

【解牛集】— 刊於〈信報〉，2018年1月23日

## CEO 短期自利行為左右股價

黃昊

香港科大商學院會計學系副教授

美股三大指數不斷創出新高，市場一片鬧哄。在美股飆升之下，港股亦告上揚，恒生指數升逾 3 萬 2 千點。一般而言，公司股價的升跌，除了技術因素外，主要視乎公司的基本因素，包括財務和盈利的優劣。然而，除了技術因素和基本因素外，公司高層管理人員如行政總裁 (CEO) 的決策行為，對公司股價的潛在影響，小投資者其實亦不宜忽視。

不久前 (1 月 3 日)，英特爾公司 (Intel Corporation) 爆出所生產的晶片有安全漏洞。據財經新聞網站《Market Watch》報導，英特爾早於去年 6 月，便得知半導體晶片的缺陷，但該公司執行長 Brian Krzanich 在去年 11 月，大手出售約 64.4 萬股的自家股票。沽售之後，僅擁有執行長所需的法定最低持股量，此舉遭質疑涉嫌內幕消息交易。

雖然該公司隨後指出，Brian Krzanich 的拋售股份行為，與晶片安全漏洞事件無關；據報導，Krzanich 賣股，獲利約 2,500 萬美元，是有向美國證監會進程序申報，依 10b5-1 交易計畫進行，在法例條文上，難以認定是內幕交易。但監管機構會否進一步調查，有待觀察，但發現晶片安全漏洞的研究人員透露，早於去年 6 月就已通知晶片商，故輿論還是認為，這是有預謀的出售持股行為。但無論如何，當晶片安全漏洞消息爆出後，英特爾的股價翌日下跌了 1.83%，由此可見一斑。

### 歸屬股權作為薪酬獎勵

筆者於上周本欄拙文闡述了公司 CEO 可以透過股份回購，來提升每股盈利，推高價格，從而增加出售自家的公司股份 (包括行使公司給予認股權所得之股票) 的利益。本文進一步闡述公司高層持有那些具行使期限的歸屬股權 (vesting equity)，對其長短期決策行為的影響，由是也影響到公司股價的變化。

概言之，企業給予高層管理人員的薪酬，可以用現金固定薪酬方式，或附加年底分紅獎金。除了這兩種方式外，還可以給予高管人員與公司資產相關的、有期限的歸屬股權或股票期權。這些尚未到手的歸屬股份或股票期權，一般都有歸屬期

或行使期限，期限未到前，不能行權。

對企業來說，如果只給予高層管理人員現金薪酬，或獎金分紅，一旦高層收到薪酬後，他們服務所得的報酬，基本上便劃上句號，這樣一來，他殫盡心思為公司謀取最大利益的積極性，之後亦可能會打上折扣。因此，為了讓高管人員發揮更大的積極性，像股民對公司的利潤或增值那樣渴求、熱情不減，企業給予高層管理有期限行權的股票，便可以使高層管理人員在更長時間之內，譬如五年或十年等，保持殫盡心思為公司服務增值的積極性。

### 短期行為損及公司長遠利益

由於高管人員擁有相關的歸屬股權，他們會否對股票價格升跌的關注，更高於公司的長期利益？這是一個很現實的問題。事實上，在金融市場，企業的長期增長與短線回報之間的企業決策選擇，兩者的關係往往帶有一定的張力或矛盾。至於給予高層人員有限期行權的股票後，他們的表現，包括短期行為會否損及公司的長遠利益？問題也備受關注。即使把那些歸屬股份原本一年後可以行權的期限，改為五年，但當四年過去了，便意味短短一年後，即可行權持有，故而期限始終會由長期變為短期。

正如上文指出，到了短期之際，高層人員如行總裁的短期企業行為，會否損及公司的長期利益，一直是研究的焦點。另一方面，不少研究和觀察也會聚焦到 CEO 持有的歸屬股權或期權數量，會否影響到他的短期決策行為。當然，兩者之間並不一定有必然的因果關係。譬如，假設發現該公司減少了投資；同時股票回購行為增加，但也不能就此作出斷論，認為因為回購而減少投資，原因可能是真的缺乏有利可圖的投資，從而影響到減少投資和回購的行為而已。

### 增加回購與併購的啟示

筆者一篇新的研究論文，聚焦於 CEO 當期的歸屬股權或期權的可行使數量，據此探討高管人員的短期利益和公司長遠利益的關係。一般來說，CEO 行使認股後，會把當期到手的歸屬股份賣出套現，即使不是全數沽出，也會賣出部分。事實上，有些企業有規定 CEO 的公司持股量，多出持股量的部分，CEO 便可以賣出去。

由於當期可以賣出的股份數量，是幾年前已決定了，因此，當期可以賣出的固定股份有多少，便可成為一個「外生變量」，對高管的短期行為進行研究，因為 CEO 當期有多少股份可以賣出，他便只會關心當期的股票價格變化。

我們從羅素 3000 指數(Russell 3000 Index)中的美國 3000 家最大市值公司採樣，期間由 2006 至 2015 年，有關的計量推算內容，因牽涉複雜計算，本文不贅，只集中闡述研究結果。

事實上，過去有學者的研究發現，在此當期可以賣出去的股份數量多，這一期的企業長期投資會減少。譬如，進行研究與開發投資，雖則這些投資或會對公司的長期增值有利，但投資短期內無法實現為利潤，反而會減少公司盈利，當每股盈利減少，自然使股價降價。另一方面，在此一期間，公司對外公布的消息，也是利好多於利淡，帶有「報喜不報憂」的意味。(見 Edmans et al. "Strategic news release in equity vesting months". Working Paper, London Business School 一文的分析)。

我們的研究則發現，在此一當期，公司會進行更多的股票回購，由於回購的股份最後被注銷，使公司已發行股票數量減少，增加每股盈利，從而可推高股價。與此同時，我們也發現期間公司的併購活動 (Merger & Acquisition • M&A) 也告增加。很明顯，公司進行併購，往往也取得市場的正面反應，有助股價上行。

#### 四項企業行為影響股價

換言之，企業減少長期投資、公布利好消息的數量較利淡為多、進行增加股票回購和併購活動，這四項企業行為，都對股價變化起作用；而我們研究論文所發現企業管理高層人員在期間的決策行為，包括股票回購和進行更多併購，雖然短期內提高了股票的回報，卻損及了公司的長期利益。

研究結果顯示，在此一期間，當歸屬股份的數量增加，股票回購和併購活動也隨之增加後，股票回報會在繼後兩個季度顯著提升，但在回購之後兩年便告顯著回落；而在併購行為增加之後的三、四年，該公司的股份亦會「由升轉跌」，反映企業高層管理人員把歸屬股權套現，行權之前，利用職權所作的短期行為，有可能損及公司的長期利益。

一般來說，如果企業高層透過帳目造假，美化公司的盈利，推高公司股價，是非法並且也有機會讓審計機構或監管機關悉破，受罰的風險很高，然而，透過削減投資、公布更多公司利好消息或預期、進行股票回購，以至併購，都是企業的決策行為，跟帳目會計沒有關係，不牽涉造假帳，因而外界很難質疑這些決策行為，是 CEO 為了自身的好處，抑或著眼於公司的利益。譬如減少投資，基於外界無法知道 CEO 手上所有的投資項目，無法逐一比較。可以說，企業高層決策行為之真正目的，外界不易洞悉。

## CEO 利益宜與公司利益掛鉤

當然，我們的研究並非反對企業給予公司高層歸屬股權或期權。事實上，在行權期限到期前，CEO 為企業良好營運的確有殫盡心思的積極性，但給予之後，譬如三年或五年，在當期結束之際，企業法便要考量，如何保持 CEO 為公司取得利益的積極性。筆者認為，第一，企業可考慮再給予高層管理人員新一期限的歸屬股權，使他們的決策行為，持續顧及公司的長期發展利益。道理很簡單，因為若公司價值長期遞減，也會損及他們自身日後的歸屬股份價值，從而抑制了 CEO 帶有「殺雞取卵」意味的短期行為。第二，如果公司的 CEO 在當期有大量歸屬股份出售，則企業便要加倍留意 CEO 短期行為的合理性，其決策到底是利及自身、抑或對公司的長期發展有利。

最後值得一提，亦有研究發現，公司的管理高層，在臨近退休前，會減少長期投資。事實上，投資於研發，短期利潤難以實現，故管理高層往往傾向於集中業務，增加公司短期利潤，而忽略長期性的發展，但有趣一點是，研究亦發現，當退休後的高層成為董事會一員，亦即仍然廁身於公司的營運架構之中，便會減少上述的短期行為，多一些關心公司的長遠發展和利益。

總括來說，企業高層的短期自利行為，對公司的長遠利益或有所損；而且對公司股票「短期上升、升後下跌」的影響，小投資者宜加以留意和警惕，尤其在股市一片鬧哄和亢奮之際為然。

〔 本文由科大商學院傳訊部筆錄，黃昊教授口述及整理定稿 〕