

对股票期权引起的过度激励问题研究

贾九平¹, 张双文²

(1. 西北民族大学 经济管理学院, 甘肃 兰州 730030; 2. 厦门大学 管理学院, 福建 厦门 361005)

[摘要] 从委托代理理论看, 股票期权是一种有效的长期激励方式, 但在实践中会引发过度激励的问题。通过分析激励报偿模型, 可以发现过度激励产生的原因。对过度激励导致的问题及进一步优化股票激励机制进行探讨, 可以为我国推行股票期权激励提供借鉴和指导。

[关键词] 股票期权; 过度激励; 激励强度; 委托代理

[中图分类号] F830.9 **[文献标识码]** A **[文章编号]** 1001-5140(2003)04-0060-05

股票期权最早在美国出现, 随着美国的经济增长、股市繁荣, 它在吸引、挽留和激励优秀人才方面发挥了很好的效用。然而从美国安然公司的崩溃以及随后众多大公司的丑闻中可以看出, 美国的股票期权制度正在变为一些公司的高级管理人员以牺牲企业、公众投资者和员工利益为代价, 通过财务欺诈的方式, 人为抬高股票价格为自己谋求行使股票期权的巨额收入的工具。人们对股票期权激励产生怀疑, 认为它是一种过度激励, 会使经理人在委托人监督不完善的条件下发生败德行为。在我国, 针对公司管理层的股权激励也已经开始操作且有快速发展的趋势。因此, 分析研究股票期权引起的过度激励和股票期权这一剩余分享制度安排的缺陷, 对我国企业制度改革的理论和实践具有重要意义。

一、股票期权应是一种有效的长期强激励机制

激励问题是现代委托代理理论的中心问题。基于“经济人”假设, 该理论认为, 不同的主体拥有不同的利益追求, 企业资产所有者追求股东利益最大化, 企业经营者追求自身效用最大化。不同的利益目标追求会使二者在行为上产生不一致, 导致较高的代理成本, 从而最终会影响企业资源的配置效率。

委托代理理论认为, 由于信息不对称, 委托人不能直接观察到代理人的行为, 如果代理人是风险规避的, 可能会出现损害委托人利益的代理风险。另一方面, 信息的收集和对代理人经营行为的监督需要付出代理成本, 这决定着对代理人经营行为的控制程度。对于经理人而言, 其所有的职能工作都是通过信息来进行的, 这些信息有许多是私人信息。虽然委托人也制定了企业的信息披露制度, 但赋予企业内部的大量信息是不可能完全公开的, 这些信息内化为经理人的私人信息, 从而会使经理人有积极性从自身的利益出发(而非委托人的利益角度)采取行动, 且这种行动往往是以损害委托人利益为代价的。

面对这种经理人信息的私人化和信息分布的不对称性, 如何设计最优的激励契约, 使得经理人的目标函数与所有者的目标函数一致呢? 解决的途径有两个: 一是通过公司治理结构, 即通过对有关公司控制权和剩余所有权分配的一整套法律文件和制度安排, 决定公司的目标、风险和收益在不同企业成员之间分配等一系列问题, 这可称为对经理人的硬约束。二是强化激励。通过激励手段使经理人在实现自身利益最大化的同时, 也在实现企业利益最大化, 使经理人也成为剩余收入的索取者, 这可称为对经理

[收稿日期] 2003-04-18

[作者简介] 贾九平(1964-), 男, 甘肃会宁人, 副教授, 主要从事资本市场与公司财务研究; 张双文(1971-), 男, 甘肃酒泉人, 博士生, 主要从事企业管理理论研究。

人的软约束。从理论上讲,最有效的激励应是软、硬约束的结合,而经理股票期权作为一种激励手段能有效实现两者的结合。为什么经理股票期权能实现这种结合呢?我们可以从以下两个方面进行分析:

(一)从委托代理理论的角度分析。委托代理理论需要解决的问题是委托人应采取何种方式在代理人实现自己的效用最大化的同时实现委托人的效用最大化,即激励相容。这包括三个方面的内容:一是委托人如何设计一份契约能够促使代理人实现委托人的预期效应最大化。二是代理人在所设定的契约条件的约束下,其行为如何实现自己的预期效用最大化。三是所给定的契约代理人是否愿意被约束。因此,委托人在选择契约时必须考虑经理人的勤奋程度及使经理人努力工作时监督成本最小和如何确定保留效用。在具有股票期权的激励合同中,理论上由于期权收益与企业经营成果正相关,所以经理人欲使期权收益获得最大就必须使经营活动最优,自然会努力工作。另外,由于经理人通过股票期权成为企业剩余收入的索取者,会使委托人的监督成本降低。再者,保留效用可看作是与企业经营成果相对应的函数,因此它也更易确定。所以,在一个强有效的股票市场里,对经理人的股票期权计划符合委托代理理论的条件,这证明股票期权是一种有效的激励机制。

(二)从国内外学者的研究动态进行分析。现代产权理论认为,为使经理人保持“竞争可能性”(contestability),激励机制的作用就在于使经理人“必须表现出创造性和革新精神”。熊彼特(1934)认为创新是企业家的一个重要职能和根本动机。舒尔茨(1960)指出人力资本是所有经济资源中最重要的因素。要鼓励创新,就必须满足尊重产权和充分报酬这两个基本经济要求。North和Thomas在研究了产权制度后指出:“一种提供适当的个人激励的有效制度是促使经济增长的决定性因素,在制度因素中,财产关系的作用最为突出。”周其仁(1996)认为,现代企业的最优所有权安排应该是授予人力资本所有者拥有。张维迎(1999)论证了在参与约束和激励相容约束共同影响下,剩余索取权分享制是最优的激励契约安排。

许多代理理论学者和管理专家都指出了股票期权能激励经理层为股东创造价值。Jensen和Meckling(1976)指出,董事会可使用股票激励来消除管理者的机会主义倾向,有利于股东价值最大化,从而使公司绩效达到更高水平。Jensen和Murphy(1990)的实证研究也表明,全部财富对CEO产出的激励效果中,有近77%是来自股票所有权的力量。Murphy(1997)指出,以现金收入为主的传统的报酬结构往往导致经理人只追求公司的生存目标,而不追求公司的价值增值目标。其他的学者也对管理者持股作出了数量统计上的证明,如Forbe(1998)指出,股票期权已基本接近CEO全部报酬的40%。Gogoi(1999)也指出,更多的公司正在使它们的高级管理人员拥有大量的公司股票。这些研究意味着要减少代理成本,最好的方法是使管理者拥有股权,成为剩余收入的索取者。

现实中,经理人激励契约的最重要部分是经理人报酬机制的建立。按照经理人与股权收益之间的基本权利和义务关系的不同,股权激励有现股激励、期股激励和期权激励。由于现股和期股激励的基本特征是“收益共享、风险共担”,且受经理人承担风险能力和实际投资能力的限制,经理人所获得的股权数量不可能很大,相应地影响激励的效果。对于期权激励而言,会使经理人去追求创新和风险。这种激励方式使得经理人不但可获得股权的增值收益,还可豁免股权贬值的风险(在股权贬值时可选择放弃)。期权数量的设计不受其风险承担能力的限制,如果增加期权的数量,就可以对经理人产生很大的杠杆激励作用。对委托人而言,期权激励不仅使得经理人与其目标最大限度的保持一致,而且可以省却向经理人支付高薪,经理人通过股票期权的行权获得丰厚收益,同时可享受以期权支付薪水的减税好处。

总之,股票期权激励受到理论界和实务界的一致推崇。按照这种制度,可以激励公司的经理人在实现自己利益最大化的同时,也实现公司委托人的利益最大化,从而降低公司代理成本,减少公司的委托代理问题。

二、过度激励产生的原因分析

从上文的分析中可以看出,股票期权比其他激励方式更有助于解决企业的委托-代理问题,但在实践中,这一激励制度并未达到预期的效果,甚至出现了相反的作用。如何解释这个理论与现实矛盾的问题

题,我们可以使用激励强度(intensity of the incentives)这个概念。

高程德(2000)使用了一个简单的线形激励报偿模型来解释激励强度的概念。他假定经理人的线性报偿公式为 $w = \alpha + \beta(e + x + \gamma y)$, 这里 e 为经理人的努力程度, 它不能被直接观测到(这造成对经理人的激励困难), 但委托人可以观察到经理人行为的结果(如企业的经营业绩); x 是一个随机变量(如市场需求情况); y 是可被委托人观察到的一个变量(如经济景气程度的影响); γ 表示在报酬设计中对于可观察到的信息变量 y 所赋予的权数。从这个公式可以看出, 报酬包括两部分: 第一部分是固定报酬基数 α , 第二部分是可根据可观察到的经理人行为结果和 y 值确定的变动收入 $\beta(e + x + \gamma y)$ 。 β 被称为激励强度, 即增加一个单位的努力 e , 期望报酬增加 β 单位。 β 值越大, 激励强度越高。

激励报酬合约中需要确定的一组变量为 $(e, \alpha, \beta, \gamma)$, 这几个变量决定了经理人的努力程度以及经理人将会怎样被奖赏。经理人从这个激励合约中所获得的确定性等价于报酬的期望值减去经理人的努力成本再减去经理人的风险贴水。具体表述如下:

$$\text{得到经理人确定性等价: } \alpha + \beta e - C(e) - \frac{1}{2}r\beta^2\text{Var}(x + \gamma y) \quad (1)$$

$$\text{委托人的确定性等价: } P(e) - (\alpha + \beta e) \quad (2)$$

$$\text{二者的总和为: } P(e) - C(e) - \frac{1}{2}r\beta^2\text{Var}(x + \gamma y) \quad (3)$$

r 为经理人的绝对风险规避系数, $C(e)$ 为经理人的努力成本, $P(e)$ 为经理人行为产生的收益。

(1) 式对 e 求导, 可以得出为使经理人的确定性等价最大时经理人所选取的最优努力程度为 $\beta = C'(e)$ 。再代入(3)式, 也对 e 求导, 即可得出最优的努力水平, 由此得到最优的激励强度 $\beta = P'(e) / [1 + rVC''(e)]$ (这里我们把测量误差 V 视为激励合约的外生变量, 但实际操作中, 董事会可以通过投入资源改进监督来加强对经理人绩效测量的准确程度, 从而减少测量误差)。

从最优激励强度的计算结果可以看出, 激励的收益 $P(e)$ 越大, 激励强度 β 也就越大; 经理人的风险规避程度(r) 越低(或者说激励成本越低), 激励强度 β 也就越大; 测量误差 V 越小(或者说经理人的绩效越易于评价), 激励强度 β 也应该越大。最优的激励强度需考虑 4 个方面的因素: 一是诱发经理人努力的成本与收益进行比较。二是对经理人活动进行测评的准确程度。三是经理人的风险规避程度; 四是经理人对激励的反应程度。

通过以上分析, 可以得出只要激励强度大于最优的激励强度 $\beta = P'(e) / [1 + rVC''(e)]$, 那么, 相应的激励方式就为过度激励。通过对股票期权特征的进一步分析, 我们会发现这种激励方式的激励强度将会远大于最优水平。

Donald J. Wright (2003) 认为, 在额外努力对期望总利润有最大正效应的公司, 不管观察到努力与否, 管理者都会有更大的努力。这个结果最早由 Hermalin(1992) 和 Schmidt(1997) 进行论证。另外, 雇佣较小风险规避管理者的公司, 由于风险贴水较低, 管理者的努力更接近于最优努力, 所以会产生更大的期望净利润。研究发现有较大努力边际收益公司会从雇佣较小风险规避者那里获得最大的期望净利润。这是由于较大的努力边际收益会导致更大的努力, 诱导更大努力就需更大的风险成本, 减低风险成本会使这类公司获得更大的收益。这种风险成本的降低可以通过雇佣较小风险规避的管理者来实现。通过雇佣较小风险规避的管理者, 具有较大努力边际收益的公司会得到最大的期望净利润。总之, 为了提高公司效率(这里他们主要指的是减低 X 效率), 公司应雇佣较小风险规避的管理者, 并且在报酬设计中体现较大努力边际收益的原则。而股票期权激励会使得管理者追求风险, 同时又可获得高额的行权报酬, 因此被认为是解决 X (低)效率的最佳途径。这就意味着公司在设计以期权激励作为经理人的报酬机制时, 都倾向于使激励的收益 $P'(e)$ 增大, 而经理人的风险规避程度(r) 降低, 其结果必然使得激励强度超过最优水平。

在实践中, 作为一种长期激励的股票期权制度, 它赋予了经理人一种权利, 即可以在一定的时间以事先约定的价格购买一定数量的公司股票。在股票认股权的行权期限内, 当股票的市场价格超过其协定价格时, 拥有该项权利的经理人通过行权取得股票, 从而获得该股票市场价格与协定价格之间的差

额;反之,股价下跌时可暂时不行权。也就是说股票期权可以锁定持有人的风险,不行使就没有任何额外的损失。另外,这种制度安排预示着经理会产生短期行为(这是因为经理层能够获得的收入与公司股价密切相关),利用信息优势,操纵股价,获取暴利。激励收益的激增和不承担购买风险(即经理人的风险规避程度很低),会使激励强度 β 增大,远远超过最优值。

Cerard(2001)对股票期权的激励效果进行研究,发现经理人的股票期权支付和公司的收购活动具有正相关,经理人为了让其股票期权收益最大化,会进行一连串的收购,利用资本运作来抬高公司股价(实际上这些收购的公司没有几家对原公司业绩有贡献)。用股票期权来补偿经理人,促使他们更可能从事企业的运作活动,但同时也会使他们偏离风险最小化的战略(即使这个战略被证明是成功的)。同时,股票期权会使经理人受到“胡萝卜”式的激励,但可能会缺少“大棒”式的制约,从而导致经理人盲目追求风险。

通过以上分析,可知股票期权会使激励强度过大,而远远超过最优值。股票期权激励机制最大的功效在于,它可以长期保留和吸引优秀的高级人才,使他们在“金手铐”下积极努力工作。尽管股票期权制度导致了美国公司舞弊和诚信危机,但很少有人同意完全取消股票期权,特别是高科技公司仍把它视为吸引和留住高素质人才的有效手段。我们也应该清楚地认识到这种激励方式仍是一种最富成效的激励制度之一。问题的关键在于如何使激励强度回归到最优的激励水平上来。通过调整激励收益和经理人的风险规避程度,加强对经理人的监督(或者说,当经理人的报酬对于其绩效较为敏感时,应花费更多的资源改进对绩效的测量精度)可以避免过度激励问题,这就需要进一步优化现有的股票期权激励机制,实施制度创新。

三、股票期权激励机制的优化

股票期权制度过度激励引发的问题:一是股票期权带给经理人的收入与其承担的风险及其企业绩效缺乏相关性,难以正确衡量经理人的表现。二是股票期权的稀释效应开始显现,虽然股票回购在一定程度上消除了这种稀释效应,但一定程度上造成公司财务风险的增加,不利于公司的长远发展。三是作为“经济人”的经理人为使个人收益最大化会不择手段地抬高股价,甚至以非法手段如造假账来操纵公司股价,从而驱动公司造假成风。四是股票期权计划会在一定程度上妨碍经理人的流动,使公司缺乏活力,不利于公司的创新发展。

为了克服上述问题,避免过度激励,使股票期权制度真正成为激励经理人努力工作,改善公司业绩的有效激励方式,就必须进一步优化股票期权激励机制。

1. 使股票期权真正成为奖励出色经理人的手段。首先,改革股票期权的激励标准,使之高于以往固定价格的股票期权计划。可以引入保险价格期权计划,期权购买价格是一个固定的保险价格,高于期权被授予时的市场价格,如果10年后期权实现时要获得收益,则股票价格必须相应达到一定的年增长率,虽然在一个上扬的股市上,仍会奖励平庸表现者,但在温和上涨或下跌的市场上,它对业绩表现平庸者奖励很少甚至没有奖励。其次,实施指数化价格期权,将期权购买价格与某一选定的指数相联系。这种方法比固定价格期权有明显的优越性,它会在牛市、熊市里同样激励经营者,在任何市场里奖优惩劣。

2. 用EVA股份期权激励替代股票期权。经济增加值(简称EVA)也称经济利润,是从经济学的角度出发,衡量投入资本所产生的利润超过资本成本的剩余利润,即经济利润不仅要考虑会计核算中的费用支出,还要考虑经营活动中所用资本的机会成本。在目前实行股票期权制度存在巨大市场和制度障碍的情况下,我们可以重实质轻形式,暂不考虑证券市场的股票价格,而直接模拟企业内在价值形成机理,应用EVA评价企业价值和股东价值来确定股份价格并进行期权激励的方式替代股票期权激励。这种激励方式与传统股票期权激励的主要区别是把经理人的经济行为同创造股东价值紧密联系起来,对经理人形成有效的资本成本约束和股份期权增值收益激励机制。

四、股票期权过度激励与中国企业改革

在我国,目前实施股权激励机制的条件还不成熟。因为要实行股票期权激励计划,首先要把我国的股票市场建设成为有效的市场,只有在有效的股市中,股票的价格才会反映出企业经营状况的好坏,而我国的股市还属于准弱式有效性市场,存在许多问题。其次,要杜绝虚增利润和财务造假。股票期权制度本身具有一个明显的制度缺陷,即持有人存在片面追求股票升值收益的动机。事实已表明即使是美国那样相关制度比较完善的国家,在会计制度和监督约束不足的情况下,这一趋利动机也可能酿成严重后果。因此,在国有企业的剩余控制权逐渐从国家转移到企业的过程中,由于法制尚不健全、操作程序和过程的公开性和透明性不足、道德约束的失效等问题的长期存在,单纯赋予企业经营者剩余索取权的剩余分享并不能有效解决国有企业中的激励问题。尽管如此,股权激励作为对企业经营者实施有效激励的新型分配制度和完善公司治理的重要制度保障,也决定了我国企业实施股票期权具有客观必然性,实施股票期权是完善我国企业激励机制的重要方向。因此,认真总结股票期权中的过度激励问题,建立能够提高我国企业绩效和适应其具体特点的股票期权激励制度显得十分迫切。

从2002年我国上市公司的激励机制模式来看,国内上市公司较多采用的激励机制模式是业绩股票。国际上常见的股票期权在国内上市公司的方案中都进行了调整和创新。业绩股票的激励没有充分利用股票市场的优势,只和工作业绩相关,不涉及股票价格,这实际上是在利润和市值之间所做的现实稳妥的选择,即利润第一,市值第二。

设计我国目前的股票激励机制,关键在于确定剩余分享的标的。由于我国资本市场尚不完善,把剩余分享的标的锁定在企业的纯剩余是必须的。如果任意替换剩余分享的标的,企业的资产就成了企业经营者和政府官员的囊中之物。这样不仅不利于提高企业的绩效,而且还会破坏经济发展。此外,还必须建立与之配套的制度和政策,使企业真正成为运作规范、追求公司价值最大化和充分保护投资人利益的企业。同时,还要有比较完善的内部控制机制,包括审计机制以及其他一系列相应机制,要有一个高质量运作的董事会,在董事会中建立一系列专门委员会,如报酬委员会、审计委员会等,公司的运作过程必须规范且有较高的透明度和公正性。总之,随着中国证券市场和整个经济制度环境越来越完善,股权激励将会有更大的发展空间。

参考文献:

- [1] Donald J. Wright. Managerial Incentives and Firm Efficiency in the Presence of Competition for Managers[J]. International Journal of Industrial Organization, 2003, (21): 419- 437.
- [2] Jensen M. C, Murphy. K. J. CEO incentives: It is not how much you pay, but how[J]. Harvard Business Review, 1990, 68(3): 138- 153.
- [3] Jensen. M. C, Meckling W. H. Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure[J]. Journal of Financial Economics, 1976, (3): 305- 360.
- [4] Sanders. Gerard Behavioral Resonances of CEOs to Stock Ownership and Stock Option Pay[J]. Academy of Management Journal, 2001, 44(3): 477- 492.
- [5] 高程德. 现代公司理论[M]. 北京: 北京大学出版社, 2000.
- [6] 张维迎. 企业的企业家——契约理论[M]. 上海: 上海三联书店, 1995.
- [7] 史金平. 国有企业: 委托代理与激励约束[M]. 北京: 中国经济出版社, 2001.
- [8] 曹红辉. 利益制衡与资本市场监管[J]. 经济研究参考, 2003, (9).
- [9] 弈祖盛. 美国企业现行股票期权计划存在问题与争论[J]. 南开管理评论, 2000, (4).
- [10] 张韶华, 王锐. 从委托代理契约看股票期权激励机制[J]. 西北大学学报(哲学社会科学版), 2002, (5).
- [11] 高闯, 刘冰. 企业家行为激励及报酬机制的改进[J]. 经济管理·新管理, 2002, (12).

(责任编辑 戴正 责任校对 戴正)