

認股權問題來自董事會失誤



近年認股權再度流行，除了最高層行政人員，連中層甚至低層員工都有認股權。

企業管治

何順文
高衍璋

目前在美國有逾二百間上市公司牽涉認股權「倒填日期」醜聞，當中近一百間要重新提交財務報告，涉及業務範圍，涉及金額逾七十九億美元；逾七十位高層因此離職。管理層進行「倒填日期」，因為只要把認股權授予日期改為公司股價較低的時間，他們便可以透過出售從認股權得來的股份於市場出售，認股權與市場股份價格差異愈大，他們的回報便愈大。

「倒填日期」本身不違法，但是管理層在未知會證監及股東的情況下私自進行，則屬不當行為。管理層這種瞞騙股東的手法，正正是管理層與股東之間的代理人問題的好例子。

理論上，認股權的權利行使價（strike price）要較認股權時的股價為高，因為要鼓勵員工為公司的業績努力，股價上升，他們才有機會把股份出售賺錢。這機制的最大問題是員工有誘因去操控業績，為谷大營業額，員工會給客戶過大的折扣（甚至回佣），增大應收賬目，把今日的開支利用創意的會計法（creative accounting）調到去將來，甚至造假賬等。

英隆事件（Enron）就是最經典例子，美國學者估計當英隆市值高達七百億美元時，公司實際價值不過是三百億美元，有四百億美元都是人為製造出來的帳面數及假數。把英隆這大好公司推向死亡的，就是眼中只有認股權的高層（行政總裁、財務總監），他們一心只想推高股價讓自己賺一筆，甚麼股東利益、公司長遠發展早已拋諸腦後。

認股權像毒品

有學者說認股權像毒品一樣，令管理層跌入不能自拔的深淵。管理層為求從認股權上多賺錢，便會谷大營業額，推高股價，然後分析員、市場對他們的期望亦逐年提高，為求達到市場預期及保住工作，他們再進一步用手段推高股價，一直循環下去。

最清楚這因局的應該是高層員工，但試問誰會有勇氣把這問題向董事局反映呢？《紐約時代》雜誌（New York Times Magazine）於二〇〇二年有一篇文章名《How to Lose \$850 Million - And Not Really Care!》，內容指廿一於一九

九九年五月，eToys 上市首日股價大升，令其行政總裁Toby Lork本人的身家因此而一日之間增加了八億五千萬美元。eToys對財務總監說：「這可糟了，我們每天將活在後悔中。」這事件正反映不理性，不與公司實際業績相符的股價升幅其實是個詛咒，而不是祝福。

有人說，只要不犯法，這些會計方法對公司基本上沒有害。但根本問題不在於對公司有沒有害，而是這些手法到底有沒有改善公司表現，價值？答案肯定是否，那麼為什麼我們還讓公司的高層花心思，時間在無意義的工作上。認股權的原意不是要鼓勵經理人以股東利益出發，為股東謀最大福利嗎？

罪不在認股權

認股權本身是一個好方法去減低代理人問題，但大前提是身為監管人的董事局要認清認股權的特性，以及要有定期及良好的監管機制。

很多董事局對認股權的最大誤解是其成本，他們誤以為認股權的成本較低，因為公司不用真金白銀拿錢出來，只是當員工行使認股權時，公司發行股票，更好的是可以用行使價與股價的差額來扣稅。表面上發認股權好像是零成本，但它的實際成本是把這些股份拿出市場公開出售的收入。

特別要注意的在員工眼中，公司股份價值較真正的為低，因為員工的能力、時間、金錢都投資在公司（至少一星期五天，朝九晚五都在公司上班，同時又擁有股份），好比把所有的雞蛋放在一個籃子內，風險不分散，所以溢價亦要較高來抵銷風險。其次，認股權有歸屬期（vesting period），員工不可一次過購入所有認股權，而要分段進行。

例如工作滿兩年可購入百分之五十，再兩年後可購入多百分之二十五，工作滿六年便可全數購入。故員工不能像普通投資者般隨時賣出或做對沖（例如賣空），所以面對的風險較大。這兩個主要原因造成認股權對公司的實際成本與在員工心目中的價值永遠不對等，這價值差異造成認股權的成本變得很高。

董事計錯數導致濫發

這個成本誤解導致董事局使用「固定股數」，而非「固定價值」去發認股權。「固定股數」是不理股價變動，總之去年發一萬股，今年、後年亦同樣發一萬股。這造成牛市時，管理層自動享受意外之財（windfall），而「固定價值」則指隨著股價變動，去改變認股權數量，目的是要認股權價值

值不會隨股價而變動。

例如公司今年股價是每股一元，公司發一萬股認股權，其價值便是（一元乘以一萬股）一萬元。明年公司股價上升了一倍（每股兩元），於是公司只發五千股認股權（兩元乘以五千股等於一萬元）。如何為認股權定價，發多少給員工才屬合理牽涉頗複雜的計算，今天暫且不提，筆者有機會再分享。

另一個因董事對認股權認知不足而造成的問題是濫發，筆者曾在以前的文章中提過於一九七〇年代，認股權因美國股市低潮而急微，薪酬沒有與表現掛鉤而造成員工薪酬只與公司的規模有關，跟個人表現卻完全脫鉤的情況。由一九九〇至二千年代，認股權再次流行，但僅擺卻一下子去了另一極端，除了最高層的高層行政人員，連中層甚至低層員工都有認股權。尤其是科網熱時代，常聽聞在美國連清潔員工都獲發認股權；同樣地，如果董事局及股東了解認股權的真正成本是如此高昂，這種濫發情況應不會出現。

雖然認股權的其中一個作用是保留人才，但當發認股權予中低層員工的成本，較他們跳槽後公司請新人的成本還高時，還值得發嗎？

在九十年代初積極推動美國企業加設認股權計劃的一些學者專家，親眼目睹過科網熱時濫發認股權的情況後，近年已改變看法，只鼓勵公司發認股權予公司的高層。當然，每間公司應定期檢討其派發認股權的政策，真正發揮其功效。

何順文 浸會大學工商管理學院院長兼教授
高衍璋 浸會大學工商管理學院博士研究生



美國學者估計當英隆市值高達七百億美元時，公司實際價值不過是三百億美元；圖為英隆財務長Andrew Fastow。