

对我国上市公司建立股票期权 激励制度的思考

王晋松

(厦门大学会计系 361005)

内容摘要: 股票期权制度作为一种长期激励机制,在国外受到了普遍的重视,在我国也日益引起人们的关注。本文对我国上市公司建立股票期权制度所需的客观环境进行了全面的分析,并提出了在我国逐步建立股票期权制度的对策:先规范试点、总结经验,然后分类推广、逐步实施。

关键词: 股票期权制度 公司治理 资本市场

中图分类号: F121.26 **文献标识码:** A **文章编号:** 1005-1309(2004)04-0062-05

股票期权制度是企业所有者授予企业经营者(或高级管理人员)在某一规定的期限内,按照约定的价格(执行价格)和数量购买本公司股票的权利。股票期权制度是企业所有权的一种制度创新安排,它通过赋予经营者拥有企业剩余索取权,实现了企业所有者与经营者利益的有机结合,在理论上根本性地解决了现代企业普遍存在的代理问题。股票期权作为一种激励机制,其效果是明显的:(1)股票期权使经营者的报酬与公司业绩(表现在股价上)挂钩,鼓励经营者更多地关注公司的长期发展,有效地克服了经营者的短期行为;(2)股票期权肯定了人力资本的价值,使经营者拥有了企业剩余索取权,把经营者和公司的利益和股东的利益有机地结合起来。长期以来,理论和实践都表明了股票期权激励对于现代企业的效率具有重要和积极的作用,这也是我国引入股票期权激励机制的基本依据。

一、对我国上市公司建立股票期权制度的客观环境分析

股票期权制度产生于发达市场经济条件下,其成功实施并非公司自身的努力就能做到的,它还需要一个相当系统的客观环境,并且涉及到许多因素。美国安然事件和世界电讯破产等财务丑闻充分说明了股票期权是一把“双刃剑”,既能够产生有效的激励作用,也会带来巨大的破坏力。我国上市公司在建立股票期权制度时借鉴国际经验是十分必要的,但是不能脱离我国的实际情况,要认真分析股票期权制度运行所必须的客观环境、特别是我国上市公司的自身条件和所面临的特殊环境。

1. 健全的公司治理结构是建立股票期权制度的内在基础

股票期权是公司对经营者的一种激励制度,但是为了保证这种激励符合所有者的利益,公司必须能够有效地控制和监督经营者的行为,这是由健全的公司治理结构来保证的,也是实行股票期权制度的内在基础。在公司经营活动中,作为代理人的经营者通常比作为委托人的所有者掌握有更多

的信息,如果没有健全的公司治理和监督机制,经营者就可能利用所有者的信息不完全性和公司经营活的不确定性弄虚作假,通过牺牲所有者的利益来谋求自身效用的最大化。这不但降低了股票期权的激励作用,而且会诱发经营者在公司业绩下降的情况下通过提供虚假会计信息抬高股价来谋取私利。国外的经验表明,股票期权激励与公司治理结构之间存在着相辅相成、相互作用的密切关系,这主要表现在:其一,股票期权作为一种有效的激励机制,本身就是完善公司治理结构的重要组成部分;其二,股票期权激励作用的发挥,有赖于公司治理结构的健全和完善。

但是,我国大多数上市公司是由国有企业改制形成的,国家股所占比重相当高。在国有控股的条件下,股东大会在很大程度上成为国有股东的“自家会议”,董事会成员和监事会成员基本都是国有股代表,经营者也主要是国有股代表或受国有股东控制的人员,公司还没有真正建立起股东大会、董事会、监事会和经营者之间相互分权制衡的治理结构,存在严重的“内部人控制”现象。在这种情况下,经营者既是股东代表,又身兼董事长、董事、监事等职,实行股票期权制度就会出现期权的授予主体和期权的授予对象合一、业绩考核指标“自我”确定和“自我”考核、经营者自己“定股定价”等现象,其结果将是股票期权制度的激励作用难以真正落到实处。

近几年来,中国证监会和有关部门在规范公司经营行为、健全公司治理结构方面做了大量的工作。2000年3月,证监会颁布了《股票发行上市辅导工作暂行办法》,明确了拟上市公司“先改制、后发行”的方针,对拟上市公司实行辅导;2001年8月,证监会颁布了《关于在上市公司建立独立董事制度的指导意见》,有力地强化了董事会和外部董事对经营者的监督作用;2002年元月,证监会和国家经贸委共同发布了《上市公司治理准则》,并于5月起共同开展了以公司治理为重点的上市公司建立现代企业制度的检查。这些办法的实施都极大地改善了上市公司的治理状况,提高了公司的经营管理水平,也为引入股票期权制度奠定了基础。

2. 市场化的经营者选拔机制是建立股票期权制度的前提条件

企业经营者和高级管理人员是股票期权的激励对象,实施股票期权制度首先必须建立市场化的经营者选拔机制,保证合格和称职的经营者竞争上岗,并得到有效的激励。市场的优胜劣汰是对经营者能力最好的评价,同时还可以增强对经营者行为的约束。一个完善的经营者市场,既可以促使经营者努力工作,保持自己的良好声誉;又可以刺激经营者不断学习,提高自己的人力资本价值,以期获得更多的报酬。在股票期权激励制度下,如果经营者为了追求短期利益,采取造假等不正当手段抬高股价而谋取私利,这种机会主义行为一旦被市场识别,经营者将会声誉扫地,断送其未来的职业生涯。通过市场机制进行经营者的选拔,既可以提高经营者的管理能力,又可以有力地约束经营者的行为。

目前我国国有企业的领导者基本上仍由行政机关任命,有的政府机关既向上市公司派董事、董事长,还要管经理、副经理,从而打乱了公司控制权的市场规则,搞乱了公司内部的权责关系。1998年,由国家经贸委等机构主持的一项关于中国企业家成长与发展的专题调查结果显示,经营者由主管部门任命的占75%,由董事会任命的占17%,由职代会众举的占0.3%,由企业内部招标竞争的占1.3%,由社会人才市场配置的仅占0.3%(刘国等,2002年)。没有市场化的经营者选拔机制,就不能保证合格的人去经营管理企业,股票期权激励也就失去了合适的激励对象,也就不能取得好的效果。

实行股票期权制度,就要加快我国职业经理人市场的建设,按照市场规律进行经营者的选拔和辞退。一方面,要逐步废除经营者由行政机关任命的制度,实行社会招聘,将经营者的选聘市场化;另一方面,要建立起经营者信誉制度,通过市场来检验经营者的决策正确性,加大信誉不良的经营者择业和从业的难度,使职业经理人市场成为对经营者有效激励和监督的手段。

3. 有效的资本市场是建立股票期权制度的外部环境

股票期权激励将经营者的报酬和公司股票联系在一起,已经隐含了资本市场有效的假设,即股

票价格能够公允、无偏地反映公司的经营业绩。在这样的假设下,经营者通过自身的努力提高公司的经营业绩,业绩的增长促进了股票价格的提高,也直接提高了经营者的收入水平。如果股票价格不能反映公司的未来业绩,经营者就不会因为其努力工作而获益,也不会因玩忽职守而受到惩罚。股票期权制度在美国获得了普遍的发展与其资本市场的有效性是分不开的,这主要表现在:公司信息披露水平高;有防止幕后交易和操纵股价的法律与公司自律制度;能通过“用脚投票”和劝告、沟通直接影响公司决策的社会机构是公司的主要股东;市场的流动性好等方面。

我国的股票市场只有短短十几年的历史,虽然取得了很大的成绩,但市场的非理性因素还大量存在,股价在很大程度上脱离了公司的实际业绩,市场交易中的信息不对称性及违规行为是非常普遍的。另外,国有股和法人股所占比重较大且不能流通,也使得股票市场无法形成真正的均衡价格,进一步影响了市场的效率。这种弱式有效的股票市场,严重制约了股票期权在我国的实施,设计再完美的股票期权计划也将会在实施过程中被扭曲。

为了保证股票期权制度能够正常运转,重中之重是要提高我国资本市场的有效性。可喜的是,在广大中小投资者和社会有识之士的督促和支持下,在监管部门的积极努力下,我国证券市场在规范的基础上得到了较大的发展,也取得了明显的成效。从近几年的情况看,上市公司信息披露的质量有了很大提高,投资者自身的素质也在不断增强,机构投资者得到了较大的发展,QFII 的实施也带给了我们新的投资理念。应该承认,股票市场的理性投资理念正在逐步形成,市场的有效性也在提高。

4. 完善的法律法规和高质量的中介服务是建立股票期权制度的必要保证

股票期权制度的实施,不仅需要科学的业绩评估体系和合理的薪酬结构设计,而且涉及到公司股权结构的变化和许多有关的税收及会计问题,因此必须一整套完善的法律法规对其保护和规范。比如,美国的税法对股票期权制度的基本构架与实施细则做出了详细的规定,证券交易法对股票期权的行权与交易也有明确的法律条款。另外,股票期权设计方案非常复杂,涉及到财务、法律等多个环节,实行股票期权需要高质量的社会服务体系,主要是会计师、律师和投资银行。比如,确定行权价格时,需要投资银行进行企业价值评估和会计师的审计;为使整个方案符合法律规定,还需要律师的参与。股票期权制度的实施,既要“有法可依”,还必须“违法必究”,要加大对证券市场违规违法行为的处罚力度,不仅要处罚有关的公司和中介机构,更重要的是要锁定个别当事人的经济责任,甚至刑事责任,以增大相关当事人的违规成本。

我国目前还没有一套全国性的规范股票期权计划和实施的法律法规,而且现行的一些规定又恰好限制了股票期权制度的贯彻。这主要包括以下几个方面:

(1) 股票的来源问题。国外股票期权计划所需的股票来源一般有三个途径:一是在发行新股中预留一部分股票,这是最通行的方式;二是原大股东出让部分股权;三是通过留存股票帐户回购股票。在我国,《公司法》明确规定了上市公司不能预留和回购股票;如果通过国有股和法人股转让取得股票来源,但国有股和法人股又不可入市流通,明显失去了期权激励的作用。

(2) 股票的流通问题。在股票期权激励方式下,经营者通过转让执行期权所得股票从而获取价差收入,但是我国《公司法》和《证券法》都规定上市公司高级管理人员所持有的公司股票在其任职期间不得转让。股票期权的行权价格一般根据市价确定,而股票市价又频繁变动,经营者在获得股票后只要继续任职就不可转让,这样经营者就会承担太大的市场风险,从而降低了股票期权计划的吸引力。

(3) 由股票期权引起的公司注册变更问题、公司税务和个人所得税问题以及公司会计问题,在我国目前还是空白。

二、对我国上市公司建立股票期权制度的对策分析

从改善公司经营管理、提高竞争能力出发,实行经营者长期激励制度确有必要。但是,股票期权制度是一种以产权制度为基础的激励机制,其激励作用的发挥要通过健全的公司治理结构来保障;同时,股票期权作为一种衍生金融工具,它还受到资本市场、职业经理人市场和监管体制等诸多外部环境的制约。根据本文上述的分析,在目前情况下,我国还不具有在所有上市公司全面推广股票期权制度的客观环境,也不是每一家上市公司都具备了实施股票期权制度的充分条件。笔者认为,现实的选择是分两步走,先规范试点、总结经验,然后分类推广、逐步实施。

1. 有选择地进行股票期权制度的试点工作

为了减少引进股票期权制度的风险,我们可以首先选择一些大体具备条件的上市公司进行股票期权制度的试点工作,总结经验,然后逐步推广,从而使股票期权制度由点到线、有线及面地逐步发展起来。进行试点的上市公司应该具备以下条件:产权明晰,股权结构比较合理;公司治理比较健全;上市交易的证券市场比较有效;最好是处于发展阶段的高科技企业,国家垄断行业不宜实施股票期权制度。

在试点过程中,我们要着重探索以下几个技术性的难题:

(1)期权的授予主体。经营者是期权的授予对象,不能同时担任期权的授予主体。股票期权计划的设计和实施应由一个比较独立的、不受经营者控制的薪酬委员会来负责,该委员会主要由外部董事组成,能够客观、独立地评价经营者的业绩,能够比较公正地确定经营者的薪酬水平。薪酬委员会在设计股票期权计划的过程中,应确保股票期权具体条款符合股东的利益,不会使表现不佳的经营者也受到奖励;薪酬委员会要做好股票期权信息披露工作,确保整个计划的公正、公平、公开。

(2)股票的来源。一方面要允许上市公司通过预留和回购股票解决股票的来源问题,另一方面要大胆探索利用存量股(主要是国有股和法人股)转移的方法为期权计划提供股票来源。目前,可以考虑将部分国有股或法人股转为流通股,作为实施股票期权计划的股票来源,这样既建立了股票期权激励制度,又可以逐步解决国有股减持和流通的问题,优化上市公司的股权结构。通过股票期权的方式来实现国有股减持,这是一个循序渐进的过程,也不会给证券市场带来太大的冲击。

(3)行权价格的确定。行权价格是股票期权制度的核心,如果价格过低,经营者不努力即可获益,起不到应有的激励作用;价格过高,一方面可能会降低经营者对期权激励的积极性,另一方面会诱使经营者为了追求自身利益而使公司面临过大的风险。根据国外的经验,行权价格不能低于期权授予日股票的公平市场价格,这一点对我国上市公司应该很有借鉴意义。鉴于我国股票市场正处于快速的成长期,股价有较大的波动,为了避免由于股票市场的因素给经营者带来过大不确定的收入或损失,可以考虑将行权价格指数化,这个指数可以是整个股票市场指数,也可以是该上市公司所在的行业指数或地区指数。比如期权授予日的股票指数为 I_0 ,行权价格为 P_0 ;期权执行日的股票指数为 I_1 ,则指数化的行权价格为 $P_0 \times I_1 / I_0$ 。

(4)期权数量的确定。对公司经营者或高级管理人员应该授予多少数量的股票期权,涉及到如何合理地评价经营者的业绩和实行多大比例的激励问题,这应该由独立的薪酬委员会来专门负责。首先应该根据公司发展前景和股份结构合理决定授予期权的总数量;然后根据经营者或高级管理人员职位的高低、业绩表现和工作的重要性、在公司的工作年限、公司的其他福利待遇等方面情况决定授予期权的数量。当然这是一个非常复杂且技术性很强的工作,设计合理与否直接影响到股票期权激励的效果。

在试点过程中,我们既要学习股票期权制度的一般规律,积极探索股票期权制度在社会主义市场经济体制下的特殊规律;又要认真总结经验,吸取教训,提高认识,规范操作,为股票期权制度的

推广奠定基础。

2. 分类逐步推广股票期权制度。

在规范试点的同时,要积极做好实行股票期权制度的准备工作,进一步健全公司治理结构,规范上市公司的经营行为;以强化信息披露、限制内部交易为中心,加快资本市场的建设;发展经理人市场,加快社会招聘、竞争上岗的改革步伐,建立与市场化的薪酬体系相适应的经营者人事制度;支持投资银行、信托公司、管理咨询、律师、会计师等中介机构发展有关股票期权的服务业务,并明确其责任。在经验积累和客观环境进一步完善的情况下,政府对相关的法律、法规进行完善,提供引入股票期权的制度条件;公司股东会和董事会根据公司的具体情况,决定是否以及如何建立股票期权制度;证券监管部门监管公司的市场行为和信息披露制度,保护中小股东的利益;中介机构为公司设计和执行股票期权制度提供服务,并承担相应的法律责任。

目前我国的上市公司已经具有了相当的规模,但不同公司的自身条件和面临的市场环境都不一样。为了防范风险,在规范试点的基础上,总结经验,根据不同公司的情况,分类逐步推广股票期权制度的实行。我们有许多公司已经在境外上市,这些公司的治理结构比较健全,当地资本市场的监管比较规范,基本具备了实行股票期权制度的条件。只要符合上市国家或地区的法规和监管要求,在股东会和董事会批准后,这些公司就可以实行股票期权制度。境内上市公司实行股票期权制度,应由证券监管部门规定一定的条件,比如:公司治理结构比较健全;董事会通过市场机制选拔经营者;董事会内设主要由独立董事组成的薪酬委员会和审计委员会,负责公司董事和经营者等高层人士的薪酬决定及财务审计;建立了包括股票期权在内的全面的信息公开制度;最近几年在资本市场上无违规行为等。为了促进拟上市的科技型创业公司的发展,若公司基本具备了境内上市公司类似的条件,也可以实行股票期权制度,但必须解决好股票期权方案在上市前后的衔接工作。□

(责任编辑:晓 寒)

参考文献:

1. 刘园、李志群. 股票期权制度分析. 对外经贸大学出版社. 2002 年
2. 叶旭全. 股票期权制度理论与实务指南. 企业管理出版社. 2000 年
3. 陈清泰、吴敬链. 股票期权激励制度法规政策研究报告. 中国财政经济出版社. 2001 年

(上接第 45 页)

1. 加快能源领域的市场化改革。过去 20 年的经验表明,经济体制改革所释放出来的能量,对以较低的能源增长支持较高的经济发展发挥了十分重要的作用,未来 20 年必须深化体制改革,特别是着重解决能源领域市场化改革相对滞后的问题,进一步发挥体制效应,实现经济、社会、能源的可持续发展目标。改革的主要内容包括:改革政府的能源管理体制;改革行政审批制度,切实转变政府职能;改革现行不适应的能源价格形成机制和价格管制方式;深化国有能源企业的改革。

2. 优化产业结构和产品结构。进一步降低高耗能的第二产业的比重,而提升第一产业、特别是第三产业的比重。进一步调整冶金、有色、化工、建材等能源密集型行业的比重,提高电子及通信设备制造等低能耗、高附加值的比重;实现产品结构和技术结构的升级。

3. 能源结构多元化。逐步降低煤炭消费比例,加速发展天然气,依靠国内外资源满足国内市场对石油、天然气的基本需求,积极发展水电、核电和可再生能源,初步形成结构多元的局面,使得优质能源的比例明显提高。□

(责任编辑:冷 观)

参考文献:

1. 参见王树茂、周凤起. 经济增长和节能的若干宏观指标. 中国能源. 1992 年第四期
2. 周总瑛、张抗、周庆凡. 中国能源消费特征与发展战略分析. 资源产业[J]. 2001, (5)
3. 周建. 中国 GDP 及其增速可信度的小样本因果关系分析. 河北经贸大学学报[J]. 2002, (5)
4. 马克. 中国经济在“崩溃”还是在成长. 价格与市场[J]. 2002, (8)
5. 史丹. 中国是如何以较低的能源消费实现高速经济增长的. 中国能源[J] 2002, (11)