

## 【现代企业研究】

## 我国现阶段经营者股票期权制度的适用性分析

马 玲

(西北大学 经济管理学院, 陕西 西安 710069)

**摘 要:**经营者股票期权制度是西方企业最为流行的股权激励制度,在我国现代企业制度没有完全建立、企业治理结构尚未健全、证券市场的缺陷没有改善的情况下,不便于大规模推行经营者股票期权制度,可以根据企业改革和证券资本市场改善的状况来逐步推进股票期权制度。当前我国适于实施经营者股票期权制度的企业应当是上市的、公司治理结构健全的民营企业。

**关键词:**经营者股票期权;公司治理结构;证券市场

**中图分类号:**F271 **文献标识码:**A **文章编号:**1000-2731(2003)02-0047-04

经营者股票期权制度是西方企业最为流行的对经理人的激励制度,自1952年美国辉瑞制药公司推出第一个股票期权计划以来,愈来愈多的企业开始引入股票期权制度[1]。当经营者股票期权制度在西方大行其道时,我国经济学界及企业界注意到了这个新生事物,并且积极探索将这一制度移植到我国。在本文中,笔者在分析西方经营者股票期权制度的基础上,来分析这一制度在中国的适用性。

### 一、经营者股票期权制度产生的 理论背景及其作用分析

经营者股票期权是指将股票期权引入到企业机制中用以对高级管理人员及重要雇员进行激励、约束的一种制度安排。这种制度安排的具体内容就是公司给予自己的高级管理人员及重要雇员一种购买本公司股票的选择权,持有这种权利的人员可以在规定的时期内以行权价格(即股票期权合约的约定价格)购买一定数量的该公司股票,并有权在一定时期后将所购买的股票在市场上出售[2]。

经营者股票期权制度产生的理论基础是人力资本产权理论与委托—代理理论。人力资本产权理论认为,现代企业是财务资本和经理知识资本这两种资本及其所有权之间的复杂和约,企业里的人力资本保证了企业的非人力资本的保值、增值和扩张。所

以在现代企业里人力资本的作用越来越重要,可以说已经上升到与财务资本同样重要的地位[2]。委托—代理理论认为,企业中的重要人力资本——经理人员与企业股东是委托—代理关系,企业经理人员是企业股东的代理人和受托者,受委托者(企业股东)的委托来经营管理企业。委托者和受托者之间存在给定契约不完备、信息不对称等问题。由于给定契约不完备,企业家的积极进取精神成为决定企业经营成败最关键、最重要的因素。在固定支薪制度下,企业经营的成败与经理人员的收益之间表现出弱相关性,因此,企业家的积极进取精神不会自发形成,相反,这种弱相关性还会诱导出因信息不对称而产生的道德风险——机会主义行为[2]。机会主义是指运用诡计来寻求个人利益,包括逃避责任、欺诈以及其他非最优行为。公司的经理人员的重要职责就是要对公司的经营管理以及战略发展问题进行决策,如公司并购、公司重组以及长期投资等,由于机会主义的存在,公司的经理人员在做这些决策时就有可能从自身利益出发而不惜损害公司利益。在经营者股票期权制度安排出现之前,出于对个人收益率的考虑,经理人员可能会倾向于放弃那些短期内会给公司财务状况带来不利影响却有利于公司长期发展的计划,既然这种计划不利于企业的长期发展,也就是说不利于企业价值的提高,这样就必然损害了股

收稿日期:2002-12-29

作者简介:马 玲(1975-),女,陕西宝鸡人,西北大学经济管理学院硕士研究生。

东的利益。为了解决这些问题,企业必须调整激励制度的安排。企业经理人员与企业股东有着不同的目标函数,正是由于不同的目标函数才使得企业经理人员的行为有可能背离企业股东的要求,与企业的长期发展目标相背离。一个好的激励机制,能够解决委托—代理问题的激励机制应当是将企业经理人员与企业股东的目标函数尽可能的一致化,而经营者股票期权就正好达到了这个要求,它使得企业经理人员的机会主义行为所带来的利益小于遵守激励契约所获得的利益,迫使企业经理人员在经营管理过程中放弃寻求机会主义。从一般意义而言,经营者股票期权制度的作用表现在:

1. 经营者股票期权制度可以缓解委托—代理关系中存在的道德风险及逆向选择问题。道德风险和逆向选择指在信息不对称的条件下代理方可能会出于自身利益的考虑,而损害委托方的利益。经营者股票期权制度这种新型的激励机制,通过赋予经理人员参与企业剩余资产索取权,将企业经理人员的利益与企业所有者的利益“捆绑”在一起,把对经营者的外部激励与约束变成经营者的自我激励与约束,鼓励他们更多地关注公司的长远发展,而不是仅仅将注意力集中在短期财务指标上[2]。因为经营者股票期权本质上是公司给予其经理人员的报酬,该报酬能否取得完全取决于经理人员能否通过努力实现公司的价值最大化。当被赋予股票期权的企业经理人员通过自己的努力增加了企业的收益后,该企业的股票价格就会上扬,因为股票交易价格的高低反映了该股票内在价值的高低,而股票的内在价值又是由公司的未来收益所决定的。当企业股票价格超过股票期权的行权价格时,持有股票期权的经营者通过行权便可获得现金收益。通过经营者股票期权所取得的获利源于证券资本市场,只有在较长时间内使企业股票价格在证券资本市场上持续上扬,行权才会有可观的收益。经营者股票期权使经理人的未来收益与企业的长远发展具有较强的正相关性,而且是长期的正相关,代理人的利益和委托人的利益紧密地联系在一起,期权持有人为了获得最大的个人利益,就必须努力经营,选择有利于企业长期发展的经营战略、创造良好的经营业绩,使公司股价在有效的资本市场里持续上扬,实现企业价值最大化,最终实现委托者(股东)与代理人(企业经理人员)“双赢”的目标[2]。

2. 股票期权制度可以降低公司运作中的成本损失。一方面,经营者股票期权能减轻公司日常支付现

金负担方面的成本损失,节省大量营运资金,有利于公司财务运作。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者很高的工资和奖金。但是,公司可以通过给予高层管理者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,提高公司竞争能力[3]。另一方面,经营者股票期权制度能减少公司人才流失方面的成本损失,并能为公司吸引更多的优秀人才。随着知识经济的到来,人力资本在公司中的作用日益突出、重要,今后公司在竞争中能否获胜,在相当程度上将取决于能否争夺到更多的人才。经营者股票期权制度将通过长期报酬的形式,将优秀人才的利益与公司的利益紧紧地捆在一起,不但能避免人才流失,减少由于人员流失而带来的损失,而且还能吸引更多的人才流入[3]。

## 二、经营者股票期权制度实施的条件及其在中国实施的困难分析

经营者股票期权制度并非在任何经济环境下都可建立起来,它只有在适于自己的土壤上才能生根发芽、茁壮成长。一般来看,经营者股票期权制度实施的条件有:(1)有效的资本市场是经营者股票期权制度发挥作用的前提。有效资本市场指的就是资本市场的价格的动态在某种程度上反映了与之相关的信息的一种市场。有效资本市场说的主要倡导者K. 弗兰斯指出:因为资本市场上各种证券的价格能充分反映所有可能获得的信息,且价格信号又是资本市场中资本有效配置的内在机制,所以“一个有序的资本市场会迅速准确地把资本导向收益最高的企业”[4]。股票期权制度的一个假设条件就是资本市场是有效的,因为只有在有效的资本市场上,一个公司的股票交易价格才能正确反映出该公司的盈利水平,从而反映出该公司经理人员的经营管理水平。经营管理好的公司,盈利水平较高,通过证券资本市场的价格信号传递功能,市场上的投资者购买该股票的人就会较多,该股票价格自然就上涨。经营管理差的公司,情况正好相反。因此,企业盈利水平的高低可以通过证券资本市场的价格得到充分体现。而这正反映了公司经理人员管理能力所在,也正是实施经营者股票期权激励机制的依据。(2)健全的监督机

制是经营者股票期权制度得以运行的保障。经营者股票期权制度直接地把经理人员利益和企业利益联系起来,但同时它也把经理人员利益与股价上涨联系在一起,在上市公司实行股票期权激励,就可能刺激经理人员不顾一切代价追求股票价格在短期内的上涨,使股价与公司业绩相背离,造成股票价格失真,加之经理人员作为“内部人”,对本企业比其他人掌握更多的信息,他们可能利用这些信息从事“内线交易”,为自己谋利,从而产生与企业长期发展目标不一致的行为。而且,有时经理人员为了刺激股价上涨可能采用编造虚假财务信息的手段,向公众发布虚假信息以达到为自己谋利的目的。因此,健全的内外监督机制才能有效地防止经理人员发生道德风险,保证经营者股票期权制度不走歪路。

经营者股票期权制度是对经营者能有效激励的一项制度安排,但是这种制度在我国现阶段缺乏其实施的条件。从经营者股票期权制度实施条件来看,目前,我国引进和实施经营者股票期权制度还存在以下困难:

1. 缺乏相应的法律、法规及政策的支持与保护。我国的法律、法规还没有确立实施股票期权的地位,有些行政法规甚至与之相抵触。经营者股票期权制度中一个关键问题就是股票的来源。从国际惯例来看,股票期权计划中的股票主要是通过发行时预留股票和回购本公司股票来实现,但在我国这两个渠道都不通[5]。在我国目前的政策中尚无明确规定,允许上市公司在首次公开发行及增发的股票中预留股份,以实施经营者股票期权计划。同时我国《公司法》第149条明确规定:“公司不得收购本公司的股票”,这就使得公司缺乏必要的股票来源以实施股票期权计划。在美国,政府为了支持股票期权制度的实施,在税收上给予实施股票期权计划的企业和个人都给予了税收上的支持,如美国1986年修订了国内税务法,明确规定:公司授予高级管理人员股票期权时,公司与个人都不需要付税。但在我国尚无税收优惠政策支持经营者股票期权制度[6]。

2. 我国证券市场尚未成熟,仍处于发育不全阶段。发育健全、完善的证券市场是经营者股票期权制度得以运行的基本保障。有人曾对我国证券资本市场的有效性用回归分析方法进行了检验,结论是我国证券资本市场与弱式有效市场还有一段距离,但基本具备了弱式有效市场的特征,可以说是处于准弱式有效市场。我国证券资本市场处于准弱式有效市场,意味着我国证券资本市场价格信号的传递功

能还相对较弱,股票价格失真现象比较严重,并不能完全反映上市公司的经营状况和企业家的经营能力。在我国证券资本市场处于准弱式有效市场的情况下,上市公司业绩好坏,股价高低更多的是出自经营人员无法控制的因素[7]。因此,公司盈利水平低或股价低迷,并不能表明公司经营不善或企业家没有能力;同样,公司盈利水平高或股价高涨,也并不能表明公司经营得好或企业家能力强。众多的事实表明,我国证券资本市场上机构勾结,虚假信息,内幕交易,关联交易,操纵股价的现象严重,证券资本市场上的股票价格存在一定的失真。

3. 我国企业内部治理机制还不健全,法人治理结构欠规范。与西方发达国家不同的是,我国国有企业的制度缺陷更为特殊和复杂,国有产权层层代理、虚置,所有者代表有着行政性、多层次、多头管理三大特征,各利益主体不明晰[5]。在我国公司中,国有股和法人股占控股地位,股东大会基本上是由大股东控制,强烈地体现着大股东的意愿;董事会的成员也基本上是由国有股的股东提出候选人担任,除少数公司外,普遍缺乏独立董事,因而董事会也代表着大股东的利益;监事会也往往形同虚设,因为一部分监事也是由大股东推荐的,虽有少数职工代表参加仍需服从公司经理的领导。于是,在这样的公司治理结构中,缺乏必要的制衡监督作用,如果推行经营者股票期权制度,极有可能会出现大股东与高管人员为了私利而联合侵犯中小投资者的权益,甚至导致国有资产的安全受到威胁。

### 三、分析的结论及政策建议

1. 依据企业改革与资本市场发育状况来逐步实施股票期权制度。通过以上的分析,可以得知在我国现代企业制度没有完全建立、企业治理结构尚未健全、证券市场的缺陷没有改善的情况下,不便于大规模推行经营者股票期权制度,我们可以根据企业改革和证券资本市场发展的状况来逐步推进股票期权制度。

2. 以上市企业和公司治理结构健全的民营企业为主体实施股票期权制度。当前适于实施经营者股票期权制度的企业应当是那些已上市的、公司治理结构健全的民营企业。原因是非上市企业的股权流动性差,如果实施经营者股票期权制度的话它的激励效果可能并不如意。国有企业与民营企业相比,经理人员的选任并未完全市场化,而是由政府主管部门任命,大多数国有企业改制公司后的总经理仍由

国家行政领导机关委任,具有很强的政治因素。

3. 加强股票期权制度的法律法规建设。股票期权制度的有效实施有赖于完善的政策体系与健全的法律法规。通过法律法规来规范股票期权制度的地位及其实施中的各种关系。在中国股票期权制度的实施过程中,要把完善的政策、健全法规放到重要的议事日程上来。

**参考文献:**

[1] 余颖. 股票期权激励效果的博弈分析[J]. 经济与管理研究, 2001, (2).  
 [2] 康均. 经营者股票期权的理论基础与环境建设[J]. 企

业经营与管理, 2001, (10).  
 [3] 凌智勇. 企业经营者激励与约束问题探讨——论股票期权之实施中的问题与建议[J]. 技术经济与管理研究, 2002, (2).  
 [4] K. French, Stock Returns and the Weekend Effect, Journal of Financial Economics. March, 1980.  
 [5] 刘丽华. 论股票期权制度在我国的现实意义[J]. 经济问题探索, 2002, (1).  
 [6] 杨娅婕. 略论我国目前推行股票期权制所遇到的若干困难[J]. 经济问题探索, 2002, (1).  
 [7] 季向宇. 论股票期权在我国的适用性[J]. 财贸经济, 2000, (4).

[责任编辑 卫玲]

**The Analysis on the Applicability of Executive Stock Options at Present China**  
 MA Ling

(School of Economics and Management, Northwest University, Xi'an 710069, China)

**Abstract:** Executive stock options is the most popular incentive system in western enterprises. But it isn't suitable for present China. The essay analyses the reason why executive stock options isn't suitable for present China. Finally, based on the analysis, several solutions have been put forward.

**Key words:** executive stock options; corporate governance; securities market

**我校获准《陕西 21 世纪初高等教育教学改革工程》立项项目**

项目名称	项目主持人
加入 WTO 新形势下新闻类专业的国际化人才培养方案与实践研究	王春泉
《唐诗研究》多媒体课件的开发研制	李浩
《大学语文》多媒体课件的研究与应用	吴宝玲
公共管理类专业国际化培养方案的研究与实践工程	任宗哲
生物化学教材建设及其 MCAI 课件的研制	申焯华
21 世纪微生物学实验教学新内容与新体系研究	刘建玲
构造地质学多媒体网络课程建设与现代教育技术理论研究	于在平
高等学校地球科学实践性教学体系改革与实践	周鼎武
陕西省普通高校名牌专业建设与测评体系研究	王建华
基于能力素质的考试方法改革与实践	李同升
西北高校师资队伍建设的研究与对策	王望弟

(薛 皓)