

后金融危机时期的股票期权核心要素设计

——基于金地集团股票期权计划的研究

宁小博

(北京财贸职业学院 北京 101101)

【摘要】 本文从股票期权制度的四个核心要素角度,即股票期权的授予数量对高管薪酬的影响、股票期权的有效期和行权安排对会计利润的影响、股票期权行权条件和行权价格的重设思路四个方面入手,对比分析金地集团实施的两次股票期权激励计划,对我国经理股票期权计划进行研究。

【关键词】 股票期权 核心要素设计 金地集团

股票期权作为一种对公司高管的长期激励工具,于 20 世纪 90 年代在欧美国家得到广泛应用并取得良好效果,但随着 2007 年美国次贷危机的爆发,一系列财务丑闻的发生使股票期权制度开始受到理论界及实务界的质疑。在我国,随着企业管理制度、产权制度的变革以及 2005 年证监会颁布《上市公司股权激励管理办法》,资本市场迎来股权激励的第一波高峰。但是随着 A 股市场的起伏,股票期权也同样经历了从高峰到低谷再重新启动的历程。

一、金地集团两次股票期权计划的实施背景

据 Wind 提供的资料显示,在 2008 年 10 月,A 股市场先后有 134 家上市公司提出股权激励计划,其中有 100 家左右采用股票期权方式。在这 134 家上市公司中,当时已有 92 家上市公司的收盘价低于行权价,45 家公司宣布终止股权激励计划,其中 32 家属于当年推出即宣布终止。时至 2009 年,资本市场整体复苏,带动 A 股市值大幅增长,许多 2008 年被终止的股权激励计划也在 2009 年被重新提上日程。截至 2010 年上半年,共有 35 家上市公司宣布推出或重启股权激励方案,12 家已进入实施阶段。其中 26 家上市公司的激励标的物为期权,约占 75%。

金地集团就是在这样的背景下前后两次推出了股票期权激励计划:第一次在 2008 年 1 月,公司审议通过了《关于〈公司股票期权激励计划(草案)〉的议案》(以下简称“08 计划”)。2008 年 7 月,受资本市场的影响以及证监会关于“不能同时进行股权激励与公开增发”的限制,集团做出暂停公司股票期权激励计划的决定,并许诺将按证监会有关股权激励的相关规定及公司的实际情况适时重新推出股权激励计划。2010 年 3 月,金地集团通过了《金地(集团)股份有限公司 A 股股票期权计划(草案修订稿)》(以下简称“10 计划”),重新启动了股票期权计划。

2007~2008 年,在股票期权制度广泛应用之时,理论界及实务界作了大量研究及实践。然而时过境迁,宏观经济步入后金融危机时期,各界对重启的股票期权计划鲜有研究。本文即

从股票期权制度的核心要素入手,对比分析金地集团实施的两次股票期权激励计划,研究其新旧方案的优劣及我国股票期权核心要素设计的思路。

股票期权制度要素涉及甚广,本文从中选取四个有代表性的核心要素,即股票期权的授予数量、有效期和行权安排、行权条件和行权价格,结合金地集团的两次股票期权制度进行比较,并由此提出完善方案及建议。

二、从金地集团案例分析我国股票期权的核心要素设计

1. 股票期权的授予数量对高管薪酬的影响。金地集团的“08 计划”中,涉及标的股票总数为 4 195 万股,占激励计划公告日公司股本总额的 5%,单一激励对象获授股票期权数量不超过公司股本总额的 1%;“10 计划”中,向 224 位员工授予 9 937 万股的股票期权,占授予时公司股本总额的 4%,单一激励对象获授股票期权数量不超过公司股本总额的 0.2%。在激励对象中,董事和高级管理人员 10 名,其获授的股票期权涉及标的股票总量占股票期权授予总量的 26%,核心业务人员获授比例为 74%。

从理论上来看,经营者的授股数量与企业业绩之间有着非常复杂的关系,经营者持股比例过低或过高都不利于公司价值提升。对于经营者持股数量与股东利益最大化的关系,理论界存在两种假说,即利益趋同假说和防御假说。其中,防御假说认为经营者持股数量与激励效果间呈负相关关系,当经营者持股超过 5%时,其增长就会助长与防御因素相关联的条件,而这一比例超过 25%时,公司的内部人控制问题就会非常突出,股东的利益就会遭受损害。在美国,只要公司有足够的股票来源,对上市公司发行的股票期权的累计数量是没有限制的。从国内外的实证检验来看,经营者持股额度控制在 5%~10%之间较为合适。很显然,金地集团实施的两次股权激励计划涉及的股数均占总股本的 5%左右,基本上处于合理区间内。

我国对股票期权的授予数量做了严格的限制,根据《上市公司股权激励管理办法》的规定,上市公司股权激励计划所涉

及标的股份总额不得超过公司股本总额的10%；除非经股东大会特别决议批准，任何一名激励对象通过股权激励计划获授的股票累计不得超过股本总额的1%。金地集团实施的两次股权激励计划无论在股份授予总额还是单一激励对象授股比例上均符合证监会的规定。

鉴于2007年中国上市公司高管的天价年薪，国资委于2008年正式公布了《关于规范国有控股上市公司实施股权激励制度有关问题的补充通知》，明确规定了国企高管的股权激励收益与业绩指标增长挂钩的浮动，并设置了最高上限。其中，境内上市公司及境外H股上市公司股权激励收益原则上不得超过授予时薪酬水平（含股权激励收益）的40%，境外红筹公司原则上不得超过50%。

就金地集团高管层目前的薪酬水平而言，行权时的收益将在很大程度上受限于上述规定。例如《金地集团2009年年报》显示，总裁张华纲在公司领取的报酬为255万元，若不超过《关于规范国有控股上市公司实施股权激励制度有关问题的补充通知》所规定的上限，其股权激励收益原则上每年不超过170万元。依照“10计划”总裁张华纲获授452万股，行权价格为14.12元，假设每年行权20%，分五年行权，行权时股票市价若高于16元，则当年的股票期权收益将会超过170万元的上限。如果碍于国资委《关于规范国有控股上市公司实施股权激励制度有关问题的补充通知》的规定高管层不行权或少行权，将会使被激励对象无法充分享受到股票市价与行权价格差异的增值部分，也与股票期权激励制度设计的初衷相违背。

可见，在我国当前情况下，国资委关于股权激励的上限设置，将会成为所有实施股票期权激励计划的国有控股公司所面临的普遍问题。

2. 股票期权的有效期和行权安排对会计利润的影响。通常情况下，股票期权的有效期越长，其激励强度就越小，但有利于激励经营者注重公司的长远效益；股票期权的有效期越短，激励强度就越大，但很容易导致经营者的短期行为。美国法律规定，一项股票期权计划最长有效期为10年。我国《上市公司股权激励管理办法》规定：股票期权授权日与股票期权首次行权日之间的间隔不得少于1年；股票期权的有效期从授权日计算不得超过10年。

行权安排就是对激励对象在股票期权有效期内何时行权及行权额度的安排。根据我国《上市公司股权激励管理办法》的规定：在股票期权有效期内，上市公司应当规定激励对象分期行权。为了实现股票期权的长短期激励效果，上市公司的股票期权计划均会明确股票期权的行权安排。行权安排采用匀速或者加速的方式，还可以根据激励对象的具体身份做出不同的安排，但是一定要对每年的行权额度有一定的限制，以避免激励对象在中短期操纵股价，影响股票期权计划的长期激励效果。

根据金地集团的“08计划”，股票期权激励计划的有效期为自股票期权首个授权日起6年，而“10计划”规定的有效期为7年，两次计划的有效期相差不大。两个计划均规定：激励

对象自授权日起满12个月后方可开始行权，激励对象应按本激励计划规定的安排分期行权。在可行权的每个年度，可行权额度上限为获授股票期权总额的20%，可见两次激励计划的行权安排完全相同。

金地集团的股票期权激励计划关于行权安排的可取之处在于，可行权额度每年均规定了上限。这种安排与仅对首次行权设置上限相比较具有明显的优势。例如，伊利股份在2006年的股票期权激励计划中规定：一年后可以开始行权，激励对象应分期行权，激励对象首期行权不得超过获授股票期权的25%，剩余获授股票期权，激励对象可以在首期行权的1年后，股票期权的有效期内自主行权。伊利集团的激励方案只规定了首次行权，而对于后续可行权期的行权上限并未作出规定。这种行权安排可能导致在资本市场波动较大的情况下，被激励对象选择在行情良好的情况下尽快行权。这一方面不利于长期激励的产生，另一方面会使等待期过短。正是基于这种情况，伊利股份等待期只有2年，公司按授予日期公允价值计入相关成本费用，并增加资本公积。伊利股份此项因股票期权产生的费用，在2006年及2007年两年的等待期内各摊销25%和75%，对2007年损益的影响约为5.5亿元，而2007年前实现的净利润约为3.3万元，从而使伊利股份2007年度亏损金额大约在2.2亿元左右。相比之下，金地集团对每次的行权额度均设置了上限，这无疑延长了等待期，使行权产生的费用分数次计入净利润，从而不会对公司的净利润产生过大的影响。

3. 股票期权行权条件的重设。综观金地集团实施的两次股票期权计划，其行权条件关注于“加权平均净资产收益率、销售收入增长率、净利润增长率”等几项与会计相关的业绩指标。其中“08计划”强调“加权平均净资产收益率不低于10%，净利润增长率不低于25%”，“10计划”“加权平均净资产收益率”依旧设置10%的标准，而“净利润增长率”下调为不低于20%，并增加了“销售收入年复合增长率不低于30%”的标准。总体而言，金地集团实施的两次激励计划关于行权条件的设置差异不大，其中净利润增长率由25%下调至20%，也符合国资委关于“公司年度净利润增长率大于等于20%且不低于同行业平均业绩水平”的标准。

与金地集团类似，我国目前大部分上市公司股票期权激励计划的行权条件多为会计业绩指标。这类指标的优点是符合股票期权设计的初衷，将公司业绩与管理层个人利益紧密联系起来，且方便计算，易于操作。但其缺陷也相当明显：首先，经营业绩指标可能会使被激励对象过分注重短期财务成果，从而助长其短期投机行为，忽视企业长期价值的创造。比如被激励者可能通过调整会计政策操纵财务数据，粉饰财务报表中的净利润，进而优化某些财务指标。其次，简单的会计业绩指标不能屏蔽系统风险的影响。当金融危机出现，绝大部分企业业绩出现下滑，即使经理层努力工作，企业业绩的增长也会明显放缓甚至出现亏损，很有可能达不到当初所规定的行权条件。比如，金地集团的“08计划”被宣告终止，其中一个重要原因就是2008年金地集团的净利润较2007年下降了

12.86%，根本达不到 25% 的净利润增长率要求。这种情况的发生，不能全部归咎于管理层，在很大程度上受制于当时经济危机大环境的影响。

为了规避会计业绩指标评价的片面性，有必要引入两种不同的思路对会计业绩指标进行优化。

第一种思路是引用平衡积分卡的思想，以企业战略为出发点，从财务、客户、内部经营流程、学习和成长四个层面分解组织的愿景和战略。将单一会计业绩指标丰富化，在关注财务指标的同时，更加关注雇员的技术和积极性、客户的满意度和忠诚度、完善的内部经营等难以用货币计量的无形资产。而后者恰恰是企业成功的关键因素。这样一来，可使股票期权的行权条件更加客观和全面地反映管理层的努力程度。

第二种思路在实务界已经进行过有益的尝试。2006 年 8 月，成都鹏博士科技股份有限公司公布了《首期股票期权激励计划(草案)》，其方案的亮点在于行权条件设有财务指标和市场指标两方面。其市场指标规定“公司市值的增长率不低于上证综指的增长率或公司市值的降低率不高于上证综指的降低率”。这种市场指标的设计优势在于将公司市值的增长率与大盘指数增长率相联系，相当于剔除资本市场系统性风险的影响。同样的道理，将公司单一的增长指标与同行业的市值增长指标进行对比，也可以起到消除行业板块同涨同跌的影响。牛市时，公司高管人员不会因为业绩“搭便车”，而轻易享受到激励；熊市时，也不会因为业绩受到外部环境的不利影响而否定管理层的努力。

4. 股票期权行权价格的重设思路。国际上确定股票期权行权价格的方法一般有三种，即现值有利法、等现值法和现值不利法。我国根据《上市公司股权激励管理办法》对股票期权的行权价格是这样规定的：“行权价格不应低于下列价格较高者：第一，股权激励计划草案摘要公布前一个交易日的公司标的股票收盘价。第二，股票激励计划草案摘要公布前 40 个交易日内的公司标的股票平均收盘价。”可见，我国规定的方法相当于现值不利法，用行权价高于授予时的公平市价来确定股票期权的行权价格。

为了让股权激励的行权价格不低于真正意义上的市场化价格，即股改后的股票价格，《上市公司股权激励管理办法》规定完成了股权分置改革的上市公司才有资格实施股权激励。金地集团于 2006 年下半年完成了股权分置改革，并于 2008 年和 2010 年推出了股票期权激励计划，时间顺序上符合证监会的要求。

但我们不难发现，虽然在全流通时代我国资本市场的有效性正在不断提高，但是真正意义上的市场化价格还是很难达到。目前我国资本市场并不完善，仍会出现一系列不规范的现象和问题，如内部人交易、政策市等现象，在剧烈波动的股票市场中，整体的系统性风险、行业板块的“普涨普跌”等，都使上市公司的股价经常偏离企业的基本面，股票价格与公司业绩呈现弱相关状态。

本文通过选取 2007 年 6 月至 2010 年 6 月金地集团股票价格及上证指数的历史数据，运用 Excel 软件进行分析，发现

金地集团股票价格与上证指数的相关系数 R 为 0.932 6，呈现高度正相关状态，说明金地集团股票价格与上证指数相关方向相同，且相关关系密切。同理，用上述数据计算出来的 β 系数(计算方法：市场平均整体收益率和上市公司股票平均收益率的协方差除以市场整体收益率的方差)为 0.946，接近于 1，说明金地集团的股价对大盘变化极为敏感。

金地集团“08 计划”中确定的行权价格为 42 元，“10 计划”确定的行权价格为 14.12 元。按照 2007 年每股收益 0.5 元、2009 年每股收益 0.78 元计算，“08 计划”中的市盈率为 84 倍，而“10 计划”的市盈率为 18 倍。相对于欧美股市 15~20 倍的市盈率水平，显然“10 计划”是比较合理的。但对比两次股票期权激励计划我们不难发现，两次市盈率相差 4.6 倍之多，对于一个公司而言，在每股收益稳定增长的情况下，市盈率的巨大差额源于股票市价的大起大落。“08 计划”颁布之初，金地集团的股价徘徊在 40~50 元之间，时至 2008 年 8 月，股价已跌破 10 元，使得 42 元的行权价格变得高不可攀。同样道理，“10 计划”制定的行权价格仍然没有解决之前方案的问题，行权价格仍然会受到整体市场波动的影响。一旦股票市场再次出现大幅变动，理论上不排除金地集团的“10 计划”再次搁浅的可能性。

因此，在股票期权计划制定行权价格时，剔除整体市场波动对行权价格的影响十分重要。为此，需要重新修订行权价格模型并引入叠加指数。这种方法简单易行，可操作性极强。可将叠加指数设置为大盘指数累积变动率，如上证综合指数或深证成份股指数变动率，叠加指数后的行权价格=原固定的行权价格×叠加指数。比如考虑到上证综合指数的“08 计划”，在 2008 年 6 月金地集团的股价为 11.25 元，叠加指数即大盘指数累积变动率= $(3\ 459.06-5\ 272.81)/5\ 272.81=-0.34$ ，叠加指数后的行权价格= $42 \times (-0.34)=14.28$ (元)。在不考虑大盘指数累积变动时，股票价格与行权价格竟然相差 30.75 元，使行权变得遥遥无期，股票期权的激励作用消失殆尽；而在考虑大盘指数累积变动的情况下，股票价格与行权价格仅相差 3.03 元，让行权充满了可行性。可见，通过这种思路重设股票期权行权价格，可以有效消除我国上市公司实施股票期权在行权价格上的困境，让股票期权这种激励方式更为有效地发挥作用。

主要参考文献

1. 陈清泰, 吴敬琏. 股票期权实证研究. 北京: 中国财政经济出版社, 2002
2. 孟晨, 张庆昌. 股权激励失效分析. 总裁, 2009; 10
3. 田小川, 章雁. 思辨金融危机环境下的股权激励. 新会计, 2009; 11
4. 叶映红. 熊市下上市公司股权激励失效的影响及对策. 价格月刊, 2009; 7
5. 江荣华. 上市公司股票期权行权价格研究. 生产力研究, 2009; 20
6. 李艺. 对股票期权行权价格的修正. 当代经济, 2008; 8
7. 袁煌. 自己动手计算 β 系数. 中国资产评估, 2007; 7