

管理层股权激励对企业绩效影响的实证研究

——基于风险承担的中介作用

叶红雨, 闻新于

(上海理工大学 管理学院, 上海 200093)

摘要:选取 2012 年至 2016 年 333 家创业板上市公司面板数据为研究样本, 运用多元线性回归模型, 实证分析了管理层股权激励、风险承担与企业绩效三者之间的影响关系, 以及风险承担在两者之间的中介效应。研究结果发现: 管理层股权激励与企业绩效显著正相关; 管理层股权激励与企业风险承担显著正相关; 风险承担在管理层股权激励和企业绩效之间起部分中介作用, 即管理层股权激励对企业绩效的影响部分是通过风险承担实现的。

关键词:股权激励; 风险承担; 企业绩效; 中介变量

中图分类号: F273.1

文献标识码: A

文章编号: 2095-929X(2018)03-0090-09

一、引言及文献综述

企业的风险承担水平是保证其在市场中处于有利竞争地位的不可或缺的动力源泉。企业投资于高风险项目有助于加快资本积累, 推动技术进步, 促进企业绩效。John 等^[1]研究发现企业层面适度的风险承担水平与整个经济社会层面的人均 GDP 增长率和 TFP 均显著正相关。然而企业承担更高的风险在促进企业价值增长的同时, 也增加了其破产的风险。Bebchuk 等^[2]将美国 2007—2008 年金融危机的根源归结于管理层期权激励薪酬契约导致金融机构过度地承担风险。对管理层实行股权激励的强弱会影响风险投资水平的高低, 进而影响公司内在价值的优劣。当前我国正处在供给侧改革和经济转型关键时期, 存在诸多风险, 这增加了公司的经营、投资的不确定性。面对日益聚集的风险, 企业如何进行风险管理以保证其创新绩效地提高就成为企业当务之急要解决的问题, 也是近年来学者们关注的热点问题。

现有关于管理层股权激励、风险承担与企业绩效的研究大致围绕以下三个方面展开。管理层股权激励与企业绩效的关系。目前国内外多数研究结论表明管理层股权激励与企业绩效为显著正向相关关系。Blasi^[3]通过群体激励方式(员工持股, 利润共享和股票期权)研究发现, 群体激励可以更好地减少员工离职, 通过提升股票回报率的方式促进公司绩效。在我国高新技术领域, 王新红等^[4]、黄园等^[5]实证结果表明管理层股权激励有助于提高企业的技术创新能力, 从而进一步增加公司的竞争优势。Aboody 等^[6]在研究授予管理层股票股权激励机制给企业带来的经济后果时, 发现企业营业收入与现金流的增长速度显著超过未实行激励机制的企业。基于一二类代理成本视角, 陈文强^[7]研究得出管理层股权激励能有效抑制第一类代理成本问题, 并

修回日期: 2018-04-15

基金项目: 国家自然科学基金项目“基于技术创新能力的中国制造业并购协同机理及实现路径研究”(71371124)。

作者简介: 叶红雨, 女, 江西宜春人, 博士, 上海理工大学管理学院副教授, 研究方向: 企业创新。

显著地提升企业绩效。在竞争性市场中,赵登峰等^[8]研究发现创新企业对高级专业化劳动力施加内部股权激励,并将股权资本动态最优地配置于创新性投入中,企业的最终产出可以实现长期稳态增长。基于异质性随机边界模型,吕新军^[9]定量估算了企业治理效率,研究发现管理层股权激励有助于提升企业的创新绩效。另有学者研究结果表明管理层股权激励与企业绩效之间呈非线性相关关系。宋玉臣等^[10]研究发现股权激励与企业绩效为显著的相关关系;在国有企业和民营企业中,两者分别表现为区间效应和管理层防御效应。章雁等^[11]通过构建多元非线性回归模型得出,以驻点 3.13% 和 7.55% 为临界点,在区间 $[0, 3.13\%]$ 和 $[7.55\%, 100\%]$,公司业绩随着股权激励比例的提高而显著增长,即两者存在明显的区间效应,呈倒“U”形。Benson 等^[12]实证显示提高经理人持股比例能显著促进企业价值地增长,但当持股比例过高时,企业绩效不增反降。这表明股权激励比例过高产生了堑壕效应,两者为非线性相关关系。仍存在学者认为管理层股权激励比例无论其大小都不会对企业绩效产生直接的影响。沈红波等^[13]研究发现上市企业股权激励机制作用的发挥与企业所在的制度背景和治理环境密切相关,并不是直接对企业绩效起到作用。魏刚^[14]、顾斌等^[15]研究发现对管理层实行股权激励机制不会对上市企业长期绩效产生任何显著的影响。

管理层股权激励与风险承担的关系。关于管理层股权激励和企业风险承担两者之间的相互影响关系,学者们的实证结论不尽相同。基于 CEO 权力视角分析,位华^[16]、曹崇延^[17]等研究发现给予 CEO 股权式的薪酬体系有助于增加企业的风险承担水平,且 CEO 权力负向调节股权激励与风险承担的正向相关关系。经理管理防御是指经理人在面临其职业生涯中的个人利益受到威胁和压力时,会选择自我效用最大化的道德风险行为^[18]。经理人管理防御越强,企业风险水平越低,而管理层股权激励程度能正向影响企业风险承担水平的高低^[19]。Xia^[20]在研究与企业风险密切相关的经营活动时得出,管理层股权激励有助于激励其实行企业并购、增加研发投资和实施专业化经营,而较少进行固定资产投资,这也间接得说明了股权激励将有利于促使管理层采取高风险的决策。在高竞争性产品市场上,张红玲^[21]研究结论说明管理层持股比例对风险承担存在正向影响,且存在跨期效应。但仍存在部分学者持不同观点。Jahmani^[22]以股权激励比例以及股权激励比例的平方作为自变量,贝塔值和资产负债率作为因变量建立多元非线性回归分析模型,实证结果表明管理层股权激励比例无论其如何变动并不会对企业风险投资行为产生任何实质性作用。在市场竞争过于激烈的前提条件下,李小荣等^[23]研究得出股权激励比例在超过某一极值点后反而会减少企业风险投资数量,即两者为非线性关系,呈倒“U”形;反之,在产品市场竞争较低时,两者相互作用关系并不显著。

风险承担与企业绩效的关系。国内外学者在关于风险承担与企业绩效的相互作用关系所持观点基本一致:两者之间呈显著的正向相关关系。从剩余索取权角度出发,作为减轻代理关系成本的股权激励能促进管理层与股东的利益趋向一致,缓解管理层因追求个人利益最大化而降低公司风险承担水平的动机,进而促进企业绩效^[1]。Nguyen^[24]研究认为日本家族企业较高的风险承担水平保证了其在市场中的有利竞争地位,进一步地提高了企业的价值;而银行类企业因其风险承担水平不足,导致企业绩效也随之降低。在区别了企业所有权性质后,李文贵等^[25]研究发现无论企业性质为国有或者非国有,都不会弱化风险承担水平对企业市场价值的显著促进效应,即两者显著正相关。余明桂等^[26]研究发现企业专注于高风险投资项目,其资本配置效率和市场价值也会随之显著地优化和提高。基于创新能力的视角,宋建波等^[27]通过渠道测试分析得出,风险承担地提高对企业的影响路径主要表现为增加 R&D 投入和提升创新能力,企业创新绩效也随之显著提升。

通过以上研究发现,尽管学术界关于管理层股权激励、风险承担与企业绩效相互影响关系研究比较成熟,不过目前理论仍有以下两点不足之处:现有的关系研究几乎都是从两个维度进行,鲜有文献将三者纳入一个研究框架,讨论三者之间的作用关系;现有文献多以管理层异质性、R&D 投入、盈余管理、企业所有权性质等为视角研究股权激励对企业经营绩效的作用关系,但较少从风险承担的中介视角剖析两者之间的作用机理和路径分析。本文进一步研究管理层股权激励、风险承担与企业绩效三者之间的相互作用关系,并重点从风险承担的中介作用视角揭示两者之间的关系,为上市企业经营绩效的提升路径提供新思路。

二、理论分析与研究假设

(一) 管理层股权激励与企业绩效

委托—代理问题一直是现代公司治理领域的重要研究内容。学者 Jensen^[28] 首次提出通过授予代理人以股权激励的方式能够显著减少其追求个人利益倾向,进而缓解代理冲突。国内外大部分学者认为通过对管理层实行股权激励的激励制度,使得管理层成为拥有分配企业部分剩余价值权利的股东,这在某种程度上弥补了两者之间的目标差异,在降低代理成本的同时提高了企业绩效^[29]。吕长江等^[30] 研究表明股权激励计划通过抑制非效率投资的间接路径实现了缓解代理成本和提升企业绩效的目的。陈华东^[31]、毛剑峰等^[32] 研究均发现管理层股权激励与企业创新投入呈正向相关关系,而企业创新投入又有效地促进企业绩效地增长。

随着现代企业地不断完善和发展,以职业经理人为代表的人力资本的价值日益凸显。宗文龙等^[33]、张俊瑞等^[34] 研究指出对管理层实行股权激励使得企业在引进和激励人力资本方面占据有利地位,以此提升公司价值。综上所述,管理层股权激励能够通过以下方面提升企业绩效:缓解股东与管理层的目标差异,降低代理成本;减少管理层的短目行为,提高资本利用率;加强企业创新投入,保持企业竞争优势;吸引和保留优秀人才资源等;股权激励机制是让管理层价值得到肯定的同时享有一定的回报,激励其根据企业利润最大化目标优化决策行为,提升企业价值。

基于以上分析,本文提出假设 1:

H1 管理层股权激励与企业绩效呈正向相关关系。

(二) 管理层股权激励与风险承担

信息不对称导致股东和职业经理人之间出现利益分化问题,不尽相同的代理矛盾也随之产生,具体表现为经理人的风险规避、低效率投资、懈怠等行为^[35]。由于管理层的个人财富高度依赖于其所就职的公司,这种高度集中的资产很难分散化。相对于股东而言,经理人更愿意为避免个人财产遭到损失而放弃风险值相对较高而 NPV(净现值)为正的投资行为^[36]。与此同时,作为实现管理层和股东最优风险水平相一致的股权激励被广泛地应用于实践中。

Ederer^[37] 研究发现股权激励能够有效地促进管理层按照企业利润最大化的目标来经营,以此缓解或消除管理层的短期行为,积极地投资风险性较高的项目。从管理层风险规避的角度,Armstrong^[38] 研究认为风险规避的管理层被赋予股权薪酬后,会根据股票收益波动率相应增加企业的风险承担水平。从企业投资行为的角度,相对于固定资产、设备和机械等资本性投资,R&D 投入被认为是企业的高风险投资行为。施行股权激励制度后的企业能够通过提高财务杠杆系数、减少资本性支出和增加 R&D 投入的路径方式实现预期风险承担水平地增长^[39]。在激励效果比较方面,与固定的薪酬激励机制相比,股权激励制度能更好地激励管理层承担风险。究其原因,股权激励能够避免货币薪酬交税的问题^[40-41]。苏坤^[42] 研究得出对我国上市公司管理层实行股权激励机制能够增加其与股东利益共享、风险共担的风险投资倾向,缓解代理矛盾。作为一种长期激励机制,股权激励的实质是通过授予经理人剩余索取权使其个人利益与企业长远发展目标逐渐趋同,弱化两者之间的矛盾,增加管理层风险容忍度,进而优化企业风险承担水平。

基于以上分析,本文提出假设 2:

H2 管理层股权激励与企业风险承担水平呈正向相关关系。

(三) 风险承担中介作用下的管理层股权激励与企业绩效

风险承担行为是一种典型的风险性较大、短期成本较高但对企业长期价值发展起到至关重要影响的投资行为。作为企业投资活动的直接决策主体,管理层的风险承担意愿对企业而言弥足轻重,而代理问题的存在

使得现代企业经理人不愿意承担更高风险^[43]。管理层的风险规避倾向会显著阻碍企业绩效的增长,而作为看涨期权的股票期权有助于激励风险规避的管理层承担更高的风险,进而提高企业绩效。徐经长等^[44]研究发现管理层风险规避倾向越高,企业越倾向于采用风险更高的股票期权激励方式进行激励,企业长期价值也随之提升。

利益趋同理论表明,股权激励后的管理层会以企业股东的身份对企业进行管理和决策,使得股东利益与管理层利益趋同,这在一定程度上有助于提高代理人优化风险承担的倾向,进而促进公司绩效。Guay^[45]、曹廷求^[46]和王秀芬等^[47]研究均表明给予代理人股权激励后,企业风险承担显著提高,企业市场价值也随之提升。最优薪酬契约能够促使管理层更注重企业的长期利益发展,并与股东在利益共享和风险共担之间达到一个均衡点^[48]。股权激励机制有助于增加上市公司高风险投资项目数量,风险承担水平的提升又进一步带动了公司价值地增长,即管理层股权激励对企业经营业绩作用地发挥可以通过风险承担实现。

基于以上分析,本文提出假设 3:
H3 风险承担在管理层股权激励对企业绩效的影响中起中介作用。

三、变量与模型设计

(一) 样本数据说明

本文选取 2012 年至 2016 年间连续 5 年创业板上市企业的面板数据作为研究样本,并根据以下条件对数据进行筛选:(1)剔除 2012 年及以后上市的公司,以满足连续 5 年研究数据的需要;(2)金融和保险业企业的资产负债表具有特殊性(金融资产与实物资产相比有较高的比率),故剔除金融和保险业上市企业;(3)剔除被证监会特别处理的 ST 和 PT 企业样;(4)剔除缺失主要变量的企业样本。所用财务性数据来源于 CSMAR 和 RESSET。

经过以上条件筛选,共有 333 家上市企业入选,5 年样本总数共计 166 5 个。数据分析采用 SPSS19.0 和 stata14.0 分析软件。

(二) 变量设计

1. 解释变量

本文采用上市企业管理层所持有的股权数占期末总股份的比例衡量股权激励的程度(*Equity*)。其中将上市公司管理层定义为在企业运营决策中能够起到决定性作用的管理人员,包括我国《公司法》规定的总经理、副总经理、首席财务官和董事会秘书,同时还包括监事和董事。

2. 中介变量

借鉴 Faccio 的研究方法^[49],本文采用企业盈利波动率衡量风险承担水平。首先,为消除行业和经济周期的影响,将选取的上市公司的 *ROA*(息税前利润/期末总资产)按照不同行业不同年度减去同行业同年度的 *ROA* 均值进行调整,得出一个可以体现企业风险承担水平的调整值 *Roa*。其次,再按照公式(1)计算风险承担。

$$Risk_{i,t} = \sqrt{\frac{1}{T-1} \sum_{t=1}^3 (Roa_{i,t} - \frac{1}{T} \sum_{t=1}^3 Roa_{i,t})^2}$$

(1)

其中 *Roa* 是表示经调整过的数值,*i* 表示行业,*t* 表示时间。在 2012—2016 年样本中,每 3 年为一个观察周期,所以本文为计算 2012 年风险承担水平,另外补充收集了 2011 年和 2010 年各上市公司 *Roa* 值和各年度各行业 *Roa* 均值。

3.被解释变量

虽然净资产收益率(ROE)与资产回报率(ROA)均可用于衡量企业对所投入资本的回报能力。但两者主要区别在于 ROE 仅仅用来衡量股东所持资产的收益效率,而 ROA 不区别资金来源的性质,用来反映企业全部资产的获利能力。因此,本文选用 ROA 度量企业绩效。

4.控制变量

本文为进一步保证回归结果的准确性,对其他可能影响企业绩效的变量进行控制,借鉴现有的研究,本文选取公司规模、资本结构、上市年限、企业成长性、股权集中度、资产有形性作为控制变量。有关变量的定义和计算方法如表 1 所示。

表 1 变量定义

变量类型	变量名称	变量符号	计算方法
被解释变量	企业绩效	ROA	息税前利润/期末总资产
解释变量	股权激励	$Equity$	管理层持股数/期末总股数
中介变量	风险承担	$Risk$	见公式(1)
控制变量	企业规模	$Size$	期末资产总额的自然对数
	资本结构	Lev	总负债/总资产
	上市年限	Age	上市年限加 1 的自然对数值
	企业成长性	$Growth$	(本期主营业务收入-上期主营业务收入)/上期主营业务收入
	股权集中度	$First$	第一大股东持股数/总股本
	资产有形性	$Tang$	固定资产净值/总资产

(三) 计量模型

本文将采用多元线性回归分析进行研究,为分析管理层股权激励、风险承担和企业绩效之间的相互作用机制以及风险承担在两者之间的中介作用,构建以下三个回归模型:

$$Roa_{i,t} = a_0 + a_1Equity_{i,t} + a_2Size_{i,t} + a_3Lev_{i,t} + a_4Age_{i,t} + a_5Growth_{i,t} + a_6First_{i,t} + a_7Tang_{i,t} + \xi \quad (2)$$

$$Risk_{i,t} = b_0 + b_1Equity_{i,t} + b_2Size_{i,t} + b_3Lev_{i,t} + b_4Age_{i,t} + b_5Growth + b_6First_{i,t} + b_7Tang_{i,t} + \xi \quad (3)$$

$$Roa_{i,t} = c_0 + c_1Equity_{i,t} + d_1Risk_{i,t} + c_2Size_{i,t} + c_3Lev_{i,t} + c_4Age_{i,t} + c_5Growth + c_6First_{i,t} + c_7Tang_{i,t} + \xi \quad (4)$$

在 3 个模型中, i 代表各上市企业, t 代表时间, a_i 、 b_i 、 c_i 、 d_i 均为模型回归系数。模型 1 用来验证管理层股权激励与企业绩效的作用关系。线性回归分析时,考察系数 a_1 的正负及是否显著,当且仅当 a_1 为正且显著时,H1 成立。模型 2 用来验证管理层股权激励对风险承担的影响关系。线性回归分析时,考察系数 b_1 的正负及显著性水平,当且仅当 b_1 为正且显著, H2 成立。根据温忠麟等对中介效应的检验方法^[50],模型 3 控制了风险承担的影响,进行线性回归并检验系数的正负及显著性。若系数 a_1 、 b_1 、 d_1 均显著但不为 0,而且 c_1 不显著,则风险承担在管理层股权激励对企业绩效影响中起完全中介作用。若系数 a_1 、 b_1 、 c_1 、 d_1 均不为 0 而且显著,则风险承担在管理层股权激励对企业绩效的影响中起部分中介作用。

四、实证结果分析与模型检验

(一) 描述性统计

表 2 为各变量描述性统计结果。 $Equity$ 的均值为 0.332 57,表明管理层股权激励是上市企业较为普遍的一种激励手段;而且最值之差为 0.849 43,表明各企业激励比例差别较为显著。 $Risk$ 的标准差为 0.052 84,表面创业板不同企业之间的风险投资水平较为集中,相互之间差异不大。 ROA 的最大值和最小值之差为

1.656 4,说明各上市企业之间资产收益能力差异明显。

根据控制变量的统计结果显示, *Size* 的标准差为 0.718 67,说明我国创业板企业规模较为离散,差异明显。*Lev* 的均值为 0.269 35,表明所选上市企业样本总体负债比例较低。反应企业成长性的主营业务增长率 *Growth* 指标均值为 0.271 49,最大值和最小值分别为 5.801 71、-0.790 87,表明上市企业发展速度均良好,但各企业差异较大。*First* 最大值和最小值分别为 0.688 7、0.043 8,说明创业板上市企业股权集中度差异较大。*Tang* 标准差为 0.121 38,说明各企业有形资产差异较小。各上市公司在上市年限方面差异较小。

(二) 相关性检验

表 3 为各研究变量的 *Spearman* 相关性系数矩阵。各变量之间多数通过了相关性检验。其中,管理层股权激励与企业绩效的相关系数为 0.135,且在置信度为 0.01 时显著相关;管理层股权激励与风险承担之间相关系数为 0.105,且在置信度为 0.01 时显著相关,这初步验证了 H1 和 H2 。下文回归分析作进一步验证。

表 3 各研究变量 *Spearman* 相关系数矩阵

	<i>Equity</i>	<i>Risk</i>	<i>Roa</i>	<i>Size</i>	<i>Lev</i>	<i>Growth</i>	<i>First</i>	<i>Tang</i>	<i>Age</i>
<i>Equity</i>	1.000								
<i>Risk</i>	0.105 **	1.000							
<i>Roa</i>	0.135 **	0.048 *	1.000						
<i>Size</i>	-0.270 **	-0.162 **	0.000	1.000					
<i>Lev</i>	-0.184 **	-0.129 **	-0.235 **	0.449 **	1.000				
<i>Growth</i>	-0.017	-0.041	0.316 **	0.257 **	0.256 **	1.000			
<i>First</i>	0.096 **	0.046	0.042	-0.127 **	-0.015	-0.059 *	1.000		
<i>Tang</i>	-0.103 **	-0.144 **	-0.192 **	-0.089 **	0.123 **	-0.114 **	0.092 **	1.000	
<i>Age</i>	-0.150 **	-0.144 *	-0.081 **	0.240 **	0.035	0.033	-0.132 **	0.060 *	1.000

注:**表示在置信度(双测)为 0.01 时,相关性是显著的;*表示在置信度(双测)为 0.05 时,相关性是显著的。

(三) 回归分析

由表 4 可知,模型 1、模型 2 和模型 3 中的 *Prob > F* 值均为 0.000,低于 0.05,所以三个模型均通过了显著性检验;三个模型调整后的 *R* 方分别为 0.599、0.470 和 0.603,说明回归方程对因变量的解释能力为 59.9%、47%和 60.3%,可认为方程中变量关系显著。

模型 1 中,管理层股权激励与企业绩效的回归系数为 0.020 0,且在 0.01 的水平上显著相关,表明管理层持有股份越多,*ROA* 越高,也就是管理层股权激励与企业绩效两者表现为显著的正相关关系。因此,H1 得到验证。模型 2 中,管理层股权激励与风险承担的回归系数为 0.007 65,且在 0.05 的水平上显著相关,表明对管

理层实行股权激励机制有助于促使其把握风险投资机会,显著增加风险投资项目数量。因此,H2得到验证。在控制变量上,管理层的风险承担倾向与公司规模和第一大股东持股比例成正比。而资产负债率、资产有行性和上市公司年限的回归系数均为负值,说明这些变量越高,管理层的风险承担水平反而越低。

在模型 3 中,回归系数 c_1 为 0.021 1, d_1 为 0.014 6,且均在 0.01 的水平上显著相关。由模型 1 和模型 2 得,回归系数 a_1 和 b_1 分别为 0.020 0、0.007 65,且分别在 0.01、0.05 的水平上显著相关。 a_1, b_1, c_1, d_1 均显著且不为 0,根据中介变量原理,风险承担是管理层股权激励与企业绩效的部分中介变量。因此,H3 得到验证。

五、结论和启示

本文基于风险承担视角分析了管理层股权激励对企业绩效产生影响的传导路径,将风险承担变量以中介视角引入两者之间,构建“管理层股权激励—风险承担—企业绩效”的逻辑分析框架,实证得出如下结论:对管理层实行股权激励机制有助于企业绩效地显著增长;管理层股权激励与风险承担呈显著正向相关关系,即管理层持有企业股份能显著缓解其风险厌恶倾向,企业风险投资水平随之显著提高;风险承担在两者之间起到部分中介作用,即管理层股权激励对企业绩效的影响部分是通过风险承担增加而增加的。

本文认为合理的股权激励机制能够有效激发管理层的创新能力,为公司创造更大价值。本文梳理了管理层股权激励、风险承担与企业绩效的影响机理,并从风险承担中介的作用路径进行实证分析,充实了管理层激励理论和企业风险承担领域的研究领域。

就现实意义而言,本文的研究在控制企业风险水平、制定策略以及合理地评估股权激励效果方面为上市企业提供相应的参考。

首先,企业应正确地认识风险承担,既要积极地投资于风险性项目,也要将风险控制在一定范围内。同时,为确保管理层风险承担水平的合理性,企业应强化董事会对企业风险监督管理的作用。董事会协助管理层合理地考量企业面临的内外部环境风险,对企业即将做出的投资行为做出全面地分析和预测。企业风险承担水平稳健有效地增加,能够帮助其实现更高的收益目标。

其次,优化管理层企业绩效考核标准,风险承担在股权激励与企业绩效间起部分中介作用,因此上市企业在考察管理层的激励效果时不应只考虑企业的经营结果,还应将企业风险承担水平纳入企业绩效考核评价体系内,并赋予一定比重。这样能够充分调动管理层工作积极性,最大化股权激励制度对管理层的激励效果,实现企业利润最大化。

最后,企业应完善管理层的薪酬体系,优化内部股权的治理结构,适当地将股权授予管理层和企业核心技术人员,这能够显著增强管理人员对企业的认可度,促使其将个人利益与企业长期发展目标融合在一起,激发他们的工作热情与能力,进而实现企业价值提升的目的。

表 4 管理层股权激励、风险承担与企业绩效各模型回归分析结果

	模型 1	模型 2	模型 3
VARIABLES	ROA	Risk	ROA
Equity	0.0200 ***	0.00765 **	0.0211 ***
	(0.00570)	(0.00411)	(0.00568)
Risk			0.0146 ***
			(0.00339)
Size	0.00683 ***	0.00364 ***	0.00736 ***
	(0.00104)	(0.000752)	(0.00104)
Lev	-0.107 ***	-0.0221 ***	-0.110 ***
	(0.00825)	(0.00595)	(0.00824)
Growth	0.0258 ***	-0.00253	0.0255 ***
	(0.00259)	(0.00187)	(0.00258)
First	0.0192 **	0.0169 **	0.0216 **
	(0.00949)	(0.00684)	(0.00946)
Tang	-0.0506 ***	-0.0344 ***	-0.0556 ***
	(0.0100)	(0.00723)	(0.0100)
Age	-0.0351 ***	-0.0197 ***	-0.0380 ***
	(0.0104)	(0.00746)	(0.0103)
Observations	1665	1665	1665
AdjR-squared	0.599	0.470	0.603
Prob>F	0.000	0.000	0.000

注：***、**、* 表示通过 1%、5% 和 10% 水平显著性检验, 括号内的数值为标准差。

参考文献:

- [1] JOHN K, LITOV L, YEUNG B. Corporate Governance and Risk-taking [J]. Journal of Finance, 2008, 63(4): 1679-1728.
- [2] BEBCHUK L, SPAMANN H. Regulating Bankers' Pay [J]. Social Science Electronic Publishing, 2010, 98(2): 247-287.
- [3] BLASI J, FREEMAN R, KRUSE D. Do Broad-based Employee Ownership, Profit Sharing and Stock Options Help the Best Firms Do Even Better? [J]. British Journal of Industrial Relations, 2016, 54(1): 55-82.
- [4] 王新红, 石欣欣. 高管激励、研发投入与企业绩效——基于创业板高新技术上市公司的经验数据[J]. 财会通讯, 2016(27): 58-61.
- [5] 黄园, 陈昆玉. 高管层股权激励对企业技术创新的影响研究[J]. 科技管理研究, 2012(12): 179-182.
- [6] ABOODY D, JOHNSON N B, KASZNIK R. Employee Stock Options and Future Firm Performance: Evidence from Option Repricings [J]. Journal of Accounting and Economics, 2010, 50(1): 74-92.
- [7] 陈文强, 贾生华. 股权激励、代理成本与企业绩效——基于双重委托代理问题的分析框架[J]. 当代经济科学, 2015(2): 106-113.
- [8] 赵登峰, 唐杰, 陈勇. 人力资本、内部股权激励与创新企业长期产出的增长路径[J]. 南开经济研究, 2015(2): 3-23.
- [9] 吕新军. 股权结构、高管激励与上市公司治理效率——基于异质性随机边界模型的研究[J]. 管理评论, 2015(6): 128-139.
- [10] 宋玉臣, 王藉彬. 所有者虚位、股权激励和企业治理路径选择[J]. 经济与管理评论, 2015(3): 91-99.
- [11] 章雁, 樊晓霞. 中小板上市公司股权激励与公司绩效实证研究[J]. 中国管理科学, 2015(11): 405-410.
- [12] BENSON B W, DAVIDSON W N. Deviations from Expected Stakeholder Management, Firm Value and Corporate Governance [J]. Financial Management, 2009(3): 39-54.
- [13] 沈红波, 潘飞, 高新祥. 制度环境与管理层持股的激励效应[J]. 中国工业经济, 2012(8): 96-108.
- [14] 魏刚. 高级管理层激励与上市公司经营绩效[J]. 经济研究, 2000(3): 32-39.
- [15] 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.
- [16] 位华. CEO 权力、薪酬激励和城市商业银行风险承担[J]. 金融论坛, 2012(9): 61-67.
- [17] 曹崇延, 吕玉枝. 股权激励与企业风险承担——基于 CEO 权力视角分析[J]. 上海管理科学, 2015(5): 60-65.
- [18] 白建军, 李秉祥. 经理管理防御测度及其影响因素: 研究综述与展望[J]. 科技管理研究, 2012(23): 138-142.
- [19] 吴建祥, 李秉祥. 经理管理防御与企业风险承担水平——股权激励的调节作用[J]. 经济经纬, 2017(5): 104-108.
- [20] XIA H. High Return, High Risk—does Stock Option Based CEO Compensation Encourage Risk Taking [J]. Social Science Electronic Publishing, 2010(9): 15-37.
- [21] 张红玲, 耿庆峰. 管理层持股、财务弹性与公司风险承担[J]. 财会月刊, 2018(2): 85-93.
- [22] JAHMANI Y, ANSARI M. Managerial Ownership, Risk, and Corporate Performance [J]. International Journal of Commerce and Management, 2006, 16(2): 86-94.
- [23] 李小荣, 张瑞君. 股权激励影响风险承担: 代理成本还是风险规避? [J]. 会计研究, 2014(1): 57-63.
- [24] NGUYEN P. Corporate Governance and Risk-taking: Evidence from Japanese Firms [J]. Pacific-basin Finance Journal, 2011, 19(3): 278-297.
- [25] 李文贵, 余明桂. 所有权性质、市场化进程与企业风险承担[J]. 中国工业经济, 2012(12): 115-127.
- [26] 余明桂, 李文贵, 潘红波. 管理者过度自信与企业风险承担[J]. 金融研究, 2013(1): 149-163.
- [27] 宋建波, 文雯, 王德宏. 海归高管能促进企业风险承担吗——来自中国 A 股上市公司的经验证据[J]. 财贸经济, 2017(12): 111-126.
- [28] JENSEN M C, MECKLING W. Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs, and Capital Structure [J]. Journal of Financial Economics, 1976, 3(4): 305-360.
- [29] TZIOUMIS K. Why Do Firms Adopt CEO Stock Options? Evidence from the United States [J]. Journal of Economic Behavior and Organization, 2008, 68(1): 100-111.
- [30] 吕长江, 张海平. 股权激励计划对公司投资行为的影响[J]. 管理世界, 2011(11): 118-126.
- [31] 陈华东. 管理者任期、股权激励与企业创新研究[J]. 中国软科学, 2016(8): 112-126.

[32]毛剑峰,李志雄.管理层股权激励、研发支出与企业绩效的关系研究[J].统计与决策,2016(9):186-188.

[33]宗文龙,王玉涛,魏紫.股权激励能留住高管吗?——基于中国证券市场的经验证据[J].会计研究,2013(9):58-63.

[34]张俊瑞,张健光,王丽娜.中国上市公司股权激励效果考察[J].西安交通大学学报(社会科学版),2009(1):1-5.

[35]綦好东,郭骏超,朱炜.国有企业混合所有制改革:动力、阻力与实现路径[J].管理世界,2017(10):8-19.

[36]SMITH C W,STULZ R.The Determinants of Firms' Hedging Policies[J].Journal of Financial and Quantitative Analysis,1985,20(4):391-405.

[37]EDERER F,MANSO G. Is Pay for Performance Detrimental to Innovation? [J].Management Science,2013,59(7):1496-1513.

[38]ARMSTRONG C S,VASHISHTHA R.Executive Stock Options, Differential Risk-taking Incentives,and Firm Value[J].Social Science Electronic Publishing,2012,104(1):70-88.

[39]COLES J L,DANIEL N D,NAVEEN L.Managerial Incentives and Risk-taking[J].Journal of Financial Economics,2006,79(2):431-468.

[40]张瑞君,李小荣,许年行.货币薪酬能激励高管承担风险吗? [J].经济理论与经济管理,2013(8):84-100.

[41]吕长江,严明珠,郑慧莲,许静静.为什么上市公司选择股权激励计划? [J].会计研究,2011(1):68-75.

[42]苏坤.管理层股权激励、风险承担与资本配置效率[J].管理科学,2015(5):14-25.

[43]KEMPF A,RUENZI S,THIELE T.Employment Risk, Compensation Incentives, and Managerial Risk Taking: Evidence from the Mutual Fund Industry[J].Journal of Financial Economics,2009,92(1):92-108.

[44]徐经长,张璋,张东旭.高管的风险态度与股权激励方式选择[J].经济理论与经济管理,2017(12):73-78.

[45]GUAY W.The Sensitivity of CEO Wealth to Equity Risk: an Analysis of the Magnitude and Determinants[J].Journal of Financial Economics,1999,53(1):43-71.

[46]曹廷求,钱先航.公司治理与风险管理:基于治理风险视角的分析[J].会计研究,2011(7):73-77.

[47]王秀芬,徐小鹏. 高管股权激励、经营风险与企业绩效[J].会计之友,2017(10):84-89.

[48]HART O,HOLMSTROM B.The Theory of Contracts[J].Working Papers,1985,39(4):77-155.

[49]FACCIO M,MARCHICA M T,MURA R. Large Shareholder Diversification and Corporate Risk-taking[J].Review of Financial Studies,2011,24(11):3601-3641.

[50]温忠麟,张雷,侯杰泰,等.中介效应检验程序及其应用[J].心理学报,2004(5):614-620.

Impact of Managerial Equity Incentive on Enterprise Performance:
An Empirical Study Based on Intermediary Role of Risk-taking

YE Hongyu,WEN Xinyu

(School of Management, University of Shanghai for Science and Technology, Shanghai 200093, China)

Abstract: With the panel data from 333 GEM listed companies from 2012 to 2016 as the research sample, this paper empirically analyzes the relationship between managerial equity incentive, risk taking and enterprise performance as well as the intermediary effect of risk taking between managerial equity incentive and enterprise performance. The research results show that managerial equity incentive is positively correlated significantly with enterprise performance while it is positively correlated significantly with enterprise risk taking; and that risk taking has a partial mediating effect between managerial equity incentive and enterprise performance, i.e., the influence of managerial equity incentive on enterprise performance is partly realized through risk taking.

Key words: equity incentive; risk taking; enterprise performance; intermediary variable

(责任编辑 刘小平)