

股权激励工具选择的自利性问题*

—— 股 司 执 董 权 的

李博文 陆正飞

内容提要: 本文以

为 本

倾向

理的 的

理

的 益的

且 当

的 能

的 时

为

会

会的

资 和

的

助 约束

为 重心时

的

时 的 会 时

为 进一步

当

为

加

能 进

的

的 理

本文的

动因的

文

且 进一步

理

理

为 人

重要的

关键词:

益

科 的 股 权 案 挥 股 权 的 关键(,)。

, 适 的 股 权 工 的 、 。 流 的 股 权 工 股 期 权 限 股 两

, 予 标 的、 予 格、 各 千 秋。 看, 限 股 空

, 捆 绑 (曜, ; 淑 芳 ,), 象 承 担 足, 偏 好 避

(, ; , ; ,); 股 期 权

佳(, ; , ; , ; , ; , ;

), 利 空 小, 捆 绑 。 健 全 司 , 期 果, 依

股 权 的, 身 , 营 , 权 衡 的 优 宜 适

的 股 权 工 。

, 除 尽 的 期 渡 段 外, 我 司 股 权 采 限 股

, 股 期 权, “ 股 权 谜 ” (陈 捷 ,)。 针 、 象, 只

依 照 的 委 托 , 股 权 (股 东 董) 股 权 (

) 两 的 , 我 司 股 权 工 的 偏 好 (陈 捷 ,

), 未 单 独 考 虑 董 挥 的 关键 。 , 依 照 “ 委 托 监 督 ” 的

* 陆 飞 (), 北 京 光 华 , : : 。 科 金 () 的 。 的 宝 贵 ,

理 (,), 权激 工 的 本 委 托 东、监 理 管理
博 的 果。 备 的 东 的 激 , 与 东
委 托 理 (湘 , ; ,)。 , 实 ,
员 的 权激 , 甚 权激 重 的 属 鲜。① 种 ,
权激 的 , 权激 。那么, 的
干 权激 工 的 ? 用 的 权激 工 否 理 果? 好
的 外 理 否抑 权激 的 ? 文 尚未 答

。 , 本文 一 权激 草 的
本, “委 托 监 理”的 理 , 权 的 视 角 实 检 验
权激 工 的 。 研 究 : 权激 越 大, 越
折 大、 的 票 作 激 工 , 激 干 权激 的
、 , 作 用 。 薪 酬 委 员 的 独 立 , 者
, 的 监 抑 参 与 权激

(一)

我国股权激励工作取得重要进展。股权激励作为激励和约束并重的重要手段，在我国上市公司治理中发挥着越来越重要的作用。据中国证监会披露，2011年至2021年，我国上市公司股权激励实施案例数量从1000多例增加到1.5万例以上，实施金额从几十亿元增加到数千亿元。这充分说明股权激励在我国上市公司治理中的地位日益重要，应用范围越来越广。

从政策层面看，我国股权激励制度不断完善。2005年《上市公司股权激励管理办法》的颁布，标志着我国股权激励制度正式确立。2018年《上市公司股权激励管理办法》的修订，进一步明确了股权激励的适用范围、实施程序、信息披露等要求，为上市公司实施股权激励提供了更加明确的指引。此外，证监会还出台了《上市公司股权激励工作指引》等一系列配套文件，进一步细化了股权激励的操作细则，提升了股权激励的规范性和透明度。

从市场层面看，股权激励已成为上市公司吸引和留住人才的重要手段。随着市场竞争日益激烈，人才成为企业发展的核心竞争力。通过实施股权激励，上市公司可以将员工的个人利益与公司的长期发展紧密联系在一起，有效激发员工的积极性和创造力，提升公司的整体竞争力。据统计，2011年至2021年，我国上市公司股权激励实施案例中，超过90%为上市公司高管和核心技术人员，这说明股权激励已成为上市公司激励核心人才的重要手段。

从理论层面看，股权激励制度在提升上市公司治理水平、优化资源配置等方面发挥着积极作用。股权激励通过建立长效激励机制，可以有效解决上市公司短期行为问题，引导上市公司更加注重长期发展，提升公司的经营业绩和核心竞争力。同时，股权激励还可以优化上市公司股权结构，提升上市公司治理水平，增强投资者对公司的信心，促进资本市场健康发展。

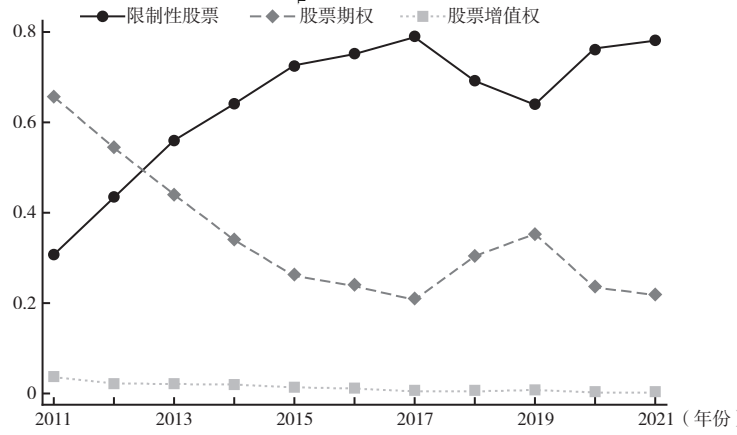


图 年 月 日 股权激励制度的基本特点分析

股权激励制度的基本特点分析

我国最的股权激励

定的、,才可 票、。 票期 定 定的 买的 票的、, 定、

市 经 工 的 进 。 淑芳 () ,
越 , 企 越有可 工 。
() 指 , 企 工 的 一 所 相 。 期
期的企 好 期 , 熟期企 好 。 ()
计 () 的 弈 , 策 代
风 、 息 低的企 期 、 捆绑 的
工 。

牺牲东 益 代价进 合谋， 薪酬 式攫取租金。

薪酬契 式， 权激 励 计 程存 操纵 痕 。周 孙菊生() 于我 早 权激 励 ， 如 权激 励 含 绩 票 谋取私 。 () ， 权 向于 公 生 价 跌 权 权价 ， 牺牲 东 益 代价最 化激 励 益。

()指 ， 权激 励， 票 权 价存 明显 机 义 ，即 权“倒签” 。我 有 市公 ， 权激 励 体拟 、 初步 议、 变更 由 或 薪酬委员 。 此 程 ， 往往能 权 激 励 ，部分 任于薪酬委员 甚 可 权激 励 选择。

此 ， 权激 励 有 烈 机 权 干 预 激 励 选 ， 最 化 身 益 东 富。 票 权 相 比 ， 制 票 仅 可 比 折 价 ，未 预 益 更 (陈 ，) 且 激 励 即 市 公 东，享有 取分 、参 票 诸 多 东 权 (肖 芳 ，)，更 符 合 激 励 益 诉 求。

此 ， 权 激 励 ，“既 裁 判 ， 选 手” 权 激 励 计 层 合 谋 ，忽 东 价 值 最 化 ，偏 折 价 、 平 制 票 ， 此 谋 取 福 、 享 薪。

于 分 ， 假 ： 权 激 励 比 越 ，公 越 向 于 选 择 制 票 激 励 。

、 计

() 选择

选择 一 市公 公 权 激 励 划 草 初 始 ， 全 险 公 ， 合 激 励 、 票 值 权 激 励 公 ， 类 缺 公 ，最 份 有 效 。 使 权 激 励 计 划 草 于 泰 安 () 万 () ，公 、公 于 泰 安 () 。

() 变 义

被解 变 。 采 被解 变 权 激 励 虚 拟 变 (*Equitytype*)。如 市 公 选择 权 激 励 制 票 ， *Equitytype* 取 值 ；如 市 公 选择 权 激 励 票 权 ， *Equitytype* 取 值 。

解 变 。 采 解 变 比 ， 某 权 激 励 划 票 或 权 激 励 益 比 (*Eper*)。

制 变 。 参 考 肖 芳 ()、陈 ()， 选 择 制 变 ： 公 规 (*Size*)、 债 (*Lev*)、 益 (*ROA*)、 权 (*SOE*)、 营 活 金 净 占 之 比 (*Cashflow*)、 营 入 (*Growth*)、 第 东 比 (*Top*)、 规 (*Board*)、 比 (*Mshare*)、 领 导 权 (*Dual*)、 全 薪 酬 (*Mansal*)。此 ， 制 虚 拟 变 虚 拟 变 ①

()

检 权 激 励 选 择 ， 立 如 :

① 篇 所 ， 制 变 体 义 详 刊 网 站 登 载 附 录 。

$$Equitytype_{i,t} = \alpha + Eper_{i,t} + \sum Controls_{i,t} + Industry FEs + Year FEs + u_{i,t} \quad ()$$

其中,被解释变量为 股权激励'工 (Equitytype),解释变量为 股权激励'中 行 的比例 (Eper),控 变量(Controls)的含 与上文相同。此外,本文 控 了行业虚拟变量与年度虚拟变量。若假设 成立, 型()中 Eper 的系数应显著为正。^①

四、实 结果

(一)基 结果

为检验 行 获 比例对 股权激励'工 偏好的影响,本文利用 型()进行 ,相关结果如表 所示。第() 中,只控 了行业和年度固定效应,Eper 的系数为 ,在 的 平上显著;第() 加入一系 控 变量后,Eper 的系数为 ,在 的 平上显著。这一结果表明在控 了其 因素后, 股权激励'中 行 获 的比例越大,上市公 越 向于 性 票 作为激'工 。上 结果有效 持了假设 , 明 行 为谋取私利会操纵 股权激励'工 , 用获益 间更大的 性 票。

表 执行董事获授比例与股权激励工具选择

变量	()	()
	Equitytype	Equitytype
Eper	*** ()	*** ()
SOE		()
ROA		* ()
Size		*** ()
Lev		()
Cashflow		()
Top		()
Board		** ()
Growth		()
Mshare		()
Dual		* ()

① 因篇幅所 ,主要变量的 性统计详见本刊网站登载的附录 。

续表

变量	()	()
	<i>Equitytype</i>	<i>Equitytype</i>
<i>Mansal</i>		** ()
<i>cons</i>	** ()	** ()

:括号内为标准误,*、**和***分别表示在10%、5%和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,本文进行了以下稳健性检验:

1. 替换样本:将原样本中完全包含执行董事的样本替换为完全不包含执行董事的样本,重新进行回归分析,结果与基准回归结果在统计上无显著差异,说明本文的研究结论具有较好的稳健性。

2. 控制变量:在稳健性检验中,增加了控制变量,如企业规模、行业特征等,以排除其他因素对结果的干扰。结果显示,在控制了这些变量后,核心变量的系数依然显著,说明本文的研究结论具有较强的稳健性。

部代 的 程 用 体的指 进 并 , 遗漏 的 。
 ,企 有可 某种 权激 , 定激 比 。 此,
 的 亦 定程 的 。 缓解 , 采用 、 向 分
 、 、 两 段 进 。

, 权激 的 市公 的平 比 作
 。企 程 密 切 关 注 公 的 (,) , 并 参
 体的 (志 ,) 。 权激 , 竞 的 权激
 分 企 权激 的 关键 参考。 权激 正 挥 激 、 吸
 留 才 的 作 用 , 企 考 虑 公 激 的 况 , 给 备 市
 场 竞 的 权 激 比 。 此 , 公 平 的 比 , 企 权 激
 的 比 。 可 , 平 的 解 相 关 。 ,
 平 作 企 权 激 的 。
 此 , 比 的 值 作 比 的 , 采 用 两 段
 缓 解 遗 漏 的 。 表 的 第 () 、 () 示 两 段 的 。 第
 段 的 平 平 (IV) 的 比 (Eper) 显 著 正 相 关 。
 第 段 的 比 (Eper) 权 激 (Equitytype) 显 著 正 相 关 ,
 立。

, 亦 采 用 市公 平 的 权 益 薪 酬 比 (权 益 薪
 酬 占 薪 酬 的 比) 作 (苏 蔚 林 庞 ,) 。^① 合 的 薪 酬 有 于 分
 挥 的 激 作 用 , 促 进 企 价 值 企 绩 效 的 (维 安 萍 , ; 胡 阳 ,
) 企 权 激 的 (吕 ,) 。 科 分 权 激 份 ,
 有 薪 酬 , 企 权 激 参 考 市 公 的 薪 酬 , 并
 向 公 拢 的 (,) 。 此 , 市 公 平 权 益 薪
 酬 比 , 企 权 激 的 份 。 , 市 公
 的 平 薪 酬 比 满 的 。 表 的 第 () — () 示 两 段 的 。 第
 段 的 平 薪 酬 比 (IV) 的 比 (Eper) 显 著 正 相
 关 。 第 段 的 比 (Eper) 权 激 (Equitytype) 显 著 正 相 关 ,
 立。

向 分 ()
 缓 解 权 激 未 的 公 间 的 系 统 差 , 采 用 的
 进 。 , 否 权 激 的 虚 拟 作 , 企
 (公 规 (Size) 、 (Lev) 、 益 (ROA) 、 权 (SOE) 、 经 营 活 金
 净 占 之 比 (Cashflow) 、 营 (Growth) 、 企 (第
 东 比 (Top) 、 规 (Board) 比 (Mshare) 、 领 导 权 (Dual) 、 金 薪
 酬 (Mansal)) 、 虚 拟 自 , 进 , 观 测 的 向 分 。 ,
 权 激 未 的 进 最 邻 , 最
 , 用 的 进 , 示 于 表 第 () 。 Eper 的 系 显 著 正 , 表 明
 公 差 , 依 立。

① 篇 所 , 权 益 薪 酬 比 的 体 详 刊 网 站 登 载 的 附 录 。

()

() 过 预 截 协 分 , 值 进 粗 ,

分 进 (,)。 相比, 依 赖 低, 计 误 差 , 有 缓 解 内 。 体 看, 四 分

权 进 分 。 相 关 示 于 表 ()。 可 见, E_{per} 计 系 显 著 正,

两 段

进 (祝 , ; 永 东 ,)。 体 看, 参 网 偏 误, 两 段

)。监会发的《上市公司股权激励管理办法》明确规定，股权激励草案薪酬与考核委员会负责拟订，然后提交董事会审议。当被激励对象担任薪酬委员会委员，全面参与甚至股权激励的设计，有激励工的进步直接干。此，获权占越多，越偏好性票的现被激励中含薪酬委员会委员显著。

此，本文据参与激励的是否含薪酬委员会委员，本进行分组检验。果如表第()—()所示。参与激励的含薪酬委员会委员，获权例与性票用的正相关关系显著，两组的系数差显著，表明薪酬委员会任职的可

均任职年

随着任职年的增加，追求自身利益的权大，薪酬设计决策的控制加强()，()，任期短的管理建立密切的关系，发挥有效的监督作用()，()，易股权激励设计与管理达成合谋，用获利大的性票。此，获权占越多，越向用性票的现被激励的均任职年显著。

本文据被激励的均任职年是否高于年中数，本分均任期短的组与均任期短的组，进行分组检验。果如表第()—()所示。被激励均任期短的组，自量的系数上显著；被激励均任期短的组，自量的系数显著。果与期一，表明被激励均任职年，股权激励的操纵显著。

表 :干预能

	()	()	()	()
	激励对象包含薪酬委员会成员	激励对象包含薪酬委员会成员	执行董长期长	执行董短期短
<i>Eper</i>	*** ()	* ()	*** ()	 ()
系数 (值)	** ()		()	

均现金薪酬

现金薪酬作为薪酬委员会最重要的监督，促进履行职责，监督管理的会(朱滔，)。当现金薪酬低，无法有效发挥监督作用；，股权激励收总收中的重要性增加，谋求高薪的重要手段。此，获权激励的有强烈的管理合谋，符合利诉的性票，此提收。此，获权占越多，越向用性票的现被激励的均现金薪酬低显著。

本文据被激励的均现金薪酬是否低于年中数，本分均现金薪酬

低的组别与平 金薪 的组别,分组进 检验。 如表 第()—() 所示。可 , 被激励 事平 金薪 低的组别, 变的估计系数 平 显著; 被激励 事平 金薪 的组别, 变的估计系数 显著,且两组的估计系数差 显著。 与预 致,表明被激励 事 金薪 平 低 , 权激励 具 计的 向更显著。

有 况 原本 有公 份的 事 说,若 权激励计划获授的 份与原有 份相比 少, 谋求 益 参与 权激励的 机 弱, 更多与公 东 益 , 企 绩效、加 东财富科学 计 权激励计划。但 ,若 权激励计划获授的 份与原有 份相比 多, 事预 可从 权激励 获取 益, 的 事更 用职权,忽视委托人 益(建 生,) ,选择更具福 的 权激励 具。 此, 事获授权益占比 多,公 向选用 制 票的 被激励 事获授的 份与原有 份相比 多 更 显著。本文 据, 事 权激励 获授的 份数与原有 份数的比值 于 位数, 本划分 获授数 相 原 数的组别与获授数 相 原 数 低的组别,分组进 检验。 如表 第()—() 所示。第() 变的估计系数 平 显著;第() 变的估计系数 显著,且两组的估计系数差 显著。 与预 致,表明被激励 事获授的 份与原有 份相比 多 , 获授比 与选用 制 票间的正相关关系更显著。

表 :干预动机

	()	()	()	()
	执行董事 现金薪酬 低	执行董事 现金薪酬	获授数 持 数	获授数 持 数 低
<i>Eper</i>	*** ()	()	*** ()	()
间系数 (值)		*		*
	()		()	

(五) 理机制的 束作用

的 部 理机制能 事 有效的制 , 制 权激励 计的 机 义 。 此,本文进 步从 部 部 理机制两 探讨 的 束机制。 部 理机制 事通 具备扎实的 判 的能 (湘永 ,) ,且 我 制 规定 能获授 权激励,能 权激励 计 公 进 效 极的 (叶康 ,) , 制 事 激励 具选用的 。具体 ,本文采用 事 事的比 、薪 委员 事的比 部 理机制的 作用。 事 薪 委员 事的比 事 激励 计的 制 , 有效 制。

检验独立董事监督的调节作用，分别将董事、独立董事的比例(*Indep*)、薪酬委员、独立董事的比例(*Cindep*)、执行董事比例的交乘放入()进行回归，结果列于表第()—()列。可见，交乘系数显著，表明良好的公司治理可有效缓解执行董事的操纵。

外部治理

通常积极参与公司治理，利用信息挖掘人的优势(明那晋领，)，强化执行董事的监督(，)。规模大的会计师事务所质量的提升，降低股东与执行董事间的信息称程，约束执行董事的利益(郑志刚，)。此外，采用监督会计师事务所规范外部治理的衡量指标。

持股比例越高、会计师事务所的规模越大(是否四大衡量)，执行董事比例选用受限股间的正相关关系越弱。

检验会计师事务所监督的调节作用，分别将年末的持股比例(*Inst*)、会计师事务所是否四大会计师事务所(*Big*)、执行董事比例的交乘放入()进行回归，结果列于表第()—()列。可见，交乘系数显著，表明外部治理的改善可有效抑制执行董事的谋利。

外部的约束

	()	()	()	()
	<i>Moderator Indep</i>	<i>Moderator Cindep</i>	<i>Moderator Inst</i>	<i>Moderator Big</i>
<i>Eper * Moderator</i>	** ()	* ()	** ()	* ()
<i>Eper</i>	*** ()	*** ()	*** ()	*** ()
<i>Moderator</i>	()	*** ()	()	*** ()

五、进一步分析

()执行董事比例受限股案计

根据的分析，执行董事股权的比例越大，越有可能选受限股作工，更的股权激励收益。股权激励案，除股权激励外，予价格、锁定期数、解锁期数、速速定速定速大速大速速速速速大定大定理大大大速大速速速

解 所需满足 公 效 。只有 效考 指 ， 有权
利。 指 越 松， 越低， 越容易 考 ，进
松 权 收益。那么， 于 利 ，
有 利 ？ 厘 这 ， 如 ：

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

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

,Factor 表示 ,分 扣比例(Discount)、 锁
期 (Lock)、 解锁期 (Period) 。Difficulty 表示 ,

分 体 (Targetdiff)、净 收益 (Roediff)、净利润 (Netdiff)、营收 (Salediff)。① 解释 变 控 变 致。
表 () () 果。 , 第()—() 示 ()

果。 第() ,Eper 系 显著 正, 第()、() ,Eper 系 显著
, 权 比例越 ,公 扣比例越 、锁 期
越 、解锁期 越 , 有 利 。 第()—() 示 () 果。
第()—() ,Eper 系 显著 , 权 比例越 ,公 计
体 越低,净 收益 、净利润 、营收
越低。 进 “ 裁 , 手” 偏好 并 企
决 , 利 权 低、 东权利 工 ,并 合 松 槛,
收益 。

表 执行董事获授比例与限制性股票方案细节

变量	()	()	()
	折扣比例	锁定期数	解锁期数
Eper	*** ()	** ()	*** ()

变量	()	()	()	()
	业绩条件难度	实现难度	净利润实现难度	营收实现难度
Eper	*** ()	* ()	*** ()	** ()

① 由于绝 多 市公 采 净 收益 、净利润 营 收入 单 或组合 考 指 ,
这 指 进 体分析。 篇 所 , 体 (Targetdiff)、净 收益 (Roediff)、净利润
(Netdiff)、营收 (Salediff) 计 详 刊网站登载 附录 。

续表

变量	()	()	()	()
	业 条 难度	实现难度	实现难度	营 实现难度

(二) 权激 的治理

科学合理的 性 票方 因预 较高、捆绑作用较强， 有 缓解代理 ， 分发 挥激 作用，促进企业价值及企业绩 的提升(陈文哲等，)。但是，当 行 成为 权激 重 时，其 用的 性 票方 沦为内部 攫取巨 的福 安排，很可 难以发挥治理 ，甚 害公 价值。为实 检验上 假设，本文采用以下 型进行分组 :

$$F_n ROA_{i,t}/F_n TobinQ_{i,t} = \alpha + Equitytype_{i,t} + \sum Controls_{i,t} + Industry FEs + Year FEs + u_{i,t} \quad ()$$

其中，被解 量为经济后 量，本文采用 权激 计 考 结束后一 年的ROA($F ROA F ROA F ROA$)来 量企业绩 (黎文靖等，)，采用 权激 计 考 结束后一 年的托宾 值($F TobinQ/F TobinQ/F TobinQ$) 量企业价值(祝 高等，)。解 量为 权激 ($Equitytype$)， 量与基 相同。进一 ，本文 据上市公 在 权激 中 行 的比 是否高于行业年度的中 数， 本 分为 行 比较 高的组 与 行 比较 低的组 。 据上文的研究，在 行 获 比 较高的组 ， 性 票 可是因 为获取私 而 用，且关键方 要素 福 性，预计 难以发挥治理 用。而在 行 获 比 较低的组 ， 行 对 权激 方 的不当干预较 ， 性 票 的用 多是 东及 因企 宜的理性 策，或 发挥积极的治理 用。

表 展示了 型()分组 的实 结 。 结 表明，在 行 比 较高的组 ， 解 量 $Equitytype$ 的 系数均不显著，表明自 型 性 票方 不 促进考 结束后一 年内企业绩 的提升，未发挥 有的激 。而在 行 比 较低的组 ， 解 量 $Equitytype$ 的 系数几乎都显著为正，表明科学 的 性 票 显著提升企业 表 治理效果分析

变量	()	()	()	()	()	()
	$F ROA$	$F ROA$	$F ROA$	$F ROA$	$F ROA$	$F ROA$
	授予董 例高	授予董 例低	授予董 例高	授予董 例低	授予董 例高	授予董 例低
$Equitytype$	()	** ()	()	()	()	** ()

表

变量	()	()	()	()	()	()
	<i>F ROA</i>	<i>F ROA</i>	<i>F ROA</i>	<i>F ROA</i>	<i>F ROA</i>	<i>F ROA</i>
	授予董事比例	授予董事比例低	授予董事比例	授予董事比例低	授予董事比例	授予董事比例低
间系数异 (值)	**				*	

变量	()	()	()	()	()	()
	<i>F TobinQ</i>	<i>F TobinQ</i>	<i>F TobinQ</i>	<i>F TobinQ</i>	<i>F TobinQ</i>	<i>F TobinQ</i>
	授予董事比例	授予董事比例低	授予董事比例	授予董事比例低	授予董事比例	授予董事比例低
<i>Equitytype</i>		**		***		
间系数异 (值)			**			

来绩,发 佳的激 果。 结果表明,在 行 比例较高的组 , ‘释 量 *Equitytype* 的 系数均不显著,表明自利型 性 票方 不 进 期结束后一到 年内 企业 值的提升。而在 行 比例较低的组 , ‘释 量 *Equitytype* 的 系数几乎 显著为正,即合理的 性 票方 对 的企业 值 有 极作用。综上,当 行 获 比例 较高时,其 好的 性 票沦为 力资本的 租工 ,不 产 正向的激 果。

六、结论与 示

本文结合我国 激 实 中的“ 性 票热潮”, 行 自利的视角‘释了上市 激 工 的好。本文研究发现, 激 中 行 获 比例越大, 越 向 力度大、获利 高的 性 票作为激 工 , 当被激 激 方 设计的 力 高、动 强时,上 作用 为显著。提高 会及薪 委员会的独立性,强 构投资者和审计 的监督 抑 行 参与 激 设计时的 会主 行为。进一 分析发现,当 行 成为 激 重 时, 用的 性 票方 中关键契约要素也 有福利性 ,表现为 比例 大、 锁定期数 、‘锁期数 业绩条件 松。最后, 实施 果来 ,被激 出 自利动 用的 性 票方 不 进 企业绩 及企业 值的提升, 发 有的治理作用。

本文不 行 参与激 的角度,系统揭示了“ 性 票热潮” 后的自利行为, 为 上市 优 激 设计及监管部 完 激 管理提供了有 的 示。对上市 而言, 首先 强 内外部治理 在 激 设计中的监督作用,多管 下斩断 行 实施不当

链。 ,企董委 独立董 ,格董
 回避 ,股明独立。 ,企需
 外部 ,外部股 监督。次,
 司还合股、规律、企 ,合运工,
 工,此规范予格、期限、案,避免逐
 工,工异。监,执董工
 案利倾向,关司股执董额合
 案流程合规,必司例配依工合
 ,执董饱私囊厚“隔墙”。,监股工
 他,司根股案,股真
 期质入劲。

参考文献

、 , :《股企周期适匹配》,《 》第 期。
 哲、宁、琪、郝 , :《股 之谜——股 象之 弈析》,《 》第 期。
 永、剑、伟 , :《我 司“部控”》,《 》第 期。
 明、晋 , :《板司绿溢》,《 》第 期。
 、刘、任琴, :《 股 —— 司 》,《 》第 期。
 寿、星光、朝晖, :《 异质 契 》,《山 》第 期。
 、彭怀谭 , :《知识 司法 企 —— 企 》,《 》第 期。
 、萍, :《 关 —— 司 》,《 》第 期。
 , :《股 期 限 股 股 》,《 》第 期。
 刘、马 , :《 异质 股 掏空抑 》,《 》第 期。
 刘诗、 、 , :《税收 企 水 吗? —— 企 周期 》,《 》第 期。
 吕、明珠、莲、许 , :《 什 司 股 》?,《 》第 期。
 吕、宇恒, :《 企 —— 释》,《 》第 期。
 吕、莲、明珠、许 , :《 司股 : 还 利?》,《 》第 期。
 文永、明、凤羽、甄 , :《 关 —— 司 》,《 》第 期。
 冬蔚、庞 , :《股 、 司 》,《 》第 期。
 芳、琦、婷、易肃, :《 司股 好—— 象 》,《 》第 期。
 仁、乐、运 , :《 委 独立 —— 析 》,《 》第 期。
 叶、继、陆飞、 , :《独立董 独立 : 董 》,《 》第 期。
 易、心、潘、茅宁, :《 司 股 盘 》,《 》第 期。
 刚、刘小、 、 , :《 接 “ ” 部 控 》,《 》第 期。
 支晓、健、永妍、柏 , :《 、 竞争 股 案 仿 》,《 》第 期。
 周、菊 , :《 股 —— 司 》,《 》第 期。
 朱 , :《董 、 司 :监督还 合谋?》,《 》第 期。
 朱 , :《 企 董 —— “委托 监督 ” 》,《 》第 期。
 继、天、 、 , :《董 :非控股股 董 监督 监督 果》,《 》第 期。
 , , , “ : ”, Review of Accounting Studies, (), —

”, *Journal of Accounting and Economics*, (), —
”, *Journal of Finance*, (), —
”, *Stata Journal*, (), —
”, *Journal of Corporate Finance*, (), —
”, *Journal of Business*, (), —
Review, (), —
”, *Accounting*
”, *Journal of Business Ethics*, (), —

