

# 引入股票期权制度 重塑长期激励机制

顾慧慧, 张文璋

(厦门大学, 厦门 361005)

国有企业活力不足, 是一个长期困扰我们的老大难问题。改革开放以来, 国家在增强企业活力方面采取了一系列改革措施, 但收效不大, 国有企业改革还远远没有实现实质性的突破。放权让利制度下的“放乱治死”困境、承包制中的短期行为和国有资产流失、股份制试点的变味等等, 不能不让人再一次思考国有企业改革的难点究竟在哪里。笔者认为, 国有企业改革的困境在于委托人激励机制的失灵, 我们应借鉴国外先进的管理经验, 引入股票期权这一行之有效的长期激励报酬制度, 进一步深化国有企业改革, 切实增强国有企业的活力。

## 一、股票期权的概念和作用

### 1. 股票期权的概念

一般意义上的股票期权 (stock option), 是指其持有者有权在某一特定时间以某一特定的价格购买或出售标的资产——股票。我们这里所要讨论的股票期权则具有特殊的含义, 它指的是企业资产所有

者 (即委托人) 对经营者 (即代理人) 实行的一种长期激励的报酬制度。它赋予经理人员一个权利, 即可以在一定的时间 (执行日) 以事先约定的价格 (执行价格) 购买一定数量的公司股票。当在股票期权的行使期限内股票的市场价格超过其执行价格 (即股票价格上涨) 时, 拥有该项权利的公司高层管理人员通过行使这一权利取得股票, 从而获得该股票市场价格与执行价格之间的差额; 反之, 如果现在行使公司股票期权不能获利, 持有者可暂时不行使这一权利。由此可见, 我们所要讨论的股票期权制度实际上是一种看涨期权, 持有人的股票期权是记名且不可转让的, 股票期权的履约可以是一次性的, 也可以是分期多次进行的。

股票期权制度源于美国。自 20 世纪 80 年代起至今, 美国大多数公司都实行了这种制度。据资料显示, 在 1996 年《财富》杂志评出的全球企业 500 强中, 89% 的公司已在其高层管理人员中实行了这种制度。同时, 股票期权数量在公司总股本中所占的比例也在逐年上升, 总体达到 10%, 有些计算机

[收稿日期] 2000-02-07

[作者简介] 顾慧慧 (1975-), 女, 江苏常州人, 厦门大学会计系 98 级硕士研究生;  
张文璋 (1973-), 男, 福建安溪人, 厦门大学计统系 99 级博士研究生。

公司则高达16%。1996年以后,这一比例仍在上升,而且范围也迅速扩大到中小型公司。据统计,1998年美国高层管理人员薪酬结构中,基本工资占36%,奖金占15%,股票期权占38%,其他收入占11%。由此可见,在美国高层管理人员的收入中,来源于行使股票期权的收入所占的比重已跃居首位。

## 2. 股票期权的作用

为了更好地说明股票期权作为一种长期激励报酬制度的作用,让我们先引入西方经济学中的主流派理论:委托—代理理论。该理论是由密西尔·詹森(Micheal Jensen)和威廉姆·麦克林(William H. Meekling)在1976年发表的论文《企业理论:管理行为、代理成本及其所有结构》中首次提出的。委托—代理理论就其实质而言仍是一种契约理论,其基本内容就是规定某一当事人(委托人)聘用另一当事人(代理人)完成某项工作时的委托—代理关系的成立,以及代理人为了委托人的利益应采取何种行动,委托人应相应地向代理人支付何种报酬,即通过委托人和代理人共同认可的契约(聘用合同)来确定他们各自的权利和责任。其要点就是委托人为实现自己的设计目标,如何通过一套激励机制即报酬与劳动相关的原则,使代理人与委托人的利益尽可能地趋于一致,从而利用代理人的某种优势来弥补委托人的某些不足,以促使代理人会像为自己工作一样去采取行动,最大限度地增进委托人的利益。

我们知道,在现实生活中,由于委托人与代理人各自特殊的利益主体地位,决定了两者目标的不一致性;同时,又由于代理人比委托人更直接、更广泛地掌握着大量信息,导致了信息不对称,于是就出现了代理人的两种行为倾向:道德风险和逆向选择。为了防止或尽量减少代理人以牺牲委托人的利益实现自己的最优福利,在委托—代理关系中就需要有关激励约束的特别规定,以最大限度地缩小委托人和代理人之间的利益分歧。这其中,股票期

权作为一种长期激励的报酬制度,虽然还不能尽善尽美,但有着其特殊的优势作用。

(1) 股票期权能使委托人和代理人的目标达到最大程度的一致。股票期权能对公司经理人员特别是高层管理人员产生极大的激励作用,充分调动其积极性,从而促使公司价值和股东价值的增大。公司要生存发展下去,就必须提高自身的价值和股东的价值,为此,也就必须提高公司的长期竞争能力和获利能力,力争以最少的资本投入获取最大的经济效益。由于公司经济效益的好坏直接关系到高层管理人员能否通过行使公司股票期权获得股票市场价格与执行价格之间的差额,因此,公司高层管理人员会尽最大的努力去力争提高公司的长期竞争能力和获利能力,追求公司长期经济效益的最大化。换言之,股票期权能成为公司高层管理人员提高公司价值和股东价值的强大动力,使委托人和代理人的目标达到最大程度的一致。

在欧洲,瑞士的雀巢公司是最早引进股票期权奖励方式的企业之一,该公司在20世纪90年代初就开始实行这一制度。董事长马赫认为,欧洲与美国最大的差别就在于激励高层管理人员长期效劳的力度不够,欧洲总裁以往的所做与所得不符,收入结构不合理,主要是固定工资部分过大,不利于激励企业总裁努力工作,反而会给企业发展带来负面影响。因此,雀巢公司从1983年起在瑞士率先建立奖金制度,1991年又引进了股票期权奖励制度。雀巢公司发给高层管理人员的奖金大体分为两个部分,一半为固定奖金;另一半又分为两份,一份是根据公司盈利情况而发的奖金,一份就是股票期权。

(2) 股票期权能减轻公司日常支付现金的负担,节省大量营运资金,有利于公司的财务运作。对于成立不久的企业以及还处于成长过程中的中小型企业来说,不可能支付给高层管理人员很高的工资和

## 二、我国股票期权制度的实践与思考

### 1. 我国上市公司经理人薪酬制度的改革实践

目前,中国大部分上市公司实行的是以工资、奖金为主体的传统薪酬制度,薪酬结构单一;同时,固定年薪支付方式使上市公司经理人年薪收入与公司当年经营业绩基本处于脱离状态,并存在平均现象。因此,中国理论界、实业界及管理层都对经理人薪酬制度给予高度重视,并在积极探索适应现代市场经济和现代企业制度的经理人员奖惩办法。上市公司经理人薪酬制度的改革将是中国深化企业改革的重要内容。据《瞭望》周刊报道,目前改革的重点就是引入经理股票期权制度,重塑长期激励机制,从而提高公司的综合素质。另一方面则是矫正工资、奖金收入的平均分配体制,将经理人的收入与个人的努力程度及对公司业绩的贡献挂钩,从而增加企业家的动力。同时,企业家权益的中长期化,能使企业家与企业融为一体,减少“不敢拿,但敢花”以及“59岁现象”等国有企业中的顽疾,消除经营者行为的短期化。

1999年,武汉市以股票的形式兑现6家企业法定代表人年薪的做法引起了全国的关注。据了解,武汉市企业法人的年薪由基薪收入、风险收入、特别年薪奖励等组成。其中风险收入根据企业净利润的情况核定,30%以现金兑现,其余70%转化为股票期权,由国有资产经营公司在股票二级市场上按该企业年报公布后一个月的股票平均价,用企业法定代表人的70%的风险收入购入该企业的股票,同时由企业法定代表人与国有资产经营公司签订股票托管协议,期权股票到期前,这部分股票的表决权由国有资产经营公司行使,且股票不能上市流通,但企业法定代表人享有期权股票分红、增配股的权利。该年度购入的股票在第二年国有资产经营公司下达

奖金。但是,公司可能通过给予高层管理人员本公司的股票期权来代替实际的现金支出,使他们在将来通过行使这一权利来获取数额较大的报酬。而且,这一高水平的报酬是通过资本市场来实现的,公司一点净现金流出都没有。所以,通过股票期权,公司便可以把节省下来的资金投入生产过程中去,从而提高公司的竞争能力。

正因为如此,迪斯尼公司总裁艾斯纳从不会为拖欠工资而操心,因为迪斯尼公司董事会给他的股票期权已经使他在1998年就有了5亿美元的进账,而迪斯尼公司自身也不会为此伤筋动骨,因为钱都是从资本市场上去拿,公司一点净现金流出都没有。

(3) 股票期权能避免公司人才流失,并能为公司吸引更多的优秀人才。知识经济时代,公司的竞争就是人才的竞争,人才流失将是一个公司最大的资产流失。股票期权通过长期报酬的形式,将优秀人才的利益与公司自身的利益紧紧地捆在一起,不但能避免人才流失,而且还能吸引更多的人才流入。随着经济活动的国际化,从国际人才市场上引进优秀人才将成为公司竞争战略中一个不可缺少的组成部分,每个上市公司都不可能再漠视这种世界潮流的冲击。

近期,许多新兴的美国网络公司纷纷四处搜寻高层管理人士。1996年6月,百事可乐公司同某公司高级管理人士约瑟夫·加利达成意向,准备让其出任百事可乐北美地区一个部门的负责人。但在6月24日加利与百事可乐公司的高层进行接触并商谈有关计划之后的几个小时,加利的律师突然通知百事可乐公司说,加利决定改变初衷,转而出任网上书店——亚马逊公司的总裁。原来,亚马逊公司为争夺加利付出了高昂的代价:150万股左右的股票期权并吸收他担任董事会成员。这是近期美国上市公司利用股票期权吸引高级人才的一个典型例子。

业绩评定书后的一个月內，返还上年度风险收入总额的30%给法定代表人，第三年以同样方式再返还30%，剩余的10%累积留存。经返还的股票，企业法定代表人拥有完全所有权，他可以将其变现或以股票形式继续持有。

其实，国内实施股票期权最早的要数深圳万科，万科在1993年为使员工股份计划的操作更加规范，特聘请香港专业律师协助起草并制定了严密规范的《职员股份计划规则》。无独有偶，拥有上海金陵、自仪股份等四家上市公司的上海仪电控股集团，从1997年起也开始尝试“股票期权计划”，目前进展颇为顺利。此前，泰达股份、绍兴百大等公司也曾就股权激励计划发布公告。从种种情况来看，股权激励机制正在受到上市公司越来越多的关注，不少上市公司已经开始了这方面的探索和实践，1999年初，上海在工业系统发起了“经营者革命”，试行股票期权激励制度。上海市国有资产管理部认为股票期权奖励只要规范、有效，就可以推广，并表示今后将有望在上海国有企业系统中进一步推行。

## 2 对我国股票期权制度的思考

虽然我国已引入经理股票期权薪酬制度，以改进各地上市公司经理人的激励机制，并在上海、南京、武汉、深圳等地开始试点，但是，目前实行的期权奖励还不能等同于国外严格意义上的股票期权。因为，实行规范的股票期权制度需要有完善的资本市场、健全的企业家市场、良好的融资条件和个人信用等条件，以中国目前的状况，实行这种制度显然还不十分成熟。

(1) 我国实行股票期权制度还存在一些技术问题有待解决。股票从哪里来？实行期权，首要的一条是上市公司可以根据期权计划随时应管理人员的要求以约定价格向其出售公司的股票，这就要求上市公司库存一定数量的股票或者可以随时增发或回购，而这两者恰恰存在着法律障碍和监管障碍。于

是就出现了诸如泰达股份那样的模式，股份公司将现金奖励变为流通股奖励发放给管理层，这是一种在现实政策环境下不得已的权衡，它恰恰暴露了目前国内在引进各种创新制度时的尴尬处境，我们只能打政策的擦边球。

(2) 股票期权制度的实施不仅仅有《公司法》、《证券法》方面的限制，它还需要诸如税务、证券监管部门的配合。比如税法，对执行股票期权的所得如何征税，有无税收优惠等等，国内税法并无明确的规定。而且，如果有一天股票期权制度开始实行了，随之而来的监管问题又将开始困扰我们，比如对期权计划的时限、获受人条件、赠与条件与数量、期权变更和丧失等方面的明确规定，以及防范经理人员操纵信息披露和制造概念以不正当获利等。如果只能由中介机构或上市公司在方案设计中来代替国家立法，这终究不是长久之计。

(3) 实行股票期权制度，还有一个观念问题。别的不说，老总们就有疑虑。樱桃好吃果难摘，谁都想伸手去摘，可谁第一个来伸手呢？这是考验老总们的胆量与气魄的时候了。

首先要面对的是一个收入差距的突然拉大。尽管以前我们的收入也分为三六九等，但还从来没有过这么一天老总和副总相差十万八千里，骨干员工和一般员工有了天壤之别。暂且不管别人怎么想，恐怕这些既得利益者的心里就很不安宁。一方面觉得这是自己的贡献所得，理应心安；另一方面，长久的积习和社会氛围又使得他们有点惴惴，能这么拿吗？能拿这么多吗？1999年初，武汉市国有资产经营公司兑现1997年度下属企业法人代表的年薪时，就曾有两位法人代表将自己应得的年薪仍然放在公司账上，担心职工心理承受能力恐怕就是原因之一。而且，在我们这样一个平均主义盛行的国家，股票期权能是其中的幸运儿？我们曾经目睹了许多革命性的创新最后都很中国化了。股东和管理者的关系

处好了,可是不同能力管理者之间的关系又怎么处?博弈的结果可能就是股票期权成了一种普遍福利型的奖金制度

其次,老总们的收入显性化了。尽管以前显性收入不高,但还有其他的隐性收入来源,所以可以做到“工资基本不用”,而旁人也认为理所当然,算是对较低的显性收入的一种补偿。然而现在,收入一下子提高了,还能像以前一样安心地享用各种隐性收入吗?倘若奖励的力度不够,岂不明升暗降了?再说中国的股市风云变幻,不确定因素很多,许多事情难以预料,股票期权未必能带来显性收入的相应增加。

(4) 股票期权制度顺利实施的又一大障碍是许多上市公司的老总其实是上级主管部门委派的行政官员。股票期权实质是通过市场来为经理人员定价并由市场付酬,通过这样的市场机制促进经理人员的流动并实现资源的合理配置。但是在我们这样一个经理人员市场缺乏的国度,经理人员的流动更多的是因为行政性的调动而不是听从市场召唤,股票期权的有效性恐怕要大打折扣了。而且由于户籍制度等制约条件的存在,人才市场的流动性也同样令人担忧。所有这些问题都使得上市公司对股票期权虽然心痒不已,却又裹足不前。

然而,问题的存在并不可怕,因为在我们试图引入任何新生事物时,都会存在许多必须事先解决的问题,股票期权也不例外。重要的是我们应认识到问题的关键所在,并努力去解决它。对于股票期

权制度,我们应进一步完善资本市场,加快建设企业家市场,同时健全相关的法律法规以及配套规章制度,尽快为股票期权制度的顺利实行创造良好的运作环境。因为,一方面,实行股票期权制度是增强国有企业活力、深化国有企业改革的重要内容;另一方面,随着我国“入世”步伐的加快,它更是我们不能漠视的一股世界潮流。1999年8月,位于厦门的戴尔公司中国分公司的每一位员工大约得到了200股美国戴尔公司的股票期权,3个月后,该公司股票价格上涨了50美元,从而使每一位雇员获得了大约1万美元的账面收益。尽管很多中国人还没有明白什么是股票期权,但他们已经意识到只要努力工作,每个人都会在不久的将来拥有一笔不小的财富。戴尔公司中国分公司负责人相信,股票期权将会对员工产生极大的激励作用,并将为公司引来更多的人才。中国的上市公司不可能再漠视这种世界潮流的冲击。如果我们还保持原先那种落后的薪酬制,我们留下的人才将越来越少,而我们的上市公司距世界企业500强也将越来越远。因此,尽管还存在诸多障碍有待清除,尽管还存在许多问题有待解决,但我们要看到,已经有一些上市公司开始行动了,上海、南京、武汉、深圳等地也已经开始进行试点。认识到这种尝试巨大意义的人们热血沸腾,而能够率先拥有股票期权的公司也将成为21世纪顶尖人才追逐的对象。就像当年能率先获得资本市场入场券的上市公司一样,拥有人才入场券的上市公司,必将成为行业的领先者。

#### 参考文献

[1] 陈郁. 所有权、控制权与激励 [C]. 上海: 上海人民出版社, 1998.

(责任编辑: 王碧峰)