

美國的股票選擇權醜聞

黃志典 金融案例評析

2006 年年中，美國爆發上市公司回溯股票選擇權發放日期以圖利高階主管的醜聞。有很多上市公司為了讓高階主管藉由執行股票選擇權賺取不當利益，特意將股票選擇權的發放日期回溯到公司股價處於低點時，或是在重大利空消息導致公司股價暴跌後，趁機發放股票選擇權，根據華爾街日報報導，有些公司甚至利用 911 恐怖攻擊事件導致股市重挫時大量發放股票選擇權給高階主管。

涉及股票選擇權醜聞的美國公司相當多，包括著名的蘋果電腦（Apple Computer Inc.）、通訊大廠 Brocade、軟體公司 Converse Technology 以及聯合健保（United Health Group）等，到目前為止，遭到聯邦主管機關調查的上市公司已經超過 140 家，因醜聞而去職的公司高階主管超過 70 名，被聯邦政府或州政府起訴的公司主管超過 10 名，被投資人提出團體訴訟的公司高達數十家。

在美國，無償發放股票選擇權給高階主管與員工，是上市公司提昇營運績效的工具。持有股票選擇權的主管與員工，有權利在未來一段期間內，向公司認購股票，認購價格則以選擇權發放日的公司股價為基準。

選擇權是有價的，公司將股票選擇權無償發放給高階主管與員工將導致公司盈餘減少，換言之，發放股票選擇權的成本是由公司股東承擔。但是，長遠來看，發放股票選擇權對股東也有利。在選擇權有效期間，公司的股價越高，主管與員工執行股票選擇權的獲利將越高，可想而知，公司高階主管與員工得到股票選擇權之後，有誘因努力提昇公司營運績效，公司價值將因而提升。可見，股票選擇權如果發放得當，對公司員工與股東都有利。但是，上市公司將高階主管的股票選擇權發放日期回溯到公司股價處於低檔時，卻是一種剝削股東、圖利高階主管的不當行為，這相當於特意將公司股票以最低價賣給公司高階主管，即使公司營運績效沒有提昇，公司高階主管也可以

藉著執行股票選擇權獲利。

美國上市公司回溯股票選擇權發放日期以圖利高階主管的惡行是愛荷華大學(University of Iowa)商學院教授賴艾瑞(Erik Lie)發現的，賴艾瑞教授針對 1992 年到 2002 年之間 5977 個企業發放股票選擇權的事件進行分析，他發現很多企業發放股票選擇權的時間有明顯的規則性，股票選擇權發放的時間大多落在公司股票價格處於低檔時。為什麼會這樣，可能的原因如下：

1. 純屬巧合。
2. 公司高階主管的運氣都很好，都是在股票價格處於低檔的時候得到股票選擇權。
3. 這些公司料事如神，能夠準確預測股票價格的變動趨勢，選在股價處於低檔時，發放股票選擇權。
4. 這些股票選擇權的發放日期是事後回溯的，亦即公司在發放股票選擇權的時候，刻意把發放日期回溯到股價處於低檔時。這相當於是公司將彩券發給高階主管，等中獎號碼揭曉後，才將中獎號碼填在彩券上，讓高階主管中獎。

顯然，前三種理由成立的機率是微乎其微。賴艾瑞教授將他的研究發現以「企業主管股票選擇權發放時機之研究」(On the Timing of CEO Stock Option Awards)為名，發表在 2005 年 5 月出刊的管理科學學報(Management Science)。這篇文章引起華爾街日報注意，佛瑞爾(Charles Forelle)、邦德勒(James Bandler)等四名華爾街日報記者在經過深入的調查訪問之後，在 2006 年 3 月發表一系列報導，鉅細靡遺的揭露美國企業回溯股票選擇權發放日期以圖利高階主管的猖獗行徑。

回溯股票選擇權回溯發放日期的醜聞對美國金融市場與公司治理產成重大影響，很多公司被迫重編財務報表、公司董事會開始調查自己公司發放股票選擇權是否涉及不法、很多公司的執行長被迫辭職、會計師被解聘、有的公司被迫下市，超過 140 家上市公司遭到聯邦主管機關調查，數十家公司被投資人起訴。

因為揭發股票選擇權醜聞，華爾街日報在 2007 年 4 月贏得象徵新聞界最高榮譽的普立茲公共服務獎（Pulitzer Prize）。