

媒体在上市公司股权激励中的作用

Media Role in Public Firms' Equity Compensation

汪昌云 武佳薇 刘天宇

(中国财政金融政策研究中心 中国人民大学财政金融学院)

Changyun WANG, Jiawei WU, Tianyu Liu

(China Financial Policy Research Center; School of Finance, Renmin University of China)

通讯作者: 武佳薇

通讯地址: 中国人民大学财政金融学院, 邮政编码:100872

联系电话: 13910387064

Email: wjw7251@163.com

作者简介:

汪昌云, 金融学博士(伦敦大学), 现为中国人民大学财政金融学院教授。在《Journal of Banking and Finance》、《Journal of Futures Markets》、《经济研究》、《管理世界》等期刊发表论文数十篇。曾主持国家杰出青年科学基金、国家社科基金重点项目等。

武佳薇, 中国人民大学财政金融学院博士研究生, 在《管理世界》等期刊发表过论文。

刘天宇, 中国人民大学财政金融学院硕士研究生。

汪昌云感谢中国人民大学科学研究基金(中央高校基本科研业务费专项资金, 项目批准号: 12XNL001)对本项研究的资助。武佳薇感谢中国人民大学科学研究基金(研究生)项目(项目编号: 14XNH005)对本项研究的资助。作者文责自负。

媒体在上市公司股权激励中的作用

Media Role in Public Firms' Equity Compensation

摘要：本文检验了媒体在上市公司中股权激励中的作用，由于我国监管部门的规定，股权激励授予价格由计划公布前的一个月股价表现决定，因而高管有动机利用媒体来实现自我利益最大化。本文通过研究相应公司特定时间段的媒体关注度和负面语气的变化，检验公司的股价累计异常收益。本文研究发现，公司在股权激励方案公布前 1 个月内的媒体报道越多，负面语气越强烈，该时间段内股价的累计异常收益越小，股票价格越低，因而高管越能以更低价格获得激励标的物。

关键词：媒体关注度；媒体语气；股权激励
JEL G14 G32 G38

Media Role in Public Firms' Equity Compensation

Changyun WANG Jiawei WU Tianyu LIU

(China Financial Policy Research Center; School of Finance, Renmin University of China)

This paper tests the role of media in equity incentives of public firms. According to the China Securities Regulatory Commission, the granted price which managers could get is based on the stock price in one month before the incentive plan is declared. That is why managers have the incentives to use media to get maximal profit. In this paper we use the media coverage and media tones in the period of that specialized time to test whether they are correlated with the accumulative abnormal return. We find that the more media coverage and more negative tone of the media reports within one month before the stock incentives declaration, the less CAR will be and the lower price which managers will be granted.

Key words: media coverage, media tones, stock compensation
JEL G14 G32 G38

一、前言

股权激励是上市公司高管薪酬的重要组成部分，旨在将高管财富和公司价值捆绑，解决公司委托代理问题，提高公司治理水平，使得公司达到股东价值最大化的目的，保护投资者利益。因此对公司而言，设计最小化代理成本的高管薪酬合约的设计才是最优选择。但是，由于公司管理层对公司的控制权，使得许多公司的股权激励方案设计不够有效合理，未达到最小化代理成本的目的（Morck et.al, 1988, Crystal, 1991以及Jensen, 1993），或由于监管不足等原因，导致代理人道德风险频发。现已有许多研究表明高管利用信息不对称的优势，通过股权激励方案来实现自身利益最大化，例如伪造财务报表数据、操纵公司公告信息以及影响股票价格等等（Yermack, 1997, Aboody and Kasznik, 2000, Narayanan and Seyhun, 2005）。

目前，股权激励的内生视角认为，股权激励由公司董事会水平等公司治理层面、监管以及政府环境等因素内生决定的（Core et.al, 2003）。换句话说，股权激励也与管理层自身利益最大化的动机和行为密切相关，实证数据表明，管理层可能利用信息优势，通过股权激励公告日的时机选择来实现自身利益最大化。例如操纵利润和股价，在公司股价较低时推出股权激励，或在激励方案推出前披露利空信息，在行权期接近时制造利好等，这样就可以降低股权激励行权价，提高自身收益。这其中，管理层可能会利用媒体宣传适时释放利好或利空消息（Chauvin and Shenoy, C. 2001; Narayanan and Seyhun, 2005; 吕长江等, 2009; 吴育辉和吴世农, 2010）。

金融最核心的问题是资产定价，而期权激励方案作为一份金融契约，方案中的核心问题是标的物的授予价格如何确定。2005年12月31日我国证监会发布《上市公司股权激励管理办法》（试行）第二十四条中明确要求，股票期权的行权价格不低于下列价格较高者：（1）股权激励计划草案摘要公布前一个交易日的标的股票收盘价；（2）股权激励计划草案摘要公布前30个交易日内标的股票平均收盘价。对于限制性股票的授予价格，则是在2008年3月17日，证监会出台《股权激励有关事项备忘录1号》要求“发行价格不低于定价基准日前20个交易日公司股票均价的50%”。在此之前，我国对股权激励计划中股票期权和限制性股票的授予价格没有明确规定，一般由上市公司自行选择。

由此可见，无论公司采用股票期权抑或限制性股票作为股权激励标的物，如果在公司股价较低时公布股权激励计划草案，则高管可以通过得到较低行权价（对股票期权而言）或较低授予价格（对限制性股票而言）从而提高未来收益。也就是说，管理层在发布股权激励方案时存在择时机会主义行为，例如选择股权激励计划授予时间（Yermack, 1997）、有选择地在公布股权激励计划前发布坏消息（Aboody and Kasznik, 2000），以及通过影响薪酬委员会把授予股权激励的时间回溯到股价比较低的时点（Narayanan and Seyhun, 2005），俗称“期权倒签”（backdating）。尽管美国证券法规定期权倒签并不违法，但若未及时披露就构成证券欺诈，包括苹果公司（2001年和2006年等）在内的许多公司都涉及“期权倒签”丑闻，因而影响了公司当时的市场表现和投资者信心。苹果公司2001年通过倒签把期权行权价从2001年2月1日的收盘价21.13美元，倒签为1月17日的收盘价16.81美元，这其中4.32美元的差价苹果的高管们带来了超过2000万美元的收入。这些证据表明，期权激励方案中行权价格或者授予价格的确定，对管理层来说意义重大，稍有区别就对未来可能获得的利益有显著的影响，在巨大的利益面前，管理层有动机通过各种手段，选择尽可能低的行权价格或授予价格，这其中也包括通过影响媒体新闻的报道来压低股票价格。

本文通过研究公司公布股权激励方案前媒体报道的相关特征，以及媒体报道和股票行权价格等因素的研究和实证检验，发现高管有利用媒体操纵股票价格从而影响期权激励方案中行权价或授予价从而实现利益最大化的行为。本文研究发现，在股权激励方案公布前1个月内的媒体

负面报道越多,该时间段内股价的累计异常收益越小,股票价格越低,因而高管越能以更低价格获得激励标的物。只有研究和发现高管利益最大化行为并进行约束监管,才能更好保护市场中的投资者利益,股权激励方案才能起到对高管行为进行激励和约束的双重效果,本文同时探讨媒体在公司财务决策中的作用,规范市场媒体报道,维护公正和良性的金融市场信息环境也同样重要。

本文以下章节将有如下内容安排:第二章在回顾文献的基础上提出研究假设,第三章介绍研究设计和数据,第四章给出模型结果,最后总结全文。

二、文献回顾和研究假设

高管薪酬主要包括基本薪酬、奖金和股权奖励,美国在1980至2000年初经历了高管股权激励的集中迸发期,单以股票期权计,从1980年的期权奖励占总薪酬比例23.6%(Hall and Liebman,1998)到1994年占比50%(Black and Scholes,1973),拥有期权奖励的CEO从1980年的57%达到1994年的94%,期权更是占据了CEO投资组合的1/3。

股权激励的设计初衷是捆绑管理层和股东利益,让管理层更好为公司创造最大价值,同时也能吸引雇员和保留人才(Oyer and Schaefer, 2001),如果公司把部分股权给员工而不是给公众投资者,会降低公司的资本成本,优化资本结构(Dechow et.al,1996, Core and Guay,1999, 2001a)。此外,股权激励在美国等国家有税收优势(Yermack,1995, Matsunaga,1995, Dechow et.al,1996, Bryan et.al,2000)。由于股权激励也会影响当年损益表,也有一些研究从企业财报角度研究股权激励的设计(Dechow et.al,1996, Core and Guay,1999, 2001a), Carter and Lynch,2001b)。

然而,股权激励在解决委托代理问题时的有效性值得商议,由于管理层的道德风险问题,使得管理层在考虑公司决策时未必能最大化公司利益,而是最大化个人利益(Morck et.al, 1988, Crystal ,1991以及Jensen ,1993)。例如,管理层可能利用对公司的控制权,操纵股权激励计划为自己获益。Jensen and Meckling (1976)认为高管有动机行使特权,追求奢华办公室,享受高价旅行等。高管承受了部分成本,但是却完全享受了特权带来的好处。原因是高管这些行为很难得到良好的监管,监管是有成本且不完美的。此外,还有管理层操纵会计数据,提高股价的行为,以及后续一系列问题包括降低股利支付(Guay , 1999)或者股利回购(Fenn and Liang 2001)。由于高管行为很难监管(Smith and Watts, 1992),使得股东难以差距管理层采取手段或进行重大行为(如并购)之后隐藏的真实动机。

因此,作为管理层薪酬的重要部分,股权激励计划也逐渐暴露出更严重的问题。股权激励计划并没有最大化公司价值,反而增加了代理成本。沃伦巴菲特曾在2002年给股东的一封信中指出:“股票期权的滥用问题非常严重,在我看来,把管理层利益和股东的利益挂钩形成的机制,经常演变成把股东利益拴在管理层利益的下面。”

如何设计合适的股权激励方案?公司设计股权会考虑多充因素,例如系统性(外部经济环境)和公司固有特征共同决定。许多公司采取BS期权定价方法(Black and Scholes (1973))。Demsetz and Lehn (1985)则认为合理的期权价格应该取决于公司大小和监管难度。Lambert and Larcker (2001a)认为最优的期权执行价格应该比授予日股价略高。

高管利用对公司的控制权提高凭借股权激励可获取的收益(equity incentives,指的是由于持有公司股权而提高股价的动机,John E等, 2002)。已有研究发现高管通过推高股价来提高自己受益,例如Jensen and Murphy (1990)的研究证明高管推高股价的动机可以采用BS算出的option组合的价值变化来度量。Smith and Watts (1992)发现公司未来发展机会和公司采用股权

激励捆绑管理层和公司利益的程度正相关关系（Gaver and Gaver, 1993, Mehran,1995, Himmelberg et.al,1999, Palia,2001）。

相比发达国家的市场化定价方法，我国股权激励更多采取行政规定的方法，如控制定价价格上线，数量上线、年限、行权日等（吴育辉、吴世农，2010）。在中国政府大力削减上市公司高管薪酬的大背景下，许多公司管理层在控制高管基本薪酬和奖金等现金类薪酬时，将更多的关注放到非现金红利的薪酬--股权、期权等需满足一定条件才能获取的薪酬中，这样一方面可以减轻市场关注，另一方面间接提高对企业控制权。因此，研究中国市场股权激励也具有时代的重要性。已有文献对我国上市公司股权激励方案的合理性有所研究，例如吕长江（2009）认为我国上市公司股权激励方案中对高管既有激励效应又有福利效应。吴育辉和吴世农（2011）认为实施股权激励的公司尽管盈利能力和成长性都较好，但在设计绩效考核指标方面都过于宽松，高管获得以及行使股票期权的门槛较低，说明管理层在股权激励方案的设计中有明显的自利行为。张治理（2012）则认为我国上市公司股权激励计划具有择时行为。而本文则是通过研究公司股权激励方案公布前的媒体报道的相关特征，以及对媒体和股票行权价格等因素的调查和实证检验，发现高管有利用媒体操纵股票价格从而影响期权激励方案中行权价或授予价从而实现利益最大化的行为。权小峰等（2010），方军雄（2011）也证明我国国企高管会通过权力进行薪酬操纵。

为了建立和健全上市公司激励和约束机制，政府各监管部门颁发了许多规范性文件，中国证监会2005年12月31日发布《上市公司股权激励管理办法》（试行），2006年9月30日，国资委出台《国有控股上市公司（境内）实施股权激励试行办法》，2008年3月17日证监会出台《股权激励有关事项备忘录1号》。《上市公司股权激励管理办法》（试行）第二十四条中明确要求，股票期权的行权价格不低于下列价格较高者：（1）股权激励计划草案摘要公布前一个交易日的标的股票收盘价；（2）股权激励计划草案摘要公布前30个交易日内标的股票平均收盘价。对于限制性股票的授予价格，则是在2008年3月17日，证监会出台《股权激励有关事项备忘录1号》要求“发行价格不低于定价基准日前20个交易日公司股票均价的50%”。在此之前，我国对股权激励计划中股票期权和限制性股票的授予价格没有明确规定，一般由上市公司自行选择。

大量金融学文献证明了媒体报道影响投资者情绪进而对资产定价和公司财务决策产生显著影响（Fang and Peress, 2009; Tetlock, 2007; Tetlock等, 2008; Loughran and McDonald, 2011）。Dyck和Zingales（2003）和Gaa（2008）表明媒体报道内容有正负面语气之分，会不同程度地影响投资者情绪和资产价格。量研究表明，媒体报道传递信息的同时，也影响投资者关注度，进而影响股市走势和交易活跃程度，左右资产价格（Fang 等, 2009; Odean, 1999; Barber等, 2003; Tetlock, 2010; 饶育蕾等, 2010）。也有研究发现公司试图通过主动的媒体信息管理行为影响资产定价。Bushee and Miller（2012）发现公司为了与投资者保持良好关系，会努力提高其知名度，并在信息披露等方面加以改善，以期获得更多的媒体关注和分析师关注。Solomon（2012）指出许多公司雇佣专业的投资者关系管理公司，在公司有重大事件公布时，投资者关系管理公司会进行密集的新闻攻势，吸引市场对该公司的注意，使得股票价格向有利于公司的方向变化。Ahern和Sosyura（2014）研究了公司间的并购行为，发现公司积极主动地通过媒体报道释放信息，从而影响股票价格发生变化。

由于管理层获授的激励标的物的价格由方案公布前一个月的股票价格决定，因此，我们认为，管理层有动机在股权激励计划公布前1月释放更多负面消息，从而影响股价的走势。至此，我们提出假设1和假设2：

假设1、公告日前一个月内的累计异常收益和公司媒体关注度负相关。

假设2、公告日前一个月内的累计异常收益和公司负面媒体报道负相关。

三、研究设计

(一) 样本选择与数据来源

1、数据描述:

我们选取了自2005年中国允许上市公司股权激励开始至2011年底的所有上市公司股权激励方案作为研究对象,共计347家,剔除了数据缺失样本后,共计335家公司。在这335家公司中,股权激励方案公布前一个月有交易,且能满足事件研究法计算累计异常收益CAR的公司共计172家。其中,公司财务数据、治理结构数据、股权激励方案数据均来自国泰安和万得数据库。

2、媒体变量

Fang and Peress(2007)最早发现媒体关注度能够影响股票截面收益,他们以纽约时报(NYT)、今日美国、华尔街日报和华盛顿邮报中纽交所和纳斯达克交易所交易的所有上市公司报道的次数作为媒体关注度,按照Fama-French(1992、1993)的方法在控制其他已知的影响股票截面收益变量的基础上发现了显著的零关注度抑价(no media coverage premium)。而除媒体关注度外,许多学者也发现媒体报道的内容不同也会影响股价发生不同的变化。Dyck and Zingales(2003)最早提出媒体报道内容有正负面语气和情绪之分,会不同程度地影响投资者情绪和资产价格以来,关于媒体报道语气度量的研究和方法也引发学术界许多探讨。Antweiler和Murray(2004)分析了雅虎财经和愤怒的公牛BBS网络股票区中关于道琼斯工业平均指数和道琼斯国际指数45家成分股的150万条讨论留言,利用计算机程序对留言内容中“买”、“卖”、“持有”的信息构建牛气指数(Bullishness)和意见分歧变量,并发现这些指标对下一个交易日的收益率有显著预测作用。Larkin和Ryan(2008)利用新闻分类法,通过专家识别法人工把新闻分成负面、正面和中性报道,并发现媒体语气的差异对股票价格影响显著不同。Tetlock(2007)利用哈佛心理学词典,最早采用定量方法刻画了媒体报道中的悲观情绪指数,发现该量化指标能够更好地度量投资者情绪并预测股价走势,因而将媒体语气和投资者情绪以及资产价格的研究推向一个新的高度。Loughran和McDonald(2011)在Tetlock(2007)研究基础上,改进了用于测算媒体情绪的词汇清单¹,并发现新词汇清单能更好地预测股价走势。

然而,与英文不同,中文语句的基本构成要素是汉字而非单词,一篇文章只考虑字而非词是没有意义的。因此我们首先需要将中文报道中的文章拆分成词汇。我们采用目前国内最先进的中文分词软件 - NLPPIR汉语分词系统²将每篇新闻报道的文章拆分成词组集合。在此基础上,我们以下列三个词库为标准构建适用于中国财经媒体领域的金融词库:《现代汉语词典》2008年6月5日商务印书馆第5版;《最新汉英经济金融常用术语使用手册》2006年6月1日中国金融出版社第1版;以及Loughran和McDonald(2011)美国金融词汇的中文翻译。最后,我们借鉴知网-中文信息结构库³提供的正负面词汇(2007年版本)进行匹配处理,并按照文章分词结果中词频的高低进行修正,最终整理出首个适用于中国金融、财经媒体正负面词库(其中包括负面

¹ Loughran 和 McDonald(2009)认为, Tetlock(2007)使用的哈佛心理学词典的词汇分类原则并不能完全是用于金融领域,以哈佛心理学词典的负面词汇清单计算的金融报道中的负面词汇具有很大的偏差。一些词汇在哈佛心理学词典中时负面词汇,但是在财经媒体报道中并不是负面词汇。比如 liability、cost、taxes 等。

² 又名 NLPPIR 自然语言处理与信息检索共享平台,是目前国内权威的汉字分词系统,基于信息交叉熵能在长文本内容中自动发现新特征语言,并自适应测试语料的语言概率分布模型,实现自适应分词。获得了 2010 年钱伟长中文信息处理科学技术奖一等奖,2003 年国际 SIGHAN 分词大赛综合第一名,2002 年国内 973 评测综合第一名。

³ 知网(英文名称 HowNet)是一个以汉语词语所代表的概念为描述对象,以揭示概念与概念之间以及概念所具有的属性之间的关系为基本内容的常识知识库。是中国第一个电子知识系统。其中对中文词汇中的正负面词汇有较系统的分类。

词汇3863个，正面词汇1840个）。

本文定义正、负面媒体语气指数来量化每篇媒体报道的语气和倾向，即对每一篇媒体报道进行分词，分别计算负面词汇总数和正面词汇总数占总词汇的比例。正、负面媒体语气度量方法如下：

$$\text{Neg}_{i,t} = \frac{\text{文章负面词汇总数}}{\text{文章总词汇数}} ;$$

$$\text{Pos}_{i,t} = \frac{\text{文章正面词汇总数}}{\text{文章总词汇数}} 。$$

上式中 $\text{Neg}_{i,t}$ 为负面媒体语气指数（简称负面媒体语气），表示公司 i 在 t 时刻媒体报道的负面词汇总数占总词汇数的比例。同理， $\text{Pos}_{i,t}$ 为正面媒体情绪指数（简称正面媒体语气），表示公司 i 在 t 时刻一篇媒体报道的正面词汇总数占总词汇数的比例。

（二）、计量模型

我们现在来构建计量模型。由于股权激励方案的公布是公司重大财务决策事件，因此在本文中，我们采用时间研究法来进行研究这一事件中股票价格的变化。时间研究法需要计算公司特定时间内的累计异常收益CAR (cumulative abnormal return)，本文采用市场模型法计算CAR，由于我们的假设是公司公布股权激励方案的前一个月内股价会与媒体报道变量相关，因此我们的考察期为(-30, -1)，估计期为(-390, -31)。

根据假设一，我们首先分析媒体关注度对公司股权激励方案公布前一个月CAR的影响。因此我们以公司公布股权激励方案前一个月的累计异常收益CAR作为被解释变量，该段时间内媒体的关注度Coverage作为解释变量，来检验公司媒体报道数量是否会对CAR有显著影响。回归模型中也加入了以往股权激励研究中公认的解释变量作为控制变量。具体来看，在公司特征方面，我们引入公司规模、公司年龄、行业、财务指标（净资产收益率、净资产同比增长率、营业利润增长率、财务杠杆、应收账款周转率），以及公司治理结构的特征变量：公司大股东占比、董事长与总经理是否同一人，以及公司独立董事数量。在股权激励方案特征方面，我们引入激励标的物变量（哑变量，若标的物为股票期权则为1，限制性股票则为0）、本次激励标的物占比以及哑变量Year，看公司该激励计划是否国家公布管理办法之前（若之前为0，之后为1）。具体变量说明详见表2。因此我们构建回归模型如下：

$$CAR = \alpha + \beta_0 \text{Coverage} + \sum \beta_i \text{CONTROL} + \varepsilon_i \quad (1)$$

之后我们研究公司媒体报道语气是否会对累计异常收益CAR有显著影响，我们以公司公布股权激励方案前一个月的累计异常收益CAR作为被解释变量，该段时间内媒体报道的负面语气Negative作为解释变量，模型的其他控制变量与模型（1）相同，构建的回归模型如下：

$$CAR = \alpha + \beta_0 \text{Negative} + \sum \beta_i \text{CONTROL} + \varepsilon_i \quad (2)$$

表1 变量描述

	变量符号	变量定义	变量说明
被解释变量	CAR	公司公布股权激励计划草案前一个月的累计异常收益	公司公布股权激励计划草案前一个月的累计异常收益，采用市场模型法计算。
解释变量	媒体特征 Neg	负面媒体语气	该段时间媒体报道负面语气平

	指数	均值
<i>Coverage</i>	媒体关注度	该段时间媒体报道的数量
公司特征		
<i>log(ASSET)</i>	公司规模	公司上市前上一个季度财务报表的总资产的对数值
<i>log(AGE)</i>	公司年龄	公司年龄对数值
<i>Industry</i>	行业	公司所在行业变量
<i>ROE</i>	净资产收益率	公司上一会计年度净资产收益率
<i>Netasset</i>	净资产同比增长率	公司上一会计年度净资产同比增长率
<i>Earning_g</i>	营业利润增长率	公司上一会计年度营业利润增长率
<i>Leverage</i>	财务杠杆	公司上一会计年度财务杠杆
<i>Ac</i>	应收账款周转率	公司上一会计年度应收账款周转率
控制变量 <i>Major_sh</i>	公司大股东占比	公司第一大股东持股份额占比(100%)
<i>Ceoissame</i>	董事长与总经理是否同一人	公司董事长与总经理是否同一人, 1 为是, 0 为否
<i>Per_id</i>	公司独立董事人数	公司独立董事的人数
股权激励方案特征		
<i>Biaodi</i>	激励标的物	股权激励方案的标的激励物, 1 为期权, 0 为股票
<i>Percent</i>	激励标的物占比	激励总数占当时总股本比例
<i>Year</i>	激励计划是否在国家颁布定价办法之后	激励计划是否在国家颁布定价办法之后, 1 为是, 0 为否

四、实证结果

(一)、描述性统计

表2是样本中335家公布股权激励方案公司的各变量的描述性统计。从表中我们可以看出,从2005允许上市公司实行股权激励计划以来,公布并实施股权激励方案的公司基本上逐年增加,其中,近70%的公司选择股票期权作为激励标的物,只有30%的公司选择授予高管限制性股票。

表3统计了335家公司按照行业分类,使用股票期权以及限制性股票作为激励标的物占公司总股权的比例。从表中可以看出,能源、基础设施等传统行业的公司使用股票期权作为激励标的物的比例最少,新兴产业(计算机、通信、制药等)授予股票期权激励份额占比最高。这一点也与其他文献一致(Core and Guay, 2001a, Ittner et.al,2003)。

表2 335家公司股权激励方案描述性统计

年份	限制性股票	激励占总股本比例平均值(%)	股票期权	激励占总股本比例平均值(%)	实施股权激励公司总数
2005	6	3.76	1	3.71	7.00
2006	12	3.33	26	6.00	38.00
2007	2	2.65	8	2.79	10.00
2008	15	2.10	53	4.33	68.00
2009	2	3.98	13	2.30	15.00
2010	17	2.80	39	3.24	56.00
2011	48	2.07	93	3.19	141.00
总数	102	20.69	233	25.57	335.00

表3 335家公司股权激励占公司总股本的比例（按照wind一级行业分类）

行业	期权比例均值	股票比例均值	股权激励比例均值
材料	3.89	2.76	3.59
电信服务	6.00	0	6.00
工业	3.97	2.60	3.44
公用事业	2.83	0	2.83
金融	3.12	2.08	2.91
可选消费	3.63	1.90	3.28
能源	0.04	2.18	1.47
日常消费	4.42	2.16	3.62
信息技术	3.51	3.10	3.42
医疗保健	3.94	1.93	3.17

表4给出了样本中能够统计股权激励计划前一个月的股价累计异常收益的172家公司的各变量描述性统计。由表4可以看出，172家公司在公布股权激励计划之前的一个月内的累计异常收益均值为-0.1%，最小可以达到-72%。媒体关注度MC均值为1.44，即平均每家公司每天都有1.44篇报道，报道最少的公司为0篇报道，报道最多的公司有48篇，公司负面语气平均值为1.44%，最小值为0%，最大值为8.2%。其他变量的描述性统计详见表4。

表4 172家公司的各变量描述性统计

变量名	观测值	均值	标准差	最小值	最大值
前一个月股价累计异常收益	172	-0.01	0.17	-0.72	0.59
媒体关注度（日均）	172	1.44	4.01	0.00	48
媒体负面语气	172	1.44	0.84	0.00	8.28
公司规模	172	21.54	1.16	19.37	26.10
公司年龄	172	2.49	0.39	1.10	3.40
净资产收益率	172	13.95	7.29	1.22	45.19

营业利润增长率	172	75.16	385.83	-162.10	4968.13
公司杠杆	172	41.93	20.40	1.78	83.72
应收账款周转率	172	89.67	616.08	1.26	7762.30
公司大股东占比	172	33.28	14.26	7.85	76.80
董事长与总经理是否同一人	172	0.26	0.44	0.00	1.00
公司独立董事人数	172	0.37	0.07	0.00	0.67
激励标的物	172	0.98	0.19	0.00	2.00
激励标的物占比	172	3.69	2.44	0.00	10.00
计划公布年份	172	0.72	0.45	0.00	1.00

(二)、模型回归结果

表5报告了模型1和模型2的结果。由上表的模型（1）可以看出，公司在股权激励计划发布前一个月内的媒体关注度和其该段时间的累计异常收益CAR显著负相关（t值为-2.16），公司的媒体关注度每增加一标准差，累计异常收益CAR降低0.696*0.777%，即0.54%。同样，在模型（2）中，公司在股权激励计划发布前一个月的媒体报道负面语气的系数显著为负（t值为-2.12），负面报道每增加0.84%，累计异常收益CAR降低3.235*0.777%，即2.514%。其他控制变量中，公司的营业利润增长率和累计异常收益显著正相关，这说明，公司财务状况对股权激励方案中激励标的物价格的确定有重要影响，盈利好的公司股权激励价格较高的可能性也比较大。而其他解释变量并没有太高的显著性。

表5 媒体关注度、媒体负面语气和累计异常收益

变量	模型（1）		模型（2）		
	系数	t 值	变量	系数	t 值
Coverage	-0.696**	-2.16	negative	-3.235**	-2.12
Year	1.306	0.41	year	2.043	0.65
Biaodi	7.282	0.96	biaodi	7.471	0.99
Percent	-0.454	-0.78	perc	-0.287	-0.49
Industry	-0.134	-0.8	ind	-0.113	-0.68
Roe	-0.063	-0.34	roe	-0.123	-0.66
Netasset	-0.005	-0.54	netasset	-0.005	-0.5
Earning_g	0.012***	3.71	earning	0.012***	3.71
Leverage	0.099	1.07	leverage	0.122	1.33
Ac	-0.001	-0.45	ac	-0.001	-0.41
Major_sh	-0.065	-0.63	owner	-0.062	-0.63
Ceoissame	4.216	1.32	ceoissame	4.423	1.4
Per_id	-18.29	-0.97	perdd	-15.70	-0.84
logasset	1.438	0.97	asset	1.312	0.89
logage	-7.260***	-2.01	age	-6.974	-1.94
_cons	-13.41	-0.41	_cons	-10.624	-0.33

N	170	N	170
Adjusted_R ²	0.08	Adjusted_R ²	0.08

由此我们验证假设1和假设2，即公司在股权激励方案发布前一个月的累计异常收益和媒体变量（关注度以及负面语气指数）是显著负相关的。而方案中的标的物授予价格恰恰是由前一个月的股票价格所决定，也就是说，方案公布前媒体报道越多，负面报道语气越重，管理层就越能以越低的授予价格得到股权激励标的物。

3、内生性问题的进一步检验：

本文的研究假设1中，假定公司管理层有动机在股权激励方案公布前一个月内通过媒体影响股票价格，继而影响激励标的物的授予价格。然而还有一种可能是，公司的基本面变差，导致在该段时间内股票价格下跌，媒体的负面报道也会增加，因此累计异常收益CAR和媒体报道语气都变差，即他们是由其他因素共同导致的，导致有内生性问题。因此我们需要与假设1进行检验。

我们通过检验股权激励计划公布后的股价反转情况来检验该问题。若该事件后，股票价格发生反转，则说明股票价格在前期的下跌并不是由于基本面变差引起的，因为在短时间内（1个月）公司的基本面不可能有太大的变化。结果表明，84%的公司股价均在股权激励方案公布后反转。说明股价的下跌并非由于公司基本面变差导致。

此外，我们也检验了媒体变量在该段时间内的变化，如前所示，利用公司在事件前一年内的媒体关注度和媒体报道负面语气，和该事件窗口期（前一个月）内的媒体变量进行比较，如果有显著差别，则说明，媒体变量很有可能是被公司操纵，而非因为基本面变化而导致，因为在1年内公司的基本面情况变化不会太大。

五、总结

公司对管理层人员进行股权激励是公司股东捆绑经理人利益，保留公司人力资本、降低代理成本的一个重要途径。然而很多证据表明，管理层为了自身利益，也可能通过一些手段来影响股权激励的结果，控制激励标的物授予的价格就是其中之一。本文的研究结果表明，管理层是有动机通过影响媒体报道来影响股票价格的，公司公布股权激励前一个月内的累计异常收益和该段时间公司媒体报道的关注度和负面语气都显著负相关。媒体关注度越高，媒体负面报道语气越多，累计异常收益越低。因此，股权激励方案本质上成了管理层向自身进行利益输送的工具，背离了其原本的目的。

股票期权在我国越来越受到重视，成为上市公司管理层薪酬的重要组成部分。事实上，股权激励手段的有效性在很大程度上取决于经理人市场的建立健全。经理人的行为是否符合股东的长期利益，除了其内在的利益驱动以外，同时受到各种外在机制的影响，经理人的行为最终是其内在利益驱动和外在影响的平衡结果。因此，只有健全的市场结构，综合激励机制、控制制约机制以及在政府提供的政策法规的有效监管下，股权激励才能发挥其引导经理人长期行为的积极作用，也才能保证市场中投资者的权益不受到侵害。

参考文献

- Ahern, Kenneth R and Denis Sosyura, 2014, "Who Writes the News? Corporate Press Releases during Merger Negotiations", *Journal of Finance*, 69(1), pp. 241-291.
- Aboody, David, and Ron Kasznik. "CEO stock option awards and the timing of corporate voluntary disclosures." *Journal of Accounting and Economics* 29.1 (2000): 73-100.
- Barber, Brad M., Chip Heath, and Terrance Odean, 2003, "Good reasons sell: Reason-based choice among group and individual investors in the stock market", *Management Science*, Vol.49, pp.1636~1652.
- Black, Fischer, and Myron Scholes. "The pricing of options and corporate liabilities." *The journal of political economy* (1973): 637-654.
- Bryan, Stephen, LeeSeok Hwang, and Steven Lilién. "CEO Stock-Based Compensation: An Empirical Analysis of Incentive-Intensity, Relative Mix, and Economic Determinants*." *The Journal of Business* 73.4 (2000): 661-693.
- Bushee, Brian J., and Gregory S. Miller, 2012, "Investor relations, firm visibility, and investor following", *The Accounting Review*, Vol.87, pp.867~897.
- Carter, M.E., and L.J. Lynch, 2001b. Does accounting affect economic performance? Evidence from stock option repricing. Working paper, University of Virginia.
- Chauvin, Keith W., and Catherine Shenoy. "Stock price decreases prior to executive stock option grants." *Journal of Corporate Finance* 7.1 (2001): 53-76.
- Core, John, and Wayne Guay. "The use of equity grants to manage optimal equity incentive levels." *Journal of accounting and economics* 28.2 (1999): 151-184.
- Core, John E., and Wayne R. Guay. "Stock option plans for non-executive employees." *Journal of financial economics* 61.2 (2001): 253-287.
- Core, John E., Wayne R. Guay, and David F. Larcker. "Executive equity compensation and incentives: A survey." *Economic policy review* 9.1 (2003).
- Crystal, G. 1991. *In Search of Excess: The Overcompensation of American Executives*. New York: W.W. Norton.
- Dechow, Patricia M., Richard G. Sloan, and Amy P. Sweeney. "Causes and consequences of earnings manipulation: An analysis of firms subject to enforcement actions by the SEC*." *Contemporary accounting research* 13.1 (1996): 1-36.
- Demsetz, Harold, and Kenneth Lehn. "The structure of corporate ownership: Causes and consequences." *The Journal of Political Economy* (1985): 1155-1177.
- Fang, Lily, Joel Peress, and Lu Zheng, 2009, "Does your fund manager trade on the news? media coverage, mutual fund trading and performance", Working paper, University of California, Irvine.
- Fenn, George W., and Nellie Liang. "Corporate payout policy and managerial stock incentives." *Journal of financial economics* 60.1 (2001): 45-72.
- Gaver, Jennifer J., and Kenneth M. Gaver. "Additional evidence on the association between the investment opportunity set and corporate financing, dividend, and compensation policies." *Journal of Accounting and Economics* 16.1 (1993): 125-160.
- Hall, Brian J., and Jeffrey B. Liebman. "The taxation of executive compensation." *Tax Policy and the Economy*, Volume 14. MIT Press, 2000. 1-44.
- Himmelberg, Charles P., R. Glenn Hubbard, and Darius Palia. "Understanding the determinants of

managerial ownership and the link between ownership and performance." *Journal of financial economics* 53.3 (1999): 353-384.

Ittner, Christopher D., Richard A. Lambert, and David F. Larcker. "The structure and performance consequences of equity grants to employees of new economy firms." *Journal of Accounting and Economics* 34.1 (2003): 89-127.

Jensen, Michael C. 1993. "The Modern Industrial Revolution, Exit, and the Failure of Internal Control Systems." *Journal of Finance* 48, no. 3: 831-80.

Jensen, Michael C., and Richard S. Ruback. "The market for corporate control: The scientific evidence." *Journal of Financial economics* 11.1 (1983): 5-50.

Lambert, R., and D. Larcker. 2001a. "Options, Restricted Stock, and Incentives." Unpublished paper, University of Pennsylvania.

Loughran Tim and Bill McDonald, 2011, "When is a Liability not a Liability? Textual Analysis Dictionaries And 10-Ks", *Journal of Finance*, 66(11), pp.35-65.

Mehran, Hamid. "Executive compensation structure, ownership, and firm performance." *Journal of financial economics* 38.2 (1995): 163-184.

Morck, R., A. Shleifer, and R. Vishny. 1988. "Management Ownership and Market Valuation: An Empirical Analysis." *Journal of Financial Economics* 20: 293-316.

Murphy, Kevin J. "Executive compensation." *Handbook of labor economics* 3 (1999): 2485-2563.

Narayanan, M. P., and H. Nejat Seyhun. "Effect of Sarbanes-Oxley Act on the influencing of executive compensation." *Effect of Sarbanes-Oxley Act on the Influencing of Executive Compensation* (November 2005) (2005).

Oyer, P., Schaefer, S., 2001. Why do some firms give stock options to all employees?: An empirical examination of alternative theories, Stanford University, working paper.

Palia, Darius. "The endogeneity of managerial compensation in firm valuation: A solution." *Review of Financial Studies* 14.3 (2001): 735-764.

Smith, Clifford W., and Ross L. Watts. "The investment opportunity set and corporate financing, dividend, and compensation policies." *Journal of financial Economics* 32.3 (1992): 263-292.

Solomon, David H., 2012, "Selective publicity and stock prices", *Journal of Finance*, Vol.67, pp.599~638.

Steven R. Matsunaga; The effects of financial reporting costs on the use of employee stock options. *Accounting Review*, 70 (1995), pp. 1–26.

Terrance, Odean, 1999, "Do investors trade too much", *The American Economic Review*, Vol. 89, pp.1279~1298.

Tetlock Paul C., 2007, "Giving Content to Investor Sentiment: the Role of Media in the Stock Market", *Journal of Finance*, 62(13), pp.1139-1168.

Tetlock, Paul C., Saar-Tsechansky, M., and Macskassy, S., 2008, "More Than Words: Quantifying Language to Measure Firms' Fundamentals", *Journal of Finance*, 63(3), pp.1437-1467.

Tetlock, Paul C., 2010, "Does public financial news resolve asymmetric information?", *Review of Financial Studies*, Vol.23, pp.3520~3557.

方军雄. 高管权力与企业薪酬变动的非对称性[J]. *经济研究*, 2011, 04: 107-120.

吕长江, 郑慧莲, 严明珠, 许静静. 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, 09: 133-147+188.

权小锋, 吴世农, 文芳. 管理层权力、私有收益与薪酬操纵[J]. *经济研究*, 2010, 11: 73-87.

饶育蕾、彭叠峰、成大超: 《媒体注意力会引起股票的异常收益吗?——来自中国股票市场的经

验证据》，《系统工程理论与实践》，2010年第2期

吴育辉,吴世农. 高管薪酬:激励还是自利?——来自中国上市公司的证据[J]. 会计研究,2010,11:40-48+96-97.

张治理,肖星. 我国上市公司股权激励计划择时问题研究[J]. 管理世界,2012,07:180-181.