

期权问题研究

赵兴传 李晓波 著



党建读物出版社

前 言

期权是加强现代企业管理的一种激励约束制度。它允许经营者以现在的价格在今后一定的时间内,购买本企业的股票或股权,收益延期兑现,并享有相应权利和义务,以此来激励和约束经营者。期权产生于20世纪70年代的美国。其在调动经营者积极性、强化激励约束机制、吸引和使用人才等方面有着不可替代的作用,被西方人称为经营者的“金手铐”,备受世界各国的青睐。

期权在中国可称为小荷才露尖尖角。近几年,国家在北京、上海、武汉等地进行了试点,引起了社会各界的广泛关注,越来越多的企业纷纷效仿。我国即将加入世贸组织,怎样才能借鉴国外管理经验,并结合我国的实际情况,推进期权制度的发展,对于我们与国际惯例接轨,吸引和用好人才,推进产权制度改革,建立现代企业制度,提高企业经济效益,都有着重大而深远的理论和实践意义。

改革呼唤期权,期权需要在改革中发展,研究期权需要有志者贡献才智。本书是我们结合自己长期金融管理

经验和我国的社会实践对期权问题进行的研究,试图对期权的基本内容、设计方案和操作方式进行比较系统的探索,对我国部分企业实行期权过程中遇到的问题阐述了个人的见解,以期对期权理论的深入研究、对企业建立期权激励约束机制提供借鉴。因为国内研究期权的专著还不多见,作者理论和实践均有局限性,本书难免有不足之处,有的观点还值得商榷。但我们有理由相信,随着我国市场经济体制和法律法规的日趋完善,有众多的理论和实际工作者的深入研究,期权必将在中国有一个大的发展。

作 者

2000 年 11 月

目 录

前言	(1)
第一章 期权概述	(1)
一、期权的基本概念	(1)
二、期权的主要表现形式	(5)
三、期权制	(8)
第二章 期权的现状和发展趋势	(12)
一、期权的现状	(12)
二、期权的发展趋势	(13)
三、美国的股票期权	(19)
四、期权的补充——非持股激励	(24)
第三章 期权在中国的发展	(26)
一、企业发展需要期权	(26)
二、期权在中国的实践	(29)
三、国内外期权比较	(32)
四、期权制比年薪制效果更好	(34)
第四章 期权计划的设计	(36)
一、期权的指导思想和基本思路	(36)

二、期权的主体与客体	(38)
三、期权的基本内容	(39)
四、期权的执行方法	(48)
五、期权计划的管理	(49)
第五章 期权计划的操作	(51)
一、实施期权计划的主要环节	(51)
二、经营者拥有企业股份的主要途径	(57)
三、期权的变更及丧失	(58)
四、经营者股份变现应注意的事项	(61)
第六章 实施期权激励亟待解决	
 的问题	(63)
一、产权不清引起主体缺位问题	(63)
二、企业业绩评价体系不科学问题	(64)
三、期权的股份来源问题	(65)
四、期权实施中的公平问题	(66)
五、期权在流通中受到制约的问题	(67)
六、法律与政策保障问题	(68)
第七章 企业用期权筹资的几种	
 主要形式	(69)
一、优先认股权筹资	(69)
二、认股权证筹资	(70)
三、可转换公司债券筹资	(72)

第八章 可转换公司债券的运作	(74)
一、可转换公司债券的概念	(74)
二、可转换公司债券的基本内容	(76)
三、可转换公司债券的作用	(80)
四、可转换公司债券的发行	(82)
五、上市交易	(87)
第九章 可转换公司债券的投资分析	(91)
一、可转换公司债券的价值构成	(91)
二、影响可转换公司债券价值的因素	(92)
三、宝安公司可转换公司债券的实践	(95)
第十章 期权在交易中的运用	(102)
一、期权交易需要考虑的因素	(102)
二、期权交易的特点	(103)
三、期权交易的形式	(103)
四、期权交易与期货交易的区别	(104)
五、期权交易的作用	(106)
附录	(107)
北京市《关于对国有企业经营者实施 期股激励试点的指导意见(试行)》 (1999 年 7 月)	(107)
后记	(111)

第一章

期 权 概 述

20 世纪 70 年代末,期权产生于美国,最初表现形式为企业的股权。随着上市公司股票的发行,期权演变成股票期权。经过 20 多年的探索与实践,期权已被西方国家普遍采用,成为现代企业管理中激励约束经营者的一种制度,被西方人称为经营者的“金手铐”。期权的具体表现形式多种多样。其中,根据公司股票是否上市,它主要有股票期权和股权期权两种形式。

一、期权的基本概念

当前,期权研究在国内尚处于探索阶段,对于这个领域应包括哪些基本概念有不同观点,对一些概念的定义也有不同的看法。为了便于研究问题,我们只是选择了几个主要概念,采用多数人认可的定义作必要的介绍。

1. 期权的涵义

期权原属经济学范畴中的一个专用名词。西方学者

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，允许另一当事人在约定的时期内，按照约定的价格购买或销售商品或有价证券的契约”。也就是说，期权是一种选择权，期权持有人在约定的期间内，具有买卖某一既定价格的商品，也可以不买卖该种商品的权利。从期权购买者的角度看，期权分为看涨期权、看跌期权和双重期权。所谓看涨期权，是指期权的购买者享有在规定的期限内，按约定价格买进一定数量的相关商品或有价证券的权利，但不负有必须买进的义务。所谓看跌期权，是指期权的购买者享有在规定的期限内，按约定价格卖出一定数量的相关商品或有价证券的权利，但不负有必须卖出的义务。所谓双重期权，是指期权的购买者在约定期限内，既享有按约定价格购买，又享有按约定价格卖出一定数量相关商品或有价证券的权利。^①

举一个例子来说明。甲乙双方均认为铜的价格将上涨，1999年1月1日双方签订合同，到同年6月30日铜的执行价格为1850美元/吨，每吨期权价格为5美元。甲方买入这个权利，付出5美元；乙方卖出这个权利，收入5美元。7月1日，铜价上涨至1905美元/吨，期权的价格涨至55美元。这时甲方可采取两个策略：一是行使

^① 参见邓家珍、邢万里等著：《烟草交易市场模式与发展》，党建读物出版社1996年12月版，第217—218页。

权利。即甲方按 1850 美元/吨的价格从乙方手中买入铜期货,乙方必须予以满足,即便是手中没有铜,也只能以 1905 美元/吨的市价在市场上买入,再以 1850 美元/吨的执行价卖给甲方。甲方以 1905 美元/吨的市价在市场上抛出,扣除先付的 5 美元期权费,获利 50 美元,乙方则损失 50 美元。二是出售权利。甲方以 55 美元的价格售出这个权利,扣除先付的 5 美元期权费,获利 50 美元。

如果铜价低于敲定价格 1850 美元/吨,甲方就会放弃这个权利,损失 5 美元权利金,乙方则净赚 5 美元。

同理,如果双方认为铜价看跌,甲乙双方 1 月 1 日签订合同,铜的执行价格为 1750 美元/吨,甲买入这个权利,付出 5 美元;乙卖出这个权利,收入 5 美元。7 月 1 日,铜价跌至 1695 美元/吨,看跌期权的价格为 55 美元。此时,甲也可采取两个策略:一是行使权利。即甲按 1695 美元/吨的价格从市场上买入铜,再以 1750 美元/吨的价格卖给乙,乙必须接受。甲从中获利 50 美元,乙损失 50 美元。二是出售权利。甲以 55 美元的价格售出这种权利,获利 50 美元。

如果铜期货价格上涨,甲就会放弃这个权利损失 5 美元,乙则净得 5 美元。

从上述例子可以看出,甲方与乙方签署了期货买卖合约,并购买了合约赋予的权利后,它就具有一种选择权。它可以要求行使合约赋予的权利,也可以出售合约赋予的权利。所以,有学者认为:期权是期货合约选择权

的简称^①。

2. 期权的构成要素

期权由以下三个要素构成：①执行价格，又称履约价格，这是买卖双方签约规定的商品在履约时的价格。②权利金，即买方为获得期权而付给卖方的费用，通常称为期权价格，也就是期权费。期权价格受六个变量影响，包括现货价格(Spot price)、合同价格(Strike price)、合同期(Expiration date)、波幅(Volatility)、本国利率(Interest rate)、(股票)分红率。例如，市场上每吨钢材的现行价格为2600元，预测今后一段时间内价格看涨，甲方买看涨期权的价格必须在2600元以上。市场上现货的价格越高，履约价格就高一些，反之履约价格则低一些，这就是现货价格对期权价格的影响。③履约保证金，是指期权卖方必须存入交易所用于履约的财力担保金。

3. 期权的特点

期权的特点主要是，买卖双方权利和义务差别很大，对买者有利。一是投入差别。买方只付期权价格费用；卖方则必须支付保证金，作为履行义务的财务担保。二是获利差别。买方无论是买看涨期权还是买看跌期权，

① 参见邓家珍、邢万里等著：《烟草交易市场模式与发展》，党建读物出版社1996年12月版，第216页。

他的获利在理论上没有上限,而风险是有限的,其亏损最大值为权利金,即期权价格费用;卖方无论是卖看涨期权还是卖看跌期权,收益显然是有限的,最大值为权利金,而风险是很大的,在理论上没有上限。三是权利差别。买方自主性较大,对自己有利可以买卖,对自己不利可以放弃,只有权利而无义务,因为他的义务已提前以期权费的形式支付;卖方没有自主权,是被动的,只要买方按约提出要求,卖方就必须满足。只有义务而无权利,因其权利已提前以期权费的形式行使。

二、期权的主要表现形式

期权的具体表现形式很多。形式不同,效果也有差别。下面选择企业激励约束经营者经常采用的几种方式,进行比较和分析。

1. 持股

持股是公司奖励或参照市场价格向经理人出售股票,经理人在一定时期内必须持有股票而不得出售的激励约束方式。持股有广义、狭义之分。广义持股是指经营者以各种形式持有本企业股票,包括红股和优先股等。狭义持股是指经营者按约定价格购买一定数额的本企业股票,并享有股票的一切权利,股票收益可在当年兑现。

狭义持股的特点是:(1)经营者在出资购买时,可以

是现金,也可以是低息或贴息贷款;(2)经营者享有持股的各种权利;(3)股票收益在短期内兑现;(4)风险较大,经营失败则投资受损。

这种做法的好处是,经营者掏钱买股票,个人利益与企业经营紧紧捆在一起,有利于调动经营者的积极性,促进企业发展。其弊端是:(1)经营者为了个人利益,追求较高投资回报,可能会过于注重近期效益,造成短期行为;(2)经理人既持股又经营,如果持股比例过大,有违所有权与经营权分离的原则;(3)为了增加利润、扩大分红,确保其个人的投资收益,经营者有可能采取压低职工工资、减少福利等手段牺牲职工利益。

2. 期股

期股是企业出资者与经营者商定股票价格,经营者在任期内采用个人出资、贷款、奖励转化等办法,适当拥有本企业股份。经理人在购股后再出售有一定的时间限制。期股收益在中长期兑现,兑现前只有分红等部分权利。

期股的特点是:(1)股票来源多样化;(2)股票将在中长期兑现,可以在任期届满或任期届满后若干年一次性兑现,也可以每年按一定比例匀速或加速兑现。

其有利之处在于:(1)经营者的股票收益难以在短期内兑现,股票与企业资产和效益紧密联系在一起,促使经营者更多地关注企业的长远发展,在一定程度上限制了

经营者的短期行为；(2)经营者增加收入是渐进的、分散的，克服了经营者与职工收入差距过大带来的矛盾，有利于稳定职工队伍；(3)期股获得方式多样化，经营者不必一次性支付太多就能拥有股票，有效地解决了经营者购买股票的资金来源问题，实现了以未来可获得收益激励经营者努力工作的初衷。

3. 股票期权

股票期权是公司参照股权的当前价格，给予经理人在某段时间内，以确定价格购买一定数量的股票的权利，经理人可以行使这个权利，也可以放弃，但出售股票有一定的时间限制。

其主要特点是：(1)锁定持有人风险。经营者事先没有支出成本或支出成本较低，如果行使权利时股价下跌，个人可放弃行使权利，从而把风险控制在一定的范围内。(2)有利于降低激励成本。期权仅是企业给予经营者的一种选择权，是用未来的收入调动经营者的积极性，企业不需要现金支付。(3)资产所有者与经营者利益紧密联系在一起，容易达成共识，形成合力。

股票期权的持有方式不同，适用范围也有差别。应根据企业规模、业务成长性、行业特点、环境和经理人作用，以及公司对经理人的要求，选择适当的激励方式。

除此之外，还有股票增值收益权、岗位股、技术入股、管理人股等方式。这些方式只“享受股权增值收益，而不

承担购买风险”的特点与期权激励类似。

三、期权制

1. 期权制的涵义

期权制是企业所有者对经营者实行的一种激励约束制度,是期权的规范化、制度化。作为一种社会分配制度而存在,它需要国家法律允许和保护,同时被大多数企业所接受。

2000年4月,美国康柏公司首席执行官费佛辞职,其在任职期间拥有的1350万股的股票认购权已完全可以行使,而且行使期限延长到任期结束后四年,他的股票认购权目前价值约4.1亿美元。康柏公司随后任命卡普勒斯担任首席执行官,基本年薪85万美元,并给他贷款500万美元,让他购买20万股本公司的股票,同时规定其股票必须在每股35美元以上方可进行买卖。也就是说,康柏公司前后两任经理都将成为亿万富翁。他们的财富不是来自工资、奖金或提成、回扣,而是来自现代企业管理中的激励约束制度——期权制。

2. 期权制的作用

第一,有利于防止短期行为。在传统的薪酬制中,付给经理人员收入的依据是企业本年度或上一个年度的业绩。长期投资项目回收期长,收益近期难以体现,经理人

员往往追求上短、平、快项目,追求短期利益最大化,忽视企业的长远发展。相比之下,期权制把经理人员的利益与投资者的利益挂钩,并将薪酬的相当部分以股票期权形式支付,而且短期内不能兑现,这促使经营者为了自身利益,认真考虑企业的长远发展,从而有效地限制了经营者的短期行为。

第二,有利于提高公司业绩。国际著名管理咨询公司——麦肯锡公司,对美国 58 家大型企业进行调查后发现,公司建立薪酬机制后业绩大幅度上升,其投资回报率由 4% 上升至 12%,每股收益 3 年平均增长率由 9% 上升至 14%,每名雇员创造利润 3 年平均增长率由 6% 上升至 10%。

第三,有利于降低企业的代理成本。企业的所有者与经营者之间的关系实质上是委托与代理的关系,所有者关心资产的保值增值,经营者关心自己的收入和奖励,二者行为目标明显不一致。在激励与监督措施不到位的情况下,经营者可能会滥用职权,损害所有者的利益。实行股票期权薪酬制后,经营者的大部分收入都隐含在企业的股票中,增加生产成本就意味着损失个人利益,因此,经营者就会像是企业所有者一样致力于企业发展,尽力减少非生产性费用,从而有效地降低企业的代理成本。

第四,有利于吸引人才。股票薪酬既可以增加经营者的收入,又可以实现经营者的自我价值,具有很大的吸引力,许多有识之士称其为吸引人才最有效的手段之一。

尤其是股票期权在股价下跌时,经理人的损失是有限的;而在股价上升时,则经理人获利较大,这比工资、奖金更具有魅力。

由于期权制具有上述优点,中国企业开始对它给予重视。

1999年9月,泰达股份公司正式推出了《激励机制实施细则》,这是我国A股上市公司实施股权激励的第一部“成文法”。根据该规定,以业绩年增长15%为指标,提取年度净利润的2%作为公司董事会成员、高级管理人员以及业务骨干的激励基金。基金只能用于激励对象购买泰达股份的流通股票。

2000年3月14日,广东福地公司披露了股权激励实施方案,共有16位高级管理人员从中受惠,每人获得奖金从32万元到36万元不等。其中,每人只发7万元现金,其余的只能用于购买公司股票。

近期,东阿阿胶公司也推出了长期激励措施:企业净利润年增长10%且实现公司预期业绩目标,每年从税后利润中提取5%作为有关人员的激励基金。其中,激励基金的80%在6个月内转化为公司股票,20%作为备罚金。

3. 期权制所需要的条件

股票期权计划在发达的西方国家中运行得比较成熟,成了企业的激励约束制度。从这些国家的实行情况

看,股票期权作为一种制度,需要一定的社会条件,概括起来主要有以下几点。

一是法律保护。股票期权从计划的设计到运作,发达国家都制定了非常规范的法律条文。例如,对股票期权受益人、数量、赠予时机、行权价、行权时机、执行方法、转让、结束等,法律规定得非常具体。有了法规,股票期权计划执行起来就有法可依。

二是税收扶持。在西方国家,对投资方都有税收扶持政策,主要有税收减免、融资优惠,以及配合股份计划而实施的公司股份回购等。就股票期权来说,美国税法规定在一定条件下,出售股票时可以免交个人所得税和资本增值税;公司低价售予员工股票所形成的损失,可以按员工福利计入人工费用账户,作为免税扣除。

三是社会各界认可。股票期权作为一种社会制度,必须得到各界人士的支持,否则,这种拉开分配差距的做法很难行得通,容易引起负面效应。