

我国上市公司股权激励中的机会主义问题

卢雄鹰

(华东师范大学金融与统计学院, 上海 200241)

摘 要: 股权激励的制度安排是为了解决委托代理关系产生的利益矛盾, 将管理层与股东利益一致起来。同时, 股权激励也可能导致管理层的机会主义行为, 即通过盈余管理、股利政策、投融资决策等影响业绩和股价, 使之向对自己有利的方向发展。强化内外监督和约束、防范股权激励的负面影响, 是推进股权激励制度建设中不可或缺的重要环节, 具体包括: 一是优化公司治理结构; 二是提升我国证券市场的有效性; 三是培育经理人市场。股权激励这种上市公司内部的制度安排需要外部的一系列制度安排来配套才能有效地发挥作用。外部配套的制度安排会通过影响管理层的预期来影响管理层的行为选择, 从而较好地降低和防止管理层的机会主义行为。

关键词: 委托代理; 股权激励; 机会主义; 制度建设

中图分类号: F203.9 **文献标识码:** A **文章编号:** 1006-1894 (2012) 06-0062-08

股东和管理层之间的目标不一致和信息不对称导致了代理问题, 这是以所有权和经营权分离为特征的现代公司的共同问题。为了解决两权分离的公司制度中存在的代理成本问题, 客观上需要设计一种机制, 将代理人与委托人的利益捆绑在一起。股权激励, 作为一种长期激励机制, 在委托代理理论等基础上发展而来, 其根本出发点在于将管理层与股东利益统一, 激励管理层更加关注企业的长远发展, 减少其短期行为。

我国在股权激励方案设计和实施过程中产生了一些争论。典型的就是关于中国资本市场中的股票价格能否作为激励对象努力的评价依据, 股权激励计划是否成为了激励对象不当得利的工具等不同意见。特别引起国资委关注的是, 国有企业的高管是否通过股权激励来侵害国有资产等。立足于我国实际, 对我国股权激励的制度建设和监管改革进行研究, 有助于我国上市公司建立和推行股权激励制度, 有效防止股权激励中的机会主义行为。

一、国内外研究现状和文献综述

股权激励把管理层的薪酬与股价联系起来可能导致管理层的机会主义行为, 即管理层可以通过信息披露和经营决策影响业绩和股价, 使之向对自己有利的方向发展。基于业绩的股权激励会使任期届满的管理层减少投入, 容易导致管理层

过度关注短期业绩而备受批评 (Smith and Watts, 1982; Healy, 1985; Watts and Zimmerman, 1986; Kaplan and Atkinson, 1989; Rappaport, 1990; Dechow and Sloan, 1991; Guidry et al., 1999)。

管理层的机会主义行为最直接的表现就是影

收稿日期: 2012-08-10。

作者简介: 卢雄鹰, 男, 博士研究生, 华东师范大学金融与统计学院, 研究方向: 国际金融。

响股价向有利于自己发展。Yermark (1997) 通过研究1992~1994年间财富500强企业授予经营者股票期权的时间,发现管理层被授予股票期权的时间一般在公司出台利好消息前不久,在其所选取的样本中,最普遍的期权授予日是季报公布前一日,其次是报表公布当日。而在授予经营者股票期权后股价会显著上涨,这意味着薪酬奖励的时机与公司股价波动中存在关联。

Aboody和Kasznik (2000) 认为,公司在股票期权授予日更有可能推迟公布利好消息而提前发布不利消息,通过机会主义的披露信息来最大化他们所持有的期权薪酬。Chauvin和Shenoy (2001) 发现,在授予股票期权的10天前,公司股价存在异常下跌情况。通过考察经营者股票期权(ESO)授予前的超额累计收益(CAR),认为经营者可从股票期权行权日股价的下降及行权日后股价的上涨中获益。

Fenn 和 Liang (2001) 发现,当管理层持有较多股票期权的时候,往往倾向于少发放现金股利而回购公司的股票,以提高股票的市价。Huddart和Lang (2003) 发现当期期权行权数量很少的时候,未来的6个月中的股票市场回报较高;而当期期权行权数量很多的时候,未来6个月中的股票市场回报较低。这就意味着管理层精确选择了最好的行权时机。Carpenter和Remmers (2001) 发现经理人利用内部信息来安排他们行权的时间。

Cheng和Warfield (2005) 考察了对经营者的权益激励和盈余管理之间的关系,他们研究发现,公司内实行包括股票期权在内的权益薪酬比重越大,盈余管理现象越严重,即具有高股权激励的管理层更可能报告出的盈余符合或略高于分析师的预测数。Bergstresser和Philippon (2006)

对美国1994~2000年数据的研究显示,CEO的总薪酬与其持有的股票和期权的价值联系越紧密,操纵盈余越显著。Burns和Kedia (2006) 对美国1997~2002年期间进行报表重述的224家公司的研究发现,股权激励会增加修正财务报告的概率,而大量的已有研究表明报表重述是公司进行盈余管理的重要信号。

Safdar (2003) 关注了经营者行权期间的盈余管理行为。通过对季度数据的研究,Safdar发现在经营者行权期间经营者会向上操纵盈余。Bartov和Mohanram (2004) 发现,管理层在大量期权被异常行权前通过非经常性项目来增加盈余,然后在行权后又冲回相应的非经常性项目。

国内在这方面的研究起步较晚而相对有限。刘国亮和王加胜 (2000) 的实证检验与Jensen和Meckling (1976) 的结论相一致,即管理层持股比例与企业的经营业绩正相关。何庆明 (2007) 研究发现,上市公司股权激励计划(包括限制性股票和股票期权)对上市公司管理层具有较长期的激励效应,股权激励对上市公司的业绩和股价有着长期的提升作用。

于东智和谷立日 (2001) 实证分析了上市公司1999年的数据,发现经理人持股比例与公司业绩正相关,但在统计上不显著;经理人员持股比例与公司的规模呈负相关,在统计上也不显著。吴淑琨 (2002) 实证研究了上市公司自1997至2000年的数据,发现公司业绩与高管的持股比例呈显著性倒U型相关关系。

综合来看,大多数研究结果表明,公司高层管理人员的股权激励水平和公司的经营业绩之间是存在一定相关性的。实证研究也表明,股权激励容易引发管理层机会主义等负面影响。

二、股权激励中机会主义的问题分析

本文研究的是严格意义上的股权激励——作为激励对象(经理、关键业务人员和科技人员)

的薪酬的股权激励。需要指出的是,“股权激励”不同于“经营者持股”。股权激励,是员工劳动

薪酬的一个组成部分，是给予高管和关键员工的报酬，以回报其为企业提供的服务，只是这种薪酬以公司股票等特殊方式呈现。

在实践中，股权激励制度很容易引发管理层的机会主义行为。本文主要针对我国上市公司进行股权激励的过程中管理层是否存在机会主义行为进行实证研究分析，通过上市公司股权激励的市场反应分析，来研究管理层是否以信息披露等方式来影响股票价格。这里主要研究两个具体问题：（1）股权激励预案公告、股东大会和实施时的短窗口的市场反应；（2）股权激励预案公告、股东大会和实施时股票价格的长窗口的长期变化趋势。本节采用事件研究法，借助金融市场数据，探讨公司公告股权激励方案前后是否会产生超额收益率。

（一）超额收益率度量模型的选择

事件研究法中涉及一个重要概念，即超额收益率。超额收益率是相对正常收益率而言，指当某一事件发生时（如公司公告股权激励方案），事件期间内该股票事前或事后实际收益率与同期正常收益率之差，此信息可以用来了解市场证券价格与特定事件是否有关联性。根据异常收益率的定义，则有：

$$AR_{it}=R_{it}-E(R_{it}) \quad (1)$$

其中， AR_{it} 为超额收益率， R_{it} 为股票 i 在 t 期的实际收益率， $E(R_{it})$ 为期望收益率。按照期望收益率的不同计算方法，超额收益率的度量模型有4种：均值调整模型、市场调整模型、风险调整模型和因素调整模型。

模型一：均值调整模型

均值调整后超额收益率是指期望收益率按该股票在此前一段时期内实际收益率的平均值来计算，超额收益率等于某只股票在某个时期的实际收益率减去股票在此前一段时期内实际收益率的平均值。用公式表示如下：

$$AR_{it}=R_{it}-\bar{R}_{it} \quad (2)$$

模型二：市场调整模型

市场调整后超额收益率是指期望收益率按相应时期的市场组合的实际收益率来计算，超额收益率等于某只股票在某个时期的实际收益率减去相应时期的市场组合的实际收益率。此模型有利于降低估计误差，因为剔除了收益中与市场收益波动相关的部分。用公式表示如下：

$$AR_{it}=R_{it}-R_{mt} \quad (3)$$

其中， R_{mt} 是市场组合在 t 时期的实际收益率，它可以用不同的市场指数收益率来代替，如上综指、深综指等，也可以用简单平均的市场收益率来代替。

模型三：风险调整模型

风险调整后的超额收益率是指期望收益率按该股票的系统风险系数所决定的正常收益率来计算，超额收益率等于某只股票的实际收益率减去由该股票的系统风险系数所决定的正常收益率。可以用公式表示如下：

$$AR_{it}=R_{it}-ER_{it} \quad (4)$$

其中 ER_{it} 是由CAPM或者市场模型估计出来的该股票在 t 时期的正常收益率。即

$$ER_{it}=\hat{\alpha}+\hat{\beta}R_{mt} \quad (5)$$

其中， $\hat{\alpha}$ 与 $\hat{\beta}$ 是利用公司事件日以前数据回归出来的。

模型四：因素调整模型

该模型和风险调整模型类似，区别主要在于 ER_{it} 是由Fama-French三因素模型、Cohant四因素模型等因素模型估计而来。

鉴于本部分主要研究股权激励计划推出前股价是否产生显著波动，需要剔除证券市场同步性的影响，本文研究采用风险调整模型法。

（二）累计超额收益率CAR的计算原理与样本选取

累计超额收益率CAR的计算如下：

$$CAR(\tau_1, \tau_2)=\sum_{t=\tau_1}^{\tau_2} AR_{it} \quad (6)$$

$$AR_{it} = R_{it} - \hat{\alpha} R_{mt}$$

其中, τ_1, τ_2 分别为窗口的上下限, AR_{it} 为 i 公司第 t 日的股票超额收益率, R_{it} 表示 i 公司第 t 日的实际回报率 (已复权), R_{mt} 为 t 日市场组合的实际回报率, 市场组合采用沪深300指数, $\hat{\alpha}$ 与 $\hat{\beta}$ 可通过回归分析法利用公司事件日以前数据计算得出。

对于 N 个样本, 其检验期内的组合平均异常收益率为:

$$\overline{CAR} = \frac{1}{N} \sum_{i=1}^N CAR_i \quad (7)$$

CAR 的值反映出股权激励公告对股票的影响程度。

本文选取了在2006年1月1日~2011年12月31日之间公告股权激励预案的全部A股上市公司作为样本, 共301家上市公司, ①为了检验股权激励试行办法出台之后对公司行为的影响, 所以, 采用2006年1月1日之后发布公告的公司作为样本, 同时, 由于需要计算公告后的长期累计超额收益率, 所以选择2011年12月31日之前公告预

案的公司作为样本, 并且根据各研究事件的不同, 研究样本有所变化。资料来源于WIND、CSMAR和大智慧数据库, 市场收益率采用的是以流通市值加权平均法计算的考虑现金红利再投资的综合市场回报率, 数据处理使用SAS数据处理系统。

为了研究国有上市公司和民营上市公司在股权激励方面的差异, 我们把样本公司分为民营和国有两类。

下面研究与股权激励相关的短窗口的市场反应, 事件日分别为股权激励预案公告日、股东大会日和股权激励实施日, 观察窗口为事件日前后各1、10、20个交易日, 采用市场模型估计正常的股票收益率, 模型估计采用股票和市场的日收益率指标, 已进行复权处理。

1. 以股权激励预案公告日为事件日 以股权激励预案公告日为事件点, 以 $(-1, 1)$ 、 $(-10, 10)$ 、 $(-20, 20)$ 为窗口期, 以民营企业、国有企业、所有企业为样本, 分别计算累计超额收益率和参数的T检验 (如表1所示)。

表1 平均累计超额收益率(事件日为预案公告日)

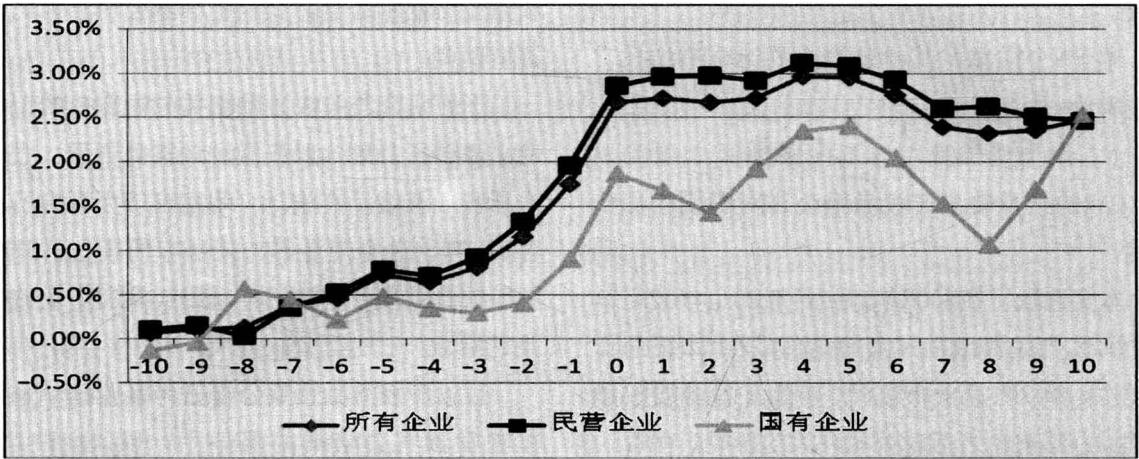
窗口	样本	mean CAR	median CAR	T 检验
(-1,1)	民营企业	0.0155	0.0094	3.8627
	国有企业	0.0127	0.0128	1.7509
	所有企业	0.015	0.01	4.2457
(-10,10)	民营企业	0.0246	0.0061	2.3749
	国有企业	0.0253	0.0152	1.2517
	所有企业	0.0248	0.0089	2.6862
(-20,20)	民营企业	0.0361	0.0337	2.3151
	国有企业	0.0052	-0.006	0.185
	所有企业	0.0298	0.0261	2.1811

数据来源: WIND、CSMAR 和大智慧数据库。

从表1中可以看出，在 $(-1, 1)$ $(-10, 10)$ $(-20, 20)$ 这3个区间里，所有企业的CAR值都显著为正。若将所有企业划分为国有企业和民营企业两类，可以看出，民营企业的CAR值显著为正，而国有企业的CAR值并未显著异于0。

将股权激励预案前后CAR的形态进行展示，

图1显示了 $(-10, 10)$ 的CAR的形态。从图1中可以看出，在股权激励预案出台期间，企业的CAR值最高达到3%。其中，民营企业的CAR值显著为正，而国有企业的CAR值小于民营企业的CAR值。这说明，普遍而言，股权激励预案对市场而言是一个好消息，市场对此进行了正面的反应。



数据来源：WIND、CSMAR和大智慧数据库。

图1 $(-10, 10)$ 窗口的CAR值(%)变化图(事件日为预案公告日)

从图1中可以看出，在预案前10天左右CAR值开始呈上升趋势；在预案公告当天，CAR值大幅增加，并在随后几天保持上升趋势；之后，CAR值再次趋于平稳。从统计结果来看，民营上市公司的累计超额收益率要高于国有上市公司，说明二者有一定差异，原因可能在于民营上市公司的

信息泄漏较国有上市公司更加严重。

2. 以股东大会表决通过日为事件日 以股东大会表决通过日为事件点，以 $(-1, 1)$ 、 $(-10, 10)$ 、 $(-20, 20)$ 为窗口期，以民营企业、国有企业、所有企业为样本，分别计算累计超额收益率和参数的T检验（如表2所示）。

表2 平均累计超额收益率(事件日为股东大会表决通过日)

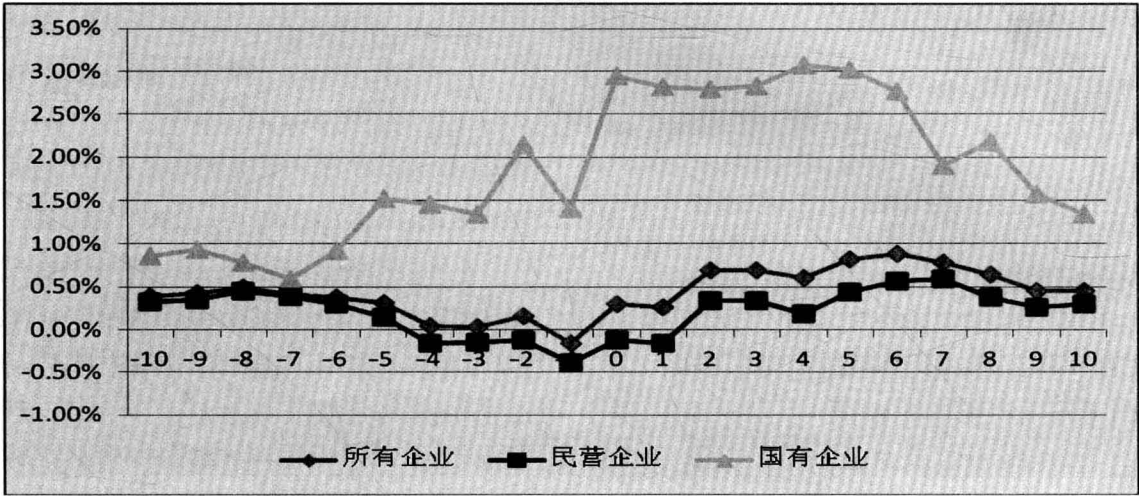
窗口	样本	mean CAR	median CAR	T 检验
$(-1,1)$	民营企业	-0.0045	-0.0105	-0.8827
	国有企业	0.0064	-0.0188	0.2649
	所有企业	-0.0029	0.0116	-0.5317
$(-10,10)$	民营企业	0.0030	0.006	0.2793
	国有企业	0.0135	-0.0394	0.2816
	所有企业	0.0045	-0.0025	0.3959
$(-20,20)$	民营企业	0.0068	-0.0006	0.3963
	国有企业	-0.0155	-0.0265	-0.3194
	所有企业	0.0034	-0.0048	0.2063

数据来源：WIND、CSMAR和大智慧数据库。

从表2中可以看出，无论在哪个区间里，企业的CAR值都不显著异于0。

将股东大会表决通过日前后CAR的形态进行展示，图2显示了(-10, 10)的CAR的形态。从图中可以看出，在股东大会表决通过期间，所有

企业的CAR值并没有显著异于0，民营上市公司的累计超额收益率与国有上市公司也没有显著差异，原因可能在于投资者已经于预案公告日对股权激励的信息作出了反应，股东大会表决通过对市场而言并没有什么新的信息含量。



数据来源：WIND、CSMAR和大智慧数据库。

图2 (-10, 10)窗口CAR值(%)变化图(事件日为股东大会表决通过日)

3. 以实施股权激励方案日为事件日 以实施股权激励方案日为事件日，以(-1, 1)、(-10, 10)、(-20, 20)为窗口期，以民营

企业、国有企业、所有企业为样本，分别计算累计超额收益率和参数的T检验（如表3所示）。

表3 平均累计超额收益率(事件日为实施股权激励方案日)

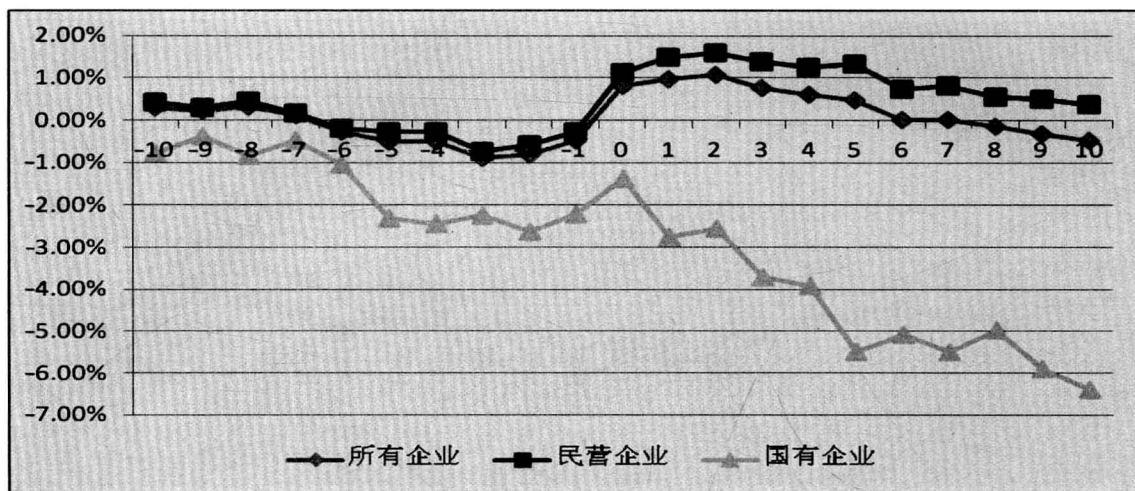
窗口	样本	mean CAR	median CAR	T 检验
(-1,1)	民营企业	0.0134	0.0101	3.4904
	国有企业	-0.0005	0.006	0.0484
	所有企业	0.0117	0.0101	3.2177
(-10,10)	民营企业	0.0038	0.0155	0.3431
	国有企业	-0.064	-0.0655	-1.8965
	所有企业	-0.0047	0.0038	-0.4341
(-20,20)	民营企业	0.0098	0.0141	0.5889
	国有企业	-0.0745	-0.0585	-2.2261
	所有企业	-0.0012	-0.0071	-0.0768

数据来源：WIND、CSMAR和大智慧数据库。

在 $(-10, 10)$ 以及 $(-20, 20)$ 的区间里，民营企业的CAR值并未显著异于0，而国有企业的CAR值是显著为负的。

将实施股权激励方案日前后CAR的形态进行展示，图3显示了 $(-10, 10)$ 的CAR的形态。这

表明，民营企业的股权激励方案实施对于市场而言没有增量信息，可能因为市场早已预期到这一点，而在国有企业中，股权激励方案实施的市场反应是显著为负的。



数据来源：WIND、CSMAR和大智慧数据库。

图3 $(-10, 10)$ 窗口CAR值(%)变化图(事件日为实施股权激励方案日)

三、结语与建议

针对我国上市公司进行股权激励的过程中管理层是否存在机会主义行为进行实证研究分析，得出两个结论：在股权激励预案公告之前，股票价格已经出现上涨，表明在股权激励公告之前信息已提前泄露。也就是说，股权激励在把管理层的薪酬与股价联系起来的同时，实践中也导致了管理层机会主义行为，即通过信息披露决策等影响业绩和股价，使之向对自己有利的方向发展。

从美国的股权激励经验看，“压紧弹簧”也是一种较为普遍的现象，即在授权阶段公司的收益率较低，从而最大限度地降低期权的“认购成本”；而在行权阶段则公司的收益率通常会出现大幅上升，促成股价高企。通过收益率一升一降的波动，管理层往往能够从中获得超额收益。

股权激励制度本意是激励经营者努力工作，有效监督经营者日常经营行为是达到激励效果的

前提条件。但是，企业的所有者和经营者追求的目标和利益是有差异的，而且企业经营者具有更多的信息优势，因此，强化内外监督和约束、防范股权激励的负面影响，是推进股权激励制度建设不可或缺的重要环节，具体建议如下：

一是优化公司治理结构。股权激励制度要健康发展，需要健全的内部约束机制，而内部约束机制的健全问题就是公司治理结构的优化问题。在优化公司治理结构中，最重要的应该是股权结构、独立董事、监事和薪酬委员会等内容。

二是提升我国证券市场的有效性。股权激励将管理层的长期激励和约束与市价相挂钩，其激励过程可以概括为“付出决定绩效，绩效决定股价，股价决定报酬”。证券市场越有效，股权激励制度就越能达到与公司利益最大化的趋同，从而调整管理层的认知和行为。

三是培育经理人市场。通过“优胜劣汰”的市场原则来选择管理层是股权激励机制发挥效应的重要条件之一。我国的经理人市场还处于发育初期,没有形成统一的职业经理人市场评价体系,也没有形成统一的评价信息共享机制,在一定程度上对职业经理人的毁约行为缺乏足够的市场约束。另外,不少国有上市公司由上级任免干部,部分公司还从事着垄断行业,这些都加大了对经营者业绩正确评价的难度。

由此可见,股权激励这种上市公司内部的制度安排还需要外部的一系列制度安排来配套才能有效地发挥作用。一系列外部配套的制度安排会通过影响管理层的预期来影响管理层的行为选择,从而较好地降低和防止管理层的机会主义行为。这也是博弈论和制度经济学中所论述的基本原理的实际运用。

注 释:

①部分公司多次公告股权激励方案,本文研究只包含第一次公告。

参考文献:

[1] Aboody, D., Barth, M., Kasznik, R. SFAS 123

Stock-based Compensation Expense and Equity Market Values. *Accounting Review*, 2004, 79 (2).

[2] Aboody, D. and Kasznik, R. CEO Stock Option Awards and the Timing of Corporate Voluntary Disclosures, *Journal of Accounting and Economics*, 2000.

[3] Fenn G. W. and Liang N. Corporate Payout Policy and Managerial Stock Incentives, FRB Working Paper, 1999.

[4] Cheng, Qian and Warfield, T.D. Equity Incentives and Earnings Management, *The Accounting Review*, 2005.

[5] Fenn, G.W. and Liang N. Corporate Payout Policy and Managerial Stock Incentives. *Journal of Financial Economics*, 2001, 60.

[6] 栾祖盛. 美国企业现行股票期权计划存在的问题与争论[J]. 南开管理评论, 2000, (3).

[7] 陈清泰. 吴敬琏. 股票期权激励制度法规政策研究报告[M]. 北京: 中国财政经济出版社, 2001.

[8] 陈政. 民营上市公司股权激励问题研究. 深圳证券交易所综合研究所研究报告, 2011, (4).

[9] 王步芳. 股票期权理论与实证研究的发展[J]. 上海财经大学学报, 2002, 4 (2).

[10] 上海证券交易所研究中心. 中国公司治理报告 (2003). [M]. 上海: 复旦大学出版社, 2003.

[11] 肖金泉. 徐永前. 经营者持股票期权计划的规范设计[M]. 北京: 企业管理出版社, 2001.

[12] 姚凯. 李凯风. 陶学禹. 激励理论发展的新趋势[J]. 经济学动态, 1998, (3).

A Study on the Incentive Problems of Opportunism in China's Listed Companies

LU Xiong-ying

Abstract: Incentive arrangement is to have a conflict of interest in order to solve the principal-agent relations, management is aligned with shareholders' interests. At the same time, stock may also result in the management of opportunistic behavior, namely through the surplus management, dividend policy, investment and financing decisions impact performance and stock price, the direction of making it to their own advantage. Strengthening internal and external oversight, guarding against negative effects of incentive and constraint, is integral and important link in promoting the construction of stock right incentive system, including in particular: one is the optimal corporate governance structure; the second is to enhance the effectiveness of our stock market three breeding manager market. Stock listed companies in such internal institutional arrangements require an external set of institutional arrangements to support in order to function effectively. External supporting institutional arrangements will affect management's expected to affect the behavior of management choices, so as to better management of the reduction and prevention of opportunistic behavior.

Key words: agency; stock; opportunism; system construction