

试论国有企业经营者股权激励

李明辉

(厦门大学会计系, 福建 厦门 361005)

摘要: 对国有企业经营者实行股权激励, 可以促使其利益与企业趋同, 从而降低代理成本。目前, 由于现有制度的问题, 我国国有企业的股权激励不足与激励不当的问题并存, 激励效果也不尽理想。为此, 应当进一步完善相关制度, 以实现对国有企业经营者的有效激励。

关键词: 股权激励; 股票期权; 国有企业; 代理成本

中图分类号: DF411.91 **文献标识码:** A **文章编号:** 1002-3933(2006)06-0032-08

Stock-based Incentive of Management of State-owned Enterprise

LI Ming-hui

(Department of Accounting, Xiamen University, Xiamen 361005 China)

Abstract: Stock-based incentive can drive the management of state-owned enterprise to work harder and it is helpful to decrease agency cost. In China, however, the stock-based incentive plan is seldom used in the state-owned enterprises and the effect of existent plan is not good. We should revise relevant laws and improve infrastructure institutions to promote the use of stock incentive in state-owned enterprises.

Key words: stock-based incentive; executive stock option; state-owned enterprises; agency cost

一、经营者股权激励的原理

现代企业实质是“若干契约的结合”^[1], 其基本特征是所有权与经营权分离, 股东往往不直接参与企业的经营管理, 而是委托专门的经理人员进行管理。Jensen and Meckling 把股东与业主——经理人员^①之间的契约称为代理关系, 他们把代理关系定义为“一个或若干委托人(委托人)聘用其他人(代理人)代表他们从事某种活动的一种契约关系, 其中包括授予代理人某些决策权”^[2]。

委托代理理论建立在两个假设基础之上, 即: (1) 委托人对于随机的产出没有直接的贡献; (2) 代理人的行为不易直接地被委托人观察到。在经济学中, 股东和经理都被假设为经济理性人, 均追求各自效用的最大化, 而他们的效用是有差异的。股东作为投资者, 承担着资本风险, 追求的是股东财富(公司价值)最大化, 他们期望经理努力而有效地工作以实现这一目标; 而经理作为代理人, 其目的是使自己因参与管理而获得更多的报酬和闲暇, 他们仅将公司的股权看作是与公司代理关系的一小部分以及工资福利、自我尊重和实现的来源, 同时他们又没有道德负担, 因此, 如果他们仅能获得固定的工资, 就不会总以委托人的最大利益为行动目标, 而是一有机会就背弃签约时做出的关于投入

精力、技能和知识的保证, 甚至不惜以牺牲股东的利益为代价而使自已获益, 即发生“道德风险”行为, 如偷懒、放弃长期获益项目而选择短期获益项目以实现任期内的现金流量、不当消费等。由于对待风险的态度不同、私有信息和监督的困难, 产生了所谓的代理成本。为了避免道德风险, 降低代理成本, 委托人必须建立一套有效的激励约束机制, 即实行胡萝卜加大棒的政策。Jensen and Meckling 指出, 委托人可以通过对代理人进行适当的激励, 以及通过承担用来约束代理人越轨活动的监督费用, 以限制其利益偏差^[2]。“激励方案的目的是使委托人(股东)和代理人(经理)具有共同利益”^[3]。

对代理人的激励包括报酬激励、精神激励(如特权、表彰)、带薪休假等多种形式。而以股票为基础的激励(stock-based incentive)是其中一个重要的方面, 其实质是股东将剩余索取权部分地让渡给经理, 从而使经理的利益一定程度上与股东一致。所谓剩余索取权, 是指在其他各方按合同获取他们的收益之后, 剩余的收益由所有者索取, 也就是索取扣除合约报酬后的收益的权利。现代企业理论研究表明, 因为经理在决定企业剩余方面举足轻重, 还因为经理的行为更难监督, 因而剩余索取权应分配给经理。这样, 所有

收稿日期: 2005-12-20

作者简介: 李明辉(1974-), 男, 江苏金坛人, 厦门大学会计系副教授、管理学博士、应用经济学博士后研究人员, 研究方向: 法务会计、公司治理及内部控制。

者将剩余索取权加以分割,并将其部分地转让给经理。剩余越多,经理所能获得的利益也就越多,因而其利益函数就在一定程度上与股东保持一致。就委托人而言,虽然分割和转让剩余索取权会使其部分利益受损,但这是降低代理成本的最优方法,而且由于代理人获取部分剩余索取权后积极性提高,可以增加整个公司的绩效,提高公司价值,损失就可得到补偿。就经理而言,由于能获取部分剩余索取权,就会努力提高企业的绩效,因为绩效好自己的报酬就多,反之报酬就少,甚至要受到惩罚。因此,报酬激励方案使经理能分享公司的利益或受到一定的奖励,使之认识到自己的报酬与公司的价值息息相关,公司财富最大化目标不仅对股东有利,而且与自己的切身利益也密切相关,从而协调股东与经理的利益冲突,鼓励经理采取能增加股东财富的行动。

相对于现金激励(现金奖金、递延奖金、年薪等),股权激励在协调经理与股东的利益方面更为有效。通过使经理持有企业一部分股权而将剩余索取权的一部分分割给经理,可以促使经理在决策时能够从股东的角度来考虑问题,从而降低经理与股东之间的利益冲突,并且可以在一定程度上避免奖金等激励方式存在的短期行为问题。由于股权激励能够使经理的个人利益与公司利益结合在一起,因而又被称为“金手铐”。

股权激励还是对人力资本价值的肯定。股权激励赋予企业家以物质资本所有者的身份,使人力资本所有者得以与物质资本提供者一起分享企业的剩余索取权,有利于人力资本价值的实现。这一点,对于高科技企业尤其重要。因此,股权激励是对国有及国有控股企业收入分配制度的重要改革,是对党的十六大提出的“确立劳动、资本、技术和管理等生产要素按贡献参与分配”要求的具体贯彻落实。

二、西方企业股权激励的常用方式及评价

在西方企业中,股权激励的方式是多样的,主要有:

(一) 股票奖金

股票奖金,即依据企业本年的业绩,在薪金之外,另外向经理人员支付一定数量的公司股票作奖励。与传统的现金奖金相比,股票奖金的机制依赖于股票在市场上的表现,因而有助于将经理人的利益与企业联系在一起。

(二) 购股权

购股权即规定经理有权在将来以规定的价格购买公司股票。

在西方企业中被广泛引用的经理股票期权(Executive Stock Option)实际就是一种购股权。所谓经理股票期权,是指公司经股东大会同意,在与经理人员签订合同时,赋予企业经理人员在特定的时期内按某一预定价格(行权价,通常高于期权发放时的股票市价)购买本企业的股票的一种选择权。1952年,美国辉瑞制药公司推出第一个股票期权计划,此后,经理股票期权计划在美国企业中逐渐盛行^{4②}。1999年美国Korn & Ferry的调研报告显示,资产在10亿美元以上的公司中有78%的公司都向管理层发放股票期权;在《财富》1000家大公司中,有90%的公司推行了经理股票

期权,而在高科技公司中,经理股票期权的应用则更为普遍⁵。统计表明,按Black-Scholes公式估算,2000年标准普尔500公司的高管薪酬中,有68.8%来自股票期权,1993年是30.4%,而在1980年代中期仅有2%。2001年美国大公司发给高级经理人的薪酬中,股票期权占到58%⁶。

经理股票期权制的优点在于:(1)通过股价将经理的报酬与企业的业绩相联系。股票期权到期日的价值取决于规定的施权价与实施时的市价之差。经理人员要想获取更多的收益,就必须努力改善经营,使股价上涨。(2)将经理的报酬与股东的长远利益联系在一起,防止短期行为。股票期权在授予之后,一般要经过3—10年才能实施,为了在长期内保持约束力,还往往分次执行,因而能引导经理人员着眼于公司长期赢利能力的提高,将公司效益最优目标定位于中长期。(3)有利于低成本地吸纳人才。采用股票期权薪酬制,企业不必支付大量的现金,经理是通过认购公司股票的增值而获益,这对于处于创业期缺乏足够的现金来激励经营者的企业具有十分重要的意义^③;同时,这也在一定程度上延缓了企业与经理的赋税,在西方,甚至还可能获得免税的好处^④。(4)经理股票期权是一种选择权,在股票市价高时可以选择执行股票期权而获利;在股价低时,经理则可以放弃执行期权,因而比直接奖励股票或现金更具诱惑力。

股票期权制虽然在设计机制上较好地将经理的报酬与企业的业绩相联系,但仍存在一些问题。首先,经理股票期权制是通过股票市价将经理的报酬与企业的业绩相联系的,但一些管理当局不可控的随机事件,如宏观经济形势、竞争对手的行为、政府行为、出乎意料的原料、能源、人力的短缺及国际发展等,都能抵消最出色的(或最差的)管理成就³。如在出现牛市时,几乎所有的股票价格都上升,经理人员即使业绩平平也可能获得较多的收益;相反,当出现熊市时,即使公司业绩较好,经理获得的报酬也不能充分反映其努力程度,甚至会遭受损失。尤其在股市尚不健全的情况下,股票市价更易为人操纵,不能反映企业的价值。另外,不同行业(如高新技术企业和成熟期的传统企业)的股价行为也是不同的,因此股权激励的激励作用也有所不同。其次,经理股票期权制实际上仍是间接以会计业绩为基础的,仍未能根本消除管理当局操纵会计数据以操纵股票市价的影响。2002年2月,美国密歇根州的参议员卡尔·莱文提出一项限制股票期权的议案。他指出,股票期权会鼓励公司经理把会计准则的灵活性“推向极限”,以便使公司的财务报表看上去更加辉煌,从而推动股票价格上升,然后通过行使股票期权以获取利益。在震惊世界的安然事件中,安然公司的管理层通过虚报公司利润操纵公司股票价格的上涨,然后兑现大量期权。安然的两位总裁在丑闻传出之前分别兑现超过1.4亿和6千万美元的股票。尤其当市场无法正确识别公司真实的经营业绩,并缺乏严密完善的市场监管时,管理当局为获取高额收益,就有动力进行虚假陈述,调高利润或发布虚假的好消息以推动股价上涨,股票期权的激励作用便会出现异化,从而产生不当激励。另外,管理当局持有公司股权以后还会避免进行风险投资和

(三) 业绩股份

所谓业绩股份是指公司在经理实现规定的、通常是长期的业绩目标后, 给予其一定数量的公司股票。业绩股份计划中, 最常见的业绩目标是要求在 3—5 年内将 EPS 或 ROE 增长率保持在一定水平。如果达不到既定的目标, 则取消该赠与股票计划。与股票奖金不同的是, 股票奖金往往是依据当年的业绩给予一定的股票, 而业绩股份则侧重于长期业绩, 因而可以在一定程度上避免经理人的短期行为。

(四) 限制性股票

限制性股票是指公司将股票无偿赠予或以较低价格售予员工, 并规定在一定期限内被授予者不能出售其得到的限制性股票。只有当激励对象完成特定目标后, 激励对象才可抛售限制性股票并从中获益。如激励对象没有按规定达到工作目标, 公司往往有权将这些股票收回或以激励对象购买时的价格回购限制性股票。如果在限制期内经营者辞职或被开除, 股票就会因此而被没收。

这几种方式下, 对于股票奖金、业绩股份、限制性股票, 经理是(几乎)不需要支出现金购买的, 其性质与奖励颇为接近, 由于绩效的提高导致股票价格的提高, 经理通过股票获得的收益也会越高; 在购股权下, 经理需要支出现金来购买确定数量的股票, 其获得收益的大小取决于行使购股权时股票的市价与购股价之间的差额, 其激励的作用要比直接授予经理股票更强。

此外, 西方企业采用的股权激励方式还有股票增值权益和虚拟股票等。股票增值权益是一种以奖励期至支付期股票价格的上涨为基础的递延现金报酬, 它通常与购股权结合使用。虚拟股票则是以股份数额为单位给予的奖励, 经理在取得规定的获奖股数后, 将获得一笔相当于以确定股份数乘以股票现行市价的现金。股票增值权益和虚拟股票实际上就是递延奖金, 只不过这一奖金是未来股票价格的函数。

三、我国国有企业股权激励的现状

长期以来, 我国对国有企业经营者实行以工资加奖金为主的薪酬模式, 而忽视股权激励, 严重挫伤了经营者的积极性。改革开放以来, 尤其是 1990 年代以来, 我国积极探索国有企业经营者的报酬机制改革, 先后采用了利润分享、租赁、年薪制等激励手段。1993 年以后, 一些国有企业开始了股权激励的实践。

(一) 我国国有企业股权激励的实践

1. 股票期权及期股的实践

1993 年, 深圳万科股份有限公司首先开始股票期权试点, 后虽流产, 但毕竟开我国企业股权激励风气之先。

1997 年上海仪电控股集团率先实行股票期权制度。1997 年, 四通利方公司在从美国引进了 650 万美元风险投资的同时, 也引进了股票期权制度。1999 年初, 上海工业系统发起“经营者革命”, 试行股票期权激励制度, 规定如果在既定时间内达到企业主管部门制定的经营业绩指标

水平, 经营管理者可以获得相当比例的股权或期权。天津泰达股份有限公司也于 1998 年进行了实施股票期权的探索, 其做法是将提取年度利润的 0.2% 作为激励基金, 用于为激励对象购买泰达股份的流通股票, 并作相应冻结。联想等在香港或海外上市的企业实行股票期权制度更对国有企业起到了推动作用。北京市于 1999 年 7 月下发《关于国有企业经营者实施期股试点的指导意见》, 并于该年底选择北开股份、金星笔业、凯建建筑、大明眼镜、中关村置业、菜市口百货等 10 家公司进行试点。杭州、深圳、四川、济南等地也相继出台对国有企业经营者实施股权激励试点的指导意见, 开始股票期权试点。

1999 年 9 月 22 日, 中国共产党第十五届中央委员会第四次全体会议通过《中共中央关于国有企业改革和发展若干重大问题的决定》, 指出, 建立和健全国有企业经营管理者激励和约束机制。实行经营管理者收入与企业的经营业绩挂钩。……少数企业试行经理(厂长)年薪制、持有股权等分配方式, 可以继续探索, 及时总结经验, 但不要刮风。要规范经营管理者报酬, 增加透明度。十六大报告更是明确提出“要确立管理与其他要素一起按贡献参与分配的原则”。

2002 年 9 月 17 日, 国务院办公厅转发了财政部、科技部制定的《关于国有高新技术企业开展股权激励试点工作的指导意见》, 规定, 对于按《中华人民共和国公司法》设立, 并经省级以上科技主管部门认定为高新技术企业的国有独资公司和国有控股的有限责任公司、股份有限公司(上市公司除外), 符合一定条件的, 允许开展股权激励试点。其激励对象为对试点企业的发展做出突出贡献的科技人员和经营管理人员, 股权激励方式包括奖励股权(份)、股权(份)出售、技术折股。并规定, 部分试点企业可以按照国家有关政策、法规的规定, 积极探索股份期权的激励方式。

上述文件的发布, 进一步解放了思想, 极大地推动了我国国有企业股权激励试点, 许多国有企业纷纷采取股票期权、期股、股票奖励(含岗位股)、虚拟股票等多种方式来激励经营者。据统计, 中国 1000 多家上市公司中, 正在或已经实施了不同类型的股票期权激励计划的公司, 已有近 100 家⁷, 其中不乏国有控股企业, 如中国移动、中国联通、中石化、中国网通等国有上市企业均实施股票期权。

值得指出的是, 上述许多名为股票期权的激励计划其实并非真正意义上的期权, 而是所谓的期股, 其性质实质是延期支付的“股票奖励”。

2. 其他方式的股权激励

除了股票期权或期股外, 我国国有企业还探索其他的股权激励方式, 包括岗位股份、虚拟股票、股票奖励、股票增值权、年薪转股份等。

(1) 股票奖励。如 2003 年, 武汉石油(000068)根据公司股票期权奖励制度和 2002 年业绩, 拟对公司董事长、副董事长、监事会主席每人奖励 1.5 万元金额等值的武汉石油股票; 对董事、副总经理、党委副书记、总会计师每人奖励 1.4 万元金额等值的武汉石油股票; 对监事、董事会秘书每

人奖励 1.2 万元金额等值的武汉石油股票。奖励设计金额 30.40 万元, 均为含税奖励。

(2) 虚拟股票。如上海贝岭于 1999 年推出的虚拟股票计划。第一期授予对象为公司高级管理人员和技术骨干, 基本思路是将原来的公司员工奖励基金变为公司的“虚拟股票”, 按一定条件授予后, “虚拟股票”持有者可在规定的期限后按公司的现行股票市场市价以现金形式分散兑现。

(3) 股票增值权。如兰州三毛派神股份有限公司 2001 年实施股票增值方案, 根据该方案, 董事会成员人均可获赠公司 10—20 万股股票增值权。中石化、中海油等国有上市公司也实行了虚拟股票增值权制度。如 2001 年中石化招股说明书中规定, 其高级管理人员的特别薪酬计划由基薪、业绩奖金和虚拟股票增值权三部分组成, 其中后两者约占其潜在薪酬总额的 75%。

(4) 年薪转股份。1999 年, 武汉市国资公司对下属控股、全资企业法人代表实行年薪制, 年薪制由基薪收入、风险收入、年功收入、特别年薪奖励四部分组成。其中, 风险收入根据企业完成净利润情况核定, 国资公司将其中 30% 以现金形式当年兑付, 其余 70% 转化为股票; 对上市公司而言, 国资公司按该企业年报公布后一个月的股票平均市价, 用当年企业法人代表风险收入的 70% 购入该公司股票, 同时, 由企业法人代表与国资公司签订股票托管协议, 这部分股票的表决权由国资公司行使, 且股票不能上市流通。与此类似的有《江苏省企业经营者年薪制试行办法》。

(5) 经营者认股权, 即规定经营者可以以较低的价格买入一定数量或比例的公司股票。由于经理个人收入有限, 往往缺乏足够资金行权, 对此, 部分企业及其经理在地方政府的协助下, 由银行向经理提供贷款解决, 但大部分情况下是经理不支付现金, 公司将股份直接借给经理, 在一定期限内还本付息^⑤。

(二) 我国国有企业股权激励存在的问题

从我国国有企业股权激励的现实情况来看, 出现了一个困境, 一方面, 股权激励制度供给明显不足, 另一方面, 现有的股权激励方式没有发挥出预期的激励作用, 表现出短期化、福利化倾向, 且缺乏必要的保障机制。

1. 股权激励供给与需求不足

一方面, 我国国有企业普遍存在股权激励供给不足的

问题。中国企业联合会、中国企业家协会课题组 1999 年进行的千户国有企业经营者问卷调查中, 有 82.64% 的经营者认为激励和约束机制不足是影响国企经营者队伍建设的主要原因, 63.92% 的国企经营者认为激励不足是影响经营者发挥作用的最主要原因^[8]。根据中国企业联合会、中国企业家调查系统课题组 2000 年底进行的“2000°千户国有企业经营者问卷调查”, 影响企业经营者发挥作用的因素很多, 其中选择激励不足的比例最高, 占 51.9%^[9]。从股权激励在国有企业经营者收入结构中所占比重来看, 根据中国企业家调查系统课题组 2001 年的调查, 我国国有企业经营者收入仍以月薪加奖金为主, 国有企业经营者收入中股权、期权所占比重比非国有企业约低 30 个百分点(如下表)。国有控股公司经营者持股比例在 10% 以下的占 78.1%, 10%—30% 的占 14.9%, 30% 以上的占 7.0%, 低于其他性质的企业^[10]。这种情况到目前并无大的改观, 根据中国企业联合会、中国企业家协会课题组于 2002 年 12 月—2003 年 3 月进行的第四次千户企业经营者问卷调查, 在对企业经营者的激励方式上, 实施传统的“工资+奖金”方式的企业占 51.0%, 年薪制占 35.5%, 其他形式的激励仅占 13.5%^[11]。该课题组于 2003 年 11 月—2004 年 1 月进行的 2003 全国企业管理现状调查表明, 只有 14.52% 的企业高层管理人员收入中有股票、股票期权、虚拟股权等长期性激励收入^[12]。

另一方面, 我国国有企业存在股权激励失效和需求不足的问题。我国国有企业经营者普遍存在过度在职消费的问题, 且缺乏必要的约束, 国有企业经营者的隐性收入急剧膨胀, 且各企业间相差甚大, 在职消费较之需满足各种指标方能获取的股票要容易得多, 在这种情况下, 一般的股权激励制度已经很难调动起经营者的积极性。事实上, 根据“2000°千户国有企业经营者问卷调查”的结果, 我国国有企业经营者对股权激励的兴趣并不如年薪制高, 认为年薪制是较好的激励方式的比例最高, 占 73.3%; 其次是股权, 占 47%; 职务待遇占 34.6%; 期权占 32.9%, 提高养老、医疗保险占 29.8%^[9]。而在西方, 企业经营者收入中比重最大的应是股权。我国国有企业经营者对股权激励的偏好不如年薪制, 其原因是多方面的, 但事先获取高年薪要比满足种种要求后才能获得股票更为容易和实惠是一个重要方面。

不同形式企业经营者收入形式

	国有企业	非国有企业	股份有限公司	有限责任公司	上市公司	大型企业	中小型企业
月薪和奖金	83.5	77.3	76.9	75.7	70.1	78.2	81.5
风险抵押承包制	12.4	10.3	10.1	8.4	8.4	11.4	11.4
年薪制	18.5	19.2	25.5	22.1	31.8	24.8	16.7
股权	7.9	38.0	35.4	40.4	12.3	11.6	25.8
期权	0.7	1.4	2.1	1.5	4.5	1.9	0.8
其他	1.4	2.4	1.9	1.9	1.3	1.7	1.9

资料来源: 中国企业家调查系统课题组, 企业创新: 现状、问题及对策——2001 年中国企业经营成长与发展专题调查报告, 经济研究参考, 2001, (52): 6—21

2. 股权激励制度不完善

目前,我国现有的国有企业经营者股权激励制度表现出一些不完善之处,表现在:

(1) 股权激励的短期化倾向。股权激励的优点即在于激励经理将其自身利益与企业的长期利益结合起来。在西方,往往要规定一个较长期限的业绩指标,满足这一指标才能获取业绩股份、期权等激励。但在我国,股权激励往往仅是一种事后一次性奖励,针对的是过去较短期间的业绩,且股权的行使期限往往过短。这样,极易造成经营者的短期行为。

(2) 股权激励福利化。在我国,国有企业高级管理人员持股制度,往往是一种凭着职位不花钱就可以得到的,实际变成了一种福利制度,而不是凭借表现的一种奖励。西方企业尽管也使用股票奖金等股权激励方式,但其普遍采用的股票期权制度中,一般要规定一个高于赋予时股票市价的价格作为行权价,经理只有提高公司股价至行权价之上才能够获益。而我国的股权激励(包括各种所谓的股票期权)一般都不需要经营者用现金支付。由于我国股票一级市场和二级市场存在巨大差价,高级管理人员持有公司的股份,几乎不用付出努力就可以获得利益,这样股权激励的效果自然会降低。

(3) 缺乏有效的业绩评价体系作为保障。股权激励往往以一定的业绩指标为基础,这一业绩指标既可能是会计指标,如EPS、ROE,或非财务指标(如平衡记分卡)。但无论是何种指标,都无法避免人为操纵问题。股票期权虽不是直接建立在有关指标基础上,但股价也是可以通过操纵会计数据或其他方式来进行人为操纵的。因此,有效的方式,可能是建立一整套结合财务指标和非财务指标、长期指标和即期指标、公司利益和社会责任的业绩评价体系。并且,不同行业、不同成熟期的企业、同一企业中的不同职位,其业绩评价指标应当有所差别。从我国来看,国有企业对股权激励的业绩指标设置过于单一,主要采用会计利润指标或资产增值指标来评价企业的价值,有的甚至直接根据职位高低白送。采用单一指标既会诱发人为操纵,也会导致短期行为。

(4) 激励的执行缺乏必要的约束。有效的股权激励必须建立在有效的制度约束的基础上。如果缺乏必要的监督和制约,管理当局会发生过度自我激励行为或者操纵相关的业绩指标。即便国有企业经营者的激励数量和方式由国有资产管理部门决定,但由于我国目前国有企业普遍存在公司治理结构不完善,董事长、总经理等少数关键人权限过大的问题,而监事会等监督机构又疏于监督,会计信息失真现象严重,在此情况下,经营者的激励便建立在虚假的数据基础上,导致不当激励。一些国有企业经营者甚至通过种种途径给自己派发大量不花钱的股票,牟取暴利。

(三) 我国国有企业经营者股权激励的制度性障碍

应当说,目前我国国有企业经营者股权激励不足和失效困境是有其制度背景的。一方面,现有的法律法规滞后限制了股权激励的应用;另一方面,目前的国有企业用人制

度、资本市场的欠发达,导致股权激励作用的丧失。

1. 缺乏职业经理制度

有效的股权激励必须建立在健全的经理市场基础上,经理通过成功管理企业实现自己的价值并通过企业的股权、薪酬获得补偿。但在我国,尚缺乏健全的职业经理制度,国有企业的经营者基本为政府任命,甚至越过企业的董事会。根据中国企业联合会2002年对中国企业经营者的问卷调查显示,目前对国有企业经营者由政府直接任命的占57.5%,董事会任命的占31%,从人才招聘的只占2.5%。2003年的调查显示,上级主管部门在企业经营者的产生过程中仍占主要作用。作为国有资本代理人的政府主管部门在任命国有企业经营者时,往往不是从经营能力出发通过市场来进行选择,而是从干部任用的角度出发,并很大程度上受长官个人偏好的影响。在此背景下,国有企业经营者的企业家观念也不强,一些国有企业经营者甚至兼任政府职位,往往热衷于追求仕途或其他政治、社会地位,相比之下,获得企业的股权甚至薪酬的激励作用反而较小。而现有考核制度也导致国有企业经营者害怕风险,他们宁愿要数目确定的年薪,也不要股票期权之类具有风险的激励方式。

2. 资本市场缺乏价值发现功能

我国资本市场尚未达到半强式有效,投机之风盛行,股价存在严重泡沫,往往远远偏离企业的内在价值,股价的高低与公司业绩好坏缺乏必要的联系,在此情况下,以股价作为目标难以起到激励作用。加之经营者往往不用花费成本即可获得股权,即使经营不当,通过股票也可获得较高利益,因此,股权的激励作用很大程度上丧失。

3. 法律法规的障碍

很长时期内,我国《证券法》、《公司法》对经营者持股、交易设有种种限制,不利于股权激励的推广,尤其是股票期权的采用。

(1) 关于股票的来源。实施股权激励公司必须要掌握一定数量的股票,西方通常的做法是公司发行时预留一部分股票或从证券市场上回购股票。但我国原先的《公司法》规定,股份公司新发行的股票应向原股东配售或向社会公开募集,因此,企业就不能预留(库藏)一部分股份用来进行经营者激励;《公司法》还规定公司不得回购本公司的股票,除非将回购的股票注销,这样公司就无法提供经理层持股和优先购股权的股票来源。现实中,一般采用变通方式,如由国资委买流通股、国有股权转让等。

(2) 关于股票的买卖。经营者获得的股权在规定期限以后必须要通过市场交易才能够变现,但我国原有法律法规严格限制董事、监事、经理转让公司股票。

四、对完善我国国有企业股权激励的建议

恰当地激励经营者,对于提高国有企业经营效率,实现国有资产的保值增值具有重要的意义。单纯或过多地依靠固定报酬,导致经营者所获得的报酬与所付出的努力、所承担的风险不相匹配,难以激发经营者的积极性。股权激励将经营者的收益与企业捆绑在一起,不仅有助于激发经营

者的积极性,降低代理成本,而且也体现了对人力资本要素贡献的认可。因此,有必要改革国有企业经营者的报酬结构,增加股权激励,包括采用经理股票期权等多种激励方式。尽管安然事件发生后,以股票期权为代表的股权激励受到了批评,但任何激励方式都有其利弊,只要运用得当,加强约束,股权激励仍具有积极意义。

目前,国资委已经在积极研究制定国有企业的股权或期权试点工作的专项办法。随着上市公司股权分置改革的进行,对高管人员股权激励的呼声日高。可以预期的是,相关法律法规的出台,将会极大地促进我国国有企业经营者股权激励的发展。尤其值得指出的是,2005年10月27日,第十届全国人民代表大会常务委员会第十八次会议通过了《公司法》修正案,第85条规定,“以募集设立方式设立股份有限公司的,发起人认购的股份不得少于公司股份总数的百分之三十五;但是,法律、行政法规另有规定的,从其规定。”第143条规定,“公司不得收购本公司股份。但是,有下列情形之一的除外:(一)减少公司注册资本;(二)与持有本公司股份的其他公司合并;(三)将股份奖励给本公司职工;(四)股东因对股东大会作出的公司合并、分立决议持异议,要求公司收购其股份的。”第142条规定,“公司董事、监事、高级管理人员应当向公司申报所持有的本公司的股份及其变动情况,在任职期间每年转让的股份不得超过其所持有本公司股份总数的百分之二十五;所持本公司股份自公司股票上市交易之日起一年内不得转让。上述人员离职后半年内,不得转让其所持有的本公司股份。公司章程可以对公司董事、监事、高级管理人员转让其所持有的本公司股份作出其他限制性规定。”上述规定将为推行股票期权提供方便,从而促进经营者股权激励制度的推广和运用。

具体建议从如下方面入手,逐步推进国有企业经营者股权激励制度:

(一)进一步完善相关法律法规,为股权激励提供宽松的环境

根据2005年3月28日发布的《财政部、国家税务总局关于个人股票期权所得征收个人所得税问题的通知》,从2005年7月1日起,企业员工接受实施股票期权计划企业授予的股票期权时,除另有规定外,一般不作为应税所得征税。员工行权时,其从企业取得股票的实际购买价(施权价)低于购买日公平市场价的差额,是因员工在企业的表现和业绩情况而取得的与任职、受雇有关的所得,应按“工资、薪金所得”适用的规定计算缴纳个人所得税。员工将行权后的股票再转让时获得的高于购买日公平市场价的差额,是因个人在证券二级市场上转让股票等有价证券而获得的所得,应按照“财产转让所得”适用的征免规定计算缴纳个人所得税。员工因拥有股权而参与企业税后利润分配取得的所得,应按照“利息、股息、红利所得”适用的规定计算缴纳个人所得税。

对此,笔者认为,为了促进股票期权的推行,对于股权激励授予及行权,不应征税或实行低税率。经营者将其所获得

的股权出售时,则应当对资本所得征税,但其税率也不宜过高以免导致其激励作用过度丧失。上述规定对股票期权的税率使用似乎偏高。

(二)进一步完善现有的股权激励制度

1.关于实施范围。没有一个激励方案适用于所有企业。激励方案取决于分权化程度、重要决策的时间限制、部门间的相互作用程度、公司所面临的不确定性因素、业务活动的性质和行业结构、规模等因素^[13]。就股权激励而言,不是所有国有企业都适合或都能取得良好效果。笔者认为,对于高科技企业、高成长型企业,可以加大股权激励尤其是股票期权的比重;而其他类型的企业,股权激励的效果可能不如前者理想,股票奖励、业绩股份等方式的比重可以适当小一些。

2.关于激励对象。在传统公司法观念下,作为股东的信托人,董事是不应当获取报酬的,除非其履行董事正常的服务以外的职能,或担任公司的高级职员或代理人。但现代西方公司法已突破这一观念,而向董事(包括外部董事)支付报酬,包括采用股权激励。从我国国有企业的实际情况来看,将股权激励对象限定在经理人员而不包括董事,也是不恰当的。笔者认为,在国有企业中担任实际职务、承担管理决策或监督责任的董事、高级经理人员,都应当纳入股权激励的范围,以使其利益与企业趋同^①,当然,视在决策中的作用和所承担的风险不同,上述人员的激励程度可以有所差别。

3.关于持股比例。经理人持股比例究竟多高为好,这是一个经验的问题。持股太低,激励作用不明显;持股太高,又会有损公平,且过多地将国有企业的股权授予经营者也有损于国有股东的利益。应当在效率与公平之间进行权衡,确定一个比较恰当的比重。

4.关于激励方式。任何一种激励方式都有其不足,因此,应当实行多元化激励,以避免单一的激励方式存在的弊端。总的来说,应当固定报酬与风险报酬相结合,现金报酬与股权报酬相结合,短期激励与延期激励、长期激励相结合。(1)我国现有股权激励计划行权期限往往都很短,容易造成短期行为。目前,应当加大延期股权激励的比重,并提高执行的期限。对于股票期权的行权期,设定在5年左右可能比较合适。(2)对于不同行业、不同成熟期的企业,其激励的方式和结构应有所差别。对于那些受外生事件影响较大的企业,ESO等与股票市价相联系的报酬的比重不能太高,应适当提高固定报酬的比重或联系其他指标决定风险报酬的水平;而对于那些受外生冲击影响不大的企业,与股票市场业绩相联系的报酬的比重可适当高些^[14]。

5.关于资金来源。笔者认为,不宜过多地采用直接授予股票的方式,除采用股票奖金、业绩股份等方式外,还应结合采用股票期权、优先认股权,以避免经营者无成本获取股权而丧失股权的激励效应。对于股票期权、优先认股权等方式行权资金的来源,笔者认为可采用抵押借款的方式,即以股票作为抵押从银行或公司取得借款。

6.对于期权行权价格的确定。(1)上市公司。笔者认

为,在我国,可以通过设定股价的增长幅度或者采用行权前后一段时期内的平均价格(如行权前、后三个月的平均收盘价)来确定行权价,而不宜采用公平市价或发行价。武汉市国资公司的规定是“企业年报公布后一月内的平均股价”,上海贝岭则规定为“行权前3天或5天内二级市场的平均收盘价”,这样的区间显然过短,极易产生操纵行为。应当采用一个相对长一些的期间,以消除噪音对股价的影响。

(2)非上市企业。对此,美国的非上市公司通常采用对企业的价值进行专业的评估,以确定企业每股的内在价值并以此作为股票期权行权价与出售价格的基础。我国一些非上市公司采用每股净资产确定行权价,这是不合适的,因为现实中国有企业普遍存在故意压低净资产的现象,这在国有企业改制过程中尤为明显。但在无法保证中介机构的公允性的条件下,确定非上市企业行权价确实是相当困难的。笔者认为,目前可以以经审计的每股净资产为基准,再加上一定的系数并规定一个下限,如同类(规模、行业)上市公司同时期市价的平均值。

7. 建立完善的业绩评价体系,规定经营者必须满足一定的业绩指标时方能获得股权或行使期权。指标体系的设计,应当结合采用财务指标(如利润、投入产出率、经济附加值EVA、成本利润率、EPS、ROI、ROE等)和非财务指标(如销售增长率、市场占有率等),避免采用单一的即期财务指标,以减轻人为操纵的影响。此外,还应将公司的指标与同行业、同地区的企业相比较,消除外生变量对业绩的影响。为了使上述业绩评价真正发挥作用,应加强对有关数据的审计,尤其在授予股票奖金或行权前,更应进行专门的独立审计,以防止经营者通过操纵数据来获取不当激励。

8. 关于国有企业股权激励的决定、监督实施机构。(1)对于上市国有控股企业,应当建立由独立董事为主的薪酬委员会,由薪酬委员会提出经营者的激励方案,并经股东大会通过,由薪酬委员会负责具体实施;尚未设立薪酬委员会的公司,可以由董事会提出议案,并经独立董事审核后,提交股东大会通过,由董事会负责实施;(2)对于非上市国有企业,考虑到目前公司治理的实际,可以由国资管理部门会同公司董事会具体确定、实施。

9. 关于处罚。为了避免经营者操纵相关数据来获取收益,应当对操纵行为加以处罚。对此,美国 Sarbanes-Oxley Act(《2002年公众公司会计改革和投资者保护法》)第

304节规定,若发行证券公司因不当行为引起的与任何证券法之规定严重不符而被要求重编会计报表,则公司首席执行官与首席财务官应向发行证券公司偿还:(1)在该公司首次发行证券或其SEC备案(取较早的)含有要求重述要求的财务文件后12个月内,从公司收到所有红利或其他激励性或权益性报酬;(2)在上述12个月内通过买、卖该公司证券而实现的收益。上述要求吐出不当得利的规定值得我们借鉴。

10. 加强信息披露,提高激励的透明度。正如1914年美国大法官 Louis Brandeis 在其所著 *Other People's Money* 一书中所言:“阳光是最好的防腐剂,灯光是最好的警察”。对于经营者激励,尤其应当加大披露,以避免暗箱操作。应当在财务报告中详细披露有关的激励方式、价格的确定、期限、考核办法等内容,以便进行审计和监督。

(三)完善股权激励的外部制度环境

1. 完善公司治理,强化对经营者的监督约束机制,以减少经营者的过度自我激励行为。无论是国有控股的上市公司还是非上市公司,都应当加强董事会建设,具体包括:(1)提高董事会的独立性,并以独立董事为主建立薪酬委员会或类似机构。应减少灰色(关联)董事的比重,因为关联董事与公司存在的各种联系会损害其形成独立判断的能力,因而难以在经营者报酬等事项上发表客观公正的意见;(2)提高董事会的专业性,要求董事(尤其是独立董事)应具有企业经营和财务知识,并有足够时间参加公司事务,从而能够在报酬激励、信息披露等问题上发挥监督制约作用;(3)对董事在报酬激励决定等事项上不作为而给企业造成损失的行为,应当追究其法律责任。此外,还要提高监事会的独立性和专业性,发挥监事会在经营者报酬方面的监督职能,包括引入独立监事制度。

2. 改革国有企业经营者选任和考核制度。作为国有企业的最大或唯一所有者,政府(国资部门)有权提出经营者人选,但政府必须是站在大股东而不是领导者的立场上来选择国有企业的经营者。应当逐步从目前的主要由政府任命经理人员过渡到通过市场筛选合格的职业经理人。应改变国有企业经营者是国家干部的观念,对于国有企业经营者的考核,应当侧重于经营能力。这并不会损害政府作为国有企业大股东的地位,政府仍然可以通过董事会和监事会来实现对国有企业的控制和监督,维护国有资产的合法利益。

注释:

- ① Jensen and Meckling(1976)的分析是从业主与经理身份合一,即没有外发股份和债务的公司开始的。
- ② 也有文献认为,股票期权激励制度的实践开始于20世纪60年代美国加利福尼亚的高技术知识型创业公司。
- ③ 但公司实施经理股票期权也并非完全没有成本。当期期权持有人行使期权,从公司购进股票后,市场上的流通股增加,会摊薄公司的每股收益。有些公司为维持股票收益水平,不得不动用储备资金回购自己的股票,这样必然影响对其他投资和研发活动的投入。
- ④ 根据美国国内税务法的规定,公司授予股票期权时,公司和个人都不需要付税;行权时,也不需付税。如果高级管理人员出售股票时距授予日已有1年,则所得应按照长期资本利得应税,应税收入为行权日市场价格与出售价格较低者与行权价的差价。如果持有股票时间在1年—18个月之间,长期资本利得的最高税率为28%。如果持有时间超过18个月,则最高税率为20%。如果高级管理人员出售股票时间不能满足上述要求,则收入作为普通收入应税。
- ⑤ 对于三木集团等企业强制经营者通过负债等方式持股,笔者不认为是股权激励,虽然经营者持股以后一定程度上会协调与股东的利益,从而激励经理努力工作,但强制持股更多地类似于经理提供的担保。

⑥ 1999 年的调查中, 76. 51% 的经营者选择“较高年薪”, 48. 86% 选择“股权”, 选择“期权”的只占 18. 09%。

⑦ 对于关键技术人员也应属于股权激励的范围, 这在本文讨论的范围之外。

参考文献:

- [1] Watts R. L., & J. L. Zimmerman. 实证会计理论°中译本[M] . 大连: 东北财经大学出版社, 1999. 173.
- [2] Jensen, M. C., and W. H. Meckling, 1976. Theory of the Firm; Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure. Journal of Financial Economics, October, 3(4): 308.
- [3] Kaplan, R. S., & A. A. Atkinson. 高级管理会计°中译本[M] . 大连: 东北财经大学出版社, 1999. 689, 690, 689—690.
- [4] 王志琪. 股权激励——国有企业长期激励与约束机制的探讨[J] . 安徽广播电视大学学报, 2001, (4): 20—23.
- [5] 刘鹏. 股票期权激励: 人力资源管理新机制[J] . 国际经济合作, 2001, (8): 21—25.
- [6] 股票期权: 激励机制的代价[EB/OL] . 中国经理人在线, <http://www.manager.cn/ReadNews.asp?NewsID=779&BigClassID=4&SmallClassID=22&SpecialID=48>
- [7] 尤旭东. 股票期权的难圆之梦[N] . 国际金融报, 2003—04—28(4).
- [8] 中国企业联合会、中国企业家协会课题组. 国企改革: 来自国企经营者的评价与建议——1999 年千家企业经营者问卷调查报告[J] . 中国经贸导刊, 1999, (18): 17—19.
- [9] 中国企业联合会、中国企业家调查系统课题组. 国企改革与管理: 千户国企经营者的最新评价和建议——2000 年国有企业经营者问卷调查报告[J] . 经济要参, 2001, (43): 5—16.
- [10] 中国企业家调查系统课题组. 企业创新: 现状、问题及对策——2001 年中国企业经营者成长与发展专题调查报告[J] . 经济研究参考, 2001, (52): 6—21.
- [11] 中国企业联合会、中国企业家协会课题组. 2003 千户企业经营者问卷调查报告(摘编)[J] . 冶金管理, 2003, (9): 32—36.
- [12] 中国企业联合会、中国企业家协会课题组. 跨入 21 世纪的中国企业管理现状、问题与建议——2003 全国千户企业管理调查研究报告(摘编)[J] . 冶金管理, 2004, (5): 27—34.
- [13] 李明辉. 经理报酬激励方案的设计[J] . 决策借鉴, 2000, (6): 57—60.
- [14] Demsetz H., 企业经济学°中译本[M] . 北京: 中国社会科学出版社, 1999. 134—137.

(上接第 20 页)

- [2] 张五常. 不要小看中国人[N] . 南方周末, 2000—05—08.
- [3] 刘絮, 聂玉春. 信访工作手册[Z] . 北京: 高等教育出版社, 1988. 26.
- [4] 毛泽东选集°第 5 卷[M] . 北京: 人民出版社, 1977. 72.
- [5] 胡奎, 姜抒. 2003 年中国遭遇信访洪峰, 新领导人面临非常考验[J] . 瞭望东方周刊, 2003—12—08.
- [6] 姜殊, 卢波. 探索信访工作新局面, 形成标本兼治的大信访格局[J] . 瞭望东方周刊, 2004—11—16.
- [7] 赵凌. 中国信访制度实行 50 多年走到制度变迁关口[N] . 南方周末, 2004—11—04.
- [8] Gifis, Steven H. (1991) Law Dictionary, 3rd. ed. (Barron's Educational Series, Inc. U.S.A.) P. 352.
- [9] [瑞典] 维斯兰德, 程洁译. 瑞典的议会监察专员[M] . 北京: 清华大学出版社, 2001. 18.
- [10] 王名扬. 法国行政法[M] . 北京: 中国政法大学出版社, 1988. 544—546.
- [11] 香港申诉专员戴婉莹. 申诉专员制度与公民监察权[A] . 亚洲监协第七次会议论文[EB/OL] . <http://www.mos.gov.cn/Template/article/display0.jsp?mid=20031216000107>.
- [12] [日] 市原昌三郎. 行政の部统制[A] . 现代の行政[M] . 有斐阁, 1968. 247—248.
- [13] Randall Peerenboom, Out Of The Pan And Into The Fire: Well-Intentioned But Misguided Recommendation Stoeliminate All Fom s Of Administrative Detention In China Northwestem University Law Review, Spring, 2004.
- [14] [奥] 凯尔森. 国家与法的一般理论[M] . 北京: 中国大百科全书出版社, 1996. 65.
- [15] 李建良, 等. 行政法入门[M] . 台北: 元照出版公司, 2000. 121.
- [16] 李震山. 论人民要求政府信息公开之权利与落实[J] . 月旦法学杂志, 2000, (62): 36, 36—37.
- [17] 王和雄. 论行政不作为之权利保护[M] . 台北: 台湾三民书局, 1994. 19.
- [18] 许崇德. 宪法[M] . 北京: 中国人民大学出版社, 1999. 163.
- [19] 吴庚. 行政法之理论与实用[M] . 台北: 三民书局, 2003. 165.
- [20] 许崇德. 中华人民共和国宪法史[M] . 福州: 福建人民出版社, 2003. 392.
- [21] 李震山. 论信息自决权[A] . 于氏. 人性尊严与人权保障[M] . 台北: 元照出版社, 2000. 305.
- [22] 姜明安. 公法学研究的几个问题[J] . 法商研究, 2005, (3).
- [23] 季卫东. 社会治理机制多头重构[N] . 全球财经观察, 2005—01—01.
- [24] 贵阳信访模式成人大制度创新亮点[EB/OL] . 新华网, 2004—09—14.