

沈阳工业大学

硕士学位论文

企业经营者股权激励方案设计

姓名：王德武

申请学位级别：硕士

专业：会计学

指导教师：宋力

20030307



摘 要

股权激励作为对公司经营者的长期激励与约束的重要手段越来越受到企业界和理论界的重视。原因在于它有利于改善公司治理结构,促使公司股权结构多元化,保障公司的可持续发展。本论文就是沈阳市科委基金项目—沈阳市员工持股方案研究的部分研究成果。

本文介绍了股权激励的现实意义,对世界上各国企业运用股权激励的现状及效果和我国企业股权运作的实践进行了对比分析。指出股权激励的理论基础是委托代理理论、人力资本理论和现代激励理论。

对企业经营者的股权激励方案的设计是本文的重要部分。首先,文章对企业股权激励模式的分类进行了详细汇总,并对不同企业应适合何种股权激励模式进行了具体划分;其次是对经营者股权激励方案进行了要素设计,从七个方面进行。论文重点讨论了股票来源要素中的国有股减持,分析指出如果以合适的分配率,在合适的时间,以法律的形式把国有股一分为二:一部分作为经营者的股权来源,一部分作为对员工的福利,并规定在若干年内锁定,这不仅解决了国有股一股独大的问题,还可使得企业股权多元化,也部分解决了员工的社会福利保障问题,可谓一举多得。在论述激励对象及其业绩评价问题时,文章从激励评价对象的行为导向和成果导向两方面考虑,重点分析设置了公司的董事长、总经理和财务副总经理的业绩评价指标体系,充分体现其实用价值和创新点。

论文最后对股权激励的成效进行分析,指出了股权激励的优势和弊端。

关键词: 股权激励 业绩评价 模式与要素设计

Design Stock Options Incentive Plan on Business Operators

Abstract

As an important method to managers' long-term incentive and control, stock options incentive is more concerned by business world and theory world. The main reason lies in that it can improve business management structure, make stock holding diversify and keep business gradually develop. The dissertation is a part of research results that comes from Shenyang city's staff stock holding plan of scientific and technical committee fund project of Shenyang city.

The dissertation introduces practical sense of stock options incentive, compares the position and effect when using stock options all over the world with those of our nation's practice and points out theory basis of stock options incentive: entrust-agent relation\human resource theory and modern incentive theory.

The most important part of it is to design key units of business operators' or manager's stock options incentive plan. First, it illustrates all kinds of stock options models in details and divides into different businesses concerned with special models; second, it designs key units of business operators' stock options incentive plan from seven aspects. It mainly discusses decrease of state-owned stocks of stock resource unit and points out it will benefit many sides if state-owned stocks be divided into two parts: one as a kind of stock resource to managers, the other as welfare defend for staff under proper ratio, suitable time and proper law and be fixed in several years. Meanwhile, the thesis mainly analyzes and designs board chair、general manager and financial manager performance evaluating index system from behavior and result direction. It fully reflects its practical value and innovation.

At last, the thesis analyzes advantage and false of stock options incentive.

Key Words: Stock options incentive, Performance evaluating, Models and units design

独 创 性 说 明

本人郑重声明：所呈交的论文是我个人在导师指导下进行的研究工作及取得的研究成果。尽我所知，除了文中特别加以标注和致谢的地方外，论文中不包含其他人已经发表或撰写过的研究成果，也不包含为获得沈阳工业大学或其他教育机构的学位或证书所使用过的材料。与我一同工作的同志对本研究所做的任何贡献均已在论文中做了明确的说明并表示了谢意。

签名： 王德武 日期： 2003.3.3

关于论文使用授权的说明

www.docin.com

本人完全了解沈阳工业大学有关保留、使用学位论文的规定，即：学校有权保留送交论文的复印件，允许论文被查阅和借阅；学校可以公布论文的全部或部分内容，可以采用影印、缩印或其他复制手段保存论文。

（保密的论文在解密后应遵循此规定）

签名： 王德武 导师签名： 辛力 日期： 2003.3.3

1 绪论

1.1 开展企业经营者股权激励方案研究的背景及现实意义

对于企业经营者的长期激励与约束问题的研究近几年来越来越受到理论界和企业界的重视,其原因在于它有助于改善企业法人治理结构,部分解决委托代理矛盾,有助于企业的可持续发展。对于企业经营者的股权激励,一些非上市公司在 20 世纪 90 年代中期就已实践在先,这些公司在开展现代企业制度建设中,纷纷探索经营者持股和员工持股等做法,这些经过制度创新的企业在 20 世纪 90 年代后期明显赢得了从上市公司特别是国有控股公司中争夺人才,加速发展的先机。这在信息产业和生物医药业等领域尤其明显。境内上市公司以中国证监会主席周正庆 1999 年 10 月 14 日关于“在高科技上市公司中可以试行股票认股权”的讲话为政府主管部门的推动信号,其股权激励制度建设已经历了“研究—探索—试验—推动”几个阶段^[1],从公开披露及所了解的信息看,目前已有近 80 家上市公司开展了这项制度创新的实践。股权激励是一种正激励,只有在股价正确反映企业的价值时才能发挥其作用,为改变公司内国有股一股独大,股权结构不合理的情况,就国有股的减持问题证监会和广大群众积极参与讨论,并于 2002 年 11 月 4 日,经国务院批准,证监会出台了《关于向外商转让上市公司国有股和法人股有关问题的通知》,为促使上市公司股权结构多样化,完善现代企业制度建设积极不断地探索。

与此同时,我国理论界也积极地展开了关于改善公司治理机构,建立健全公司的长期激励与约束制度的广泛理论研究。从经理人股票期权到员工持股,再到管理者收购(MBO)^[2]都有研究。然而,我国理论的研究是落后于实践的。不同的企业实施不同的长期激励制度尚没有一个强有力的理论来指导,因而实践是带有盲目性的。不仅我国如此,就是在已经实施股权激励几十年的美国,在长期激励制度建设上也仍有很多理论上的问题无法弄清楚^[47]。我国企业经营者股权激励方案的设计迫切需要建立一套完善的设计程序作为指导。

从经济学角度来看^[3],股权激励的作用是改善公司治理机制、协调经理人与股东之间的利益、防止企业经理人员的短期行为,降低代理成本。股权激励赋予经营管理

者与股东一样的关于企业成功与失败的心态，它象回报股东那样去回报企业经营者，促使经营者像股东那样思考与决策。股票期权制度的最大优点就在于，它使公司价值变成了经理收入函数中一个重要的变量^[30]，实现了经理人与股东利益实现渠道的一致性。期权计划使经营者的一部分报酬处于不确定状态，必将刺激每位理性的经理人员在追求自身利益的同时实现股东财富最大化，从而达到股东控制经营者行为的目的。

我国当前推行股权激励制度有如下意义^[6]：（1）发展与扶持高新技术产业。高新技术企业在发展初期，用于研究开发费用大，风险高，现金净流入少。因此用股票期权替代高额现金报酬来吸引、激励、留住优秀核心技术人才与高级经营者人员，鼓励他们与股东风险共担、利润共享；（2）促进国有大中型企业上市公司建立完善现代企业制度。长期以来国有企业政企不分，所有者虚置，高层经营者人员大多由政府任命，由行政人员担任，企业管理水平低下。通过期权计划制约与激励国企老总，遏制短期行为。（3）培养职业经理队伍。期权计划将引起社会对职业经理人力资源价格的普遍关注，催生经理人市场，来自职业经理市场的竞争将进一步减少代理成本；（4）保证企业的可持续发展。目前在尚未建立中长期激励制度的企业中，不仅存在“59岁”现象，更让企业头疼的是“39岁”现象，39岁是跳槽的“风险”和“审慎”年龄，往往是这一年龄段的核心人才的流失，对企业的影响最大。由于股权激励制度对激励对象有较高的收益预期外，同时具有较高的“退出成本”与“犯错成本”^[5]，具有激励和降低道德风险双重作用^[3]，因而有助于促进企业可持续发展。

1.2 股权激励计划的历史沿革

1.2.1 股权激励计划在国外的发展

美国是世界上股票期权制度最发达的国家^[12]，早在1950年美国国会就正式对限制性股票期权进行了相关立法；1964年美国取消了限制性股票期权，取而代之的是附条件股票期权；1976年，附条件的股票期权在美国被终止，此后的一段时间内没有产生新的替代工具；1981年美国国会引入了激励性股票期权^[47]，并将激励性股票期权与非法定股票期权进行严格地区分，实行不同的税收待遇，这种股票期权体系一直沿用至今。

股票期权的发展历程具有明显的环境特点，正是外部环境的变化直接导致股票期权的产生、发展、和变化^[18]。从美国股票期权的发展历程上看，有三种因素至关重要，一是股票市场，二是税法，三是会计准则。在 20 世纪 70 年代，由于美国股市表现平淡，许多公司趋向于运用现金薪酬而非股票期权，后者在雇员的总薪酬中所占的比例成下降态势，1970 年，一名 CEO 可能获得相当与其现金年薪的 4.5 倍的期权，而到了 1980 年由于同期的股票市场不景气及期权的优惠资本利得税丧失，因而对雇员缺乏有效的激励，这一数据降到 1.3 倍。80 年代，由于美国股市逐渐回暖，股票期权再度复兴，实行期权计划的美国公司的数量稳步增长，但 1987 年的股市大崩溃再度使股票期权降温。与此同时，考虑到股市中的系统性风险及公司股票的市场表现并不能为雇员的行为所左右，在此情况下美国企业设计出了较为典型的“同质企业比较型”股票期权，其目的就是保护雇员免受非管理因素造成市场动荡的影响。

尽管在美国“1986 年税收改革法案”中取消了对股权的优惠税待遇，股票期权受到冲击，但这种变革仅仅使各种薪酬工具（现金、股票、津贴等）站在了相同的起跑线上^[48]，股票期权本身所固有的长期激励功能并没有发生改变，其在薪酬结构中的地位不断上升。根据《福布斯》杂志每年 5 月对美国 800 家上市公司经理人的薪酬结构进行调查的结果显示，股票期权行权收益中位数从 1985 年的 4947 美元上升到 1997 年的 88 万美元，增长了 178 倍，而同期的工资与奖金仅从 73 万上升到 122 万美元，增加不到一倍。行业分布上，不论是传统行业还是高科技行业，都有实施。在美国，技术含量较高的行业，如通讯技术、能源、保健、技术、金融行业等实施股票期权的公司比例占其行业公司的比例大约在 80%左右，其他一些技术含量较低的行业，如公用事业、交通运输、周期性消费品等，虽然实行股权激励制度的公司比例低于前者，但也几乎都在 60%以上。

随着股权激励制度在美国的不断普及和完善，世界上许多国家也在不断的研究和完善，尽管发展层次不同，但总的趋势是各国政府都在积极地改善相关环境，制定优惠政策，推动股权激励制度的发展^{[4][43]}。

表 1.1 各国股票期权制度实施状况一览表

国家/ 地区	股票期权制度发展概况	国家/ 地区	股票期权制度发展概况
美国	世界上股票期权最发达的国家，有多种股票期权及完善的监督制度	加拿大	股票期权体系与美国相似，发展较为成熟
英国	股票期权种类比较丰富，制度比较完善	香港	90 年代开始实行股票期权制度，由于政府税收优惠较大，目前大部分公司已经推出了自己的股票期权计划
法国	1970 年《商务公司法》中即规定了股票期权的实施办法，是世界上股票期权进行专业立法较早的国家之一	新加坡	股票期权发展迅速，但目前主要授予高管人员，还没有普及一般员工
德国	20 世纪 90 年代通过修改《股份公司法》才允许实施股票期权制度，且实施范围仅限于股份公司，法规体系不完善	意大利	股票期权制度相对简单，员工持有期权数量一般不超过总股本的 10%
日本	70 年代至 80 年代，主要长期激励方式为 ESOP，90 年代初修改相关法律，促使股票期权制度逐步完善	中国台湾	90 年代开始实行股票期权制度，当地政府为此修改了相关法律，允许回购等，以方便公司获得股票来源

资料来源：深圳证券交易所综合研究所研究报告《上市公司股票期权制度设计与监管》

课题组负责人胡继之

1.2.2 股权激励计划在我国的发展

股票期权制度在我国非上市公司中早已实践在先^[15]。创办于 1984 年的四通公司就是率先实施股权激励的企业^{[26][5]}，四通公司产权属于集体所有，产权主体虚设，使得企业融资困难，更缺乏有效的激励与监督机制，结果投资项目广种薄收，人才流失严重，于是，四通公司积极探索制度创新模式。在我国现行法律框架下，引进 MBO 方

式,同时进行产权重组、业务和机制重组,调动模糊的存量,结合员工持股,调动员工的积极性,增强了企业凝聚力,为公司实行股权激励奠定了坚实基础。四通公司的成功极大地刺激了境内的企业,国内企业开始了积极的股票期权制度的咨询、探索和实践。

到目前为止,上海、武汉、北京、深圳、济南等地政府有关部门和国资管理机构都出台了关于股权激励的规定^[26]。这些规定主要面向国有控股、国有独资企业,涉及行业包括纺织、冶金、电子、商业、房地产等,具体有以下特点:(1)激励对象:一般为总经理、董事长。(2)购股规定:一般按任期初净资产或股票价格确定购股价格,分期购股,经营者不得放弃购股。(3)购股资金来源于经营者的奖励收入和个人资金的投入,股权数量不大。(4)售股规定:如上海规定在任期末经营者可按每股净资产或股票价格(上市公司)出售所持有股权,也可继续持有。北京规定经营者可在任期满后2年按评估的每股净资产出售股权,也可保留适当比例的股权。武汉规定经营者在分期购得股权后,即获得完全的所有权,其出售股票主要受国家有关证券法规的限制。(5)权利义务:在期股到期购买前,经营者一般只享有分红收益权,没有表决权。经营者同时承担股权贬值的亏损风险。(6)股权管理:各地都对经营者有过失行为时的股权获得作出惩罚性限制。(7)操作方式:在操作中一般都发生实际的股权转让关系。股票来源包括从二级市场中购买、大股东提供等,各地还要求企业在实行股权激励时首先进行改制,国企经理必须竞争上岗等。

从以上的特点看,各地实施的股权激励实质上是期股激励,并对期股的出售和获得资格等作了较为严格的规定,各地在股权激励的尝试方面态度比较谨慎。但是,由于各种条件的制约,一些地方的期股激励并不顺利^[23],近日北京市一些企业退出期股激励试点,经营者宁拿年薪不要期股。实际上也说明股权激励并不是一厢情愿就能实施的事情,这种激励方式必须根据企业状况、环境和业务特点等具体而定。

政策导向上,朱镕基总理早在全国九届人大四次会议上的报告明确指出:“对国有上市公司负责人及技术骨干,可以实行年薪制和期权制,但不能把国有资产量化给个人”,

《公司法》第六条明确指出:“公司实行权责分明、管理科学、激励与约束相结合的内部管理机制”。国家财政部在2001年的企业工作计划中也明确指出:“稳步推进股票期权试点。拟定《上市公司股票期权实施办法(试行)》”。国家经贸委(国办发 200264

号)国有大中型企业建立现代企业制度和加强管理基本规范(试行)文中提的更为明确:“建立健全对企业经营者的激励机制和约束机制。企业经营者的薪酬必须与其职责、贡献挂钩。监督约束机制健全的企业,在严格考核的基础上,对经营管理者可以试行年薪制、持有股权、股票期权等分配形式^[23]”。

综上所述,无论是从公司本身,还是地方政府,以及我国的政策导向上都在积极的关注股权激励,我国的股权激励制度建设正在轰轰烈烈地实践中。

1.2.3 对我国目前已实施的股票期权计划的整体评价

自党的十五届四中全会提出了在国有企业中进行股权激励试点后,使得股票期权在很长一段时间内成为众所瞩目的焦点。如前文所述,从业已实行的股权激励的实际内容来看,大多数企业目前采用的是“股票奖励计划”,并非真正意义上的“股票期权”。虽然从本质上看两者都是股权激励有效措施,但从内容到效果上都存在着相关的差异。一般而言,股票期权与股票奖励在以下方面存在差异^{[8][18]}:

内涵不同。股票奖励主要是公司对高级管理人员经营业绩的直接肯定,以股票作为现金的替代,实施奖励。而股票期权则是指在一定期限内按一个事先约定的价格购买公司股票的权利,它除与业绩相关联外,还受未来股票市场情况的影响。

设计目标不同。股票奖励与股票期权存在着相当大的差距。股票奖励实际上是年薪制中的一部分,是正常收益的回报,即使公司盈利与上年相比没有任何增长,市场上该公司股票没有任何升值,奖励的股票仍有相当价值;而股票期权的价值依赖于未来公司股票的升值,只要股票的市场价值没有因公司收益而上升,股票期权就毫无价值可言。

权利和义务不同。股票奖励到期前,股票由国资公司代管并行使表决权。未到期股票虽不能上市流通,但企业法定代表人作为所有者享有分红、增配股的权利。而股票期权却不存在这种情况,在股票期权授予期结束前,当事人没有任何权利,只有在授予期满后才能行权,才能享有分红、增配股的权利。

此外,与股票奖励计划相比,股票期权计划在一定程度上还能够削弱目前企业家产生机制非市场化所带来的缺陷。股票奖励计划是针对公司高级管理人员的,也就是我们通常所说的企业家,但我国国有控股企业的高级管理人员往往由行政任免^[6]。国家经贸委主持的中国企业家成长与发展的专题调查显示,我国企业家由主管部门任命的达

75%，由董事会任命的只占到 7%。因此，我国企业家的产生机制并没有市场化。在这种情况下采用股票奖励，一些人便可以不用努力而坐享前人的优秀成果，即使他们的无能使企业业绩下降（但仍高于可获得股票奖励的条件），其获得的股票仍具有相当的价值。这种激励显而易见是不公平的。这时那些缺乏经营能力但有各种“关系”的人便有很大的利益激励来成为企业家。股票期权计划则弥补了这个缺陷，只要公司业绩下滑导致股价下跌，股票期权的价值就可能为负，使得企业家们不能行权，这样，缺乏经营才能的人就无法获得除本身的经营才能之外的利益，企业家们要想获得这部分额外利益，就必须在上年业绩的基础上要继续追求更好的业绩，从而使得企业家的利益与本身经营能力最大程度的协调一致。

显然，用真正意义上的股票期权计划代替股票奖励计划有着极大的好处，但目前在我国推行美国式的股票期权计划存在着许多障碍^[29]。

www.docin.com

2 理论依据

2.1 现代企业理论

现代公司治理需要解决的两个基本问题^[10]：一是经理选择，二是经理激励。其中前者是在给定企业家能力不可观察的情况下，什么样的机制能确保最有企业家能力的人当经理。后者是指如何建立一种机制确保经过选择而聘用的优秀经理能尽职尽责地为股东利益工作。公司经理是公司可利用资源的管理者，拥有控制权，对公司的发展具有决策权，他们的行为决定着公司的命运。而经理作为理性的经济人，他的决策行为取决于自身的效用函数，最终目标是在一定的约束条件下实现个人利益最大化^[40]。公司经营剩余索取权的分配形式是经理效用函数中一个极其重要的变量，因此分配体制直接影响经理人的决策安排。有些决策是着眼于当期，如一些短期项目等；但有些决策涉及公司战略发展的问题，如公司购并、公司重组以及重大长期投资、技术研究和开发、体制创新等，则是着眼于公司的长期发展，经济效益往往要在若干年后才会体现出来。而在经济收益没有显露之前，更多的是费用支出，这种支付和收益的时间差造成公司当期利润下降。如果一家公司的薪酬结构完全由基本工资及年度奖金构成，那么出于对个人私利的考虑，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但有利于公司长期发展的项目，这显然不是股东们所期望的。解决这类困境就需要一种特定的制度安排，这种制度必须能鼓励经理人员更多地关注公司的长期持续发展，而不是仅仅将注意力集中在短期财务指标上。

现代公司理论认为可以通过建立有效的剩余索取权和控制权的配置机制实现这一目标，具体安排有四条：一是剩余索取权和控制权尽可能对应，即拥有剩余索取权和承担风险的人应当拥有控制权，或拥有控制权的人应当承担风险；二是经理的补偿收入应当与企业的经营业绩挂钩而不应当是固定合同支付，即经理应承担一定的风险；三是股东是最终风险的承担者，他们应当拥有选择和监督经理的权威；四是应当让所有权适当集中在大股东手里，因为大股东有足够多的投票权对经理施加压力甚至通过代理人争夺战和收购来罢免经理，即可以通过共同利益最大化和对企业资产的充足控制来解决代理问题。前两条重点解决了经理激励问题，后两条重点解决经理选择问题。

经理股票期权正是适应这一要求并行之有效的激励机制^[30]。其基本内容是授予经理人未来以一定的价格购买股票的选择权，即在签订合同时给予经理人在未来某一特定日期以签订合同时的价格购买公司一定数量股票的选择权。持有这种权利的经理人可以在规定时期内以股票期权的行权价格购买本公司股票，此行为称为行权。在行权以前，股票期权持有人没有任何的现金收益；行权以后，个人收益为行权价与行权日市场价之间的差价。经理人员可以自行决定在任何时间出售行权所得股票。当行权价一定时，行权人的收益是股票价格的单调增函数。股票价格是公司价值的外现，二者之间在趋势上是一致的，如果市场是完全效率市场，二者相当。现代资产定价理论认为股票价值是公司未来收益的贴现，于是经理人的个人利益就与企业未来发展建立起一种正相关的关系^[46]。经理股票期权本质上就是让经理人员拥有一定的剩余索取权并相应承担风险。

2.2 代理成本论与人力资本产权论

股票期权的理论基础是代理成本论^[43]与人力资本产权论^[45]。股票期权从本质上讲是一种对管理层的激励机制，这一激励机制之所以必要，则源于现代大企业中物质资本的提供者（资本家）与人力资本即经营管理和创新能力的提供者（企业家）职能的分离以及由此导致的委托代理问题。这一现象也就是通常所说的“所有权与控制权”的分离。激励机制的作用就在于控制代理风险，降低代理成本。一种最优的激励机制应该能够使代理成本最小化。企业家人力资本的专有性决定了他们至少部分掌握了企业的剩余控制权，而股票期权制度通过让经理人员也成为未来的股东，赋予其剩余索取权，一定程度上解决了剩余控制权和剩余索取权相分离产生的矛盾，使经理的目标函数与股东的目标函数尽可能地达到内在的一致，减轻了经理的机会主义行为和所有者对其进行监督的负担。

此外，通过股票期权使经理获得企业的一部分股权，也是对他们的人力资本（企业家才能）的作用的承认和肯定。企业家的经营管理和创新能力同物质资本、劳动力和技术一样，是非常重要的生产要素，并且是最具有能动性的一种要素。。我们国家要建立社会主义市场经济，企业家可以说是最稀缺的资源，因此，通过股票期权制度，确认他们对企业价值创造方面的贡献，将有助于企业家和职业经理阶层的成长。

2.3 激励理论

现代激励理论是以人性理论和需要理论为基础的,人性理论解决的是激励逻辑,需要理论解决的是激励方式和途径。西方目前较为流行的激励理论主要有三种^[25]:一是内容型激励理论,该理论从激励行为动机的因素这个角度来研究激励问题,该理论认为人的积极性和受激励的程度主要取决于需要的满足程度,以马斯洛需要层次论为代表;二是过程激励理论,该理论从联接需要和行为结果的中间心理过程这个角度来研究激励问题,该理论试图搞清员工面对奖酬怎样决定付出努力的程度,它涉及员工如何对奖酬进行评估、如何选择自己的行为、如何决定行为的方向等。以弗洛姆的期望理论、亚当斯和洛克的目标设计理论等为代表;三是行为矫正型激励理论,该理论从行为结果出发来研究行为是否受到激励,认为受到激励的行为倾向于反复表现,该理论主要是斯金纳的强化理论和心理学理论中的挫折理论等。激励过程理论体系较之于激励内容理论体系从系统性和动态性的角度来说是一种巨大的进步,但从根本上来说仍以对人的心理特征和以此为基础的行为特征为出发点。而人的心理需求难以加以观察、评估和衡量,属于内涉变量;同时心理特征必然因人、因时、因事而异,并处于动态变化之中,各种激励方法实施的可重复性差,由此而难以把握;再次随着人们对于激励条件的适应性,任何激励因素都会变成保健因素,致使管理组织激励资源的稀缺性和激励因素(如工资、奖金)的刚性之间存在着严重的冲突,使得管理激励难以持久。因此,激励往往被认为是属于管理艺术和领导艺术的范畴,是一种令人敬而远之、望而生畏的工作。

以往的激励工作乃至当前的改革中,凡涉及激励,往往着眼于对一般职工的奖惩和精神激励,而对于企业的高层管理人员——企业经营者来说则缺乏理论探讨和实践。其实,对于普通员工的激励,相对来说是较为容易而次要的。由于劳动分工和生产专业化的存在和深化,每一职工的操作和工作越来越单一、明晰和有形,确定性的工作表现为工作方法、方式、工业流程的标准化。这种细致的分工意味着可以比较容易地确定一系列准确、精密和具体的涵盖其工作数量、工作质量和工作速度等方面的考核指标体系,并以此为基础,确定对职工的奖惩方式和奖惩程度,合理地分配组织激励资源。而相对来说,企业高层经营管理人员其工作主要是决策、计划和人力资源开发,其经营管理工作的直接成果主要是主意、指令、宗旨、目标、规范、制度,是软性的、无形的,同时

其努力程度、能力、风险态度、投资倾向和决策正确性等内涉及变量和滞后显示变量囿于信息、时间和空间的限制很难及时准确地用简单的考核指标来衡量。其次，企业经营者的间接劳动成果（即企业表现）具有非常复杂的背景和归因。其可察变量（如资本利润率、企业成长和增长速度、全员劳动生产量、产值、成本、技术进步和生产率）其特性或根源往往不是一维而是多维的，企业经营管理工作量是个复杂动态的系统，其可察因素往往是多维因素非线性作用的结果。这时偏倚、强调某一因素和特性会产生不适当的刺激作用，因此平衡各方面的因素，进行恰到好处的激励决定着激励机制的制定、激励资源的合理导向和配置。再次，企业经营者的劳动成果——企业表现，非但隐含着异常复杂的背景（如努力程度、能力、风险态度）而且还受到不少非经营者所能控制因素的影响（如在计划经济和市场经济的混合体制下由于企业目标多元化和行政指令的干涉而导致的激励不准确、不规范、不公平和证券市场投机行为等）。因此，对于企业经营者的激励和诱导日益成为现代激励理论的研究重点^[25]。

www.docin.com

3 企业经营者股票期权激励方案设计要点

3.1 股权激励的模式选择

3.1.1 股权激励模式的分类

股权激励模式按不同的分类标志可以有不同的分类^[3]。

1.按股权激励的责任基础不同分类,股权激励可以分为:以股价为基础的股权激励和以业绩为基础的股权激励两种模式。

(1)以股价为基础的股权激励模式。采用公司股价作为评价指标,当公司股价达到预定目标时,激励对象可以获得公司股价上升所带来的收益。该种激励方式要求公司有一个明确、公平合理的股票价格,且公司股价能反映公司的真实业绩,因此,该模式对资本市场的有效性要求较高,但广为上市公司所采用,在我国,目前由于资本市场建立时间短,效率不高,扩容速度太快,(10年上市1200多支股票,平均每年100多支)监管不力,使得股价并不能反映公司的真实业绩,故该模式并不能广泛采用。

(2)以业绩为基础的股权激励模式。该模式以激励对象的阶段性工作业绩为考核标准,根据其业绩完成好坏决定激励,在我国由于上述的资本市场效率低下的原因实行股权激励的公司几乎都采用了该模式。我本人也认为在中国该模式较为可行。但以业绩为基础的股权激励模式也有其固有的缺陷,如对于激励对象的岗位责任的确定、业绩指标的确定等具有较大的随意性,对方案制定的要求高。目前,我国各地公司采取以业绩为责任基础的股权激励模式以高管人员和核心技术人员,业务骨干的居多,激励力度不是很大,仍处于探索推广的阶段。

2.按是否与证券市场相关进行分类。

(1)按与证券市场相关的股权激励制度:①股票期权:是指公司授予激励对象的一种权力,激励对象可以在规定的时期内以事先确定的价格(行权价)购买一定数量的本公司流通股股票(行权)。②虚拟股票:是指公司授予激励对象一种“虚拟”的股票,激励对象可据此享受一定数量的分红权和股价升值收益,但没有所有权,没有表决权,不能转让和出售,在离开企业时自动失效。虚拟股票的发放不会影响公司的总股本和所有权结构,但公司会为此发生现金支出。③股票增值权:是指公司授予激励对象当股价上升时获得股价升值收益的

权力。④限制性股票:是指公司为实现特定目标,无偿将一定数量的限制性股票赠与或以较低价格售与激励对象,股票的抛售只有当激励对象完成预定目标后才能执行。⑤延期支付:是指公司为激励对象设计一揽子薪酬收入计划,一揽子薪酬收入中有一部分属于股权激励收入,但其不在当年发放,而是在一定期限后发放,为使激励收入增值,激励对象会努力使公司股价上升。⑥储蓄-股票参与计划:是指公司允许激励对象预先将一定比例的工资存入专门开设的储蓄帐户,并将此资金按期初和期末股票市价的较低者的一定折扣折算成一定数量的股票,在期末按照当时的股票市价计算此部分股票的价值,激励对象可获得储蓄资金和期末市价之间的差价收益。⑦股票奖励:是指公司无偿赠与激励对象一定数量的股份,激励对象自获得赠与起享受分红权,如果实现了预定的业绩目标,则获得奖励股票的所有权。⑧业绩股票:指确定一个合理的年度业绩目标,如果激励对象经过卓有成效的努力后实现了股东预定的年度业绩目标,则赠与激励对象一定数量的股票,锁定一年后可兑现。⑨业绩单位:它与业绩股票的区别在于它是赠与激励对象现金,业绩单位按净资产的一定比例确定数量,与股价的联系很小。⑩内部人收购:是指公司内部人(主要经营管理者)利用杠杆融资购买本公司的股份,从而改变公司的股权结构、控制权结构和资产结构,实现持股经营。

(2)按与证券市场无关的股权激励制度:在此激励制度下,激励对象能否从股权激励计划获得收益以及收益的大小与公司股价无关,而是与公司的某项或某几项财务指标有关,在国外较流行的是“帐面价值增值权”。

3.按照基本权利和义务关系的不同。

按照基本权利和义务关系的不同,股权激励方式又可分为三种类型:现股激励、期股激励、期权激励^[38]。

3.1.2 目前境内上市公司实行的股权激励模式

从已公开和自己了解的信息看,目前境内上市公司正积极实行多种激励模式,统计分析如下表^[34]:

表 3.1 目前境内上市公司实行的几种股权激励模式

股权激励模式	境内上市公司(部分)	股权激励模式	境内上市公司(部分)
股票认股权(股票期权)	中兴通讯、清华同方、 东方电子、上海贝岭、 长源电力	经营者持股	浙江创业、浙大海 纳、隆平高科、浙江 阳光
业绩股票	广州控股、彩虹股份、 东阿阿胶、广东福地、 泰达股份、中大股份、 伊利股份	管理层收购/员 工持股	尖峰集团、钱江生 化、大众交通、大众 科创、吉林敖东、新 天国际
业绩单位	东方创业、天大天财、 天通股份	员工持股	金地集团、张江高 科、上海金陵、实达 电脑
补贴购股	亚太集团	虚拟股票认股权	上海贝岭
延期支付	飞乐股份、武汉中百、 飞乐音响	复合模式	吴忠仪表
股票增值权	三毛派神	间接模式	东大阿派、春兰股 份、天目药业

(注: 复合模式是指采用了多种股权激励模式; 间接模式是指在上市公司的控股股东中进行股权激励安排。)

3.1.3 股权激励的各种激励模式比较及设计分析

不同的企业由于所处的行业不同市场周期的不同以及盈利能力的不同, 所适用的激励方式是不同的, 各企业在进行股权激励模式的选择时可具体分析见下表^{[1][38]}。

表 3.2 各种股权激励模式特点及适合的企业类型一览表

激励模式	优点	缺点	适合的企业类型
(1) 股票期权 (Stock Option)	充分利用资本市场的有效性 及放大作用	我国资本市场的弱有效性, 股价与业绩关连不大, 高管抛售股票受到限制, 需证监会批准	初始资本投入少, 资本增值快, 人力资本的贡献显著的公司

(2) 虚拟股票 (Phantom Stock)	虚拟股票发放不会影响公司的总股本和所有权结构, 无需证监会批示, 只需股东大会通过即可	公司的现金压力较大, 虚拟股票的行权价和抛售时的价格确定难度较大	现金流量较充裕的上市和非上市公司
(3) 股票增值权 (Appreciation Rights)	激励对象无需现金付出; 无需证监会审批	资本市场的弱有效性使股价和经营者业绩关联不大; 公司的现金压力较大	现金流量比较充裕且股价比较稳定的上市或非上市公司
(4) 限制性股票计划	激励对象不需付钱购买; 可激励高管人员实现长期目标; 无需证监会审批	业绩目标或股价目标的确定较困难; 现金流压力大	业绩不佳的上市公司; 产业调整期的上市公司, 初创立的非上市公司
(5) 延期支付计划	锁定时间长, 减少了经营者的短期行为, 计划可操作性强, 无需证监会审批	高管人员持股数量较少, 难以产生较大的激励力度	业绩稳定型的上市公司及其集团公司子公司
(6) 储蓄-股票参与计划	吸引和留住高素质人才并向所有员工提供分享公司潜在收益的机会; 无需证监会批准	激励力度可能不够, 有平均化和福利化的倾向	高科技上市公司及其子公司
(7) 股票奖励	激励对象一般不需付钱购买; 无需证监会批准	业绩目标确定的科学性很难保证, 容易导致高管人员弄虚作假	业绩平稳或一般的公司
(8) 业绩股票	激励高管人员努力完成业绩目标, 实现股东和高管的双赢无需证监会批准	业绩目标确定的科学性很难保证, 容易导致高管人员弄虚作假	业绩稳定型上市公司
(9) 业绩单位	激励高管人员努力完成业绩目标, 实现股东	激励对象获得的为现金, 激励没有长期性;	现金流量较充裕且股价较稳定的公司

	和高管的双赢无需证监会批准	业绩目标确定的科学性很难保证, 容易导致高管人员弄虚作假	
(10) 管理层/员工收购	将管理层/员工的利益与公司的利益紧密结合起来, 激励力度大, 无需证监会批准	目标公司价值的评估较困难, 收购资金来源缺乏, 若处理不当, 收购成本激增, 有可能形成新的内部人操纵	国有资本推出的企业; 国有民营企业; 集体企业, 反收购时期的企业, 拟剥离业务或资产的公司
(11) 账面价值增值权	激励效果不受股价影响, 激励对象无需现金付出; 无需证监会批准	每股净资产的增加幅度有限, 没有充分利用资本市场的放大作用, 激励力度小	现金流量充裕且股价比较稳定的公司

在公司实际设计股权激励计划时, 企业可以自己设计, 也可以聘请外部专业的咨询机构来完成。在选择股权激励模式时, 由于上述几十种股权激励模式, 各有其特定的适应环境, 每一个企业可以从中选择最适合的激励模式, 在模式的运用过程中, 企业可以运用单一模式亦可运用模式组合来进行^[14]。

3.2 企业经营者股权激励方案设计要点

股权激励方案设计主要涉及以下要素^{[2][17][33]}: 股票来源、激励对象及其业绩评价、授予数量、行权价格、行权条件及时间、资金来源、考核监督。

3.2.1 股票来源

目前国际上通用的股权来源解决方法有两种: 即增发预留和市场回购。我国在实践中必须有所变通。我国部分上市公司股票来源具体统计如下^[35]。

表 3.3 中国上市公司股权激励股票来源简表(部分)

公司名称	激励对象	股权来源
吴忠仪表	高管人员	国有股以认股证方式配售给高管人员
南天信息	技术骨干	直接在公司发起设立时持有

		发起人股
深鸿基	全体员工	公司上市时通过工会间接持股后在重组中以公司股权出资, 工会成为新控股方股东
东大阿派	全体员工	职工持股会是控股股东宝钢东软的大股东
赤天化	全体员工	工会持发起人股, 上市后推出行权价为零的认股权方案
粤美的	高管人员	与工会合租美托公司, 事实 MBO, 成为第三股东
三木集团	正副总经理, 财务, 董秘	年度净利润的 5% 为浮动报酬, 其中 70% 购买流通股并锁定
天津泰达	高管人员	提取年度净利润的 0.2% 为奖励基金, 购买流通股, 并冻结
大众交通大众科创	全体员工	职工持股会通过企管公司连环控股大众交通和大众科创
清华同方中兴通讯	高管人员 技术骨干	增发新股认股权模式
上海金陵	高管人员	第三者持股激励, 市值达 8000 万~1 亿
武汉中商	董事长、总经理	风险收入的 70% 按年报公布后的一个月平均市价购买股票, 由国资局负责监管
浙江创业	高管人员	公司要求其自行出资在二级市场购买, 在任期内锁定

从表中可以看出中国公司通过一些变通的方式正积极进行期权激励的探索, 虽然各公司的具体做法不一样, 但仔细分析后, 不难看出它们均可以按是否流通归纳为以下几种模式^[34]:

1. 流通股模式

采用这种模式的公司，通常先确定一个提取比例，从净利润中提取股票期权激励基金，然后购买由大股东转让的流通股。三木集团、天津泰达、武汉中商都采用了这种模式。如武汉中商，首先由武汉中商的第一大股东（武汉国资局）直接从二级市场购买流通股，而后以优惠的价格出售给上市公司。这种模式可以避开《公司法》的约束，一定程度上解决了股票来源的问题。

但是这种模式有两个缺陷：一是由于目前“中国股市的股票价格畸形”，这会导致：一方面，所购买的股票数量有限，激励作用不明显；另一方面，如果以如此高的价格作为期权的行权价，经理层是否会接受，这是一个值得考虑的问题。二是由大股东“让利”给上市公司，这个“利”，大股东是不会凭空出让的。董事会在公司事务处理上，可能会做出有利于大股东利益，而损害中小股东利益的决策。

2. 非流通股模式

非流通股是除社会公众股之外的一切股票，包括国有股、国有法人股、发起人股等等。这些非流通股可以通过大股东或集团公司的转让得到。东大阿派、吴忠仪表、大众交通、大众科创、赤天化等公司就是采用这种模式。

如东大阿派公司，所采取的具体方式：

（1）公司根据《沈阳市企业设立职工持股会的试点办法》，设立社团法人——宝钢东软信息产业有限公司工会委员会，后经批准设立职工持股会，职工持股会的地位为工会下属的从事职工持股管理，代表持股员工行使股东权利，并以工会社团法人名义承担责任的组织，为职工持股计划的执行和管理机构。

（2）由三家大股东出让的股份作为实施职工持股计划的股份来源，总额占宝钢东软总股份的21%，共计10080万股。

（3）股份分配范围：宝钢东软及控股企业的全体员工。分配数量根据员工对公司做出的贡献制定具体标准。

（4）行权价格：以经评估的、由国资部门确认的上一年度每股净资产为基础确定。

采用这种模式,以非流通股票作为行权的股票来源,由于其价格一般在公司净资产左右,可以比较客观地反映公司的价值,因此可以回避第一种方式行权价格偏高的缺点。对于这样的行权价,高管人员也比较容易接受。但是采用这种模式同样具有一定的缺陷:由于这些股票不能上市流通,不能接受市场投资者对它的价值评价,可能会使公司的潜在价值被掩盖,不能分享证券市场上升所带来的收益,因此,它也就不能像真正的股票期权那样对高管人员产生较强的激励作用。

3. 增发新股模式

清华同方、清华紫光、中兴通讯等公司采用增发新股的方式,来解决股票来源问题。

这种模式是真正意义上的股票期权模式。首先,根据公司发展的实际需要,确定增发新股的数量。国内上市公司一般不是为实行股票期权计划而特别发行新股。通常是在发行新股时,向中国证监会申请,将一小部分新股作为公司履行股票期权的股票来源。这种做法在形式上比较规范,但是目前中国证监会对此的审批倾向于高科技公司,普通行业的公司实行此种模式比较困难。如采用这种模式,在定价上也有一定的难度。当前发行新股的通行做法,其增发新股发行价一般接近于其市价,以清华同方为例,2000年完成了增发2000万新股的再融资方案,增发新股的价格接近50元,而截至2001年4月30日其收盘价不过43元,可见其中的风险,更谈不上激励作用了。

通过分析以上国内公司实行股票期权激励的三种模式,可以看到:以上的做法虽都绕开了法律法规的制约,具有一定的可行性,但都存在这样或那样的问题。

通过对已实施股权激励的公司的比较分析,我认为我国实施股权激励制度股票来源可有几下几种:

(1)新股发行预留。上市公司可向证监会申请一定数量的定向发行额度,持有股票期权的员工在行权时可按预定的行权价格认购该部分股票。该方式只要股票期权持有人行权,上市公司就必须发行新股供期权持有人行权,因此必然导致公司总股本数量的增加,进而产生稀释效应,这对于亏损公司而言则会产生负激励,故该方式的应用必须提高上市公司的门槛,同时在行权时会提高公司的每股净资产,并使得公司的资本结构发生改变。该模式对现行的法律框架修订较少,实施难度较小,可操作性较强。

(2)公开回购流通股。根据我国现行公司法,除回购注销外,上市公司不能回购自己的股份,因此,在实施时,可将用于股权激励计划的资金划入员工持股会,由他们或由他们控股的公司在二级市场买入公司股票,此方法操作简单,但成本太高,公司的付现压力极大,实施中必须考虑公司的经济实力。

(3)大股东转让。在不影响大股东控股地位的前提下,可由大股东承诺一个向认股权持有人转售公司股票的额度,以供将来行权,该方案的前提是这部分股票在向认股权持有人转售后可以上市流通。此方式必须经证监会批准,有相当大的政策难度。

(4)来源于送股计划。上市公司可以赠送股票作为对经理人员的奖励,此作法同样可以应用于股份期权计划。该方式只需获得公司股东大会决议通过,并不存在其他政策性障碍。如中兴通讯就实行了此方案。

(5)虚拟股票期权^[28]。如前所述,该方式中,经营者并不真正持有股票,而只是持有“虚拟股票”,其收入就是未来股价与当前股价的价格差,由公司支付;如果股价下跌,经营者将得不到收益。在上海贝岭的“虚拟股票奖励计划”中,公司并没有从股票二级市场上回购本公司股票以后再发给员工,而仅仅是在公司内部额外虚构出一部分股票并仅在账上反映而已。由于此种做法实际上并没有涉及到公司股票的买卖运作,绕开了“公司不得回购股票”的现实障碍,从某种意义上,解决了股票的来源问题。

(6)在上市公司实行配股进一步融资时,公司国家股和法人股股东往往没有足够的资金进行配股,但是其配股权是可以转让的,上市公司可以用自由资金受让配股权进行配股,形成股权计划的股份来源。这种做法只需得到公司董事会和股东大会的批准即可。

(7)国有股减持^{[4][16][31]}。当前,大股东(国有法人股)持股比例过大,内部人控制现象严重,不利于完善公司的治理结构,也不利于股市的长期发展,长此下去,会严重地损坏中国的企业和企业家阶层。如果能够制定一部国有股减持的法律,把国有股减持与建立社会保障体系和股权激励制度的关系以法律的形式规定下来,把国有股一分为二:一部分用于建立对经理人员的股票期权额度;一部分用于建立公司员工持股计划,这样做的效果非常明显。不仅解决了股权激励计划中的股份资金来源问题(减持的国有股),改善了公司治理结构,而且把减持的国有股变成相对规范的经理股票期权和员工持股,在一定时期内不能流通,既改变了国有股一股独大,使股权结构多元化,又不会对当前股市形成冲击,有利于股市

的长期发展,最后,有利于建立我国的社会保障制度,符合国际上通行的作法。国际上通常都是把员工持股计划和员工退休计划及社会保障计划结合进行的。总之,该方法能较好的解决目前的一系列问题,对于企业的产权制度改革,公司治理结构的改善,股权激励计划的有效实施以及我国目前股市的长期低迷困境的摆脱都有积极的意义。

2002年11月4日,经国务院批准,证监会出台了《关于向外商转让上市公司国有股和法人股有关问题的通知》,为促使上市公司股权结构多样化,完善现代企业制度建设积极不断地探索。国家股在场外向私营企业、上市公司管理层和外商转让还引发了一系列的问题。首先,未解决中国资本市场股权分裂、非规范化的固疾,且导致转让过程中,国家股和国家法人股的持股主体从代表国家的各级单位转到了民营企业、私人和外商的多元主体手中。这无疑会对过去政府承诺的全流通时会对流通股股东给予补偿设置障碍,增加不确定性。其次,这种转让并未使国家得到比在资本市场上用缩股^[22]等补偿方式转让给流通股股东更高的收入。再次,国家没有多得的好处,却没有让应该获得补偿的6000万股民受益,而且使得非流通股与可流通股“软性并轨”希望渺茫。如此而言,何不尝试把国有股减持制定成法律,并一分为二呢?

3.2.2 资金来源:

概括起来,在实践中职工持股的资金来源一般有以下几种^[3]:

(1) 现金出资:这是目前国内已有的试点企业职工出资的主要方式。

(2) 由公司非员工股东担保代借款:该种方式很可能由于缺乏法律依据,比如金融法规定,银行贷款不能用于投资股票而不被采用。

(3) 将公益金化为专项资金借给职工,借款利率由公司股东会或产权单位参照银行贷款利率自行决定。如深圳规定可将公益金化为专项资金借给职工,借款利率由公司股东会或产权单位参照银行贷款利率自行决定。

(4) 净资产增值奖励:如江苏规定国有企业改制后完成国有资产保值增值等相关指标的,经企业产权方和职工代表大会同意,可将净资产增值部分的10%折成股份用于奖励企业管理人员以及其他有重大贡献的企业人员。

(5) 专利专有技术折股。厦门规定可以用经有关部门确认的专有技术、专利等折价入股。深圳规定在一定条件下可将科技成果作价折股分配给有贡献的经营者和技术骨干。

(6) 工资奖金结余量化。如厦门规定企业可以把积存的公益金、福利基金、奖励基金等属于职工公共积累的资金按规定配给职工。

(7) 国有股减持。

3.2.3 激励对象及其业绩评价:

3.2.3.1 激励对象:

激励对象^[10]主要是指一项股权激励计划所授予的对象范围。在国外,股票期权的受益人已经不限于公司的经营者等极少数高级管理人员,而是兼顾了公司大多数员工,甚至外部董事和子公司员工利益也纳入到股权激励范围。在我国上海、深圳、武汉、北京四地对股票期权的试行方案,股票期权的受益人基本上还只是局限于公司董事长、总经理、副总经理等极少数高级管理人员。因为他们是影响公司业绩的主要因素。在国有上市公司对包括董事长在内的董事会成员实施激励,能够解决国有企业中所有者缺位问题,而且,我国上市公司经营权和所有权的分离很不明显,董事会中经理人员的比例相当高,平均达到 41.3%。董事会在经营决策方面具有重要影响。因而目前我国把股权激励的对象限定为公司的董事长,总经理、副总经理等少数高级管理人员是符合我国企业的实际的。

长远来看,由于企业内部各管理层间的信息不对称,为有效地发挥股票期权的激励作用,财务激励对象不应仅限于经理层,还应包括各层管理人员、技术骨干和各种富有创新精神的员工。但目前不宜扩大激励范围,可仿照我国香港企业的作法,逐渐扩大激励范围。

3.2.3.2 企业经营者的业绩评价

业绩评价是设计激励机制的一个基础环节,它不仅影响到激励机制的构建,而且影响到激励机制所带来的后果,影响资源配置。传统的绩效衡量指标大多从财务、生产、业务等三个容易量化的方面入手^[11],通常被认为是控制经理人行为与评价其过去业绩的主要工具。这种传统的指标体系只注重对经理人的成果考核,而忽略了具体的执行过程,这显然不能为经理层所接受,因为量化的指标受多种因素的影响(如经营环境的改变),有些并不能为总经理所能控制。而且,量化的指标只考核财务数据,不考核总经理的个人主观努力,不考虑其为实现预定目标所采取的行动,是片面的。

因此在设计考核指标时,应该是行为导向指标(主要是定性指标)和成果导向指标(主要是定量指标)相结合。

3.2.3.2.1 公司董事长的岗位职能说明和业绩评价指标体系设置

1、公司董事长的岗位职能说明

为了客观公正的评价公司董事长的经营业绩,必须先明确董事长个人的岗位职能。并据此确定业绩评价指标体系。董事长的职位说明可表述如下^[20]:

①领导董事会。建立管理董事会工作的程序(如同时担任总经理,遵守有外部董事制定的该程序);

②确保董事会充分履行其职能;

③安排全体董事会议,并同委员会主席一起协调安排各委员会的会议;

④依据董事的提议组织常规的和特别的董事会会议;

⑤确保供给董事会恰当的信息流,审查支持管理层提议的文件资料,确保有足够的前期准备时间对关注的问题进行有效地研究与讨论;

⑥监督准备和分发股东的代表权物资;

⑦通过向董事会成员分配专项任务帮助董事会完成它设定的目标;

⑧制定董事行为规范,并确保每一位董事都作出较大的贡献;

⑨充当董事会和管理层之间的联络员(如同时担当总经理,将此职权授予首席董事);

⑩与公司总经理一起,对外代表公司。与提名委员会一起,确保恰当的委员会结构;

根据环境和需要,履行总经理和整个董事会要求的其他职责。

2、企业董事长的业绩评价指标体系

(1) 定性指标体系(行为导向指标)的设计

定性指标的设计采用 360° 反馈评分法^[7],也就是参与公司董事长业绩评价的人员主要从其周围的各个层面选取,参与总经理业绩评价的人员可以是董事长本人、董事、总经理、专家顾问。评价指标的选取主要根据公司董事长的职位说明而定,具体如表

3.4 所示:

表 3.4 董事长个人业绩评价定性指标一览表

评价指标	期望值	得 分		
		董事	总经理	专家 顾问
领导	领导董事会。建立管理董事会工作的程序, 确保董事会充分履行其职能			
经营理念	理解并确定公司的信念、价值观、经营理念、使命、战略计划和业务计划, 并在一年中的关键问题上反映			
战略规划	确保长期战略的发展, 设立满足公司各利益相关人需要的目标和计划, 确保持续、及时地向战略目标推进, 获取并按战略目标分配资源			
日常管理	安排全体董事会议, 并同委员会主席一起协调安排各委员会的会议, 依据董事的提议组织常规的和特别的董事会会议			
与董事会、董事的关系	向董事会成员分配专项任务帮助董事会完成它设定的目标。制定董事行为规范, 并确保每一位董事都作出较大的贡献			
沟通	确保供给董事会恰当的信息流, 审查支持管理层提议的文件资料, 确保有足够的前期准备时间对关注的问题进行有效地研究与讨论。充当董事会和管理层之间的联络员			
对外关系	确保公司恰当地为社区和行业的健康发展做出贡献, 在社会活动中代表公司。与公司总经理一起, 对外代表公司。与提名委员会一起, 确保恰当的委员会结构。			
合计 X				

(评价标准: 5 分制。 1: 远低于期望值; 2: 低于期望值; 3 : 符合期望值; 4 : 高于期望值; 5: 远高于期望值。)

(2) 定量指标的选择

定量指标的设计主要采用关键业绩指标法 (KPI)^[7]。这是在现代企业中受到普遍重视的方法。评价业绩的成果指标有多种, 试图对每一项都加以考核, 不仅操作起来困难, 而且由于主次不分, 也难以取得好的效果, 因此, 应该选取关键性的指标, 数量不多, 这就能抓住评价的重心。

对于董事长的定量指标体系的选择可从公司的盈利情况、筹资情况、投资情况三个方面评价^[39]。①盈利评价。由于企业各年的经营基础不一样, 因此设置评价指标时应考虑到前一年度的盈利情况, 这里选用一些动态指标, 如资产增长率、净利润增长率、主营业务增长率、营业利润增长率等。鉴于董事长是从总体的高度指导运营, 并不负责具体的运营业务, 因此, 可选用的指标主要有: 总资产增长率、净利润增长率。②筹资评价。筹资评价围绕筹资成本和债务偿还两方面进行, 企业可以通过长期借款、发行债券、股票、保留盈余等方式获得发展所需资本, 一般的, 董事长仅对企业的长期筹资负责, 因此, 这里选用长期资金组合的综合资金成本指标。债务的偿还: 就董事长而言, 筹资方式多种多样, 在具体考虑筹资方式时, 应侧重考虑企业财务结构的稳健程度及所有者权益对债务风险的承受能力, 这方面的指标主要有产权比率, 有形净值债务率, 由于有形资产是企业偿债的主要源泉, 因此, 这里选用有形净值债务率。③投资评价。投资评价主要从投资效率和投资效果两方面评价: 公司的资本性投资主要分固定资产投资, 长期对外投资, 科研开发投资三种, 其效率方面评价指标可选用增长率指标, 如固定资产增长率, 科研开发费用增长率; 效果方面的评价指标可选用收益率, 如长期投资收益率, 创新产品销售比率, 维护费用率。为了清楚起见, 把对董事长业绩评价所设计的定量指标用表 3-5 表示:

表 3.5 董事长个人工作绩效评价定量指标一览表

评价内容	评价指标	实际值	满意值 (标准值)	满意值 (实际值/ 标准值)	得分
盈利 评价	总资产增长率				
	净利润增长率				
筹资 评价	综合资金成本 有形净值债务率				
投资 评价	固定资产增长率				
	科研开发费增长率				
	长期投资收益率				
	创新产品收益率 维修费用率				
合计 Y					

(满意值的确定可参考竞争对手的标准, 行业标准或企业的历史标准, 满意值设定为 5 分)

3.2.3.2.2 企业总经理的岗位职能说明及业绩评价

1、企业总经理的岗位职能说明

成功的业绩评价取决于对业绩期望的共同理解, 取决于劳资双方的有效沟通^[20]。根据《经理人杂志》的一份调查报告显示, 目前经理人的疲劳指数主要体现在: 公司缺乏诚信; 预定的工作目标过高; 公司发展不明确; 人才流失严重; 付出与收入比例失调等。所有这些都与公司董事会和总经理之间沟通是否有效有绝对的关系。每个董事会都应考虑制定一套总经理的职位说明, 并且应包括以下几个方面内容: 道德观, 惟有合乎道德的标准的领导才可能长期有利于股东财富的最大化, 董事会应该明确公司总经理是否通过示范高度伦理观、诚实、公平与勇气的价值观奠定公司的基调? 其行为是否与总经理这一职位相称; 公司远景规划, 公司总经理是否已经明确提出了富有商业意义的公司远景并在运营计划中予以反映; 领导水平, 主要指总经理的领导风格是否适合公司需要, 强有力的领导班子的组建, 管理层团队精神及人才的合理流动; 达到公司业绩目标

的能力，虽然公司的财务业绩不是衡量总经理业绩的唯一方法，但二者是相互联系的，目标定的是否合理，总经理为实现公司的长、短期财务及运营目标应采取哪些行动；继任计划；与股东的关系；与利益相关人的关系和与董事会的关系等。

在充分考虑上述内容的基础上，经过总经理和董事会的共同认可，可对总经理的职位说明作出以下客观、合理、公正的描述^[20]：

- ①能够营造一种促进道德行为、鼓励个人正直和承担社会责任的企业文化；
- ②维持一种有助于吸引、保持和激励在各个层次上有最高素质员工组成的积极、道德的工作氛围；
- ③为公司制定能创造股东价值的长期战略与远景，并推荐给董事会；
- ④制定能支持公司长期战略的年度业务计划和预算，并推荐给董事会；
- ⑤确保公司日常事务得到恰当管理，持续努力实现公司的财务和运营目标；
- ⑥确保公司在行业内占有并保持令人满意的竞争地位，公司提供的产品或服务的质量和 value 不断提高；
- ⑦确定公司有一个在总经理领导下的有效的管理队伍，并有一个积极的管理队伍发展、换届计划；
- ⑧与董事会合作，确保有一个有效的总经理职位的继任计划；
- ⑨制定并监督公司重大政策的实施；
- ⑩担任公司的主要代言人。

2、企业总经理的业绩评价指标体系

(1) 定性指标体系（行为导向指标）的设计

定性指标的设计采用 360° 反馈评分法，也就是参与总经理业绩评价的人员主要从其周围的各个层面选取，参与总经理业绩评价的人员可以是董事长、董事、各副总经理、专家顾问。评价指标的选取主要根据公司总经理的职位说明而定，具体如表 3.6 所示：

表 3.6 总经理业绩评价定性指标一览表

评价指标	期望值	得 分		
		董事 长	副总 经理	专家 顾问
领导能力	领导公司并确立一个被充分理解、广泛支持、一贯应用和有效实施的经营理念			
长期战略	确保长期战略的发展, 设法满足股东, 顾客、员工和利益相关人需要的目标和计划, 确保持续地、及时地向目标推进, 合理分配资源			
财务成果	设立适当的年度和长期财务目标并设法持续地实现这些目标, 确保有适当的财务体系来保护资产和维持对运营的有效控制			
继任计划	开发、吸引、保持、激励和监督一个有效的能实现目标的高层管理队伍, 为管理层的换届继任提供人才			
人力资源	确保有效的选才、育才、用才、留才计划, 确保有效的人际沟通方案并激励其实现目标			
沟通	担当主要代言人, 与股东和利益相关人进行有效沟通			
对外关系	确保公司恰当地为社区和行业的健康发展做出贡献, 在社会活动中代表公司			
与董事会的关系	与董事会密切合作, 使他们了解公司发展的各个重要方面。为董事会治理, 构成提供方便。实施董事会的政策并向董事会提供建议			
未来一年的关键挑战	确定未来一年将遇到的挑战并确保能够采取必要的措施			
合计 X				

(评价标准: 5 分制。 1: 远低于期望值; 2: 低于期望值; 3: 符合期望值; 4: 高于期望值; 5: 远高于期望值。)

(2) 定量指标（成果导向指标）的选取

根据中国企业家调查系统 2000 年的调查结果，在各类性质的企业中，绝大多数都把利润额、资产保值增值率、营业收入作为企业经营者业绩考核的指标。本文中指标体系的设置充分考虑了上述调查结果，设计定量指标体系如下^{[9][10]}：

表 3.7 总经理个人定量指标体系一览表

评价指标	实际值	满意值 (标准值)	系数 (实际/满意值)	得分
净资产收益率				
资产保值增值率				
销售收入增长率				
库存及应收帐款周转率				
合 计 Y				

(满意值的确定可参考竞争对手的标准，行业标准或企业的历史标准，满意值设定为 5 分)

净资产收益率是反映企业经济效益的最重要指标之一，它不仅在一定程度上反映了成本费用对利润的影响，而且能够反映企业投资的收益率和企业价值变动情况，从而能对企业生产经营作出切实评价，可以促使企业追求利润最大化。销售收入增长率不仅反映了企业销售收入的情况，而且也反映了企业主要产品的市场占有率。库存及应收帐款周转率能够补偿经营现金流量指标缺乏历史数据的现实。

3.2.3.2.3 财务副总经理业绩评价指标体系

1、财务管理人员职能与定性指标体系设计

目前，在我国大多数公司制企业中，财务管理人员直接负责企业日常的财务管理工作，该职位需要具有较高的业务素质和思想品质，并应具备较强的协调企业内外（财务）关系能力。

(1) 积极、主动地为公司董事会科学决策和经营班子加强企业经营管理提供咨询参考

无论是公司的经营决策还是投资决策，都需要有一个强有力的决策支持系统，即会计信息系统。在决策中，对于像机会成本、差别成本等成本概念的应用、量一本一利相互关系的分析、投资回报率与内部收益率等指标的应用以及现金净流量及其现值的衡量计算，特别对于 EVA（经济增加值）理念的引入，等等，都是财务管理人员在董事会作出决策前可以提供的专业咨询参谋意见。除此之外，还可提供可用于决策的非财务信息。如投资项目对环境保护的影响程度及其产生的为保护环境而发生的有关成本、决策实施后市场占有率的状况以及对其会产生影响的有关因素、决策前企业技术创新与管理创新的现状及作出决策后的发展趋势、国家有关经济政策的变化走向等。这些财务信息与非财务信息，对于保证决策的科学性是极其有用的。此外，在企业战略决策、资本经营、新产品的选择与投入以及人力资本的开发与管理等方面发表许多有价值的看法。

(2) 向与公司相关利益者提供真实、完整、正确、及时的财务信息并与他们进行各种方式的沟通、协调

①与股东的关系。股东是公司的出资人和所有者，根据这一根本性质，财务管理人员有责任和义务，真实、完整、正确和及时地向他们（现实的股东和潜在的股东）公开披露公司的财务信息，“不做假账”，原原本本地汇报公司的经营情况和财务状况，使他们作出准确的投资决策。心中时刻想着股东的利益，想着怎样把股东们提供的资本安全地经营好（保值），并使得资本效益最大化（增值），以给股东满意的回报。

②与债权人的关系。公司的债权人各种类型，但其中最主要的是与公司具有借贷关系的金融机构和拥有本公司债券的持有者。根据这一性质，财务管理人员有责任真实、完整、正确和及时地向他们公开披露公司的财务信息，即公司的长、短期偿债能力，使他们做出正确的信贷决策。

③与其他利益相关者的关系。这一类关系中有政府财税部门、会计师事务所等社会中介机构、中国证监会及其派出机构，等等。财务管理人员向财税部门提供经营过程及其结果等财务信息，以便他们检查自己已依法纳税，履行光荣纳税义务的情况；向会计师事务所、资产评估公司等社会中介机构提供公司全面的财务信息，以便他们鉴证公司经营情况与财务状况的合法性、公允性和一致性以及对公司资产价值的正确确认；向中

国证监会及其派出机构提供财务信息，以便他们站在监管部门的角度和中小股东的立场上对公司的经济行为进行有效的监督与帮助。

对这些利益相关者，除了为其提供真实、完整、正确、及时的财务信息外，还要通过提供信息的过程，与他们保持各种方式的沟通、联系与协调，取得他们的理解、支持和帮助。

(3) 向外融资并做好资金的调度与监控

无论是一个成长发展中的企业，还是一个成熟的企业，资金资源都是很重要的，作为财务的负责人很重要的职能就是为企业筹集资金。融资的成本，途径和资金的结构是否达到最佳，都与财务负责人员有直接的关系。

作为财务负责人，除负有向外融资的任务外，还义不容辞的负有领导财务部门进行科学的资金调度与监控的重任。科学、如实地资金预算，一切按资金预算办事；清理多余的银行账户必须彻底，不允许存在账外账户；资金按期、有偿调度使用；通过企业资金的流入与流出情况，深入了解企业的生产经营活动是否正常、投入产出是否合理、经济效果是否显著、偿债能力是否足够、货币资金回笼是否正常。

(4) 企业内部财务管理和资本运作

①建章立制，加强企业内部控制，以科学、严密的管理制度来规范企业的财务行为。严格的规章制度和管理手段，可以营造管理有序的生产经营环境，才能确保经营管理的健康发展。对于上市公司，尤其要在遵守市场经济的游戏规则，遵守经济运行的客观规律，遵守国家的有关法律、法规的前提下健康稳定地成长。为此，财务负责人首先要有清醒的认识，深谙规范经营是公司得以发展的生命线的真谛。要从公司规范的要求和长治久安的战略高度，制定包括资金管理、投资管理、成本管理、内部控制等在内的一系列规章制度来约束企业的各项财务行为。

②加强成本管理。对于一个企业来说，控制与降低成本是一个永恒的主题。作为财务总监，要督促各成本中心紧紧抓住降低成本这条主线，走技术与经济相结合的路子，不断挖掘降低成本的潜力。要采用现代化的管理手段与方法，改善配比结构、提高材料利用率、降低能耗、减少各项费用。财务管理人员对此应提出自己的职业意见，发挥自己积极的作用。

③积极为资本运作出谋划策。一是要研究影响资本运作成败的各种因素，防范风险。要计算投资的预期收益水平，预测投资的风险、投资成本、融资条件、投资管理及投资环境等。二是预测最优筹资方案，取得综合筹资效益。三是合理配置和有效使用资金。四是实行财务分析，考评资本经营绩效。

2、财务经理业绩的定量指标体系评价

财务管理是搞好资本经营的真正主角。因为规范化的财务管理可使资本经营迈向市场化、国际化。企业财务管理的主要任务：建立健全企业财务管理制度，做好各项财务收支计划、控制、核算、分析和考核工作，依法合理筹集资金，有效利用企业各项资产，努力提高经济效益。因此，对其工作绩效的定量评价主要围绕两个方面：资金筹集和资金管理^[44]。

(1) 资金筹集评价可针对资金筹集的数量、成本、风险进行。其中，筹资数量的评价指标可设为现金充足率，资金成本可用资金成本率评价，筹资风险可用利息保障倍数评价。(2) 资金管理^[24]包括固定资产管理和流动资产的管理。固定资产管理最终应取得两方面的成果，一是保持设备良好的技术状况，二是使维修费用支出最经济，其评价指标可选用设备完好率，设备故障率，维修费用率；对流动资产的管理，就财务经理而言，主要应是对现金、应收账款的管理，其评价指标可采用周转率指标，如现金周转率、应收账款周转率^[39]。

3.2.3.2.4 指标权重的设置、总分计算及评价

指标权重的设置非常重要，它是整个评价的基础，如果权重确定不当，将影响对被评价人员的评价。由于本评价指标体系所涉及的评价指标对不同企业来说，其重要性是不同的；即使对同一企业，在企业发展的不同阶段，其重要性也是不一样的。因而没有统一的指标权重确定方法。通常的做法是：采用层次分析法(AHP)确定权重。

为了评价上的方便，把总分设定为 10 分。上述个人业绩评价指标体系共包括多项指标，按标准总分为(X+Y)分，定性指标体系总权重设为 W_A ，定量指标体系总权重为 W_B 。在确定了各个指标的权重后，上述个人的业绩评价总得分可表示为：

$$(W_A \times (\sum \text{每个定性指标权重} \times \text{实际得分}) + W_B \times (\sum \text{每个定量指标权重} \times \text{实际得分})) \times 10 / (X+Y)$$

对于业绩考核的总得分,按分值设定为5个等级,分值所在的等级越高,说明其业绩越好。具体分级如下表:

表 3.8 公司个人业绩得分等级一览表

业绩评估得分	0~1	2~3	4~6	7~8	9~10
岗位级别	1 级	2 级	3 级	4 级	5 级
评价描述	差	较差	中等	良好	优秀

3.2.4 授予数量

公司在设计股票期权计划时,对于股票期权数量的确定一般分为三步:一是确定公司一段时期内执行股票期权计划所需授予的股票期权总量;二是结合每年具体业绩确定每年应授予的股票期权数量;三是将当年可授予的股票期权数量具体到每个股票期权获受人。

3.2.4.1 股票期权总量的确定

公司经营者拥有多大比例的股权对公司资产价值最有效率?理论界存在着两种假说^[5],即利益趋同假说和防御假说,利益趋同假说指出公司的管理层持有的股权与公司的价值之间存在着一种持续的正相关关系,而防御假说指出公司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指出当管理层股权超过股本总额的 5%时,其增长就会助长防御敌意收购的能力,当股权上升到股本总额的 5%~25%之间时,防御效应就会逐渐淹没刺激效应,造成公司资产市场价值下降,当这一比例超过股本总额的 25%时,公司管理层就可以得到充分保护,内部人控制问题突出,从而会对公司股东利益造成伤害。因此,认股权赠与数量过多或过少均对公司不利,应尽量控制在股本总额的 5%~25%内。这也就是股权数量通常都规定上限的原因^[49]。

西方发达国家确定股票期权数量的过程大致如下:根据公司扩股计划,经股东大会批准,在公司历次增资扩股时预留一部分普通股作为公司股票期权备用股份,基本保证每年用于公司股票期权计划的比例为公司全部普通股 0.5%~1%,期权的有效期为期权协议书签定后的 10 年以内或员工离职之前。香港联交所对股票期权的规模包括两个层次的限

制规定:一是在指定的连续十年期间内,股票期权计划所涉及的股份总数累计不得超过总股本的 10%,(后调整为 30%),二是每名参与人可获得的股票期权数量不得超过该计划总数的 25%^[48]。

从西方发达国家和香港确定股票期权累计数量上看,基本没有数量的限制,每隔一定年度(一般为 10 年)滚动确定一次。从我国的情况来看,由于上市公司大部分股票为国有股或法人股,不能流通,因此以总股本的 10%作为上限不太合适,因为这样会对流通盘较小的公司股票价格影响巨大。具体来说,由于我国证券市场的不成熟,公司法人治理结构不完善,股东的制约作用尚不强大,公司管理层持股与公司业绩并不相关,因而可参照香港模式,设定股权总量的上限,并允许公司突破上限。但最终股权的发行数量及占总股本的比例应由股东大会决定。

3.2.4.2 当年应授予的股票期权数量

确定了公司执行股权激励计划所需的股票期权总量后,如何把他们划分到各年?美国上市公司的作法较有代表性,他们为了保证公司治理结构的合理性,一般会按需要滚动的、均衡的向高管人员发放股票期权,1997 年度美国各行业的上市公司股票期权的年发放量一般在总股本的 1%~2%^[18]。

表 3.8 1997 年度美国各行业的上市公司股票期权的年发放量占公司总股本的比例

行业/百分比	行业/百分比	行业/百分比	行业/百分比
制造、零售业/1.0	食品和饮料/0.9	电子/2.5	金融/0.9
汽车/1.0	工业制造/1.2	娱乐/1.9	银行/0.8
化工/0.9	零售/1.9	出版/1.6	保险//1.0
消费品/1.5	运输/1.4	软件/2.7	混合金融公司/1.8
能源/0.4	信息技术/1.8	通信/1.2	

(资料来源:KPMG PEAT MARWICK 调查资料)

理论上,可以借助金融学上的股票期权定价模型先估算股票期权的价值,通过其与股权约定价格的关系倒挤出年股票期权数量。Black&Scholse 期权定价模型是目前国外较普遍选用的期权定价公式。该公式的方程为:(假设不存在红利的情况下)

$$C = SN(d_1) - Xe^{-rt}N(d_2)$$

$$d_1 = \frac{\ln(S/X) + (r + 0.5s^2)t}{s\sqrt{t}} \quad d_2 = d_1 - s\sqrt{t}$$

其中：ln=自然对数；C=看涨期权价格；S=当期股票价格；X=协议价格（即期权的行权价）；r=短期无风险利率；e=2.718（自然对数为1）；t=距到期日所剩的时间（用年的部分表示）；S=股票价格标准差，可以通过历史数据的统计资料来取得；N(·)=累计正态分布。N(·)的值可由正态分布函数获得。

在确定了当年可用于期权奖励的基金数额(A)后,便可得出当年可授予的股权数量Q,
 $Q=A/C^{[49]}$

需要注意的时,一方面由于 B-S 模型的假设前提过于理想,使得计算的结果有失正确,另一方面,当公司长期战略发生改变,影响到被激励对象的收入(而这并不是其所能控制的)时,或公司总股本发生改变时,以及公司年度利润调整时均须对上述计算结果进行修正。

3.2.4.3 个人可获得的股票期权数量

确定了当年可授予的股票期权数量后,如何将其分配到个人?由于每个股权获受人的任职条件、岗位责任、管理责任、劳动强度、承担风险都不尽相同,对公司的贡献度不同,因此必须建立个人的业绩评价指标体系档案及岗位评价系数,根据上述两系数确定个人可获得的股票期权数量。从原理上说,个人的报酬水平和工作业绩,是计量和决定个人股票期权数量的基本因素。但在现实中,由于工作业绩较难判定,故情况比较复杂。

个人股票期权数量的计量和决定的方法,主要有三种^[27]:

(1)直接决定法。即由股东会议直接规定或决定每个经理人的股票期权数量,而不通过计量模型来讨论这种决定是否合理。这种方法的好处是简单明了;不足在于可能不利于合理协调各个经理人员间的股票期权利益与其工作业绩的关系。

(2)未来价值法。即依据经理人员的个人年薪和股票期权到期时的市价来计算各个经理人员应获得的股票期权数量。具体计量方法是,先假定股票期权到期时公司股票市价,该价格减去行权价后得出每个经理人员所获得的每股收益,然后用总期望收入去

除每股收益，得出应授予的股票期权数量。例如，假设某公司股东向一经理人员授予股票期权，授予日股票市价为 20 元，预期 10 年后股票期权到期时的市价将为 120 元，股东希望该经理在股票期权到期日能从该计划中获得相当于其年薪（10 万元）的 70% 的收入，由此，应授予该经理人员 $10 \text{ 万} \times 70\% / (120 - 20) = 700$ 股期权。这一方法的好处是，各个经理人员所得到的股票期权将依据其年薪的不同而拉开档次，在一定程度上体现了他们各自的工作业绩差别；不足在于，股票期权到期时的公司股价不易把握，同时，如果年薪不能充分反映各个经理人员的工作努力程度，也容易使股票期权的授予比例不合理。

(3) 现值法。即将股票的未來价值折现为当前价值，然后，计算每个经理人员应得股票期权数量。此外，国外一些公司对经理人员获得股票期权数量也还有最高数量限制或资格限制。例如，有的公司规定，任何持有公司已发行股份 5% 的经理人员，原则上不再享有获得股票期权的权利。

此外，根据股权激励对象的业绩评价分值也可计算出其个人可获得的股票期权数量。

$$Q_{ij} = Q_i \times \frac{d_{ij}}{d_i} = \frac{Q_i}{\sum_{j=1}^n x_j} \times x_j \times \frac{d_{ij}}{d_i}$$

$$\text{其中: } Q_i = Q \times \frac{D_i}{D}$$

$$x_j = \frac{\text{第} i \text{ 人的业绩分值} \times \text{其岗位系数}}{\text{所有对应股票期权获受人的业绩分值与其岗位系数之积的合计}}$$

这里： Q_{ij} ：第 i 年第 j 人可获得的股票期权数量

Q_i ：第 i 年授予的股票期权总量

x_j ：第 j 个人的贡献度

n ：公司股票期权获受人的总人数

Q_{ij} ：第 i 年第 j 人实际获得的股票期权数量

Q_i : 第 i 年公司实际授予的股票期权总量

d_{ij} : 第 i 年第 j 人个人业绩评价值

d_{ij} : 第 i 年第 j 人个人业绩目标值

D_i : 第 i 年公司业绩评价值

D_i : 第 i 年公司业绩目标评价值

通过上述设计, 使得每个经营者实际获得的期权数量与个人业绩、企业业绩联系在一起, 这样就能在经营者中起到激励优秀人员的作用, 那些对公司贡献大的经营者, 就会获得更多的股票期权。

贡献度 x_j 也可表述如下:

$$x_j = \frac{\text{第 } j \text{ 人的业绩分值} \times \text{其岗位系数}}{\sum \text{对应股票期权获受人业绩分值} \times \text{对应岗位系数}}$$

以上所确定的股票期权数量, 仅仅是公司计划当年可授予个人的股票期权数量, 究竟个人是否可以全额得到, 还要视个人的表现、公司的业绩而定。总体思路是这样的: 假如公司当年业绩比较好, 那么, 公司当年实际授予的股票期权总额占计划总额的比重就大一点; 如果个人表现比较好, 那么, 他当年实际获得的股票期权数量占可获得数量的比重也要大一点。具体来说, 当个人和公司业绩表现都非常好时, 个人获得的股票期权数量是最大的; 相反, 二者表现都非常差时, 个人获得的数量是最少的; 如果个人的表现很不错, 但公司当年业绩却很不理想, 那么, 他实际获得的股票期权数量就会比公司业绩好的情况下少的多; 如果公司当年业绩不错, 但个人表现却不理想, 那么, 他实际获得的股票期权数量就会比个人表现好的情况下少的多。这样设计, 即考虑了团队精神, 强调部门间的协作发展, 防止各扫门前雪, 又强调了个人因素, 使其努力和报酬成正比。

对我国的上市公司来说, 一方面, 股市运行尚不规范, 预测股票期权到期时的市价极为困难; 另一方面, 公司运行在诸多方面 (包括年薪制) 受到非经济因素的影响。因

此,具体选择何种方法来计量和决定经理人员的股票期权数量,应由股东会议根据公司实际条件确定。

3.2.5 行权价格及时间

3.2.5.1 行权价格

3.2.5.1.1 行权价格综述

行权价定的是否合理,关系到激励是否有效,期权价格的确定按一般规定,不得低于股票期权赠与日公开市场上的普通股的每股市价。美国国内税务法规定,期权价格不能低于期权赠与日的公平市场价格,对于公平市场价格,不同公司有不同的规定,有些公司规定为赠与日前一交易日收盘价,也有些公司规定为赠与日最高价与最低价的平均价,对于拥有公司控股权 10%以上的高管人员,经股东大会同意,其行权价必须高于或等于公平市价的 110%。

其实,在我国,对于期权行权价格的确定,总是会存在着这样那样的矛盾^[26],比如,(1)在政策上,没有一个统一可执行的“国家标准”,不像美国有税法规定。看来,期权计划的国家标准是问题的基础。(2)如果把行权价定为公平市价,则公平可能被人为的操纵所扭曲。如:在可预期的赠与日前,人为操纵公司利润,谋求股价下行,以便获得一个较低的行权价;相应地,在行权阶段,公司内部人又可能会谋求股价的上升,简单的市价原则可能摆脱不了人为操纵问题。(3)如果把行权价定为发行价,其合理化程度会受到两个因素影响:一是发行定价的市场化程度,如果发行价不能按市场原则确定,则偏低的发行价会导致期权激励效果的弱化;二是赠与日与发行日一致,要求期权设计与改制上市同时进行,期权计划应得到政策方面的许可。

为了将公司的业绩指标与行权价联系起来,行权价也可以被设计为一种可变的行权价^[32]。这种行权价格将被根据未来时期特定的财务指标的变化而变化。其激励的逻辑是:期权获受人的表现愈佳—其导致的特定财务指标增长愈快—其期权的行权价愈低—其期权市场价格与行权价的价差愈大—其获利愈多—其激励效果愈好。

目前,世界上股票期权定价的方法主要有三种:一是现值有利法,即行权价低于当前价;二是等现值法,即行权价等于当前价;三是现值不利法,即行权价高于当前价。

在香港,有关法律条款中规定认股价由董事会确定,但价格必须不少于股份与紧接股权授出日前五个交易日在联交所的平均收市价的 80%或股份之面值(以较高者为准),显然这是对现值有利法的一种低限限制,至于采用三种方式中何种,则由公司自己定。

由于我国资本市场的弱有效性,加之股票期权还处于探讨性阶段,公司经营的体制环境不太宽松,经理人无法行使完全应有的控制权,因此适宜实行现值有利法。公司期权的行权价格的确定可依据以下原则^[3]:

(1) 为了防止经理人利用信息降低股价,股票期权的行权价格不得低于可股权授出日前 30 日收市平均价的 85%(根据证券公司统计);

(2) 以每股净资产为基础适当溢价;

(3) 计算市盈率定价;

(4) 以上市公司初次上市时 IPO 价格为基础适当溢价。

3.2.5.1.2 可实用于我国的确定股票期权行权价格的方法

在我国,由于资本市场呈现弱有效性,股票市场上的各种噪音对股票价格影响很大,股票市场并不稳定,且长期以来走势低迷,以市价法确定股票期权行权价格,并不一定能给高级管理人员带来利益,反而会由于种种客观因素影响到其正常的经营活动。另外,我国许多公司尚未上市,这些公司的股票并不能在证券交易所公开挂牌交易,要取得这些股票的市价是不太容易的。因此,市价法是不太适应我国国情的^[37]。我国的公司确定股票期权的行权价格时,最好能综合考虑各方面因素,制定出切实可行又能实现激励目标的行权价格。下面简单介绍几种可行的方法。

1. 综合性指标法

根据有效市场理论,上市公司的股票市场价格是能正确反映公司真实价值的。但由于众所周知的原因,我国股票期权行权价格的制定不能完全根据股票市场价格,对上市公司而言,可参考公司所处的行业特点及其具体情况,对股票市场价格进行合理的调整;对于非上市公司,可选择合适的财务指标为基础确定行权价格。

(1) 财务化行权价格

财务化行权价格综合考虑授予股票期权时的股票公平市值(如果有)和财务指标,只有当财务指标高于某一标准水平或一揽子同类企业水平时,才能行权,在行权时根据

财务指标的变化相应调整行权价格，以分离管理人员经营业绩与资本市场弱有效对股票市场价格的影响。

一般情况下，选择每股净资产作为财务化行权价格的确定基础，对于上市公司，再以市净率进行调整，即：

上市公司：行权价格=授权时每股净资产 $\times(1+i)^n$ \times 行权时的市净率

非上市公司：行权价格=授权时每股净资产 $\times(1+i)^n$

其中， i 代表无风险利率， n 代表行权期。一些成长性特别好的公司，可考虑用行业平均增长率代替同期无风险利率，也可以根据公司的具体情况，选用主要竞争对手的增长率、公司预期增长率为标准。这样做的目的，是使奖金向有突出贡献的高级管理人员集中，增加激励强度。

用这种方法确定行权价格的优点在于：行权价格与行权时的股票市价保持同比例增减变动，避免了传统的固定行权价格随着时间的推移而产生的不适宜性。如：行权时，股市低迷，股价徘徊不前，甚至缩水厉害，依照传统的价格，股票期权获受人此时行权，其收益会大大减少，或者根本不能行权，这会打击股票期权获受人的积极性，不利于公司的发展。而财务化行权价格会随着股价下跌保持同比例降低，只要约定日的每股净资产按约定的增长率增长后仍能少于行权日的每股净资产，股票期权获受人总是有利可图的。但是，在按固定行权价格也可行权的情况下，按固定行权价格行权的收益要比按财务化行权价格行权所获收益大。由此可以看出，按财务化行权价格行权，收益较稳定，受股市的影响相应较少，对股票期权获受人而言，风险也相对较少。该法比较适合传统行业的公司，包括上市公司和非上市公司。特别是非上市公司，可顺利实现上市前约定价格到上市后约定价格的转变，避免以后上市时由于行权价格计算口径不一致引起的麻烦。

(2) 指数化行权价格

指数化行权价格综合考虑授予股票期权时的股票公平市价和股票指数，在行权时根据股票指数的变化相应调整行权价格，以分离经理人员经营业绩和行业综合因素对股票市场价格的影响。

一般选用股票指数作为调整指数来确定行权价格。这里可以看出，指数化行权价格是仅适用于上市公司的，其行权价格可表示为：

$$\text{行权价格} = \text{股票期权授予时的市价} \times \text{股指增长率}$$

指数化行权价格在一定范围内剔除了股市因素（主要是指那些对全行业都有影响的因素）对经理人员业绩的影响，使行权价格比较客观、公正。但使用股票指数作为调整指数确定行权价格存在一个很明显的缺陷，即：就整个大市而言，股票指数并不难设定，然而，大市的指数往往不能确切的反映某个行业、某个企业的业绩情况，如，美国标准普尔 500 指数上涨，但诸如钢铁、建材、环保、造纸等产业却相对业绩不佳，因此，最好用同行业其它公司的股价，也可以是同行业中表现最好的公司、主要竞争对手的股价重新构造一个新的股票指数，根据这个重新构造的股票指数对股票价格进行调整。这样，只有经理人员在使本公司股票价格相对于其他公司股票价格而言上升时，他才能从中获利。对于有些实行多元化经营的公司，在确定其经营主业时可能会遇到困难，相应也不易构造合理的股票指数，因此，指数化行权价格不适于多元化经营的公司，这类公司可考虑选用财务化行权价格^[36]。

(3) 财务及指数化行权价格

财务及指数化行权价格综合考虑授予时的股票公平市值、股票指数及财务指标，只有当财务指标高于某一标准水平或一揽子同类企业水平时，才能行权，在行权时，根据股票指数和财务指标的变化相应调整行权价格。

$$\text{行权价格} = \text{授权时每股净资产} \times (1+i)^n \times \text{行权时的市净率} \times \text{股指增长率}$$

可以看出，财务及指数化行权价格法是前两种方法的综合，它基本上剔除了系统风险对公司股价的影响，同时，也提高了对经理人员的要求，增加了激励强度。而且，这种方法与指数化行权价格一样，仅适用于上市公司，尤其适于已过投资期、稳定发展，且整个行业股市动荡情况下的公司。该法当然也兼有前两种方法的优点及缺点，这里不再一一说明。

以上三种综合性行权价格有一个共同的缺点，即以股票期权到期日的股票市价为标准，与约定价格相比较确定收益，这给股票期权获受人舞弊提供了极大的可能性。为了获得更高的收益，不能排除股票期权获受人有在股票期权到期日前一小段时间内通过散

步一些假的利好消息、甚至和机构投资者合谋提高股价的动机。要消除这一弊端，做好有关股票期权的信息披露是必要的^[38]，公司授予股票期权时，应对本次授出股票期权数量、主要获受人的姓名、获受数量、占总授出股票期权数量的比例等进行详细披露；股票期权到期时的信息披露包括：在每一季度结束后的两个工作日内，向社会公布本季度经理人员行权的情况以及因经理人员行权所引起的公司总股本、股权结构的变动情况，同时公布下一季度经理人员持有股票期权的到期情况等。

为什么这样做可以某种程度上消除弊端？关于这个问题，可以从博弈论的角度分析。对经理人员而言，操纵股价可能有两个结果：被惩罚或不被惩罚。第一种情况下，经理人员显然不会操纵股价。第二种情况下，如果经理人员预期到操纵股价不会被惩罚，则经理人员可能会操纵股价，但由于经理人员行权是分批行使的，假如经理人员某次操纵股价获益，而事后投资者发现股价并没有相应的业绩支持，则在以后的行权期内，理性的投资者对经理人员为了行权而操纵股价的企图必先觉察，这样，经理人员在以后的阶段中就不能通过操纵股价获取收益。在这样一个投资者和经理人员的博弈模型中，由于存在重复的博弈，经理人员在预见其操纵股价的举措至多只能欺骗投资者一次后，其决策将会发生变化，一般而言，一次操纵股价的获益是有限的，而且经理人员操纵股价被发现后，将来可能出现公司真实业绩改善而投资者（市场）仍不给予相应评价的情况。因此从理性的原则出发，经理人员即使明知可以操纵股价也很可能选择放弃操纵，或者说，由于存在重复博弈，经理人员操纵股价的动机被大大弱化了。实际上经理层名义上不持有（但通过他人持有）公司股票时，经理层更容易存在操纵市场的冲动。因此，如果存在严格的信息披露制度，经理人员在行权前操纵股价的问题从一定程度上是可以缓解的。

2. 净现金流量法

净现金流量法又称未来获利还原法，是用公司整个寿命周期内的现金流量，以货币的时间价值为贴现率，计算出公司的价值。这一价值包含了对公司未来发展的预期，主要适用于当前规模较小但未来增长潜力大的公司。

净现金流量法必须考虑以下几个影响因素：现金流量；预测期；贴现率（可选择不同的贴现率）。

$$\text{公司净现值} = \sum_{i=1}^n \frac{CF_i}{(1+i_c)^i}$$

$$\text{行权价格} = \frac{\text{公司净现值}}{\text{公司总股本}}$$

其中： CF_i 代表第 i 年的净现金流量； i_c 代表贴现率； n 代表计算期。

净现金流量法的难点在于公司各年净现金流量的预测及各年贴现率的确定，因此，以该法确定行权价时，行权期不宜过长。

3. 模拟股票上市定价

这是模拟公司公开招股上市时的定价方法，目前，我国公司上市，股票是这样定价的：

$$\text{发行价格} = \frac{\text{经审核的当年预测利润}}{\text{公开发行前总股数} + \text{公开发行股数} \times \frac{12 - \text{发行月份}}{12}} \times \text{市盈率}$$

当年预测利润可根据公司上一年度的损益表、本年度已经发生的损益情况进行预测。同时对下一年度的利润也要做出预测，以便在下一年度实行股票期权计划时与实际情况进行比较，检测预测的准确性。市盈率可参考同类公司的市盈率，公司也可以用 λ 调整市盈率， $\lambda + q = 1$ ， q 表示股票市场的系统风险；公开发行前总股数可变通为公司已有股份总量；公开发行股数可变通为股票期权授予数量。

模拟股票上市定价适用于已有一定规模，且有同行业上市公式做参考的上市公司、非上市公司。

4. 资产价值评估法

资产价值评估法是重估资产净值，以此作为估值的基础。以资产净值为基础的估值法，要求公司的大部分资产具有相当的流动性，可在短时间内在市场出售。一般而言，这种方法适用于流动资产较多的公司，而主营为制造业的公司则不适宜引用此法。

资产价值评估法确定行权价格时，具体方法与财务化行权价格法是一样的，差别在于前者用经重估的每股净资产取代后者未经重估的每股净资产。

重估公司资产净值共有三种方法，分别是：成本计划法，根据类似资产的现时市值在全新再造或更换时的成本，在无二手市场的情况下，通常能显示资产的最可靠价值；

市场计算法,以最近购买类似资产所付价格为基础,根据资产状况和效能加以调整,适用于有二手市场的资产;收益法,估算资产对拥有人的未来经济利益,然后按适当的回报率折现。

5.企业业绩量化行权价格法

这种方法也是本课题所创新的一种行权方法。

财政部颁布的企业经营业绩评价方法,为综合评价确定股票行权价格提供了基础。实施股票期权激励的最终目标是提高企业的经营业绩,因此,行权价格应同企业的经营业绩相联系,企业的经营业绩好,行权价格就应相对较低,经营者未来的获利潜力较大。这里将企业经营业绩对行权价格的影响定义为业绩影响系数,其计算公式为:

$$\text{业绩影响系数} = \frac{\text{期权授予时的企业业绩分值}}{\text{期权行权时的企业业绩分值}}$$

对于上市公司而言,未来综合考虑行权时的股票的公平市价和股票指数的波动,股票的公平价格按照国际上通行的方法,可确定为行权前 20 日股票平均价格。股票指数波动可采用本企业的行业指数波动率来调整行权价格。因此最适合我国上市公司股票期权价格的行权价格的计算公式为:

$$\begin{aligned} \text{行权价格} &= \text{业绩影响系数} \times \text{行权前 20 日平均价} \times (1 + \text{行业股指波动率}) \\ &= \frac{\text{期权授予时的企业业绩分值}}{\text{期权行权时的企业业绩分值}} \times \text{行权前 20 日平均价} \times (1 + \text{行业股指波动率}) \end{aligned}$$

对于非上市公司,较为适合的行权价格的计算公式为:

$$\text{行权价格} = \frac{\text{期权授予时的企业业绩分值}}{\text{期权行权时的企业业绩分值}} \times \text{授予时的每股净资产} \times (1 + i)^n$$

其中, i 为无风险利率, n 为以年为单位的行权期。

有的公司在公司股票价格跌破发行价、股票期权变得一文不值时,采取了重新定价的应对措施。股票期权的重新定价并不是一种普遍现象,但经济学家担心当股市遭遇长期熊市时,会有越来越多的公司为留住人才、保持股票期权计划的有效性而仿效这一做法。经济学家认为这对股东不公平,无异于赛程过半时修改游戏规则。其实,如果公司股票价格下跌是由于与公司的经营无关的外界因素引起时,对行权价格重新定价是有必要的。因为公司股票的市场表现不是经理人员的行为所能完全左右的,那么让他们免于

遭受这些市场变化的影响的做法也就是合理的。从逻辑上说,人们不能以某人根本无法左右的事件来作为奖励或惩罚他的依据。这样,若仍按原来行权价格行权,股票期权计划就会显得不公平,将无法起到激励员工的作用。在我国,股价波动较大,并且我国流通股比例偏低,存在国有股减持、法人股流通而导致股价下降的可能性,加之市盈率偏高,更有可能出现股价普遍大幅下跌的情况,使市价低于行权价。因此,应该允许公司在严格的程序下调整行权价,当然,公司在提出议案要求重新定价时,应事先征得股东大会的同意。

3.2.5.2 行权时间

根据美国证券交易法的规定,作为公司的董事或期权获受人,只能在“窗口”(WINDOW PERIOD)期内行权或出售该公司股票,所谓窗口是指从每季度收入和利润等指标公布后的第3个工作日开始直至每季度第3个月的第10天为止。在发达国家中,股票期权的有效期大多为10年左右。行权期的长短直接影响着激励效果。一般来说,行权期越长,激励强度越弱,行权期越短,激励强度越大;但另一方面,行权期长,有利于激励高级管理人员的长期行为,而行权期短则容易引致短期行为。为了兼顾长短期激励效果,公司通常选择分批行权的安排,例如规定在行权期的第1年只能行权授予数额的10%,第2年行权10%,第3年以后每年行权10%~15%。在行权期内,股票期权的比例安排可以是匀速的,也可以是加速的,同时,可因受益人的具体身份及情况而有所不同。经理人员一般在受聘、升职和每年业绩评定后授予股票期权。

行权日,又称窗口期,是指经理人员可行权购股或售股的具体时间。在国外,行权日通常在财务报告公告后第3日开始到该季度最后一个月的前10日止这段时间。在这段时间内,经理人员既可行权购股,也可出售已持有的股票。

从我国情况来看,由于国有股、法人股尚未入市,市场经济新体制尚在形成过程中,加入WTO后尚有相当多难以预测的政策调整和公司运作风险,所以,对大多数上市公司来说,行权期定得较长,变数太多,不利于激励经理人员的积极性,较好的选择不多于5年^[17]。

在我国,为避免高级管理人员通过操纵股价来使自己获利的行为,一般对期权的行权时间要作出明确规定。一方面期权在授予后不能立即执行,必须在经过一段时间的等待

期后才能行权;另一方面,期权的行权必须在某一段特殊的时间内,也就是所谓的“窗口期”如某公司这样规定:

(1)设立1年的等待期,在期权授予满1年后进入行权期。持有人每年行权的比例第1年最多行权授予数量的30%,第2年30%,第3年40%,尚未行权部分可继续行权,但不得超过计划内行权有效期限。

(2)公司设立两个行权窗口期。第1个窗口期从公司年度股东大会公告披露后的第10个工作日开启,第2个窗口期从每年的10月10日后的第1个工作日开启。每个窗口期为3个工作日。在窗口期开启前3个工作日,公司受理行权申请。但是,公司重大事件公告之前5个工作日,不得开启行权窗口,公司不得受理行权申请。

3.2.6 考核监督

3.2.6.1 公司业绩目标的确定与考核

确定一个合理的公司业绩目标,只有激励对象经过卓有成效的努力后实现了股东大会预定的业绩目标,才有可能授予激励对象期权,目前较有说服力的指标有:净资产收益率和净资产利润率两种。

1. 净资产收益率。净资产收益率是综合性指标,综合反应了上市公司的业绩情况,同时净资产收益率又是相对指标,不仅可以反映企业的纵向发展情况,而且可以反映盈利水平和资本规模之间的关系;一旦股东大会确定具体的净资产收益率目标,在外部环境发生本质变化前,企业可以长年参照,不用每年召开股东大会,便于操作,国内大多数业绩股票激励方案均采用净资产收益率作为衡量业绩的指标。

2. 净资产利润率。考虑到各个企业所在地的政策优惠不一,企业的税率也不尽相同,如果以净资产收益率作为业绩指标并且和同行业的其他公司比较,就会把税收也计算进去(税收是由政府控制的,和企业经营者的主管努力无关),这显然是不公平的,所以采用净资产利润率作为业绩指标,可以避开税率因素,因而更能客观反映企业经营者的经营业绩水平。

在实际选用业绩指标时,也可采用复合财务指标并适当考虑非财务指标如社会、政治影响力、市场份额、客户满意度等等。

业绩考核:每年由薪酬委员会根据经注册会计师审计过的年报和相关财务数据对公司业绩进行考核,判断是否实现预定的业绩目标,如果公司当年的业绩没有达到预定的业绩目标,则取消本年度计划。

3.2.6.2 设定激励对象的业绩目标

设定该目标是为了考核激励对象是否完成其预定的业绩目标,以此作为授予该激励对象股权的一个依据。公司一般在年末对激励对象进行考核。

www.docin.com

4 股权激励的成效分析

实施股权激励制度的目的是为了降低委托代理矛盾,增加股东财富,随着越来越多的公司采用或准备采用股权激励计划,有必要对股权激励计划的效果进行判断,以期发现问题和解决问题^[1]。

4.1 股权激励制度的优势

股权激励制度的优势可以从经理人和公司两个利益主体进行分析^[3]:

4.1.1 经理人利益分析

1. 传统的薪酬体系下,基本工资和奖金是经理人收入的主要组成部分,所体现的是对经理人现期或上期对公司所做贡献的回报,与公司的未来没有关系,公司价值的变动与雇员的当前收入几乎不存在相关性,美国的经济学家在对 1980—1994 年 426 个公司的数据所进行的数据回归分析结果表明,公司股票市值上升 1000 美元,经理人的工资和奖金只上升了 0.8 美分,这显示传统薪酬制度经理人的收入与股票市值不存在相关性,公司经理人通常不能从公司的长期发展中获得相应收益。传统的评价标准也主要是上一财政年度公司的经营业绩。

2. 在股权激励制度下,经理人拥有按某一固定价格购买公司股票的权利,且有权在一定时期内将所购股票出售获利。股票期权使雇员能够享受公司股票增值所带来的利益增长并承担相应的风险,在经理人看来,最重要的不是已经实现的收益,而是他们持有的未行权的股票期权的潜在收益,从而可以实现经理人利益的长期化。

4.1.2 公司利益分析

1. 能够使公司形成开放式股权结构,不断吸引和稳定优秀人才。股份对雇员的吸引远比现金报酬大,即使经理人在实施股票期权后离开企业,仍可通过股权分享公司的成长,给经理人高额的现金奖励会引起公众的注意和反感,相比较,股票期权等长期激励机制可以将财富“隐形”转移给经理人。

2. 能够增强公司凝聚力,使公司在不支付资金情况下实现经理激励。

3. 鼓励经理人积极从事项目创新,提升企业市场竞争力,矫正经理人的短视心里。

由有关的股权激励效应模型可以看出:传统的薪酬制度不能激励经理人从事长期项目的投资,在加入股票期权之后,经理投资长期项目的动力明显增强,只要经理人从股票期权中获得的收益足以弥补因投资支出而造成公司即期利润下降导致经理年度奖金损失时,经理就愿意从事长期投资项目。

由上可见,股权激励的最大有点就是它将公司价值变成了经理人收入函数中一个重要的变量,实现了经理人和股东利益实现渠道的一致性。因而在全世界懂得到了相当重视和长足发展。

4.2 股票期权制度存在的弊端

从安然到 WorldCom 幻灭,美国一批大公司的出局,我们并不仅仅为某种股指少掉一些成分股而神伤。为什么会出现如此多的大公司伪造财务状况,虚报盈利呢?如果极端地说,都是股票期权惹的祸。股票期权的本意通过公司业绩—股票价格—高层管理人员回报,建立一套科学的激励制度^[42]。如今,高层管理人员为了保证公司股票持续上涨,不计后果地虚假做账,经营者片面追求股票升值的收益,可能导致企业经营的短期行为。根据《商业周刊》调查,美国最大的 365 家公司中,1998 年收入最高的 CEO 收入(主要是经营者股票期权收益)增长了 36%,高于同期美国标准普尔 500 指数的 26.7%,而遗憾的是上市公司的盈利水平并没有与 CEO 们收入同步增长,甚至出现了 1.4% 的下降。因此,有人质疑经营者股票期权——经营者的“金手铐”,会否“套牢”经营者与企业?另外,通过股票业绩好坏来激励经营者,有可能掩盖了某些真实情况。比如,某企业的经营业绩在考核中比去年有了较大进步,但是这种进步可能并不是经营者管理能力的发挥产生的作用,而是整个社会环境的变化、行业发展甚至可能得益于政府的支持。例如,近几年美国的高科技企业的股票巨幅升值,CEO 们因此获得了高额的经营股票期权奖励,但是这是整个信息行业的发展促使了这些企业业绩上升,所以很难说是他们的经营所致。根据美国工会的统计,在过去的 20 多年间,CEO 们薪水比普通员工平均高 42 倍。这意味着我们迷信的激励制度存在问题:CEO 们一半以上的收入靠股票激励,难免导致高层管理人员以股票市场价格为指南针。

为了追逐股票价格的上涨所带来的利好,大公司不断进行并购,壮大企业,获得华尔街的“眼球注意力”,利用财务手法蒙骗投资人,通常采取把费用支出作为资本开

支,充当营运和获利数字。比如,世界通信公司在账目中有 38 亿美元被作为资本开支,掩盖公司的亏损。如果自己的现身说法还不足以打动投资人,那么,更直接的做法是雇佣安达信一类的投资顾问公司充当游说者,再不行,就“雇佣”美林等世界级投资公司直接鼓噪,宣传业绩卓著。如今,美林等投资公司来自面临美国投资人的大量投诉,指责它们违背诚信原则,误导投资,我们已经看到许多大牌公司通过支付巨额赔付,息事宁人,勾销官司,避免进一步恶化自己的形象。而管理大公司的难度日益增加,已经迫使许多 CEO 提前离任。根据美国一家著名的猎头公司统计,CEO 的平均任期从 1995 年的 9.5 年下降到 2001 年的 7.3 年,另外根据对美国 376 家大公司的统计显示,有 57% 的 CEO 在过去 3 年时间里中换过工作,只有 5% 的 CEO 任期超过 20 年。

由于股票期权制度本身需要严格环境假设,但现实环境无论如何都达不到这种境界,同时在方案设计中有关规则的规定也不能做到完全的客观公正,尽管人们刻意利用多种方法、模型进行设计,但仍然会存在这样、那样的问题,加上信息的不对称因素,必然导致股票期权在实施过程中会产生一些问题。这些问题表现在:

1. 贫富差距加大。

由于期权的分配呈现倒金字塔式,高级管理者和一般人员所获得的期权数量差距很大。资料显示,1995 年全美最大的 362 家公司 CEO 平均总收入比 1993 年同期增长 30%,其中期权收入增长 44.9%,1996 年对应数据为 54%,66%,而同期的标准普尔 500 种股票指数仅上升 23%,公司利润增长 11%,工人收入增长 3%,普通白领平均收入增长 3.2%,大企业总经理的平均收入于普通工人平均年收入的倍数 1980 年为 42 倍、1990 年 85 倍,1992 年 157 倍、1995 年 141 倍、1996 年 209 倍、1997 年 326 倍、1998 年 419 倍,收入差距的主要来源就是期权因素的存在。

2. 股东利益受损。

有关研究表明,自美国财务会计准则规定自 1997 年起,公司必须用 $B-S$ 来计算其 1995 年以来授予的股票期权价值,计算结果显示,近年来股票期权数量之多已经对公司利润和股东利益产生了不可忽视的影响,比如,在实施股票期权时,如股票来自新股增发,必然产生稀释效应,因为它增大了总股本,如来自股份回购,必然导致公司大量现金流出,

增加公司现金周转的压力。对此,金融投资家巴菲特在<财富>上著文指出:这种做法是牺牲股东的利益来奖励平庸的业绩。

3. 非合理收入增加。

这主要表现为:一是经营者收入与公司经营水平不一致。二是通过业绩好坏来激励经营者,有可能导致信息失真。比如,某企业经营业绩比去年有了很大进步,但这种进步并非得益于经营者的管理能力和努力程度,而是政策环境,市场环境的变化,甚至可能是政府的支持。

我国在实施股权激励中暴露的问题主要体现在:

1. 股权激励并不能使经理人和股东的利益完全一致。

公司股价与公司长期价值并不完全一致,两者的相关性取决于市场的有效程度。而在股权激励中,经理关心的是其股票出售的价格而不是公司长期价值本身。由于激励成本的限制和经理人投资能力的限制,经理人持有股份的数量是有限的,经理人持股时间也是有限的,这些都制约了股权激励的效果。股权激励中,经理人的收入与股权的价值变动有关,但是股权价值的变动不仅仅取决于经理人本身努力,同时还受到经济景气、行业发展等因素的影响。国外已经有人对经理人因经济景气而获得的巨额股权增值收益提出质疑。

2. 过小的持股数量起不到激励效果。

有人对沪深两地上市公司作了实证分析^[19],发现中国上市公司的经营者持股占总股本的比例普遍偏低,并且经理的持股情况与公司业绩并不存在明显的相关性^[21],从而认为过低的持股比例并不具有激励作用。但是如何确定合适的持股数量,一种观点是提高经理人持股占总股本的比例。在具体的实施过程中,由于目前国内企业经理人的风险承担能力和投资能力的限制,不可能大量购股,从激励成本考虑,也不可能给予过多的奖励股份。而期权激励不需要经理人承担风险,所以相对来说,可以通过提高期权数量使经营者的利益与公司价值增加更多地结合起来。另一种观点认为,经理人持股不在于占总股本的比例大小,也不在于持股多少,关键在于经理人在公司的投资占其自身总收入和自身总财产的比例,但实际上这是一厢情愿的想法。经理人不会愿意接受过多的风险,而且即使经理人将其有限的资产投入企业,由于其持有股份在公司总股本所占的比

例极小,使得公司的收益损失落实到经理人的份额很小,过小的影响当然也就不可能具有足够的激励作用。

3. 政企不分的情况下不宜实行股权激励。政企不分的情况下很难界定经理人的绩效。当政企不分有利于企业时,经理人获得股权增值收益是不合理的,对公司股东和其他员工也是不公平的;当政企不分不利于企业时,经理人当然也就不会愿意承担股权贬值风险。

4. 股权激励并没有解决经理人的选择机制问题。

目前一些国企的问题不是单纯的激励机制的问题,而是经理人本身就不合适。对不合适的经理实施股权激励是没有意义的。经理人的选择要通过市场机制来实现。经理人市场的建立健全是真正解决经理人选择机制的关键。

5. 经营者持股不能解决经营者拿“黑钱”的问题,只是在一定程度上缓解了矛盾。

对于拿“黑钱”的经营者来说,“黑钱”收入是百分之百,而公司损失落到他头上是千分之几,甚至万分之几。在没有足够的管理约束机制情况下,简单的股权激励并不能解决“黑钱”问题。目前有些地方在讨论关于国企经营者与其他企业经营者的收入差距问题(包括在讨论“59岁现象”)时,常常强调的是国企经营者收入过低的问题。然而却忽略了另一个非常重要的问题,这些国企经营者很多本身就是行政任命出来的,是计划经济的产物,他所在企业的业绩很大程度上也是靠政府扶植出来的,在这种情况下,国企经营者的身价是不可能和市场经济条件下的经理人的身价进行比较的。实际上很多国企经营者的腐败不仅仅是激励机制的问题,更大程度上是一个约束机制的问题。在所有者主体不明确、法人治理结构不完善、政企不分的情况下,国企经营者的约束机制是非常薄弱的。简单的给予这些经营者股权激励,不仅不能引导经营者的长期行为,而且在管理机制不完善的条件下,有可能变成一种不平等的福利,甚至演化成为一种新的腐败。

6. 政府的作用。

股权激励本质上是企业所有者与经理人的市场交换关系,政府的作用在于提供建立健全经理人市场的政策法律环境,而不是具体规定激励条款。各个企业的情况不同,政府“一刀切”的规定,将破坏股权激励的使用效果。

7. 股权激励并不只适用于企业经营者。

在市场激烈竞争和企业面临复杂经营环境时,除了企业经营者,同样需要其他员工的积极努力,股权激励同样适合于普通员工。国外很多公司已经实施了雇员持股计划(ESOP)。

8. 股权激励是有成本的,而并不是“公司请客,市场买单”。

公司给予经理人的期权、远期贴息或股票增值收益都是有成本的,公司在设计股权激励方案时必须考虑这一因素。

综上述,对股票期权激励制度应该有一个正确的认识,不能因为看到它的优势就盲目崇拜,也不能因为其缺点就止步不前,事实上,只要我们对其负面问题引起重视,并尽可能通过改善公司治理结构,制定科学的价值评估体系,加强市场监管,就能尽量的控制负面效应,发挥其强大的优势。

www.docin.com

结论

1.本文经过大量资料的搜集、整理,对世界上各国企业运用股权激励的现状及效果和我国企业股权运作的实践进行了对比分析。同时指出股权激励的理论基础是委托代理理论、人力资本理论和现代激励理论。

2.本文对企业股权激励模式的分类进行了详细汇总,并对不同企业应适合何种股权激励模式进行了具体划分。

3.本文在总结前人工作的基础上,对经营者股权激励方案进行了要素设计,从股票来源、激励对象及其评价、授予数量、行权价格、行权条件及时间、资金来源、考核监督等七个方面进行。对于每个方面,都力求有所完善及补充。

4.本文从激励评价对象的行为导向和成果导向两方面考虑,重点分析设置了公司的董事长、总经理和财务副总经理的业绩评价指标体系,充分体现其实用性。并针对定量指标和定性指标给出具体的评价标准。

www.docin.com

在学研究成果

1. 《企业财务管理信息化相关问题的探讨》 校科技基金项目 2002 年 12 月
2. 《21 世纪的财务创新与高校财务教育和教学改革》 沈工大学报 2002 年 5 期

www.docin.com

参考文献

- [1] 吴叔平. 股权激励实务—企业长期激励与约束系统解决方案. 上海远东出版社, 2000 年
- [2] 王阳. 从员工持股到管理者收购: 操作手册. 机械工业出版社, 2001 年
- [3] 张剑文. 公司治理与股权激励. 广东经济出版社, 2001. 9
- [4] 胡继之. 上市公司股票期权制度设计与监管. 中国证券报, 2001
- [5] 国家经贸委企业司编. 企业股票期权运作实务. 中国财政经济出版社, 2002 年.
- [6] 文宗瑜, 唐俊. 公司股份期权与员工持股计划. 中国金融出版社, 2000 年
- [7] 倦新民. 新人力资源管理. 中央编译出版社, 2002 年
- [8] 企业家协会著. 经营者收入分配制度—年薪制、期股期权制设计. 企业管理出版社, 2000 年
- [9] 彭正龙. 企业经营者评价系统与激励机制研究: 理论、模型、方法. 华夏出版社, 2002 年
- [10] 陈佳贵等. 国有企业经营者的激励与约束: 理论、实证与政策. 经济管理出版社, 2001 年
- [11] 秦志华 洪向华. 从 MBA 到职业经理人—人力资源管理. 中国城市出版社, 2002 年
- [12] 黄挺 王剑文. 美国的股票期权计划. 中国改革报, 2001. 4. 13
- [13] 段亚林. 上市公司股权制度设计与监管. 中国证券报, 2001. 5. 10
- [14] 汪金成 余芸春. 上市公司期权制度设计. 中国证券报 2001. 5. 6
- [15] 黄 斌 聂祖荣. 激励股票期权的理论与实践. 证券市场导报, 2002. 1. 7
- [16] 骆驰骋. 上市公司期权激励方案分析. 《经济管理》, 2001 年第 23 期
- [17] 国通证券公司课题组. 股票期权计划的主要技术设计. 中国证券报, 2001. 1. 12
- [18] 郑文琼 朱培军. 股票期权的国际比较与借鉴. 宏观经济研究, 2001 年第 9 期
- [19] 王战强 万鹏. 上市公司高级管理人员持股状况研究政策建议. 证券市场导报, 2002. 1. 31
- [20] 梁能. 公司治理结构: 中国的实践与美国的经验. 中国人民大学出版社, 2000 年

- [21] 李增泉. 激励机制与企业绩效一项基于上市公司的实证研究. 会计研究, 2000. 1
- [22] 国泰君安营业部调研组. 缩股全流通可为资本市场利好. 国际金融报, 2002. 11. 15
- [23] 程秀生. 中国企业经营管理者激励与约束机制及有关政策的研究. 科技日报, 2001. 10. 20
- [24] 熊海滨. 经理期权的非适应性与非期权长期激励方式探讨. 湖南轻工业高等专科学校学报 2001. 12 第 4 期
- [25] 张明辉 陈光波. 激励理论与激励方案设计. 人力资源管理技术, 2002. 5
- [26] 朱海文. 我国经理股权试点的现状及其存在的问题. 上海综合经济, 2001. 7
- [27] 孙忠云. 论创业板经理股票期权的规则设计. 广西高等财政学校校报, 2002. 4 第 2 期
- [28] 经营者股票期权与期股、虚拟股票. 中国期权网, 2002. 7
- [29] 经帮述评. 中国特色的期权. 中国期权网, 2002. 7
- [30] 余珊平, 林辉. 经理股票期权激励若干问题探析. 中国软科学 2001. 8
- [31] 黄群慧. 论国有股减持与经营者股权激励机制协同推进. 中国工业经济, 2001. 11
- [32] 金雪军 马敏. 美国指数化股票期权及对我国的借鉴. 北方网, 时代财经 2002. 7
- [33] 王国刚. 我国上市公司经理人员股票期权制设计的几个要点. 中国工业经济, 2001. 1
- [34] 电广传媒等尝试新型股权激励机制. 中国证券网, 2001. 8
- [35] 陈清泰. 股票期权实证研究. 中国财政经济出版社, 2001 年
- [36] 叶平. 建立经理股票期权机制的设想与建议. 计划与市场, 2002. 4
- [37] 陈关聚等. 股市弱有效性及股权约定价格的修正. 预测, 2002 第 3 期
- [38] 朱江 田映华. 股票期权制度设计与模式分析. 统计与决策, 2001 第 8 期
- [39] 宋力, 王小蕾. 论企业经营者业绩评价指标体系的设置. 财经问题研究, 2002 (5)
- [40] The National Center For Employee Ownership. Current Practices In Stock Option Plan Design. Third Edition, Science & Culture Publishing House LTD. 2001.
- [41] Jensen, Michael c, and Murphy, Kevin J, Corporate Performance and Managerial Remuneration: An Empirical Analysis. J. Accounting and Economics, 1985; April: 11-42

- [42] Coughlan Anne T.,and Schmidt ,Ronald M.,Executive Compensation,Management Turnover,and Firm Performance:An Empirical Investigtion,J.Acciunting and Ecomomics,1985;April:43-66
- [43] Michael C. Jesen.Self-interest,Altruism,Incentives and Agency Theory.Harvard Business School,1994
- [44] William Scott.Financial Accounting Theory.NJ:Prentice-Hall International Inc,1997:263-294.
- [45] Mckeever,Li Z.the ESOP Rdader:the National Center for Employee Ownership. the Wharton School University of Pennsylvania,1998
- [46]Jesen.MichaelC.KevinJ.Murphy.CEO Incentives.Harvaral Business Review, 1990(3)138-153
- [47] John Core,Wayne Guary.Estimating the Incentive Effects of Executive Stock Option Portfolos.the Wharton School University of Pennsylvania,1998
- [48] Tom.Toli.StockOption-- Getting Your Share Of The Action. Bloomberg Press,2002.
- [49] SONG Li.Determination of Stock Option Amount of Staff's Holding Stock Plan I.S.T.P. 2002.8

www.docin.com

致 谢

本文在写作过程中，得到了宋力导师的鼎力支持和悉心指导，从论文的选题、收集资料、整理资料到形成自己的思路、最后完成整篇论文，宋老师都不厌其烦的给予修改和指导，是宋老师的潜心指导和严格要求才使我顺利的完成了论文的研究工作。宋力老师治学严谨，为人师表，使我受益良多，不但使我在课题研究中得到了学术上的提高和长进，而且敦促我在以后的工作中不断追求更高的层次。在此，我特别向宋力导师致以最由衷的谢意！

在论文写作过程中，尤其是在准备论文答辩的过程中，吴粒老师、梁杰老师和刘春老师都给了我很大的帮助，在此表示深深的感谢！

与此同时，也向所有在论文写作期间帮助过我的同事们，同学们表示感谢！

www.docin.com

引证文献(1条)

1. 何恒 未来科技公司高管人员股票期权激励机制研究[学位论文]硕士 2006

本文链接: <http://d.g.wanfangdata.com.cn/Thesis/Y565109.aspx>

