

JING LI GU PIAO QI QUAN
ZHI DU FEN XI

经理股票期权 制度分析

● 高 闯 等著

股票期权对经理报酬的影响 ◆ 经理股票期权制度的正负效应

经理股票期权激励的经济学解释

- ◎ 经理股票期权与经理激励
- ◎ 委托—代理理论与经理股票期权激励
- ◎ 团队生产理论与经理股票期权激励
- ◎ 契约理论与经理股票期权激励
- ◎ 人力资本理论与经理股票期权激励



经济管理出版社
ECONOMIC MANAGEMENT
PUBLISHING HOUSE

经理股票期权制度分析

高 闯 等著

经济 管 理 出 版 社

责任编辑 卢小生

技术编辑 晓 成

责任校对 超 凡

图书在版编目 (CIP) 数据

经理股票期权制度分析/高闻等著. — 北京: 经济管理出版社, 2003

ISBN 7-80162-515-3

I. 经... II. 高... III. 持股公司-企业管理-激励-研究 IV. F276.6

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2002) 第 088119 号

经理股票期权制度分析

高 闻 等著

出版: 经济管理出版社

(北京市新街口六条红园胡同 8 号 邮编: 100035)

发行: 经济管理出版社总发行 全国各地新华书店经销

印刷: 北京银祥印刷厂

850×1168 毫米 1/32 6 印张 147 千字
2003 年 1 月第 1 版 2003 年 1 月北京第 1 次印刷
印数: 1-6000 册

ISBN7-80162-515-3/F·497

定价: 16.00 元

·版权所有 翻印必究·

凡购本社图书, 如有印装错误, 由本社发行部负责调换。

通讯地址: 北京阜外月坛北小街 2 号 邮编: 100836

联系电话: (010) 68022974

目 录

第一章 经理股票期权制度/ 1

- 第一节 诠释经理股票期权/ 1
- 第二节 股票期权对经理报酬的影响/ 16
- 第三节 经理股票期权制度的演进/ 25
- 第四节 经理股票期权制度的正负效应/ 36

第二章 经理股票期权激励的经济学解释/ 43

- 第一节 经理股票期权与经理激励：概述/ 43
- 第二节 委托—代理理论与经理股票期权激励/ 48
- 第三节 团队生产理论与经理股票期权激励/ 53
- 第四节 契约理论与经理股票期权激励/ 57
- 第五节 人力资本理论与经理股票期权激励/ 61

第三章 我国企业股票期权制度透析/ 69

- 第一节 我国薪酬制度改革的演进/ 69
- 第二节 我国经理股票期权的探索与实践/ 76
- 第三节 我国股票期权试点过程中的问题与原因/ 95

第四章 经理股票期权模型设计/ 111

- 第一节 经理股票期权计划模型/ 111
- 第二节 经理股票期权的定价模型/ 118
- 第三节 经理股票期权的会计处理方法/ 130

第四节 我国目前经理股票期权计划中行权价的
确定方式/ 135

第五节 经理业绩评价体系/ 137

第五章 经理股票期权制度建设与政策建议/ 147

第一节 股票期权与《公司法》/ 147

第二节 股票期权与法人治理结构/ 152

第三节 股票期权与税收制度/ 161

第四节 股票期权的会计处理/ 168

第五节 股票期权与市场建设/ 179

参考文献/ 183

后 记/ 187

第一章 经理股票期权制度

20 世纪 90 年代以来，经理股票期权制度已经成为现代公司架构下用以解决代理问题和道德风险的不可或缺的一个重要的制度安排，而且，其制度本身也随着相关金融资本资产、法律法规等方面的逐渐完备而日臻完善。可以说，如何充分理解经理股票期权制度，如何将这个制度有效地整合到我国企业的公司治理结构当中，就成为一项颇为紧迫和重要的任务。在第一章，我们将界定经理股票期权的范畴，并指出经理股票期权的构成要素以及经理股票期权对整个经理报酬的影响、经理股票期权的演进逻辑、经理股票期权的正负效应等，使我们对经理股票期权有一个全面的认识，并为后面的分析提供基本支持。

第一节 诠释经理股票期权

尽管到目前为止，尚没有一个比较公认的经理股票期权的定义，但为讨论的方便起见，综合目前多数文献中对经理股票期权所做的界定和阐释，给出一个我们认为比较完整和全面的解释。

一、要义

期权（option 或选择权），在英文中有三种含义，即选择的自由、可自由选择的事物或是在某一约定时期内按照某一价格买卖某一物品的权利。因而，期权本身是一个含义广泛的概念。作为一种交易工具和商品交易方式，期权的出现甚至可以追溯到公元前。17 世纪后期，有组织的证券期权交易在伦敦出现，而到

了 20 世纪 20 年代，在美国纽约市集中了许多的股票期权交易。作为期权交易中的重要内容——金融期权已经获得了很大的发展。

戴维·皮尔斯主编的《现代经济学辞典》中对期权的定义是：“期权，一种契约，允许另一当事人，在给定的时期内按照约定的价格，购买或销售商品或有关证券的契约。它相当于一种类型的投机，如果价格显著地变动，买进很可能按照充分低于当前交易价格的约定价格购买，如果差价大于期权的成本，他即将受益。销售契约是出售期权，购买契约是购买期权，而买或卖的契约是双重期权。这些通常简称为限价卖出和限价买进。”

到 1973 年 4 月 26 日，美国芝加哥期权交易所（CBOE）正式挂牌营业，标志着期权交易进入了一个全新的时代。而随着各种期权交易的不断发展，股票期权交易成为西方金融市场中最成熟、最为流行的交易工具，股票期权交易方式也呈现出多样化的趋势。

应当说，股票期权交易市场的迅速发展和不断成熟，使股票期权的定义逐渐科学化，为企业更加准确地实施股票期权计划，增强对高级管理人员的激励和约束提供了保证。一个通行的股票期权定义是：期权的买方和卖方经过协商之后，以支付一笔约定的保险费为代价，取得一种在一定期限内按照约定价格购买或出售一定数量股票的权利；超过期限，买卖双方的合同自动解除。

一般来说，在现实经济生活中，存在两种不同形式的股票期权。一种是在上面所介绍的在特定的衍生物品交易市场上的形式，即期权本身就成为一种交易的标的。而作为解决代理问题的一个有效工具的经营者的股票期权却是另一类不同形式的股票期权。

本书所关注的恰恰就是所谓的经理股票期权（EXECUTIVES STOCK OPTION，简称为 ESO）。这类股票期权的含义

是公司赠予给经营者的股票期权，又可以称为购股权计划或购股选择权，就是公司与经营者（包括 CEO 在内的高层管理者）事先进行约定的、允许经营者在未来的一段时间内按照某一事先规定的价格购买公司一定比例股份的权利。而且，在大量的研究文献中，都将这种股票期权的授予对象明确为上市公司的首席执行官（CHIEF EXECUTIVE OFFICER，简称为 CEO）。“股票期权”的最大作用是按企业发展成果对经营者进行激励，具有“长期性”，使经营者的个人利益与企业的长期发展更紧密地结合在一起，促使经营者的经营行为长期化。这种手段的核心在于：通过将经理改造成为公司资产的所有者即股东，使经理的利益与公司股票的价格进而使公司的利润和股东价值挂钩，在经理努力追求自身价值最大化的同时，也可以确保企业价值以及其他股东价值的最大化。不过，在 20 世纪 90 年代美国企业经理股票期权浪潮中，经理股票期权带来的一个直接而现实的结果是：与过去相比，经理的总体报酬水平大幅度提高，并使经理的报酬与公司业绩之间的关系逐渐出现了背离的趋势。

二、特点

由于经理股票期权在很大程度上与股票期权标准合约有十分密切的关系，所以，经理股票期权具有很多股票期权的基本特征。不过，经理股票期权也具有自身的特殊性。这种特殊性决定了经理股票期权必然与股票期权标准合约有本质的区别。

（一）权利与非义务

一般意义上说，企业管理所涉及到的管理手段的一个根本性特征是权利与义务的对称性。管理学强调：权利与义务的对称可以在一定程度上避免出现道德风险问题，否则，无论是权利大于义务，还是义务大于权利，都会使企业管理出现一定的偏差。不过，经理股票期权恰恰延续了期权的这个权利与义务不对称的本质特征，并将之进一步发挥。

期权合同赋予购买一方在合约的有效期内以事先约定的价格买进或卖出一定数量的某种资产或其它标的的权利，但购买一方却不负有必须买进或卖出的义务，即当买方发现自己无利可图或市场价格的变动对自己不利的时候，可以放弃实施其行为，让期权到期作废。不过，由于购买一方在购买期权的时候，需要支付一笔费用，而这笔费用是不退还的，所以，在购买一方放弃自己权利的同时，也遭受了一定程度上的损失。而股票期权基本上也具有相同的特性，即购买股票期权的一方可以选择实施或放弃其权利，而期权费用则成为其所购买的股票期权的质押。

尽管对获得一方而言，经理股票期权仅仅是权利而不是义务。不过，由于在其执行期权过程中，企业往往要求经营者必须遵守一定的限制条件，比如：期权的不可转让性、在一定期间内只能行使部分股票的购买权等，在一定程度上提高了股票期权对经理的“套牢”，相对地增加了其所应承担的义务。

经理股票期权一般是无偿授予的，不收期权费本身并不意味着期权本身就没有价值，经理股票期权作为一种金融资产必定有其内在价值。一般来说，相当于执行价格与股票市价之间的差值，但这种方法可能会低估期权的价值，因为它忽略了期权执行价格的贴现值。

有些企业则要求经营者支付一定的期权费，但此举主要是为了增加期权计划的约束力。因为期权合约本身是一种选择权，当公司股票价格低于合约中规定的执行价格，而又未对股票期权进行重新定价和提供重置期权（RELOAD）时，股票期权的持有者可以选择放弃执行，这样就会使股票期权的激励作用大打折扣。换言之，使经营者支付股票期权的获得成本，可以增大经理不尽职的机会成本，只要公司股价与执行价格之差大于期权费，股票期权的激励作用就仍然有效。

（二）预期收益

股票期权本身就是一个未来的概念。作为一种金融衍生产品的股票期权，其内在特征就是预期性。按照合约内容的规定，在支付一定的期权费用后，股票期权的购买方就可以选择在合约的期间内是否执行该合约。而购买方所能够获得的收益依赖于未来时间内股票价格的变动。对经理股票期权来说，这种预期性表现得更加明显。

经理股票期权激励方案具有长期性特点，它之所以出现，就是源于这种独特的性质。这是因为，在传统的经理报酬结构中，主要是基本工资（年薪）或奖金，这些要素过多地关注经理的短期行为，缺乏一种将经营者的贡献与企业长期绩效联系在一起的报酬工具，而股票期权的出现恰恰弥补了这个不足，并推动经营者报酬的一揽子计划更加趋向于合理。

这种预期性在很大程度上能促使经理努力从股东的角度出发来提高企业的资产价值和盈利能力，只有企业的每股净资产提高，收益水平增长，企业的股票价格才会相应上涨（不考虑股票市场中的其它影响因素）。因此，经营者为了提高自身的股票期权的价值，就会主动地降低道德风险和代理成本。

当然，由于这种预期性也会形成一种有效的激励和约束机制，股票期权的巨大收益对经营者具有很强的吸引力，而一旦经营不善，股票期权的价值也会下降为零，经营者不得不认真考虑其所应当采取的行为。

（三）收益和风险并存

金融衍生产品通常是收益与风险并存，经理股票期权同样如此。尽管作为一种比较特殊的品种，股票期权的购买者一般所承担的风险很小，通常只是其所支付的期权费。即当股票价格变动的幅度不足以使股票期权的购买者执行期权后能够获益时，期权的购买者就会主动放弃执行的权利，他所支付的期权费就构成了

损失。

不过，对经理股票期权来说，股票期权所带来的收益性是相当显著的。有关数据显示：在股票期权的直接影响下，1980～2000年间，美国大公司首席执行官的薪酬大幅度上升，而且，股票期权在首席执行官报酬中所占的比例越来越大，直接导致首席执行官与普通员工之间收入差距进一步加大。

尽管对经理来说，股票期权的风险很小，但股票期权也会对经理产生很大的副作用。从2001年下半年至今，美国股票市场特别是以高科技和新经济为特征的NASDAQ股票市场迅速下跌，使得许多公司的股票价格跳水，导致大量的首席执行官破产。其中的风险主要表现为：首先，经理在执行股票期权时，通常要按照购买股票的价格支付一定的税收，当购买股票的金额越大，他所要缴纳的税收也会越多。其次，他所持有的股票通常受到一定程度的限制，主要是规定其在一定时期内不得卖出其所持有的股票。那么，当股票市场出现整体下滑趋势时，如果经营者没有及时地将手中所持有的股票卖出，那么，上述两种因素就会一起引发经营者报酬危机。

三、构成要素

实施经理股票期权主要包括实施对象、授予条件、执行价格、执行期限、授予数量、执行方法、股票来源等若干因素。下面将就这些因素逐一进行分析。^①

（一）实施对象

从其起源来讲，股票期权计划主要是针对高级管理人员，特别是涉及到公司治理结构中的关键人物——首席执行官。但是，20世纪80年代后期以来，股票期权计划的范围呈逐渐扩大到全体员工的趋势。在以网络企业、生物技术企业为代表的高技术行业中，这种情况更加明显。对于股票期权计划，各国法律法规只规定股票期权计划限于雇员，而对于参与员工占公司员工总额比

重则由公司自由决定。

目前，从实际做法以及理论探讨中看，也有董事（主要是独立董事）被纳入到实施股票期权计划的对象中，但本书中将不再多加叙述。

（二）授予条件

股票期权的赠予标准，主要有以下几种：

1. 职务。根据职务大小来进行股票期权的赠予。这是一种比较普遍的赠予方式。职务在组织中常常体现为对组织的责任，职务越高，其承担的相应责任也越大，对组织成功贡献也越大。

这种方法的优点在于能够比较好地按照员工对组织的贡献程度、对公司业绩的最终影响程度来确定对员工的赠予额度，在一般情况下，能够为员工所接受。其缺点为难于确定在不同职务之间的相对差别。

2. 业绩。按业绩赠予是用员工过去或当期已经实现的业绩作为标准，赠予股票期权，来期待未来的较高业绩。

这种方法的优点在于支持和鼓励了组织成功的因素，对提高和改善组织业绩具有非常积极的直接作用。缺点在于对不同类型岗位的业绩评价比较困难。

3. 能力。按照能力来进行股票期权的赠予，就是采用员工的从业能力来作为赠予的标准。

此种方法的优点在于其符合公司设立股票期权计划的初衷，有利于员工的潜能转化为显能，有助于提高组织未来的业绩。其缺点在于对能力的度量在目前的条件下比较困难，主观性较强。

（三）执行价格

美国税法第 422 条规定，激励性股票期权计划（ISO）的行权价必须大于或等于授予时的股票公平市价，当某经理人拥有该公司 10% 以上的投票权时，如果股东大会同意他参加股票期权计划，则他的行权价必须高于或等于授予日公平市场价格的

110%；而非法定的股票期权计划（NSO）的行权价则可以低至公平市场价格的 50%。从美国公司的实践来看，美国公司大多采用折价或平价行权价（尤其是平价），而很少采用溢价法。

但是，近些年来，研究者发现：高级管理人员的收入增长远远高于公司的业绩增长，股票期权甚至成了平庸的首席执行官的致富之道。究其原因，在于股票期权计划条件过于宽松。为了扭转股票期权计划条件过于宽松的情况，近年来，美国公司提高了股票期权计划的标准，行权价制定呈现以下几种趋势：

1. 溢价行权价。即行权价格高于授予时的股票公平市价，高层管理人员只有在显著提高公司业绩的情况下才可能获利。

2. 目标完成行权价。行权价格是授予时的股票公平价格，但高级管理人员只有在股价达到某一目标时才能行权，这一目标通常反映了公司的中长期利益回报要求，需要高级管理人员积极努力才能达到。

3. 指数化行权价格。即行权价格综合考虑授予时股票公平价格和股票指数，在行权时根据股票指数的变化相应调整行权价格，以分离高级管理人员的经营业绩和股市动荡的影响。比如：LEVEL3 实行的股票期权计划中，其行权价随着标准普尔指数上升或下降。

（四）执行期限

美国税法第 422 条规定：激励性股票期权计划实行 10 年后自动结束，股票期权计划的开始日期以实行日或股东大会通过日两者中较早者为准；香港《上市规则》第 17 章规定：香港特区上市公司的股票期权计划期限不得长于 10 年。从美国和香港特区公司实践来看，股票期权计划期限一般为 5~10 年。

（五）授予数量

一般地，受聘时与升职时获得股票期权数量较多，股票期权的赠予速度通常没有下限，但有些公司规定了上限。香港特区

的做法是：授出股票期权可认购之股份数量不得超过该公司已经发行股份的 10%；个人参与股票期权计划，最多不能超过该计划所设计证券总数的 25%，否则不可再向该人士授出股票期权。

（六）执行方法

通常情况下，股票期权不可在赠予后立即执行。获受人只有在股票期权的授予期结束后，才能获取行权权。美国公司股票期权的行权权一般是按照授予时间表分批进行，行权权的授予时间表可以是匀速的，也可以是加速度的。公司董事会有权缩短经理人持有的股票期权的授予时间。

按照传统的股票期权授予方法，被授予人可以在四年以后获得全部的股票。然而，在这个“长春藤”（Evergreen）计划之下，第一年他只可以获得总量的 $1/16$ ，第二年是 $3/16$ ，第三年是 $3/8$ ，第四年是 $5/8$ ，第五年是 $13/16$ ，第六年是 $15/16$ ，第七年结束的时候他才可以获得全部授予的总量。

美国的很多公司已经改变了以前传统的授予员工股票期权方法。新的股票授予方法称为“长春藤”方法，办法是：公司授予雇员股票的时候，首先给雇员一个四年的授予指引性总量（Guidance Amount），但是，第一年授予雇员的只是这个指引性总量的 $1/4$ ，而这些授权的实现和获得的计算方法和上面所叙述的传统方法一样。第二年、第三年和第四年，公司再各授予雇员那指导性总量的 $1/4$ ，并且各次的授予均要经过四年才可以全部获得（每年 $1/4$ ）。

采取这种“长春藤”授予方法，公司实际上大大地减少了员工早期所获得的股票，同时把获得全部股票期权的时间延长到七年，而不是原来的四年。显而易见，公司为什么要这样做，但目前还不知道这种新方法会带来什么效果。因为如果一家公司还是采用传统方法的话，他就比采用“长春藤”方法的公司有更大的

吸引力。

（七）股票来源

在美国，股票期权行权所需股票来源渠道主要有两个：一是公司发行新股；二是通过留存股票账户回购股票。发行新股数量大，但灵活性较差；回购灵活性好，但会导致公司现金流出。由于回购公司股票需要大量资金，因而美国公司一般较少采用此方式作为股票期权计划的主要来源，只在公司股票市场价格偏低或回购数量较少的情况下采用；发行新股方式为其通行模式。

（八）管理机构

一般来说，股东大会是股票期权计划的最高权力机构。美国《国内税务法则》规定：股票期权的赠予计划必须是一个成文的计划，在该计划实施前十二个月或之后十二个月，必须得到股东大会的批准；香港特区联交所《上市规则》中也规定：股票期权计划必须获得股东大会的批准，而参与该计划的人不能在股东大会上投票。

对于具体管理机构，美国公司一般在董事会下设立薪酬委员会，负责决定并监督公司董事和其他高级管理人员适当的一揽子报酬方案，包括股票期权计划。由于独立董事所具有的客观独立性，独立董事比内部董事更能成为一名良好的监督者，因此，美国公司倾向于委员会成员全部或多数（超过 50%）都由独立董事所组成。

（九）行权时机

为避免公司股票价格在业绩报告期间的非正常波动，防止市场操纵，美国《证券交易法》规定：作为公司的董事或高级管理人员，只能在“窗口期”（WINDOWPERIOD）内行权或出售该公司股票。所谓“窗口期”，是指从每季度收入和利润等指标公布后的第三个工作日开始直至每季度第三个月的第十天为止。除

此限制外，高级管理人员可以自由选择行权时机以及股票出售时机。

（十）执行方法

股票期权的行使一般有三种方法：现金行权、无现金行权和无现金行权并出售。

1. 现金行权。个人向公司指定的证券商支付行权费用以及相应的税金和费用，证券商以行权价格执行股票期权，为个人购买股票，并将股票存入经营者个人的蓝图账户。^②

2. 无现金行权。个人不需要以现金或支票支付行权费用，证券商以出售部分股票获得的收益来支付行权费用，并将余下的股票存入经营者个人的蓝图账户。

3. 无现金行权并出售。个人决定对部分或全部可行权的股票期权行权并立即出售，以获取行权价与市场价格之间差价所带来的利润。

四、类型及比较

（一）基本类型

按照不同的标准，可以划分出不同类型的经理股票期权。一般来说，比较流行的划分方法就是以按照是否符合美国国内税收法典第 422 条的规定，而划分出激励性股票期权（INCENTIVE STOCK OPTION, ISO）和非法定股票期权（NON - QUALIFIED STOCK OPTION, NSO）。

1. 激励性股票期权，又可以称为法定股票期权。激励性股票期权计划产生的薪酬费用不会降低雇主的纳税额，除非员工未达到股票持有期限的要求（即无效情况）。因此，激励性股票期权给予雇主很少或没有税收优惠。

员工在获得或行使激励性股票期权时不用缴纳个人所得税。然而，期权行权价格与行权时股票的公平市场价格之间的价差要缴纳最小税负。期权行使后，股票升值所得的纳税义务将延期至

股票实际售出时（在那时整个差价将按资本利得税率征税）。因而，除非员工达到最小税负征税标准，激励性股票期权在税收方面对员工是有利的。不过，期权要成为激励性股票期权必须达到联邦税务法案的一定要求，因此，激励性股票期权比非法定股票期权弹性小得多。

2. 非法定股票期权。非法定股票期权计划下的薪酬费用可降低雇主的纳税额，其数额等于期权行权价格与行权时股票公平市价之间的价差。因此，非法定股票期权计划在税收方面对雇主有利。

员工在行使非法定股票期权时，要承担缴纳个人所得税的责任，纳税额等于其雇主享受的相应税收抵免（即价差）。但在期权行使后，股票升值所得的缴纳义务延期至股票实际售出时（在那时，期权行使后股票升值以资本利得税率征税）。

就员工而言，持有激励性股票期权的主要优势在于：①期权行使时价差的缴税义务延期至股票最终售出时；②从期权授予日起的全部升值以资本利得税率计税（相反，非法定股票期权下期权授予日到行使日的升值以个人所得税率计税）。对公司来说，激励性股票期权的主要不利之处是其通常不会产生雇主的税收抵免。

在 1993 年总括预算调和法案（“OBRA1993”）实施前，激励性股票期权的不利之处通常大于其参与者享受的税收优惠。这在很大程度上是由于过去几年内资本利得税率与个人所得税率相差无几的缘故。由于 1993 年总括预算调和法案提高了最高个人所得税边际税率（同时并未相应提高最高资本利得边际税率），公司再次更加认真考虑是否授予激励性股票期权（员工从中获得的最大税收优惠大约为 12%，而公司将损失 35% 的税收抵免）。

（二）相关类型

与股票期权相关的类型包括股票增值权、附加期权安排、限制性股票等。