资奖金与公司绩效的关系[2] 。Mehran 通过随机抽样 153 家制造业公司的数据分析后认为 ,公司对高管的激励报酬是提升公司绩效的动力 ,并得出结论高管持股比例与公司业绩之间有显著的正相关关系[3] 。国外学者的一系列研究充分表明在发达资本市场条件下股权激励的长期激励效用是显而易见的。

中国证监会发布的《上市公司股权激励规范意见(试行)》从 2006 年 1 月 1 日开始执行 ,要求只有经过股权分置改革的公司才能够施行股权激励政策。截至 2009 年 5 月 20 日 ,沪、深两市(A 股)已有 82 家上市公司公告了股权激励计划方案。

在国内上市公司纷纷推出股权激励计划的同时 ,投资者、股东以及管理层更加关注股权激励在尚不完善的中国资本市场中运用效果如何。同时 ,股价这一对中国股票市场波动最为敏感的指标会因此受到怎样的影响 ,也是学术界和理论界关注的焦点。此外 ,实行该政策能否在短期内提高上市公司的融资能力也是倍受关注的问题。本研究将对股权激励首次披露日前后 30 个交易日的股价变动、前后收益率的变动 ,以及剔除企业正常成长率以后的超额收益率进行实证分析 ,揭示国内众多上市公司推出股权激励计划之后 ,广大投资者认同度的高低。

国内学者在 2006 年以前的研究主要集中于公司管理层持股比例与公司绩效的关系。李增泉通过研究认为 ,我国上市公司高管持股比例与公司经营业绩相关性非常低[4] 。魏刚[5] 和于东智[6] 认为我国上市公司高管持股比例偏低 ,导致激励效用降低 ,从而使得持股比例与公司经营业绩相关性偏低。2006 年以后在国内上市公司纷纷具体酝酿和推出股权激励方案的背景下 ,国内学者研究更关注于方案本身核心要素的讨论 ,其中最关键的显然是行权价的确定和计算。权丽平通过对上海贝岭和清华同方股票期权行权价的研究 ,认为我国施行股票期权时 ,不应完全以股票市场价格作为依据[7] 。也有部分学者如王秋霞、陈晓毅对实施股权激励后的上市公司业绩进行实证分析 ,结论也是认为实施股权激励后样本时期内公司业绩无显著性上升[8] 。但谢纪刚等学者运用事件研究法实证分析后认为实施股权激励能够一定程度上刺激该公司的股价上扬[9] 。综上所述 ,国内学者对于上市公司推出股权激励方案后的市场反应研究有限 ,并且研究方法也大不相同 ,结论有所差异。

本文拟通过统计方法对已经实施股权激励的 29 家上市公司的日线数据进行实证分析 ,以揭示实

收稿日期:2010 - 01 - 14
作者简介:严太华(1964 —) ,男 ,重庆人 ,重庆大学学生工作部部长 ,重庆大学经济与管理学院教授 ,博士生导师 ,研究方向:证券投资 ;周聆(1984 —) ,女 ,重庆人 ,重庆大学经济与工商管理学院硕士研究生 ,研究方向:证券投资。

© 1994-2010 China Academic Journal Electronic Publishing House. All rights reserved. http://www.cnki.net

施股权激励对于上市公司的股价波动影响。

2　研究设计

2.1　理论假设

股权激励作为解决委托-代理问题的激励途径之一,从理论上讲应当能够最大限度的激励公司内部控制人做出决策以保证股东权益人利益最大化,具体可以表现为股东财富最大化,在上市公司中可以具体反映为股价的变动。根据这些基本思想,本文来验证上市公司股权激励首次披露公告能否提高上市公司股价,投资者对于投资将实施股权激励的上市公司是否具有积极反应,或者说计算的超长收益率是否显著的偏离 0。

2.2　研究方法

本文将采用统计方法计算假设是否成立。

步骤一:选择研究样本,并确立首次披露日期。

步骤二:根据下载的盘后日线数据,计算出上市公司股权激励方案首次披露日前后 30 个交易日的平均收盘价 P_0 和 P_1、平均实际收益率 R_1;类似的,计算出上市公司股权激励方案首次披露日前后个股所在行业指数的收益率 R_0、平均超额收益率 $R' = R_1 - R_0$。

步骤三:在各研究样本相互独立且服从正态分布情况下,假设 H_0:统计样本均值为 0。使用统计中的 T 检验来验证该假设命题能否通过检验,如果实证结果显示拒绝原假设,则意味着样本均值显著偏离 0,在独立同分布情况下,依此类推,上市公司在实施股权激励方案的首次披露日前后存在股价的超常波动,市场上存在超额收益。

2.3　样本选择和数据处理

本文的样本为在股权激励政策披露日前上市的公司,最终选定 29 家上市公司作为研究样本。数据来源如下:其首次披露日期信息来源于锐思金融数据库;行业资料和数据以通过花顺软件下载的基本资料和日线数据为准。根据下载的盘后日线数据,用算术平均法计算出上市公司股权激励方案首次披露日前后 30 个交易日的平均收盘价 P_0 和 P_1,根据前后股价变动计算平均实际收益率 $R_1 = P_1 / P_0$;正常收益率采用上市公司所属行业的行业指数在首次披露日前后 30 个交易日的变动率作为参考标准,$R_0 = I_1 / I_0$;最后计算得出平均超额收益率 $R' = R_1 - R_0$。运用锐思金融数据库下载的 Excel 日线数据进行计算处理后,得到表 1。

表 1　上市公司股权激励政策披露日前后平均股价变动比较

首次披露日	股票代码	名称	所属行业	首次披露日前 30 个交易日平均股价(元)	首次披露日后 30 个交易日平均股价(元)	平均实际收益率(%)	平均正常收益率(%)	平均超额收益率
2008-07-11	600485	中创信测	通信设备	12.95	12.64	-0.24%	-11.59%	0.1183
2008-06-03	002200	绿大地	林产品	35.70	43.60	22.13%	7.9%	0.1423
2008-04-11	000012	南玻 A	建筑材料	19.02	18.78	-1.26%	16.61%	-0.1787
2008-03-01	000969	安泰科技	金属采矿	18.28	23.00	25.82%	17.65%	0.0817
2008-01-22	002018	华星化工	化肥农药	31.88	40.75	27.82%	21.17%	0.0665
2008-01-15	000932	华菱钢铁	钢铁	11.51	12.90	12.08%	-10.75%	0.2283
2008-01-14	600325	华发股份	房地产	37.84	50.06	32.29%	-6.33%	0.3853
2007-12-28	600362	江西铜业	金属采矿	48.62	51.12	5.14%	1.69%	0.0345
2007-12-28	600583	海油工程	石油设备	55.12	63.78	15.69%	6.03%	0.0939
2007-12-27	002154	报喜鸟	服装	27.99	35.07	25.29%	22.63%	0.0266
2007-12-26	600498	烽火通信	通信设备	15.43	18.02	16.79%	13.43%	0.0336
2007-12-20	600500	中化国际	贸易经销	22.79	21.85	-4.12%	8.27%	-0.1239
2007-12-20	000031	中粮地产	房地产	34.25	31.45	-8.17%	-6.54%	-0.0163
2007-01-16	600100	同方股份	电脑设备	41.45	41.07	-0.92%	0.35%	-0.0127
2006-12-26	600206	有研硅股	半导体设备	10.92	19.93	82.51%	31.05%	0.5146
2006-12-19	600019	宝钢股份	钢铁	5.86	9.15	56.14%	22.42%	0.3372
2006-12-14	600590	泰豪科技	电气设备	8.20	11.75	43.29%	29.54%	0.1375
2006-10-25	000063	中兴通讯	通信设备	55.86	69.14	23.76%	6.15%	0.1761
2006-10-16	000768	西飞国际	航空航天	9.48	10.15	7.07%	5.56%	0.0151
2006-10-11	000488	晨鸣纸业	纸制品	8.74	10.25	17.28%	3.38%	0.1390
2006-07-27	600880	博瑞传播	媒体	16.15	18.64	15.42%	-2.57%	0.1799
2006-07-25	600315	上海家化	个人用品	11.54	18.36	59.10%	-5.07%	0.6408
2006-06-06	000568	泸州老窖	酿酒	11.72	17.66	50.69%	9.67%	0.4102
2006-05-23	600739	辽宁成大	经销商	8.15	12.30	50.92%	13.62%	0.3730
2006-04-27	000069	华侨城 A	酒店	14.21	18.23	28.29%	21.84%	0.0645
2006-04-24	600887	伊利股份	食品	15.51	19.65	26.69%	23.55%	0.0314
2006-04-07	002032	苏泊尔	家用电器	6.77	9.62	42.10%	18.77%	0.2333
2006-03-21	000002	万科 A	房地产	4.95	6.24	26.06%	15.65%	0.1041
2006-02-22	002038	双鹭药业	化学制剂	11.20	11.72	4.64%	3.86%	0.0078

© 1994-2010 China Academic Journal Electronic Publishing House. All rights reserved.　http://www.cnki.net

3 实证结果

用 Eview5.0 对上述数据分析,得出结果,见表 2。

表 2 Eview5.0 统计结果

Sample Mean	0.146341379310345		Sample Std. Dev	0.184512280886746	
Method	T - statistic	value	4.173289	probability	0.0005

根据统计结果,t 绝对值大于查表值,P 值小于 0.01,在 Alpha = 0.1/0.01/0.05 三个显著水平上均落在拒绝域,即拒绝原命题假设,可以确定其超额收益率显著偏离 0,也是就是存在明显的超额收益率。

用 Excel2003 分析(T 检验:成对双样本均值分析),结果见表 3。

表 3 Excel2003T 检验:成对双样本均值分析

t-检验:成对双样本均值分析						
置信区间	a = 0.05		a = 0.01		a = 0.1	
分析变量	激励前均值	激励后均值	激励前均值	激励后均值	激励前均值	激励后均值
平均	21.10655172	25.06482759	21.10655172	25.06482759	21.10655172	25.06482759
方差	227.761902	292.4187616	227.761902	292.4187616	227.761902	292.4187616
观测值	29	29	29	29	29	29
泊松相关系数	0.977395978		0.977395978		0.977395978	
假设平均差	0		0		0	
df	28		28		28	
t Stat	- 5.379500919		- 5.379500919		- 5.379500919	
P(T < = t) 单尾	4.91818E - 06		4.91818E - 06		4.91818E - 06	
t 单尾临界	1.701130908		2.467140089		1.312526782	
P(T < = t) 双尾	9.83636E - 06		9.83636E - 06		9.83636E - 06	
t 双尾临界	2.048407115		2.763262442		1.701130908	

根据统计结果,在 Alpha = 0.1/0.01/0.05 三个显著水平上均落在拒绝域,即拒绝原命题假设,这表明实施股权激励方案后的上市公司的业绩普遍走好,股价上升。

通过分析可以看出,激励方案实施后,公司股价提升、存在为正值的超额收益率。这表明广大投资者对于拟实施股权激励方案的上市公司的未来业绩普遍看好,并愿意持有和购买这些上市公司的股票,实施股权激励有助于提高股东财富,具有正面积极的市场效应,能够为上市公司提高短期融资能力。

4 结论

本文选择用上市公司股价变动来衡量投资者对股权激励政策的认同度,通过对中国境内 29 家实施股权激励政策的上市公司首次披露日前后 30 个交易日股价变动进行统计分析,研究结果表明,广大投资者对于该激励政策具有正面积极反应,具体表现在有提升股价的市场效应。而通过对比前后 30 个交易日收盘价也可看出实施股权激励政策的上市公司普遍能够获得超过行业平均水平的超额收益率,从而提高公司短期融资能力。

本文得出结论,上市公司实施股权激励政策具有提升股价的市场效应。此结论与部分前人研究结论不同,其主要原因在于 2006 年之前国内上市公司没有一个成熟的法律环境和市场环境,尽管也有部分上市公司进行了尝试,但是一直未大面积付诸实施,因此早期研究结论普遍认为股权激励政策与上市公司绩效关联度不高。随着国内证券市场法律环境的建立完善,以及上市公司股权激励政策的成熟发展,投资者逐渐接受认同了股权激励这种激励手段,所以本文的实证分析支持股权激励能够产生正面的市场效应。

本文的研究结果虽然显示投资者对于上市公司实施股权激励政策有积极反映,但是上市公司以何种方式制定股权激励方案更为合适,股票增值权、限制性股票、股票期权哪种方式能对股价的提高产生更大的促进作用,这些都是应该继续深入探讨研究的问题。

(下转第 90 页)

© 1994-2010 China Academic Journal Electronic Publishing House. All rights reserved. http://www.cnki.net

[6] CHERNYKH L. Ultimate Ownership and Corporate Performance in Russia[D]. Drexel University ,2005.
[7] 刘芍佳,孙霈,刘乃全. 终极产权论、股权结构及公司绩效[J]. 经济研究,2003(4):51-62.
[8] 叶勇,胡培,谭德庆. 控制权和现金流权偏离下的公司价值和公司治理[J]. 管理工程学报,2007,21(4):71-76.
[9] 叶勇,刘波,黄雷. 终极控制权、现金流权与公司价值——基于隐形终极控制论的中国上市公司治理实证研究[J]. 管理科学学报,2007,10(2):66-78.
[10] 张华,张俊喜,宋敏. 所有权和控制权分离对公司价值的影响——我国民营上市企业的实证研究[J]. 经济学,2004(3):1-13.
[11] 谷祺,邓德强,路倩. 现金流权与控制权分离下的公司价值——基于我国家族上市公司的实证研究[J]. 会计研究,2006 (4):30-36.
[12] 王鹏,周黎安. 控股股东的控制权、所有权与公司绩效:基于中国上市公司的证据[J]. 金融研究,2006(2):88-98.

Ultimate Controlling Right, Cash Flow Right and Corporate Value of Private Listed Companies in China

Hu Ke, Zhang Zongyi
(School of Economics and Business Administration, Chongqing University, Chongqing 400044, China)

Abstract: This paper uses the data about private listed companies in China during 2005-2007 to analyze the relationships between ultimate controlling shareholder's controlling right, cash flow right as well as the proportion of independent directors and corporate value and the effects of the separation degree of ultimate controlling shareholder's controlling right and cash flow right on corporate value. The result shows that: ultimate controlling shareholder's controlling right is negatively correlative with corporate value, but the correlations between cash flow right as well as the supervision and corporate value are all not significant; the separation rate of cash flow rights from control rights of ultimate shareholders is not significantly negatively related with corporate value, but significantly U-relations, and the samples on the left side of peak accounts for 84.384 percent of entire samples, that is, the majority ultimate shareholders of private listed companies keep the separation rate of cash flow rights from control rights of ultimate shareholders in the range which makes the ultimate shareholders can easilly obtain the private benefits of control.

Key words: private listed company; ultimate controlling right; cash flow right; corporate value

(上接第 79 页)

参考文献

[1] 顾斌,周立烨. 我国上市公司股权激励实施效果的研究[J]. 会计研究,2007(2):79-84.
[2] Hall B J, Jeffrey B L. Are CEOs really paid like bureauerats[J]. Quarterly Journal of Eeonomies, 1998, 6(2):52-59.
[3] Mehran. Executive compensation structure, ownership, and firm performance[J]. Journal of Financial, 1995:163-184.
[4] 李增泉. 激励机制与企业绩效——一项基于上市公司的实证研究[J]. 会计研究,2004(1):4-7.
[5] 魏刚. 高级管理层激励与上市公司绩效[J]. 经济研究,2000(3):77-80.
[6] 于东智. 董事会行为、治理效率与公司绩效[J]. 管理世界,2001(2):25-29.
[7] 权丽平. 对经理股票期权行权价确定的分析——上海贝岭和清华同方股票期权行权价确定的案例分析[J]. 经济研究,2003(5):74-83.
[8] 王秋霞,陈晓毅. 我国上市公司实施股权激励后的市场效应研究[J]. 市场论坛,2007(8):56-58.
[9] 谢纪刚. 国有控股上市公司股票期权激励的市场效应研究[J]. 软科学,2007(12):104-108.

Empirical Research on Stock Price Reactions to Stock Option Incentive in Listed Firms

Yan Taihua1, Zhou Ling
(School of Economics and Business Administration, Chongqing University, Chongqing 400044, China)

Abstract: This paper chooses 29 listed firms with stock option incentive as the sample, collects the average stock prices in the light of the period of thirty working days before and after the firm's announcement. Then the thesis uses the measurement software Eviews 5.0 and Excel to do the regression analysis and the empirical research. The results show that the stock option incentive can bring positive market reactions to stock prices in a short time afiter the stock option incentive announcement and offer the investors excess profits.

Key words: stock option incentive; listed firms; stock price; excess profit.

© 1994-2010 China Academic Journal Electronic Publishing House. All rights reserved. http://www.cnki.net