

经理股票期权制度的理性分析

广东商学院 艾健明

一、高级管理层报酬计划的范式分析

一般来说,高级管理层报酬计划的设计是根据委托代理理论展开的。标准的委托代理理论认为,在两权分离的情况下,企业所有者(委托人)把企业委托给经营者(代理人)经营管理。按照理性经济人假说,委托代理双方都会追求自身利益的最大化。由于委托人和代理人之间的信息不对称以及企业经营过程中的不确定性,代理人会利用信息优势追求自身利益的最大化而损害委托人的利益,这就产生了所谓的代理问题。由于信息不对称和经营不确定性的存在,委托代理双方无法签订一份完全合理的契约来规范代理人的行为,因此,委托人对代理人的激励和监督尤为必要。

如果代理人是风险中性者而委托人是风险规避者,那么,理论上委托代理模型的最优解是:委托人领取固定报酬,代理人得到全部剩余收益。但一般情况下,代理人缺乏足够的财产担保以保证其在企业经营状况不佳时仍能够承担对委托人的固定支付义务,而委托人在签约之前也会预料到这种结果,从而不会与代理人签订这种契约。因此,委托人就只能设计一个次优的报酬契约来激励代理人努力工作,即通过让高级管理层分享剩余索取权来减轻代理压力。如果委托代理双方都是风险规避者,那么,剩余索取权的分享方案就是最优的契约结构。如果委托人是风险中性者而代理人是风险规避者,那么,对理性的委托人来说,就是要设计一个高效的能自我实施的契约,使代理人的“参与约束”和“激励相容约束”达到微妙的平衡,因此,“胡萝卜加大棒”的政策就是委托人的理性选择。

为了把高级管理层的利益和公司利益适当地结合起来,一个有效的报酬契约需要在避免代理人承担过多风险的同时起到更强的激励作用。按照这种思路,典型的高级管理层报酬计划可由年薪、提供现金奖励的年度奖励发放方案和通过多种方式发放公司股票 of 长期激励三部分组成,以达到激励、风险和决策视野的微妙平衡。

二、经理股票期权制度存在的问题

1.高级管理层的经理股票期权收益与公司业绩缺乏相关性。高级管理层报酬和公司业绩成正相关关系是有效激励的前提,而目前美国公司的高级管理层报酬和公司业绩的相关性已经很小,而且没有证据表明高报酬就能产生好业绩。如美国在经济陷入衰退的1990年,公司的利润下降37%,而经理的报酬却提高了8%。

2.高级管理层报酬计划总朝着维护高级管理层利益的方向发展。经理股票期权只是一种单向激励方式,其持有者的收益始终非负,对高级管理层没有实质性的约束作用。同时,由

于高级管理层对经理股票期权收益的追求,可能会促使其通过财务欺诈的方式来提高公司股价以牟取暴利,近年来世界范围内发生的众多财务欺诈案就是明证。

3.高级管理层在经理股票期权上的收益归根结底来源于投资者,因而其实质上是对股东利益的忽视和背离,甚至是掠夺。因为股票市场只是促进资本流动和交易完成的场所,股票价格也只是投资者对公司未来收益的预期,而不是对公司价值的计量,股票交易只能引起财富在投资者之间的重新分配,而不能直接创造社会财富。

4.美国现行高级管理层报酬计划中经理股票期权的广泛应用,与高级管理层事实上掌握了公司的控制权直接相关。主要表现在:首先,股票发行规模的扩大引起股权分散,导致股东缺乏控制公司的能力,从而使公司控制权由股东向高级管理层转移;其次,股票交易频繁,股东缺乏控制公司的意愿,而作为股东利益代表的外部董事形同虚设,其监督职能无从发挥。另外,美国公司的高级管理层还通过回购股份以摆脱外部控制,或者以损害主并购企业股东的利益为代价实施无效率的兼并来取得更大的控制权收益,同时以设置“金降落伞”和种类繁多的反收购条款等方式维护自身的控制权收益。

三、经理股票期权制度的改进与完善

假定经理面临两个投资项目,其中一个为低风险项目,另一个为高风险项目,低风险项目与高风险项目的预期收益相同。假定经理是风险规避者(这与正常情况更相符),如果选择低风险项目,企业生产经营活动稳定,经营风险较小,经理只需承担较小的风险成本;如果选择高风险项目,则经理将要承担较高的风险成本。这里,经理的风险成本主要包括两个方面:一是经理的年终奖金具有不确定性时产生的风险成本,如果经理同时持有本企业股票,则股票价格的波动也会增加经理的风险成本;二是较高的经营风险会导致企业利润下降、亏损甚至破产,经理将承担被解雇的风险成本。由于低风险项目与高风险项目的预期收益相同,在没有经理股票期权作为激励工具对经理所承担的风险进行补偿时,经理肯定不愿意选择高风险项目。实际中,高风险项目的预期收益往往比低风险项目高,这将在一定程度上激励经理选择高风险项目。但一般情况下,如果没有相当数量的经理股票期权的风险激励,经理在选择高风险项目后,其自身所承担的风险成本将远大于从高风险项目中获得的预期收益,因而经理选择高风险项目的可能性仍然很小。

如果委托人授予经理大量的经理股票期权,不仅会激励经理更加努力地工作,而且会影响到经理的风险决策。考虑到

我国上市公司股利政策:实证证据与思考

暨南大学管理学院 张朕铭

一、我国上市公司股利政策:实证证据

1.我国上市公司股利政策对公司业绩的影响。在完全竞争资本市场环境里,股利政策本身对公司业绩没有影响,但在资本市场信息不对称的情况下,股利政策就有提供信息的作用。如果股利政策变化对股价有影响,那么股利政策变化传递有关公司业绩的信息就是必要的,但不是充分的,因为还有其他途径为投资者提供相应的信息。因此,股利政策变化是否真正对公司业绩有影响已成为一个实证问题。但是,我国对上市公司股利政策进行的实证研究并不多,由于我国上市公司常常将配股与分红方案一同公布,且配股价一般低于市价,容易造成既配股又分红的假象,所以,在对我国上市公司股利政策进行的实证研究中把配股也考虑在其中了。

傅继波、张晓峰、杨朝军对沪市上市公司1998~2000年中期的股利政策与公司业绩之间的关系进行了实证分析,考察现金红利是否能作为体现公司业绩的信号。他们采用了这些上市公司1998~2000年中期的净资产收益率、两年相比的净利润增长率,研究后发现:从实证检验的结果来看,派现公司的盈利能力较强,配股资金的使用效率较高。所以,将现金红利作为配股的必要条件是有根据的。

经理持有的经理股票期权会随企业风险增大而增值的因素,经理在进行风险项目选择时就会在项目风险给自身带来的收益与成本之间权衡。如果选择高风险项目所导致的风险成本可以被经理持有的经理股票期权的增值抵消,那么,经理将有可能选择高风险项目;反之,则经理仍会选择低风险项目。

无论是风险规避型还是风险中性型的股东,他们在对经理进行经理股票期权激励时都必须进行风险激励与风险控制的权衡。对此,不同类型的股东会有不同的考虑,风险规避型的股东倾向于接受较低的经营风险,风险中性型的股东可以接受较高的经营风险,这些不同的倾向将体现在经理股票期权要素的设计中。

因此,要设计一套合理的报酬分配方案,使企业收益分配中的风险和报酬尽可能均衡。这套方案一方面要使风险制造者即高级管理层承担一定的风险,以降低企业的风险,从而避免非人力资本所有者承担过高的风险;另一方面,要激励高级管理层进行最大限度的关系专用性投资,尽可能消除其机会主义行为。克莱因和阿尔钦认为,契约双方可签订一份带有潜在套牢行为的长期契约,通过规定相应的激励和惩罚机制,使套牢出现的可能性变小。理论上,明确的长期契约可以解决机会主义问题,但因其实施成本太高而可能不具效率。在此基础

林海通过对深市上市公司1997年的数据统计分析,证明了上市公司的股利分配水平(包括现金股利、股票股利)确实和上市公司的业绩存在着相关关系,并用每股税后净利率来验证了上市公司的业绩情况。

2.我国上市公司股利政策对股市波动的影响。张水泉、韩德宗以1992年5月21日~1996年5月31日的350个发放股利与配股事件为样本,通过事项研究法检验了事件前后股票收益率以及股票价格的变化。他们对样本的划分采用了行业、业绩、规模三种标准,通过对按不同标准划分的样本的检验,得出在考察期内上海股票市场并非半强式有效市场。整个考察期内的空头市场,派息的异常报酬率最大,送股次之,配股最小;而在多头市场,情况正好相反。

陈晓、陈小悦、倪凡在信息传递效应理论下以1995年及之前上市的86家A股公司为样本,研究了我国上市公司首次股利公告的信号传递效应,得出了与张水泉、韩德宗一致的结论,同时也指出了其研究过程中的缺点,即没有特别指出并讨论信号传递效应的概念。他们得出我国上市公司首次股利公告的信号传递效应是在 $[-2, 3]$ 这个区间内实现的结论,并且发现,与纯股票股利和混合股利相比,现金股利并不受欢迎。

上,哈特进一步指出,由于外部不确定因素过多以及重新协商和修订成本的存在,在当事人不能签订长期契约的情况下,可以通过当事人之间签订状态依存契约、收益分享契约、成本分享契约以及第三方当事人仲裁等形式来解决套牢问题。

因此,高级管理层报酬计划可以设计为三部分:一是满足高级管理层生产和再生产的基本需要即基本工资;二是制定激励其进行关系专用性投资的制度安排,使其既可以分享剩余收益,又要承担与分享剩余收益相应的风险,比如采用陆续存入风险保证金、延迟支付剩余收益、虚拟股或期股方式并规定违约的处罚方式等;三是为鼓励高级管理层追求企业的长远利益和可持续发展,可以适当采用类似经理股票期权的单边激励方式,以保持高级管理层与股东利益的一致性。不过,这种经理股票期权的单边激励方式不仅要受到非人力资本所有者或其代理人的监控,而且要基于企业未来收益水平的客观预期,尽量避免出现经理股票期权激励制度中不受股东控制的因素和高级管理层人为操纵的影响,使高级管理层报酬的现值和公司价值的现值保持大概一致的增长幅度。同时,有必要设定一项追索条款,一旦公司有财务欺诈行为并对股票价格产生影响,那么,股东有权追回高级管理层自会计舞弊发生之日起的从经理股票期权等单边激励方式中实现的收益。□