

基于相对 EVA 的经营者 虚拟股票期权激励机制设计

曲芳芳

(石家庄经济学院 石家庄 050030)

【摘要】 企业的最优激励机制实际上就是能使“剩余所有权”和“剩余控制权”最大限度对应的机制,而最优的安排应该是经理与股东之间的较为理想的剩余收益分享制。依据这一激励制度的最终目的,基于相对 EVA 的虚拟股票期权激励计划将是一个较理想的选择。

【关键词】 相对 EVA 期权激励 虚拟股票期权

一、经营者股票期权激励机制的弊端

1. 经营者股票期权的含义。股票期权(SEO)作为一种金融衍生工具,指买卖双方按约定的价格在特定的时间买进或卖出一定数量的某种股票的权利。经营者股票期权是将股票期权这一概念借用到企业管理中而形成的一种制度,股票期权激励机制的萌芽阶段可以追溯到20世纪七八十年代。经营者股票期权作为现代公司的激励机制之一,其基本内容是给予公司内以首席执行官(CEO)为首的高级管理人员在未来某特定的时间按某一固定价格购买本公司普通股股票的权利。享有这种权利的经营者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,其可以选择是否行权。在行权之前,经营者没有任何现金收入;行权时,经营者的个人收益为股票行权价与行权日市场价之间的差价,个人收益可以现金、股票或二者组合的方式支付;行权后,经营者可以自行决定在任何时间出售行权所得股票。

2. 经营者股票期权激励机制的弊端。股票期权设计的初衷之一是将企业提供的内部激励外部化和市场化,激励程度取决于公司股票的市场价格与期权行权价格的差额大小。在理想的证券市场条件下,一般股票期权制度能起到较好的激励约束作用。但是由于股票期权制度本身的缺陷和我国的特殊情况,其作用没有得到充分发挥。

经营者股票期权激励机制下,经理人的每股股票期权收益可表示为:

$$Y = \text{Max}[(S - X), 0] \quad (1)$$

其中:Y表示经理人的收益;X表示期权的行权价格(以股票价格或每股净资产为基础);S表示行权日股票市价。

这种基于股票市场价格的期权激励机制,完全依据公司股票价格在证券市场上的变动来考核和衡量经理人的业绩及确认经理人的个人收益,对股票市场的有效性要求较高。其优点是数据收集较为方便,而且能够进行纵向和横向的比较。但同时也存在以下弊端:

(1)对经理人的激励缺乏有效性。证券市场有效性对依赖

于股票价格确定经理人期权收益的激励机制的有效性具有很大影响,所以公司的价值在证券市场能得到真实的反映是股票期权制度发挥激励效用的保证。而现实中,即使是发达国家的证券市场也不可能达到完全有效,尤其是我国证券市场正处于发展初期,属于准弱式有效市场:上市公司财务信息披露不规范,财务报告的真实性难以保证,加上我国政府对证券市场缺乏有效的市场调节手段,导致股票价格很难反映企业的真实业绩和价值。因此,在股票期权激励下,企业业绩得到改善时,管理者也不能明确地预计到股票市价的情况。股票期权激励机制不但不能起到激励管理者的作用,反而会增加代理成本和企业的经营风险。

(2)无法规避经理人的机会主义行为。由公式(1)可知,基于股票市价的股票期权激励机制使经理人利益与股价密切相关,经理人的期权收益与股价呈同方向变化。目前我国的公司控制权市场尚不健全,不能很好地发挥约束作用,加之公司内部监督约束机制不完善,这就会促使经理人的经营行为不以企业价值最大化为目标而不惜牺牲企业的长远发展,利用一切手段(如内幕交易、联手坐庄等)来达到股票价格上涨的目的,由此诱发了经理人的机会主义行为。这导致企业利益受损,与股票期权激励机制设立的初衷背道而驰。

(3)无法精确地反映由经理人给企业带来的业绩改善。仅仅以股票价格作为企业业绩指标来确定经理人期权收益是不够科学和精确的。当股票价格上涨时,无法区分股票价格的上涨是由于经理人自身努力还是宏观经济环境改善或本行业整体繁荣等外部因素的影响,或是两者共同作用的结果。当股票市场整体处于熊市时,即使是业绩好的经理人也难以获得激励收益。相反,当股票市场整体处于牛市时,由于企业股价上涨主要归因于股市的整体上扬,使得经理人得到的回报与自身对于企业绩效改善所作的贡献并不相符。

二、基于相对 EVA 的虚拟股票期权激励机制

虚拟股票期权计划是指从公司内部虚构股票并仅仅在账面上予以反映的制度安排。经营者即虚拟股票的持有人没有

重大决策表决权、剩余收益分享权等,也不能进行股票的买卖。虚拟股票的价格可以按照企业自身情况和需要确定,而不必参照市场价格。在实施股票期权计划时,要考虑的因素有股票的价格、数量、有效期、行权价、行权时间等,本文主要讨论在实施基于相对 EVA 的虚拟股票期权激励计划时的相对 EVA、虚拟股票的价格和数量的确定。

1. 相对 EVA 的确定。假设企业在期权有效期内第 t 期的企业 EVA 率为:

$$R_{\text{evat}} = \frac{EVA_t - EVA_{t-1}}{EVA_{t-1}} = \frac{\Delta EVA_t}{EVA_{t-1}} \quad (2)$$

由于企业 EVA 值的增加无法反映企业绩效的提升是由管理者的努力带来的,还是由企业外部因素影响所致,所以股票市场噪音使得股票价格不能反映公司的真实绩效,可能会出现 $\Delta EVA_t > 0$ 时奖励了实际上业绩差但搭上了“股市便车”的经理人, $\Delta EVA_t < 0$ 时业绩好的经理人作出的努力得不到反映和认可。为了更加真实地评价经理人的业绩水平和努力程度,有必要消除外部因素对 EVA 值的影响。

为了消除外部因素对 EVA 值的影响,更合理地反映企业经理人的真实业绩水平和努力程度,可以考虑将企业主要竞争对手的平均业绩表现(或所在行业的平均业绩表现)引入企业的业绩评估指标中来。假设 $CEVA_{t-1}$ 和 $CEVA_t$ 分别表示第 t-1 期和第 t 期主要竞争对手的平均业绩表现,则该企业的相对 EVA 率(R_{revat})可以表示为:

$$R_{\text{revat}} = R_{\text{evat}} - K \cdot \frac{CEVA_t - CEVA_{t-1}}{CEVA_{t-1}} = R_{\text{evat}} - K \cdot R_{\text{cevat}} \quad (3)$$

其中: R_{cevat} 表示主要竞争对手第 t 期的平均 EVA 率;K 表示企业业绩对主要竞争对手平均业绩表现变动率的灵敏度。

当企业受外部环境波动的影响较大或企业本身处于对环境波动较为敏感的行业时,可以使参数 K 的值大些;反之,可以使参数 K 的值小些或为零。

相对 EVA 率在一定程度上过滤了一些外部因素对经理人经营业绩的影响,能够更准确、合理地反映经理人的业绩水平和努力程度。

2. 基于相对 EVA 的虚拟股票价格的确定。在确定相对 EVA 的基础上,可以更加客观地确定企业虚拟股票的价格,克服一般股票期权的缺陷。

在企业确定要实施虚拟股票期权计划时,可以明确规定虚拟股票的基础价格 P_0 。则以后每年的价格 P_t 为:

$$P_t = P_{t-1} \cdot (1 + R_{\text{revat}}) \quad (4)$$

选择 R_{revat} 的原因在于强调 EVA 持续的有效增长,以进一步强化激励效果。 R_{revat} 可以为正也可以为负,因此 P_t 可以比 P_{t-1} 大,也可以比 P_{t-1} 小。

3. 基于相对 EVA 的虚拟股票数量的确定。首先要设立一笔用于激励经营者的基金。在实施基于相对 EVA 的虚拟股票期权计划时,由股东大会从企业的剩余 EVA 积累中以比例 b 提取并设立企业的首期激励启动资金 DF_0 :

$$DF_0 = b \cdot B_0 \quad (5)$$

其中: DF_0 表示激励启动基金; B_0 表示实施该机制之初企业的剩余 EVA 积累;b 表示从企业的剩余 EVA 积累中提取激励资金的比例,由股东大会决定。

然后确定第 t 年的激励基金提取数:

$$DF_t = b \cdot B_t \quad (t \geq 1) \quad (6)$$

其中: DF_t 表示第 t 年提取的激励基金; B_t 表示第 t 年的剩余 EVA;b 表示提取的比例。

当第 t 年的 $B_t > 0$ 时, B_t 即为提取基数;当 $B_t < 0$ 时,不提取当年的激励基金,也不进行虚拟股票期权的授予。

最后,确定经营者每年获得的虚拟股票数量:

$$Q_t = DF_t / P_t \quad (t \geq 1) \quad (7)$$

其中: Q_t 表示第 t 年经营者获得的虚拟股票的数量; DF_t 表示第 t 年提取的激励基金; P_t 表示第 t 年的虚拟股票价格。

三、基于相对 EVA 的虚拟股票期权激励机制的优势

基于相对 EVA 的虚拟股票期权激励机制能够对经营者起到很好的激励作用,同时也更符合我国的实际情况。

1. 基于相对 EVA 的虚拟股票期权激励机制不涉及股票来源及股票流通等问题,所以对上市公司和非上市公司都适用。由于虚拟股票期权中的股票是虚拟的,并非上市流通的真实股票,所以公司在运用虚拟股票期权机制时,只是在公司内部额外虚构出一部分股票。当符合约定的兑现条件时,经营者所得由账面计算得出即可,不必考虑股票来源及股票流通等问题,不会影响公司的总股本和所有权结构。

2. 基于相对 EVA 的虚拟股票期权激励机制能够起到激励经营者的作用。基于相对 EVA 的虚拟股票期权激励机制把企业主要竞争对手的 EVA(或行业平均 EVA)引入经理人的激励契约中,剔除了外部系统的影响因素,保留了其可控制的特有因素,因此增强了经理人的收入与其个人努力程度的正相关关系,能够有效地激发经理人的潜能。同时促使经理人更加关注公司的资本结构、经营风险以及在同行业中的竞争地位,确保了企业的可持续发展。

3. 基于相对 EVA 的虚拟股票期权激励机制不受资本市场有效性的影响。一般股票期权激励机制的激励效果受资本市场有效性的影响较大,如果股价不能反映业绩,激励作用就会失效,甚至产生负作用。基于相对 EVA 的虚拟股票期权激励机制与资本市场无关,也不会产生市场炒作和证券市场风险问题,所以在我国运用基于相对 EVA 的虚拟股票期权激励机制更具有现实意义。

主要参考文献

- 薛舒,杨丹.EVA 理论体系简述及其在我国的适用性分析.科技资讯,2006;2
- Al Ehrbar.埃巴著,凌晓东译.经济增加值——如何为股东创造财富.北京:中信出版社,2001
- 罗伯特·S.卡普兰,戴维·P.诺顿著,王丙飞,温年新等译.综合记分卡——一种革命性的评估和管理系统.北京:新华出版社,1998
- 聂丽洁,王俊梅,王玲.基于相对 EVA 的股票期权激励模式研究.会计研究,2004;10