股票期权激励及其在国有企业改革中的应用

——对武汉市国有资产管理公司试行股票期权的调查与思考

叶永刚

为了更好地借鉴国外股票期权激励的做法，建立激励与约束相结合的企业经营机制，落实资产经营责任，提高国有资产的营运效益，武汉市国有资产管理公司（以下简称国资公司）于 1999 年 5 月制定了有关股票期权激励的办法，并在下属的三家上市公司开始试行。

我们在对该公司进行深入调查的基础上，写出调查报告，主要目的在于介绍该公司的基本作法，总结该公司的经验，思考运行过程中存在的主要问题及其解决途径。

一、武汉市国资公司股票期权激励的基本作法

武汉市国资公司试行的股票期权激励办法是与年薪制的实施紧密结合的。该公司目前的股票期权激励方式仅限于企业法定代表人。公司对企业法定代表人实行年薪制。

年薪收入主要有三部分构成：基薪收入、风险收入和年功收入。基薪收入是年度经营的基本报酬，风险收入是年度经营效益的具体体现，年功收入是以前年度经营业绩的累积报酬。

国资公司目前制定的企业法定代表人基薪收入的标准由国资公司根据企业上年度的经营效益确定。

对于盈利企业来说，其基薪收入是与净利润挂钩的。

表 1

净利润指标（万元）	基薪收入（万元）
70～350	2.4
350～700	2.7
700～1500	3.0
1500～2500	3.3
2500～4000	3.6
4000～6000	3.9
6000 以上	4.2

对于净利润指标在 0～70 万元的微利企业，基薪收入为 1.8 万元。对于亏损企业，则按所在企业目前的工资水平，报国资公司批准确定。

年薪收入中的第二个组成部分是风险收入。风险收入是由国资公司根据经营责任书及企业的实际经营实绩核定。经营责任书由国资公司与企业法定代表人在考核初期签订。在风险收入的具体考核办法中，国资公司将企业法定代表人分为三种类别：一类为完成和超额完成核定指标者，一类为完成 50% 以上和 100% 以下者，另一类为完成 50% 以下者。

对于完成和超额完成考核指标者，按以下公式计算，并且，其风险收入最低额不低于 5 000 元。

表 2

	考核指标值 a（万元）	实际完成值 b（万元）	风险收入（万元）
盈利及微利企业	a	b≥a	3‰×a+ 1‰×（b- a）
亏损企业	a	b≥a	［3‰×a+ 1‰×（b- a）］×12‰

对于完成 50% 以上和 100% 以下者，考核办法为（见表 3）：

表 3

考核指标值 a（万元）	实际完成值 b（万元）	风险收入（万元）
a	80% ×a≤b< 100% ×a	b×3‰×70%
a	60% ×a≤b< 80% ×a	b×3‰×50%
a	50% ≤b< 60%	0

对于完成 50% 以下的，不给予本年度的风险收入，同时扣减以前年度累计的股票（份）期权（或风险基金）。

年薪收入中的第三部分为年功收入。年功收入由国资公司根据企业法定代表人的任职时间和工作业绩综合评定。该办法将年功收入分为四个档次（见表 4）。

表 4

工作业绩 \ 任职时间（n）	n≥10 年	10 年> n≥5 年	5 年> n≥3 年
业绩突出	一等	一等	二等
业绩较好	一等	二等	三等
业绩一般	二等	三等	四等
业绩较差	四等	/	/

© 1994-2007 China Academic Journal Electronic Publishing House. All rights reserved.　http://www.cnki.net

一等的年功收入标准为每月 1 600 元，二等为每月 800 元，三等为每月 400 元，四等为每月 200 元。

该公司试行的股票期权激励机制主要与年薪收入中的第二部分即风险收入挂钩。

对于上市公司，国资公司将风险收入的 30% 以现金形式当年兑付，其余 70% 转化为股票期权。国资公司在股票二级市场上以该企业年报公布后一个月的股票平均价用当年企业法定代表人的 70% 风险收入购入该企业股票，同时由企业法定代表人与国资公司签订股票托管协议，期股到期前，这部分股权的表决权由国资公司行使。这时的股票不能上市流通，但企业法定代表人享有期权分红、增配股的权利。

该年度购入的股票在第二年度国资公司下达业绩评定后的一个月内，返还上年度风险收入总额的 30% 给企业法定代表人，第三年以同样的方式返还 30%，剩余的 10% 累积留成。以后年份期限的累积与返还依此类推。对于返还的股票，企业法定代表人拥有完全的所有权，可将其变现或继续持有。

以上的做法，主要是针对上市公司而言。对于非上市公司，国资公司也规定了具体的股票期权激励办法。非上市公司与上市公司的主要区别在于风险收入的支付方式。

企业在收到国资公司业绩评定书后的三个有效工作日内将企业法定代表人本年度风险收入交付国资公司。国资公司将本年度风险收入的 30% 以现金形式兑付，其余的 70% 按审计确定的当年企业净资产折算成企业法定代表人持股份额（股份期权），由国资公司按持股份额收放股权登记证书。企业法定代表人的持股份额= 风险收入/企业每股净资产。

在第二年国资公司下达业绩评定书后的一个月内，返还第一年风险收入的 30%，第三年以同样的方式返还 30%，剩余 10% 累积留存。以后年份股份期权的累积与返还依此类推，同时相应变更登记证内容。

返还额= 应返还股份额×返还年度企业每股净资产。而企业法定代表人以持有股份期权期间累计持股份额参与企业当年利润分配，红利当年兑现。

二、武汉市国资公司试行办法的基本特点

武汉市国资公司的股票期权激励方式的试点刚刚开始，其实际效果的考察还有待时日。但从总体上看来，这种试验是国有企业分配制度的改革与创新。至少有以下几个方面的特点值得予以充分的肯定和关注:

其一，该试行办法中所指的股票期权是一种隐形的股票期权，或者说，这是一种变形的股票期权。股票期权，就其直接形式来讲，指的是持有者可以在一定时间内，按一定的价格，买卖一定数量股票的权利。人们通常将买入股票的期权称为买权或看涨期权，将卖出股票的权利称为卖权或看跌期权。股票期权可以在市场上交易。这种市场，既可以是有组织的期权交易所，也可以是场外交易。然而，人们在财务上讲的股票期权，往往不是这种一般意义上的股票期权，而是指的认股权证。这是一种特定类型的股票期权。这种期权有两个最重要的特征，一是由股份公司发行，二是持有者可凭此期权按一定的价格向该公司买入一定数量的股票，因此，它的实质是一种看涨期权。目前，国内试行的股票期权，指的便是这一种。看涨期权的主要特点在于协定价格与市场实际价格的比较，以形成持有者的盈利。从直接的看涨期权来看，期权持有者可以在一定的时间内按预定的价格购买公司的股票。如果持有者为公司的经营者，并且，他们的经营能力使公司业绩改善，从而，该公司的股票价格上涨，这不仅使公司可以获益，经营者也可以从上涨的价格与预定的协定价格之间的差额中获利。

我们说武汉市国资公司的股票期权是一种“期权”，其实质在于法定代表人在得到风险收入时，便同国资公司确定了买入自己所经营公司股票的“价格”。这种价格，可以看作是一种协定价格。日后，当自己所经营公司的股票价格高于这一水平时，该持有者便可行使期权，获取差价。

但我们说这种期权不是直接的期权，而是一种隐形的期权，因为该持有者实际持有的，不是期权，而是股票，是一种有附加条件而不能自由流通的股票。所以，在某种意义上讲，它是一种具有某种选择权的“持股计划”。这种选择权，体现在持有者既可以按市场价格卖出自己的股票，也可以继续持有而分红或配股。

其二，该股票期权的试行是和年薪制的试行结合进行的。年薪制主要是和当年的业绩挂钩，而期权制所解决的，主要是和公司的长期业绩挂钩。但武汉市国资公司将二者巧妙地结合在一起来，从而，使短期激励因素中的一部分变成了长期激励因素。前面的介绍，我们可以看出，年薪收入要有基薪收入，风险收入和年功收入。期权仅与风险收入中的 70% 部分挂钩。

其三，该持有者对期权的行使是分步实施的。第一年，风险收入中的 30% 以现金支付，第二年，又一个 30% 的股票可以行权；第三年，第三个 30% 部分的股票可以行权。剩余的 10% 的股票累积到法人代表离任时行权。这使得公司的长期发展与经营者的利益直接联系在一起。

其四，该试行办法不仅解决了上市公司的股票期权激励问题，而且也解决了非上市公司的股票期权激励。简单地，这是运用的一种“虚拟股票”的办法。按照每股净资产的算法，将风险收入的一部分折算成股份，即形成虚拟的“协定价格”。然后，再按行权时的每股资产的“价格”，与预先确定的“协定价格”相比较。

其五，该试行办法不仅解决了对法人代表的激励问题，而且将这种激励机制与约束机制密切配合。

从试行办法可以看出，当法人代表完成了相应的考核指标时，他们可以得到相应的风险收入和期权，但是，当他们仅完成 50% 以下的考核指标时，不仅当年得不到风险收入和期权，而且还要扣减以前年度累计的股票期权和股份期权，即扣减以前年度累计股票（股份）期权的 40%。 （下转第 101 页）

© 1994-2007 China Academic Journal Electronic Publishing House. All rights reserved. http://www.cnki.net

出经济增长的相当代价。这也正是欧盟试图只控制银行信用而对各成员国财政信用无力控制的机制缺陷所在。同时，在一个经济发展周期仍存在差异，没有财政转移机制，且劳动力等要素流动性较差的欧元区内维持固定汇率制仍存在困难，从而影响 ECB 的汇率政策和货币的内外稳定。

从非联盟国家对联盟的货币政策传导看，如果美国提高利率，大量资金流向美国，欧元流动性会遇到困难。为对付美国，ECB 相应提高利率，结果导致失业率上升，欧盟一些国家就会难以承受，进而调整其就业政策和财政政策，而其政策效果，极可能与 ECB 统一货币政策意图背道而驰。从这个意义上讲，ECB 与美联储的合作程度，一定程度上影响到联盟统一货币政策效应的实现。

3. 各成员国微观经济主体行为预期的不确定性

宏观经济政策传导效应的发挥最终有赖于微观经济基础的运行和反馈。后者本身即包含了持续存在于生产和物价方面的不确定性。货币转换带来环境的变化，使这种不确定性尤显扑朔迷离，进而对整个货币政策传导过程施加影响。

如前所述，ECB 货币政策对经济活动经由流动性得以实现，并通过商业银行信用创造功能和货币乘数效应间接提供或在公开市场上与非银行部门直接交易提供流动性。货币政策在很大程度上取决于对银行系统提供的信贷交易和其他金融产品的替代效应。但货币乘数和货币流通速度并非仅由银行等金融部门决定，现金漏损率和货币结构等影响货币乘数的因素由社会公众决定。因其对货币需求的流动性偏好不同，银行货币创造环节可能因此受阻或中断，而在资本市场全球化的环境中，货币替代效应增强，也会使货币政策效力削弱。

在货币转换期，欧元的跨国流动将促进欧洲银行体系的重组和业务范围的调整。跨国银行集团的金融批发业务（如同业拆借）势必削弱欧币零售市场的利益。各国企业和居民将因此依据市场利率调整其金融资产和负债结构，如扩大直接融资比重，甚至直接参与公开市场交易，造成“脱媒”现象，从而使货币乘数难以测定；另一方面，单一货币消除了货币风险，并降低了交易成本，从而推动了区内货币市场、资本市场一体化，利率差额的透明度、可比性提高。企业特别是跨国公司的跨境投资使资产组合呈多元化分布，并可方便地获得国外贷款，形成货币替代效应。联盟内某成员国执行货币政策的效果可能因另一成员国资金的自由流入而削弱，货币地区均衡被打破，危及整体均衡。此外，由于各国收入水平、产业结构、技术水平的不协调一致，影响消费支出，增加了企业生产和投资决策的不确定性，进一步影响货币政策传导效力。

综上所述，欧洲中央银行货币政策传导机制的最终确立和运行，尚需克服诸多因素，有待实践检验，保证统一货币政策在各成员国的有效实施，关键在于金融制度的完善、各项政策的协调和经济聚合的深化。欧洲中央银行在推动欧洲经济和货币一体化进程中，任重而道远。

（作者单位：西南财经大学研究生部　成都　610074）

（责任编辑：向运华）

（上接第 74 页）其六，该试行办法避免了与现行法规的直接冲突，由国资公司利用风险收入来购买股票，而不是由法人代表直接购买该公司的股票，应该说，这也是一种创新。

三、对该试行办法的进一步思考

股票期权激励在我国还是一个新生事物，对我国的国企改革和其他企业的经营管理活动具有十分重要的现实意义。我们建议，该项试点不仅可以在武汉市试行，而且应该尽快在我国更大范围内试行。

针对武汉国资公司股票期权激励机制的试行情况，我们提出值得一些进一步思考和探讨的问题。

1. 武汉国资公司仅仅对企业法人代表试行股票期权激励方式，我们能否考虑不仅对法人代表试行股票期权激励，而且对其他高级经营管理者试行此办法，甚至可以考虑对员工也试行这种办法的可能性。

2. 武汉市国资公司是将年薪收入中的一部分作为股票期权激励给经营者，我们在试行的过程中，除了这种办法外，能不能从年薪收入以外拿一块出来与股票期权挂钩。因为年薪收入本身是与经营者当年的业绩挂钩的，那是在当年就应该给予经营者的。在分开处理时，可以进一步探讨能不能直接采用股票期权方式，而不是买入股票的方式。

3. 经营者行权的股票来源，除了用奖励的收入在市场上直接购入外，我们的试点，可以进一步探讨企业发行股票时，预留一部分来解决经营者所行权的问题。

4. 武汉国资公司在经营者得到股票时，采用的是由国资公司在二级市场买入股票的办法。但目前二级市场上的股票价格一般说来，高于企业的实际经营状况。因此，有人认为这对经营者是不公平的。但我们认为这种办法仍有可取之处，特别是在我国公司法和证券法规定不能持有内部股票的情况下，这是近期内不得已而为之的办法。尽管经营者买入股票时价格高估了，但经营者在卖出股票时，同样也是高估的。不利的影响主要是体现在持有期的配股分红上。

总之，我们认为武汉市国资公司的试行办法具有重要的理论意义和很强的现实意义。我们应该认真总结武汉国资公司的作法，并在此基础上，更大范围地试行这种作法，并在试行的过程中，不断进行创新、总结和完善。

（作者单位：武汉大学金融学系　武汉　430072）

（责任编辑：金　萍）

© 1994-2007 China Academic Journal Electronic Publishing House. All rights reserved.　http://www.cnki.net