

银行业股票期权激励运用的再思考

——基于银行业特殊性的视角

林 琳

(东南大学 经济管理学院,江苏 南京 210096)

摘 要 基于银行业特殊性的视角,对银行业股票期权激励的运用进行理论分析,认为由于银行在合约、产品和资本结构等方面存在特殊性,简单套用股票期权激励理论对银行公司治理乃至整个金融体系的稳定都将产生负面影响。在此基础上,对金融危机前美国银行业不合理的股票期权激励制度及其引发的问题进行讨论,并对我国银行业股票期权激励机制的建立提出了相应的政策建议。

关键词 银行公司治理;股票期权;激励机制;金融危机

中图分类号:F832.1

文献标识码:A

文章编号:1671-4970(2010)02-0067-05

一、问题的提出

股票期权激励指的是给予经理人在未来特定时期内以预定行权价格购买一定数量本公司股票的权利,目的是使经理人通过持有公司股票而拥有公司的部分剩余索取权,从而使经理人的个人利益与公司利益休戚与共。股票期权激励是基于股票期权合约的创新,与标准股票期权合约不同,作为薪酬制度的股票期权激励是企业内部制定的面向特定人、不可转让的期权,是一种看涨期权。股票期权激励也是薪酬制度领域的一次变革,它的出现在经理人财富和公司股票价格之间建立起了直接的联系,将经理人期望收益同公司绩效紧密联系起来,因而可以有效解决现代企业经营过程中由于信息不对称而引发的逆向选择和道德风险问题。

股票期权激励制度 20 世纪 50 年代产生于美国,90 年代以来得到了广泛使用。据统计,美国标准普尔 500 指数所列的 250 家最大公司中,98% 的公司已经建立了股票期权制度。与其他行业一样,20 世纪 90 年代以来,股票期权在美国银行业经理人总薪酬中的比重不断上升,以期权激励为主要内容的经理人报酬制度在美国银行业已经逐步取代了以基本工资和年度奖金为主体的传统报酬制度。然而,金融危机发生以来,随着学术界对危机成因研究的不断深入,越来越多的学者认为以股票期权为主要内容的美国银行业激励约束机制是导致此次金融

危机的内在动因,在不合理的股票期权激励制度下,银行业经理人追求股票价值最大化的行为推动了金融危机的蔓延。银行业股票期权激励问题一时成为学术界、监管层以及银行从业人员争议的焦点。

关于银行业股票期权激励问题,国内外学者已经进行过许多有益的探讨。Yermack^[1]的研究表明,经理人股票期权激励对激励银行业经理人控制资金营运风险,增强金融创新,提高经营绩效都发挥了有益的作用。Houston 等^[2]认为,由于银行业道德风险问题十分严重,采用股票期权激励方式激励经理人去承担更大的风险并不十分必要。王维安等^[3]认为实行股票期权激励机制可以有效改善股份制商业银行的公司治理结构,防止银行人才流失,克服经营过程中的短期行为。陈学彬等^[4]基于复杂适应系统理论的研究表明,商业银行应通过股票期权制等长期激励方式适度提高经营者的风险承受能力。彭小兵等^[5]利用博弈论的基本原理构造了导入股票期权的商业银行经理人激励约束机制,认为股票期权激励制度在理论上实现了股东和经理人之间的激励相容。然而,现有的研究大都将银行业作为国民经济运行中的行业之一,忽视了其区别于其他行业的特殊性质对股票期权激励运用效果的影响,因而对银行业股票期权激励负面效应的认识不够深入和全面。本文认为,银行是资金融通和金融体系稳定的重要力量,同时银行在合约、产品和资本结构等方面所表现的特殊性对银行治理机制也产生了深远的影

响,所以从银行公司的特殊性出发应是研究一切银行治理问题的出发点。因此,本文将基于银行业特殊性的视角,对银行业股票期权激励的运用进行理论分析,进而对此次金融危机中美国银行业期权激励引发的种种问题展开讨论,并将在此基础上对我国银行业期权激励机制建设提出相应的建议。

二、股票期权激励原理与银行业适用性分析

1. 股票期权激励的基本模型和隐含假设

股票期权激励的理论基础是传统委托—代理框架下基于 Holmstrom 模型^[6]。在 Holmstrom 模型中, A 表示代理人所有可选择的行动组合, $a \in A$ 表示代理人的行为,同时假定委托人不能观测到代理人的行动选择 a 和外生变量 θ 。 x 是由 a 和 θ 决定的一个可观测结果, π 表示产出,为 a 的严格递增的凹函数, x 密度函数为 $f(x, \pi, a)$ 。委托人和代理人的期望效用函数分别为 $v(\pi - s(x))$ 和 $u(s(\pi)) - c(a)$,具体模型表述如下:

$$\begin{aligned} & \max_{(s, a)} \int u(\pi - s(x)) f(x, \pi, a) dx \quad (\text{OBJ}) \\ \text{s.t.} & \int u(s(x)) f(x, \pi, a) dx - c(a) \geq u_0 \quad (\text{IR}) \\ & \int u(s(x)) f(x, \pi, a) dx - c(a) \geq \\ & \int u(s(x)) f(x, \pi, b) dx - c(b), \forall b \in A \quad (\text{IC}) \end{aligned}$$

代理人的激励约束问题就是满足参与约束 (IR) 和激励相容约束 (IC) 的公司价值最大化或股东目标函数最大化 (OBJ) 问题。假设经理偷懒和勤奋工作的密度函数分别为 $f_L(x, \pi)$ 和 $f_H(x, \pi)$ 根据拉格朗日乘数法则可得最优报酬契约的解为:

$$\frac{v'(\pi - s(\pi))}{u'(s(\pi))} = \lambda + \mu \left(1 - \frac{f_L}{f_H} \right)$$

由此可知,仅仅向代理人支付固定报酬是不够的,最优报酬契约中必须包含一个与产出挂钩的部分。对于上市公司而言,股价完全反映了经理努力程度 a 和公司外部经营环境 θ 的信息且无观测成本,与收入、利润、资产回报率等指标相比具有有效和易得的特点,是现实中最佳的产出变量,因此应将股权激励引入代理人报酬契约。当代理人效用函数是幂函数且相对风险厌恶时,如果要使以股票价格作为业绩评价的激励契约能达到帕累托最优,必须在激励契约中包含一个凸性激励成分。常见的凸性激励是股票期权激励,因此要使激励契约达到帕累托最优,股权激励形式中应当包含股票期权激励。

上述模型设立和求解的过程对企业性质有 3 个

隐含的假设:①企业经营没有外部性问题,代理人报酬契约设计仅以公司价值最大化为目标;②不需考虑债权人及其他利益相关者的权益保护问题,代理人报酬契约设计仅考虑股东目标函数的最大化;③代理人为相对风险厌恶者。由此可知,在有外部性特征和债权人利益保护问题的行业或企业中,股票期权激励不适当的运用可能对社会产生负面影响或损害债权人利益。此外,当代理人为风险中性或风险偏好时,凸性特征的股票期权激励可能引发代理人新的道德风险行为。

2. 银行业特殊性与股票期权激励的运用

银行业的特殊性决定了银行公司治理与一般公司的差异,是研究银行业公司治理的逻辑起点,也是研究银行业股票期权激励问题的出发点。银行业的特殊性主要表现在以下几个方面:

首先,显著的外部性。作为金融体系的重要组成部分,良好的银行体系可以提高资源配置效率,支持经济改革,促进经济增长和繁荣,产生积极的经济与社会效应。反之,银行业的问题或危机可能会在金融系统内部传染或蔓延,从而引发金融体系的动荡,不仅进一步加剧行业自身风险,而且会产生“多米诺骨牌”效应,对实体经济乃至国际金融市场形成巨大冲击。其次,委托—代理关系的复杂性。一般公司的委托—代理问题主要体现在股东与经理人之间,而对于银行而言,存款人与银行之间、股东与银行之间、贷款人与管理者之间、监管者与银行之间都存在不同程度的信息不对称问题,因此银行的委托代理问题比一般公司更为复杂。第三,资本结构的特殊性。银行的资本构成中大部分是负债,股权的比例非常低,相当一部分银行的股东权益甚至为负值。银行这种低股权与高负债并存的资本结构强化了银行经理人从事高风险项目的激励和能力,为追求高额的风险回报,银行业经理人往往倾向于投资高风险的项目。第四,合约的不透明性。与普通合约相比,银行合约存在严重的不透明性,这使存款人获取信息的成本高昂甚至不能获得信息,使存款人通过债务合约约束银行管理者的成本变得高昂,使分散的股东通过签订和执行激励合约或者使用他们的投票权影响公司决策的成本加大,同时也使外部人评估和监督管理者变得非常困难。第五,最后贷款人制度和存款保险制度的负激励。高度负债甚至股东权益为负的银行能够正常运转,主要因为监管当局通常采取最后贷款人和存款保险制度等措施对其进行担保。但正是由于有监管当局一起分担风险,银行股东和经理人的风险偏好大大增加,因为项目一旦成功,股东和经理人将获得丰厚回报,而

项目如果失败,两项制度可以在一定程度上弥补高风险行为带来的损失。

通过对银行公司内外部治理中特殊性的分析可以看出,银行业不能完全满足 Holmstrom 模型隐含的假设条件:①银行经营有很强的外部性。由于银行业关系到整个金融体系乃至整个国民经济的稳定与发展,具有很强的外部性,因此银行经营的目标不应局限于公司价值最大化。银行经营既要重视效益,又要稳健经营,除追求盈利性外,还要兼顾流动性和安全性。②银行经营必须考虑债权人和其他利益相关者的权益保护问题。复杂的委托—代理关系决定了银行业的公司治理目标不应局限于股东利益最大化,更多地关注利益相关者的利益,强调全体利益相关者价值的最大化。③银行经理人有投资高风险项目的偏好。高杠杆比率、合约的不透明性以及最后贷款人制度和存款保险制度的负激励,使银行经理人有投资高风险项目的偏好。因此,与其他行业相比,银行业股票期权激励制度建设应当持更加谨慎的态度,银行业经理人股票期权激励水平不宜过高,经理人薪酬契约应当采取多元化的形式,不应将股票期权激励作为经理人薪酬的主要内容。如果股票期权激励水平过高,可能诱使银行业经理人通过投资高风险项目等损害债权人利益的行为推动股价上涨,并使问题在金融系统内部传染或蔓延,从而引发银行业乃至整个金融体系的风险,这些在此次金融危机中得到了充分体现。

三、美国银行业股票期权激励与金融危机

1.“CEO 控制”与美国银行业股票期权激励的决定

以 CEO 和其他高级经理人为决策中心是美国公司治理的重要特点,也被称为美国公司治理的“CEO 控制”特征。据统计,在美国近 2/3 的公司中 CEO 同时也是董事会主席,而且大多数董事都是由公司管理层表决选举,因此经理人实际上可以通过董事会控制公司的各类重大决策,包括薪酬决策。“CEO 控制”决定了美国公司决策的高效率,但同时也为管理层滥用职权创造了条件。

和其他行业一样,美国银行业也具有显著的“CEO 控制”特征,经理人在薪酬决策中有较大的话语权。由于普通董事无法持续参与银行经营决策,经理人与董事之间存在事实上的信息不对称,普通董事难以对经理人付出的努力及其应得的报酬做出准确评估。银行经理人据此要求自己制定薪酬计划,包括股票期权激励计划,并利用自己的话语权要求董事会予以批准。因此,在金融危机发生前,美国

银行业经理人股票期权激励水平很高,而且其与承担的风险极不对称。

2. 金融危机前的美国银行业股票期权激励水平

股票期权激励水平的衡量有两种较为流行的观点:一种观点认为应从持股比例的角度来衡量,即衡量公司用于股权激励的股票与公司已发行股本总额之间的比例关系;另一种观点认为应从持股价值的角度来衡量,该观点认为,考虑经理人的财富水平和财富结构(总财富中以公司股权形式持有的占比)等影响因素,对于受财富制约经理人而言,尽管持股比例很小,但所持股票和期权价值的变化所产生的财富效应也能对其产生很大的激励。笔者认为,衡量金融危机发生前美国银行业经理人的股票期权激励水平,第二种观点更为适合,因为在金融危机发生前银行业高级经理人员与公司估价相关的财富已是其直接薪酬的数倍之多。如在美国投资银行 CEO 报酬总额中,股票和期权分红占 75%。

从持股价值的角度衡量,美国银行业股票期权激励处于较高水平(表 1)。在各类银行的股票期权激励计划中,大银行集团的董事长和首席执行官的股票期权数目更是惊人。根据 SNL 证券公司的调查,美国花旗银行、大通银行、美洲银行、波士顿银行和富国银行这五大银行高管人员中股票期权占其总收入的比重均达 80% 以上。而美国国际集团 CEO 格林博格 2003 年股票期权分红收入更是高达 3 750 万美元,占其当年报酬总额的 84.1%^[7]。

表 1 美国银行业股票期权占总报酬比例的年度变化

年份	平均值	中间值	标准差	年份	平均值	中间值	标准差
1996	0.271	0.268	0.213	2001	0.384	0.376	0.264
1997	0.354	0.465	0.221	2002	0.371	0.368	0.236
1998	0.387	0.391	0.243	2003	0.303	0.309	0.229
1999	0.382	0.381	0.237	2004	0.251	0.258	0.241
2000	0.359	0.364	0.286	2005	0.234	0.237	0.253

样本量 430 个;

资料来源:潘敏,董乐. 商业银行管理层股票期权激励:基于美国银行业的实证研究[J]. 国际金融研究, 2008(5).

3. 美国银行业股票期权激励与金融危机

由于美国银行业经理人报酬中股票期权占有相当比重,股票价格在很大程度上决定了银行业经理人的报酬水平。为推动公司股票价格上涨,实现自身财富的最大化,银行业经理人考虑盈利性目标多于安全性和流动性,导致对金融体系稳定的损害。

为追求利润最大化,银行业经理人违背安全性原则,降低贷款标准,盲目投资高风险的次级抵押债券导致极大的市场风险。为扩大业务量和提高短期利润水平,银行向不符合贷款条件的顾客发放住房抵押贷款;“创新”出次级抵押贷款这种高风险贷款

品种,为转移自身风险,利用证券化生产出以次按贷款为标的物的证券,通过向更多机构和个人发行,将与次按贷款相关的风险转移给资本市场。最终结果是,随着市场形势恶化,次级抵押贷款违约率提高,次贷及其衍生品市值计价发生损失,大规模经营次按贷款、次级抵押债券及其衍生品的金融机构遭受巨额损失,甚至破产倒闭。同时,为推动公司股价迅速上涨,许多银行违背流动性原则,花费大量现金回购公司股票,直接导致了公司现金流枯竭。表2将华尔街五大投资银行和三大商业银行2000~2007年期间股票回购规模与其因金融危机被迫销账的金额进行对比,数据显示,8家银行2000~2007年用于股票回购的金额占其税后净收益的比例相当高,其中雷曼兄弟公司用于股票回购的金额更是高达其税后净收益的92%。8家银行中,除高盛和摩根大通由于及时处置所持次贷证券或业务多元化等原因较好地消化了损失外,其余6家银行均因现金极度缺乏而大量销账。

表2 华尔街五大投资银行和三大商业银行股票回购和销账情况

银行	2000~2007年股票回购金额/亿美元	在股票回购金额最大公司中的排名	2007年第四季度~2008年7月销账金额/美元	股票回购金额与税后净收益之比/%
美国银行	556	4	153	55
花旗银行	371	9	575	31
高盛	302	12		70
摩根大通	212	18	87	36
美林	210	19	468	56
摩根斯坦利	190	24	117	46
雷曼兄弟	167	30	70	92
贝尔斯登	84	48	34	

资料来源:朱民等,《改变未来的金融危机》[M],北京:中国金融出版社,2009。

由此可见,忽视银行业的特殊性,大规模使用股票期权激励是最终导致金融危机产生的重要原因之一。在不合理的股票期权激励制度下,美国银行业经理人违背安全性和流动性原则,降低贷款标准、投资高风险衍生产品、现金回购股票等推动股价上涨的行为在金融体系埋下了巨大的风险隐患。

四、对我国银行业股票期权激励机制建设的启示

我国银行业即将全面开放,面对来自国际银行业的竞争,建立行之有效的经理人激励约束机制是避免人才流失,提升我国银行业竞争力的重要任务之一。目前我国银行业大多采取基本工资加年终奖金的报酬模式,缺乏将经理人报酬与公司发展联系起来的长期激励机制,上市银行经理人报酬与主营

业务收入、净利润等指标无显著相关性,报酬总额与收入和利润甚至呈负相关关系^[8]。因此,引入股票期权激励,建立完善的经理人长期激励制度符合我国银行业改革的现实需要。

2005年12月31日中国证监会颁布了《上市公司股权激励规范意见(试行)》,随后新修订的《公司法》和《证券法》也于2006年1月1日开始施行。相关法律法规的逐步完善和相继出台,为股票期权激励机制在我国上市公司的推广普及扫清了法律障碍,各家上市银行正在积极酝酿自己的股票期权激励方案。金融危机中美国银行业股票期权激励表现出的负面效应使我们对银行业股票期权激励的运用有了一个更全面、更深刻的认识。我们应当认识到,股票期权激励作为一种激励制度,本身是先进的、具有生命力的,要充分发挥其协调经理人与股东之间的利益关系的积极作用,避免问题的出现,关键在于激励方案的合理设计。结合上述研究,本文对我国银行业股票期权激励机制建设提出以下建议:

首先,应构建合理的银行业股票期权激励决定机制,限制银行业股票期权激励的整体水平。由于股权过度分散等原因,目前国内一些上市公司存在着或多或少的“内部人控制”现象,上市公司经理层权力过大,经理人为自己制定了很高的薪酬标准,并在股东大会上以高票通过。例如,中国平安的第一大股东汇丰保险控股有限公司仅仅占总股本的8.43%,各股东很难形成对公司的有效控制,这就给中国平安高管层控制自身薪酬标准的制定创造了机会。因此,我国银行业要实施股票期权激励,首先应该不断完善公司治理,构建合理的股票期权激励方案决定机制,使股东能够通过董事会对方案形成有效制约,避免经理层对董事会的决策产生过大影响。对我国银行业而言,股票期权激励方案应由特定的中介机构提出,经公司董事会和股东大会的法定程序通过,由证券监管部门核准后实施,这样方可将银行业股票期权激励限制在一个合理的水平。

其次,银行业经理人报酬契约应采取多元化的形式,将股票期权激励与其他激励方式有效结合起来。股票期权激励虽然具有较大的优越性,但并非万能,其自身存在较大的局限性。股票期权激励的作用主要在于激励而不是惩罚,这种有奖无罚、保底不封顶的办法可能会使经理人有恃无恐,向股东转移决策风险。作为经理人长期激励的一种形式,股票期权激励应当与短期激励和其他长期激励方式有机结合,才能更好地对经理人起到激励约束作用。为避免股票期权激励对银行公司和金融体系运行的负面影响,银行业更应实施组合薪酬制度,综合运用

各类长期激励和短期激励方式。再者,由于我国证券市场有效性仍有待提高,股票期权价格的确定方法仍处于探索阶段,我国银行业薪酬制度改革过程中,更应避免对股票期权计划的过度依赖,不应把股票期权激励作为经理人报酬的主要内容。

第三,在实施股票期权激励的同时,应确立风险报酬对等的原则,使经理人对决策风险和经营风险切实负起责任。实施股票期权计划的主要目的在于长期激励,然而由于股票期权“保底不封顶,有赏无罚”的特点,在实际运用中,可能出现经理层有向股东转移决策风险的现象。因此,我国银行业股票期权激励机制的建设中必须确立风险报酬对等的原则。例如,可建立长期的损失责任追究等制度,使经理人可能因为任何一个环节的失误即导致引咎辞职、减薪或失去薪水,甚至结束职业生涯等严重后果;也可适当延长股票期权行权时间,直至确定已取得了目标收益。

此外,在推进我国银行业股票期权激励机制建设的过程中,应通过培养竞争性的职业经理人市场和银行控制权市场等措施进一步缓解我国银行业的委托—代理问题,还应充分发挥金融监管、市场纪

律、内控内管等机制的约束作用,与报酬机制改革一道,共同推动我国银行公司治理的健全和完善。

参考文献:

- [1] YERMACK D. Do corporations award CEO stock options effectively[J]. Journal of Financial Economics, 1995, 39: 237-269.
- [2] HOUSTON J, JAMES C. CEO compensation and bank risk-Is compensation in banking structured to promote risk taking[J]. Journal of Monetary Economics, 1995, 36: 405-431.
- [3] 王维安, 郭福春. 我国股份制商业银行实行股票期权激励机制的探讨[J]. 数量经济技术经济研究, 2003(5): 47-50.
- [4] 陈学彬, 李翰, 朱晔. 完善我国商业银行激励约束机制的 SWARM 模拟分析[J]. 财经研究, 2003(9): 68-74.
- [5] 彭小兵, 马泉, 蒲勇健. 基于股票期权的商业银行经理人激励约束机制研究[J]. 管理工程学报, 2007(2): 42-46.
- [6] BENGT H. Moral hazard and observability[J]. The Bell Journal of Economics, 1979, 10: 74-91.
- [7] 朱民. 改变未来的金融危机[M]. 北京: 中国金融出版社, 2009: 242.
- [8] 苟开红. 我国股份制商业银行薪酬构成及长期激励研究[J]. 国际金融研究, 2004(11): 17-21.

(上接第 62 页)

参考文献:

- [1] 刘炳胜, 包寒蕊, 马爱英, 马乐. 基于逻辑框架法的项目策划应用研究[J]. 科技管理研究, 2006, 5(1): 114-115.
- [2] 严妍. 人力资源配置模型研究[J]. 当代经济, 2008(3): 157.
- [3] 吴劲松. 基于和谐管理理论的人力资源管理制度安排

[J]. 长江大学学报: 社会科学版, 2007, 1(2): 83-84.

- [4] 潘玉巧, 朱东恺. 现代企业组织内部关系研究综述[J]. 河海大学学报: 哲学社会科学版, 2007, 9(1): 36-37.
- [5] 梁挺. 人力资源和谐管理问题刍议[J]. 青海师范大学学报: 哲学社会科学版, 2005(3): 5-7.
- [6] 李昆. 基于和谐管理理论的人力资源配臵研究[D]. 北京: 北京化工大学, 2006.
- [7] 王培君, 赵永乐. 关于科学人才观的几点认识[J]. 河海大学学报: 哲学社会科学版, 2005, 1(1): 78-79.

· 简讯 ·

河海大学工程管理专业通过住房和城乡建设部评估

5月4日~7日,住房和城乡建设部高等教育工程管理专业评估委员会评估视察小组对河海大学商学院工程管理专业进行了实地考察与评估。这次评估是工程管理专业继2005年通过住房和城乡建设部高等教育工程管理专业评估后的复评。评估总结会上,专家高度评价了河海大学工程管理专业的培养模式,认为河海大学工程管理专业深化人才培养模式改革,强调特色教育,教学计划适应培养目标要求,教学管理严格、规范,各项规章制度健全,执行良好,重视学生思想政治工作和学风建设。

(本刊编辑部供稿)