

股票期权激励对有效整合 国有企业经营目标的探讨**

□ 谢 强 [成都高新技术产业开发区科技局 成都 610000]

□ 高峻峰 [电子科技大学 成都 610054]

[摘 要] 建立有效的经营者激励机制是解决我国国有企业所有者和经营者两大行为主体经营目标不一致的关键问题。本文分析了国有企业有效整合经营目标的不同激励方法,阐述了股票期权在我国实现途径,并对国有企业实施股票期权中要注意的问题进行了探讨。

[关键词] 经营目标; 激励机制; 股票期权

[中图分类号] F830.91 **[文献标识码]** A **[文章编号]** 1008-8105(2005)02-0027-03

随着国有企业改革步伐的加快,国有企业向现代企业转变,必然带来由两权分离所产生的企业中所有者和经营者两大行为主体的经营目标不一致,虽然是基于各自所处的地位不同这一根本性原因,但都可以通过制度机制的设计安排来给予解决,而最为有效的制度设计应该着眼于经营者的激励方向。股票期权激励就是着眼于未来,把经理人员的可能收益和他对公司未来成绩的贡献联系起来。拥有股票期权的经营者利益与所有者(指物质资本的所有者)趋于一致,风险分担、利益共享,这样可以对经营者产生长期有效的激励,同时降低代理成本,提高所有者的收益。对于国有企业来说,经营者持股是国有企业产权制度改革的重要突破。

一、国有企业在深化治理结构改革中暴露出来的问题

中国国有企业改革经历了很长的探索过程。从20世纪的50年代中期到80年代末期,主流的观点认为国有企业没有活力、缺乏效率的主要原因,是政府“管得过多、统得过死”,只是在放权让利、扩大企业自主权的努力没有取得预期成效后,才转而寻求制度创新,从1995年开始建立现代公司的试点。起初的公司改制有名无实,有些公司仍按过去的老办法管理,被称为“翻牌公司”。另一些公司落实了所谓“自主权”,却架空了所有者。针对后一种情况有关部门在监督经营者上做过很多努力。比如,公司法中规定了公司设有监事会,在实践中,曾经尝试过稽查特派员制度,等等。尽管如此,并没有阻挡住企业“内部人控制”和对企业价值的毁伤。直到1999年

明确了在所有者和经营者之间建立起制衡关系的法人治理结构是现代企业制度的核心,才迈出了向真正的现代公司转变的步子。

伴随国有企业现代企业制度的建立,伴随着所有权与经营权的分离,大多数国有企业也可被视为一系列委托代理关系的总和。然而,在这种特殊的委托代理关系背景下,所有者与国企经营者各自会具有不同的目标函数。在我国的现实条件下,在所有者代表机构(如中央或地方国资委)、经营者和政府的博弈之中,这种分离状态会导致国有企业经营者不断地争取自己应有的权益。因此,现代改革所要解决的主要问题之一就是企业经营者的激励约束问题,而其中激励问题又是解决问题的突破口。激励问题的解决要求在制度机制上协调政府、经营者、所有者代表机构之间的目标不一致和利益冲突,并最终解决国企发展的根本动力问题。^[1]

在中国上市公司中,对于经理人员的激励表现出两种偏向。一种是继续由国家掌握对国有企业经理的工资总额和等级标准,这种薪酬制度不能恰当地估计和承认经理人员的贡献,引发了消极怠工、“59岁现象”,甚至导致优秀企业家流失。上海荣正投资咨询有限公司与上海证券报在2001年4月所做的调查显示,接受调查的上市公司中,59%认为现行的薪酬制度不足以吸引和激励人才,认为公司的薪酬结构和薪酬水平能够吸引和激励人才的仅6%。另一种则是在“年薪制”、“经理人员持股制”等试验中,在所有者虚位的情况下,经营者自行高额薪酬、浪费性职位消费、腐败等等,经理人员实行自我激励,把“国有资产无偿量化给个人”等等损害股东利益的行为。这两种偏向表明,目前我们还没能解决好对于经理人员

* [收稿日期] 2004-03-31

** [作者简介] 谢强(1962—)男,成都市高新技术产业开发区科技局局长,西南财经大学产业经济学博士研究生;高峻峰(1974—)男,电子科技大学管理学院,工商管理硕士研究生。

的激励问题,这样的结果往往是股东和经理或两败俱伤,或因小失大。我们亟须借鉴和研究国际经验,在完善公司治理的同时,创建对经理人员的高效激励机制。

二、选择国有企业目标有效整合的不同激励方法分析

20世纪30年代以来,许多经济学家对两权分离体制下所有者和经营者之间在企业目标偏离问题上进行了研究,并形成了诸多理论,较有代表性的有:委托——代理理论;经理行为理论;决定的行为理论;股东权益理论;利害关系者权益理论等。这些理论对目标偏离问题进行了许多分析,并形成了相当程度的共识,但对如何有效整合目标,并未提出更多有效办法。最近10年,发达市场经济国家的理论和实践显示出以股东中心即增进股东价值的公司理念越来越成为主流的趋势。在好的公司治理结构中,必然有精心设计的激励机制,用以协调所有者和经营者之间的矛盾,使二者利益趋向一致,达成追求股东价值最大化的目标。

现代激励理论的研究指出,可以围绕以利润为中心和以价值为中心这两大类指标来进行相应的激励制度的设计。

以利润类指标为中心的激励主张是按照公司的某种利润类指标的实现来确定对公司经营者的奖励。如相对利润指标、平均利润指标、绝对利润指标等。经济学已证明,任何利润指标在作为激励制度设计的依据时都存在各自的缺陷。

以价值类指标为中心的激励方法是指各种股权激励方法,这又分为直接的股票奖励和间接性的股票期权奖励。

对于采用直接性的股票奖励方法,公司的经营者会持有有一定数量的公司股票。其结果是使经营者的利益与公司本身的利益——公司股票的价值——挂钩,这也就使得经营者的决策动机的出发点与公司的所有者达成一致,经营者不会再因为实现自身利益的最大化而做出短期性的、有可能不利于公司所有者利益最大化的经营管理决策,从而最终实现公司的两个原本存在不一致可能性的目标——所有者目标与经营者目标——之间的有效整合。

对于采用间接性的股票期权奖励的方法,公司的经营者会持有有一定数量公司股票的买方期权,即指在未来某个时点或时段内,股票期权的持有者具有按照目前既定的价格购买公司股票的权利。其结果也是将公司经营者的利益与公司本身的利益——公司股票的价值——挂钩,这也将有利于克服公司经营者决策行为的短期性。

与直接的股票奖励相比,股票期权奖励还具有三个优点:其一是在期权到期之前,公司不需要付出股票和红利,其二是由于有了价值,当公司的业绩没有达到此既定的要求时,公司不需要出股票,其三是股票期权实际是将管理者的利益与公司股票的价值增值挂钩,单论奖励成本对管理者的激励程度要远超出股票奖励。

现实中,公司经营者的收入一般由工资类的固定收入和

奖励类的变动收入组成。激励制度的着眼点也只能是后者。因为从风险和收益关系看,管理者收入的变动与所有者财富的变动是不同的。前者较为平稳,而后者风险更大。在此情况下,经营者如采纳风险较大的项目,虽然期望收益也会较大,但自己承担的风险也会很大;而采纳风险较小的项目,虽然收益会较小,但自己冒的风险也会较小。因此,管理者的决策会偏向于保守,这自然会影响到股东财富最大化的实现。而如果通过制度设计激励制度奖励类的变动收入的收益远远超过固定收入,并且超过的程度足以承担对风险的补偿,那么就会导致经营者与所有者在风险收益变动关系上趋于一致,而且,这种一致性会随着对风险补偿程度的增加而增加。股票期权的奖励就是基于这个思路提出来的。从风险和收益关系来看,股票期权奖励部分收入的变动会超过所有者财富的变动,足以补偿作为固定收入部分的风险,使管理者收入整体的变动更接近于股东财富的变动。这样,经营者决策时的风险态度也会更接近于股东的要求,从而更有利于股东财富最大化的实现。

在西方国家的大公司中,不同职位的人其薪酬组合的结构是不相同的。比如蓝领工人的长期激励部分相对较小,而高层经营管理人员的长期激励所占的比重很大。目前,美国有50%以上的公司制企业使用长期激励计划。据了解,美国规模100亿美元以上的大公司,其首席执行官的薪酬构成是:基本年薪占17%,奖金占11%,福利计划占7%,长期激励计划占65%。1999年薪酬最高的50位总裁其平均股票收益占总薪酬的94.92%。反观近二十年来美国企业竞争力的提高,这种长期激励功不可没。

三、在国有企业中实现股票期权的途径

到2001年底,全国4371家骨干企业中,实行经营管理者年薪制的占三分之一,试行经营管理者持有股权、股票期权的占15.8%^[2]。股票期权激励为企业家实现其自身价值提供了一条通道,拥有股票期权的经营者利益与所有者(指物质资本的所有者)趋于一致,风险分担、利益共享,这样可以对经营者产生长期有效的激励,同时降低代理成本,提高所有者的收益。对于国有企业来说,经营者持股是国有企业产权制度改革的重要突破。

国有企业可以根据自身情况选择适当的经营者获取股票期权的途径。常见的途径有四种:第一种途径,企业可以授予经营者在未来规定期限内按某一固定价格购买本公司的一定数量股票的选择权,即股票期权,使经营者成为企业的潜在的所有者;第二种途径,企业可以约定用未来企业净资产增值部分中的一部分拿出来作为给经营者的股票期权;第三种途径,通过虚拟股票的方式授予经营者一个购买名义而非真实股票的期权,如果经营业绩好经营者可以获得溢价收入或股利收入;第四种途径,企业可以以股票溢价权的方式使经营者获得与溢价等值的股票期权。国有企业应根据自身规模及行

业特点的不同,设计适当多元化的经营者激励模式。激励模式应以年薪制为基础,逐渐扩大股票期权激励的比例。对于上市公司来说可采用经营者真正持有股票或股票期权的方式,实现经营者股权激励;非上市公司可以让经营者持有股份或虚拟股票,以每股净资产等财务指标来代替股票市场价格。^[3]

在具体操作时,期权必须与经营者的年收入结合实行。经营者的年收入应当由基本收入、奖励收入、期权激励三部分组成,基本收入通过企业每月工资实现,这部分可参照现行的工资制度,按经营者的职务、职称等确定。奖励收入以经营者当年取得的基本收入为基数,综合各项效益指标配以相应的权重,通过年终考核实现。其中对于亏损企业的情况要进行细化,根据经营者的创造性和对企业的贡献程度为衡量依据进行考核。期权鼓励则可以依据企业净资产收益率的高低以及企业价值评估结果给予奖励。^[4]

四、在实施股票期权过程中要注意的问题分析

在实施股票期权过程中要尽量避免管理者在获得期权的过程中产生的道德风险和机会主义行为。如果期权很容易得到,管理者在获得期权的过程中就可能产生道德风险和机会主义行为,因此要建立期权的约束机制。

首先,要建立期权的授予约束机制。要考虑依据何种考核指标期权才能被奖励;加强业绩考核指标的监督与考核;建立分次授予机制;惩戒机制等等。而且管理者获得的当期奖励期权不是一次授予,而是按照某种时间序列分多次进行,形成“滚动式”或“履带式”的期权激励链。分次授予机制发挥作用的关键是要让期权获得者前期的行为对后期行为产生连带责任影响,从而产生某种威慑,因此还要引入惩戒机制。比如,如果后期发现期权获得者前期存在道德行为,那么前期还没有授予完的期权应当被收回,或者采用其他惩戒措施。这

个时候,按照博弈论的说法,委托代理关系将会是一个多阶段的动态博弈关系,即使没有显性激励合同,“时间”本身也可能解决问题。

其次,要建立期权的行权约束机制。关键也是怎样避免管理者利用他们拥有的地位、资源来施加影响,为自己的行权进行有利的事先“布局”。对行权进行能够产生约束的机制有:行权要得到董事会同意、期权实施后的股权转让约束规定、建立分次行权机制、惩戒机制等等。这是一种“新型”的期权激励方式,收益取决于未来期间(至少期权有效期内)的股票平均价格和行权价格之间的差额。要对持权者已经获得的期权的行权进行某种时间序列安排,持权者企图对某一次的行权进行“布局”必定会影响下一次的行权。由于行权的“互动”影响,以及鉴于惩戒机制,持权者对行权事先进行某种“布局”必定会有所顾忌。它更加强化了管理层利益和企业利益的长期统一,因此更具有激励的约束作用。^[5]

最后,要建立规范化、良性运转的会计系统,降低企业所有者和管理者之间的信息不对称性,在期权的授予、持有、行权过程中会发挥它应有的监督和约束作用。这个会计系统主要包括:业绩考核指标的建立以及具体考核;期权持有与行权的价值记录、核算及披露;期权行使后的股权披露等等。

参考文献

- [1] 孙自愿,李典,邓伟. 国企经营者股权激励机制的制度背景分析[J]. 科技情报开发与经济, 2004, (8)
- [2] 万恩三,胡顺良. 对国有控股企业实施股权激励的几点认识[J]. 马钢职工大学学报, 2003, (2)
- [3] 何丽娜,戈雯. 浅析国有企业经营者激励机制[J]. 山西广播电视大学学报, 2003, (2)
- [4] 主卫. 国有企业的经营者股权激励[J]. 技术经济, 2004, (5)
- [5] 贺国芳,鹿圣玉. 谈股票期权激励的缺陷弥补[J]. 广西会计, 2003, (4)

Probe into the Stock Option Excitation System between the Owners and Operators of the State - Owned Enterprises

XIE Qiang

(High - Tech Industrial Development Zone of Chengdu Chengdu 610000 China)

GAO Jun - feng

(UESTC of china Chengdu 610054 China)

Abstract It is a key problem to constitute an effective incentive system for our state - owned enterprises to solve the disagreement between the owners and the managers. Chinese state - owned enterprises should constitute more effective form of incentives to incite the managers of the state - owned enterprises and strengthen these enterprises. In this paper, the vary incentive means are demonstrated, then how to carry out the stock option system is presented and the related questions are discussed.

Key Words management goal; incentive system; the stock option system

股票期权激励对有效整合国有企业经营目标的探讨

作者: [谢强](#), [高峻峰](#), [XIE Qiang](#), [GAO Jun-Feng](#)
作者单位: [谢强, XIE Qiang \(成都高新技术产业开发区科技局, 成都, 610000\)](#), [高峻峰, GAO Jun-Feng \(电子科技大学, 成都, 610054\)](#)
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): 2005, 7 (2)

参考文献(5条)

1. [孙自愿;李爽;邓伟](#) 国企经营者股权激励机制的制度背景分析[期刊论文]-[科技情报开发与经济](#) 2004(08)
2. [万恩三;胡顺良](#) 对国有控股企业实施股权激励的几点认识[期刊论文]-[马钢职工大学学报](#) 2003(02)
3. [何丽娜;戈雯](#) 浅析国有企业经营者激励机制[期刊论文]-[山西广播电视大学学报](#) 2003(02)
4. [主卫](#) 国有企业的经营者股权激励[期刊论文]-[技术经济](#) 2004(05)
5. [贺园芳;庞圣玉](#) 谈股票期权激励的缺陷弥补 2003(04)

本文链接: http://d.wanfangdata.com.cn/Periodical_dzkjdxxb-shkx200502008.aspx