

国家社科基金项目成果 **经管** 文库

A Study on the Effect of Opportunistic Timing on
the Effectiveness of Equity Incentive

机会主义择时与 股权激励有效性研究

王烨 孙慧倩 / 著

中国财经出版传媒集团



经济科学出版社
Economic Science Press

国家社科基金项目成果 经管文库

A Study on the Effect of Opportunistic Timing on
the Effectiveness of Equity Incentive

机会主义择时与 股权激励有效性研究

王烨 孙慧倩 / 著

中国财经出版传媒集团



经济科学出版社
Economic Science Press

图书在版编目 (CIP) 数据

机会主义择时与股权激励有效性研究 / 王烨, 孙慧倩著.
—北京: 经济科学出版社, 2018. 5
(国家社科基金项目成果经管文库)
ISBN 978 - 7 - 5141 - 9196 - 7

I. ①机… II. ①王… ②孙… III. ①上市公司 - 股权激励 -
研究 - 中国 IV. ①F279. 246

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2018) 第 070780 号

责任编辑: 崔新艳
责任校对: 王肖楠
版式设计: 齐 杰
责任印制: 王世伟

机会主义择时与股权激励有效性研究

王 烨 孙慧倩 著

经济科学出版社出版、发行 新华书店经销

社址: 北京市海淀区阜成路甲 28 号 邮编: 100142

经管中心电话: 010 - 88191335 发行部电话: 010 - 88191522

网址: [www. esp. com. cn](http://www.esp.com.cn)

电子邮箱: [expexy@126. com](mailto:expexy@126.com)

天猫网店: 经济科学出版社旗舰店

网址: [http: //jjkxcbs. tmall. com](http://jjkxcbs.tmall.com)

北京季蜂印刷有限公司印装

710 × 1000 16 开 15.5 印张 280000 字

2018 年 5 月第 1 版 2018 年 5 月第 1 次印刷

ISBN 978 - 7 - 5141 - 9196 - 7 定价: 55.00 元

(图书出现印装问题, 本社负责调换。电话: 010 - 88191510)

(版权所有 侵权必究 举报电话: 010 - 88191586)

电子邮箱: [dbts@esp. com. cn](mailto:dbts@esp.com.cn)

本专著系国家社会科学基金项目“机会主义择时与股权激励有效性研究”（13BJY013）的成果；并受江苏高校品牌专业建设工程资助项目（PPZY2015A075）和江苏高校人文社会科学校外研究基地苏南资本市场研究中心（2017ZSJD020）资助。

前言

Preface

2006年中国证监会《上市公司股权激励管理办法（试行）》的颁布正式拉开了上市公司股权激励制度改革的序幕，截至2015年年底共有1000余家上市公司公布或实施了股权激励计划，并呈现继续增长态势。考察股权激励实施现状不难发现，我国上市公司推出股权激励计划具有“反周期性”，股市高涨时推出股权激励计划的上市公司少，而股市低迷时推出股权激励计划的上市公司多，存在明显的择时现象。美国的实践表明，将经理层报酬与股价挂钩的股权激励会诱发经理层通过授权或行权时点及相关信息披露时点的机会主义选择甚至操纵，来影响公司股价从而使自身股权薪酬最大化。2006年美国一系列高管薪酬披露新规的出台凸显了其严重性。股权激励机会主义择时不仅会损害股东利益、增加权益资本成本，还会使股权激励效果大打折扣。因此，对上市公司股权激励中机会主义择时行为及其所导致的股权激励有效性问题进行系统研究，具有十分重要的现实意义。

国外有一系列研究关注股权激励授权和行权环节的机会主义择时问题，然而，由于股权激励实践起步较晚，国内相关研究比较少。与美国相比，我国上市公司面临不同的制度环境，具有不一样的治理特征，特别是，根据相关规定，我国上市公司股票期权激励计划中行权价格的定价基础与美国“以股票期权授予日的股价为基础”不同，是以“股权激励计划草案摘要公布日前30个交易日内的股票平均价格为基础”来确定；行权环节规定，股票期权行权后不能立即出售股票，有6个月的禁售期。我国不同的制度和治理背景，以及关于行权价格定价基础和禁售期等方面的不同要求是否会导致我国上市公司股权激励机会主义择时行为？会导致什么形式的机会主义择时行为？什么样的公司治理机制会影响股权激励机会主义择时？这些需要基于我国制度背景进行相关研究。

本书以截至 2015 年 12 月 31 日我国上市公司公告和实施的股权激励计划作为研究对象,综合运用大样本实证研究法和典型公司案例分析法,对我国上市公司股权激励授予和行权环节机会主义择时行为及其影响因素进行了理论分析和实证研究。研究发现,在股权激励计划授予环节,由于行权价格的定价基础是股权激励计划草案摘要公布日前 1 个交易日股价与前 30 个交易日平均股价的较高者,公司管理层为了最小化行权价格,从而最大化股权激励预期收益,会有意识地选择在公司股价较低时公告股权激励计划草案,并且围绕股权激励计划草案公告,会实施机会主义选择性信息披露择时,同时,为了配合上述机会主义择时,还会围绕股权激励计划草案的推出,进行相机盈余管理;此外,为了进一步降低行权价格,增加股权激励份额,在股权激励计划实施过程中,公司管理层会择机分配股利,以使股权激励预期收益最大化。在股权激励行权环节,因为有“行权后不能立即出售行权所得股票且需持 6 个月”的规定,为了使个人所得税最小化,公司管理层会择机选择公司股价低点时行权,同时,为了配合机会主义低点择时,还会围绕行权日实施机会主义选择性信息披露和相机盈余管理。很显然,机会主义授权择时使股权激励在初始授权环节就失去了应有的激励效应,而机会主义行权择时不仅会加大税收征管成本,而且,围绕行权的机会主义选择性信息披露择时和相机盈余管理,会严重扰乱公司正常经营活动,最终损害股东利益。

进一步,对股权激励机会主义授权择时影响因素的研究表明以下三点结论。其一,激励强度和激励有效期是影响机会主义授权择时的股权激励契约因素。机会主义授权择时程度会随着股权激励方案所设定的激励总强度以及高管人员激励强度的提高而增强;同时,会随着等待期的增长而趋于严重,而随着行权有效期的加长而减弱。其二,产权性质和董事会独立性是影响股权激励机会主义授权择时的重要的公司治理因素。相对于非国有控股公司,国有控股公司管理层实施机会主义授权择时的程度更大;董事会独立性越强,公司管理层实施机会主义授权择时的程度就会越小。其三,市场化程度是影响机会主义授权择时的外部制度环境因素。相对于所处地区市场化程度高的公司,所处地区市场化程度低的公司管理层实施机会主义授权择时的程度会更严重;市场化程度低,不仅会强化国有控股与机会主义授权择时行为之间的正相关关系,而且会强化董事会独立性对机会主义择时程度的负向影响,同时,市场化程度低还会强化股权激励强度与机会主义授权择时程度之间的正相关关系。研究结果说明,优化激励契约基本要素组合,提升股票期权激励契约设计有效性;建立专项信息披露制度,加强相机盈余管理的监控;强化董事会的独立性,实化专门

委员会的监督职责；深化国有控股公司混合所有制改革，克制内部人控制；持续推进市场化改革，优化公司治理外部环境等，对于治理股权激励机会主义授权择时具有十分重要的意义。

对股权激励机会主义行权择时影响因素的研究表明：管理层薪酬水平通过节税激励对机会主义行权择时程度具有倒“U”型关系的影响。在管理层薪酬水平尚未达到拐点之前，机会主义行权择时程度会随着管理层薪酬水平的增加而趋于严重，但在管理层薪酬水平超过拐点之后，机会主义行权择时程度则会随着管理层薪酬水平的进一步增加而减弱。每次行权数量多会强化管理层薪酬水平与机会主义行权择时程度之间所存在的倒“U”型关系。在公司治理机制层面，相对于非国有控股公司，国有控股公司管理层实施的机会主义行权择时程度更大；股权集中度低会强化管理层薪酬水平与机会主义行权择时程度之间的倒“U”型关系。董事会独立性弱、董事长与总经理两职兼任、管理层持股比例高会强化管理层薪酬水平与机会主义行权择时程度之间的倒“U”型关系。在外部制度环境层面，市场化程度低会强化管理层薪酬水平与机会主义行权择时程度之间的倒“U”型关系。研究结果说明，治理股权激励机会主义行权择时需要从以下方面着手：合理确定管理层薪酬水平，制定激励相容的管理层薪酬契约；制定合理的股票期权行权频数，规范股票期权激励计划行权实施程序；完善专项信息披露制度，加强相机盈余管理的监督；强化董事会的独立性，实化专门委员会的监督职责；深化国有控股公司混合所有制改革，克制内部人控制；优化公司股权结构，改善公司治理内部环境；持续推进市场化改革，优化公司治理外部环境。

本书旨在研究上市公司股权激励机会主义择时行为的表现形式，研究我国特有的公司内部治理结构和外部制度环境如何影响上市公司股权激励机会主义择时行为，并在此基础上，就如何治理股权激励机会主义择时行为、如何完善我国股权激励制度提出若干政策建议。受个人水平所限，本书的研究可能存在不少纰漏甚至错误，欢迎并希望得到同行专家、读者的批评指正。

王 烨 孙慧倩

2018年1月1日 于润泽湖畔

目 录

Contents

第一章 绪 论	1
第一节 研究背景与研究意义	1
第二节 研究问题与研究思路	5
第三节 研究内容与结构安排	7
第四节 研究发现与可能的创新之处	10
第二章 文献综述	14
第一节 股票期权激励机会主义授权择时研究综述	14
第二节 股票期权激励机会主义行权择时研究综述	23
第三节 简评与启示	26
第三章 股权激励制度演进与现状考察	30
第一节 股权激励制度演进	30
第二节 股权激励现状考察	38
第四章 股权激励机会主义授权择时研究	58
第一节 机会主义授权择时存在性的案例研究 ——基于 HX 公司的案例分析	58
第二节 机会主义授权择时存在性的大样本实证研究	76
第三节 机会主义授权择时的影响因素研究	104
第五章 股权激励机会主义行权择时研究	132
第一节 节税激励下机会主义低点行权择时的理论分析	132
第二节 节税激励下机会主义低点行权择时的案例研究 ——基于 NY 公司的案例分析	137

第三节	节税激励下机会主义低点行权择时存在性的 大样本实证研究	151
第四节	机会主义行权择时的影响因素研究	173
第六章	研究总结与政策启示	211
第一节	机会主义授权择时的研究总结与政策启示	211
第二节	机会主义行权择时的研究总结与政策启示	218
第三节	研究局限与未来展望	227
参考文献		230
后记		235

第一章 绪 论

第一节 研究背景与研究意义

一、研究背景

2006年,中国证券监督管理委员会《上市公司股权激励管理办法(试行)》的颁布正式拉开了上市公司股权激励制度改革的序幕。据万得(WIND)统计,截至2013年底共有649家公司公布或实施了股权激励方案,这其中,2006年有38家,2007年有10家,2008年有67家,2009年有14家,2010年有63家,2011年有138家,2012年有134家,2013年有185家。在此期间,上证指数的走势分别是:2006年为2675.47,2007年为5261.56,2008年为1820.81,2009年为3277.14,2010年为2808.08,2011年为2199.42,2012年为2269.13,2013年为2115.98。很显然,我国上市公司推出股权激励计划具有“反周期性”,股市高涨时推出股权激励计划的上市公司少,而股市低迷时推出股权激励计划的上市公司多,存在明显的择时现象(见图1-1)。美国的实践表明,将经理层报酬与股价挂钩的股权激励会诱发公司经理层通过授权或行权时点及相关信息披露时点的机会主义选择甚至操纵,来影响公司股价从而使自身股权薪酬最大化。美国证券交易委员会(SEC)2006年12月一系列高管薪酬披露新规的出台凸现了股权激励机会主义择时问题的严重性。股权激励机会主义择时行为不仅会损害股东利益,增加权益资本成本,还会使股权激励机制的效果大打折扣。因此,对上市公司股权激励中机会主义择时行为及其所导致的股权激励有效性问题进行系统研究,极具现实意义和理论价值。

研究股权激励是解决代理冲突的有效手段还是沦为代理问题的来源,抑或本身即为代理问题的一部分,是国外研究的一条主线。早期研究主要基于最优契约论,关注股权激励的价值效应,近期研究重视股权激励中的代理问题,如

股权激励诱发的盈余管理问题、信息披露问题以及机会主义择时（Opportunistic Timing）问题等。

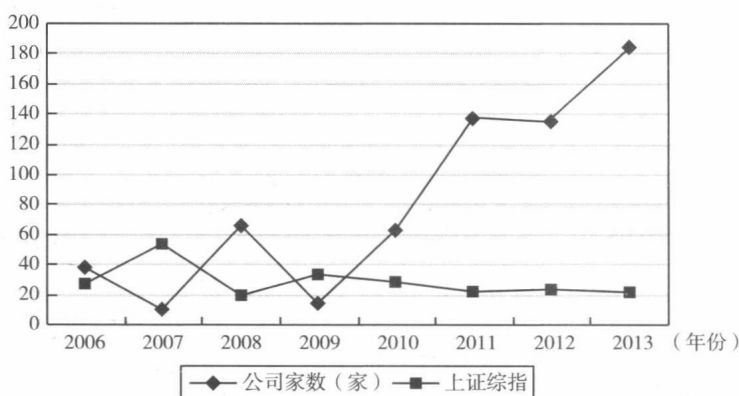


图 1-1 公布股权激励预案的上市公司家数与上证综合指数走势对比

资料来源：作者自行整理绘制。其中，为了与公司家数对比，上证综指缩小了 100 倍。

国外有关股权激励机会主义择时研究集中于股票期权授权和行权两个方面，股权激励授权环节机会主义择时研究主要围绕股票期权授权日机会主义选择、围绕股票期权授权的信息披露择时和股票期权授权日后改签三方面展开。

耶迈克（Yermack, 1997）首开股票期权授予中的机会主义择时研究之先河，研究发现授予 CEO 的股票期权在授予日以后伴随着正的超额股票收益率，表明 CEO 在适宜的公司信息披露之前存在机会主义选择股票期权授予日的行为。厄鲍迪和凯斯尼克（Aboody and Kasznik, 2000）研究了有固定授予日安排的股票期权授予前后公司自愿性信息披露，发现经理层通过推迟好消息、提前坏消息的披露，机会主义地操纵公司相关信息披露；查维和施劳伊（Chauvin and Shenoy, 2001）的研究也有类似发现。针对上述研究发现的股票期权授予日前后超额股票收益率模式，列（Lie, 2005）提出了股票期权授予日回签（Backdating）的解释，即经理层将股票期权授予日人为向过去追溯地设定到一个股价较低的较早日期，而不是设定在股票期权被授予的实际日期。

随后，股票期权授予日回签行为引发了学术界基于不同视角的一系列研究，包括股票期权回签与公司治理、股票期权回签的经济后果、股票期权回签在企业间的扩散等。

此外，还有一类文献研究了 2002 年《萨班斯法案》和股票期权授予日回签丑闻所触发的 2006 年薪酬披露新规对机会主义择时的影响，但结果并不一致。克林斯等（Collins et al., 2005）、赫柔恩和列（Heron and Lie, 2007）、

拉诺亚南和瑟乎恩 (Narayanan and Seyhun, 2006) 发现股票期权授予日机会主义择时行为受到了《萨班斯法案》的影响, 而黄和卢 (Huang and Lu, 2010) 的研究表明, 《萨班斯法案》没有影响 CEO 股票期权授予中的机会主义择时行为, 但是 2006 年 SEC 薪酬披露新规抑制了股票期权授予日回签行为, 并减弱了股票期权授予日择时和围绕授予日的信息披露择时行为的程度。

股权激励行权环节机会主义择时行为研究主要涉及择时行为存在程度的检验。早期的研究假设行权总是与取得股票的处置有关, 并且将行权作为一个整体未对行权模式作区分, 因而检验结果较弱。如卡蓬特和热蒙斯 (Carpenter and Remmers, 2001) 发现择时行为只在小公司高管行权中存在; 巴图乌和莫罕仁 (Bartov and Mohanram, 2004)、忽达特和朗 (Huddart and Lang, 2003) 则发现择时行为存在于高管对很大一批期权行权的时候。萨瑟若 (Cicero, 2009) 和厄鲍迪等 (Aboody et al., 2008) 注重在区分行权模式 (现金行权后出售、现金行权后持有、股票行权后持有等) 的基础上进行择时行为的存在程度检验, 并得到显著结果。此外, 还有学者对行权中的回签问题给予了关注, 如蔡 (Cai, 2007) 和哈里维尔等 (Dhaliwal et al., 2009) 为行权回签行为提供了经验证据。

综上所述, 股权激励机会主义择时行为受到国外学者的广泛关注, 并催生了一系列的研究成果。从研究趋势上看, 在获得机会主义择时广泛存在的证据的基础上, 关注行权择时的经济后果和影响因素以及授权择时的治理机制, 是国外这一领域未来研究的趋势。

不过, 上述研究主要是基于美国制度背景, 与美国相比, 我国上市公司面临不同的制度环境, 具有不同的治理特征, 特别是, 根据相关规定, 我国上市公司股票期权激励计划中行权价格不是以股票期权授予日的股价为基础确定的, 而是以股权激励计划草案摘要公布日前 30 个交易日内的股票平均价格为基础来确定的; 股票期权行权后有 6 个月禁售期的规定。我国不同的制度和治理背景, 以及关于行权价格定价基础和禁售期等方面的不同要求, 是否会导致我国上市公司股权激励中的机会主义择时行为? 什么样的公司治理机制会影响股权激励机会主义择时? 这需要基于我国制度背景的研究。

随着 2006 年上市公司股权激励改革的推进, 国内一些学者开始关注这次股权激励制度改革的实施效果。已有的一些文献主要关注股票期权激励的价值效应 (张宏敏等, 2009; 程仲鸣和夏银桂, 2008)、盈余管理问题 (苏冬蔚、林大庞, 2010; 肖淑芳等, 2009) 以及股权激励契约设计的特征 (吕长江等, 2009; 沈红波等, 2010; 徐宁、徐向艺, 2010), 但鲜有文献涉及股权激励实施过程中的机会主义择时问题。张治理和肖星 (2012) 以 2008 年 5 月 31 日前

公布股权激励草案摘要的上市公司为研究对象,发现实施股票期权激励的上市公司存在机会主义授权择时行为。但是,该研究的样本规模很小,并且研究方法与国外主流研究存在较大的差异,也没有涉及围绕股票期权激励计划推出的机会主义信息披露择时和相机盈余管理等方面的进一步研究。因此,该研究只为我国上市公司股权激励机会主义授权择时提供了初步证据,需要后续进一步系统地研究。此外,还有学者对股权激励实施中公司经理层信息披露策略选择和信息操纵问题进行了理论性分析(冉茂盛等,2009),但并未展开实证研究,也未触及股权激励实施中授权日和行权日择时以及围绕授权日和行权日的信息披露择时行为等方面的问题。

在上市公司股价的财富效应日趋增强、而当前我国上市公司内外部治理机制较弱化的背景下,公司管理层会如何利用自身控制权通过机会主义择时行为谋求股权薪酬最大化?机会主义择时行为有何经济后果?如何完善内外部治理机制,预防和约束这种行为,以发挥股权激励的积极效应?本书将围绕上述问题展开系统研究。

二、研究意义

(一) 理论价值

首先,从机会主义择时角度,拓展和补充国内既有股权激励研究。关于2006年股权激励改革实施效果的研究,国内既有文献主要集中于股权激励的价值效应和盈余管理问题以及股权激励契约设计特征等方面,鲜有文献深入地研究股权激励机会主义择时问题。本书以2006年股权激励改革后至2015年底实施股权激励计划的上市公司为研究对象,基于授权和行权两个环节,分别从机会主义择时存在性和影响因素两个方面,对股权激励机会主义择时问题展开深入系统的理论分析和实证研究,从机会主义择时角度对国内既有股权激励研究进行拓展和补充。

其次,从股权激励择时视角丰富市场择时领域的研究文献。市场择时是公司财务研究的一个重要领域,其中,市场择时理论已成为资本结构理论研究的一大流派,该理论认为资本结构是公司市场择时行为的累积结果[贝克和沃格勒(Baker and Wurgler),2002],形成了对资本结构动态平衡理论之争。此外,内部人交易中的市场择时[弗里德里希等(Friedrich et al.),2002;曾庆生,2008;等等]、股票定向增发中的市场择时(彭韶兵和赵根,2009;吴育辉等,2013;等等)也受到不少学者的关注。本书集中于股权激励过程中的机

会主义择时行为,丰富了市场择时领域的研究。

最后,为国际范畴的股权激励机制主义择时研究提供基于中国制度和治理背景的经验证据。美国股权激励的实践历史较长,关于股权激励机会主义择时的研究文献也较为丰富和充分,不过,相关研究结论建立在美国相应的制度和治理背景之下,是否具有普适性,尚缺少基于不同制度和治理环境的经验证据。我国经济处于新兴加转轨进程之中,具有非常独特的制度和治理特征。基于我国制度和治理背景,对股权激励机会主义择时的存在形式以及影响因素的特殊性,本研究能够提供有价值的进一步证据。

(二) 实践意义

本书的实证研究能够为股权激励改革的实施效果提供最新的经验证据。在此基础上的治理机制研究可以为中国证监会和国务院国资委等部门完善股权激励制度提供政策参考,为投资者健全股权激励方案提供策略支持。

其一,本书从机会主义择时视角研究 2006 年股权激励改革的实施效果及影响因素,基于来自上市公司股权激励实践最新数据所形成的经验证据,能够为证监会完善上市公司股权激励制度提供政策参考,从而促进上市公司进一步提高股权激励的有效性,改善公司治理和运作机制,提升上市公司质量,进而促进资本市场的健康发展。

其二,2006 年的股权激励改革是我国国有企业高管薪酬改革进程中继年薪制后又一重大举措,本书的研究将为我国国有控股公司的股权激励改革提供理论指导和经验证据,本研究的结果将对国有企业如何有效地实施股权激励制度,进而对于推进国有企业深化改革、完善其公司治理结构、转变国企经营机制和提高竞争力具有较强的现实意义。

其三,本书对股权激励授权至行权整个过程中,影响股权激励有效性的机会主义择时因素进行多维度、全面、系统的研究,研究结果将有助于投资者评估股权激励计划设计及实施过程中的可能缺陷或问题,为其优化股权激励方案提供策略支持。

第二节 研究问题与研究思路

一、研究问题

本书以 2006 年股权激励制度改革以来至 2015 年底已公布或实施股权激励

计划的上市公司作为研究对象,从授权和行权环节两个层面,对上市公司股权激励中机会主义择时行为的表现形式及影响因素进行理论分析与实证研究。具体研究问题包括三方面。第一,由于特有的制度和治理特征,我国上市公司股权激励机会主义择时呈现出什么样的特征和方式?公司管理层是否以及如何通过主动地进行选择性信息披露来配合股权激励机会主义择时行为?公司管理层是否以及如何运用有计划的相机盈余管理来配合股权激励机会主义择时行为?第二,影响我国上市公司股权激励机会主义择时行为的公司治理特征有哪些?我国特有的外部制度环境对上市公司股权激励机会主义择时行为有何影响?第三,如何完善内外部治理机制,预防和约束股权激励机会主义择时行为,以发挥股权激励积极效应?

二、研究思路

本书严格遵循提出问题—分析问题—解决问题的一般研究范式,采用大样本实证研究法和案例分析法展开研究。基本研究思路如下。

首先,结合我国股权激励制度背景,考察 2006 年股权激励改革以来公布和实施的股票期权激励方案设计特征和实施现状。

其次,就机会主义择时行为对股权激励有效性的影响及其所引发的信息披露和盈余管理配合问题进行典型案例研究和大样本实证分析。

再次,运用 2006 年股权激励制度改革以来我国上市公司的经验数据,实证分析机会主义择时行为的内外部影响因素。

最后,根据上述理论和实证研究结论,就如何治理机会主义择时行为并完善我国股权激励制度进行对策研究。

具体研究思路如图 1-2 所示。

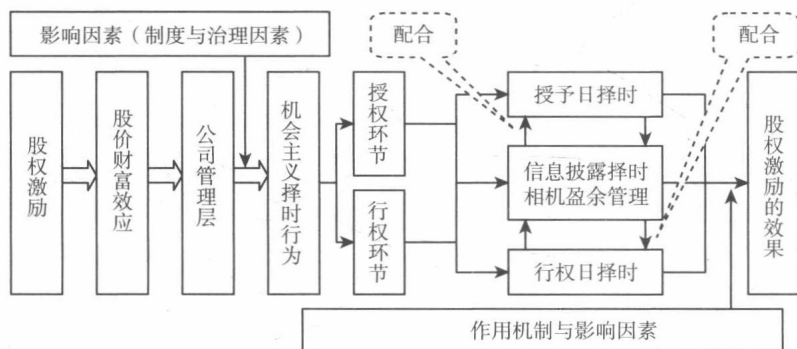


图 1-2 股票期权激励机会主义择时行为及其作用机制

第三节 研究内容与结构安排

一、研究内容

本书旨在研究上市公司股权激励机会主义择时行为的表现形式,研究我国特有的公司内部治理结构和外部制度环境如何影响上市公司股权激励机会主义择时行为,并在此基础上,就如何治理股权激励机会主义择时行为并完善我国股权激励制度提出若干政策建议。主要研究内容包括六部分。

第一部分,股权激励机会主义择时行为的特征分析。对2006年股权激励改革以来公布和实施的股权激励方案,从关键要素(如激励对象、激励方式、期权激励行权价格、行权的绩效条件、激励期限等)角度,系统考察我国股权激励契约设计的特征;在此基础上,结合现状,进一步分析股权激励契约在执行中所表现出来的特点、问题、趋势。重点分析股票期权授权和行权模式、类型等,以及股票期权授权行权全过程中可能的代理问题和机会主义择时行为的表现形式。

第二部分,机会主义择时行为对股权激励有效性的影响研究。基于股权激励过程中机会主义择时行为的特征和类型,围绕股票期权授予和行权时点选择、相关信息披露时点选择以及其他可能的机会主义择时方式,系统地分析,就机会主义择时行为对股权激励有效性的影响展开系统研究。

第三部分,机会主义择时行为与信息披露择时配合问题研究。除了根据公司股价走势被动地进行股票期权授权和行权等时点的机会主义选择外,机会主义择时行为还会通过主动地进行选择性信息披露来配合实现。本部分旨在研究公司管理层如何通过主动进行选择性的信息披露来配合其股权激励中的机会主义择时行为。在构建系统的理论框架基础上,重点对择时行为与选择性信息披露进行实证分析。

第四部分,机会主义择时行为与相机盈余管理问题研究。有计划的盈余管理不仅会对可行权的业绩条件产生影响,还可以通过改变投资者预期而影响股权激励中某一期间的股价。本部分旨在研究公司管理层是否以及如何运用有计划的相机盈余管理来配合其股权激励中的机会主义择时行为。在构建一个系统的理论框架的基础上,重点对择时行为与相机的盈余管理进行实证分析。

第五部分,机会主义择时行为的影响因素研究。在前两部分研究的基础上,对股权激励机会主义择时行为的影响因素进行研究,重点分析影响择时行为的内

部治理层面因素（如所有权结构、董事会结构等）和外部制度环境因素（如市场化程度、经理人市场的完善程度等），为研究治理对策奠定基础。

第六部分，股权激励机会主义择时行为治理机制研究。在前面几部分研究的基础上，结合证券市场的发展特点，研究股权激励机会主义择时行为的治理机制，并且提出相应的政策建议。

二、结构安排

全书包括六章内容，具体结构安排如下。

第一章，绪论。本部分介绍本书的研究背景和研究意义，并提出本书所要研究的问题与研究思路。同时，针对研究问题，对本书的主要研究内容及可能的创新之处作简要概述。

第二章，文献综述。本章从股权激励机会主义授权择时和行权择时两个方面展开文献综述，以突出本书选题的理论价值及可能的学术贡献。股权激励机会主义授权择时文献综述，从授权择时存在性、授权择时与公司治理之间关系、授权择时的经济后果三个方面展开，对授权择时存在性研究，根据制度背景所表现出来的不同研究趋势，总结出三个阶段进行述评。股权激励机会主义行权择时文献综述，按照时间发展先后所呈现出的不同研究特点，归纳为两个阶段展开述评；最后，对研究文献进行总体评述，并结合相关研究，分析我国未来研究趋势。

第三章，股权激励制度演进与现状考察。本章包括股权激励制度演进与股权激励现状考察两节内容。我国上市公司股权激励制度演进被归纳为股权激励实践探索和股权激励制度规范两个历史发展阶段。其中，股权激励制度规范阶段进一步分为基础性制度环境的变革、股权激励制度改革的开启、股权激励制度规范的完善、股权激励税收与会计规范的配套、股权激励制度规范的发展五个具体阶段。本章第二节是股权激励现状考察。根据国泰安财经研究数据库中的股权激励方案、股权激励授予明细和行权明细三个子数据库，对我国上市公司截至2015年12月31日股权激励计划的特征以及实施情况，从股权激励授予的年度分布、股权激励授予的行业分布、股权激励模式特征、股权激励强度特征、股权激励有效期与禁售期、股权激励行权情况等六个方面进行详细分析和总结。

第四章，股权激励机会主义授权择时研究。本章首先基于HX股份有限公司，从股票期权激励计划草案公告时点的选择、股利分配方案的择机推出以及股权激励计划公告前后相机盈余管理三个方面，对机会主义授权择时的表现形