

谈公司财务管理中的期权运用

李佳励 朱其涛

(西南财经大学会计学院 成都 610074)

【摘要】 期权虽是近代金融市场的一种创新工具,但在公司财务活动中,它却不仅仅是一种金融工具。因为公司许多财务活动都具有期权的特性,它们都可以被看做是期权理念的运用。本文从投资、筹资、兼并重组、薪酬激励、担保等五个方面阐述了期权在公司财务管理中的运用。

【关键词】 期权 投资 筹资 兼并重组 薪酬激励 担保

期权是一种选择权,是以合约或合同形式存在的、按事先约定的价格在将来某日或某日之前买入或卖出某标的物的一种权利。为获得该权利而支付的代价称为期权费。期权最基本的特征是只包含进行交易的权利,而没有必须交易的义务。由于期权具有投资、价值发现和能规避风险的功能,故近20年来,它作为最有活力的衍生金融产品,得到了迅速的发展和广泛的运用。从企业财务治理来看,期权也有很广泛的用途,本文就此作些探析。

一、期权在投资方面的运用

1. 实物期权的等待价值。实物期权的等待价值既是一项投资在决策灵活性上的价值,又是一项投资在决策战略性上的价值。一些大型项目通常需要多期投资才能完成,前期投资的实施并不意味着后期投资必须实施,投资者(本文主要指企业)仍具有是否继续下阶段投资的选择权。当市场环境出现不利变化时,企业可及时终止投资,以避免更大的损失,此时,前期投资的损失可视作期权费;如果市场环境没有出现不利变化,企业可继续下阶段投资。

2. 实物期权的灵活性价值。实物期权的灵活性价值主要表现为决策弹性和对投资项目价值的影响。当新的市场信息出现时,项目管理人员往往可以灵活地进行随机决策,调整投资方案。这种灵活性会极大地改变投资项目的价值。比如,管理者宁愿选择较昂贵的技术设备来提高企业扩大规模时的灵活性,因为采用这种设备带来的扩大再生产规模所隐含的期权价值能弥补设备的差价。当这样两种方案摆在面前时:①初期投资大但维持成本较低;②初期投资小但维持成本较高。精明的管理者宁愿选择第一种,即使按传统的净现值方法计算出的前者的净现值要小于后者的净现值。因为初期投资已是既成事实,不可改变;而维持成本却可以随市场状况的变化而变化,当市场状况不好时,前者的应变空间更大。

3. 实物期权的战略性价值。战略性投资一般是一系列逐步实施的投资项目的组合。孤立地看待前期投入的某个项目也许是不经济的,但是如果它能够创造后续的投资期权,可以为企业带来长期的战略效益,那这种投资就是非常必要的。同

时,企业可依据环境因素的变化对后续投资机会进行恰当的选择,不断修正企业战略投资计划,以期获得最大的整体效益。例如,企业在开发研究新产品方面的投资,很难在短期内产生效益,且其未来效益也有高度的不确定性,但它却具有重要的战略意义,对一个企业的长远发展是必不可少的,因此,对这类项目更需要评价其期权的战略性价值。

二、期权在筹资方面的运用

期权工具在融资中具有规避或降低财务风险的功能,企业可利用期权工具来优化筹资决策。这些筹资方式主要包括:可转换债券、附认股权债券、可赎回债券、周转协议贷款等。

1. 可转换债券。它是指债券持有人在一定时期内,可以按某一固定价格或一定比例将其所持债券转换为一定数量普通股的债券。在债券期限内,如果股票价格大于债券约定的转换价格,债券持有人会执行转换成股票的权利;如果股票价格小于债券约定的转换价格,债券持有人会放弃这种转换权利。因此可转换债券向债券持有人提供了一种在未来是否将债券转换成一定数量股票的机会或选择权利,这种机会或选择权利即为转换期权。

2. 附认股权债券。它是指在发行正常债券的同时,附有一份认股权证的债券。认股权证是一种允许持有人按照某一特定价格购买一定数量普通股票的长期选择权,它类似于可转换债券,只是可转换债券与其所包含的期权是不可分割的,而认股权证在随债券发行完毕后,可与债券分离单独交易,所以,当认股权证被执行后,发行的债券依然存在,而当可转换债券执行转换后,债券本身就不复存在了。

3. 可转换债券和附认股权债券。这两者均为投资者所拥有的期权,标的物是普通股票,执行价格是认股价格、转股价格,期权费是投资者丧失的部分利息收益。这些证券既具有偿还本金的安全性,又赋予了投资者获得股票成长带来的潜在收益的机会,对投资者有很强的吸引力,有利于企业所筹资金的及时到位。同时,这类债券的利率低于一般债券,降低了筹资成本,且随着认股权和转换权的行使,企业的权益资金增加,有利于改善资本结构。

4. 可赎回债券。这种债券赋予发行公司在一定时期内以预定价格(一般高于债券面值)将未到期债券买回的选择权。这是发行公司拥有的期权,标的物是债券,执行价格是赎回价格。当市场利率上升时,发行人放弃赎回权,仍以原较低利率向债权人支付报酬;当市场利率下降时,发行人行使赎回权,以发行更低利率的债券取而代之。可见,可赎回债券融资既可降低融资成本,又可使企业规避市场利率下降的风险。

5. 周转信用协议贷款。周转信用协议赋予企业在一定时期内可随时以约定的利率从银行取得总额不超过约定额度的贷款额的选择权。当企业资金短缺时,可行使部分或全部贷款权取得贷款;当企业资金充裕时,可放弃部分贷款权,同时需为未贷款的信用额度支付一定的承诺费用,即期权费。利用周转信用协议贷款能帮助企业及时足额地筹措资金,但企业事先需对资金需求量作比较准确的预测,避免浪费信用额度而支付过高的期权费。

三、期权在兼并与重组中的运用

兼并与重组的首要问题是对目标企业的价值进行评估,而评估的准确与否则直接影响到并购的成本和效益,进而决定最终的并购决策。在国际范围内,用于企业估价的模型主要有三种,即基于收益的模型、基于资产的模型和贴现现金流模型。但传统的企业估价方法存在着以下缺陷:①较多地依赖于会计数据本身的有效性。会计数据通常反映历史价值,不能全面反映现实价值和表外风险以及无形资产的价值。②对无形资产定价的缺陷。传统方法主要是对实物资产定价,而对于一些特殊行业的企业,尤其是高新技术企业,其主要资产是以知识资本为代表的无形资产,无形资产获利能力才是定价关键。③并购目标企业所获得的或者所创造的各种机会与经营灵活性的价值难以准确地评价,而这些机会与灵活性的价值往往构成了并购总体价值的很大一部分。

实物期权理论可以帮助企业做出科学的并购决策。由于实物期权具有灵活性价值,因而将实物期权理论运用于并购决策,可克服传统估价方法的缺陷,帮助企业全面考量并购目标企业的价值,从而正确地选择并购目标企业和并购时机,成功地实施并购及并购以后有效地进行组织结构调整和营运业务的整合。

企业的价值包括有形资产的价值和无形资产的价值。而无形资产的某种价值,从期权角度来理解,可以看做是一种买权,其约定价格是某种有形资产的价值,其标的物的当前价值是企业未来现金流量的总现值。企业是有形资产和无形资产的总和,即企业的价值是公司有形资产的价值与无形资产这个买权价值的总和。在有形资产的价值一定时,未来现金流量的总现值越大,则无形资产价值越大,即买权价值越大;反之,越小。当企业的未来现金流量总现值小于有形资产价值时,那么无形资产价值为0,即买权价值为0,企业价值不超过有形资产的价值。按照这种理解,并购企业兼并目标企业在获得目标企业有形资产的同时也取得了该企业的无形资产,即相当于取得了一个买权,一个可以取得未来现金流量的机会,这一机会实际价值的大小取决于购并双方无形资产的质量。从买

权的角度分析,只有当目标公司的当前或未来可得到的价值高于并购的价格,并购才是可行的。

从实物期权理论来看,企业在并购中的举措,可以执行期权,也可以创造期权,这些期权形式包括推迟期权、规模期权、组合期权等。企业应根据本企业 and 并购目标企业的实际情况,合理地运用何种期权。

四、期权在薪酬激励中的运用

期权在薪酬激励中的运用主要体现在股票期权。股票期权是股东将股票买入期权作为一种薪酬支付给经营者,赋予经营者在约定期限内以预定价格购买公司一定数额股票的选择权。向经营者支付股票期权的薪酬管理模式能较好地使经营者与股东的目标趋于一致,从而使经营者真正关心股东的利益。其激励思路的逻辑关系是:提供期权激励→管理人员努力工作→实现企业价值最大化→企业股价上升→管理人员行使期权→获得利益。反之,管理人员利益则受损,经营者要想实现自身利益最大化,必须积极主动地改善经营管理,努力实现企业价值最大化。另外,当经营者行使购股权后,即成为公司股东,股东的利益与经营者利益因此而捆在一起。可以看出,期权在解决代理冲突方面,有其独特作用。其最大优点就在于将公司价值变成管理者收入函数中一个重要的变量,使两者向同一个方向努力。

目前我国的股市尚不规范,证券市场弱式有效,公司治理结构问题等都制约了股票期权的运用和发展。随着修订后的《公司法》和修订后的会计准则的颁布实施,我国股票期权法律环境的制约因素将逐步化解,其运用前景看好。

五、期权在公司担保方面的运用

企业向担保公司申请担保时,往往由于没有理想的担保物,难以完全规避风险,使得担保公司不愿意提供担保。期权的引入可以较好地解决这个问题。企业可以利用自己的成长性向担保公司提供一定股份的期权,担保公司在担保期内可根据企业的经营情况灵活地运用期权:①失败,不行权。此时企业没有收益,担保公司不必行权;②成功,行权。此时企业获得收益,企业价值增加。担保公司可选择适当的机会行权进入企业以分享收益,然后再等候时机通过上市、兼并、收购、重组等方式退出,以保证担保实力,支持更多的中小企业的发展。③转让。期权本身具有价值,可以直接转让获利;④等待。若担保失败,企业也有可能在今后的资本运作中打个翻身仗,担保公司拥有的期权也有获利的机会。对于担保公司来说,正确判断企业未来的成长性,科学合理地确定并与被担保企业协商行权时机和行权价格,完善期权计划有关法律条款,正确选择行权退出时机,这些都是保证期权担保顺利实施的必要条件。期权担保使企业与担保机构在长期合作中形成优势互补、共同预期未来的协同局面。

主要参考文献

1. 谢华伟.实物期权理论在投资中的应用.财会月刊(理论),2006;3
2. 崔博.期权理论在公司理财方面的应用,沿海企业与科技,2005;6