

# 期权视角下企业经理人收入的确定

陈晓慧

(东南大学经济管理学院 南京 210096)

**【摘要】** 本文根据我国企业的实际情况,借鉴国外经验,对经理人收入的构成以及各部分收入的具体确定方法进行了探讨,以指导我国企业合理确定经理人收入,完善经理人收入制度。

**【关键词】** 职业经理人 风险收入 定价方法

我国经济体制改革的不断深入和市场经济的持续发展,促进了企业经营者职业化的进程,而旨在最大限度发挥职业经理人经营企业的积极性和创造性的各项激励约束机制中,经理人收入分配制度的合理与否具有至关重要的作用,并最终影响甚至决定着企业的长期稳定发展。因此,在这种情况下,研究企业经理人的收入构成,并根据我国企业的实际情况,借鉴国外的先进经验,探索企业经理人收入的定价方法是非常必要也十分迫切的一个重要课题。

经理人是企业的经营领导人,其能力和水平直接影响着企业规模的扩大、经营业绩的提升以及企业的生存和发展。经理人的收入基本包括基本年薪、风险收入、股票期权收入、特殊福利等。此外,还有各级政府、协会、社团等给予的物质和精神奖励,企业员工和社会各界人士给予的尊重以及由此而产生的无形资产。总之,经理人的收入是多方面的,上述四个部分只是其主要收入来源,也是本文要进行研究的主要内容。

## 一、经理人收入的定价模型

笔者基于经理人收入的构成,确定以下对之进行定价的具体方法:

1. 基本年薪的确定。经理人的基本年薪在数额上应根据企业自身规模、经营状况、经理人的能力、行业状况等因素确定。根据我国北京、广东、上海等地试点经验,经理人的基本年薪一般为职工平均工资的5~10倍之间为宜,而且在不同经营者之间也应有所差别,这个差别一般应在100%~200%之间。如果用 $W$ 表示经理人的基本年薪, $\bar{\varepsilon}_0$ 为本企业职工基期平均收入, $\bar{u}_0$ 为行业职工基期平均收入,用 $\alpha$ 和 $\beta$ 表经理人收入构成的权值,且有 $\alpha+\beta=1$ ,用 $N$ 表示工资倍数, $\lambda$ 为经理人的收入级差系数,则经理人基本年薪的表达式为:

$$W=\lambda N \times (\alpha \bar{\varepsilon}_0 + \beta \bar{u}_0) \quad (1)$$

实行这种基本年薪度量办法,经理人的工资倍数在同一个区域相对固定,当情况发生较大变化时,可根据实施情况有计划地调整;而对于经营状况不同的企业,经理人的收入可通过级差系数来调整。为防止经理人的基本年薪过高影响企业管理人员、技术人员及职工的劳动积极性,应合理选择经理人基本年薪度量模型中的各个参数。

2. 经理人风险收入的确定。风险收入是经理人根据经营绩效和企业的综合财务状况,按照规定应从企业可分配利润中分得的那部分个人收入。如果企业某一会计年度超过目标利润以上的可供分配的利润为 $E$ ,经理人参与剩余利润分配的比率为 $K$ ,相应的风险收入分配系数为 $w$ ,则风险收入为:

$$M=KwE \quad (2)$$

一般来说,经理人参与剩余利润分配的风险收入比例,应在经理人开始接管企业时通过与所有者协商与博弈确定,并在相应的文件中载明。目前,我国大多企业实行目标总承包制,经营者完成承包目标便可以取得规定数额的风险收入,完不成或发生亏损,只减少或免除经营成员的风险收入,而不实行惩罚,更不管企业的财务状况如何。这种不管经营业绩如何而只奖不罚的现象,已经给国有资产造成了巨大的损失,改革经理人的风险收入分配机制势在必行。首先应以经理人为企业创造的可供分配的利润为分配依据。为了克服经营者为取得风险收入拼设备、拼资源来增加利润的现象,还应对企业的财务状况进行综合评价,根据财务状况综合评价的结果决定是否对经理人进行风险收入的分配并确定相应的分配比例。如果企业发生经营亏损或财务综合评价状况达不到规定的标准,应取消对经理人风险收入的分配,并按照一定的比例对经理人收取罚金。即使企业经营产生了可供分配的利润,如果当期的财务综合评价结果达不到规定的标准,也不应向经理进行风险收入分配,必要时还应收取罚金。根据以上思路,若用 $\rho$ 表示企业财务综合评价系数,为体现本期财务状况与上期财务状况的比较关系,取 $0 \leq \rho \leq 1$ ,在 $E \geq 0$ 且 $K$ 一定的情况下,风险收入分配系数 $w$ 可用表示为:①当 $\rho=1$ 时,可以确定 $w=1$ ,即可以按照约定的分配比例参与剩余利润的分配;②当 $0.5 \leq \rho < 1$ 时,确定风险收入分配系数的公式为: $w=0.8R+0.2$ ,即分配比例根据财务状况的好坏在 $(0.6, 1)$ 之间变动;③当 $0.4 \leq \rho < 0.5$ 时,不进行风险收入的分配,也不惩罚;④当 $0 \leq \rho < 0.4$ 时,则按照20%以内的比例罚款。

这种分配方式可以从根本上克服经营者的短期行为,使经营者能够把增强企业的综合实力和价值增值能力作为长期的一项任务。本文采用模糊评价方法对企业财务状况进行综

合评价, 设定的期望财务指标应根据上一年度实际指标上浮或下降一定比例, 正指标上升, 逆指标下降, 中性指标根据情况确定, 这项工作应在每年度开始前确定; 下限指标选用最近三年财务指标的最低值。选定了每一项财务指标的期望值和最低值之后, 还要根据财务指标的性质确定正指标、逆指标和中性指标的隶属函数, 利用隶属函数把评价指标定位在 $[0, 1]$ 之间, 形成隶属度矩阵 $R$ 。若对各财务指标采用专家调查法或层次分析法确定相应的重要性程度, 便可以产生权值矩阵 $A$ , 各指标的权值应在 $[0, 1]$ 之间, 并且权值之和等于1, 则综合评价系数 $B$ 可以表示为:

$$B=AR=(\alpha_1, \alpha_2, \dots, \alpha_n) \times (r_1, r_2, \dots, r_n)^T \quad (3)$$

如果企业出现亏损, 应分析亏损原因确定是否进行处罚。由于经营亏损的原因是多方面的, 可能会由于考虑后期的发展, 过多地投入或进行费用分摊而使本期产生亏损, 不进行分配是可以的, 但要进行惩罚就会挫伤经营者的积极性, 故本文不讨论 $E < 0$ 的风险收入分配问题。

**3. 经理人股票期权预期收入的确定。**利用股票期权来激励经理人的目的是要使经理人的利益与企业的利益挂钩, 使二者的利益相一致。因此, 采用欧式看涨期权激励, 让经理人只能在任职到期以后的一定时间内进行股票期权的行权, 才有利于企业的长远发展。如果采用二叉树的方法计算欧式看涨期权, 期权的行权期限为 $n$ 年, 二叉树最高的状态节点数也是 $n$ , 期权价格的上升速度为 $u$ , 下降速度为 $d$ , 则状态节点的股票期权行权价格可以表示为 $Su^i d^{n-j} (i, j=0, 1, 2, \dots, n)$ 。

如果股票价格的波动率为 $\sigma$ , 股票期权的时间步长为 $\Delta t$ , 根据Cox, Ross和Rubin stein的研究结果, 增长速率和下降速率可以用公式表示为: $\ln u = \sigma(\Delta t)^{1/2}$ ,  $\ln d = -\sigma(\Delta t)^{1/2}$ , 如果用 $f_{ij}$ 表示节点期权, 期权价格上升的概率为 $P$ , 则下降的概率为 $1-P$ , 若无风险利率为 $r$ , 则利用下面的公式采用倒推的方法可以计算出每个节点的期权值。

$$f_{ij} = e^{-r\Delta t} [Pf_{i+1, j+1} + (1-P)f_{i+1, j}] \quad (4)$$

如果用 $V$ 表示经理人在任职期间的全部股票期权价值, 用 $E(S)$ 表示经理人股票期权最高的期望行权价格, 则有:

$$V = [E(S) - S - f]Q \quad (5)$$

**4. 经理人特殊福利的确定。**在市场经济条件下, 企业一般按其规模大小、资源状况、获利能力以及聘任经理人的迫切性和经理人自身实力等情况确定经理人应享受的特殊福利。一般来说, 经理人所享受的特殊福利应是基本年薪的倍数或收入总和的一定比例。根据我国收入分配的实际情况, 经理人福利收入的一部分在上任时一次性取得, 一般为基本年薪的一定倍数, 多在5~10倍之间; 另一部分是浮动性的, 一般只是基本年薪的一定比例。取一个福利分配的比例系数, 使这个系数是基本年薪加风险收入的一定比率, 并且使 $0 \leq \eta \leq 1$ 。

**5. 经理人总收入的确定。**以上对经理人收入构成进行了系统分析, 并根据各部分收入的特点构建了相应的计量模型。如果用 $S_t$ 表示经理人在其任职期间第 $t$ 年的总收入, 综合以上的研究结果, 可以确定企业经理人的总收入度量模型为:

$$S_t = (W_t + M - Qf)(1 + \eta) + V_t \quad (6)$$

## 二、应用实例分析

某企业2007年度实现净利润500万元, 职工平均年薪为20 564元, 行业平均年薪为23 565元, 根据对企业的分析取 $\alpha = \beta = 0.5$ , 收入倍数 $N = 6$ , 收入级差系数 $\lambda = 0.9$ ; 期末对企业财务状况进行综合评价的系数为 $B = 0.85$ , 董事会决议为: ①经理人的利润承包基数为400万元, 可供分配的剩余利润按协议规定经理人分配比例为20%; ②按照经理人对公司的贡献, 给予20 000股的股票期权激励, 行权期为五年以后, 购买价为每股20元, 期权费为每股2.7元, 从风险收入中扣除。如果福利比例系数为0.30, 社会无风险收益率为10%, 下面采用上述方法确定经理人的年总收入。

(1) 计算基本年薪。根据公司本年度职工平均工资和行业平均工资以及通过分析确定的相关系数, 可以运用公式(1)计算出经理人的基本年薪为:  $W = 0.9 \times 6 \times (0.5 \times 20 564 + 0.5 \times 23 565) = 119 148.3$ (元)。

(2) 计提风险收入。经理人可供分配的剩余利润为100万元, 计算风险收入分配系数为0.88, 将有关数据代入公式(2)确定风险收入为:  $M = 1 000 000 \times 0.2 \times 0.88 = 176 000$ (元)。

(3) 期权收入的确定。按照以上的分析, 经理人当年度获得20 000股票期权, 应缴纳的期权费为:  $20 000 \times 2.7 = 54 000$ (元), 应在风险收入中扣除。运用公式(4)计算和确定期权树的状态值。根据期权树的结果和公式(5)确定经理人的期权预期收入为:  $(32.9 - 20 - 2.7) \times 20 000 = 204 000$ (元)。

(4) 确定年度总收入。以上计算了经理人四部分收入中的三个主要部分, 经理人的福利很难确定, 本文仅根据我国企业的实际支付状况作初步匡算。根据公式(6)经理人的总收入可以确定为:  $S_t = (119 148.3 + 176 000 - 54 000) \times (1 + 0.25) + 204 000 = 505 435.38$ (元)。

## 三、结论

目前, 我国经理人制度正在完善之中, 实行企业经理人制度的关键是要合理确定经理人的收入, 对经营者人力资本做出科学的定价。本文把经理人的收入构成区分为四个部分, 并根据我国企业经营者的实际情况构建了相应的计量模型, 进行了应用研究。在风险收入确定中, 把经理人经营形成的综合财务状况作为判断是否参与剩余利润分配以及分配多少的重要指标, 对经营活动导致财务状况恶化的情况, 即使产生利润也是只罚不奖; 在股票期权收入的确定过程中, 期权费用要从风险收入中扣除, 也就意味着经理人失去了风险收入的分配权并同时失去了股票期权激励的权利; 对福利待遇的确定, 同经理人的年薪和风险收入捆在一起, 也体现了激励约束原则。总之, 本文给出的经理人收入“四分法”框架及对经理人收入确定方法的探讨, 将对我国企业经理人制度的实施和完善起到积极的促进作用。

### 主要参考文献

1. 孙涛. 人力资本风险收入确定方法研究. 科技进步与对策, 2005; 7
2. 杜兴强, 黄良文. 企业家人力资本计量模型探讨. 中国工业经济, 2003; 8