

控制权变迁中的权力博弈与股权激励设计动机 ——基于上海家化的案例分析

杨慧辉¹, 潘飞², 刘钰莹¹

(1. 上海对外经贸大学 会计学院, 上海 201620; 2. 上海财经大学 会计学院, 上海 200433)

摘要: 文章通过理论分析和对上海家化的案例研究发现, 在控制权重新配置时, 被收购企业的控股股东—管理层权力的动态博弈与股权激励的设计动机有一定的内在联系。研究表明, 管理层权力主导下的股权激励设计体现福利性; 民营控股股东在尚未取得公司实质控制权时, 会与管理层形成权力制衡, 股权激励设计体现激励性; 而民营控股股东在取得公司实质控制权后, 容易产生利益侵占动机, 使股权激励成为收买高管与之合谋的工具。文章丰富了管理层股权激励在双重股权代理环境下的治理效应研究, 也为合理选择股权激励的微观契约要素并完善公司其他治理机制提出了有益的建议。

关键词: 权力博弈; 股权激励契约; 福利动机; 激励动机; 合谋动机

中图分类号: F275; F276.1 **文献标识码:** A **文章编号:** 1001-9952(2019)08-0140-13

DOI: 10.16538/j.cnki.jfe.2019.08.010

一、引言

2006年,《上市公司股权激励管理办法(试行)》颁布,股权激励作为缓解管理层代理问题的激励机制被正式引入中国。当前,对于股权激励能否真正发挥缓解公司管理层代理问题的作用,无论是学术界还是实务界都没有得到统一的结论。最优契约理论(Jensen和Meckling, 1976)认为,设计科学合理的激励机制,尤其是股权激励机制,是解决管理层代理问题的有效手段之一。基于管理层壕沟效应(Fama和Jensen, 1983)和管理层权力论(Bebchuk和Fried, 2003)的观点则指出,实施股权激励后,管理层对公司的控制权增加,股东和董事会对其约束减弱。这强化了管理层的壕沟防守效应,加剧了管理层与股东之间的代理冲突,降低了公司价值。

股权激励所发挥的效应在很大程度上取决于其设计动机。我国上市公司普遍存在大股东控制的问题,股权激励契约的设计很容易受到公司控股股东和管理层这两类内部人的共同影响。控股股东有动机也有能力来有效监督管理层,抑制其攫取个人私利的机会主义行为(Shleifer和Vishny, 1997),缓解股东与管理层之间的代理问题(窦欢等, 2014; 王化成等, 2015)。另外,股权集中度的提高能够抑制董事和CEO合谋追求超额薪酬的行为(朱滔, 2015),也能在一定程度上抑制股权激励诱发的管理层自利行为,进而增强股权激励的实施效果(Holderness和Sheehan,

收稿日期: 2018-04-27

基金项目: 国家社会科学基金一般项目(19BGL069); 上海市哲学社会科学规划课题(2018BGL004); 教育部人文社科重点研究基地重大项目(15JJD630008)

作者简介: 杨慧辉(1980—)(通讯作者),女,四川西昌人,上海对外经贸大学会计学院副教授,博士;

潘飞(1956—),男,江苏建湖人,上海财经大学会计学院教授,博士生导师;

刘钰莹(1995—),女,甘肃天水人,上海对外经贸大学会计学院硕士研究生。

1988)。但同时,股权集中又容易引发控股股东的代理问题,发生控股股东侵占中小股东利益和掏空上市公司的行为。因此,控股股东可能发挥积极的监督效应和消极的利益侵占效应。而控股股东与管理层这两类内部人的权力博弈可能会影响控股股东的治理效应。进一步地,控股股东所发挥的治理效应不同,可能会导致其推行管理层股权激励的动机存在差异。

从理论上讲,如果推出股权激励计划的公司足够多,我们就可以通过大样本的实证研究来获取内部控制权变迁对股权激励设计动机影响的经验证据。但在我国实施股权激励的公司中,我们很难找到符合实证研究的大样本。因此,本文采用案例研究的方法,以同一家公司为研究对象,直接观察被收购公司的实质控制权在控股股东和管理层这两类内部人之间的动态变化,进而深入了解股权激励设计动机存在差异的原因。本文选择的案例企业为上海家化联合股份有限公司(以下简称上海家化)。2008—2015年,上海家化共推出了三次股权激励。第一次实施处于国有控股时期;第二次实施是在变身为民营企业后,但非国有控股股东尚未取得董事会席位;第三次实施是在非国有控股股东已经取得董事会实质控制权后。邵帅等(2014)对上海家化的第一次和第二次股权激励方案做了案例研究。他们基于产权性质和管理层自利行为,发现国有企业的股权激励设计倾向于福利型,民营控股企业则倾向于激励型。而本文基于行为结果是动机的外在表现这一逻辑,剖析了以下问题:在与管理层的权力博弈过程中,大股东发挥的治理效应是否会随控制权配置的变化而变化?大股东治理行为的变化是否会对管理层实施股权激励的动机产生影响?管理层对此会做出怎样的相机反应?本文的研究拓展了管理层激励制度安排的研究内涵,也丰富了控股股东治理效应的研究视角和内容。

本文通过理论分析和案例研究发现,国有控股股东的实质缺位会导致“元老级”管理层的权力占主导,此时股权激励设计体现福利性;非国有控股股东在尚未取得公司实质控制权时,会与管理层形成权力制衡,股权激励设计体现激励性;而非国有控股股东在取得公司实质控制权后,其利益侵占动机容易使股权激励成为收买高管与之合谋的工具。

二、权力博弈与股权激励设计动机分析

根据马斯洛的动机理论,动机是行为的源泉。那么,股权激励契约设计会受到契约制定者动机的影响,设计出的股权激励契约可以在一定程度上反映制定者的动机(吕长江等,2009;邵帅等,2014)。在股权集中的环境中,公司的实质控制权在控股股东和管理层之间进行分配,分配结果在很大程度上取决于两者间的权力博弈。当博弈结果是管理层权力占主导时,股权激励契约可能更多体现的是管理层的动机;而当博弈结果是大股东权力占主导时,股权激励契约则可能更多地体现控股股东的意志。

(一)管理层权力主导与股权激励设计的福利动机

自2006年起,隶属于上海市国资委的上海家化开始尝试推行股权激励计划。2006年7月25日,上海家化披露其首次股权激励计划。该计划经两次修订后,得到国资委的认可,2008年1月12日经股东大会审议通过后开始实施(见表1)。

表1 第一轮股权激励计划

	草案(2006年7月25日)	最终实施方案(2007年12月26日)
激励方式	限制性股票	未变更
激励数量	1 600万股,占总股本9.13%	560万股,占总股本3.2%
授予价格	计算方法:在该激励计划草案摘要公布日前90个交易日(不含公布日)的收盘价的简单算术平均值×90%;取值:8.94元/股	未变更
禁售与解锁期	分3次授予,禁售期6个月	一次性授予,禁售期2年,解锁期3年

大量的理论研究和经验证据表明,由于存在所有者缺位问题,国有控股股东对管理层行为的约束很弱(钟海燕等,2010),容易形成管理层“内部人控制”(俞红海等,2010;李延喜等,2015)。上海家化在推出第一轮股权激励时,管理层“内部人控制”现象比较突出。时任上海家化董事长的葛文耀是公司的灵魂人物和指挥家,而作为终极控股股东的上海市国资委采取放权式管理,给予管理层较大的自主经营权。此时,在控股股东和“元老级”管理层的权力博弈中,管理层更易获得公司的实质控制权,导致管理层权力占主导。根据 Bebchuk 和 Fried(2003)的理论,管理层的权力占主导容易导致其自定薪酬,而股东的监督作用有限甚至无效(权小锋等,2010;周美华等,2016)。作为管理层薪酬的重要组成部分,股权激励的制定、实施和考核由董事会下设的薪酬与考核委员会负责。为了避免管理层的利益输送行为,国资委对拟实施股权激励的国有上市公司提出了相应的要求。^①但从理论上讲,拥有内部权力的管理层(特别是高管)有能力控制人力资源部 and 内部执行董事主导的战略委员会,导致股权激励方案中的有效期偏短、考核条件宽松(吴育辉和吴世农,2010)以及初始行权价格偏低(王焯等,2012),进而实现其自谋福利的动机(辛宇和吕长江,2012;邵帅等,2014)。

基于上述分析,本文预期当管理层权力占主导时,股权激励方案设计体现的是管理层的自利动机。

(二)控股股东—管理层权力制衡与股权激励设计的激励动机

2011年底,上海市国资委将其持有的上海家化100%股权转让给中国平安集团的子公司平浦投资,相关的工商登记变更手续于2012年2月16日完成。2012年4月,变身为非国有企业的上海家化推出了第二轮股权激励计划(见表2)。^②终极控股股东的变更直接改变了上海家化的所有权性质,但在短期内对其董事会和管理层并没有造成很大的影响。^③在推出第二轮股权激励计划时,公司的董事会成员并没有发生变化,而且中国平安作为新的终极控股股东尚未在董事会中占有席位。

表2 第二轮股权激励计划

激励方式	限制性股票
激励数量	2 540.5 万股,占总股本 6.01%
授予价格	计算方法:在审议通过该激励计划草案的董事会决议日前 20 个交易日的股票均价×50%;取值:16.41 元/股
禁售与解锁期	禁售期:自授予日起 12 个月;解锁期:3 年,按所获限制性股票总量的 40%、30% 和 30% 分三期申请解锁

与国有控股股东的弱约束不同,民营控股股东利用在董事会中的席位和股东大会上的投票表决权,会对管理层激励等企业重要事件产生影响,以发挥其监督作用或掏空上市公司。^④在

① 国资委在 2006 年和 2008 年颁布《国有控股上市公司(境内)实施股权激励试行办法》和《关于规范国有控股上市公司实施股权激励制度有关问题的通知》,要求实施股权激励的国有控股上市公司的外部董事(包括独立董事)占董事会成员一半以上,薪酬委员会全部由外部董事组成。

② 2012 年 4 月 5 日,上海家化公告了公司第四届董事会第十六次会议审议通过的《上海家化联合股份有限公司 2012 年限制性股票激励计划(草案)》。2012 年 4 月 25 日,中国证监会对公司报送的草案修订稿确认无异议并进行了备案。2012 年 5 月 7 日,公司第四届董事会第十八次会议审议通过《上海家化联合股份有限公司 2012 年限制性股票激励计划(草案修订稿)》。2012 年 5 月 29 日,公司 2011 年度股东大会审议通过《上海家化联合股份有限公司 2012 年限制性股票激励计划(草案修订稿)》。2012 年 6 月 6 日,公司董事会授予激励对象限制性股票。

③ 在上海家化的所有权变更中,平浦投资及其实际控制人中国平安承诺保证上海家化的业务与机构独立,提出“平浦投资将维持上海家化现有管理层的稳定,暂无改变上海家化现任董事会成员或高级管理人员的计划”。

④ 一方面,控股股东追求自身利益可以解决股权分散条件下中小股东“用脚投票”和“搭便车”的问题,从而对管理层的自利行为起到约束作用(窦欢等,2014;王化成等,2015)。这有助于降低代理成本,提升公司价值,体现为股利和资本利得等股东共享收益的提高。但另一方面,当控股股东的权力过大时,掏空问题会尤为突出(Shleifer 和 Vishny, 1997; Johnson 等, 2000)。

轮股权激励计划推出时,控股股东在上海家化的董事会中尚未占有一席之地。控股股东在董事会中的权力越小,所能获得的控制权私利就越少。因此,控股股东更愿意通过现金流权进行监督,获取股东的共享收益(Burkart 和 Panunzi, 2006)。另外,在该轮股权激励计划推出时,上海家化终极控股股东的现金流权与控制权的分离度仅为 0.114%。^①当控制权与现金流权相匹配时,终极控股股东获取的控制权私利等于其掏空行为的成本,无利可图使其没有利益侵占的动力(La Porta 等, 1999)。这表明在上海家化推出第二轮股权激励时,控股股东更倾向于发挥监督作用。

控股股东虽然在董事会中没有席位,但是可以利用在股东大会上的表决权对公司重要事件产生影响,从而约束管理层的行为。这将形成控股股东—管理层权力制衡的局面。在推出第二轮股权激励计划时,上海家化的董事会仍由“元老级”管理者掌控。管理层在董事会中的权力越大,越容易设计自谋福利的股权激励方案,自定薪酬的能力也越强(辛宇和吕长江, 2012)。但控股股东可以利用其投票表决权,对公司的经营决策和财务行为等产生影响,从而在一定程度上防止管理层做出损害控股股东利益的自利行为(Cheung 等, 2006),并抑制董事和 CEO 合谋追求超额薪酬的动机(朱滔, 2015)。另外,控股股东还可以抑制股权激励的福利动机,使得企业推行股权激励的效果更好(陈文强, 2017)。但由于没有进入董事会,且对日化产业的经营管理经验不足,控股股东处于信息劣势,这会降低其有效监督管理层的能力。为了缓解管理层代理问题,控股股东倾向于激励管理层,以弥补监督的不足。这意味着基于激励动机的股权激励方案更容易通过股东大会的审议。

基于上述分析,本文预期在管理层与控股股东权力制衡时,股权激励方案设计体现的是激励动机。

(三) 控股股东权力主导与股权激励设计的合谋动机

在所有权变更后,随着创业元老级董事长及其团队的退出,2013—2014 年上海家化的核心管理层和董事会成员发生了较大的变化。^②最终,由终极控股股东推荐的候选人成功上任董事长和薪酬考核委员会委员,这标志着控股股东在董事会中的权力提升。在拥有公司的实质控制权后,2014 年 4 月 10 日,上海家化推出了针对董事长的股票增值权激励计划。2015 年 3 月 17 日和 19 日,又进一步推出了除董事长以外的管理层股权激励计划。我们将其统称为上海家化的第三次股权激励方案(见表 3)。

表 3 第三次股权激励方案

Panel A: 董事长长期激励计划	
激励方式	股票增值权
激励数量	首期授予 484 653 份,第二期和第三期授予数量所对应的虚拟股票总价值不低于首期授予时的股票增值权所对应的虚拟股票总价值
行权价格	首期,在董事会审议通过该方案之日前 30 个交易日的平均收盘价,取值为 34.4 元; 第二期和第三期,在授予日前 30 个交易日的平均收盘价
等待期与有效期	首期、第二期和第三期的等待期分别为 3 年、2 年和 1 年,有效期 6 年

^① 两权分离度以控制权和现金流权的差值来表示,数据来源于国泰安数据库。

^② 2013 年 9 月 19 日,掌舵上海家化 28 年的创业元老级董事长离职,董事长职位空缺近两个月,其间由独立董事张纯代理董事长职务。2013 年 10 月中旬,平安信托推荐此前在强生医疗任职的谢文坚为上海家化董事候选人。三天后,三家持有上海家化股份的基金公司也推荐了一名董事候选人曲建宁。11 月 15 日,由平安信托推荐的候选人谢文坚通过上海家化董事会投票,成为新任董事长和薪酬考核委员会委员。同日,上海家化召开临时股东大会,董事悉数出席。股东大会通过议案,上海家化第五届董事会成员数由 8 名增至 9 名,谢文坚和曲建宁入选公司董事会董事。2014 年 5 月 12 日,上海家化召开第五届董事会第十五次会议,审议并通过关于解除王茁总经理职务及提请股东大会解除王茁董事职务与董事长谢文坚兼任总经理的议案,并同意了总会计师兼财务总监丁逸菁向公司董事会提交的辞职申请。

续表3 第三次股权激励方案

Panel B: 管理层股权激励计划	
激励方式	限制性股票+股票期权
激励数量	80.80 万份股票期权, 占总股本 0.1202%; 179.82 万份限制性股票, 占总股本 0.2674%
授予(行权)价格	限制性股票的授予价格: 在该激励计划草案摘要公布前 20 个交易日的均价×50%, 取值为 19.61 元; 股票期权的行权价格: 在该激励计划草案摘要公布前一个交易日的收盘价与前 30 个交易日的平均收盘价中较高者
解锁(等待)期	禁售(等待)期 12 个月, 其后分 3 次解锁(行权), 有效期 4 年

如前所述,在第二轮股权激励时,控股股东在短期内的掏空动力和能力不足,在与强势管理层的权力博弈中,倾向于选择发挥监督作用。因此,第二轮股权激励设计的动机更可能是控股股东通过激励管理层来弥补其监督不足,以缓解管理层代理问题。但为何在控股股东权力占主导后,公司还推出第三轮股权激励?这可能要从控股股东的治理效应选择进行剖析。

作为上海家化的控股股东,中国平安的股权结构在 2013 年发生了改变。截至 2013 年 12 月 31 日,卜蜂集团合计持有中国平安 13.51% 的股份,成为第一大股东。^①平安股权结构的变化直接导致上海家化在推出第三轮股权激励时,其终极控股股东的现金流权与控制权的分离度上升至 9.9218%。根据 La Porta 等(1999)提出的终极产权理论,终极控股股东的现金流权与控制权的分离是其侵占中小股东利益、掏空上市公司的原动力,因为终极控股股东可以凭借其控制权掏空企业,获取的收益大于因现金流权而承担的企业价值损失。中国资本市场的大量经验证据也表明,终极控股股东的两权分离度越高,通过过度投资等方式实现掏空的程度越大(俞红海等,2010;杨慧辉等,2018)。另外,中国平安提名的人选担任上海家化的董事长兼总经理,上海家化的管理团队发生变更,平安作为控股股东在上海家化董事会中的权力大大提升。而控股股东在董事会中的权力增大,通过挖掘隧道而转移资源的掏空能力增强(申明浩,2008)。因此,在上海家化推出第三轮股权激励时,控股股东的掏空动机和能力显著增强。

根据合谋理论,终极控股股东虽然掌握着公司的最终控制权,但是无法直接参与上市公司的日常经营管理。随着控制链条的延长,控股股东无论通过何种方式进行掏空,都需要上市公司的实际执行者(高管层)的协助(潘泽清和张维,2004)。因此,控股股东有收买高管与之合谋进行掏空的动机。理性的控股股东在参与上市公司治理的过程中,会适当放松对高管层的监督,提高其薪酬水平,以获得其帮助和支持;而理性的高管层在参与公司经营管理的过程中,会尽量帮助终极控股股东实现其私人利益,以确保其职位的长久并获得部分私人利益(严也舟,2012)。这容易导致高管的薪酬与业绩敏感性降低(Cao 等,2011),在职消费程度上升(苏冬蔚和熊家财,2013)。在非国有企业中,控股股东可能通过授予激励力度更大、行权价格和条件更低、有效期更短的股权激励合约,收买管理层,进而达成合谋,共同侵占其他利益相关者的利益(陈仕华和李维安,2012;陈文强,2017)。

根据上述分析,本文预期当控股股东权力占主导时,股权激励方案设计体现的是合谋动机。

三、股权激励的动机识别与实施效果

(一)股权激励的动机识别

马斯洛的动机理论表明,通过行为来表现动机,并通过行为来达到目的。因此,股权激励契

^① 2012 年 12 月 5 日,汇丰保险控股有限公司和汇丰银行(以下合称“汇丰集团”)同意悉数转让其所持有的中国平安股权给卜蜂集团有限公司下属子公司(以下合称“卜蜂集团”)。该股权转让于 2013 年 2 月 6 日完成。

约可以在一定程度上折射其背后的设计动机。在股权激励契约中, 关键要素包括激励对象、激励水平、激励方式、业绩条件、授予(行权)价格和激励期限。首先, 就激励水平而言, 对于以激励为动机设计的股权激励, 激励水平越高, 激励对象的利益与公司利益的捆绑程度越高, 越能努力工作以带来公司价值的增长; 对于以福利为动机设计的股权激励, 激励水平越高, 激励对象越能向自身输送更多的福利; 对于以合谋为动机设计的股权激励, 激励水平越高, 管理层可获得的合谋收益越大, 越愿意帮助控股股东进行掏空。因此, 从理论上讲, 不易直接从股权激励水平的设定来判断股权激励的设计动机。其次, 股权激励相关规定明确了行权(授予)价格^①和相关期限^②的标准。现实中, 由于这个标准本身比较严格且存在羊群效应, 大部分上市公司以下限标准来设定行权(授予)价格和期限(邵帅等, 2014)。因此, 从授予(行权)价格和期限的设定标准也不易判断股权激励的设计动机。而上市公司对于激励份额、激励方式和业绩条件的自主选择权较强, 本文将从这几个方面来剖析股权激励的设计动机(见表 4)。

表 4 三轮股权激励方案的差异比较

激励份额	第一次	草案: 董事长 100 万股, 监事长、总经理、各副总经理、财务总监、董事会秘书共 8 人, 410 万股; 中层管理人员 29 人, 630 万股; 营销、管理骨干 65 人, 304 万股; 预留新进管理人员, 156 万股 最终实施方案: 董事长 11.5 万股, 监事长、总经理、各副总经理、财务总监、董事会秘书共 6 人, 48.5 万股; 中层管理人员及营销、管理骨干 168 人, 470 万股; 预留新进管理人员, 30 万股
	第二次	董事长 68 万股, 其他高管 6 人, 188 万股; 中层管理人员 32 人, 595 万股; 核心技术(业务)人员 358 人, 1 709 万股
	第三次	股票增值权: 董事长 100% 股票期权: 高管 5 人, 14.76 万份; 中层管理和核心骨干 53 人, 63.34 万份 限制性股票: 高管 5 人, 14.76 万股; 中层管理和核心骨干 328 人, 162.36 万股
激励方式	第一次	草案与最终实施方案: 限制性股票
	第二次	限制性股票
	第三次	董事长: 股票增值权; 管理层: 股票期权+限制性股票
业绩条件	第一次	草案: 授予条件包括净利润下限(3 次授予分别为: 2006 年度 6 173 万元, 2007 年度 7 408 万元, 2008 年度 8 888 万元)、扣除非经常性损益后的净利润下限(3 次授予分别为: 2006 年度 4 786 万元, 2007 年度 5 473 万元, 2008 年度 6 892 万元)以及净利润和扣除非经常性损益后的净利润与 2005 年相比的增长率下限(3 次授予分别为: 2006 年度 60%, 2007 年度 92%, 2008 年度 130%) 最终实施方案: 授予条件包括 2007 年度净利润下限(9 220 万元)和扣除非经常性损益后的净利润下限(8 448 万元); 解锁条件为公司上一会计年度 ROE 不低于 10%
	第二次	解锁条件包括 2012—2014 年度加权平均净资产收益率下限 15% 以及净利润与 2011 年相比的增长率下限(3 次解锁分别为: 2012 年度 25%, 2013 年度 56%, 2014 年度 95%)
	第三次	董事长激励计划: 营业收入与上年相比的增长率下限(2014 年 16%, 2015 年 18%, 2016 年 20%), 或与 2013 年相比的增长率下限(2014 年 16%, 2015 年 37%, 2016 年 64%)。特别条款: 无论是否达到绩效考核目标, 应至少保留首期授予股票增值权的 1/3, 于审议 2014 年度报告的董事会召开日生效 管理层激励计划: 营业收入与 2013 年相比的增长率下限(2015 年为 37%, 2016 年为 64%, 2017 年为 102%)以及 2015—2017 年加权平均净资产收益率下限 18%

① 2006 年 1 月 1 日实施的《上市公司股权激励管理办法(试行)》和 2006 年 9 月国资委、财政部联合出台的《国有控股上市公司(境内)实施股权激励试行办法》明确指出, 股票期权的行权价格不应低于股权激励计划草案摘要公布前一个交易日和前 30 个交易日的公司股票平均收盘价的较高者。2008 年 3 月证监会出台《股权激励备忘录 1 号》, 进一步规定了限制性股票授予价格的折扣问题: 如果标的股票的来源是存量, 即从二级市场上购入股票, 则按照《公司法》关于回购股票的相关规定执行; 如果标的股票的来源是增量, 即通过定向增发方式取得股票, 其实质属于定向发行, 发行价格不低于定价基准日前 20 个交易日公司股票均价的 50%。

② 2006 年 1 月 1 日实施的《上市公司股权激励管理办法(试行)》明确指出, 股票期权授权日与获得股票期权首次行权日之间的间隔不得少于 1 年, 股票期权的有效期限从授权日计算不得超过 10 年, 而且上市公司应当规定激励对象分期行权。《股权激励备忘录 1 号》补充规定, 股票授予日起十二个月内不得转让, 激励对象为控股股东、实际控制人的, 自股票授予日起三十六个月内不得转让。《国有控股上市公司(境内)实施股权激励试行办法》则要求国有控股上市公司的股票期权行权限制期原则上不得少于 2 年, 行权有效期由上市公司根据实际确定, 但不得低于 3 年, 在行权有效期内原则上采取匀速分批行权办法; 限制性股票的禁售期不得低于 2 年, 禁售期满后的解锁期不得低于 3 年, 在解锁期内原则上采取匀速解锁办法。

1. 第一次股权激励

从理论上讲,对于以福利为动机设计的股权激励,管理层更多地关注对自己的福利输送,因而会争取更多的股权激励份额。从表4中的激励份额来看,在2006年推出的股权激励草案中,9名高管的激励数量占股权激励总数的31.87%,董事长的激励数量占股权激励总数的6.25%。由于受到《国有控股上市公司(境内)实施股权激励试行办法》中薪酬管制^①的约束,2008年的最终实施方案中下调了激励份额。但在2006年第一轮股权激励计划中,激励份额的分配情况比较明显地折射出国有控股下的管理层内部人控制问题,导致股权激励设计更多地体现出向管理层进行利益输送的福利动机。

该轮股权激励的主要对象是管理层(高管、中级管理层以及各类管理骨干),从理论上讲应倾向于采用股票期权的激励方式。这是因为管理层的行为既会影响公司产出,又会影响公司的经营风险和财务风险。此时,相对于限制性股票,股票期权的权利义务不对称的凸性^②更有利于缓解管理层的风险厌恶(Lim, 2015),从而产生更好的激励效果(Irving等, 2011)。但该轮股权激励采用的却是限制性股票的激励方式。在我国股权激励的制度环境中,限制性股票可能给管理层带来更多的个人财富。一方面,从股权激励的获取成本(即授予或行权价格)来看,根据股权激励相关法规,股票期权的行权价格下限的确定采用的是公司标的股票两个价格(股权激励计划草案摘要公布前一个交易日收盘价与前30个交易日的平均收盘价)孰高的原则,限制性股票的授予价格下限则是定价基准日前20个交易日公司股票均价的50%。这表明,在授予数量相同的情况下,管理层取得限制性股票的成本低于股票期权。另一方面,根据我国个人所得税法及补充文件的规定,股票期权薪酬所得应在实际行权时纳税,而限制性股票薪酬所得在解锁时纳税,应纳税所得额受行权或解锁日的股价影响。为了实现股权激励薪酬所得税最小化,管理层存在操纵行权日股价而使其处于低位的动机(杨慧辉等, 2016)。股票期权的分期行权日并不固定,涉及多个事前不确定的时点;而限制性股票的分期解锁日是授予日后的一年、两年、三年等年份的同一日期,即解锁日是相对固定的。因此,在限制性股票激励方式下,管理层可以针对事前已知的相对固定的解锁日,通过打压股价来降低应纳税所得额。综合以上两点,限制性股票激励方式对管理层更有利,更契合福利型的股权激励设计动机。该轮股权激励选择了与理论分析和经验证据相背离的激励方式,这也可以在一定程度上折射出其设计的福利动机。

自2001年上市至该轮股权激励草案推出前一年(2005年),上海家化各年的净利润分别为7 268.11万元、7 757.35万元、9 051.25万元、5 722.63万元和5 079.06万元。该轮股权激励草案选取了净利润处于当时最低值的2005年作为业绩考核标准的基准年,使得授予条件非常容易实现。在该轮股权激励契约二次修订中,授予条件仅基于公司2007年的净利润和扣除非经常性损益后的净利润。这次修订是在2007年末,作为内部人的管理层对该年度的经营成果应当已基本了解。因此,以2007年的经营成果作为目标实际上是对管理层过去工作的补偿(邵帅等, 2014)。另外,公司2007年的ROE为16.56%,按照发展惯性,管理层非常容易在禁售期满后实现ROE不低于10%的解锁条件。授予和解锁的门槛性标准越低,管理层通过努力工作达到业绩考核目标的难度越小,股权激励的福利作用就越强(吴育辉和吴世农, 2010)。因此,该轮股权激励的业绩考核目标和条件也在一定程度上折射出其设计的福利动机。

^① 2006年9月国资委、财政部联合出台《国有控股上市公司(境内)实施股权激励试行办法》,明确规定高管人员的股权激励预期收益水平应控制在其薪酬总水平的30%之内。

^② 在股票期权激励方式下,激励对象只享有行权获利的权利,不需要承担必须行权的义务;另外,在授予日不需支付任何现金,到未来可行权日后实际行权时,才需按照行权价格支付现金。

2. 第二次股权激励

管理层的决策目标需要基层业务人员的配合才能实现。因此,管理层有必要通过对公司的业务骨干进行股权激励,将其个人利益与公司利益捆绑在一起。若是以激励为动机设计的股权激励契约,其激励对象中应包括核心技术(业务)人员,而且分配给核心技术(业务)人员的股权激励份额不会过低。从表4中的激励份额对比分析可以看出,与第一轮股权激励相比,该轮股权激励方案中涉及了更多的激励对象,管理层的激励份额有较大幅度的下降,而核心技术(业务)人员的激励份额则显著提高。这样可以降低管理层在股权激励中自我输送利益的程度。

该轮股权激励采用的是限制性股票,这与激励对象主要为核心技术(业务)人员相匹配。在这种激励方式下,激励对象须在授予日按照授予价格支付现金,获得上市公司股票,经过禁售期并达到解锁的业绩条件,才可在证券市场上出售股票,从而实现股权激励薪酬。相对于股票期权,限制性股票能够更好地留住人才,因而更适用于激励核心技术(业务)人员(Core和Guay, 2001;肖淑芳等,2016)。

该轮股权激励方案从加权平均净资产收益率和年度净利润增长率两方面来设置业绩考核条件,需要同时满足两个条件才可对限制性股票进行解锁(见表4)。对于加权平均净资产收益率,15%的目标值并不是上海家化从上市至该轮股权激励预案推出前一年的历年最高值。而2012—2014年净利润增长率目标的设定则参考公司自上市至该轮股权激励预案推出前一年2011年的年均值。^①这表明,与第一轮股权激励方案相比,该轮股权激励方案中的业绩考核条件更倾向于以真实的、未来的增量贡献为目标。

无论是激励份额的分配、激励方式的选择还是业绩考核条件的设置,都反映出该轮方案设计的激励动机。

3. 第三次股权激励

对于以合谋为动机设计的股权激励契约,一方面,为了保证自身利益,控股股东不会过多地让渡股权给管理层(Chourou等,2008),因而授予管理层的股权激励份额会较少。另一方面,较大的薪酬差距会影响团队合作,从而产生“内斗”(张正堂,2007)。在“不患寡而患不均”的思维驱动下,公司内部人员会特别关注并曝光控股股东攫取控制权私利的行为。因此,控股股东在股权激励设计时,需要对高级管理层、中层管理者以及核心技术(业务)人员都有所关注,以维持上市公司的内部稳定。这些在2014—2015年第三轮股权激励方案中表现得比较明显。

第一,该轮股权激励方案中对董事长采用的是股票增值权的激励方式,激励对象并不拥有实际股票,也不拥有股东表决权、配股权和分红权,而是仅享有以现金结算的二级市场股价和行权价格之间的差价收益。这不利于巩固管理层权力。但这种激励方式不会稀释股东(特别是控股股东)的股权和控制权,而且比货币薪酬赤裸裸地收买管理层更具隐蔽性。在信息不对称的现实资本市场中,控股股东与管理层的利益共同体有能力掩盖管理层自利或合谋对公司价值的损害,并可以通过控制信息披露的时间和内容来操纵股价,从而实现股票增值权收益。这体现了股权激励设计的合谋动机。

第二,该轮股权激励方案中对除董事长以外的管理层和核心技术(业务)人员采用的是限制性股票与股票期权相组合的激励方式,但激励数量相对较少,股票期权和限制性股票激励总和

^① 上海家化自2001年上市至该轮股权激励预案推出前一年的011年,各年的加权平均净资产收益率分别为7.78%、6.8%、6.99%、3.97%、3.24%、7.78%、16.56%、18.85%、19.43%、19.87%和22.33%,各年的净利润分别为7268.11万元、7757.35万元、9051.25万元、5722.63万元、5079.06万元、7174.43万元、14904.69万元、18662.40万元、23883.46万元、24968.10万元和36500.49万元,净利润年均增长率为22.83%。数据来源于WIND数据库。

仅占公司股本的0.3876%(见表4)。另外,由于激励人数多,人均数量更少,过少的股权激励无法发挥作用(李维安和李汉军,2006)。

第三,该轮股权激励方案中董事长激励计划的考核条件仅考虑了营业收入增长率(见表4)。收入的增长更多反映的是公司规模的扩大。但公司的发展除了要做大,更需要做强,拥有获取利润和现金流的能力。因此,以收入作为单一考核条件并不一定能引导被激励对象关注公司价值。而管理层激励计划则从营业收入增长率和加权平均净资产收益率两方面来设置业绩考核条件(见表4)。从营业收入增长率的基期选择来看,该激励计划草案对外披露的时间是2015年3月17日,两天后,公司就对外披露了2014年度报告。从理论上讲,董事会在股权激励方案设计后期对于2014年度的经营成果应当已基本了解。但在股权激励方案中,业绩考核的基期却是2013年度。对比公司2013年和2014年的年报数据可知,2014年的营业收入比2013年增加了8.66亿元。这在一定程度上折射出通过选择业绩考核基期来降低未来行权与解锁难度的利益输送动机。从加权平均净资产收益率目标来看,自上海家化民营化后的2012年至该轮股权激励推出前一年2014年,加权平均净资产收益率分别为27.77%、24.89%和26.53%,年均值为26.40%。按照公司的发展惯性,该轮股权激励方案中设定的加权平均净资产收益率下限值(18%)应该是比较容易实现的。因此,业绩考核条件的设定和基期的选择都在一定程度上折射出股权激励方案并不是以激励高管团队实现公司价值增长及最大化为目的,而可能是通过股权激励向高管团队输送一些利益,以期形成控股股东与董事长、高管团队更紧密的利益关联。

(二)不同动机的股权激励的实施效果

不同动机的股权激励会产生不同的实施效果。上海家化三轮股权激励的业绩考核条件都基于会计业绩。管理层可以通过盈余管理达到股权激励的业绩考核条件(苏冬蔚和林大庞,2010;谢德仁等,2018)。因此,以会计业绩来衡量股权激励的实施效果可能会产生噪音,需要选择更加适合的其他衡量指标。如果资产结构中包含获利能力更强的先进装备等固定资产和无形资产等软资源,则企业增加值将显著提高(肖曙光和杨洁,2018)。因此,我们选择支持资产结构升级的投资支出来分析股权激励的实施效果。另外,从理论上讲,基于激励动机设计的股权激励可以缓解管理层代理问题,基于福利动机或合谋动机设计的股权激励则会加剧管理层代理问题。因此,我们还使用代理成本来考察股权激励的实施效果。销售与管理费用常被用于衡量管理层在职消费的代理成本(姜付秀等,2009;苏冬蔚和熊家财,2013)。参照现有研究的做法,本文使用销售与管理费用率来衡量管理层的代理成本。

结合表4和表5可知,第一次股权激励所要求的授予条件和解锁条件达成,股权激励实现解锁。但从现金流量表中的“购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金”来看,据Wind数据库统计,上海家化从2001年上市到2006年,支持资产结构升级的投资支出都高于行业中值。^①但这类投资支出在2007年大幅缩减,且从该轮股权激励实施前一年的2007年到2011年,其金额都低于行业中值。这在一定程度上说明,该轮股权激励并没有引导管理层投资可增加企业竞争力与价值的长期资产。另外,在该轮股权激励实施后,公司的销售与管理费用率逐年上升。这说明该轮股权激励可能加剧了管理层的在职消费,增加了代理成本。

第二次股权激励所要求的2012年、2013年和2014年的解锁条件都超标完成,该轮股权激励也全部实现解锁。与第一次股权激励时“购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金”低于行业中值不同,自2012年起,该项投资支出的金额高于行业中值,2013年和2014年分别约

^①上海家化所属的Wind日化品行业,二级行业为家庭与个人用品。

为行业中值的 2 倍和 1.3 倍。这表明,为了达成该轮股权激励的业绩考核条件,管理层投资于短期内零收益但可以支持公司资产结构升级的长期资产。这在一定程度上折射出该轮股权激励引导管理层关注公司的长期发展和价值增长。另外,在该轮股权激励期间,销售与管理费用率逐年下降。这反映出该轮股权激励缓解了管理层代理问题,减少了其在职消费。

表 5 股权激励的实施效果分析

	2006 年	2007 年	2008 年	2009 年	2010 年	2011 年
销售与管理费用率(%)	35.61	37.08	41.62	42.11	44.36	46.65
购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金	6 765.99	4 420.14	7 000.38	7 939.67	9 640.40	9 079.93
购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金的行业均值	3 447.89	7 297.05	12 854.51	8 367.06	14 386.76	16 035.16
	2012 年	2013 年	2014 年	2015 年	2016 年	2017 年
销售与管理费用率(%)	46.56	44.49	43.76	44.32	55.68	58.75
购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金	13 451.67	15 765.76	9 928.88	49 446.39	48 066.76	52 479.74
购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金的行业均值	12 775.70	7 816.98	3 971.54	54 222.11	51 680.73	65 988.56

数据来源: Wind 数据库。

从理论上讲,长期资产投资虽然可以形成公司的核心竞争力和可持续发展力,进而提升公司价值,但其初始投资大、周期长,会大量减少公司的自由现金流量,不利于控股股东通过支配自由现金流量来获取控制权私利。因此,在第三次股权激励后,反映公司支持资产结构升级的投资支出从 2015 年开始又低于行业中值。这从侧面折射出终极控股股东并不过于关注上市公司对这些资产的态度。另外,销售与管理费用率从 2015 年开始逐年上升。这在一定程度上反映出在控股股东权力主导下,该轮股权激励没有引导企业增加长期资产投资,还可能因合谋需要而减少了对管理层的监督,加剧了其在职消费行为,增加了代理成本。

四、结论与启示

(一) 研究结论

本文以上海家化为研究对象,采用案例研究方法,从控股股东与管理层的动态博弈视角,剖析了被收购公司实质控制权的动态变化对股权激励设计动机的影响。研究发现,股权激励计划的设计动机体现的是管理层与控股股东权力博弈的结果。股权激励预案由董事会提出,在管理层控制董事会时,股权激励预案容易成为管理层自定薪酬、自谋福利的工具;但董事会在推出股权激励预案时需相机考虑该预案能否在股东大会上表决通过,得到控股股东的认可。因此,控股股东积极的监督作用可以与管理层的权力形成制衡,抑制股权激励设计中的福利动机。提出第一次和第二次股权激励方案的上海家化董事会虽都由相同的管理层控制,但两轮股权激励契约的条款设计却迥然不同,原因在于两次股权激励推出时公司控股股东的治理效应发生了变化。在第一次股权激励方案推出时,公司的终极控股股东是上海市国资委,国有企业“弱约束”问题使国有控股股东对管理层的行为无法进行实质有效的监督,导致该轮股权激励契约的设计完全体现了管理层自谋福利的动机。第二次股权激励方案是在公司刚变更为非国有企业时提出的,非国有控股股东尚未取得公司实质控制权,为了保障自身利益不被管理层侵占,发挥了积极的监督作用。这在一定程度上抑制了股权激励设计的福利动机,实现了股权激励缓解管理层代理冲突的激励动机。在经历了控制权之争的阵痛和管理团队更替的波折后,控股股东通过控制上海家化董事会,有效缓解了管理层代理问题。此时推出的第三次股权激励计划不再是为了缓解管理层代理冲突,而是成为现金流权和控制权分离的控股股东收买管理层的工具。

(二)研究启示

首先,公司管理层与控股股东的权力博弈直接影响股权激励的设计动机。管理层权力主导和控股股东权力主导容易造成内部人控制问题,使股权激励成为内部人谋取私有收益的工具。在控股股东发挥积极的监督作用时,股权激励设计更多体现的是激励动机,能发挥缓解管理层代理问题,促进企业的资产结构升级。这表明,要真正发挥股权激励的积极治理效应,在完善公司内部治理方面,需要合理分配管理层与控股股东的权力,使管理层的经营管理权与控股股东的审议权形成有机制衡。当前,我国上市公司大多存在金字塔控股结构,这种结构下要形成管理层与终极控股股东的权力制衡是比较困难的。一方面,在金字塔股权结构下,名义上存在控股股东,但由于控制链条较长,控股股东“鞭长莫及”,导致管理层权力占主导。另一方面,借助金字塔股权结构,终极控股股东可以实现现金流权和控制权的分离。为了谋取控制权私利,控股股东会极力通过把控上市公司董事会来争夺控制权,导致控股股东权力占主导。因此,需要通过必要的监管措施来减少金字塔股权结构,优化公司内部治理结构和质量。

其次,股权激励的设计动机影响其实施效果。应提高负责股权激励设计的薪酬考核委员会委员和议事流程的独立性,避免薪酬考核委员会被控股股东或管理层所“绑架”。针对现行股权激励下管理层操纵业绩、自我评判授予条件和行权条件以及独立性和公允性不足等缺陷,证监会于2016年7月出台《上市公司股权激励管理办法》,要求独立董事、监事会、律师事务所对授予条件、行权条件是否成就明确发表意见并充分披露。因此,应要求独立董事、监事会、第三方(如会计师事务所、律师事务所、专业从事股权激励设计的咨询机构等)就股权激励方案设计的合理性发表意见并充分披露。

最后,在当前通过混合所有制深化国资国企改革的过程中,对于仍须国资控股的,需要切实解决管理层的“内部人控制”问题。通过混合所有制改革,引入战略投资者,发挥积极的监督作用;同时,提高独立董事和独立监事的实质独立性和执业能力,加强对公司各类经营决策事项的法定监督。此外,在国有企业混合所有制改革中,要避免引入非国有资本时“引狼入室”,成为投机者赚取资本利得的壳资源,侵占公司和其他利益相关者的利益。这就需要谨慎地选择战略投资者,并在大股东之间以及控股股东与管理层之间形成权力制衡,抑制控股股东和管理层的自利动机。

主要参考文献:

- [1]陈仕华,李维安.中国上市公司股票期权:大股东的一个合法性“赎买”工具[J].*经济管理*,2012,(3):50-59.
- [2]陈文强.控股股东涉入与高管股权激励:“监督”还是“合谋”?[J].*经济管理*,2017,(1):114-133.
- [3]窦欢,张会丽,陆正飞.企业集团、大股东监督与过度投资[J].*管理世界*,2014,(7):134-143.
- [4]姜付秀,黄磊,张敏.产品市场竞争、公司治理与代理成本[J].*世界经济*,2009,(10):46-59.
- [5]李维安,李汉军.股权结构、高管持股与公司绩效——来自民营上市公司的证据[J].*南开管理评论*,2006,(5):4-10.
- [6]李延喜,曾伟强,马壮,等.外部治理环境、产权性质与上市公司投资效率[J].*南开管理评论*,2015,(1):25-36.
- [7]权小锋,吴世农,文芳.管理层权力、私有收益与薪酬操纵[J].*经济研究*,2010,(11):73-87.
- [8]邵帅,周涛,吕长江.产权性质与股权激励设计动机——上海家化案例分析[J].*会计研究*,2014,(10):43-50.
- [9]申明浩.治理结构对家族股东隧道行为的影响分析[J].*经济研究*,2008,(6):135-144.
- [10]苏冬蔚,林大庞.股权激励、盈余管理与公司治理[J].*经济研究*,2010,(11):88-100.
- [11]苏冬蔚,熊家财.大股东掏空与CEO薪酬契约[J].*金融研究*,2013,(12):167-180.
- [12]王化成,曹丰,叶康涛.监督还是掏空:大股东持股比例与股价崩盘风险[J].*管理世界*,2015,(2):45-57.
- [13]王烨,叶玲,盛明泉.管理层权力、机会主义动机与股权激励计划设计[J].*会计研究*,2012,(10):35-41.

- [14]吴育辉,吴世农. 高管薪酬: 激励还是自利?——来自中国上市公司的证据[J]. *会计研究*, 2010, (11): 40–48.
- [15]肖淑芳,石琦,王婷,等. 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[J]. *会计研究*, 2016, (6): 55–62.
- [16]肖曙光,杨洁. 高管股权激励促进企业升级了吗——来自中国上市公司的经验证据[J]. *南开管理评论*, 2018, (3): 66–75.
- [17]谢德仁,崔宸瑜,汤晓燕. 业绩型股权激励下的业绩达标动机和真实盈余管理[J]. *南开管理评论*, 2018, (1): 159–171.
- [18]辛宇,吕长江. 激励、福利还是奖励: 薪酬管制背景下国有企业股权激励的定位困境——基于泸州老窖的案例分析[J]. *会计研究*, 2012, (6): 67–75.
- [19]严也舟. 外部治理环境、内部治理结构与合谋侵占实证分析[J]. *管理评论*, 2012, (4): 28–35.
- [20]杨慧辉,潘飞,梅丽珍. 节税驱动下的期权行权日操纵行为及其经济后果研究[J]. *中国软科学*, 2016, (1): 121–137.
- [21]杨慧辉,汪建新,郑月. 股权激励、控股股东性质与信贷契约选择[J]. *财经研究*, 2018, (1): 75–86.
- [22]俞红海,徐龙炳,陈百助. 终极控股股东控制权与自由现金流过度投资[J]. *经济研究*, 2010, (8): 103–114.
- [23]张正堂. 高层管理团队协作需要、薪酬差距和企业绩效: 竞赛理论的视角[J]. *南开管理评论*, 2007, (2): 4–11.
- [24]钟海燕,冉茂盛,文守逊. 政府干预、内部人控制与公司投资[J]. *管理世界*, 2010, (7): 98–108.
- [25]周美华,林斌,林东杰. 管理层权力、内部控制与腐败治理[J]. *会计研究*, 2016, (3): 56–63.
- [26]朱滔. 董事薪酬、CEO薪酬与公司未来业绩: 监督还是合谋?[J]. *会计研究*, 2015, (8): 49–56.
- [27]Bebchuk L A, Fried J M. Executive compensation as an agency problem[J]. *Journal of Economic Perspectives*, 2003, 17(3): 71–92.
- [28]Burkart M, Panunzi F. Agency conflicts, ownership concentration, and legal shareholder protection[J]. *Journal of Financial Intermediation*, 2006, 15(1): 1–31.
- [29]Cao J, Pan X F, Tian G. Disproportional ownership structure and pay-performance relationship: Evidence from China's listed firms[J]. *Journal of Corporate Finance*, 2011, 17(3): 541–554.
- [30]Cheung Y L, Rau R, Stouraitis A. Tunneling, propping, and expropriation: Evidence from connected party transactions in Hong Kong[J]. *Journal of Financial Economics*, 2006, 82(2): 343–386.
- [31]Chourou L, Abaoub E, Saadi S. The economic determinants of CEO stock option compensation[J]. *Journal of Multinational Financial Management*, 2008, 18(1): 61–77.
- [32]Core J E, Guay W R. Stock option plans for non-executive employees[J]. *Journal of Financial Economics*, 2001, 61(2): 253–287.
- [33]Fama E F, Jensen M C. Agency problems and residual claims[J]. *Journal of Law & Economic*, 1983, 26(2): 327–349.
- [34]Holderness C G, Sheehan D P. The role of majority shareholders in publicly held corporations: An exploratory analysis[J]. *Journal of Financial Economics*, 1988, 20: 317–346.
- [35]Irving J H, Landsman W R, Lindsey B P. The valuation differences between stock option and restricted stock grants for US firms[J]. *Journal of Business Finance & Accounting*, 2011, 38(3–4): 395–412.
- [36]Jensen M C, Meckling W H. Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure[J]. *Journal of Financial Economics*, 1976, 3(4): 305–360.
- [37]La Porta R, Lopez-de-Silanes F, Shleifer A. Corporate ownership around the world[J]. *The Journal of Finance*, 1999, 59(2): 471–517.
- [38]Lim E N K. The role of reference point in CEO restricted stock and its impact on R&D intensity in high-technology firms[J]. *Strategic Management Journal*, 2015, 36(6): 872–889.
- [39]Shleifer A, Vishny R. A survey of corporate governance[J]. *The Journal of Finance*, 1997, 52(2): 737–783.

The Power Game and the Motivation of the Equity Incentive Design in the Change of Control Rights: Based on the Case Study of Shanghai Jahwa

Yang Huihui¹, Pan Fei², Liu Yuying¹

(1. School of Accounting, Shanghai University of International Business and Economics, Shanghai 201620, China;

2. School of Accounting, Shanghai University of Finance and Economics, Shanghai 200433, China)

Summary: The effect of equity incentives to ease the agency problem has not yet been unified. There are two sets of diametrically opposed theoretical hypotheses. One supports the optimal contract theory finding that the implementation of equity incentives reduces the cost of equity agency and enhances the value of the company. The other supports the management's turbulence effect finding that the adoption of equity incentives exacerbates agency conflicts between executives and shareholders, which increases agency costs and reduces corporate values.

Based on the behavioral research ideas, the effect of equity incentives depends on the design motivation of them to a large extent. Majority shareholder controlling is a common problem in Chinese Listed Companies. The design of equity incentive contracts is easily influenced by both controlling shareholders and executives. Controlling shareholders may play an active supervisory effect and a negative interest encroachment effect in the process of realizing their control. The two types of the insider power game between controlling shareholders and the management may affect the choice of controlling shareholders' governance effect. The different governance effect of controlling shareholders may lead to the differences in the motives for their implementation of management equity incentives.

Using the case study method, and taking Shanghai Jahwa United Co., Ltd. as the research object, this paper directly observes the dynamic change of the substantive control right of the acquired company between controlling shareholders and executives, and then deeply analyzes the effect of the control right change on the heterogeneity motivation of the equity incentive contract design. We analyze the following questions: Will the governance effect of majority shareholders change with the change of control right reallocation in the process of the power game with executives? Does the change of the motivation of equity incentives following the change of the governance behavior of majority shareholders? How will the management react to this? The answers to these questions not only expand the research connotation of managerial incentive system arrangement, but also enrich the research perspective and content of the governance effect of majority shareholders. They will put optimization suggestions for the rational selection of micro-contract elements of equity incentives and the improvement of other corporate governance mechanisms.

Through the theoretical analysis and the case study, we find that the motivation of the equity incentive design is influenced by the power game between executives and majority shareholders. The substantial control power held by executives will cause the welfare design of equity incentives. The power trade-off between private majority shareholders and executives can cause the incentive design of equity incentives. But when private majority shareholders get substantial control power, they will prefer to buy over executives by using equity incentives to do tunneling.

Key words: power game; contract of equity incentives; welfare motivation; incentive motivation; collusion motivation

(责任编辑 康健)