

● 企业管理

上市公司经理股权与股票期权激励制度分析

亦强, 陈先勇

(武汉大学 商学院, 湖北武汉 430072)

[作者简介] 亦强(1972-), 男, 江苏东台人, 武汉大学商学院博士生, 副教授, 主要从事国有企业改革研究; 陈先勇(1974-), 男, 湖北石首人, 武汉大学商学院讲师, 主要从事国有企业改革研究。

[摘要] 近 20 年来, 以工资加奖金加股权加股票期权的“三位一体型”激励制度成为西方发达国家公司经理激励的特点。但是, 从中国股份公司在实施这一制度的现状来看, 效果并没有当初想象的那样理想。原因在于经理股权与股票期权激励制度的引进没有从中国公司治理特点和资本市场的实际出发。因此, 引进和实施这一制度, 需要根据中国的国情和公司治理的现状来对它进行消化和吸收。

[关键词] 经理股权; 股票期权; 经理激励

[中图分类号] F276.6 [文献标识码] A [文章编号] 1671-881X(2005)01-0119-05

近 20 年来, 西方发达国家公司“经理激励”的发展特点是由传统的以工资和奖金为主体的薪酬激励制度转向以工资和奖金加股权加股票期权的“三位一体型”现代激励制度, 其目的就是要使经理人员的效用函数目标与股东利益形成一致。其中, 所谓经理股权激励, 亦称为限制性股票奖励制度, 包括现股激励制度和期股激励制度。现股激励是通过公司奖励或参照股权当前市场价格向经理人员出售的方式, 使经理人及时地直接获得股权, 但一般同时规定经理人员在一定的时间内必须持有股票而不得出售。期股激励是公司和经理人员约定在将来某一时期内以一定价格购买一定数量的股权, 购股价格一般参照股权的当前价格确定, 同时对经理人员购股后再出售股票的期限作出规定。经理股票期权(Executive Stock Options, 简称 ESO)的基本内容则是授予经理人员未来按一定价格(行权价)购买一定数量本公司股票的选择权, 经理人员在规定的范围内拥有行权与否和股份变现与否的权利。

近年来, 我国一些公司开始仿效西方国家公司的做法, 实施股权或股票期权激励制度。但是, 从中国股份公司部分实施这一制度的现状来看, 效果并没有当初想象的那样理想。应该看到, 中国的股份公司在实施这一制度时面临着与西方国家公司差别极大的约束条件。一项制度的成功移植就如同一项先进技术的引进, 需要我们根据中国的国情和公司治理的现状来对它进行消化和吸收。

一、经理股权与股票期权效应的理论分析

(一)不同激励制度效应的理论表述

1. 在现股激励制度下, 根据协定经理人员获得数量为 m 、价格为 P_1 的股票, 为此, 经理人员在即期需付出金额为 $P_1 * m$, 经过 T 期后, 经理人员可以自由处置所拥有的股票。设资金贴现率为 $\alpha\%$, 股票市场上该股票的增值率为 $\beta\%$, T 期后股票价格为 P_t , 则 T 期结束后经理人员的资金成本 = $P_1 * m * (1$

$+ \alpha \%$)^(T-1), T 期时股票价值 = $P_1 * m * (1 + \beta \%)^{(T-1)}$ 。即可用以下公式进行分析:

当 T 期结束后, 若 $P_1 * m * (1 + \alpha \%)^{(T-1)} \leq P_1 * m * (1 + \beta \%)^{(T-1)}$ 时, 经理人员收益大于其成本, 收益率为正, 即 $\alpha \% \leq \beta \%$ 时, 经理人员获益。反之, 若 $\alpha \% \geq \beta \%$ 时, 经理人员亏损。

如若公司破产或资不抵债时, $P_1 * m * (1 + \beta \%)^{(T-1)}$ 等于 0, 则 $P_1 * m = 0$, 经理人员股权价值为 0, 经理人员最大亏损为 $P_1 * m * (1 + \alpha \%)^{(T-1)}$, 即经理人员持股成本。

2. 在期股激励制度下, 由于远期付款的约定, 经理人员在当期并不付款或只需付少量的金额, 该支付额所承担的资金成本可以忽略不计。根据上面所作的设定, 可以用公式分析如下:

T 期后, 经理人员实际付出的成本为 $P_1 * m$, 此时股票价值为 $P_1 * m * (1 + \beta \%)^{(T-1)}$ 。即当 $\beta \% > 0$ 时, 经理人员获益。如若公司破产或资不抵债时, $P_1 * m * (1 + \beta \%)^{(T-1)}$ 等于 0, 则 $P_t * m = 0$, 经理人员股权价值为 0, 经理人员最大亏损为 $P_1 * m$ 。可以看出, 在同样的条件下, 期股激励制度的风险要低于现股激励制度, 是否享受贴息优惠是二者的主要区别。

3. 在期权制度下, 经理人员拥有按某一固定价格购买本公司普通股的权力, 且有权在一定时期后将所购入的股票在市场上出售获取收益。到期后经理人员可以根据自己的意愿选择购买或放弃期权。显然, 一个理性的经理人会在 $\beta \% < 0$ 时倾向于放弃购买期权, 此时的最大资金亏损为 0。也就是说经理人员不承担股权贬值的亏损风险。

(二) 不同激励制度的利益导向比较

从不同激励制度效应的理论分析可以看出, 经理股权和股票期权对经理人员利益产生不同影响, 也即在不同的激励制度安排下经理人员的权利和义务存在差别。表 1 在以上理论分析的基础之上, 对这些差别进行了总结和对比。比较结果显示, 经理股票期权制度更有利于经理人员的利益, 激励效果显著, 是比经理股权制度更先进的经理激励制度。

表 1 不同激励制度的权利与义务的比较

	增值收益权	持有风险	股权表决权	资金即期投入	享受贴息
无	现股	有	有	有	有
期股	有	有	无	无	有
期权	有	无	无	无	有

从不同激励制度效应的理论分析中还可以看出, 现股和期股激励制度的基本特征是“收益共享、风险共担”的原则, 即经理人员在获得股权增值收益的同时, 也承担了股权贬值的风险。因此, 这种激励方式将引导经理人员努力工作, 并以较为稳健的方式来管理企业, 避免过度的冒险。由于经理人员承担风险能力和实际投资能力的限制, 这种股权激励方式中股权的数量不可能很大, 否则, 可能会影响激励的效果。在股票期权激励方式中, 经理人员不承担资金风险, 因此期权激励制度的设计不受其承担风险能力的限制。通过增加期权的数量, 可以产生很大的杠杆作用。这种激励方式将鼓励经理人员“创新和冒险”, 另一方面也有可能使经理人员过度冒险。

经理股票期权利益导向上的优势还体现在它可以根据经理人员的个体特征进行设计和操作, 从而更有效地发挥激励作用。最新的经理股票期权理论研究显示, 可以将经理人员风险特征、财富结构以及被授予期权数等引入经理股票期权定价, 从而计算出股价每上涨一个单位时一份期权对经理的激励以及经理期权的最优实施价格, 进而可以得出最优激励的期权设计方案。该理论运用了确定性等价 (certainty equivalence), 认为经理人员被授予一份期权和一份确定收入 V , 在时间 T , 两者总财富 (分别记为 W_T 和 W_T^V) 的期望效用相同。其中, $W_T = w(1 + r_f)^T + SP_T + \max(0, P_T - X)$, $W_T^V = (w + V)(1 + r_f)^T + SP_T$, 式中, w 为与公司无关的财富, r_f 为无风险收益率, P_T 为 T 时间的股价, S 为股票份数, X 为期权实施价格。两者总财富的期望效用表示为: $\int U(W_T^V) f(P_T) dP_T = \int U(W_T) f(p_t) dP_T$ 。显然, 每份股权的激励为 $\partial V / \partial P_T$, 可以将 n 份期权的激励简单表示为 $\partial V / \partial P_T$, 它受到期权许可成本的约束。那么,

何种期权方案能产生最大的激励便转化为求解这样一个目标规划: $\max \partial_n V / \partial P_T$ (s. t. $C=K$), 式中, C 为每份股权的成本, K 为给定期权的许可成本。

二、中国上市公司实施经理股权和股票期权的约束条件

中国上市公司经理人员持股与企业经营绩效的相关性很差。一项统计分析表明, 上市公司的年度报酬与每股收益的相关系数仅为 0.045, 与资产收益间的相关系数仅为 0.009, 上市公司高级管理人员的年度报酬与企业的经营业绩几乎不存在相关性, 股权激励的作用不明显。据统计, 1996 年, 公司净资产收益率与高管人员持股比例的相关系数为 0.0375; 1997 年这一指标为 0.0057, 而非国有控股型的上市公司中, 这一指标也分别仅为 0.0113(1996 年)和 0.0085(1997 年)。这说明, 我国上市公司的经营业绩与公司管理层的持股比例之间基本不相关, 即使在非国家控股的上市公司, 经理人员持股对促进企业经营业绩方面的激励作用也非常小。

那么, 是什么原因导致中国上市公司实施经理股权激励效果不明显, 也即中国上市公司实施经理股权和股票期权面临怎样的约束条件呢?

经理股权和股票期权制度设计的出发点意在提高企业经营绩效, 并以市场化价值形式表现出来。这就隐含了两个基本前提: 一是要有完善的公司治理机制, 能确保股权或股票期权激励真正成为经理人员个人效用函数中的一个重要部分; 二是有完善的资本市场, 能对企业的价值做出理性的反映。在中国, 一方面公司治理结构还有待进一步完善; 另一方面资本市场还不成熟。这些构成了中国上市公司实施经理股权和股票期权的两个主要约束条件。

(一) 内部约束条件: 中国上市公司独有的股权结构导致了严重的内部人控制

我国股份公司的股权可以概括为以国有产权为主导的股东主权模式。从理论上说, 占支配地位的股东拥有对公司的控制权, 由于他们所占有的份额, 因而会比别的股东更有动力来监督和激励公司, 使得经理人员的行为符合股东利益最大化的目标。然而, 国有资本投资主体具有实践中的不确定性, 所有权往往被肢解、分散到不同的行政机关手中。政府的目标往往并不与真正的资产所有者的目标相一致, 甚至不同的政府机关之间也存在着目标冲突。政府的这一特殊地位, 使得政府对企业的控制一方面表现为行政上的“超强控制”, 另一方面又表现为产权上的“超弱控制”。经理人员和政府博弈的结果是一部分经理人员利用政府产权上的超弱控制形成了事实上的内部人控制。我国上市公司的内部人控制制度与股权的集中情况高度相关, 并随着股权的集中, 内部人控制呈现出增强的趋势。国有股和国有法人股在公司中所占比例越大, 公司的内部人控制就越强。在国有产权所有者“超弱控制”下产生的内部人控制, 往往会导致经理人员的行为偏离股东利益, 追求个人高消费、高收入、侵蚀投资者利益, 同时又利用政府行政上的“超强控制”推卸责任, 转嫁自己的风险。具体来说, 内部人控制带来的代理问题主要有: (1) 过度的在职消费; (2) 行为短期化; (3) 盲目、过度投资和耗用企业资产; (4) 工资、奖金与年薪的过快增长, 侵蚀利润; (5) 经营绩效差的经理很难被取代; (6) 转移、瓜分国有资产, 造成国有资产的流失; (7) 容易发生行政目标为导向的兼并、合并、合资等不符投资者利益的决策行为。在这种公司治理的背景下, 实施股权激励制度, 充其量只是为经理人员实现个人利益最大化增加了一种新的手段, 它对企业经营绩效作用不明显就在情理之中了。

(二) 外部约束条件: 中国资本市场不完善、市场机制不规范

在成熟、规范的股份制度和股票市场下, 公司经理人员的努力可以基本准确地通过股价变动体现出来, 并有一系列的市场手段来迫使或激励经理阶层为实现企业经营绩效的改善而努力。如公司的代理权之争、股东用脚投票、敌意接管等。但是, 我国的股票市场还不具备有效约束经理阶层的条件。主要问题有: (1) 投资者的高度分散化。过于分散的投资者, 往往不能对公司管理层实施有效监管。(2) 在股票发行市场上, 10 多年来一直是发行额度的计划分配方式, 与二级市场上的市场机制不相吻合。(3) 二

二级市场是在国有股、法人股不流通情况下形成的一个不完备的交易场所。二级市场上的股价往往不能真实准确地反映企业的价值,相应大比例的股票购买者是出于赚取价差的投机动机,而不是出于投资动机来参与股市交易。具有中国特色的ST、PT股票在市场上经常出现不跌反长的情形就深刻地说明了这一点。(4)上市公司的收入分配极不规范,投资者的利益得不到保障。(5)僵化的上市机制以及人为的政策托市等行为,造成上市公司只上难下,投资者风险意识淡薄、缺乏真正的理性投资思维,导致中国股市投机行为盛行,形成了极不正常的高市盈率。

在这样的市场条件下,股票价格基本上不能反映公司的投资价值。对公司经理人员来说,股权和股票期权的激励作用就大大降低了,而且还会导致股权和股票期权激励作用的异化,偏离激励员工为企业创造利润的初衷,如经理人员可以操纵消息,让好消息在自己的股票期权到期之前放出去,坏消息则在期权到期之后放出。

三、有效实施经理股权和股票期权激励制度的思路

在种种约束条件下,如何有效实施作为初级形式的经理股权和作为高级形式的经理股票期权激励制度呢?我们认为,要以目前的市场与公司治理结构为既定前提,采取有效解决一些具体问题的思路。

(一)彻底分离国有企业自身目标和政府依靠国有企业实现的社会、政治目标,并建立和完善经理人员市场,有效控制内部人控制。只有彻底分离以上两个目标,才能真正明确国有企业治理中的委托代理关系,再加上完善经理市场这一外部环境的建立,才能真正从“入口”和“出口”两方面控制内部人控制。目前,“亏损经理轮厂转”的干部任命制在我国是一种普遍现象,在这种状况下,即便实施了股票期权,也无法对经营者产生足够的激励。

(二)积极培育机构投资者,规范股市运作。在现有的基金运作基础上,适当时候推出开放式基金,并积极鼓动社保、保险基金入市,放宽对机构投资者入市的限制,扩大机构投资者的持股比例。还可以探讨如何引入外国投资基金的入市问题。与此同时,要重视中小股东利益、保障中小股东利益。可以借鉴国外的做法,实行表决权委托制度、股东提案权制度,以及“股东代理诉讼制”等,促使管理层对企业负责,对中小股东负责,从而在一定程度上提高股票期权的激励效果。

(三)正确认识作为高级形式的股票期权的本质特点。它虽然具有较大的优越性,但并非包治百病,其自身也同样存在着一些固有风险和局限:(1)它的作用主要在于激励而不是惩罚,这种有奖无罚、保底不封顶的办法可能会使经营者有恃无恐,从而做出逆向选择,向企业股东转移决策风险。(2)在目前国有企业产权制度还没有根本改革、政府干预的力量还比较大的环境下,经理人员较易出现道德风险问题,造成股票期权制度被滥用,成为少数人的牟利工具,导致期权的作用被异化。(3)股票期权是企业的一种激励方式,它对经理的最大价值就是获得差价利润而不是控制公司。因此,股票期权实质上并不是一种企业的产权制度安排。政府和国有企业不能把解决产权问题的希望寄托在股票期权上。美国哈佛大学的Brian Hall教授提出了改革股票期权计划的三个建议:提高使用期权激励的代价,通过确定期权非免费性,控制对期权激励的滥用;扩大员工保留退休金的权利和增加对欺骗行为的惩罚;降低经理人员的权力。

(四)注重股票期权方案设计的规范化运作。(1)监管部门对上市公司股票期权计划的设计做出具体规定或指引。(2)实行逐步推进的措施,在股权激励大面积推广之前,将期权计划的激励对象仅限于高管人员及技术骨干等少数人员,以利于相关部门的监管,并从中吸取经验,为推广作准备。(3)加强对股票期权计划的信息披露力度,如要求上市公司披露包括实施股票期权计划所需股票数量、股票来源及解决办法、行权后的剩余股票数量、期权计划的激励对象等内容。

(五)通过立法程序制定全国性的股票期权管理法规,解决股票期权的法律障碍问题,协调股票期权制度与现行税收和会计制度的冲突。具体而言,从三个方面入手:(1)股票期权的股份来源问题,从国

际惯例来看,企业股票期权计划中的股票,主要通过增发新股和回购本公司股票来实现,但在我国这两个渠道都受到限制。例如《公司法》第149条规定:“公司不得收购本公司的股票,但为减少公司资本而注销股份或者与持有本公司股票的其它公司合并时除外”,这就极大地限制了股票期权计划的股票来源。同时《公司法》第83条亦规定除发起人认购股票外,“其余股票应当向社会公开募集”,上市公司新发行的股票应向原股东配售或向社会公开募集,公司一般不得留置。另外,所有的股票发行和回购都需要证券监管部门的核准。这些限制了公司通过发行新股获取股票来源。(2)股票期权的不可转让性以及行权之后的有限转让。我国《股份有限公司规范意见》第30条第6款规定:“公司董事和经理在任职的3年内不得转让本人所持有的公司股份。3年后在任职内转让的股份不超过其持有公司股份的50%,并须经董事会同意。”由此可见,除非受益人在行权之后离开公司,否则由于其在公司中的特殊地位,其所获的公司股票期权只能在有限的范围内进行有条件的转让。(3)税收和会计制度。首先是没有特定的税收优惠,从我国的实际情况来看,目前对股票交易行为除了征收证券交易印花税外,还对个人的股息、红利所得征收个人所得税。这些规定不利于股票期权计划的实施。其次是没有相应的会计准则来规范,使有关企业的会计计量和确认没有原则和依据。

[参 考 文 献]

- [1] [美]凯西·B·鲁克斯顿. 1997年经理报酬研究:美国标准普尔1500家超大型企业的实践[C]. 公司治理结构:中国的实践和美国的经验[A]. 北京:中国人民大学出版社,2000.
- [2] 何浚. 上市公司治理结构的实证分析[J]. 经济研究,1998(5).
- [3] 刘崇仪. 股票期权计划与美国公司治理结构[J]. 世界经济,2003(1).
- [4] Brian J. Hall and Kevin J. Murphy. Optional Exercise Prices for Executive Stock Options[J]. American Economic Review, 2000, (2).

(责任编辑 邹惠卿)

Analysis on Executive Equity and Executive Stock Options in China's Joint-stock Company

DING Xiao-qiang, CHEN Xian-yong

(Wuhan University Business School, Wuhan 430072, Hubei, China)

Biographies: DING Xiao-qiang (1972-), male, Associate professor, Doctoral candidate, Wuhan University Business School, majoring in state-owned enterprise's reform; CHEN Xian-yong(1974-), male, Lecturer, Wuhan University Business School, majoring in state-owned enterprise's reform.

Abstract: The trait of management incentives in developed countries has turned to be about the new incentive system that the corporations pay their management not only salary and bonus, but also equity and stock options in the past twenty years. But the success of the system's introduction is decided by china's situation of corporation governance and market reality. So the author analyzes those constraint conditions of the practice of the incentive system in China's joint-stock company, and gives some suggestions for efficient practice.

Key words: executive equity; executive stock options; management incentives