

浅谈我国上市公司股权激励的特点及正负效应

李光青 ☎: (8610) 8357 1404

✉: liguangqing@chinastock.com.cn

股权激励作为一种设计先进的金融衍生工具和主要面向未来的激励模式，被广泛应用于世界著名大公司的公司治理结构建设和经营管理中，对于中国上市公司的制度创新和管理创新具有重大的借鉴意义。2006年1月5日证监会发布了《上市公司股权激励管理办法》，正式将股权激励引入中国，为股权激励扫清了主要政策障碍，拉开了股权激励大发展的序幕。在此之后，各大公司纷纷拟定激励计划，走出了高管激励的新篇章。本文就我国股权激励的特点及其股权激励可能存在的正负效应做个简要的分析。

我国股权激励的特点

股权激励制度的具体安排因企业而异，具体而言在我国的实践有股票期权、虚拟股票、股票增值权、业绩股票、经营者认股权、延期支付、限制性股票和管理层收购等，股改以来我国股权激励主要采取股票期权形式。相对其他激励方式，股票期权有以下几个显著特征：

第一，股票期权是一种“选择权”，而非义务。在行权期内，当股票期权持有人认为购买有利可图时，就可购买，而企业必须卖给他们；而如果股票期权持有人认为无利可图，也可放弃行权，企业不得强迫他们购买。

第二，股票期权的行权价是一个固定价格，它一般为授予期权时公司股票的市场价值。这样可以将股票期权持有者的风险锁定，因为股票期权持有者购买公司股票的价格是确定的，无论未来股票价格是涨是跌，基期确定的股价是锁定不变的，所以即使股票价格下跌，股票期权的拥有者也可以选择放弃行权，那么其损失仅为购买股票期权权利的费用。

第三，股票期权是一个未来的概念。股权激励旨在对公司管理层进行一种长期激励而不是

一个现时目标。股票期权持有人的收益与公司股票价格成正比，而股票价值又是公司未来收益的体现，由于股票期权行权时行权期的存在，经营者必须在整个行权期内都要努力工作，使企业经营业绩上升和股票市价上涨，这样股票期权的价值才能真正体现，反之可能一文不值。因此它能较好地防止经营者的短期行为，激励作用比较大。

第四，企业激励成本最低。股票期权持有者的收益，在于行权价与授予价之间的差额，由市场支付，广大证券投资者承担，公司无须支付任何现金支出。据统计，1996年美国实行股票期权的公司，CEO的收入90%来源于股票市场，并非公司支出。另外，公司支付给经营者的股票期权仅仅是期酬，是不确定的预期收入，这种收入必须市场上兑现，公司始终没有现金流出；同时，当获受人以现金行使期酬时，公司的资本会增加，即便获受人不行使期酬，对公司的现金流量也不产生任何影响，使公司在不支付资金的情况下实现对经营者的激励。因此，用股票期权对经营者进行激励，对企业来说，其激励成本无疑是最低的。

股权激励的正负效用简述

（一）股权激励的正效用

尽管美国一系列财务丑闻和股市下跌使股票期权激励制度招致诸多批评，但是股票期权制度仍不失为一种良好的长期激励制度。它的激励效应表现如下：

第一，股权激励有利于公司更好的吸引和留住优秀人才。优秀人才对公司未来的发展至关重要，可以说公司的竞争就是人才的竞争。人才需要有效的激励，而股权激励尤其是授予股票期权对经理人员有极大的吸引力，它能够把经理人员自身的利益与其对公司的贡献紧密联系在一起。如果未来股价下跌，经理人的损失有限，而如果股价上涨，行权后获利较大，比较客观地体现了人力资本的价值，此外，公司可以通过对股票期权设定限制性条款来稳定人才，例如，规定在期权授予后三年内不得行使该期权，如果经理人在限制期间内离开公司，则会丧失股票期权，加大了其离职的机会成本。

第二，对经理人实施股权激励有利于降低代理成本。在现代企业制度下，所有权与经营权分离，形成委托—代理关系，所有者作为委托人，必须支付给代理人一定的代理成本。代理成本包括以薪金和红利等方式支付给经营者的显性成本，还包括由于经营者过失所造成企业发展损失的隐性成本。通过股权激励制度使经营者拥有剩余索取权转化为“准所有者”，从而降低了显性与隐性代理成本。另外，企业不需要支付大量现金，只是提供给经营者从股价上涨中获

利的机会，而股价上涨是资本市场运作的结果，从而避免企业承受直接的高额激励成本。

第三，对经理人实施股权激励有利于减少经理人的短期化行为，提高公司业绩。在传统薪酬制度下，由于经理人的报酬是根据本年度或上一年度的财务数据进行考核，使经理人往往追求短期利润最大化和一些短、平、快的投资项目，在其接近离职时，往往会减少有价值的研究开发项目，这必然损害企业的长期发展。解决这一问题的有效办法之一就是给予经理人一定的剩余索取权，股权激励计划尤其是授予经理人股票期权计划下，经理人通过行权购买公司股票后成为企业的所有者，将经理人利益与企业长期利益结合起来，只有推动企业长期发展，才能获得巨大利益，并且在经理人退休后仍可以继续拥有股票，享受公司股票价格上升带来的收益。在这一利益驱动下，经理人就会为实现所有者利润最大化而关注企业的长期发展，减少急功近利的短期化行为，同时提高了管理效率和经理人的积极性、竞争性和创造性，以致有效地提高公司经营业绩。

第四，对经理人实施股权激励有利于减少公司现金支出，实现低成本激励。股权激励计划尤其是授予经理人股票期权计划下，公司给予经理人的是一种期权，无任何现金支出，是建立在公司收益实现基础上的未来市场化预期收入，这种收入是通过行使期权从资本市场上获得，公司并无现金流出，同时经理人以现金行权时，公司的资本金会增加，若不行使期权，对公司的现金流量不会产生影响。

（二）经理股权激励的负效用

20 世纪 80 年代以来，由于经理人制度在很大程度上解决了企业代理人激励约束相容问题，被普遍认为是一种优化激励机制效应的制度安排，因而在西方发达国家得到广泛应用。在美国的前 500 强企业中，80%以上的企业实行了经理股票期权计划，在上市公司中，有 90%的企业采用这种激励方式，在硅谷及其他地区，高科技企业普遍采取了这种制度。同时，获得股票期权的人员也由高级经理人员扩大技术骨干乃至普通员工。英特尔公司财务总监曾经预言：总有一天，美国每一名雇员都将获得所属公司的股票期权。然而，物极必反。曾经被理论界和实务界大加称道的股票期权也存在诸多缺陷，在会计、监管等制度不完善时其负面效应可能会超过其正面作用，最终产生破坏性影响。由于股权激励制度本身的制度缺陷，以及缺乏适当的约束制度相配合，股票期权也会产生一些负效应。

第一，经理股权激励制度的内在风险。首先，股权激励的主要作用在于激励而不是惩罚，这种有奖无罚，保底不封顶的特点可能会使经营者有恃无恐，向企业股东转移决策风险。假设

两个投资项目由经营者做决策，他就有可能按照自己期权收入来计算，从而选择能够带来最大个人收益的方案，而这个方案可能不是股东的最佳选择。再如，经营者在行权日到来的时候，为获得更大的股票期权差价利润，可能人为地利用各种手段操纵股价，损害公司和股东利益。其次，在目前企业产权制度还没有根本改革，政府干预的力量还比较大的环境下，股权激励制度有可能被行政权力滥用，成为少数人的牟利工具，导致期权的作用被异化，有违激励真正为企业创造利润的初衷。

第二，股权激励制度的实施以股东的利益为代价。通过赋予股权承认人力资本的产权价值，使得公司股权进一步分散，股东丧失选择和监督董事会的能力，股东对董事会的控制能力逐步削弱，出现了社会内部人控制的局面，形成了董事会的权力真空。由于所有者与经理人之间信息的不对称，在两权分离的情况下，导致了经理人的机会主义必然对所有者产生一定的损害。经理股权激励制度应该是一把双刃剑，有效解决了对经理人员的激励，但同时也可能形成对公司所有者利益的损害。公司的高管层为获得合法的收入，利用内部人控制的信息不对称的优势，为自己制定过低的业绩标准和过高的持股比例。而且一些业绩平平公司的高管层不定期所获得的股票期权激励的收益，有时会大大高于业绩较好公司的高管层的收益。在国内，由于公司治理结构的不完善，所有人缺位，企业内部人控制的局面更为严重；加之，国内没有健全的经理人市场，股权激励制度成为一部分由行政任命的管理者捞取个人财富的工具，造成国有资产的流失。这一切，都有赖于内外监管的加强。

第三，公司绩效评估偏差的不利影响。公司业绩评估是制定股权激励计划的一个很重要的方面，业绩评估的方法有很多，对于上市公司来说，通常采用的是以股票价格作为参照对经理人的业绩进行评估。但股票的价格受多种因素的影响，既有企业内部了的管理环节，也与公司外部的整个资本市场甚至国家的宏观经济有关。由于大多数股票的选择权的定价者是参照当时该公司股票的市场价，所以企业的管理层更倾向于在获得股票期权之前，公司公布不佳的业绩或拖后公布业绩的增长，从而形成以后的大量获利。同时，管理层持股后，为使自己行权时获得较高的收益，会利用现行会计制度的某些漏洞，虚增企业的利润。

综上所述，作为一种的长期激励措施，股票期权制度还存在着许多弊端缺陷，如果不加以限制和改进，股票期权制度的滥用将给股东、资本市场和整个社会带来巨大的危害，甚至成为“助封为虐”的工具。

中国银河证券股份有限公司 博士后科研工作站

北京市西城区金融街 35 号国际企业大厦 C 座 100033

电话: 010-83571404

传真: 010-66568641

中国银河证券网址: www.chinastock.com.cn

中国银河证券博士后科研工作站网址: <http://www.chinastock.com.cn/yhwz/postdoc/index.shtml.chinastock.com.cn>