华南农业大学学报(社会科学版)
2003年增刊 JOURNAL OF SOUTH CHINA AGRICULTURAL UNIVERSITY (SOCIAL SCIENCE EDITION) Suppl. 2003

股权激励约束机制可能失效的原因及对策
——有感于安然

刘晓峰

(华南农业大学 经济贸易学院,广东 广州 510642)

摘 要:文章先对安然公司及其造假事件的前前后后作了描述,接着进行经营者股权激励约束机制可能失效的原因分析——在企业经营效益预期不好和公司结构复杂、监督难度加大情况下,经营者通过寻租行为来瓦解董事会、监事会对其监督以实现自身利益最大化。然后运用预期效用理论来论证原因的成立。最后,从预期效用理论分析中找出防止经营者股权激励约束机制失效的对应措施。

关键词:股权;激励;寻租;预期

中图分类号:F27;F272.92 **文献标识码**:A **文章编号**:1672-0202(2003)S0-0102-05

美国市场经济之路已走了几百年,各方面的监管制度和法规不可谓不齐全,既有内部的约束,也有外部的监管。但是,美国安然等上市公司财务造假事件,以及世界一流的会计师事务所为虎作伥的行为却令世人愕然:在巨大利益的诱惑面前,公司内部、外部治理制度的约束变得如此的苍白。而且从安然事件可以看出:安然公司的主要管理人员之所以进行财务数据造假,就是为了虚增公司盈利,让公司股票价格高上去,企业高层人士就能从节节攀升的股票中获得私人利益的最大化[1]。

一、安然公司的背景材料与分析

(一)安然公司的背景材料

对10多年前的安然,很多人可能一无所知,但对其后的安然却不得不刮目相看。安然公司是在1985年由两家天然气公司合并而成,在短短16年内一路飞腾,2000年总收入高达1000亿美元,名列《财富》杂志"美国500强"中的第七。在其最辉煌的年代,掌控着美国20%的电能、天然气交易。安然不仅是天然气、电力行业的巨擘,而且还是涉足电信、投资、纸业、木材和保险业的大户。在"东窗事发"之前,它的经营扩充到金融及其衍生产品上[2]。

在美国,企业上市较容易,但上市后面临的压力是很大的。2000年底,美国加州出现了能源危机,这样就把能源价格推高了很多,也把安然的股票推高了很多。2001年年初能源价格跌了很多,使得安然公司很是着急,利润很快就下降了,远离了市场对他的预期。于是他们就开始通过关联交易做手脚,关联交易虚增巨额盈利,一些应该披露的信息没有公开披露。直到2001年三季度亏损报表的出台,安然进入了美国证券交易会的视野,财务造假的黑幕才被一点一点地抖了出来。北京大学张维迎教授曾说过,一个公司在面临高度压力时,就难以完全真实;一家上市公司在面临经济衰退和股票大幅下跌的压力时,信息披露方面就可能造假。

向公司高层管理人员乃至普通员工发放公司的股权,被认为是美国企业管理中一条十分成功的经验。然而安然破产事件引发了美国各界对股权制的争论。美国有90%的上市公司都实行高

收稿日期:2003-07-26

作者简介:刘晓峰(1970-),男(汉族),华南农业大学经贸学院2002级硕士研究生,研究方向为企业管理.

?1994-2015 China Academic Journal Electronic Publishing House. All rights reserved. http://www.cnki.net

管人员持股的方案,这样做的初衷原本是使管理人员的目标同企业股东的目标一致,以期最大化地创造股东价值,但安然公司高层管理人员利用眼花缭乱的会计手段,将广大的投资者玩弄于股掌之间,自己赚个盆满钵溢。如安然董事长肯尼斯·雷在1998年10月到2001年11月间抛售了180万股安然股票,获利超过1亿美元;自杀的那位副董事长利德福-巴克斯特抛售了57万股,获利3520万美元;其他高层管理人员也都利用近水楼台之便,在股票暴跌之前全部抛售了自己持有的股票。

(二)经营者股权激励约束机制可能失效的分析

现代企业产权关系的主要特征就是所有权和经营权的分离,随着两权的分离,企业内部就产生股东和经营者之间的委托代理关系。在这种关系中,由于委托人和代理人都是"有限理性"的"经济人",双方无可避免地存在着由于目标不一致而产生的利益冲突。冲突产生时,代理人为追求自身的利益而损害委托人利益,便产生了代理问题。斯密说:"在钱财的处理上,股份公司的董事为他人尽力,而私人合伙公司的职员,则纯粹是为自己打算。所以,要想股份公司的董事们监督钱财用途,像私人合伙公司职员那样用意周到,那是难以做到的。……疏忽和浪费,常为股份公司经营上带来多少难免的弊端。惟其如此,凡属从事国外贸易的股份公司,总是竞争不过私人的冒险者。所以,股份公司没有取得专营的特权,成功的固少,即使取得了专营特权,成功的也不多见"[3]。这里,斯密指出了公司最高决策者在监督不全的情况下不会尽力为公司工作的现象。

代理问题产生的原因是多方面的。主要有:(1)信息的不对称性是形成代理问题的主要原因。经营者和股东的关系是一种典型的风险式委托代理关系,由于主客观原因,股东和经营者相比,在信息获取的易得性和真实性方面处于不利位置。(2)契约的不完全性,是代理问题的另一大原因。股东在与经营者签约时,很难将所有可能发生的情况都考虑进去,因而无法订立完善的合同来限制经营者的越轨行为。(3)代理问题的根本原因,也就是委托人和代理人目标利益的不一致性。如果经营者和股东的目标利益是相同的,那么他牺牲公司利益,也导致其本人利益的最终损失。

米尔利斯和施蒂格利兹把委托代理关系看作是一种合约关系。在这种合约关系下,委托人设计一种合约机制授权给代理人从事某种活动,并要求代理人为委托人的利益行动。也就是说,这种合约机制就是要促使代理人采取适当的行为最大限度地实现委托人的效用。经营者股权激励约束机制就是其中的一种。

经营者股权自七十年代在美国企业界盛行以来,为企业留住了大批管理精英,一定程度上解决了委托代理关系中的利益冲突的问题。直到今日,股权制度已在许多国家,尤其是在发达国家的大型上市公司得到普遍应用,被认为达到了优化激励机制的效果。据资料显示,世界排名前500名的大型企业中,至少有89%的企业实行股权制,美国硅谷的高科技企业则普遍采用该制度。而且经济学界许多专家都认为:股权将高级管理人员的薪酬与公司长期利益联系起来,鼓励他们在对公司的经营问题进行决策时,更多地关注公司的长远发展,而不是仅将注意力集中在短期财务指标上,于是股权成了西方许多大公司的选择。其好处有:第一,与年薪制偏向于照顾短期利益相比,股权具有长期报酬的特点;第二,激励经营者,减少代理成本;第三,可以避免交纳过高的税收;第四,改善治理结构、促进稳健经营;第五,可大大压缩公司用于分配的现金,减轻公司现金流的压力。

但是从安然公司高管层面看,安然高层主管的持股计划不仅没能解决企业的代理人问题,反而形成了一个特权阶层,为追求自身利益,通过发布虚假信息,把公司股价做高,套现获利,失去了企业家应承担的掌握公司庞大资产并不断实现增长的相关责任,给普通投资者(小股东)利益带来了严重损失。

安然事件的发生,产生了上市公司经营者股权激励约束机制为什么会失效的疑问。这里我们

?1994-2015 China Academic Journal Electronic Publishing House. All rights reserved.　http://www.cnki.net

从上市公司经营效益预期不好和公司结构复杂、监督难度加大等方面进行分析。

1.在公司效益预期不好时,经营者为自身利益最大化而做假

公众公司的CEO等高层管理人员的薪金是很高的,还有相对应的职务消费,每年还能获得公司股票及期权。在公司经营状况良好时,经营者享受的以上待遇是合情合理的。但公司经营不佳时,股票价格严重下跌,市场的压力很可能让这些衣冠楚楚的总经理们卷铺盖走人,或者说全体股东会炒掉经营者。经营者在此时会进行"有限理性的成本收益分析",公布较差业绩就意味着以往优越的生活条件将从此消失,这会诱导经营者做假,虚增公司盈利,牺牲大部分股东或全体股东的利益而追求自身利益的最大化。

2.公司结构复杂,监督难度加大,为经营者做假提供了条件

上市公司规模扩大,结构复杂,股东对总经理的监督难度加大,特别是在一些新兴产业,股东或者小股东缺乏这方面的知识和经验,对新行业的运行模式、经营理念没有深刻的了解及认识,这些都会加大监督成本,从而造成公司股票持有者不断失去对资源的控制,使得现代公司中典型的股东已不再能真正行使权力,去监督经营者的行为。

由于人的自利性、有限理性和风险回避性,以及委托双方的条件各异,利益目标不尽相同,造假、欺骗或许被经营者当作在委托代理关系中所采取的一种机会主义行为,而且上市公司扩展规模越大,欺骗问题越可能发生。

3.经营者通过寻租行为来瓦解董事会、监事会对其监督

寻租行为是公共选择理论的一个概念,例如,政府可以帮助创设、提高或保护某个集团的垄断地位。这样做时,政府会使既得利益集团的垄断租金增加,却损害了这个集团的产品或服务的购买者的利益。政府能够提供的垄断租金是一笔值得追逐的奖金。经济学把对这些租金的追逐行为命名为寻租。

本来,董事会、监事会的职责就是代表股东利益,监督公司管理层,使其无法利用职务为自己牟利。然而,安然公司14名监事会成员当中,有7名与安然公司关系特殊,他们要么正在与安然进行交易,要么供职于靠安然支持的非盈利机构。在这里可认为,安然公司的高管人员将自己的私人利益视为租金,通过安然公司与负责约束和监管的董事会、监事会成员另外所拥有的企业或组织发生经济业务关系,这样董事们、监事们在"糖衣炮弹"前一个接一个地败下阵来,监督公司管理层的职责变成"充分的信任",经营者自然能获取自己所想得到的利益。

二、经理人寻租行为分析

预期效用理论是分析当事人在一定情形中策略选择的一种有效方法,而且它所研究的问题及所提示的结论与现实非常接近,具有真实性。故将经理人的寻租行为影响董事会、监事会对经理人的监督约束削弱,从而实施造假欺骗进行预期效用理论分析。

在这里我们认为经营者与董事会、监事会(因为股东是委托董事会、监事会来行使股东的监督约束权力的)之间是不完全信息博弈。因一个企业的经营状态有经营良好和业绩不佳之分,经营者对企业经营状况这一信息完全了解;而董事会、监事会只知道企业会处于这两种状态下,但不能确定究竟是那种状态。在博弈中,一方当事人是经营者,另一方是董事会、监事会。经营者有欺骗和不欺骗两种策略;董事会、监事会有实施事实上的约束和事实上的不约束两种策略。在一般情况下,董事会、监事会有实施约束的权力及义务,以防止经营者不去执行股东利益最大化的目标。

为便于说明,首先做一些假设条件:

(一)上市公司经营状态良好的概率为q;

(二)为了简化,定义经营者的工资及其它收人的总数和股东收益随上市公司经营状况而变

?1994-2015 China Academic Journal Electronic Publishing House. All rights reserved. http://www.cnki.net

化,经营良好时期内分别为 W 和 P,经营不佳时期均为 0。在这里,将股东收益理解为董事会、监事会的收益;

(三)在上市公司经营规模较小,结构简单的阶段,董事会、监事会的监督成本为 C1。当上市公司经营规模较大,结构复杂,并进入到新兴产业的阶段,董事会、监事会的监督成本为 C2;

(四)因经营者是理性的,当他作出实施欺骗策略的方案时,同样会考虑到这些行为对自己职业声誉等方面带来的不利。在上市公司经营规模较小,结构简单的阶段,这些成本定义为 C3,当上市公司经营规模较大,结构复杂,并进入到新兴产业的阶段,这些成本定义为 C4;

(五)经营者寻租行为为董事会、监事会带来的收益为 P0。当经营者的寻租行为发生,董事会、监事会会认为上市公司总处于经营状况良好时期,实施事实上的不约束策略,即监督成本变为零。

根据以上假设,我们可以得出上市公司在寻租行为前后,不同的企业发展阶段董事会、监事会和经营者的预期效用,结果如下:

1.*寻租行为前*

(1)在上市公司处于经营规模较小、结构简单阶段,

经营者的预期效用 EJ 为:

$$EJ = W \times q + (1 - q) \times (-C3) = W \times q + q \times C3 - C3 \quad ①$$

董事会、监事会的预期效用 ED 为:

$$ED = q \times (P - C1) + (1 - q) \times (-C1) = q \times P - C1 \quad ②$$

(2)在上市公司处于经营规模较大,结构复杂,或进入新兴产业阶段,

经营者的预期效用 EJ 为:

$$EJ = W \times q + (1 - q) \times (-C4) = W \times q + q \times C4 - C4 \quad ③$$

董事会、监事会的预期效用 ED 为:

$$ED = q \times (P - C2) + (1 - q) \times (-C2) = q \times P - C2 \quad ④$$

根据实际情况,我们认为假设条件中应该存在:C4 远大于 C3;C2 远大于 C1。我们比较①式与③式,可认为经营者前者的预期效用大于后者,而且在上市公司处于经营规模较小、结构简单阶段,董事会、监事会对企业日常经营的监管将较为有效,并具备一定的监管经验,这样一来寻租行为不大可能发生在经营规模较小、结构简单阶段,而是多发生在上市公司处于经营规模较大,结构复杂,或进入新兴产业阶段。

2.*寻租行为后*

在上市公司处于经营规模较大,结构复杂,或进入新兴产业阶段,经营者了解上市公司经营状况不佳,为保住自己的工资待遇而实施寻租行为,可以认为经营者已是十足的风险爱好者。

经营者的预期效用 EJ 为:$EJ = W$ ⑤

董事会、监事会的预期效用 ED 为:$ED = P0 + q \times P$ ⑥

那么可以做如下分析:将⑤式与③式比较,作为经营者很有可能通过寻租、欺骗而追求利益最大化,这就是拥有信息一方的"道德风险"。将⑥式与④式比较,董事会、监事会的预期效用也增加了,当然这种预期效用只可能存在于经营者欺骗手段未暴露之前的一段时期。从预期效用前后比较可以得出经营者、董事会、监事会的预期效用都有增加,那么寻租行为就有可能发生,经营者欺骗、造假的手段可以得逞,经营者也就可以维持其既得利益不受损失。

综合以上的分析说明,通过寻租行为,利用造假、欺骗的手段是有可能瓦解上市公司股权激励约束机制。

?1994-2015 China Academic Journal Electronic Publishing House. All rights reserved.　http://www.cnki.net

三、对应措施

针对以上预期效用理论的分析,为防止上市公司股权激励约束机制的失效,可制订三方面的对策:

一是经营者必须对自己的欺骗行为承担法律责任和民事赔偿责任,增加其造假成本。市场经济是建立在各经济主体之间具有自主性和平等性、并且承认其各自物质利益的基础上的。在市场经济建立过程中,经济环境的改变和对企业公布信息不同认识而产生的冲突,以民事责任纠纷问题为主。对于刑事责任的追究是一种威慑力量,是为防止市场危机爆发或产生严重社会后果的一种行为。但追究刑事责任无法形成日常的监督力量。若想形成日常的监督机制,必须依靠民事赔偿责任的追究。

二是经营者的股票、期权的变现行为不能在自己任期内或卸职后很短的时期内实施,减少与其经营能力不相称的预期效用。据报道,如今许多美国大公司都在反思股权制度,寻求新的、能长远地既调动管理层和员工积极性、又维护股东利益的薪酬奖励机制。例如,波音公司发行一种"业绩股"。只有当本公司股票在市场上连续 5 年涨价 10%后,"业绩股"持有人才能将其转换成市场上流通的普通股。再如,尤尼莱弗公司发行的股权只有公司的股东收益水平连续 3 年达到可口可乐、雀巢、宝洁等 20 家知名大企业的平均数水平时才可兑现[4]。

三是上市公司不得直接或通过其子公司向董事会、监事会成员的关联公司或个人提供资助或不公平合理的经济往来,避免寻租行为产生的可能性。

只有这样,上市公司股权激励约束机制这道"防火墙"才能真正发挥作用。

参考文献:

[1] 章 彰. 安然公司事件的启示[J]. 经济导刊,2002,(11).
[2] 徐林刚. 安然事件:经济界的"9·11"[J] .中国经济时报,2002.
[3] 亚当·斯密. 国民财富的性质和原因的研究(下)[M]. 北京:商务印书馆,1974.
[4] 吴泽桐,吴奕湖. 国有企业经营者激励现状分析与问题对策[J]. 经济管理,2001,(9).

Failure Reasons & Reciprocal Measures of the stock Equitg Facilitation and Regulation Mechanism

LIU Xiao-feng
(*College of Economics and Trade, South China Agricultural University, Guangzhou* 510642, *China*)

Abstract: The paper describes Enron company and its scandles on accounting, analyzes the possible reasons of the failure of stock equity supervision, and company's structure is complex which results in the difficulty of supervision, the operators incline evading the supervision of the directorate hence they can maximize their own utilities via rent seeking. The prospective utility theory is used to demonstrate the canse in the failure. In the end of the paper, the responsive measuves is found in prospective utility theory to prevent the failure of the supervision.

Key Words: stock equity; supervision; rent seeking; prospective utility

?1994-2015 China Academic Journal Electronic Publishing House. All rights reserved. http://www.cnki.net