

国外标准股票期权的缺陷 及优化设计分析^{***}

□钟 林 [中国第二重型机械集团公司 德阳 618013]

【摘 要】 股票期权是市场经济发达国家,为解决现代企业激励机制问题而创造性地将金融衍生工具用于企业管理的成功方式。但是,实践表明,标准股票期权是有缺陷的,要将股票期权引入我国,必须克服其缺陷,并结合我国国情进行优化设计。

【关键词】 股票期权; 缺陷; 优化设计

【中图分类号】 F830.9 【文献标识码】 A 【文章编号】 1008-8105(2003)02-0036-04

股票期权(Stock options)是股权激励模式之一,是 20 世纪 80 年代以来国外企业最富成效的激励制度。在西方发达国家,股票期权已成为大型上市公司对高级经营管理人员进行激励的一种非常普遍的方式。据统计,美国 100% 的高科技公司和 50% 以上的上市公司都实行了股票期权计划,1999 年度美国报酬最高的前 20 位 CEO 收入中,来自股票期权的收入占 90% 以上。英国国内收入署在 1985 年 3 月至 1988 年 3 月 3 年间批准了 2700 多个经理期权方案;1996 年德国一些大公司以奔驰公司实行股票期权为标志,也逐步采用了这一激励方式;近些年来,法国股票期权计划发展很快,其规模仅落后于美国。实践证明,股票期权计划已成为激励员工,留住优秀人才的重要武器,也成为企业文化的重要特色。^[1]

然而,自从 2002 年以来,美国企业界“噩耗”不断,安然、世通、施乐、威望迪和默克等国际大公司相继爆出会计丑闻,而这些公司中有不少实行了股票期权计划,从而引发了一场股票期权利弊的大讨论。笔者认为,从理论上讲,股票期权以产权为联系纽带,面向未来的长期激励理念是不容置疑的,但是标准股票期权的设计是有缺陷的。近年来,将股票期权引入我国的呼声越来越高,这要求我们未雨绸缪,趋利避害,加强研究,充分认识其缺陷的一面,并结合我国国情

进行优化设计。

一、标准股票期权的缺陷

所谓标准股票期权,是指公司赠与高级经理人员(受益人)的一种权利,即在未来某一特定日期,以赠与日约定的价格(行权价)购买一定数量公司股票(行权)的选择权。行权以后,个人收益为行权价与行权日市场价格之间的差价。标准股票期权的特征是:期权股票的来源是法定的;行权价格是固定不变的;等待期过后,被赠与的股票期权被自动授予,并可以立即全部行权。^[2]

从国外的实践情况看,标准股票期权是存在缺陷的。对我国而言,这种缺陷主要来自制度障碍和激励效应两个方面。前者指标准股票期权在中国存在法律方面的障碍,后者指标准股票期权本身的不完善可能导致的激励失灵。

(一)制度障碍缺陷

股票期权制度的实行,首先需要法律制度基础,美国的国内税法、证券法和证券交易法,各州的公司法,财务会计准则委员会的会计准则和证券交易所的上市规则等,对涉及股票期权的各种问题都有具体明确的规定。我国的《公司法》、《证券法》等经济部门

* [收稿日期] 2003-04-08

** [作者简介] 钟林(1968—)男,四川省彭州市人,电子科技大学管理学院 2000 级在职 EMBA。

法,不仅没有这方面的规范,甚至还存在法律障碍,这种法律障碍主要体现在期权股票的来源渠道和公司高管人员对本公司股票持有和转让的限制。

首先,在期权股票来源方面,考察我国现行法律法规发现,国际上通行的三种主要模式是行不通的。我国《公司法》第78条规定:“股份有限公司的注册资本为登记机关登记的实收股本总额。”因此,在公司设立之初预留库存股票作为期权股票在我国是违法的,我国《公司法》第149条规定:“公司不得收购本公司股票,但为减少公司资本而注销股份或与持有本公司股票的其他公司合并时除外。”可见,通过公司回购股票作为期权股票也不可行,我国《公司法》第83条规定:“除发起人认购股票外,其余股票应当向社会公开募集。”所以,靠定项增发新股作为期权股票也没有法律许可。

此外,在公司高管人员持股方面,我国《证券法》第70条规定:“知悉证券交易内幕信息的知情人员或者非法获取内幕信息的其他人员,不得买入或者卖出所持有的该公司的证券。”我国《公司法》第147条规定:“公司董事、监事、经理所持有的本公司的股份,在任职期间内不得转让。”这些规定使得标准股票期权中关于行权时机、行权方式的设计形同虚设,没有人能够通过行权在任职期间获得任何现金收益。

标准股票期权制度阻碍缺陷,要求对我国的相关法律制度进行调整。

(二) 激励效应缺陷

股票期权是以股票为标的物,绩效与股价挂钩的薪酬工具。^[3]这种挂钩是通过绩效与股价之间的价值传导机制实现的(图见1)。

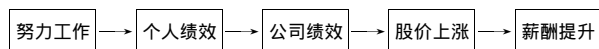


图1 股票期权的价值传导

股票期权产生正的激励效应是基于如下假设,这种价值传导机制是通畅的,从而决定激励是有效的(无论最终结果因股价上涨行权获利还是因股价下降而放弃行权)。然而,这种价值传导机制在现实中往往失灵,使股票期权产生正效应的前提假设并不成立。归纳起来,股票期权价值传导机制失灵包含资本市场失灵和个人绩效与公司绩效非对称性失灵两个方面。

所谓资本市场失灵,是指股价不能真实反映公司绩效。市场失灵在股票市场的大牛市和大熊市中体现得最为充分,在大牛市中,财富效应驱使人们近乎

疯狂地不断追涨,推动股价不断上升,当股价上升到一定程度必然使其远离公司真实价值。^[4]在这种情况下,标准股票期权的受益人若选择行权,必然会获得超额收益,即使劣等绩效的公司经理也会获得高额薪酬。在大熊市中,多米诺骨牌效应驱使人们丧失理性地不断杀跌,至使股价不断下滑,最终不能反映公司真实价值。在这种情况下,标准股票期权的受益人因股价太低只好选择放弃行权,即使公司业绩再优秀,也无可奈何,激励效应再次被扭曲了。

所谓个人绩效与公司绩效非对称性失灵,是指这样两种情况:一是由于行业景气提升致使公司绩效增长,股价上升,但公司总体股东回报低于行业平均的总体股东回报,公司经理可能并无个人绩效,但仍得很高的报酬;二是由于行业景气度下降致使公司绩效下降,股价下降,但公司总体股东回报高于同行业平均水平,纵然公司经理可能个人绩效良好,也得不到应得的报酬。

标准股票期权在激励效应失灵的情况下,其缺陷主要体现在固定的行权价以及授予环节缺乏与绩效(包括公司绩效和个人绩效)动态挂钩的灵活机制。

二、股票期权的优化设计

为了克服标准股票期权的缺陷,增强在我国推行股票期权的适用性和有效性,有必要在期权股票来源、行权价格、授予时机和行权三个环节对标准股票期权进行优化设计。

(一) 关于期权股票来源

针对标准股票期权的制度障碍缺陷,在修改完善现行中国法律制度基础上,股权激励的股票来源有多种可选的合法路径。下面提出几个方案:

1. 预留库存股票的突破

我国现行法律制度实行的是严格的大陆法系法定资本制,法定资本制对维护公司资本充足率,避免资本欺诈风险(如恶意注册空壳公司),保证公司信誉是有其法律基础和道义基础的,应该坚持。但是,在股权激励这个层面,可以采取特事特办的变通,限制性地引进欧美法系的授权资本制,让人力资本成为非货币资本的一部分成为公司实收资本的合法来源。

2. 定向增发的突破

定向增发新股的严格条件来源于对上市公司“圈钱”行为的监管。在中国资本市场,从监管的角度,门槛不能不高一点,从激励的角度,鉴于股权激励面向

未来的特点,可以在业绩评价的基础上,对股权激励受益人进行定向增发,对高新技术企业和成长性企业增发条件更应相对放宽。

3. 二级市场回购的突破

从机理上分析,对二级市场回购的限制,其法律基础仍然是法定资本制,如果预留库存股票突破在法律框架内没有问题,二级市场回购问题也就迎刃而解了,但必须限定回购股票的用途,以维护公司资本充足率。

4. 一种新思路——公积金转增股本

在公司财务制度中,公积金的重要用途之一就是弥补资本(股本)的不足。设定由公积金转增的预留股份在行权前所有权属于原股东,行权后所有权转移,由于所有权人在整个过程中是确定的,因此巧妙避开了法定资本制的障碍。从净资产的变化看,由于行权价一般高于当时的每股净资产,因此,公司净资产在行权前后是递增的,可以理解为原股东是受益的。

5. 一把双刃剑——国有股东减持转让

国有股减持作为中国特色的资本市场问题,一波三折,道路崎岖,虽然2002年6月24日国务院已作出停止通过二级市场减持国有股的决定,但是我们认为,我国加入WTO以后,为了实现资本市场渐进开放的承诺,为了国有资本的战略性重组,为了资本市场的健康发展,为了上市公司治理结构优化,占上市公司股本总额1/3强的国有股减持并实现流通是绕不开、逃不掉、躲不过的现实问题。2002年12月1日正式实施的《合格境外机构投资者境内证券投资管理暂行办法》(QFII),可以认为是我国加快资本市场开放的推进信号。从前期证监会向社会公开征集国有股减持方案取得的阶段性成果看,对国有股减持的争论形成了一个原则性共识:国有股减持要以尊重历史,保护其他股东特别是中小股东的利益为前提条件。根据股票期权的机理,在特定股东(不是全体股东)转让股份形成期权股票的模式下,新增利益价值让渡的承担者也是特定的。因此,我们认为,通过国有股减持形成期权股票来源,既符合国有股减持的价值原则,也解决了股票期权的来源问题,可比一把双刃剑,是合法、务实、公平的可选路径。

(二)关于行权价格

针对标准股票期权的激励效应缺陷,可以根据资本市场状况和公司的实际情况,设计动态的行权价格,对固定单一的行权价格进行修正,增强绩效与价

格的相关性。

1. 行权价格指数化修正

即利用资本市场指数的变化对行权价进行正向修正。在股票期权赠与日与行权日的时间期间,若指数上涨,则调高行权价,若指数下跌,则调低行权价。针对资本市场失灵,在沪深股市统一股票指数没有推出之前,现阶段沪市可选取上证指数,深市可选取深圳综合指数,他们基本上可以反映市场的总体趋势。针对个人绩效与公司绩效非对称性失灵,可以选择公司所在行业指数,由于我国证券市场行业指数品种较少,目前可能还不现实。

2. 行权价格加权化修正

即选择较为全面的、多样化的绩效挂钩标准,既包括个人绩效,也包括公司绩效,还包括指数变化,并对不同的绩效标准赋予不同的权重,从而综合决定行权价格。个人绩效标准可考虑创新能力、决策能力、敬业精神等多种因素,公司绩效标准包括净资产收益率、每股盈利等业绩指标。

3. 初使溢(折)价行权价格修正

即根据资本市场、行业、公司的实际状况,在股票期权赠与时就对“公允市价”进行修正。当资本市场长期处于高位,可以折价修正,反之亦然;当行业增长较快,公司状况较好,市场空间广阔,可以溢价修正,反之亦然。

(三)关于授予时机和行权

在标准股票期权中,等待期过后,一次性授予并可立即行权,一般没有业绩条件的限制,为了克服这一缺陷,可考虑采取分期授予分段行权来改进。所谓分期授予,是指所赠与的期权在有效期内按照不同时间段的绩效考评结果授予受益人,届时达不到业绩目标就取消相应的额度;所谓分段行权,是指被授予的期权必须按照事先约定的时间表执行,制订时间表可综合考虑业绩、服务时限、公司人才战略等多种因素,原则上,在受益人离开公司前应锁定一定数量的期权。为了激励受益人为公司多创业绩、快创业绩,还可以考虑制订与业绩和时间双挂钩的加速授予、加速行权时间表。

我们相信,在优化设计的基础上,股票期权必将以传统报酬激励无法比拟的优势,成为我国现代企业制度下重要的激励工具。

参考文献

[1] 李仕明, 唐小我. 现代企业产权制度内涵结构与激励机制[J]. 中国软科学, 2000 (2).

[2] 张小宁, 邵建馨. 期权激励的机理分析与变通设计[J]. 中国工业经济, 2000 (4).

[3] 茅宁. 期权分析[M]. 南京: 南京大学出版社, 2000.

[4] 汪国刚. 中国资本市场政策分析报告[R]. 北京: 中国城市出版社, 2002.

Analysis of the Issues of Standard Stock Options and Optimum Design

Zhong Lin

(China Erzhang Company Deyang 618013 China)

Abstract Stock option plan is a successful way that modern enterprises in developed countries apply to solve their stimulating problems. In fact, because that standard stock options has defects, we should do some optimum design in our condition if it comes into china.

Key Words Executive stock option; Defects; Optimum design

· 短 讯 ·

我校成立电子科学技术研究院

4月17日, 电子科技大学电子科学技术研究院正式成立。研究院的成立是对我校现有科研管理体制的一次重大改革, 标志着我校有了专职科研机构。研究院成立后, 将形成学校科研工作的主力军, 开拓我校科研工作新局面和新领域, 增强科技竞争力。

长期以来, 我校科研管理一直实行课题组长负责制。这一制度对科研立项和结题非常重视, 但对中间过程的管理则显得薄弱, 对项目中存在的问题、完成质量、达到指标等都缺乏科学的考核、监督制度, 往往是课题组长一人说了算。虽然我校在电子学领域专业齐全、优势明显, 但由于现行科研管理制度极大地束缚了校内各学科合作的潜力, 难以形成综合优势, 往往只能承担一些小型、分散的科研项目, 在大型项目的申报和研究上则缺乏竞争力。为打开我校科研工作局面, 变被动为主动, 学校借鉴科研院所研究机制成立了电子科学技术研究院。

研究院成立后, 将成为我校科研工作的龙头, 整合校内科研骨干力量, 形成综合优势, 增强承接大型科研项目的的能力。研究院将实行灵活的运行机制, 既可以由各院系自主申报项目, 也可以由研究院申报项目。研究院工作重点放在重大、重点项目的组织、规划和管理上, 重大项目面向全校招标。研究院下设科学技术委员会, 主管学校科技发展规划、重大技术问题的审查把关、重大项目的技术论证、技术咨询等工作。

· 宣 文 ·

国外标准股票期权的缺陷及优化设计分析

作者: [钟林](#)
作者单位: [中国第二重型机械集团公司, 德阳, 618013](#)
刊名: [电子科技大学学报\(社会科学版\)](#)
英文刊名: [JOURNAL OF UNIVERSITY OF ELECTRONIC SCIENCE AND TECHNOLOGY OF CHINA \(SOCIAL SCIENCES EDITION\)](#)
年, 卷(期): 2003, 5 (2)
被引用次数: 1次

参考文献(4条)

1. [李仕明;唐小我](#) 现代企业产权制度内涵结构与激励机制[期刊论文]-[中国软科学](#) 2000 (02)
2. [张小宁;邵建馨](#) 期权激励的机理分析与变通设计[期刊论文]-[中国工业经济](#) 2000 (04)
3. [茅宁](#) 期权分析 2000
4. [王国刚](#) [中国资本市场政策分析报告](#) 2002

引证文献(1条)

1. [王进](#) [非上市石油企业实行虚拟股票期权激励模式研究](#)[学位论文]硕士 2004

本文链接: http://d.g.wanfangdata.com.cn/Periodical_dzkjdxxb-shkx200302008.aspx