

经理人股票期权设计实证研究

柳尧杰,唐波

(同济大学,上海 200092)

摘要:以某一知名上市公司的经理人股票期权(ESO)计划实施为例,从微观的角度翔实地论述了 ESO 计划实施过程中应该注意的几个问题。

关键词:期权;设计;实证;研究

中图分类号:F272.91

文献标识码:A

文章编号:1001-7348(2005)06-0171-03

经理人股票期权(ESO)计划作为一种企业长期激励措施,此前曾被国内学者广泛研究,但综观业界研究成果,更多是基于宏观方面的探讨。本文主要以 XXX 公司为例,从微观的角度对实施 ESO 计划时需要着重考虑的设计原则、权数比例设计、行权等方面进行了分析。

1 ESO 计划的设计原则

在进行 ESO 计划设计过程中,必须体现以下几项原则:①规范运作与因地制宜相结合;②激励与约束相结合;③出资者利益和经营者利益相结合;④经营者的责任和权利相结合;⑤经营者短期利益与相关配套制度改革相结合;⑥大胆探索和稳妥操作相结合。

2 实行 ESO 计划的组织保障

对于国内公司来讲,实行股票期权计划应该得到股东大会的批准,股东大会是股票期权计划的最高权力机构,公司设立薪酬委员会对股票期权计划进行管理监督。

目前,XXX 公司已在董事会下设立薪酬委员会,并授权编制公司员工股权和 ESO 计划。公司薪酬委员会由 5 名董事、监事组成,董事长任薪酬委员会召集人。

笔者认为,由于董事、监事大多数是经营层成员,而且也是 ESO 计划的受益人,由

其作为薪酬委员会成员并不合适,本着独立客观的原则,薪酬委员会直接向股东大会负责更为适宜,且其成员报酬方式采取类似独立董事的报酬方式。如果薪酬委员会确有必要向董事会负责,必须引进独立董事制度,薪酬委员会成员有 1~3 位独立董事。独立董事对非独立董事的股票期权受益方案有一票否决权。

此外,在设立薪酬委员会之后,为了确保 ESO 计划的顺利实施,薪酬委员会设立独立法人的员工持股会。

3 ESO 计划的受益人

股票期权计划从其起源来讲,主要是针对高级管理人员的,所以在西方股票期权计划也称为经理股票期权计划(ESOP)^[1]。但是,从上世纪 80 年代后期以来,股票期权计划的范围呈逐渐扩大到全体员工的趋势。在高科技行业中,这种情况更加明显,比如在生物技术和软件公司中给非经理人员的股票期权比例平均为 55%。

然而需要明确的是,ESO 计划不是一项福利计划,人人有份的 ESO 计划就不可避免地落入了平均主义和福利主义的窠臼。ESO 的重要理论基础就是人力资本作为一项生产要素享有剩余索取权,但是享有剩余索取权的人力资本对于企业来讲必须是稀

缺的,是一种唯一性的特殊人力资源,而非一般人力资源。因此,在确定 XXX 公司 ESO 计划的收益人范围时,必须将稀缺性作为一个重要的衡量标准。另一方面,ESO 计划作为一项长期激励机制,目标在于企业价值最大化,因此,应将是否与该目标的实现关系以及关系重要性如何作为另一个衡量标准。

基于上述理由,XXX 公司的 ESO 计划的受益人应当包括以下几个方面:董事会成员、经理层成员、核心技术骨干、关键岗位的中层干部(含党组织成员)。

4 ESO 计划的股票来源

中国目前的新股发行政策尚没有关于准许从上市公司首次公开发行(IPO)中预留股份以实施公司的股票期权激励计划的先例,同时增发新股的政策也没有相应的条款。虽然作为一种政策预期,新股发行预留的政策在不久的将来可能会有一些有利的变化,但是形势并未明朗化。另一方面,中国的上市公司通过股份回购的方式取得实施股票期权激励计划所需股份的途径被相应的政策规定明文限制。我国《公司法》第 149 条明确规定“公司不能收购本公司的股票,但为减少公司资本而注销股票或者与持有本公司股票的其它公司合并时除外”^[2]。但是,

收稿日期:2004-10-26

作者简介:柳尧杰(1970-),男,山东人,同济大学博士研究生,主要研究方向为风险投资、企业管理;唐波(1976-),男,湖南人,同济大学博士研究生,主要研究方向为金融风险管控、投融资、金融创新。

显然还有其他的途径可以获得实施股票期权计划所需的股份,并且有一些方法还有政策的支持或者在中国已有先例。如:

(1)国家股股东所送红股预留。在1999年8月20日颁布的《中共中央国务院关于加强技术创新,发展高科技,实现产业化的决定》中明确提出“在部分高科技企业中试点,从近年国有净资产增值部分中拿出一定比例作为股份,奖励有贡献的职工特别是科技人员和经营管理人员”^[9]。

(2)减持国有股并向公司内部职工配售。根据国有股配售试点具体方案是上市公司将一定比例的国有股优先配售给该公司原有流通股股东,如有余额再配售给证券投资基金,配售价格在净资产值之上、市盈率10倍以下的范围内确定,向原有流通股股东配售的国有股可立即上市流通。

(3)国家股股东现金分红购买股份预留,以此作为上市公司实施股票期权的股票储备。目前武汉国有资产管理局采取此方式实行股票奖励计划的作法虽然与股票期权计划不同,但在股票来源问题上解决途径上是相同的。

(4)上市公司从送股计划中切出一些作为实施股票奖励的股票来源的作法同样可以应用于股票期权计划。如中兴通讯的方案。该方式只需获得公司股东大会决议通过,并不存在其政策性和法规性障碍。

(5)为绕开股票回购的政策障碍,上市公司可能会以具有独立法人资格的职工持股会甚至以自然人的名义购买可流通股份作为实施股票期权计划的股份储备。

(6)上市公司国家股股东向上市公司职工持股会转让部分国家股股份。

(7)上市公司国家股股东或法人股股东放弃配股向上市公司职工持股会转让配股权。

(8)定向增发新股,然后由定向对象向公司职工持股会转让该新股。

我国上市公司的股票主要有国家股、法人股、公众流通股,XXX公司的股本结构情况如表1。

表1 股本结构明细表

时间	股份			
	国家股	法人股	流通股	合计
2004.06.30	15 600	400	8 000	24 000
2003.12.31	7 800	200	4 000	12 000

以上3种股票中,流通股的股性最活,变现能力好,股价最能反映企业的实际价值。因此,采用流通股作为实施ESO计划的主要形式是最理想的。流通股股票的主要来源是:

(1)上述的第3、5种来源形式,无论哪种形式均以薪酬委员会下属的职工持股会作为取得股票的主体。资金来源:一是从国有控股股东的现金红利中预留10%;二是从每年的税后利润提取3%作为ESO计划基金。上述资金由职工持股会管理,在企业股价的低点从二级市场上购入股票作为ESO计划的股票储备;

(2)上述的第4种方式也是切实可行的一种方式,但送股中有国家股也有法人股还有流通股,可考虑从所送红股留下1%的股票作为ESO计划的股票储备。

(3)增发股票时,向职工持股会定向增发股票的3%作为ESO计划的股票储备,或采取第8种变通方式;

至于其它几种方式,都需要一定的条件,办理过程也比较复杂,目前尚不具备可操作性。假设XXX公司定于2004年第1季度拟实施ESO计划,2003年的利润分配计划为10送5股并派现金1元,增发新股5000万,其ESO计划的股票储备来源如表2。

5 ESO计划的期权权数比例设计

ESO的获行权后的股票期权数量是ESO方案中首先需要考虑的问题。股票期权数过大,将对其他股东的股权有同比例的稀释作用,从而损害股东的利益;而期权数过小,又失去对ESO激励对象的吸引力,达不到ESO激励的预期目的。究竟管理层持有多少股权对于公司资产价值最有效率,理论界

存在两种假说。利益趋同假说认为公司的管理层股权与公司的资产市场价值之间存在着一种持续的正相关关系;而防御假说指出,在管理层股权高达一定程度的范围内,两者之间会呈现负相关关系,并且通过一些实证分析加以证明。通过考察托宾的Q值与管理层持股之间的关系,当管理层持股超过5%时,其增长就会助长与防御因素以及相关条件的条件;当该股权上升到5%~25%之间时,防御效应就会逐渐淹没刺激效应;而这一比例超过25%时,公司的内部人控制问题就会非常突出,股东的利益就会遭受损害,如图1。

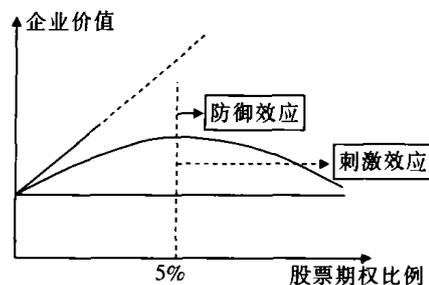


图1 利益趋同假说示意图

因此,在设计XXX公司的股票期权激励方案中,可以考虑将5%作为股票期权数量的上限比例,如果以总股本作基数,则股票期权上限为1200万股;如果以流通股本作基数,则股票期权的上限为400万股。

当然,按照上述方法确定股票期权数量有点笼统简单,但这是国外长期实践经验的总结。如果想搞得更为精确科学,可以通过Black-Scholes模型进行测算;但在我国,这又受到数据来源的限制,实际意义并不大。

初次实行ESO计划时,XXX公司的股票期权数量可以定为股票期权储备的2/3,即约为210万股,即使扣除送股和增发两种股票来源,也有30万股可供实施。

确定ESO的比例还应考虑以下几方面的因素:

(1)在一个经营者可以很容易地享受大量在职消费的企业里,特别是在经营者成功地将这些在职消费制度化、资本化的企业里,授予经营者的期权、期股比例应当相应较高。不难理解,在这样的企业里,期权、期股比例与企业的经营业绩存在正相关关系,因为相对于大量的在职消费,较低比例的期权、期股没

表2 ESO计划的股票储备来源计算表

	年份	基数	预留比例	资金数量	二级市场股票价格	股票数量
税后利润提取	2004	11 000	3%	330	18元 (RMB)	183 333
	2003	4 980.35		149.41		83 006
	2002	2 628.01		78.84		43 800
	2001	2 070.30		62.11		34 506
控股股东的现金红利留取	2004	1 560	10%	156		86 667
	2004	12 000	1%			120
定向增发	2005	5 000	3%			150
合计						3 131 312

有足够的动力来刺激经营者努力工作。

(2)经营者并不总是风险爱好者,也有部分是风险规避者。由于期权、期股本身具有极大的风险性,对于风险爱好者而言,授予较大比例的期权、期股会产生较好的激励效果;相反,对风险厌恶者,这种大比例的期权、期股方案可能出现负面的激励效果。

对富有的经营者而言,如果期权、期股相对于其拥有的财富只占较小的部分,那么这一激励合约对经营者的边际效应将微乎其微;而相同数量的期权、期股对一个并不那么富有的经营者则会起到较大的边际激励效应。

(3)企业的规模对期权、期股合约具有重要然而却是不确定的影响。一方面,对于大型企业,管理费用和代理成本可能会很巨大,同时大企业的经营者一般都较富有,其要求有较高比例的期权、期股与之对应;另一方面,大企业可以享受生产和管理的规模经济或者范围经济的好处,并有能力雇佣更多有才能的经营人员,经营阶层内部存在激烈的竞争,如此将导致较低的期权、期股比例。现实中,期权、期股比例分布在哪一位置将是上述两方面力量对比的结果。事实上,按照美国学者himmelberg、Hubbard和Palia的实证研究,随着企业规模的增加,期权、期股比例反而有缩减的趋势。

(4)在一个因垄断而具有较大市场能力的企业里,经营者可以轻易享受企业垄断带来的好处。这种情况下,较高的期权、期股比例并不一定会引发经营者的努力冲动;相反,却有可能引发企业的内部矛盾。企业的经营业绩也往往不是与期权、期股比例成正相关关系,而是与市场力量的大小成正相关关系。而在一个激烈竞争的市场里,如果经营者面临的是一个几乎没有任何竞争优势的市场环境,那么提高期权、期股比例则有助于促使经营者更加努力地工作,期权、期股比例与企业经营业绩形成正相关关系。

(5)与经营者的风险状况一样,企业本身的风险性质也对激励合约产生影响。在一个处于防御行业(defense industry)的企业里,或在一个发生严重困难的企业里,以及在一个产品的市场前景具有诸多不确定性的企业里(如产品处于试制阶段的企业、高风险的高新技术企业),足够高的期权、期股比例才能刺激经营者努力工作的欲望^①。这一点从有关市场能力的分析中也可以看出,因为大多数风险较大的企业都不具有稳定的即期市场优势。

在一个无形资产占较大比例的企业里,由于无形资产难以管理和维持,经营者对无形资产的影响具有更大的“自由裁量权”。因此,要求较高比例的期权、期股促使经营者保证企业无形资产的保值增值;而在一个固定资产占较大比例的资本密集型企业里,由于固定资产相对易于管理,授予较低比例的期权、期股即可产生足够的激励。

6 ESO的授予时机和行权安排

ESO的授予时间应与人员的聘用结合,在正式聘用时确定其是否满足赠与条件,当然高级管理人员的聘用既可以从外部聘用也可在内部选拔提升。同时,ESO的赠与也必须与每年一次的业绩评定相结合。

(1)授予期和行权期。XXX公司的聘用期间一般为5年,因此授予期可定为2年,即受益人在获赠股票期权,2年后可行权,行权期为3年,采取加速进行的授权时间表。授权时间如表3。

表3 授权时间表

	行权比例	累计行权比例	未行权比例
第一年	0	0	0
第二年	0	0	0
第三年	15%	15%	85%
第四年	20%	35%	65%
第五年	30%	65%	35%
第六年	35%	100%	0
合计	100%	100%	0

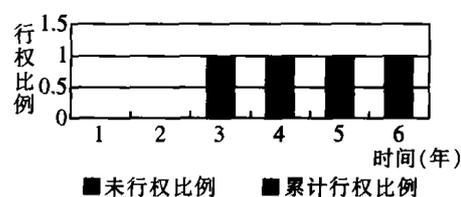


图2 授权进度图

同时规定以下限制条款:

A 董事和高级管理人员在任期内行权后,所持有的股份不得转让,仅在离职6个月后方可出售;

B 其他人员在合同期满或离职后行权的股票必须在合同期满或离职6个月后方可出售;

C 股票期权的行权日不可发生在下述任意期间内,否则行权日顺延至下述期间后的15个交易日:

每年1月1日至年度报告公告之日;

每年7月1日至中期报告公告之日;

公司分红、转赠、配股和增发时的公告日至股权登记日;

其它重大信息披露前后5个交易日。

(2)行权方式。XXX公司的行权方式以现金行权为主,对于获得流通股股票期权的受益人,也可以采取无现金行权,在行权日,委托职工持股会在二级市场上卖出股票,获取差价。

参考资料:

- [1]Arrow,K.J.,1964. Control in Large Organization. Management Science,10,397-408.
- [2][美]Zvi Bodie & Robert C.Merton.金融学[M].北京:中国人民大学出版社,2003.
- [3]Akerlof, George A., and Katz, Lawrence F.,1988. Worker's trust Funds and the Logic of Wage Profiles.National Bureau of Economic Research Working Paper.

(责任编辑:董小玉)

Abstract:The author analyses the course of some well-known corporation's ESO program,discussing several attentive problems during the implementing process of ESO.

Key words:option;design;demonstration research