

高管权力与股票期权计划实证研究

赵青华^{1,2}, 黄登仕¹

(1. 重庆工商大学 会计学院, 重庆 400067; 2. 西南交通大学 经济管理学院, 四川 成都 610031)

摘要: 由于上市公司 ESO 激励计划“乱象丛生”, 人们日益关注其推出动因。文章以 2006 年到 2009 年上市公司为样本, 从高管权力、公司特征、外部环境对公司推出 ESO 计划的动因进行了研究, 发现公司高管权力、公司规模、资金流动性越高, 公司越有冲动推出 ESO 计划; 公司股权结构越集中、财务杠杆越高, 则有抑制 ESO 计划推出的倾向; 公司风险与 ESO 计划之间呈凹性关系, 表明风险过高和过低都不利于 ESO 计划的推出。

关键词: 高管权力; 公司特征; ESO 激励动因

中图分类号: F272.91

文献标志码: A

文章编号: 1008-5831(2013)03-0065-08

一、问题提出

自 2006 年颁布《上市公司股权激励管理办法》以来, 中国推出高管股票期权(Executive stock options, ESO)激励的上市公司越来越多, 到 2011 年 2 月超过了 190 家。尽管理论上认为, 实施 ESO 激励可以缓解代理问题, 使高管与股东的利益捆绑, 鼓励高管在投资项目和战略选择时敢于冒风险, 进而改善投资和财务决策; 吸引、挽留有较高成就愿望的高级管理人才; 还可以为具有诸如流动性、税收成本和财务报告成本等财务约束的公司解决主要包括高管在内的薪酬问题, 但显然, 这些只是股东的意愿。Bebchuk 和 Fried^[1]强调了高管权力是其薪酬水平和特点的主要解释因素。因为公司实施 ESO 的直接动因在于股东与高管之间的利益妥协, 是股东意愿中高管能够接受的部份。而这种利益妥协当然是基于一定环境的利益纽带——公司内部条件与外部环境。所以, 可以将实施 ESO 激励的动因归纳为两个因素的均衡: 第一, 高管特征决定的意愿; 第二, 股东利益的诉求机制。而这种均衡形成了高管权力维度。那么, 在特定的内部条件及外部环境下, 高管权力影响公司 ESO 计划的推出了么? ESO 计划是高管权力寻租、还是股东出于利益维护的动机? 本文拟通过对 2006-2009 年期间中国上市公司实施 ESO 激励的相关数据进行分析, 深入揭示中国上市公司实施 ESO 激励的动因。

二、文献分析与研究假设

由于 ESO 激励的动因是基于高管意愿和股东利益诉求机制的均衡, 而这种均衡又处于特定的公司内部条件与外部环境之中。三者的结合决定了公司实际控制权走向, 而这种走向则可能影响到是否实施 ESO 激励及其经济后果。由于中国的很多上市公司实际上被高管所操控, 所以中小股东和潜在的投资者自

收稿日期: 2012-06-21

基金项目: 教育部人文社科类青年项目“大股东控制下的股权结构对企业 R&D 投资行为的影响研究”(11YJC630139)

作者简介: 赵青华, 西南交通大学博士生, 重庆工商大学会计学院教师, 主要从事会计与管理研究。

然担心 ESO 激励是否会成为加薪的“合法”理由。事实上,这种担心也并非空穴来风。卢锐从单维度指标和综合维度指标两个维度,检验了高管权力是否会对薪酬激励产生影响,发现高管权力型企业的高管倾向于在股权激励中寻租^[2]。吕长江等从上市公司股权激励制度设计的角度进行了研究,发现中国上市公司 ESO 激励与福利并存的现状^[3]。所以,本文拟从高管权力、公司内部条件及外部环境三个方面对相关文献进行回顾与分析。

(一) 高管权力对其薪酬结构的影响

薪酬契约理论认为,如果高管权力过大,那么他可以在很大程度上影响甚至自定薪酬。Bebchuk 等发现,如不剔除市场或行业等非管理层业绩因素的影响,高管可能订立于己有利的各种期权激励条款,直接根据股价上升得到好处;也可能大量采用平价期权、对其所持期权行权后的股票变现行为不加约束、允许高管期权重装等^[4]。Ryan 和 wiggins 发现,独立董事拥有对 CEO 讨价还价的优势,外部董事在董事会中比例越高,则更倾向于给董事支付基于股权的薪酬^[5]。卢锐等认为高管权力是影响薪酬激励及其绩效的重要因素^[6]。陈骏研究认为无论产权性质如何,高管权力越大则薪酬激励过度的程度就越显著,这主要体现在董事长与总经理两职合一的指标上^[7]。洪峰实证发现,高管权力偏向利用薪酬寻租,其激励的一面不显著;高管权力型公司的薪酬业绩敏感度更低,且盈利与亏损业绩薪酬敏感度非对称性更高^[8]。很显然,高管权力越大,在限薪令和社会的广泛关注下,高管更倾向于寻求 ESO 这样的“合理”渠道取得更多的报酬。而正如吕长江等^[3]所说,在激励条件、激励有效期、授予数量和激励对象也由公司自己确定的情况下,股权激励变成了高管的“福利”。而在股东控制的情况下,公司相关信息更透明、在 ESO 激励条件的安排上更趋于严格的业绩标准,而基于规避自身风险的本能选择,高管不倾向于接受这样的薪酬契约。基于以上的分析,提出假设:

H₁: 高管权力越大,选择 ESO 激励方式的可能性较大。

(二) 公司内部条件与股权激励

1. 公司规模

Jensen 和 Meckling 认为,公司规模越大,监督管理者就越困难,故对激励计划的需要就更迫切,而这类公司通常也愿意承担 ESO 这类较复杂的激励成本。近期国内的研究结论多认为实施 ESO 激励的概率与公司的规模负相关。郑鸣和徐璐认为中国 A 股市场中,国有控股公司比例较大,规模大的公司也多为国有控股。而公司规模越大,驾驭公司风险的能力和力要求越高。而从企业的目标来看,ESO 薪酬契约能使管理者的才能与努力和报酬挂钩,防止公司在不了解管理者才能的情况下给予管理者过高的报酬^[9]。吕长江等^[10]实证结果支持也支持这种观点。故提出如下假设:

H₂: 公司规模越大,其选择 ESO 激励的可能性越高。

2. 公司财务杠杆

Jensen 和 Meckling 认为债务利于缓和股东和经理人之间的代理冲突。尔后, Brian 认为,当公司负债较高时,为减轻股东与债权人的矛盾,应该减少 CEO 的薪酬敏感度,股价与激励较少联系为好,因为债务可能导致股东与债权人的冲突。当高管被授予基于股票的激励时,会因与股东的共同目标而投资于可能损害债权人利益的高风险项目^[11]。而 Chourou 等^[12]也证实了这种观点。为了减少股东与债权人之间的代理冲突,高财务杠杆的公司可能会较少采用类似 ESO 这种与股票价格相关的激励。由此,提出研究假设:

H₃: 公司的财务杠杆越高,越可能较少采用 ESO 激励。

3. 股权结构

委托代理理论认为股权的高度分散不利于股东对高管的监督。在英美股权高度分散的所有权结构下,CEO 更关注个人目标,从而导致 CEO 过量薪酬及其缺乏业绩敏感性,故倾向于授予高管股票期权。Bebchuk 和 Fried 证实了基于股权的薪酬和大股东所有权之间存在着负相关关系^[1]。周建等认为一个存在多重利益主体的市场是一个具有自我澄清机制的市场,大股东股权竞争与经营者股权激励之间存在互补效应^[13]。郑鸣、徐璐^[9]也证实了实施 ESO 与机构投资者持股比例正相关的推测。由此,提出假设:

H₄: 公司股权集中度越高,越不倾向于选择 ESO 激励。

4. 流动性限制

由于 ESO 是通过行权的方式让市场给高管支付薪酬,所以不同于工资和奖金需要公司支付现金,从而使公司保持了流动性。因此,公司面临现金短缺时更倾向于支付在薪酬包里加入 ESO, Yermack 的实证研究支持这样的观点。从中国的实际情况来看,上市公司大多有圈钱的毛病,从公司抽出资金以工资或奖金的形式发放高额薪酬往往会遭到股东及公众的强烈反对,而在公司面临现金短缺、而公司成长性好的情况下,公司很可能在薪酬包里加入 ESO 条款。故提出如下假设:

H₅: 公司的自由现金流量越少,在薪酬包里加入 ESO 的可能性越大。

5. 公司成长机会

由于经理人比股东掌握更多的公司成长信息,有成长机会的公司要监督公司高管并非易事。由此,有高增长机会的公司很可能授予更多的 ESO。Bryan 认为经理比股东更厌恶风险,尤其有成长机遇的公司的股东希望高管选择有一定风险而收益为正的项目。而会计报酬是基于具有滞后性、波动性较大的会计指标,不能反映企业的真实价值,故不能给予高管有效激励。而具有非对称凸性收益函数的

ESO正好可以弥合双方的长期利益。Ittner等、Chourou等^[12]发现增长机会与ESO的水平有正相关关系。郑鸣和徐璐^[9]、吕长江等^[10]的实证也基本认同以上这种观点。

H₆:增长机会较多的情况下,公司倾向于选择ESO激励。

(三) 外部环境对公司选择ESO的影响

1. 公司风险

根据委托代理理论,公司风险与高管的激励性报酬之间存在着权衡关系。在风险较高的情况下,高管要求得到更高的风险补偿。由于公司风险与成长机会相伴,故其与激励性薪酬占总薪酬的比重负相关。Jin认为个别风险是激励性薪酬与总风险互动之因。ESO这种或有薪酬把非常分散的股东风险转移到了不能分散风险的高管身上。因此,在高风险公司的或有薪酬可能引起股东价值减少。反之,在风险较小的情况下,股东自然不愿意承担高额的激励成本。由此,公司风险与ESO激励之间应是一种凹性关系。Chourou等^[12]以加拿大的相关数据进行研究,发现无论用内部条件或是用CEO特性作自变量,印证了公司特殊风险与期权授予之间呈凹性关系,表明在中等风险情况下,公司会授予更多的ESO。

H₇:公司总体风险与ESO授予之间应是一种凹性关系。

2. 业绩会计度量的噪声

Holmström认为,如果某业绩考核指标有噪声,就应该减少其业绩评价的权重^[14]。因而业绩考核和薪酬设计应当依据有较高信度的业绩指标。假设董

事会分别接到来自于股票市场回报和会计盈余的关于CEO的表现信息,当会计业绩有相对较高的噪声干扰时,Lambert和Larcker,Yermack发现CEO的薪酬与基于股市回报的业绩变量更相关。后来,Chourou等^[12]用激励强度作为因变量进行回归,结果显示当会计业绩对市场表现有较高噪声的时候,公司通过ESO能提供给CEO较大的激励。基于以上的分析,提出假设:

H₈:会计数据噪声与越高,公司选择ESO激励的可能性越大。

三、样本变量与模型设计

(一) 样本与数据来源

本文选取2006年1月到2009年12月31日深沪两市A股上市公司为样本。根据研究的目标和工作条件,剔除了以下样本:(1)交易状态为ST的上市公司;(2)未完成股权分置改革的公司;(3)我们的工作条件中无法查找到公告的公司;(4)数据不完整的公司。公告拟采用ESO激励的公司,以发布在凤凰财经网上的公告为基准,然后根据深圳国泰安公司开发的中国股票市场研究数据库(CSMAR)和北京色诺芬公司开发的中国经济研究中心数据库(CCER)为研究依据。最终得到未公告ESO的样本4407个,公告ESO的样本126个。

(二) 变量定义(表1)

我们以哑变量($Adopt_{it}=0/1$)度量是否实施ESO激励,意指在t年给予ESO激励,而在之前两年未授予。本文中的高管权力指高管与大股东的关系及在企业资源支配中的地位。在权力度量上,Hu和Kumar以CEO的任期和服务年数、董事会独立性、

表1 变量定义

变量类型	变量名称	变量代码	变量定义
ESO激励	ESO激励	$Adopt$	若公司实施ESO激励取1,否则取0
高管权力	高管连任	$Power_1$	若董事长或总经理在IPO之前就任职且IPO之后四年仍然在位取1;否则取0
	高管持股	$Power_2$	如果董事长或总经理有公司持有股份取1,否则取0
	股权制约	$Power_3$	第一大股东持股比例除以第二至十大股东持股比例之和小于1取1,否则取0
	两职兼任	$Power_4$	高管兼任董事长或副董事长取1,否则取0
	权力积分	$Power_5$	$\sum Power_i (i=1,2,\dots,4)$
内部条件	公司规模	$Size$	销售额的自然对数
	财务杠杆	$Leve$	总负债与总资产账面价值之比
	股权结构	$HERF$	前五大股东持股比例平方和
	流动性约束	$Liqu$	(税后利润+折旧摊销-营运资本增加-资本支出)/总资产
外部环境	公司成长性	$Grow$	营业收入增长率
	公司风险	σ_t	公告前52周公司股票收益率的标准差
控制变量	会计噪声	$Noise$	样本各年公司ROE方差与股票年收益率方差比
	行业管制	$Regu$	所属行业为控制行业时取1,否则取0
	年度情况	$Year$	四个年度取3个年度的哑变量,是取1,不是取0

CEO 是否兼任董事长、CEO 是否在两年内退休、是否存在大股东等指标综合反映管理层权力的大小。但中国上市公司高管退休时间通常在事前不易确定,且“独立董事不独立”^①,为数不少的高管通常是具有较高行政级别的官员或前官员^②,由于大多只对上(政府)负责,通常权力较大。而自国有企业改革以来,高管持股通常成为高管与公司利益结盟的象征,但也成为高管在公司权力和地位的标志。所以我们以高管是否持股、高管连续任职、兼任两职和股权分散度四个方面度量高管权力;公司成长机会以营业收入增长率作为代理变量;总体风险以前 52 周公司股票收益率的标准差为代理变量;模型中涉及的公司规模、财务杠杆、所有权结构、流动性约束、公司成长机会、风险水平、会计噪声等变量已有公认文献定义。因为各年的宏观经济状况可能会影响到是否实施 ESO 激励决策,故将年度虚拟变量加入模型中。另外,由于增长较快、风险较高、代理问题更严重的控制行业更容易采用 ESO 激励^[9,12],故我们将行业虚拟变量也加入模型中(表 1)。行业虚拟变量参照夏立军、陈信元^[15]的做法,将采掘业(B),石油、化学、塑胶、塑料(C4),金属、非金属(C6),电力、煤气及水的生产和供应业(D),交通运输、仓储业(F),信息技术业(G)作为控制行业,而将其他作为非控制行业。

(三) 模型设计

公司的 ESO 计划是投资者代表基于内部条件结合公司所处环境而与高管达成的“利益捆绑”计划,也即这个计划是基于内部条件、外部环境及高管权力的合力。所以,为了估计公司实施 ESO 激励的可能性,我们建立如下 logistic 计量模型:

$$\Pr(\text{Adopt} = 1)_i = F(\alpha_0 + \beta x_{it} + \gamma z_{it-1} + \delta d_{it} + \eta e_{it} + \varepsilon_{it}) \quad (1)$$

式中 α_0 表示为截距项, x_{it} 为关于高管权力的向量, z_{it-1} 为关于公司内部条件的向量, d_{it} 为关于公司外部环境的向量, e_{it} 为年度变量的向量, ε_{it} 为误差项。内部条件的变量滞后一年是为了捕捉高管可能流动之前的特点。为了考量公司重复的观察结果,我们以公司聚类的数据来估计标准误,因此观察值不必是独立的。

四、实证结果与讨论

(一) 描述性统计及分组比较

从表 2 可以看到,两组的财务杠杆、公司风险无论是方差的齐同检验或是均值的显著性检验,其差异都存在统计上的显著性,说明财务杠杆、公司所面临的风险对公司是否制订 ESO 计划有显著性的影响;此外,对我们最为关注的高管权力问题,两组的权力变异程度差异明显,而且公告 ESO 样本均值明显高于未公告组(在 1% 的水平上显著),初步支持我们关于公司高管权力越大越倾向推出 ESO 计划的假设;在公司的流动性方面,两组的方差通过了齐同的检验,但公告组的均值明显高于未公告组,说明公司流动性问题也是推出 ESO 计划的重要影响因素;公告 ESO 计划的控制行业分布 F 统计量在 10% 的水平上显著,说明两组的方差并不齐同,但在概率上与未公告组差异并不具有显著性;此外,公司规模、股权集中度、公司的成长性、公司财务信息的噪声干扰,无论是方差齐同性或是均值,两组的差异并不具有显著性,但这些因素是否影响到 ESO 计划的推出还需要进一步检验。

表 2 描述性统计与分组比较

指标	Adopt	N	均值	标准差	均值 t 检验		F 检验	
					均差 ^③	显著性	F 值	显著性
Regu	0	4 407	0.374	0.484	0.033	0.452	2.854	0.091
	1	126	0.341	0.476				
Size	0	4 407	21.076	1.393	-0.162	0.198	0.467	0.494
	1	126	21.238	1.332				
Leve	0	4407	0.500	0.186	0.041	0.014	13.962	0.000
	1	126	0.458	0.142				
HERF	0	4407	0.173	0.122	0.015	0.173	0.981	0.322
	1	126	0.158	0.115				
Grow	0	4391	0.308	7.502	-0.109	0.871	0.399	0.528
	1	126	0.417	0.779				
σ_1	0	4407	0.038	0.008	-0.001	0.09	5.334	0.021
	1	126	0.039	0.009				
Liqu	0	4407	0.080	0.148	-0.030	0.023	0.094	0.759
	1	126	0.110	0.130				
Noise	0	4 407	1.255	24.185	0.645	0.765	0.321	0.571
	1	126	0.611	5.709				
Power ₅	0	4 400	1.586	0.884	-0.239	0.003	8.132	0.004
	1	126	1.825	0.821				

资料来源:根据 CCER 数据库整理。

①2010年12月18日上海证券交易所研究中心主任胡汝银在上海举办的“第九届中国公司治理论坛”上的讲话。

②2010年7月5日《投资者报》载《上市公司中的官员:官系高管占比5%》。

③这里均差的检验结果为假设两组均值相等的检验方法计算,与采用假设两组均值不等的检验方法的结果相近,其显著性程度与本表所示结果基本相同。

(二) 相关分析

三个方面的影响因素主要变量的 Person 相关分析(表 3)显示,公司的财务杠杆水平、公司风险对公司推出 ESO 呈显著负向关系;是否属于控制行业、公司规模、股权集中情况、公司增长机会、公司的流动性及会计噪声与之相关程度并不具有显著性;高管权力变量则与之有显著的正相关关系,这在一定程度上支持上文关于权力影响 ESO 计划推出的假设。

由于相关分析并未考虑各变量之间的相互影响,所以还需要进行多元回归分析。由于一些变量之间存在显著性相关关系,如公司规模与财务杠杆、股权结构、流动性约束、公司成长机会、公司面临风险、会计数据噪声等具有显著性相关关系,所以各变量之间可能存在多重共线性的影响,将在回归分析中采用向后回归方法进行研究。

表 3 回归变量的相关分析

<i>Adopt</i>	<i>Regu</i>	<i>Size</i>	<i>Leve</i>	<i>HERF</i>	<i>Grow</i>	σ_1	<i>Liqu</i>	<i>Noise</i>	<i>Power₅</i>
1.000									
-0.011	1.000								
0.019	0.142***	1.000							
-.036**	-0.007	0.334***	1.000						
-0.020	0.135***	0.317***	-0.005	1.000					
0.002	0.016	0.031**	0.011	0.025	1.000				
0.025	-0.024	-0.105***	0.068***	-0.048***	0.008	1.000			
0.034**	0.049***	0.135***	-0.174***	0.093***	0.058***	-0.299***	1.000		
-0.004	-0.009	-0.041***	0.057***	0.019	0.000	-0.003	0.007	1.000	
0.045***	-0.031**	-0.017	-0.019	-0.019	-0.005	0.033**	0.002	-0.019	1.000

注:本表为 Pearson 检验结果。*、**、*** 分别表示在 10%、5% 和 1% 的统计水平上具有显著性意义(均为双侧检验),下文指代相同。

(三) 回归分析结果

表 4 是公司推出 ESO 计划影响因素的 Logistic 回归分析的情况,采用的是以 Wald 统计量为标准的向后剔除策略。为了考察所有假设变量对 ESO 计划推出的影响,我们第一步将全部变量放进回归模型;经过 5 步剔除不显著变量及消除共线性因素的影响,得到最后的回归结果。从回归结果看,权力累积量(*Power₅*)的回归系数显著为正(在 1% 的水平上具有显著性意义),即高管权力越大则公司越倾向于推出 ESO 激励计划,表明高管权力对公司股权激励计划的推出确实有促进作用。假设 1 得到支持。而控

制变量中,公司规模(*Size*)、公司财务杠杆(*Leve*)、公司风险水平的二次项(σ^2)、流动性约束(*Liqu*)和股权结构(*HERF*)的回归系数具有显著性(在 5% 的水平上具有显著性意义),且影响的方向与预期的相同。假设 2、3、4、5、7 得到支持。但关于会计噪声、增长机会对 ESO 计划影响的假设未能得到经验数据的支持,在第一步不显著,而在以后的回归过程中成了被剔除的变量。此外,关于行业与年度控制变量,在第一步中也不显著,并成为回归过程中的被剔除变量。最后,回归方程的显著性水平小于 0.01,表明方程在统计上具有显著性意义。

表 4 Logistic 回归分析结果

回归步骤	变量	B	S. E.	Wald	Sig.	Chi - square	Sig.
Step1	<i>Regu</i>	-0.187	0.196	0.910	0.340	36.651	0.000
	<i>Size</i>	0.244	0.080	9.351	0.002		
	<i>Leve</i>	-1.755	0.565	9.638	0.002		
	<i>HERF</i>	-1.955	0.871	5.044	0.025		
	<i>Grow</i>	0.000	0.011	0.000	0.993		
	σ_1^2	489.660	548.434	0.797	0.372		
	σ_1	-9.067	48.528	0.035	0.852		
	<i>Liqu</i>	1.471	0.670	4.829	0.028		
	<i>Noise</i>	0.000	0.006	0.000	0.985		
	<i>Power₅</i>	0.285	0.101	8.022	0.005		
	<i>Constant</i>	-8.520	1.929	19.511	0.000		
Step5	<i>Size</i>	0.236	0.079	8.902	0.003	35.699	0.000
	<i>Leve</i>	-1.733	0.563	9.482	0.002		
	<i>HERF</i>	-2.040	0.865	5.557	0.018		
	σ_1^2	384.909	129.249	8.869	0.003		
	<i>Liqu</i>	1.472	0.645	5.205	0.023		
	<i>Power₅</i>	0.287	0.101	8.166	0.004		
		<i>Constant</i>	-8.599	1.587	29.378		

资料来源:根据 CCER 数据库整理。

从上述实证结果,可以得到如下结论:一是在考虑推出 ESO 计划时,股东代理人要考虑的公司内部条件因素主要有公司的规模、财务杠杆、流动性及公司股权结构。在公司规模越大、财务杠杆越小、流动性越大、股权越分散的情况下,更愿意推出 ESO 激励计划。二是在考虑外部环境时,股东的意愿与公司的风险水平呈明显的凹性关系,公司在风险适中的时候更愿意推出 ESO,风险过大或过小都会成为制约因素。三是高管权力越大,越倾向于接受或者促成 ESO 计划的推出。另外,公司成长性对于公司推出 ESO 的影响,会计数据噪声干扰对股东代表的考虑影响都不显著,这与 Chourou^[12]、郑鸣和徐璐^[9]的结论并不一致。

(四) 稳健性分析

为了考察上述结论的稳健性,我们又作了如下敏感性测试。

由于公司内外环境指标可能存在时间上的滞后效应,公司是否推出 ESO 计划是基于上期相关指标变化的影响,所以我们又以将内部条件提前一期($t-1$)与提前两期($t-2$)的差量 Δz_{it-1} 、外部环境本期(t)与上期($t-1$)的差量 Δd_{it} 代入模型(2)重新进行回归;

$$\Pr(\text{Adopt} = 1)_{it} = F(\alpha_0 + \beta x_{it} + \gamma \Delta z_{it-1} + \delta \Delta d_{it} + \eta e_{it} + \varepsilon_{it}) \quad (2)$$

考虑到高管权力的因素之间存在一定的相关性,我们用主成份分析法对各公司高管权力进行了重新计量,然后分别用代入模型(1)与模型(2)分别进行回归。

从总体情况来看,虽然内外环境影响 ESO 计划推出的结果略有差异,但上述稳健性检验结果与前述研究结论并没有实质性差异,高管权力对 ESO 计划推出的影响也前面的研究结论一致^④。

(五) 对实证结果的讨论

股票期权激励的根本目的是在利益捆绑的基础上对公司高管进行长期激励,从而达到双赢。但这主要是出于投资人的意愿,因为一个公司推出 ESO 激励是基于多方面合力作用的结果。公司高管特征决定的权力变量,以及联结高管和公司股东之间利益的公司财务状况、公司环境都是制约公司推出 ESO 激励计划的制约因素。ESO 计划变成高管福利甚至成为盗掘的掩盖工具并非中国独有,那么从源头上看,在公司推出 ESO 计划的过程中,究竟主要是出于公司内外环境决定的股东的意志或是基于高管权力的诱惑或是二者之间博弈的一个均衡,无疑是导致 ESO 激励效果未来走向的重要因素。基于此,

我们对高管、股东及其联系二者的纽带对于公司推出 ESO 计划的机理进行分析,探索公司推出 ESO 激励的利益制衡问题。

其一,股东意愿与 ESO 计划。从理论上讲,ESO 计划是基于股东价值最大化和所有权、经营权的分离。为了让作为代理人的高管与股东利益粘合,于是就将股票作为捆绑的纽带。董事会在股东大会的授权下,代表股东与高管签订协议。当其完成一定的业绩目标或因为业绩增长、公司股价有一定程度上涨,公司以一定优惠的价格授予股票期权,从而使之获益,促进高管们为股东利益最大化而努力。ESO 这种方式可以锁定高管风险,其不行权并没有任何额外的损失,而企业没有支出现金就吸引和留住了人才。但股东的这种意愿表达有两个问题:一是股东代表真能完全代表全体股东并按全体股东的意愿去与高管博弈么?二是股东代表完全了解公司状况,从而按完全透明的信息制定 ESO 激励条款么?如果不是,ESO 计划就有可能背离股东的意愿使“激励”成为“福利”。

其二,高管权力与行权条件。高管权力的大小在很大程度上决定股东代表与高管在 ESO 计划上的博弈均衡。吕长江认为股权激励计划“有些方案是经营者自己来做的”^⑤。很显然,高管过大的权力决定了其可以实质制定并通过很容易实现的行权条件,“利润实现指标上比同行也还要低,比过去三年五年平均值还要低。不努力我也能够达到行权条件”,股东或股东代表对其失去制衡作用。所以,高管权力越大越倾向于通过 ESO 计划方案,因为它很可能是“高管福利”而非激励机制。另外,在中国上市公司公告的 ESO 计划中,超过 80% 还裹挟着对公司董事、监事及核心员工的激励,这样公司董事、监事就有被收买、进而放大高管权力的可能,那么过低的行权价格或过低的业绩指标等行权条件就往往成为 ESO 计划推出的动力。

其三,内部条件与环境对高管权力制约。公司规模、股权结构、财务杠杆、风险水平及公司的流动性这些代表内部条件与环境的变量都影响着股东代表对于推出 ESO 计划的决策意愿,同时制约着低行权条件的条款推出。其实质是股东、债权人等相关利益者出于对自己利益保护而对股东代表施压,进而对高管行为进行制约或直接对高管产生压力,使高管在促成或者接受 ESO 计划时充分尊重他们的利益,而他们的利益在一定程度上与公司状况是相捆绑的。有了债权人和股东的外在监督,高管在促成或接受 ESO 计划时,就有可能受到“公愤”成本的制

^④ 囿于文章篇幅,本文未列出稳健性检验数据。如有读者需要,可电子邮件索取。

^⑤ 2011年2月23日《理财一周报》对吕长江的采访。

约。在“利益相关论”里,债权人与股东一样与公司有着“显性契约”,在 ESO 计划的制定和推出过程中将债权人的作用突显出来,使之更合理;而在大股东存在的情况下,通常会使高管权力变小,而且它也更有动机去审视 ESO 计划本身对于双方利益的影响,避免福利性的股票期权激励计划顺利通过。因此,ESO 激励与不同公司治理机制的结合有利于制约高管权力对 ESO 激励契约本身的合理性,体现股东制定 ESO 计划的本来意图。

五、结论与建议

本文以 2006 年到 2009 年推出 ESO 计划的中国上市公司为样本,从高管权力、内部条件及外部环境三个方面对公司股权激励的动因进行了研究。结果表明,公司高管权力越大,公司就越有可能推出 ESO 计划;公司规模、资金流动性与推出 ESO 计划呈显著正相关关系;公司股权结构越集中、财务杠杆越高,则有抑制 ESO 计划推出的倾向;公司风险与 ESO 计划之间呈凹性关系,表明风险过高和过低都不利于 ESO 计划的推出。而公司的成长性、会计信息的噪声干扰对此并没有显著性相关,表明无论股东代表、高管或是相关各方都不太关注 ESO 计划推出之前的成长性和会计信息的噪声问题。本文的局限主要是样本较小,在权力代理变量的选择上还不够全面,代表股东意愿、债权约束以及利益相关各方约束的内部条件变量的选择上也还有待深入的研究。根据上面的研究结论,我们对中国上市公司 ESO 激励制度的推出提出如下建议。

第一,调整高管与 ESO 契约形成的关系。由于各种原因,一些上市公司高管通常拥有较大的权力、兼具多重身份,决定了激励形式及激励条件通常能为之所操控,所以不可避免地推出有利于己的“激励”方案。而 ESO 计划只不过是其中一种表现方式而已。更因为 ESO 带着股东的愿意,所以操控下的 ESO 通常能成为披上合法外衣的“福利”。所以,要让 ESO 真正成为激励工具,就要让激励契约的制定与契约的推出分别开来,实现“出题人”、“参考人”和“监考人”角色的分离和对高管“削权”。另外,ESO 利益捆绑计划绑缚的对象是公司价值和高管,“出题人”和“监考人”不应在列。通过这样的关系调整,使 ESO 成为双方真实愿意之上的利益均衡表达。

第二,强化共同治理模式,利用与相关利益者形成的“公愤”成本,制约高管权力与 ESO 计划之间的内在联系,强化努力与 ESO 激励的相关性。比如,可以通过大债权人特别董事制度,当公司推出可能影响公司业绩的方案时,大债权人代表进入公司的董事会或监事会,以利契约的设计更符合相关各方利益,防止高管权力过大的“败德”的 ESO 计划。再

如,强化机构投资者的参与作用,鼓励“大猪”直接或间接参与公司激励计划的制定和审核,识别或减少内部人对公司信息的操控,使股权激励能够真正向市场传递真实的利好消息,以改善公司资源的配置效率,起到提升公司价值的作用。而国有控股公司还可以通过税务、国资委等相关各方的多维审核与监控来抑制福利性 ESO 计划的推出。

第三,把公司 ESO 计划与公司真实信息的披露结合起来,使之成为委托人与代理人真实意愿的博弈均衡。因为 ESO 计划是股东基于公司的真实信息而推出的利益捆绑策略,而公司信息是由高管们报告的。虽然这个信息要经过独立审计,但由于多方面的原因,操控的虚假会计信息仍然可能穿过审计人屏障。所以,在 ESO 计划中要体现会计信息真实性的要求,前可追至推出 ESO 计划前的三年,后可延至激励期限后的三年,如在此期间有以误导股东的信息披露,那么在 ESO 契约里应当有取消其全部相关获益的条款。

参考文献:

- [1] BEBCHUK L, FRIED J. Pay without performance: The unfulfilled promise of executive compensation [M]. MA: Harvard University Press, 2004.
- [2] 卢锐. 高管权力、薪酬与业绩敏感性分析 [J]. 当代财经, 2008, 284(7): 107 - 112.
- [3] 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(8): 133 - 147.
- [4] BEBCHUK L, FRIED J, WALKER D. Managerial power and rent extraction in the design of executive compensation [J]. University of Chicago Law Review, 2002, 69: 751 - 846.
- [5] RYAN H E. Jr, WIGGINS III R A. Who is in whose pocket? Director compensation, board independence, and barriers to effective monitoring [J]. Journal of Financial Economics, 2004, 73: 497 - 524.
- [6] 卢锐, 魏明海, 黎文靖. 高管权力、在职消费与产权效率 [J]. 南开管理评论, 2009, 11(5): 85 - 92.
- [7] 陈骏. 谁影响了上市公司高管薪酬激励 [J]. 山西财经大学学报, 2010, 32(9): 70 - 79.
- [8] 洪峰. 高管权力、治理结构与薪酬业绩敏感度 [J]. 云南财经大学学报, 2010(5): 97 - 104.
- [9] 郑鸣, 徐璐. 中国上市公司股权激励的影响因素分析 [J]. 软科学, 2010, 24(10): 87 - 82.
- [10] 吕长江, 严明珠, 郑慧莲, 等. 为什么上市公司选择股权激励计划? [J]. 会计研究, 2011(1): 68 - 75.
- [11] BRIAN G M. Pay in the boardroom practices and proce-

- dures[J]. *Personnel Review*, 1993, 22: 3 - 14.
- [12] CHOUROU L, ABAOUB E, SAADI S. The economic determinants of CEO stock option compensation[J]. *Journal of Multinational Financial Management*, 2008, 18(5): 61 - 77.
- [13] 周建, 刘小元, 于伟. 公司治理机制互动的实证研究[J]. *管理科学*, 2008, 21(1): 2 - 13.
- [14] HOLMSTRÖM B. Moral hazard and observability[J]. *The Bell Journal of Economics*, 1979, 10(1): 74 - 91.
- [15] 夏立军, 陈信元. 市场化进程、国企改革策略与公司治理结构的内生决定[J]. *经济研究*, 2007(7): 82 - 96.

An Empirical Study on Executive Power and Plan of Stock Option

ZHAO Qinghua^{1,2}, HUANG Dengshi¹

(1. School of Accounting, Chongqing Technology and Business University, Chongqing 400067, P. R. China;

2. School of Economics and Business Administration, Southwest Jiaotong University, Chengdu 610031, P. R. China)

Abstract: For the mess brought by the ESO plans of corporation, relevant persons pay more and more attention to their motives. So, we take the data of listed corporation during 2006 - 2009 as a sample, and focus on its motives such as executive power, peculiarity and the external surroundings. The analysis finds that power intensity of the executives, the scale of company and liquidity are positively related to the possibility that a corporation introduces ESO plan. We also find that the ownership concentration and financial leverage are negatively related to the probability of ESO plan launched. Just as we expected, the concave relationship between the risk and ESO plan shows that either high or low risk tends to launch ESO plan. According to our research conclusion, we probe into the balance mechanism of ESO interests, and come up with some recommendation of improving mechanism of listed corporation launching ESO in China.

Key words: executive power; the company characteristics; ESO motives

(责任编辑 傅旭东)