

上市公司股权激励条件下的 信息操纵机理

著 ● 冉茂盛
罗富碧

SHANGSHI GONGSI GUQUAN JILI
TIAOJIANXIA DE
XINXI CAOZONG JILI



重庆大学出版社

<http://www.cqup.com.cn>

上市公司股权激励条件下的 信息操纵机理

冉茂盛 罗富碧 著

重庆大学出版社

内容提要

本书以股权激励实施条件下经营者信息操纵的形成机理为研究主线,在学习、总结和吸收国外相关研究成果的基础上,分别建立静态和动态博弈模型,从理论上推导股权激励实施过程中经营者信息操纵的形成机理,并运用面板数据模型和 logistic 回归检验中国上市公司股权激励与经营者信息操纵的关系。

图书在版编目(CIP)数据

上市公司股权激励条件下的信息操纵机理/冉茂盛,
罗富碧著. —重庆:重庆大学出版社,2010.6
ISBN 978-7-5624-5478-6

I. ①上… II. ①冉…②罗… III. ①上市公司—会
计分析—研究 IV. ①F276.6

中国版本图书馆 CIP 数据核字(2010)第 108415 号

上市公司股权激励条件下的 信息操纵机理

冉茂盛 罗富碧 著

责任编辑:李定群 杨 敬 版式设计:孙英姿
责任校对:张洪梅 责任印制:张 策

*

重庆大学出版社出版发行

出版人:邓晓益

社址:重庆市沙坪坝正街 174 号重庆大学(A区)内

邮编:400030

电话:(023) 65102378 65105781

传真:(023) 65103686 65105565

网址:<http://www.cqup.com.cn>

邮箱:fxk@cqup.com.cn (营销中心)

全国新华书店经销

重庆川渝彩色印务有限公司印刷

*

开本:889×1194 1/24 印张:8.25 字数:150千

2010年7月第1版 2010年7月第1次印刷

ISBN 978-7-5624-5478-6 定价:38.00元

本书如有印刷、装订等质量问题,本社负责调换

版权所有,请勿擅自翻印和用本书

制作各类出版物及配套用书,违者必究

前 言

股权激励作为解决代理问题、降低代理成本的一种有效激励方式,其对于提高公司的核心竞争力起到了举足轻重的作用。然而,西方国家实施股权激励的实践证明:股权激励是一把“双刃剑”,运用得当则会起到长期激励的积极作用,如果运用不当也会带来新的道德风险,如高管人员粉饰财务报表、虚构利润及虚假陈述等信息操纵行为,产生一些负面效应。

在中国,近年来运用股权激励方式来激励企业经理人员,已成为人们的共识和政策取向。随着股权分置改革的落幕,经营者股权激励的相关措施陆续成形,股权激励越来越受到重视。因此,在我国上市公司大规模实施股权激励计划之际,有必要客观地认识股权激励的效果。当前,探讨股权激励实施过程中高管人员的信息操纵问题并对症下药,是我国理论界与实务界都面临的一个紧迫课题。作者希望本书的研究结论能为已实施或拟实施股权激励的上市公司实施恰当的股权激励计划和监管部门制定合理的监控政策提供有益的思路。

本书在学习、总结和吸收国内外相关研究成果的基础上,从理论与实证方面对股权激励实施条件下经营者信息操纵的形成机理进行全面研究。本书首先建立扩展的委托代理模型和三方

博弈模型,从静态的角度推导股权激励实施过程中经营者信息操纵的形成机理。然后建立演化博弈模型推导股权激励实施中经营者信息操纵的动态形成机理,最后建立面板数据模型和logistic回归检验中国上市公司股权激励与经营者信息操纵的关系。本书结构严谨,逻辑清楚,方法可靠,可读性强。

本书为罗富碧的博士论文,是在冉茂盛老师的指导下完成的。罗富碧完成本书内容90%的撰写工作。

作 者

2010年4月

目 录

1 引 言

1	1.1 研究背景
8	1.2 研究意义
11	1.3 研究方法与研究内容
15	1.4 相关概念的界定
19	1.5 本书的主要特色及创新点

2 相关理论及文献回顾

21	2.1 股权激励的理论基础
31	2.2 股权激励研究现状
35	2.3 上市公司信息操纵研究现状
42	2.4 股权激励与经营者信息披露研究现状
53	2.5 本章小结

3 股权激励效用分析

- | | |
|----|----------------------|
| 55 | 3.1 正面效用分析 |
| 58 | 3.2 负面作用 |
| 63 | 3.3 股权激励负面效应案例——安然事件 |

4 上市公司股权激励与信息操纵现状

- | | |
|-----|-----------------------|
| 68 | 4.1 国外股权激励的实践 |
| 74 | 4.2 中国上市公司股权激励计划实施现状 |
| 94 | 4.3 中国上市公司信息操纵现状及案例分析 |
| 108 | 4.4 本章小结 |

5 股权激励条件下经营者信息操纵的静态博弈分析

- | | |
|-----|------------------------------|
| 109 | 5.1 股权激励条件下经营者信息操纵与内部监控博弈分析 |
| 120 | 5.2 股权激励条件下股东、经理与外部监管者三方博弈分析 |
| 127 | 5.3 本章小结 |

6 股权激励条件下经营者信息操纵动态演化博弈分析

- | | |
|-----|----------------------|
| 128 | 6.1 引言 |
| 131 | 6.2 基本假设 |
| 133 | 6.3 经理策略及股东策略的演化博弈分析 |
| 139 | 6.4 本章结论及政策建议 |

7 中国上市公司股权激励与信息操纵关系的实证分析

140	7.1 中国上市公司股权激励与盈余管理实证检验
155	7.2 股权激励与公司舞弊实证检验
163	7.3 本章小结

8 结论及政策建议

165	8.1 结 论
167	8.2 政策建议
170	8.3 研究局限性

参考文献

1 引言

1.1 研究背景

随着现代企业制度的建立,公司的所有权与经营权相分离,股东委托经理人^①经营管理资产,经理人与股东实际上是一个委托代理关系。该委托代理问题会产生由股东对经营者的监督支出、经营者的保证支出以及经营者的决策偏离股东福利最大化导致的剩余损失所构成的代理成本。为了降低代理成本,给予经理适当的激励是一种可行的措施,有助于驱使经理选择和执行有利于股东价值的管理方案,其中股权激励方式是目前为大多数国家所采用的较为有效的一种长期激励机制。它通过使经理人在一定时期内持有股权,享受股权的增值收益,并在一定程度上承担风险,从而使经理人减少以自身短期利益最大化为目标的行为决策,在经营过程中更多地从公司的长期利益出发,从

^① 本书所指的经理人与以后的经理、经营者、高管人员均指代替股东经营企业的代理人,以下对几种称谓不作区分。

而起到长期激励的作用。

股权激励作为解决代理问题、降低代理成本的一种有效激励方式,开始于 20 世纪 50 年代,近年来在美国等西方发达国家得到广泛应用。在 1996 年《财富》杂志评出的全球 500 家大型工业企业中,有 89% 的公司已向其高级管理人员采取了经理股票期权报酬制度,同时股票期权数量在公司总股本中所占比例也逐年上升。20 世纪 70 年代,大多数公司股票期权计划允许收益人购买的全部股票数量一般只占公司总股本的 3% 左右,到 20 世纪 90 年代,总体达到 10%,有些计算机公司高达 16%。(周世东,2002)1999 年薪酬最高的 50 位总裁,其平均股票收益占总薪酬的 94.92%。截至 2003 年,美国有 50% 以上的公司使用长期激励计划。据统计,美国的规模在 100 亿美元以上的大公司,其 CEO 的薪酬构成是:基本年薪占 17%,奖金占 11%,福利计划占 7%,长期激励占 65%。反观近 20 年来美国企业竞争力的提高,这种长期激励功不可没。(周建波等,2003)

股权激励在西方国家实行已有较长的历史,从西方国家的实践看来,股权激励对于激励经理努力工作、提高企业绩效的作用毋庸置疑。其对于提高西方国家上市公司的核心竞争力起到了举足轻重的作用,促进了西方国家经济的发展。然而,股权激励也并非灵丹妙药,其适用性是有条件的,实施过程中可能会给企业(或股东)带来以下风险:经理人员有可能片面追求股票价格上涨,增加企业经营风险;企业内部收入差距过大,可能挫伤一般员工的工作积极性,诱发企业内部的管理风险;激励的力度有限,经理人员在企业难以建立长期的归属感,给企业的团队建设及人力资源管理带来风险。同时也可能给经营者带来以下风险:股票期权与经营业绩非正相关性;股票期权“缩水”所带来的财富“泡沫”化风险。(胡宇辰等,2001)

近几年来,以安然、世界通讯为代表的一系列公司财务丑闻震惊了全世界,这从实践上证明了股权激励可能带来风险的存在性。2002 年安然事件后,美国接连发生了一系列公司假账丑闻,这些公司的高级管理人员被指控利用会计舞弊手法夸大公司的报表利润,并哄抬股价,然后抢在公司巨额损失最终暴露并导致股价暴跌,乃至公司破产之前,以暂时哄抬的高价出售他们拥有的股票而牟取暴利,最终损害了无数中小投资者包括公司自身员工的利益。大量财务造假案的曝光,使得人们不得不重新反思美国的经济制度,而曾经备受推崇的股权激励制度也被推上了“被告席”,甚至被《财富》杂志称为“财务造假的始作俑者”。人们认为,美国的管理层股权激励制度正在变为经理滥用权力和侵蚀股东财富的象征。企业高管人员为了股价上涨不惜操纵报表以获取巨额利润,而将所有的痛苦和损失转嫁给处于信息弱势的中小投资者,股票期权制度正在演绎新的道德风险,股权激励制度在美国遭遇到了前所未有的信任危机。微软公司更是放弃了股票期权制度,而改为发放限制性股份奖励。很多公司也纷纷表示将寻求其他薪酬激励方式来取代股票期权激励制度,这一切似乎表明股权激励已经迈出了离去的步伐。(吴妮 等,2006)

事实上,股权激励是一把“双刃剑”:一方面能起到激励经理努力工作,降低代理成本的作用,另一方面也激发了经理舞弊的动机。因为资本市场是通过企业对外披露的财务报告评估其业绩的,管理者知道修饰财务报表的劳动付出远小于努力经营的付出,但达到的效果可以是完全相同的。当通过提供虚假财务报告可以在资本市场中获得更大的收益或者可以避免更大的损失时,持有大量的股票期权显然为高管人员提供了作案动机。纵观美国上市公司的舞弊案,有 75% 的会计造假活动是经公司高管直接授意、指使的。以近几年曝光的公司为例,在安然、环

球电信、世界通信、施乐等公司的舞弊案中,无一例外的有高管人员参与其中,扮演了十分不光彩的角色。安然公司 1985 年成立时只有 121 亿美元的资产,在后来大肆扩张中不断夸大收入与利润,到 2000 年时公司账面资产为 330 亿美元,而实际价值却只有账面价值的 1/3;施乐公司从 1997—2000 年的 4 年间通过提前确认销售收入、利用违规准备调节利润虚报了 30 亿美元的营业收入与 14 亿美元的税前利润;世界通信公司采用将一般性支出计入资本项目的方式,在 2001—2002 年一季度内共虚报收入 71 亿美元、虚增利润 16 亿美元;药品制造业巨头莫克公司则在 1999—2001 年度虚报了 124 亿美元的营业收入。上述舞弊案中,各公司的高管通过发布的不实财务信息蒙蔽了资本市场和广大投资者,为个人带来了大量的财富。以安然为例,在 1999—2001 年,当大量不知情的股民还在购入安然股票的时候,安然公司高层总共抛售了 1 730 万股股票,赚到了 11 亿美元。(陈海棠,2003)同时,欧洲的帕拉玛特、日本的西武铁道^①、嘉娜宝都毫无疑问地卷入了这场公司丑闻中。可见,这场公司财务丑闻的浪潮波及全世界。这些案例让人们充分地认识到股权激励作用的两面性。

在我国,20 世纪 90 年代云南红塔集团前董事长褚时健的案例,说明我国企业大部分高管短期机会主义行为的产生是在现有的公司治理状况下经营者和股东的目标函数不一样所致。我国国有企业的“59 岁现象”(Horizon Problem)如要得到根本性的治理,必须从战略性的角度设计出恰当的股权激励报酬机制,将企业经营者的个人利益同企业利益捆绑到一起,促使他们更加

① 西武铁道公司承认,他们提供关于最大股东的虚假信息已长达 40 多年,目的是掩盖公司违反所有权规定的行为。自爆出丑闻以来,该公司已失去 70% 以上的市值,波及享有盛誉的日本东证一部被撤销了上市资格。

关注企业的长期利益和可持续发展。因此,建立起完善的企业经营者股权激励机制是现实背景下我国企业的必要选择。

从20世纪90年代起,许多上市公司开始尝试探索适合我国国情的管理层股权激励模式,但是由于涉及国有资产流失问题,或明或暗的MBO^①行为被明令禁止,国企管理层的被激励措施曾一度苍白无力。经过证券市场20多年的迅速发展后,我国实施管理层股权激励计划已经具备了基础。尤其在2006年1月1日正式实施修订后的《公司法》和《证券法》以后,证监会又于2006年初推出了《上市公司股权激励管理办法》(试行),对股权激励制度的各个技术要素进行了更为细化的指导性规范,让长久以来的技术性讨论尘埃落定,这正式确定了股权激励机制的“合法”地位。

《上市公司股权激励管理办法》(试行)对股权激励的相关要素进行了具体的、详细的规范。主要具体规定如下:①股权激励计划的激励对象必须是公司员工,具体对象由公司根据实际需要自主确定,可以包括上市公司的董事、监事、高层管理者、核心技术(业务)人员,以及公司认为应当激励的其他员工,但是有污点记录的人员不能成为激励对象,以督促管理者勤勉尽责。考虑到激励对象,尤其是管理者属于公司内幕信息知情人,易出现内幕交易和操纵股价行为,《规范意见》以定期报告的公布和重大事件的披露为时点,设立了行权窗口期,激励对象只有在窗口期内才能行权。此外,财务报告虚假和有重大违法违规行为的上市公司不能实施股权激励计划。②在股票来源方面,《规范意见》明确了公开发行时预留股份、向管理者发行股份和回购本公司股份三种方式。在股票数量方面,参考了国际上的一些通

① MBO即管理层收购。

行做法,规定上市公司全部有效的股权激励计划所涉及的股票总数不得超过已发行股本总额的10%;其中个人获授部分原则上不得超过股本总额的1%,超过1%的需要获得股东大会特别批准。③股票激励计划一般以业绩或时间为条件,上市公司向激励对象授予的股票,只有在激励对象达到业绩目标或服务达到一定期限时才能出售。《规范意见》对董事和高层管理者的业绩条件作了强制性的规定。对于其他激励对象,激励是否与业绩挂钩由上市公司自行安排。④在时间方面,《规范意见》也对董事和高层管理者所获授的股票规定了禁售期,要求在本届任职期内和离职后一个完整的会计年度内不得转让,以鼓励董事和高层管理者长期持股,将个人收益与公司业绩挂钩,克服任职期内的短期行为。对其他激励对象获授股票的禁售期由上市公司自行规定。⑤股票期权的行权价格以股权激励计划草案摘要公布前30个交易日的平均市价与公布前一日的市价孰高原则确定,以避免股价操纵。为了避免激励对象有短期套现行为,《规范意见》要求权利授予日与可行权日之间应保证至少1年的等待期。⑥股权激励计划的实施程序为薪酬委员会拟定股权激励计划草案后,提交董事会审议,最后由股东大会批准。为了让中小股东尽可能参加表决,独立董事应当向所有股东征集投票权。公司应当聘请律师就股权激励计划的可行性、合法性及合规性发表意见,以充分发挥中介机构的专业顾问和市场监管作用。⑦为了增加透明度,保障广大中小股东的知情权,《规范意见》规定了严格的信息披露制度,不仅要求上市公司在董事会、股东大会形成决议后及时披露,还要求在定期报告中详细披露报告期内股权激励计划的实施情况。⑧由于上市公司股权激励对证券市场有效性和公司治理水平的要求较高,而境内上市公司开展股权激励是一项制度创新,因此,拟采取先试点、后逐步

推开的方式,试点后完善《规范意见》,稳妥地推行该项制度。另外《指导意见》明确指出,由于在股权分置情形下,上市公司股价往往不能够反映其经营业绩,管理者的经营成果无法通过股价来体现,股权激励难以达到预期效果,因此,只有现阶段完成股权分置改革的上市公司才可以实施管理者股权激励。

在2006年3月1日起正式实施的《国有控股上市公司(境外)实施股权激励试行办法》和2006年9月30日起正式实施的《国有控股上市公司(境内)实施股权激励试行办法》中,国有资产管理部门和财政部对国有控股上市公司实施股权激励计划的具体细节做出了进一步的明确要求,这些政策的出台为我国上市公司股权激励的实施扫清了道路。

近年来,运用股权来激励企业经理人员,已成为人们的共识和政策取向。随着股权分置改革的落幕,经营者股权激励的相关措施陆续成形,股权激励越来越受到重视。同时,国内各种要素市场的不断成熟和企业经营环境的不断改善,将为股权激励发挥其独特作用提供基础和保障。为了让股权激励的激励效果最大化,在我国上市公司大规模实施股权激励计划之际,有必要客观地认识股权激励的效果,不仅要认识到股权激励的长期激励作用,而且也必须正视其可能带来的负面作用。其原因在于股权激励可能带来以下问题:经理股票所有权的增加可能增加其风险规避行为。因为当经理的股票所有权增加时,经理的财富更多地依赖于股价,受股价波动的影响更大,这样,经理就会避免风险性项目以规避股价下降的风险。股票所有权的增加还可能导致经理人员利用信息不对称操纵公司信息。因为投资者一般通过公司披露的财务或其他相关信息来判断公司的经营状况,在资本市场信息有效性不强的情况下,投资者不能完全分辨出公司的真实信息,经理就可能通过操纵公司信息来操纵股价以谋求私人利益。

我国也曾经发生了诸如银广厦、红光实业、猴王股份、闽福发、重庆实业等一系列上市公司丑闻(或财务舞弊,或造假上市,或滥用大股权、虚假出资、掏空企业等)。尽管我国的这些上市公司丑闻并非完全由股权激励所致,但是这些案例提示,在我国上市公司大规模实施股权激励计划之际,在认识到股权激励长期激励作用的同时,必须正视其可能带来的负面效应。只有对股权激励可能带来的负面作用有足够的认识,才能采取针对性的措施来规避其负面效应,发挥其积极作用。

因此,在借鉴发达国家实施股权激励经验的同时,研究股权激励可能带来的负面效应,尤其是股权激励实施过程中高管人员的信息操纵问题,并对症下药,是当前我国理论界与实务界都面临的一个紧迫课题。

1.2 研究意义

1.2.1 理论意义

鉴于股权激励的长期激励作用,西方国家的企业大量采用股权激励模式,大大提高了企业的核心竞争力,促进了经济的发展。然而,西方国家的实践证明:股权激励是一把“双刃剑”,运用得当则会起到降低代理成本、长期激励的积极作用,如果运用不当也会带来新的道德风险,如高管人员粉饰财务报表、虚构利润及虚假陈述等信息操纵行为,产生一些负面效应。总体而言,国内外学者对股权激励作用的研究主要从两方面进行:一方面是研究股权激励的积极效果,这曾是学术界主流的研究方向,并且已经对此进行了深入的研究。另一方面是研究股权激励的负面效应,这方面的研究始于最近几年,主要是源于不断公之于众

的西方国家上市公司财务舞弊丑闻,目前这方面的理论与实证研究相对较少。而从股权激励对经理信息披露影响的角度来研究股权激励效果的文献则更是寥寥无几,因此,通过系统地研究股权激励实施中经营者信息操纵的形成机理来反映股权激励的效果很有必要。

由于信息不对称,投资者只能通过公司披露的信息来推断公司的真实状况。信息披露包括正常披露与操纵性披露。正常披露即公司按时如实地对投资者公布投资、并购、经营状况等信息;而操纵性披露则是经理利用信息不对称,操纵对外公布的信息来谋取私人利益或公司利益。经理通常不愿真实地披露信息,因为这样会损失其私人利益。股权激励是增加还是减少了经理信息披露的代理问题,目前学术界尚无定论。

当前国内外学者从理论上推导股权激励实施中经营者信息操纵问题的文献研究并不充分,研究如何阻止股权激励所引发的经营者信息操纵的文献更是凤毛麟角,而且仅有的理论研究文献也多从静态的角度,并且在博弈的参与人为完全理性的前提下进行研究推导。因此,通过细分监控机制、从动态的角度研究股权激励条件下经营者信息操纵的形成机理,有利于进一步理解股权激励与信息操纵之间的作用机制,为规避股权激励实施中经营者信息操纵问题提供理论参考。

我国 1999 年开始推行股权激励计划,从那以后,相当数量的上市公司实施了股权激励方案。由于制度和历史上的原因,我国大部分上市公司是由原国有企业或其他政府控制的实体重组改制而成,股权结构按投资主体的不同分为国家股、法人股(包括国有法人股)和社会公众股。这种制度设计造成了我国上市公司具有股权集中度高、国家股和法人股比例高以及股权流动性差的特点,“一股独大”的情况比较严重,公司股东大会的权力虚置。而