

企业家人力资本看跌期权定价模型之改进

刘玉勋(教授)

(肇庆学院 广东肇庆 526061)

【摘要】 股东与企业家之间的交易可虚拟为看跌期权交易,但是股东能否实现虚拟看跌期权中的权利存在很大的不确定性,可见以往按照B-S模型来计算虚拟看跌期权的价值是不准确的。本文对影响B-S模型的确切性因素进行了分析,并对该模型提出了一些改进建议。

【关键词】 企业家人力资本价值 定价模型 虚拟看跌期权

一、问题的提出

目前,国内学术界有不少学者论述了企业家人力资本看跌期权的定价方法,如杜兴强和黄良文(2008)的论文《企业家人力资本计量模型探讨》及司强的博士论文《人力资本价值复合实物期权评价方法研究》都谈到了这个问题。

上述学者论述计量企业家人力资本看跌期权的定价模型就是通常所说的B-S模型。运用该模型的步骤是:首先,按照看跌期权模型计量企业家人力资本的内在价值,即企业家人力资本发挥100%的效率时所应具备的价值;其次,按照综合评价指标体系和模糊评价体系来计量企业家人力资本实际发

挥的效率;最后,计算企业家人力资本的实际价值,企业家人力资本的实际价值=内在价值×实际发挥的效率。

李永周和覃艳平以联想集团为例对人力资本看跌期权定价模型做了进一步的阐述,计算出联想集团实际支付给企业家的报酬只相当于企业家人力资本实际价值的20%。为什么会这样大的差异呢?是企业向企业家支付的报酬不合理还是企业家人力资本看跌期权定价模型存在问题?我们不能否定市场,企业家人力资本定价主要是由市场决定的,建立人力资本定价模型主要是用来描述市场人力资本定价机制的,用模型来预测企业家人力资本的市场均衡价格,因此上述问

但是,有一点必须明确,集团整体这种责、权、利关系并不能天然地遵从集团战略,只有将这种体系或机制纳入战略规则体系之中,集团战略才能真正有效执行,也才能发挥集团的合力,从根本上解决集团管控能力不强的问题。而以战略导向为中心的全面预算体系,可以充分发挥预算的价值分配和价值考核功能,并有效实现集团责、权、利关系的战略遵从,从而使集团管控能力从根本上得以增强。

3. 实现了集团“战略委员会”与“预算委员会”的融合,为集团法人治理结构调整提供了一个新的思路。该理论模型的最大特点是战略管理与预算管理的高度融合,这一特点决定了在集团组织体系设置上,战略管理与预算管理也应该实现一体化。应当说,由于战略与预算本身的关联度很高,即使不适用该管理方法的企业也可以考虑将两者的管理职能或组织体系合并,从而节约管理资源,提高管理效能。

4. 将战略管理的高端性、前瞻性与全面预算的全员性、全程性相结合,使得集团资源配置更加高效、迅捷。战略管理无疑具有高端性和前瞻性,同时它又需要相对的稳定性。现实中,集团型企业管理层级较多,而战略管理往往由企业高层统筹谋划,使得信息传递和管理的效能不可避免地出现递减和阻隔。如何使战略管理真正实现向集团企业全级次、全员顺畅地传导,单靠传统的行政手段是行不通的,必须探索更加有效的手段来实现集团战略与各业务层面的“无缝链接”。在企

业管理的所有子体系中,只有全面预算可以全面调动企业各个层级的资源和人力,并实现战略与运营层次的对接。当然,这并不意味着企业人力资源、品牌、研发等其他管理系统并不重要,而是要将这些被部门利益掩盖、受体系分割侵蚀的管理要素由一个核心来驱动,从而调动各方面的积极性,充分发挥各层级、各分支体系的集体智慧,使集团资源更加合理、高效地配置,从而提高集团企业的核心竞争力。

五、结论

集团战略如何落地生根、企业集团如何提高管控能力一直是理论和实务中的难题,该理论模型提供了一种思路,就是发挥全面预算在资源整合和企业责权利分配中的特殊功能,将其作为核心统领各管理要素,从而可以避免集团战略受部门利益的掣肘,更好地发挥战略管理的全局性和前瞻性。当然,这种管理方法主要适用于“战略管控型母公司”,并且其需要具备良好的财务管理基础和较高的信息化水平。

主要参考文献

1. 侯立新,曹海东.现代企业全面预算管理实务与案例.北京:企业管理出版社,2007
2. 刘俊勇.全面预算管理:战略的观点.北京:中国税务出版社,2005
3. 黄如福.企业管控模式与支撑体系.施工企业管理,2008;9

题不能归结为企业向企业家支付的报酬不合理。出现上述问题的根本原因是企业家人力资本看跌期权定价模型存在缺陷。为此,本文拟对此进行分析并提出改进。

二、企业家人力资本看跌期权定价模型存在的缺陷

企业家人力资本看跌期权定价模型的内在逻辑可归纳如下:①企业与企业家人力资本之间的交易可以虚拟为一项“看跌期权”交易,股东是“看跌期权”的买方,获得了“看跌期权”;企业家是“看跌期权”的卖方,卖出“看跌期权”。②该“看跌期权”赋予股东的权利是在期权到期日有权按事先约定的行权价格将股票卖给企业家。在到期日如果股票价格下跌到行权价格以下,股东将行权;如果股票价格在行权价格以上,股东将放弃行权。企业家卖出该“看跌期权”就承担了一项义务,就是在股东行权时按行权价格买下股票。③股东向企业家支付的报酬就是购买“虚拟看跌期权”所支付的权利金,因此看跌期权的价值就是企业家人力资本价值的实现。④只有企业价值最大化企业家获得的权利金才能最大化,因此,企业家的唯一选择是使企业价值最大化。

从逻辑上分析,该模型似乎没有什么错误,它的错误源于看跌期权交易的虚拟性。企业向企业家支付报酬获取企业家提供的管理服务,这是实实在在的交易,但是股东能否实现虚拟看跌期权中包含的权利还存在不确定性。

首先,股票价格一旦在行权日下跌到行权价格以下,而企业家却没有履行实际义务来购买股东将要卖出的股票,因为看跌期权是虚拟的,在企业与企业家的交易中并没有实际规定企业家要承担股票价格下跌到行权价格以下的损失,而且在通常情况下企业家作为人力资本所有者也没有能力来承担所发生的损失,所以这时股东的权利就难以得到保障。

其次,企业家是否有内在的动力、是否有能力使得股票价格在行权日不低于行权价格?企业与企业家签订的报酬契约对企业家的行为产生决定性影响,如果报酬契约中不含有股权激励,那么企业家就未必会将企业价值最大化作为其行动的目标。信息经济学已经证明,在通常情况下,企业如果只向企业家支付固定的报酬,则企业家必定选择偷懒。人力资本定价的一个主要任务就是设计最优的报酬契约,使得企业家与股东的目标趋于一致,使得企业家具有内在的动力来实现企业价值最大化。而企业家有内在动力是最基本的条件,但仅有这个条件还不够,还需要企业家具备应有的能力。实践证明,只有内在动力,缺乏实际能力,企业家也未必能实现企业价值最大化。可见,挑选企业家就显得格外重要,因此挑选企业家就成为股东的一项最重要的职责。

可见,企业家在企业经营过程中,是否有内在的动力或者是否有能力使股票价格在行权日不低于行权价格是一个未知数;一旦在行权日股票价格低于行权价格,企业家愿不愿意或在多大程度上弥补股东的损失也是一个未知数。股东向企业家支付的报酬是实实在在的,而股东能否实现虚拟看跌期权中包含的权利却存在很大的不确定性。

看跌期权的价值就是其中权利的价值。普通的看跌期权包含的权利在正常情况下是完全可以实现的,即期权持有人

的权利可以得到完全满足,B-S模型计算的正是这种情况下的看跌期权价值。然而股东持有的是虚拟看跌期权,其中含有的权利能否实现存在很大的不确定性,而根据事物变化的一般规律,权利的不确定性会导致权利价值的下降,以致虚拟看跌期权的价值必定小于B-S模型计算出来的价值。可见,直接用B-S模型来计算“虚拟看跌期权”的价值是错误的。计算“虚拟看跌期权”价值的正确方法一定要将权利能否实现的不确定性因素对期权价值的影响考虑进去。

三、企业家人力资本看跌期权定价模型的改进建议

由于虚拟看跌期权中含有的权利能否实现存在很大的不确定性,因此股东十分希望消除或减少这种不确定性,如果能完全消除这种不确定性,虚拟看跌期权就成了普通的看跌期权,此时,虚拟看跌期权的价值达到了最大值,等于普通看跌期权价值。股东可以采取如下措施来减少这种不确定性:第一,选择具有经营能力的企业家;第二,解决企业家的内在动力问题;第三,让企业家交纳一定的风险抵押金。

能力是决定企业家业绩的内在因素,而激励机制只是外在因素,外因必须通过内因才能起作用。所以,企业家的经营能力是非常重要的,它是内因。股东应该挑选具有经营能力的企业家来管理企业。有了好的企业家,接下来股东就要解决企业家的内在动力问题,即解决外因如何促使内因起作用的问题,就是要通过激励机制让企业家具有内在的动力将企业价值最大化作为其行动的目标。实践证明,股票期权计划是最有效的激励机制,这里我们提出授予企业家的看涨期权应当与股东的虚拟看跌期权相对应,即行权价格相同、期权的有效期相同、期权的行权期相同。这样一来,企业家要想在持有的看涨期权上获得收益,就必须努力使股票价格上涨到行权价格以上,即使企业家具备使股价上涨的内在动力。

另外,规定企业家要交纳一定的风险抵押金,在股价跌到行权价格以下时由风险抵押金予以补偿,这样就形成了对企业家的约束机制,他会努力使股票价格不低于行权价格。

企业家的能力、薪酬组合中股权激励所占的比例、风险抵押金是决定虚拟看跌期权权利可实现程度的三个主要因素,因此,应当根据这三个因素来综合评价虚拟看跌期权的权利可实现程度,并将其运用于修正B-S模型计算的企业家人力资本价值,具体的方法还有待进一步研究。

【注】 本文系广东省自然科学基金项目“人力资本报酬契约形成机制与人力资本会计研究”(项目编号:8152606101000010)、广东省普通高校人文社会科学“十一五”规划项目“人力资本定价机制与人力资本会计研究”(项目编号:06ZD79002)的阶段性研究成果。

主要参考文献

1. 李永周,覃艳平.基于B-S模型的企业家人力资本定价——以联想集团为例.财会月刊,2011;3
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
3. 周其仁.资本市场:企业家能力竞争的舞台.改革与理论,2001;7