

IPO 的外部治理效应:高管激励的视角

刘艺林

(上海财经大学 金融学院,上海 200433)

摘要: IPO 存在溢出效应,在增强首发公司竞争优势的同时会对在位公司产生负向竞争冲击。目前越来越多的学者开始关注这一效应,但微观溢出路径的证据仍较为缺乏。研究发现,IPO 竞争冲击会促使在位公司在薪酬契约有效性、高管离职压力、股权激励方面提升高管激励水平,产生正向的外部治理效应。进一步区分在位公司股权性质后发现,民营在位公司激励机制更加灵活,外部治理效应更加明显。考察 IPO 溢出的经济结果发现,IPO 确实存在负向竞争效应,民营在位公司由于受 IPO 外部治理效应的正向影响抵消了 IPO 的负向竞争冲击,其公司价值没有明显受到 IPO 的影响。研究结果意味着我国 IPO 具有外部治理效应,激发了民营经济活力,民营企业在高管激励上的市场化机制对国企市场化薪酬改革有借鉴意义。本文拓展了 IPO 溢出效应的文献,为我国提高金融服务实体经济效率提供了新的思路。

关键词: IPO 溢出;外部治理;高管激励

中图分类号:F832.5

文献标识码:A

文章编号:1005-0566(2022)01-0111-10

External Governance Effect of IPO: Based on the Perspective of Executive Incentives

LIU Yilin

(School of Finance, Shanghai University of Finance and Economics, Shanghai 200433, China)

Abstract: IPO has a spillover effect, that is, IPO promotes the initial company and at the same time has a competitive impact on the incumbent company. Recently, domestic and foreign scholars have begun to pay attention to the impact of IPO spillovers, and there is still a lack of evidence of micro-spillover paths. This article finds that the IPO shock prompts the incumbent companies to improve the level of executive incentives in terms of the effectiveness of the compensation contract, the pressure of executive resignation, and equity incentives. After further distinguishing the nature of the equity of the incumbent company, it is found that only the private incumbent company has made the above improvements. Finally, I also examine the economic results of IPO overflow and find that the value of state-owned incumbent companies is negatively affected by the IPO, while the value of private incumbent companies is not affected by the IPO. The results of this article mean that our country's IPO has an external governance effect, which stimulates the vitality of the private economy, and the market-based mechanism of private enterprises' incentives for executives can be used as a reference for the market-based compensation reform of state-owned enterprises. This article expands the literature on IPO spillover effects and provides new ideas for our country to improve the efficiency of financial services in the real economy.

Key words: IPO spillover; external governance; executive incentives

收稿日期:2021-07-30 修回日期:2022-01-06

基金项目:国家自然科学基金面上项目(71773073)。

作者简介:刘艺林(1991—),男,山东郯城人,上海财经大学金融学院博士生,研究方向为行为公司金融。

作为资本市场的重要功能之一,IPO 对实体经济的影响一直是学术界和监管层关注的重点。在 IPO 的研究上,现有文献主要围绕 IPO 对公司自身的作用进行了分析,并发现 IPO 能从获取低成本外部资金、提供外部认证^[1]、提高企业创新产出^[2]等多个方面增强首发公司的竞争优势,为实体经济注入活力。

IPO 还存在溢出效应,不仅能作用于首发公司,还会对在位公司产生影响。已有文献开始研究 IPO 的溢出效应,主要考察在位公司股价和经营表现的变化。在股价层面上,有文献发现,行业内位公司对 IPO 事件的股价反应为负^[3-5],一方面因为 IPO 外生改变了资本市场上的资金供给量,对市场上其他公司的股价产生了压力^[6],另一方面是由于 IPO 的竞争作用^[3]。还有文献发现,在位公司股价对 IPO 事件的反应是正向的^[7-8]。此外,也有学者认为 IPO 事件对行业内对手公司的股价没有显著影响^[9]。

在公司经营表现层面上,文献大都认为 IPO 溢出效应体现为对其他在位公司产生负向竞争冲击。Hsu 等(2010)^[3]不仅发现 IPO 事件导致行业内竞争对手股价下跌,而且进一步分析了 IPO 对在位公司业绩的影响,结果表明,IPO 事件会对不同特征在位公司产生差异化影响,杠杆率较低、承销商声誉较高、研发强度较大的在位公司受到的负面影响较小,而且这类公司在 IPO 事件发生后 3 年内没有被退市的概率大大增加。不过 Kutsuna 等(2016)^[10]从供应链视角研究了 IPO 的外部性,发现公司 IPO 有利于提升其供应商和客户的业绩表现。国内学者的研究也发现了我国 IPO 的负向竞争效应。蒋屏等(2014)^[11]将上市公司按不同系族划分,两家或更多上市公司的大股东或实控人可以追溯到同一经济主体则定义为系族企业集团,研究结果发现,在多元化战略下 IPO 对其他系族成员公司有负的溢出效应,降低了系族整体价值。王宜峰等(2015)^[12]发现在位公司业绩增长率与 IPO 公司的财务质量、盈利能力、融资约束、经营规模负相关。

目前,IPO 溢出效应的证据仍停留在 IPO 对同

行业在位公司经营业绩的总体影响,认为 IPO 存在负向竞争效应,而在位公司如何应对 IPO 的竞争冲击尚未充分探讨。实际上,公司经营表现很大程度上取决于经理人的工作表现,特别是当公司面临竞争冲击的时候,经理人高效的决策和执行能够更快更好地改善经营环境,缓解竞争压力。在公司治理机制中,高管激励机制能有效增强股东与高管的利益一致性,改善委托代理关系,从而缓解代理冲突。由此,我们提出新的问题:为了消除 IPO 竞争冲击造成的不利影响,在位公司是否会在 IPO 竞争冲击下提升高管激励进而避免公司价值受损?即 IPO 溢出效应是否存在对在位公司的外部治理效应?

对此,本文基于 2008—2018 年 A 股市场数据的研究结果表明,IPO 事件发生后,在位公司在高管激励的 3 个重要方面——薪酬契约有效性、离职压力、股权激励上都进行了加强,高管在薪酬和任职上受到了更大的业绩压力,让高管持股也能减弱与股东利益的冲突。该结果意味着,我国 IPO 具有外部治理效应。考虑到国有和民营企业在治理机制上的差异,我们进一步区分在位公司股权性质后发现,民营在位公司在上述 3 个方面均有显著的改进,而国有在位公司的高管激励水平由于治理机制的特殊性没有明显的变化。最后,我们还检验了在位公司强化高管激励是否能够避免 IPO 的负向竞争效应,结果表明,IPO 的竞争冲击会负向影响在位公司价值,但民营在位公司由于 IPO 正向外部治理效应存在,抵消了 IPO 负向竞争冲击的影响,其公司价值没有受到 IPO 事件的显著影响。本文研究结果意味着,我国 IPO 具有外部治理效应,在位公司能够通过加强高管激励有效避免 IPO 的负向竞争效应。

一、理论分析与研究假说

(一)IPO 溢出与在位公司高管激励

结合已有文献,高管激励机制主要包括与高管日常工作相关的薪酬、职位变动以及可以作为额外报酬的股权激励。由于 IPO 增强了首发公司的市场竞争能力,在位公司会陷入不利局面,其股东利益可能受损,此时高管与股东利益的一致性

很大程度上决定了公司能否有效摆脱 IPO 带来的竞争压力。我们从这 3 个方面进行理论分析,并提出相应的研究假说。

在所有权和经营权分离的现代企业中,股东和经理人之间存在目标不一致的问题,需要通过合理的薪酬契约来协调两者的委托代理关系。公司股东以公司价值最大化为目标,那么就应提高会计业绩在高管表现评价中的地位,使得薪酬对经理人努力程度更为敏感。在激励高管努力工作的同时,公司也应该对高管的不称职表现进行约束和惩罚。研究表明,我国上市公司的薪酬敏感性呈现不对称的特征,业绩上升时薪酬的增加幅度大于业绩下降时薪酬的削减幅度,即存在薪酬粘性^[13]。而且,与员工薪酬相比,高管薪酬也存在粘性特征^[14]。这意味着公司对高管不作为或过失的约束机制缺失,不利于公司经营表现的提升。因此,提高业绩在高管薪酬中的评价地位或者改善现有的薪酬粘性都有助于缓解股东与高管间的代理冲突。在受到 IPO 冲击的情况下,在位公司股东有动力从薪酬—业绩敏感性和薪酬粘性两方面去提升薪酬契约有效性,力求提升高管的工作表现来消除 IPO 带来的不利影响。

其次,经理人不仅在乎薪酬回报,还在乎被替换的压力,特别是当经理人为了获得私人利益对薪酬波动不敏感时,离职压力就成为一种重要的激励机制。加强高管更换与公司业绩的挂钩度能够有效抑制高管的消极怠工或者对决策偏差抱有的侥幸心理。因此,在位公司所有者还会对高管施加更大的离职压力。独立董事能够有效监督 CEO,为了维持声誉,会罢黜不称职的 CEO^[15],公司实际独立董事占比能够增强 CEO 更替—绩效敏感性^[16]。因此,当面临对手 IPO 带来的竞争冲击时,在位公司通过加大高管离职对业绩的敏感性可以促进高管在缓解竞争压力时的积极性和决策合理性,有效避免潜在的消极应对行为。

除了薪酬和离职外,股权激励能够使高管与股东的利益趋于一致从而提升公司业绩^[17-19],是解决股东与经理人代理冲突的有效方法。我国的证据表明,管理层持股能够起到激励作用,减少内

部的代理冲突^[20-21],消除高管的短期行为,对公司业绩有显著的正向促进作用,我国上市公司的股权激励方案既存在激励效应,又存在福利效应^[22]。因此,股权激励也会是在位公司用来缓解 IPO 竞争冲击的措施之一。

由此,提出如下假说:

H1a: IPO 冲击下,在位公司加强了高管的薪酬契约有效性,既提高了薪酬—业绩敏感性,又降低了薪酬粘性。

H1b: IPO 冲击下,在位公司对高管施加了更大的离职压力,即离职—业绩敏感性上升。

H1c: IPO 冲击下,在位公司更可能对高管进行股权激励。

(二) IPO 溢出与在位公司高管激励:区分在位公司股权性质

我国国有和民营企业在高管薪酬的管理方式上存在较大差异。国企的薪酬体系更多地受到行政化方式管理,而民营企业则自发调节,在薪酬契约设计上更为市场化。竞争对手成功 IPO 后,为了缓解 IPO 带来的负面影响,民营在位公司会对高管的薪酬契约做出优化,提高业绩在薪酬评价中的地位,以此来减弱代理冲突,从而提高高管在面对 IPO 竞争压力的工作积极性和努力程度。国企在高管薪酬方面的市场化水平不足,其薪酬多以行政方式管理,由国资委制定统一的薪酬制度,同时财政部限薪令的规定也在一定程度上降低了国有企业的薪酬变动的灵活性。

这种薪酬管制在经济转型背景下存在合理因素,但企业无法为高管提供市场化的薪酬契约。这会增加企业社会成本^[23],而且,政府对企业的干预会降低业绩的评价作用^[24-25],与民营企业中内生于公司的薪酬契约相比,国有企业中受到管制的外生薪酬安排缺乏应有的激励效率,且薪酬随经济环境变化会相对滞后,呈现一定的刚性特征。因此, IPO 事件带来的竞争冲击对国有在位公司薪酬激励的影响很有限。

同样地,国有和民营企业在高管任职上的管理方式也不同,国企高管多由政府委任,并非市场选择的结果,民营企业在选择经理人时更多地以

能力和业绩作为标准。因此,国有在位公司高管的调动很少受到外部竞争环境变化的影响,而民营在位公司则对经营环境和外部压力更为敏感,在面临 IPO 冲击时,对高管能力的要求更高。

国有企业和民营企业在股权激励的动机和推行上也存在较大差异。在股权激励动机上,国有企业以保障国有资产为主要目标,而民营企业则以降低代理成本、增强企业竞争力为主要目标。在股权激励推行上,国有企业只有获得上级监管部门的一致同意后才能推行,而民营企业在制定股权激励方案后通过证监会批准即可实施。因此,当 IPO 对公司经营环境施加新的压力时,国有在位公司的股权激励难以在短期内推行,而民营企业则能够更迅速地推出新的股权激励方案。

由此,提出如下假说:

H2a: IPO 冲击下,民营在位公司加强了高管激励。

H2b: IPO 冲击下,国有在位公司的高管激励没有明显变化。

二、研究设计

(一)样本处理

本文以 2008—2018 年 A 股市场上所有 IPO 事件和上市公司作为初始样本进行筛选和处理,其中上市公司样本作如下处理:剔除金融类公司;剔除 ST 状态下的观测;对于上市时间不足 3 年的在位公司,自身 IPO 产生的效应依然存在,可能会干扰本文结果,因此将其剔除;剔除在位公司行业发生变更的观测。本文按照 2012 年证监会公布的《上市公司行业分类指南》中的子行业代码作为行业分类标准,从公司层面进行聚类处理,数据来源于 CSMAR 数据库。

(二)IPO 事件的识别

本文将考察 IPO 的溢出效应。在一个行业一年度内往往存在多个 IPO 事件,这些 IPO 之间通常不是独立的,要考察单一 IPO 事件的溢出效应就要最大程度上排除其他 IPO 事件的干扰。我们

借鉴 Hsu 等(2010)^[3]对 IPO 事件的识别方法,选取一定时间内规模最大的 IPO 作为考察对象。具体选取方法是:一个行业内,某一次 IPO 的募资金额没有被前后 3 年内其他同行业 IPO 超过,则将该次 IPO 定义为 IPO 事件,事件时间选取新股上市日^①。

(三)模型设定与变量定义

我们用模型(1)检验 IPO 对在位公司薪酬敏感性的影响,用模型(2)检验 IPO 对在位公司薪酬粘性的影响:

$$Compensation_{i,t} = \beta_1 IPO_{i,t} + \beta_2 ROA_{i,t} + \beta_3 ROA \times IPO_{i,t} + \gamma Controls_{i,t} + \varepsilon_{i,t} \quad (1)$$

$$Compensation_{i,t} = \beta_1 IPO_{i,t} + \beta_2 ROA_{i,t} + \beta_3 ROA \times IPO_{i,t} + \beta_4 D_{i,t} + \beta_5 IPO \times D_{i,t} + \beta_6 ROA \times D_{i,t} + \beta_7 ROA \times D \times IPO_{i,t} + \gamma Controls_{i,t} + \varepsilon_{i,t} \quad (2)$$

模型(1)和模型(2)中被解释变量均为高管薪酬 (*Compensation*),控制变量包括公司营收增长率 (*Growth*)、公司规模 (*Size*)、资产负债率 (*Lev*)、货币资金持有量 (*Cash*)、自由现金流 (*FCF*)、第一大股东持股比例 (*Top*)、董事会规模 (*Board*)、两职合一 (*Dual*)、独立董事比例 (*Indd*)、股权性质 (*SOE*) 以及行业、年份固定效应。两个模型重点关注的变量有所不同,模型(1)中需要观察 $ROA \times IPO$ 的系数 β_3 ,若 β_3 显著为正,则说明薪酬—业绩敏感性提升。模型(2)中则需要观察 $ROA \times D \times IPO$ 的系数 β_7 ,变量 *D* 为公司业绩变化的虚拟变量,若 β_7 显著为正,则说明薪酬粘性得到改善。

我们用 Logit 模型考察 IPO 对在位公司高管离职压力的影响:

$$Turnover_{i,t} = \beta_1 IPO_{i,t} + \beta_2 ROA_{i,t} + \beta_3 ROA \times IPO_{i,t} + \gamma Controls_{i,t} + \varepsilon_{i,t} \quad (3)$$

模型(3)中被解释变量为高管离职 (*Turnover*),控制变量与模型(1)、模型(2)中一致。我们重点关注 $ROA \times IPO$ 的系数 β_3 ,若 β_3 显著为负,说明 IPO 影响下,公司业绩下滑更可能导致 CEO 被更换,也就是离职—业绩敏感性上升。

^① 我国 IPO 实行审核制,首发申请公司通过 IPO 审核后不出意外都可以成功上市,那么过会的那一刻也可能是 IPO 产生溢出效应的时间点。因此,本文在稳健性检验部分将 IPO 事件时间改为 IPO 过会日期重新考察,结果不变。IPO 过会数据来源于 Wind 数据库。

用 Logit 模型考察 IPO 对在位公司股权激励的影响:

$$Incentive_{i,t} = \beta IPO_{i,t} + \gamma Controls_{i,t} + \varepsilon_{i,t} \quad (4)$$

模型(4)中被解释变量为股权激励 (*Incentive*), 控制变量与模型(1)、模型(2)、模型(3)中一致。我们重点关注 *IPO* 的系数 β , 若 β 显著为正, 说明 IPO 冲击下在位公司更可能推出股权激励方案增强高管与股东的利益趋同性。我们还根据股权激励计划的类型分别对限制性股票激励计划和股票期权激励计划进行了检验。

本文各变量定义见表 1。

(四)描述性统计

表 2 列出了主要变量的描述性统计。结果显

示, 经过处理后本文样本的观测总数为 11820, 其中国有在位公司的观测数为 6312, 占比 55.96%, 民营在位公司的观测数为 4968, 占比 44.04%。国有组高管薪酬和离职情况与民营组差别大不, 而股权激励上国有组和民营组的均值存在较大差异。IPO 事件的全样本均值为 0.394, 说明在本文的识别方法下, 39.4% 的“公司一年度”观测受到了 IPO 事件的影响。这一比例较高, 说明即便是只考虑一定时间内最大规模的 IPO, 依然有大量的上市公司会受到 IPO 的潜在影响。在我国 IPO 常态化发行的现实背景下, 研究 IPO 的溢出效应对于金融服务实体经济这一议题是十分重要的。

表 1 变量定义

变量符号	变量名称	变量定义
<i>Compensation</i>	高管薪酬	公司高管薪酬前三名之和, 并取自然对数
<i>Turnover</i>	高管离职	若当年发生 CEO 离职则取值为 1, 否则取值为 0, 其中剔除因退休、健康、任职期满等非业绩原因导致的 CEO 离职事件
<i>Incentive</i>	股权激励	公司推出股权激励方案则取值为 1, 否则为 0
<i>IPO</i>	IPO 事件	IPO 事件后三年取值为 1, 否则取值为 0
<i>Growth</i>	营收增长率	公司当年营业收入除以去年营业收入减去 1
<i>Size</i>	公司规模	公司年末总资产, 取自然对数
<i>Lev</i>	资产负债率	公司年末总负债除以总资产
<i>Cash</i>	货币资金持有量	公司现金持有量, 除以总资产
<i>FCF</i>	自由现金流	采用公司经营现金净流量, 除以总资产
<i>Top</i>	第一大股东持股比例	公司第一大股东持股比例
<i>Board</i>	董事会规模	公司董事会人数, 取自然对数
<i>Dual</i>	两职合一	虚拟变量, 若公司董事长兼任总经理则取值为 1, 否则为 0
<i>Indd</i>	独立董事比例	公司独立董事人数与董事会总人数的比值
<i>SOE</i>	股权性质	虚拟变量, 若公司为国有则取值为 1, 否则为 0

表 2 描述性统计

变量	全样本			国有在位公司 (<i>SOE</i> = 1)			民营在位公司 (<i>SOE</i> = 0)		
	N	Mean	Std. D.	N	Mean	Std. D.	N	Mean	Std. D.
<i>Compensation</i>	11280	13.98	0.807	6312	13.94	0.763	4968	14.00	0.843
<i>Turnover</i>	11280	0.185	0.388	6312	0.188	0.391	4968	0.181	0.385
<i>Incentive</i>	11280	0.0363	0.187	6312	0.0140	0.117	4968	0.0624	0.242
<i>IPO</i>	11280	0.394	0.489	6312	0.408	0.492	4968	0.376	0.484
<i>ROA</i>	11280	0.0320	0.0801	6312	0.0295	0.0621	4968	0.0352	0.0982
<i>D</i>	11280	0.544	0.498	6312	0.547	0.498	4968	0.539	0.499
<i>Growth</i>	11280	0.153	0.530	6312	0.130	0.345	4968	0.182	0.699
<i>Size</i>	11280	22.09	1.254	6312	22.30	1.282	4968	21.83	1.166
<i>Lev</i>	11280	0.503	0.199	6312	0.531	0.191	4968	0.468	0.204
<i>Cash</i>	11280	0.159	0.112	6312	0.153	0.108	4968	0.166	0.117
<i>FCF</i>	11280	0.0452	0.0843	6312	0.0464	0.0771	4968	0.0436	0.0928
<i>Top</i>	11280	0.357	0.154	6312	0.387	0.152	4968	0.320	0.148
<i>Board</i>	11280	2.186	0.204	6312	2.224	0.199	4968	2.137	0.199
<i>Dual</i>	11280	0.164	0.370	6312	0.0928	0.290	4968	0.253	0.435
<i>Indd</i>	11280	0.366	0.0531	6312	0.363	0.0528	4968	0.371	0.0531

三、实证结果与分析

(一) IPO 溢出与在位公司高管激励

表 3 检验了 IPO 溢出对在位公司高管激励的影响。第(1)列中交互项 $ROA \times IPO$ 的系数为正,且在 1% 水平上显著,说明 IPO 冲击导致在位公司高管的薪酬—业绩敏感性上升,第(2)列对薪酬粘性的检验结果表明, $ROA \times D \times IPO$ 的系数显著为负,表明公司业绩下降时高管薪酬的削减程度上

表 3 IPO 溢出与在位公司高管激励

变量	薪酬— 业绩敏感性	薪酬粘性	离职压力	股权激励
	Compensation	Compensation	Turnover	Incentive
	(1)	(2)	(3)	(4)
<i>IPO</i>	-0.0530 *** (0.0184)	-0.0244 (0.0252)	0.0768 (0.0566)	0.2526 * (0.1349)
<i>ROA</i>	1.0663 ** (0.4392)	3.1206 *** (0.3390)	-0.2628 (0.6825)	
<i>ROA × IPO</i>	1.3516 *** (0.4279)	0.3017 (0.4122)	-1.5861 * (0.8564)	
<i>D</i>		0.1025 *** (0.0210)		
<i>IPO × D</i>		-0.0098 (0.0305)		
<i>ROA × D</i>		-2.3307 *** (0.4438)		
<i>ROA × D × IPO</i>		1.2819 ** (0.5669)		
<i>Growth</i>	-0.0301 *** (0.0106)	-0.0293 *** (0.0100)	0.0178 (0.0609)	0.1122 (0.0806)
<i>Size</i>	0.3087 *** (0.0135)	0.3062 *** (0.0132)	-0.0633 *** (0.0243)	0.4301 *** (0.0518)
<i>Lev</i>	-0.2522 *** (0.0808)	-0.2145 *** (0.0746)	0.4193 *** (0.1568)	-0.4705 (0.3032)
<i>Cash</i>	0.3411 *** (0.1216)	0.2881 ** (0.1160)	-0.3289 (0.2496)	1.2704 *** (0.4793)
<i>FCF</i>	0.2334 * (0.1350)	0.1555 (0.1270)	-0.5094 (0.3606)	0.7920 (0.6840)
<i>Top</i>	-0.2737 *** (0.0866)	-0.2889 *** (0.0858)	-0.0455 (0.1750)	-1.0914 *** (0.3998)
<i>Board</i>	0.2030 *** (0.0667)	0.1997 *** (0.0659)	-0.2798 ** (0.1310)	0.4032 (0.3429)
<i>Dual</i>	0.0752 *** (0.0285)	0.0768 *** (0.0283)	0.1205 * (0.0687)	0.2414 ** (0.1213)
<i>Indd</i>	-0.0250 (0.2100)	-0.0265 (0.2083)	0.1433 (0.4853)	1.4307 (1.2612)
<i>SOE</i>	-0.0311 (0.0274)	-0.0240 (0.0271)	0.0491 (0.0554)	-1.1527 *** (0.1501)
<i>Industry FE</i>	Yes	Yes	Yes	Yes
<i>Year FE</i>	Yes	Yes	Yes	Yes
<i>N</i>	11280	11280	11280	11280
<i>R²</i>	0.4329	0.4384	0.0145	0.1301

注:***、**和*分别表示1%、5%和10%的显著性水平;括号中是经公司层面聚类处理后的标准误。

升,意味着 IPO 冲击下在位公司改善了高管的薪酬粘性。第(3)列是对高管离职压力的检验, $ROA \times IPO$ 显著为负,说明高管受到了更大的业绩压力, IPO 事件后,在位公司业绩下滑会导致高管离职的概率增加。第(4)列考察了 IPO 对在位公司股权激励的影响, IPO 系数显著为正,表明 IPO 冲击下在位公司更可能推出股权激励来加强高管和股东的利益一致性。

从薪酬契约有效性、高管离职压力、股权激励 3 个方面的检验结果可以看到,对手 IPO 之后在位公司明显提高了高管激励水平,提升了公司治理水平,说明 IPO 溢出具有外部治理效应,验证了假说 H1。

(二) IPO 溢出与在位公司高管激励:区分在位公司股权性质

我们进一步考察不同股权性质在位公司对 IPO 事件做出的应对措施。

薪酬—业绩敏感性方面,表 4 的第(1)列、第(2)列结果表明,国有组交互项 $ROA \times IPO$ 的系数为正但在统计上不显著,说明国企薪酬—业绩敏感性几乎不受 IPO 冲击的影响。民营组的结果则表明,交互项 $ROA \times IPO$ 的系数显著为正,说明民营企业对薪酬激励水平的调节更为灵活,在 IPO 事件发生后力求克服 IPO 造成的不利局面,加强了薪酬对公司业绩的敏感性,提升业绩在高管绩效考评中的地位。

薪酬粘性方面,表 4 的第(3)列、第(4)列中,我们先观察到 $ROA \times D$ 的系数均显著为正,说明我国上市公司业绩下滑时,高管的薪酬—业绩敏感性也下降,证明存在薪酬粘性。然后,我们再观察 $ROA \times D \times IPO$ 的系数,发现国有组的系数在统计上不显著,而民营组的系数显著为正,说明存在 IPO 事件的情形下,国有在位公司的薪酬粘性没有发生明显改变,民营在位公司的薪酬粘性得到改善。

高管离职压力方面,表 4 的第(5)列结果显示,交互项 $ROA \times IPO$ 的系数在统计上不显著,说明国有在位公司的 CEO 离职压力没有受到 IPO 影响,而第(6)列结果中,交互项 $ROA \times IPO$ 的系数为负,且在 5% 水平上显著,说明 IPO 事件导致民营在位公司增加了 CEO 的离职压力。该结果意味着, IPO 事件发生后,民营企业所有者提高了对 CEO 的能力要求,强化了会计业绩对 CEO 考核的地位。与民营企业不同,国企高管的更换或者调

动由上级政府部门决定,带有较强的行政色彩,和企业经营表现的相关性相对较低。因此,IPO 虽然对国企经营环境产生不利影响,但在短期内不会导致政府做出对 CEO 离职考核标准的调整。

股权激励方面,本文样本共有 410 个股权激励计划,其中国有在位公司 90 份,民营在位公司则有 320 份。按类型划分,限制性股票激励计划 225 份,股票期权激励计划 211 分,股票增值权激励计划 10 份。我们对此进行回归分析,表 4 的第(7)列、第(8)列不区分计划类型的检验结果显示,国有组 IPO 系数在统计上不显著,而民营组的系数则显著为正,说明股权激励是民营在位公司用于缓解 IPO 冲击的工具之一,但没有被国有在位公司使用。接着,我们区分股权激励计划的类型后再进行检验,由于股票增值权计划观测数过少,我们没有单独对其考察。第(9)列、第(10)列结果显示,仅考虑限制性股票激励计划 (*Incentive_O*) 的

回归结果显示,国有组 IPO 系数不显著,民营组 IPO 系数为正,且在 5% 水平上显著,而第(11)列、第(12)列仅考虑股票期权激励计划 (*Incentive_R*) 的情况下,国有组和民营组的 IPO 系数均不显著,说明民营在位公司更偏好授予高管限制性股票。从原理上分析,限制性股票激励属于对等型激励模式,在风险和利益上对等,激励对象所承担的风险和最终的受益程度和企业密切相关,而股票期权激励属于收益型激励模式,企业承担的风险较大,激励对象承担的风险较小,因此限制性股票激励能起到更强的激励作用,这是民营企业选择推出限制性股票激励计划来应对 IPO 事件的重要原因。

民营在位公司有着更为市场化的激励机制,IPO 对其产生了外部治理效应,而国有在位公司由于国企治理的特殊性,高管激励机制具有一定刚性特征,受外界经济环境变化的影响相对较小。实证结果支持了假说 H2。

表 4 IPO 溢出与在位公司高管激励:区分在位公司股权性质

变量	薪酬—业绩敏感性		薪酬粘性		离职压力	
	<i>Compensation</i>		<i>Compensation</i>		<i>Turnover</i>	
	(1) 国有	(2) 民营	(3) 国有	(4) 民营	(5) 国有	(6) 民营
<i>IPO</i>	-0.0162 (0.0196)	-0.0707 *** (0.0268)	-0.0362 (0.0307)	-0.0171 (0.0447)	0.0553 (0.0721)	0.0430 (0.0893)
<i>ROA</i>	2.3817 *** (0.3589)	0.4886 (0.3649)	3.3285 *** (0.4772)	2.9686 *** (0.4488)	-2.9536 *** (0.7261)	0.2970 (0.3273)
<i>ROA * IPO</i>	0.1930 (0.4128)	1.8822 *** (0.4412)	0.3222 (0.5172)	0.3631 (0.6705)	0.9542 (0.9865)	-1.9996 ** (0.9319)
<i>D</i>	-0.0001 (0.0231)	-0.0469 *** (0.0125)	-0.0022 (0.0226)	-0.0451 *** (0.0135)	-0.2583 * (0.1520)	0.0899 ** (0.0454)
<i>IPO × D</i>			0.0687 *** (0.0265)	0.1283 *** (0.0316)		
<i>ROA × D</i>			0.0314 (0.0358)	-0.0299 (0.0522)		
<i>ROA × D × IPO</i>			-1.1517 ** (0.5259)	-2.7005 *** (0.4762)		
<i>Controls</i>	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
<i>Industry FE</i>	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
<i>Year FE</i>	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
<i>N</i>	6312	4968	6312	4968	6312	4968
<i>R²</i>	0.4720	0.4286	0.4739	0.4363	0.0220	0.0258
变量	所有股权激励计划		限制性股票		股票期权	
	<i>Incentive</i>		<i>Incentive_R</i>		<i>Incentive_O</i>	
	(7) 国有	(8) 民营	(9) 国有	(10) 民营	(11) 国有	(12) 民营
<i>IPO</i>	0.3206 (0.3207)	0.2568 * (0.1497)	0.3690 (0.6329)	0.5253 ** (0.2079)	0.3665 (0.3594)	0.0489 (0.2017)
<i>Controls</i>	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
<i>Industry FE</i>	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
<i>Year FE</i>	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
<i>N</i>	6312	4968	6312	4968	6312	4968
<i>R²</i>	0.1433	0.0799	0.2289	0.1066	0.1314	0.0812

注:***、**和*分别表示1%、5%和10%的显著性水平;括号中是经公司层面聚类处理后的标准误;控制变量与表3中相同。

不同所有制在位公司的内部治理机制差异导致了对 IPO 的应对机制完全不同。民营在位公司通过提高高管的薪酬—业绩敏感性、降低其薪酬粘性、增加离职压力以及推出股权激励计划的方式增强了高管与股东的利益一致性,使得高管更积极地为增强公司市场竞争力而做出努力。与之截然不同的是,行政化方式管理下的国有在位公司的激励机制存在刚性,滞后于外界环境变化,难以在短期内因为 IPO 事件而调整对高管的激励与约束机制,国有企业内管理市场化水平以及对经营环境变化应变能力的不足,短期内对经理人激励和约束机制的调节灵活性较低。

(三)经济结果检验:IPO 溢出与在位公司价值

前文表明 IPO 溢出还存在外部治理效应,治理水平的提升会对在位公司价值产生积极影响。同时, IPO 具有竞争效应,会对在位公司经营绩效造成不利的影响^[3]。因此,本文还想检验我国 IPO 溢出效应的经济结果,即在位公司的应对措施是否有效抵御了 IPO 带来的外部竞争冲击。对此,我们用固定效应模型检验 IPO 对下一期在位公司价值的影响:

$$Q_{i,t+1} = \beta IPO_{i,t} + \gamma Controls_{i,t} + \varepsilon_{i,t} \quad (5)$$

模型(5)中被解释变量 $Q_{i,t+1}$ 表示在位公司下一期的托宾 Q 值,用于衡量公司价值。我们采用两种计算方法:一是(年末每股价格×年末总股数+年末负债合计)/年末总资产;二是(年末每股价格×流通股股数+每股净资产×非流通股股数+年末负债合计)/年末总资产。 IPO 表示上文中定义的 IPO 事件,控制变量除了前文所用的变量外,我们还控制了当期托宾 Q 值(Q)以及上市年限(Age)。

首先我们对全样本进行检验,表 5 的第(1)列、第(4)列结果显示, IPO 系数为负但在统计上不显著,由于 IPO 存在外部治理效应,该结果无法看出我国 IPO 本身产生的竞争抑制作用。前文研究发现国有企业和民营企业在高管激励调节机制上存在显著差异,我们进一步地对在位公司股权性质进行区分,第(2)列和第(5)列的结果显示, IPO 事件对国有在位公司价值的影响为负,在 5% 的水平上显著,由于国有在位公司短期内激励机制刚性原因, IPO 外部治理效应较弱,该结果说明我国 IPO 存在一定的负向竞争效应。第(3)列和第(6)列结果显示,民营组 IPO 系数虽同样为负,

但在统计上不显著,表明民营在位公司的 IPO 外部治理效应一定程度抵消了 IPO 负向竞争效应,公司价值没有受到 IPO 的明显影响。本节研究结果意味着,在我国市场上,在位公司积极应对以提升高管激励可以消除 IPO 对在位公司经营造成的负面竞争冲击。

(四)稳健性分析

(1) 本文的实证结果可能依赖于 IPO 事件定义中对时间窗的选取,我们将时间窗由 3 年改为 2 年($T=2$)和 4 年($T=4$)后分别检验 IPO 是否依然存在外部治理效应,结论与前文一致(见表 6)。

(2) 将公司业绩指标更换为经行业中值调整的总资产收益率(ROA_a)重新检验本文的敏感性指标(薪酬—业绩敏感性、薪酬粘性、高管离职压力),结论保持不变(见表 7)。

(3) 在我国 IPO 审核制下,成功过会基本上意味着成功上市,过会日期也可能是 IPO 产生溢出效应的时间点。对此,我们重新进行检验,结果显示, IPO 事件时间的选取方式差异不会影响本文结论。

四、结论

本文研究了我国 IPO 的微观溢出机制,发现 IPO 溢出除了负向竞争效应外,还存在对在位公司正向外部治理效应。IPO 会促使在位公司提升高管激励水平。具体而言,高管的薪酬—业绩敏感性上升,薪酬粘性降低,离职压力增加,股权激励增多,这些改进措施有效缓解了代理问题,以应对 IPO 的负向竞争效应。区分股权性质来看,国有在位公司由于治理机制的特殊性,激励机制存在一定刚性,短期内不能及时调整对高管的激励与约束,会受到 IPO 的负向竞争冲击而使公司价值受损。而民营在位公司激励机制更加灵活市场化,面临 IPO 竞争冲击时可及时提升高管激励水平,外部治理效应有效抵消了 IPO 负向竞争冲击的影响,最终公司价值未明显受到 IPO 冲击影响。本文结果意味着,竞争对手实现 IPO 后,民营在位公司股东的竞争意识增强,通过提升高管激励水平调动了高管的工作积极性,从而改善了委托代理关系,有效抵御了外部竞争冲击,而国有在位公司的激励体系在市场化以及灵活性等方面则或弱于民营公司,难以在 IPO 事件发生时及时有效地应对,从而受到 IPO 负向竞争效应影响。

表 5 IPO 溢出与在位公司价值

变量	$Q1_{t+1}$			$Q2_{t+1}$		
	(1) 全样本	(2) 国有	(3) 民营	(4) 全样本	(5) 国有	(6) 民营
<i>IPO</i>	-0.0376	-0.0802 **	-0.0611	-0.0228	-0.0644 *	-0.0465
	(0.0536)	(0.0394)	(0.1240)	(0.0510)	(0.0366)	(0.1170)
<i>Q</i>	0.8112 ***	0.5557 ***	0.9007 ***	0.8616 ***	0.5669 ***	0.9519 ***
	(0.1031)	(0.1322)	(0.0859)	(0.1122)	(0.1720)	(0.0879)
<i>Growth</i>	-0.1302	0.0147	-0.0969	-0.1008	-0.0063	-0.0584
	(0.0794)	(0.0531)	(0.1042)	(0.0731)	(0.0389)	(0.0885)
<i>Size</i>	-0.3293 ***	-0.2989 ***	-0.4799 ***	-0.2667 ***	-0.2541 ***	-0.3961 ***
	(0.0470)	(0.0506)	(0.0740)	(0.0433)	(0.0560)	(0.0749)
<i>Lev</i>	0.4152	-0.2385	1.2102 ***	0.2863	-0.2751	0.9637 **
	(0.2849)	(0.2292)	(0.4475)	(0.2511)	(0.2105)	(0.4188)
<i>Cash</i>	0.9182 *	0.2987	1.4719	0.9394	0.2780	1.5201
	(0.5301)	(0.3223)	(0.9155)	(0.6496)	(0.2611)	(1.1578)
<i>FCF</i>	-1.9186	0.1999	-3.2557	-2.3596	0.0134	-4.0073
	(1.9136)	(0.4495)	(2.8901)	(2.2826)	(0.3879)	(3.6695)
<i>Top</i>	0.0671	0.2480 *	-0.2473	0.0734	0.0852	-0.1110
	(0.1236)	(0.1443)	(0.2237)	(0.0987)	(0.0967)	(0.2037)
<i>Board</i>	0.2856 *	0.1184	0.4530	0.2745 *	0.0657	0.5052
	(0.1543)	(0.1042)	(0.3125)	(0.1612)	(0.0971)	(0.3443)
<i>Dual</i>	0.0111	0.0642	-0.0411	0.0064	0.0715	-0.0459
	(0.0795)	(0.0744)	(0.1204)	(0.0743)	(0.0751)	(0.1145)
<i>Indd</i>	1.0492 ***	0.4237	1.3398	1.0337 ***	0.3469	1.6479 *
	(0.3945)	(0.3596)	(0.8296)	(0.3891)	(0.3128)	(0.8609)
<i>SOE</i>	0.1354 ***	0.0003	0.2515 ***	0.1479 ***	0.0029	0.2399 ***
	(0.0445)	(0.0396)	(0.0751)	(0.0392)	(0.0359)	(0.0699)
<i>Age</i>	-0.1527 ***			-0.1237 **		
	(0.0487)			(0.0506)		
<i>Industry FE</i>	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
<i>Year FE</i>	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
<i>N</i>	11280	6312	4968	11280	6312	4968
<i>Adj. R²</i>	0.5224	0.5257	0.5419	0.5072	0.5025	0.5293

注：***、**和*分别表示1%、5%和10%的显著性水平；括号中是经公司层面聚类处理后的标准误。

表 6 稳健性检验——改变 IPO 事件定义中的时间窗

Panel A: T = 2				
变量	薪酬— 业绩敏感性	薪酬粘性	离职压力	股权激励
	<i>Compensation</i>	<i>Compensation</i>	<i>Turnover</i>	<i>Incentive</i>
	(1)	(2)	(3)	(4)
<i>ROA</i> × <i>IPO</i>	1.1704 ***		-1.2733 *	
	(0.4251)		(0.7316)	
<i>ROA</i> × <i>D</i> × <i>IPO</i>		1.8972 ***		
		(0.5902)		
<i>IPO</i>				0.1547 *
				(0.0897)
Panel B: T = 4				
变量	薪酬— 业绩敏感性	薪酬粘性	离职压力	股权激励
	<i>Compensation</i>	<i>Compensation</i>	<i>Turnover</i>	<i>Incentive</i>
	(5)	(6)	(7)	(8)
<i>ROA</i> × <i>IPO</i>	0.9847 **		-2.2366 ***	
	(0.4398)		(0.8171)	
<i>ROA</i> × <i>D</i> × <i>IPO</i>		1.3958 **		
		(0.6021)		
<i>IPO</i>				0.3521 ***
				(0.1274)

注：***、**和*分别表示1%、5%和10%的显著性水平；括号中是经公司层面聚类处理后的标准误。

表 7 稳健性检验——改变公司业绩指标

变量	薪酬—业绩敏感性	薪酬粘性	离职压力
	<i>Compensation</i>	<i>Compensation</i>	<i>Turnover</i>
	(1)	(2)	(3)
<i>ROA_a</i> × <i>IPO</i>	1.4501 ***		-1.7842 **
	(0.4545)		(0.8853)
<i>ROA_a</i> × <i>D</i> × <i>IPO</i>		1.2168 **	
		(0.6007)	

注：***、**分别表示1%、5%的显著性水平；括号中是经公司层面聚类处理后的标准误。

表 8 IPO 溢出与在位公司高管激励——改变 IPO 事件时间

变量	薪酬— 业绩敏感性	薪酬粘性	离职压力	股权激励
	<i>Compensation</i>	<i>Compensation</i>	<i>Turnover</i>	<i>Incentive</i>
	(1)	(2)	(3)	(4)
<i>ROA</i> × <i>IPO</i>	1.3957 ***		-1.9186 **	
	(0.4209)		(0.9356)	
<i>ROA</i> × <i>D</i> × <i>IPO</i>		1.5420 ***		
		(0.5913)		
<i>IPO</i>				0.2965 *
				(0.1686)
<i>Industry FE</i>	Yes	Yes	Yes	Yes
<i>Year FE</i>	Yes	Yes	Yes	Yes
<i>N</i>	11280	11280	11280	11280
<i>R²</i>	0.4327	0.4385	0.0155	0.1309

注：***、**和*分别表示1%、5%和10%的显著性水平；括号中是经公司层面聚类处理后的标准误。

本文研究结论对发展 IPO 以及提升资本市场效率具有政策含义。金融与实体经济间的关系受到监管部门和学术界的强烈关注。从 2017 年全国金融工作会议强调的“金融回归本源、服从服务于经济社会发展”重要原则到当前“十四五”规划纲要要求“提高金融服务实体经济能力”,明确了发展直接融资的重要地位。本文的政策含义在于:第一,目前我国 IPO 常态化发行中需考虑 IPO 对不同所有制经济带来的差异化溢出效应,在民营企业为主的行业内鼓励企业 IPO 有助于提升行业治理水平以及竞争活力,而对于国有企业为主的行业,过快的 IPO 速度可能会降低行业的整体产出;第二,要使金融更好地服务于经济社会发展,就应更好、更全面地发挥直接融资的积极作用,IPO 是资本市场的重要功能,是金融和实体经济的重要纽带,IPO 不仅直接作用于首发公司,还存在溢出效应,这两者构成了金融服务实体经济的重要部分,要使金融更好地服务于经济社会发展,就需要进一步提高对 IPO 溢出效应的重视。

本文结论还对国企市场化薪酬改革具有参考意义。目前,央企和地方国企已经着手推进市场化薪酬改革,重点任务在于完善薪酬激励制度,合理确定薪酬水平,健全薪酬监督管理机制。基于本文的结果,国有企业应建立更为灵活、更为市场化的激励机制,在面临经营环境变化时,能够更为迅速地对高管激励体系做出优化,从而增强国企竞争力。

参考文献:

- [1] STOUGHTON N M, WONG K P, ZECHNER J. IPOs and product quality[J]. The journal of business, 2001, 74(3).
- [2] 张劲帆, 李汉涯, 何晖. 企业上市与企业创新——基于中国企业专利申请的研究[J]. 金融研究, 2017(5): 160-175.
- [3] HSU H, REED A V, ROCHOLL J. The new game in town: competitive effects of IPOs[J]. The journal of finance, 2010, 65(2).
- [4] LI Y, SUN Q, TIAN S. The impact of IPO approval on the price of existing stocks: evidence from China[J]. Journal of corporate finance, 2018, 50.
- [5] SLOVIN M B, SUSHKA M E, FERRARO S R. A comparison of the information conveyed by equity carve-outs, spin-offs, and asset sell-offs[J]. Journal of financial economics, 1995, 37(1): 89-104.
- [6] BRAUN M, LARRAIN B. Do IPOs affect the prices of other stocks? evidence from emerging markets[J]. The review of financial studies, 2009, 22(4).
- [7] 张峥, 吴俊立, 黄志勇. IPO 的行业效应——从竞争和关注的角度[J]. 金融研究, 2013(9): 180-192.
- [8] 周业安, 杨腾. 公司 IPO 会对已上市公司的股价产生影响吗? [J]. 南开经济研究, 2011(5): 33-49.
- [9] AKHIGBE A, BORDE S F, WHYTE A M. Does an industry effect exist for initial public offerings? [J]. Financial review, 2003, 38(4).
- [10] KUTSUNA K, SMITH J K, SMITH R, et al. Supply-chain spillover effects of IPOs [J]. Journal of banking & finance, 2016, 64: 150-168.
- [11] 蒋屏, 于谦. IPO 对不同战略系族的溢出效应研究[J]. 证券市场导报, 2014(6): 19-25.
- [12] 王宜峰, 张颜江, 王燕鸣. IPO 竞争作用研究[J]. 投资研究, 2015, 34(4): 143-159.
- [13] 方军雄. 我国上市公司高管的薪酬存在粘性吗? [J]. 经济研究, 2009, 44(3): 110-124.
- [14] 方军雄. 高管权力与企业薪酬变动的非对称性[J]. 经济研究, 2011, 46(4): 107-120.
- [15] FAMA E F, JENSEN M C. Agency problems and residual claims[J]. Journal of law and economics, 1983, 26(2).
- [16] 刘诚, 杨继东. 独立董事的社会关系与监督功能——基于 CEO 被迫离职的证据[J]. 财经研究, 2013, 39(7): 16-26.
- [17] BIZJAK J M, BRICKLEY J A, COLES J L. Stock-based incentive compensation and investment behavior[J]. Journal of accounting and economics, 1993, 16(1): 349-372.
- [18] HOLMSTROM B, JOAN R I C. Managerial incentives and capital management [J]. The quarterly journal of economics, 1986, 101(4): 835-860.
- [19] SMITH C W, WATTS R L. The investment opportunity set and corporate financing, dividend, and compensation policies[J]. Journal of financial economics, 1992, 32(3): 263-292.
- [20] 董艳, 李凤. 管理层持股、股利政策与代理问题[J]. 经济学(季刊), 2011, 10(3): 1015-1038.
- [21] 廖理, 方芳. 管理层持股、股利政策与上市公司代理成本[J]. 统计研究, 2004(12): 27-30.
- [22] 吕长江, 郑慧莲, 严明珠, 等. 上市公司股权激励制度设计: 是激励还是福利? [J]. 管理世界, 2009(9): 133-147.
- [23] 张宏亮, 王靖宇. 薪酬管制、激励溢出与国企社会成本: 一项准自然实验[J]. 中国软科学, 2018(8): 117-124.
- [24] CONYON M J, HE L. Executive compensation and corporate governance in China [J]. Journal of corporate finance, 2011, 17(4).
- [25] 刘凤委, 孙铮, 李增泉. 政府干预、行业竞争与薪酬契约——来自国有上市公司的经验证据[J]. 管理世界, 2007(9): 76-84.

(本文责编:海 洋)