

中国上市公司高管人员 股权激励研究

上海证券交易所研究中心司徒大年 傅浩

目录

- 一、全球股权激励制度的发展
 - 1、股权激励的作用与形式
 - 2、股权激励在全球范围的发展
- 二、我国上市公司高管股权激励制度现状及问题
 - 1、我国上市公司高管薪酬激励现状分析
 - 2、我国上市公司高管股权激励的主要形式
 - 3、我国上市公司高管股权激励在实施中遇到的法律障碍
 - 4、我国上市公司推行高管股权激励存在的问题
- 三、我国上市公司高管股权激励相关制度建设
 - 1、薪酬委员会制度
 - 2、股权激励的会计处理
 - 3、股权激励薪酬的信息披露
 - 4、高管选聘与薪酬制度
- 四、上市公司高管股权激励设计之一：股票期权
 - 1、股票期权合约的一般设计
 - 2、股票期权的激励管理
 - 3、指数化期权在中国的运用
 - 4、小结：中国实施股票期权激励的政策建议
- 五、上市公司高管股权激励设计之二：高管持股
 - 1、股票与股票期权激励效应比较
 - 2、业绩股票在中国的实践及设计
 - 3、管理层强制持股设计
 - 4、管理层持股与国有股减持
 - 5、小结：中国实施高管股票激励的政策建议
- 参考文献

中国上市公司高管人员股权激励研究

内容提要：本文回顾了股权激励在全球的发展概况，对我国上市公司高管股权激励现状及其存在的问题、相关制度建设进行了分析，分别针对我国上市公司建立高管股票期权激励制度和高管股票激励制度提出了具体的建议，其中股票期权激励模式的实现还需要有关部门和上市公司的共同努力，而建立高管业绩股票和高管强制持股的激励机制则不存在政策障碍，上市公司应积极推进这一制度建设。

一、全球股权激励制度的发展

1、股权激励的作用与形式

股权激励作为一种薪酬政策，其作用主要是：

（1）吸引和留住高管人员

在市场经济中，管理者的才能是稀缺的，在吸引优秀公司高管方面，公司面临激烈的竞争。薪酬是吸引公司高管的重要手段。为吸引和留住高管人员，高管人员薪酬必须达到和超过高管人员的“机会成本”，或称为“保留价值”（Reservation Value）。保留价值部分地取决于高管人员的风险偏好。高管人员通常厌恶风险，要高管人员接受一部分有风险的报酬，公司必须提供预期价值更高的薪酬，补偿公司高管承担的风险。股权而不是现金激励可以使公司吸引具有创业心的人才，而不用支付现金。保留价值只是薪酬的最低值，公司还必须提供额外的激励性薪酬。

（2）激励高管人员

从委托 - 代理关系看，激励涵盖两个方面内容。一是，防止经理不努力。在任何代理关系中，都存在防止代理人偷懒的问题。经理层的所有闲暇都是自己的，而努力所带来的收益大部分却归股东。二是，激励经理按股东利益作出公司决策。公众公司经理在公司决策时，可能追求自身的效用，损害股东的利益，如建造豪华的大楼、选择低风险的商业战略、反对增加价值的并购、盲目扩张，等等。股权激励的出发点，是要使受激励的人和企业形成一个利益共同体，减少股份公司的代理成本，形成激励相容的机制。

从根本上说，股权激励主要可以分为股票期权激励和股票激励两种形式。但在实际运用中，股权激励通常有以下几种形式：

（1）限制性股票。限制性股票是专门为了某一特定计划而设计的激励机制。公司高级管理人员出售这种股票的权利受到限制，亦即公司高管对于股票的拥有权是受到一定条件限制的(比如说，限制期为三年)。公司高管在得到限制性股票的时候，不需要付钱去购买，但他们在限制期内不得随意处置股票，如果在这个限制期内公司高管辞职或被开除了，股票就会因此而被没收。

公司采用限制性股票的目的是激励高级管理人员将更多的时间精力投入到某个或某些长期战略目标中。薪酬委员会预期该战略目标实现后，公司的股票价格应当上涨到某一目标价位，然后，公司将限制性股票无偿赠予高级管理人员。只有当股票市价达到或超过目标价格时，高级管理人员才可以出售限制性股票并从中受益。

（2）股票期权。股票期权指公司给被授予者，即股票期权授权人按约定价格（执行价格）和数量在授权以后的约定时间购买股票的权利。股票期权通常不能在授予后立即执行，公司高管需在一定时期之后，一次性全部或逐步获得执行的权利。这段等待的时期就是“获权期”（Vesting Period）。获权的期权（Vested Options）是可执行的期权。公司高管股票期权有一个到期期限，通常是5-10年。按期权执行价格与授予日市场价格的关系，股票期权可分为：零值期权或平价期权（At-the-money Option 或 Fair Market Value Option），即执行价等于股票市场价；在值期权或折价期权（In-the-money Options 或 Discount Option），即执行价低于股票市场价；虚值期权或溢价期权（Out-of-the-money options 或 Premium option），即执行价高于股票市场价。另外，股票期权不能转让给他人，但可以继承等。

当股票期权持有人执行期权时，公司通常会发行新的股票。一些公司要求期权持有人在行权时按执行价支付现金，大部分公司都采取“无现金行权方式”（Cashless Exercise Programs），也即期权持有人不付现金，公司按股票行权日市场价和执行价差额的价值支付给持有人现金或股票。

（3）虚拟股票（Phantom Stocks）和股票增值权（Stock Appreciation Rights）等。虚拟股票计划的安排是，公司给予公司高管一定数量的虚拟股票，对于这些

虚拟股票，公司高管没有所有权，但是与普通股东一样享受股票价格升值带来的收益，以及享有分红的权利。虚拟股票在支付时可以用现金，相当于这个数量的股票在市场套现的金额，或者是赠与相当于这个数量的股票，或者是股票与现金两者的组合。

股票增值权是指公司给予公司高管的这样一种权利：公司高管可以获得规定时间内规定数量股票股价上升所带来的收益，但是公司高管对这些股票没有所有权。

虚拟股票和股票增值权，都是在不授予给公司高管股票的情况下，将公司高管的部分收益与公司股价上升联系起来。两者的区别在于虚拟股票可以享受分红而股票增值权不能。它们与股票期权的差别是：一是赠与人与企业的支出不一样。虚拟股票和股票增值权在现金支付的情况下，企业要向赠与人支付一笔现金，如果是股票支付则不然；采用股票期权时，如果个人不是采取“无现金行权方式”，企业不用支付现金，但个人行权时则要支付一笔现金来获得股权。二是税收优惠不一样。虚拟股票、股票增值权通常情况下没有任何税收优惠，股票期权计划往往有税收优惠，限制性的股票期权计划尤其如此。三是激励的性质不一样。股权一般可以提供持续的业绩激励，虚拟股票如果是用现金支付，是一次性的业绩激励；如果用股票来支付，则与股票的激励是相同的。它取决于支付的结构和其中的现金比重。四是风险结构不一样。只要公司股票价格大于零，一定数量的虚拟股票和股票增值权总会给持有人带来一定的收入；而股票期权只有在行权时股票的市场价格高于执行价格的情况下，持有人才能获益。

（4）延期支付计划。延期支付计划是将公司高管的部分年度奖金以及其他收入存入公司的延期支付帐户，并以款项存入当日按公司股票公平市场价折算出的股票数量作为计量单位，然后在既定的期限（多为5年）后或公司高管层退休后，以公司股票形式或者依据期满时股票市值以现金方式支付给公司高管。

（5）业绩股票。业绩股票是指股票授予的数额与个人绩效挂钩，运作机理类似限制性股票。公司确定一个股票授予的目标数额，最终得到的数额随公司或个人达到、超过或未能达到的业绩目标而变。最终得到的价值取决于挣得的股票数额和当时的股票价格。业绩股票也可以用与挣得股票数额和当时股价乘机等值的现金来支付，但会失去让持有人实际持股的目的。

业绩股票与延期支付计划之间联系较为密切,很多公司综合两者的特点制定混合型的股权激励计划。例如,根据业绩确定高管人员的货币或股票奖励,这些货币或股票奖励同时纳入延期支付计划,在既定的限制其先后予以支付。

(6) 储蓄参与股票。储蓄参与股票计划允许公司高管一年两次以低于市场价的价格购买本公司的股票。实施过程中首先要求公司高管将每月基本工资的一定比例放入公司为公司高管设立的储蓄帐户。一般公司规定的比例是税前工资额的 2% ~ 10%,少数公司最高可达 20%。与其它的激励机制相比,储蓄参与股票计划更像是一个储蓄计划,其激励作用较小。其它激励一般来说是股价上扬时赢利,股价不变或下跌时没有收益;储蓄参与股票则是不论股价上涨还是下跌,都至少有 15%的收益,当股价上涨时赢利更多。

这些不同形式的股权激励模式,具有各自不同的特点,适应不同的情况。它们之间有着明显的区别,但也时常交叉,形成新形态的股权激励模式。

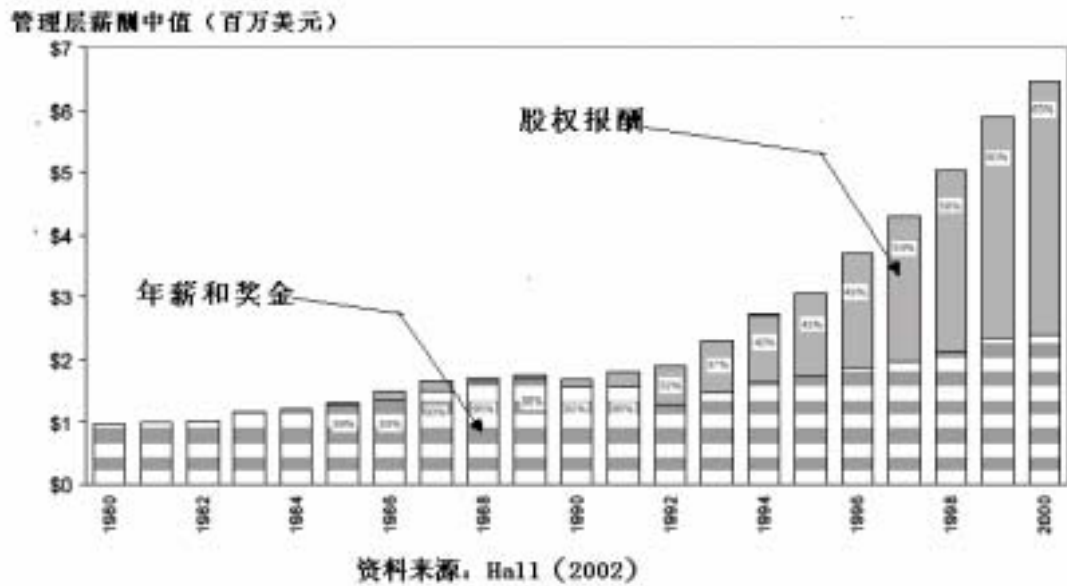
2. 股权激励在全球范围的发展

过去 10 多年中,股权激励取得了爆炸性增长,在公司高管的薪酬中的比重越来越大。具体来说,股权激励呈现出以下几个方面特点。

(1) 股权激励在世界范围内发展迅速。

2000 年美国标准普尔 500 家公司公司高管持有股票和期权价值的中值达到了 3000 万美元,其中金融类公司公司高管股权薪酬的中值为 5500 万美元。公司高管股权薪酬占整个薪酬的平均比例由 1984 年的 0 增加到 2000 年的 63%,见图 1。随着公司高管持股比例上升股价一年的变化可导致公司高管股权价值以数百万甚至千万美元变动,激励效应远远超过年薪和奖金的激励。

图 1 美国公司高管历年来薪酬与构成



公司高管股权激励在美国以外的其他地方也发展较快。图 2 显示了世界上 23 个发达国家 2000 年公司高管薪酬的构成状况。该图表明, 虽然世界上其他地区公司高管股权激励力度不及美国, 但股权薪酬亦占公司高管薪酬较大比例。表 1 列出了上述地区 1996-2001 年间股权激励的变化。从表 1 中可看出, 每个地区股权激励的增长幅度都在 12% 以上。

图 2 部分国家公司高管薪酬的水平与构成

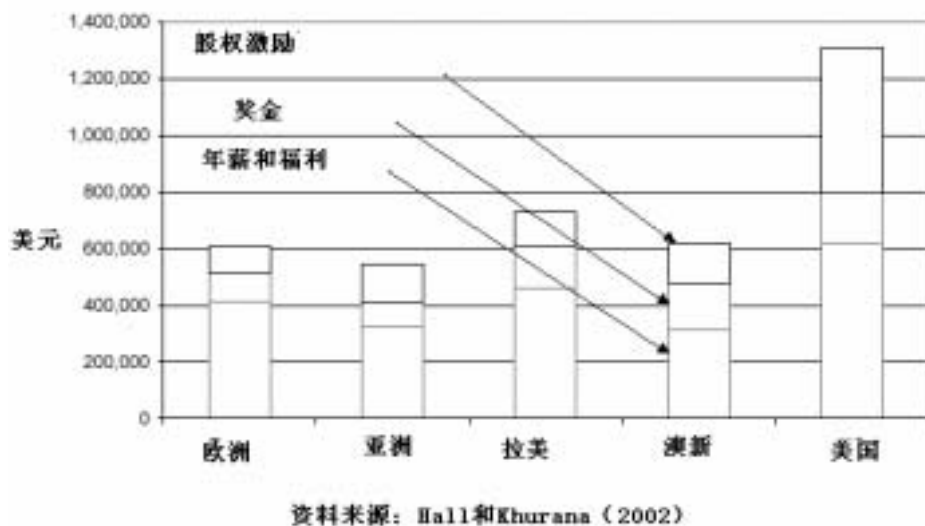


表 1 股权激励在世界范围内的发展

	股权薪酬比重			风险报酬（股权和奖金）比重		
	1996	2001	变化	1996	2001	变化
欧洲（9）	6%	18%	12%	24%	37%	13%
亚洲（6）	6%	24%	18%	23%	39%	16%
拉美（4）	0%	21%	21%	26%	45%	19%
澳、新、加	8%	20%	12%	27%	46%	19%
美国	32%	22%	19%	51%	68%	17%
平均（23）	6%	22%	16%	26%	42%	16%

资料来源：Hall（2002）

（2）股票期权是股权激励中的主导形式。

股权激励的快速增长，很大程度上是由股票期权所驱动的。1992 年标准普尔 500 家公司授予的期权价值为 110 亿美元，到 2000 年增加到 1190 亿美元，2002 年降到 710 亿美元。1992 年，标准普尔 500 家公司中，平均而言，每公司授予的（经过通胀调整的）期权价值为 2200 万美元，2000 年为 2.38 亿美元，2002 年下降到 1.41 亿美元。

（3）股权激励推动了公司高管薪酬水平急剧攀高

90 年代，标准普尔 500 家公司首席执行官的真实平均薪酬一路飚升：由 1992 年的 350 万美元增加到 2000 年的 1470 万美元。增长的大部分来源于股票期权。按授予日价值计算，股票期权由 1992 年平均每家公司的 80 万美元上升到 2000 年的近 720 万美元，增长近 9 倍。薪酬的其他部分，同期只增长了 3 倍。到 2002 年，标准普尔 500 家公司首席执行官的真实平均薪酬下降到 940 万美元，主要是授予的股票期权价值下降了 40% 左右。

股权激励的兴起有经济、政治、会计税收上的多方面原因。

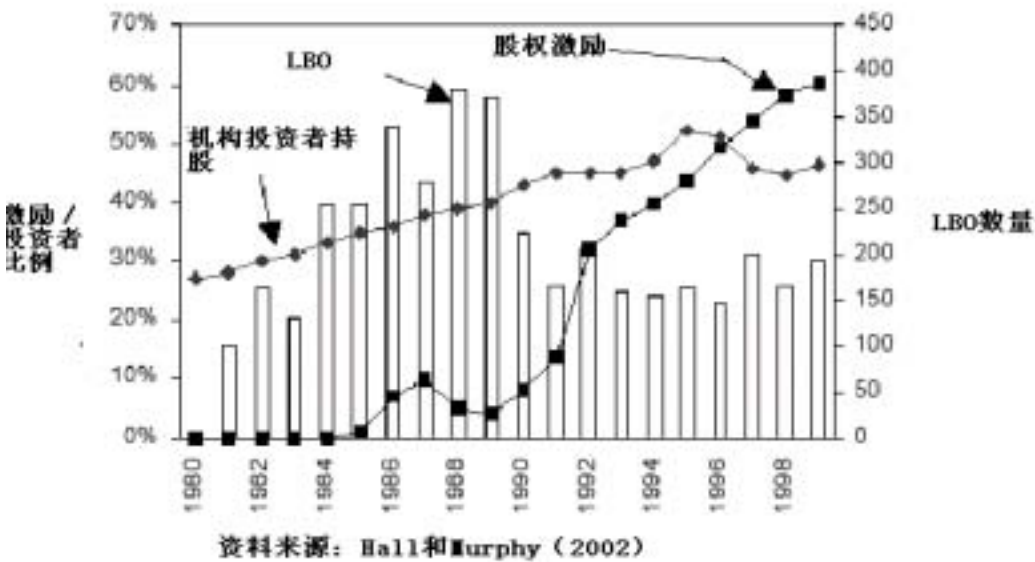
（1）股东积极主义的兴起

80 年代，美国公司高管激励失效，公司进行了大量重组，直接推动了股权激励的兴起。在这段时期，KKR 等其他投资公司通过杠杆收购（LBO）形式，购买了大量绩差公司。在重组过程中，几乎所有这些投资公司都强调股权激励，公司高管必须用自有资金或借款购买公司股份，同时公司高管薪酬的大部分由股票或股票期权组成。结果证明，这些杠杆收购公司的股权激励手段是成功的，并直接促进了股权激励的发展。

90 年代以来，机构投资者迅猛发展，公司治理浪潮全球兴起，股东价值重

要性日益凸现。在 80 年代杠杆收购公司股权激励的成功示范效应下，美国一些大的机构股东，如美国股东协会、机构投资者协会和大的养老基金批评公司薪酬政策，认为薪酬没有和绩效挂钩。当时的学术研究也表明，对公司高管优异的业绩没有奖励，失败也没有惩罚。面对这些指责，公司授予更多股票期权给公司高管。图 3 具体说明了杠杆收购、机构投资者兴起和股权激励发展之间的关系。

图 3 1980-1999 年间公司高管股权激励薪酬占总薪酬比例增长、机构投资者持股百分比和 LBO 数量



（2）信息披露、税收和会计

1992 年，美国证监会颁布了新的信息披露规则，要求公司薪酬委员会详细描述公司薪酬政策，详细解释公司高管薪酬的决定因素，提供公司 5 年来相对于市场和行业的股东收益图。新的规则一方面使授予期权的过程更透明，约束公司高管利用期权授予增加隐性收入，另一方面也鼓励了公司授予更多期权。监管机构要求提供股东收益图，是要公司增加股东价值，期权将薪酬与绩效挂钩，是增加股东价值的手段，与规则的精神相符。

1994 年，新的税法规定，在不与绩效挂钩的薪酬中，超过 100 万美元的部分，不得抵扣税收。该法律实质上鼓励薪酬与绩效挂钩，在一定程度上推动了股

权激励的增长。

根据美国会计准则，授予零值期权可以不计为费用，也在一定程度上推动了股票期权的普及。

（3）市场景气

美国过去 30 年中，授予期权的趋势与股市走势密切相关。图 4 显示了美国 1970 - 2002 年间，如下两个指标的相关性：道琼斯工业平均指数；首席执行官平均薪酬 / 雇员平均薪酬比率。可以看出，在 1970 年，标准普尔 500 公司首席执行官的平均薪酬是员工的 30 倍。到 2002 年，首席执行官的平均现金薪酬是雇员的 90 倍，加上股票期权价值的整体薪酬，公司高管薪酬则超出员工的 360 倍，最高值是 2000 年的 570 倍。最重要的是，首席执行官的现金薪酬部分与道琼斯指数的相关性很弱，但加上期权的总体薪酬水平则与股市密切相关。这种相关性是由于以下几方面的因素：

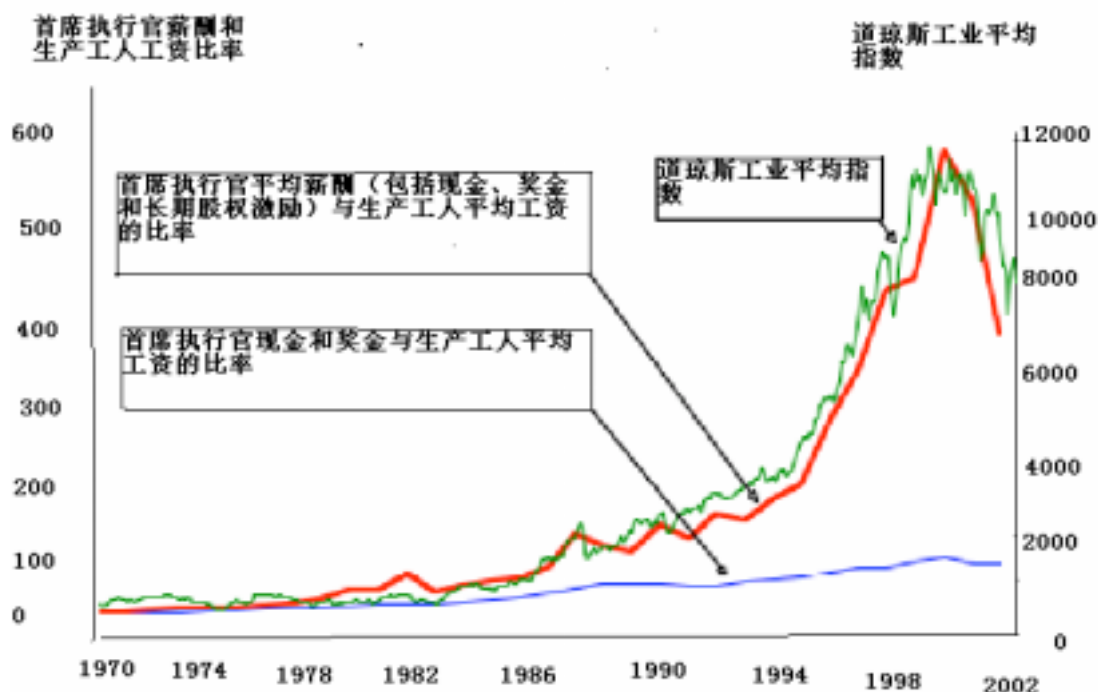
其一，股市的示范效应。由于 90 年代股市的上扬，持有期权和股票的公司高管和雇员财富迅速升值，并产生示范效应，带动其他公司授予更多股票期权。

其二，期权的激励效应。通过将薪酬与绩效挂钩，期权促进了公司业绩的增长，推动了股市的上扬，这在 90 年代后期新经济公司中表现得尤其突出。

其三，期权数量固定的效应。许多公司都有明确的政策，规定期权授予的数量而不是金额固定不变。随着股市景气，授予的期权规模随没扩大，但价值增加。期权的价值同股市齐涨齐跌。

图 4 道琼斯工业平均指数和首席执行官平均薪酬与生产工人平均工资比率

（1970-2002）



资料来源：Hall 和 Murphy (2003)

二、我国上市公司高管股权激励制度现状及问题

1. 我国上市公司高管薪酬激励现状分析

随着我国证券市场的发展，上市公司队伍越来越大，上市公司逐步发展成为我国企业中优秀群体的代表。然而，由于我国上市公司大部分脱胎于国有企业，改制过程中存在很多不彻底的因素，国有企业管理和公司治理中的许多弊端一直延续下来。反映到上市公司的高管薪酬激励方面，也存在着较为严重的问题。

我们选择 2002 年作为分析的年份，收集了沪深两市上市公司 2002 年年报中关于董事和高管人员的薪酬数据。剔除部分薪酬信息披露不够完整的上市公司，我们获得了 1177 家上市公司 2002 年度薪酬排名最高的前三位董事和前三位高管（在本文中我们将董事和高管同视为高管人员）的薪酬，并统计了所有董事和高管的持股数据。分析表明，我国上市公司高管薪酬激励方面存在以下的显著特征：

（1）我国上市公司高管人员货币收入较低，薪酬差距较大

表 1 和图 1 分别统计了我国上市公司董事及高管 2002 年薪酬及其分布情况。

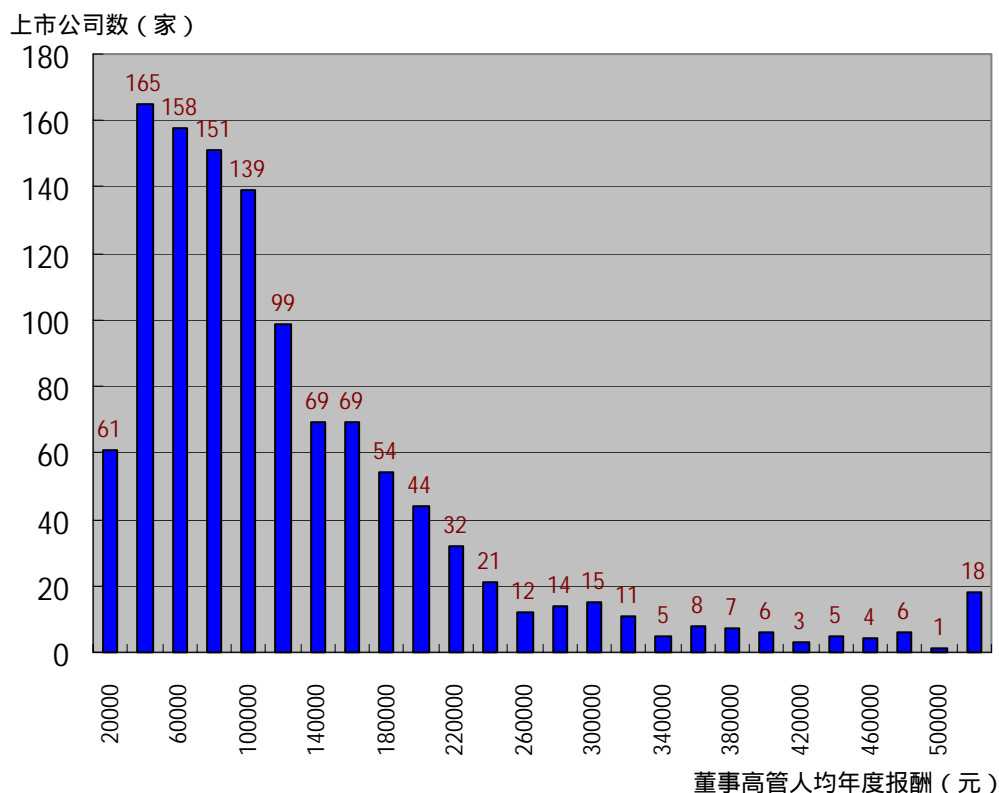
从中我们可以发现,我国上市公司高管人员的薪酬存在总体货币收入偏低,薪酬差距较大的特征。2002 年年度薪酬统计表明,我国上市公司董事及高管 2002 年薪酬人均为 120324 元,处于较低的水平上。但这一数据仅仅统计了董事及高管人员的货币收入部分,而对于广泛存在的非货币收入、职务消费等灰色收入领域,我们不可能得到相应的数据。同时,各个上市公司之间的高管人员收入差距日益拉大。就上市公司董事和高管 2002 年人均薪酬而论,其中最小值仅为 3850 元,最大值却高达 1600000 万元(ST 科龙)。

与上市公司高管人员承担工作的重要性相比,显然上述薪酬水平是偏低的,也难以胜任对高管人员提供足够货币激励的功能。在货币薪酬收入明显偏低的情况下,高管人员要么获得其他形式的激励(例如政治上的激励、灰色收入上的激励、或者股权方面的激励),要么难以尽心尽责地经营好企业。过去一些研究指出上市公司高管薪酬与公司经营业绩没有显著相关性,如谌新民和刘善敏用 2001 年的年度数据进行分析发现上市公司经营者的年度货币薪酬与公司经营绩效不具有统计上的显著性相关关系(谌新民和刘善敏,2003 年),这与魏刚和李增泉采用 1998 年数据样本的研究结论基本一致(魏刚,2000;李增泉,2000)。然而,我们用 2002 年年度数据进行分析却发现上市公司高管薪酬与公司业绩(净资产收益率)之间存在一定的相关性,虽然相关性较弱,但是通过了 5%水平的显著性检验。这表明,尽管上市公司高管人员总体收入水平偏低,但公司业绩好坏对其货币收入的约束性在一定程度上开始建立起来。这对于上市公司薪酬激励机制的改革有重要的意义。

表 2 我国上市公司董事及高管人员 2002 年薪酬统计

	董事高管 2002 年人均薪酬(元)	董事 2002 年人均薪酬(元)	高管 2002 年人均薪酬(元)
统计样本数	1177	1177	1177
均值	120324.4027	115012.6610	125636.1147
中值	86667.0000	81033.0000	86467.0000
最小值	3850.00	3533.00	3559.00
最大值	1600000.00	1600000.00	1600000.00
标准差	3550.9262	3808.5419	3761.0166

图 5 我国上市公司董事及高管人员人均年度薪酬分布图(2002 年)



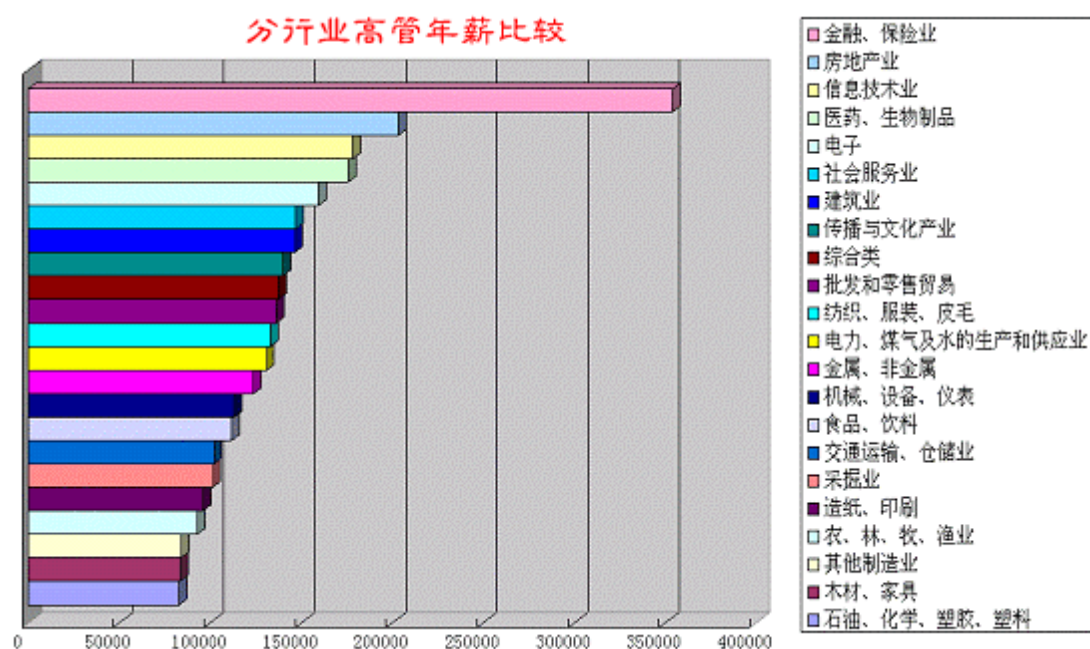
资料来源：上市公司 2002 年年度报告

（2）我国上市公司高管人员薪酬存在较明显的行业和地区差异

我国上市公司高管人员薪酬的行业差别和地区差别都非常明显。分行业来看，高管薪酬最高的三个行业是金融保险业、房地产业和信息技术业，最低的行业是石油、化学、塑胶和塑料业、木材、家具业和其他制造业。这表明，上市公司高管人员的薪酬收入与行业景气度密切相关。收入高的行业都是较为景气的行业，而传统制造业内的高管人员收入较低。

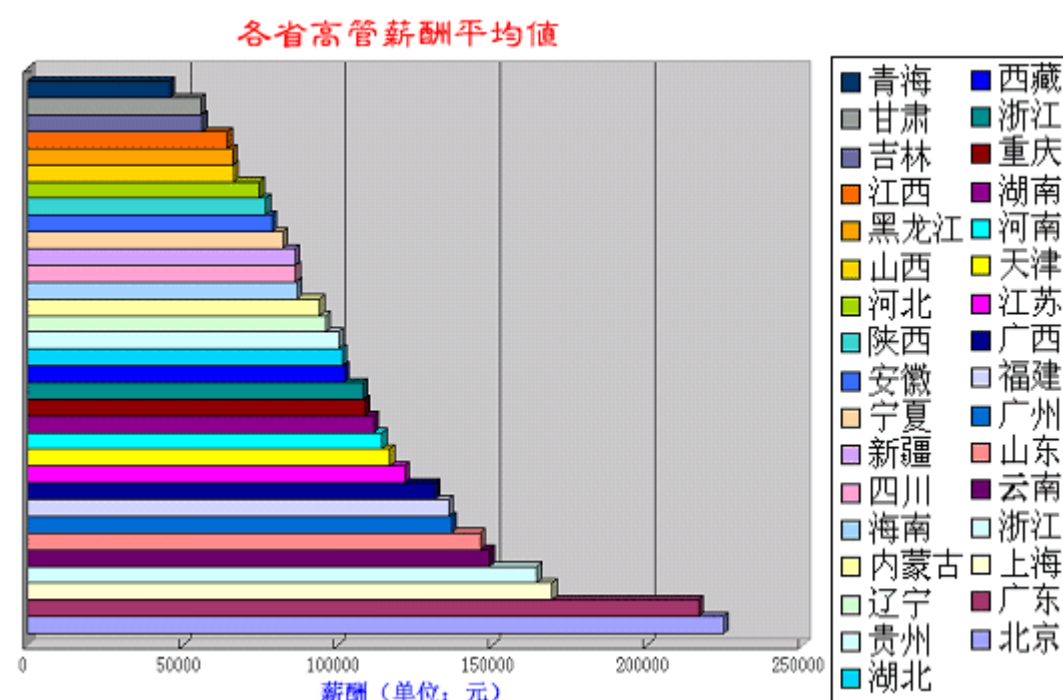
从地区来看，高管薪酬最高的三个地区是北京、广东和上海，最低的地区是青海、甘肃和吉林，多数中西部地区和内陆省份次序亦排在后面。东南沿海发达地区的上市公司高管人员薪酬收入较高，而西部地区较低。这一特点与我国地区经济发展水平不平衡相适应，具有其合理性。

图 6 上市公司高管人员 2002 年年度薪酬分行业比较



资料来源：上市公司 2002 年年度报告

图 7 上市公司高管人员 2002 年年度薪酬分地区比较



资料来源：上市公司 2002 年年度报告

（3）我国上市公司薪酬结构不合理，形式单一，缺乏长期激励机制

从国际经验来看，上市公司高管人员的薪酬激励机制在过去二十年里发生了

巨大的变化,由过去工资奖金为主的激励机制变为以货币薪酬和股权报酬相结合的激励机制。1985 年以前,美国主要公司 CEO 的薪酬全部来自于工资与奖金,但从 1985 年开始,股权报酬占总薪酬的比重快速提高,2000 年,股权报酬占美国主要公司 CEO 总薪酬的比重已经高达 63%。

从我国上市公司薪酬结构来看,与美国薪酬结构有着巨大的差距。绝大多数上市公司没有设立股权激励计划。即使就董事高管持有公司股份而言,规模也很小。

我国上市公司高管人员持有公司股权的历史可以以 1998 年为分割点划分为两个阶段。1998 年以前,社会募集公司可以从股票公开发行额度中拿出 10%,共公司职工认购,形成公司职工股。公司职工股在公司普通股上市 6 个月后可以上市流通。一般情况下,公司职工股抛售即可获得较大收益,成为上市公司给与职工的短期福利。由于在执行过程中出现了各种各样的问题,1998 年 11 月 25 日,中国证监会作出决定,取消了公司职工股。因此,1998 年 11 月 25 日以前上市的公司,高管人员通过内部职工股的形式获得了一些股票,其中一些仍然持有。这之后,尽管法律上允许公司高管人员持有一定公司股票,但实际购买公司股票的高管人员几乎没有。公司董事和高管持有股份主要是公司创业者持有的巨额股权,也有很少一部分通过奖励方式授予高管的股票。

在我们的样本中,董事和高管持有公司股票的上市公司总数为 794 家,约占全部样本公司(1177 家)的 67.4%。其中平均年每家公司全部董事高管持有股份为 399497 股,持股市值为 4598937 元。考虑到样本中一些民营性质上市公司董事持有公司巨额股份,事实上我国上市公司董事和高管持有的股权是非常有限的。

薪酬结构的不合理、股权激励形式的缺失,导致上市公司高管人员缺乏有效的长期激励机制,严重制约了我国上市公司的长期持续发展。

2. 我国上市公司高管股权激励的主要形式

鉴于我国上市公司缺乏高管股权激励机制带来的种种不利因素,如何建立有效的上市公司高管股权激励制度一直是近年来证券市场上的一个热门话题。尽管受到种种因素的制约,一些上市公司还是在这方面作出了有益的探索,形成了一些较好的激励模式。主要的形式有以下几种类型:

（1）股票增值权和虚拟股票

在我国目前的法律和政策环境下，上市公司实施股票期权激励计划尚不可行。股票增值权既可以不受我国现行法律法规的限制，又可以实现股票期权一定的激励功能，具有较强的可操作性。我国上市公司推出股票增值权奖励计划的主要有上海贝岭、中国石化、深高速、三毛派神等，其中上海贝岭股票增值权的运作较为成熟。

上海贝岭股份有限公司是由上海仪电控股（集团）公司和上海贝尔有限公司共同投资组建，并于 1998 年改制上市。贝岭公司主要从事通讯、多媒体信息系统集成电路的设计、制造、销售与技术服务。公司现有员工中约有 50% 以上为各类技术人员。由于上海贝岭行业的特殊性，管理人员和技术骨干对长期激励计划有较强烈的需求。1999 年 7 月上海贝岭推出了模拟股票期权计划。

上海贝岭模拟股票期权只能采用内部结算的办法进行操作，其主要内容为：

- 1、首先确定用于模拟股票期权的资金额度，资金来源于积存的奖励基金；
- 2、分配期权时，充分考虑到对主要技术人员和技术骨干的激励作用，重点向这类人员进行倾斜，在获得模拟股票期权的人员中，占总数 20% 的科技人员获得了总额度的 80%，其余人员则获得剩余的 20%；
- 3、期权授予时，通过一定程序的考核，最终确定每一位有权获得模拟股票期权的人员的具体数额。
- 4、公司与每一位参与者签订合约，合约中约定了模拟股票期权的数量、兑现时间表、兑现条件等，以明确双方的权利义务；
- 5、模拟股票期权以上海贝岭股票的股数计量，并以签约时的市场实际价格按一定的比例折扣作为基准价格；期权兑现时也以股数计量，并以兑现时的实际市场价格结算，差价部分为员工实际所得，公司代为缴纳所得税；
- 6、这种方法的实施，促使公司员工将个人奋斗目标和公司发展紧密结合，同时辅助以其他形式的薪酬和奖励形式，形成了一套比较全面的激励制度和薪酬体系。

上海贝岭模拟股票期权计划存在的主要问题是：这种激励方式是一种奖金的延期支付，而不是真正的股票期权。由于公司是将此计划时作为一种尝试和创新，故每个人所能分配的数量相对较少，激励效果不强；该计划着重倾向于技术人员，对高层管理人员的长期激励考虑较少，未能充分考虑到高管人员的激励需要；同时，由于该计划实施过程中公司实际不持有股票，如果二级市场的波动幅度加大，

将会承担很大的市场风险和发生兑付危机，长期执行也缺乏相应的资金支持，财务处理上比较复杂。

中国石化实施的股票增值期权计划是一种跟踪 H 股股价的股票增值权。根据该计划，获得授予股票增值期权的高管人员，当中国石化的股票价格超过行权价格时，获得相应现金的权力。股票增值权以股为单位，每股代表发行於香港联合交易所挂牌的一 H 股。行使价为期权当天的市场价而定。在获得股票增值权的人员中，授予个人数量最高与最低的比例为 2.73：1。股票增值权的数量可根据授予人员的关键业绩指标完成情况进行调整。按照此计划，每期股票增值期权的有效期为五年。被授予人自授予之日起二年内不得行权。自授予之日起的第三、四和五年中，行权的比例累计分别不得超过授予该被授予人的总股票增值期权的 30%、70%和 100%。

深高速的模拟股票期权授予范围是公司董事和中高级管理人员（部门经理以上级别），2001 年开始实施。模拟股票期权的价格以香港 H 股价格和国内 A 股价格综合计算（以反映香港国际市场的 H 股价格为主，占 60% 比重，以中国证券市场的 A 股为辅，占 40% 比重）。2001 年度，公司共授予董事和中高级管理人员共 18405000 股的数量，在授权后的第一年内即 2001 / 2002 年度内不得行使，而在第二年度即 2002 / 2003 年度可行使的期权数量为 4601250 股。截至 2002 年 12 月 31 日，已有 27 人行权，行权股数为 2827800 股，现金支出累计为人民币 3289461 元。

深高速对模拟股票期权制度在行使的时间等方面做出了详细限制，并规定了不得行使的情况，即：1、期权的授予价格为授予日前 5 个交易日公司流通股票在交易市场的收市价平均值的 90%；2、期权的行权价格为被授予人提出书面申请之日后第 6 个交易日起的 5 个交易日内公司流通股票在交易市场的收市价平均值；3、承权人行使期权时，公司将计算行权价格与授权价格的差价乘以行权的股票数量，扣除所得税后由公司支付现金给承权人；4、计算期权价格时，取 H 股价格和 A 股价格的代数和，而且行权价格与授权价格之差最高不超过人民币 1.5 元 / 股，期权每推后一年行使，行权价格与授权价格的最高限制额增加 15%；5、公司管理人员的行权时间限定为年报、中报、季报公布之后的第 3 个交易日开始的 2 个月时间之内提出行权申请。若公司年度或中期公布的盈利倒

退 20% 以上，当年可行使的期权不得行使，前几年未行使的期权可以在当年行使。

三毛派神 2001 年 1 月董事会决定建立长期激励机制，实行股票增值权激励方案。上市公司授予激励对象一定数量的股票增值权，每一股增值权的价值为年底和年初公司每股净资产的差值，用奖励基金方式分年度发放资金，并每年留取部分作为风险准备金。方案激励对象为公司董事、高管人员、技术骨干等。以公司净资产增值为评定指标，股权从股票增值基金中发放。增值权持有人分四步对其增值权行权。第一年兑现 20%，第二年、第三年各兑现 30%，剩余 20% 作为风险抵押金，在员工离职时兑现。但这套方案至今还没有进入实际操作阶段。

股票增值权把公司高管人员的长期收入与公司股价挂钩，其实是一种变相的股票期权制度。这种股权激励模式简单易行，也不会触及各种法律和制度障碍。但是，股票增值权模式对上市公司的现金压力比较大，尤其是在公司股票二级市场价格上涨幅度巨大时，将会给上市公司带来巨大的现金压力。

（2）业绩股票激励计划（延期支付计划）

上市公司的业绩股票激励计划通常具有延期支付的性质，在我国上市公司中运用较多。实行业绩股票激励计划的上市公司较多，主要有：三木集团、中远发展、天大天财、上海家化、长源电力、电广传媒、亚泰股份、广州控股、武汉中商、武汉中百、鄂武商、金陵股份、自仪股份、飞乐股份、飞乐音响、天津泰达、福地科技、伊利股份、金丰投资、武汉石油、东阿阿胶、宝信软件等。这些激励计划的主要内容如下表。

表 3 我国上市公司实施的业绩股票激励计划一览表

上市公司	主要适用对象	主要内容
三木集团	总经理，财务负责人，董秘	将公司年利润的 5% 作为浮动报酬，其中 70% 购买流通股并锁定
中远发展	高管	计提奖励基金在公司股票增发过程中实现认购持股
天大天财	高管人员及技术业务骨干	1999 年度股东大会通过了股权激励计划，决定从每年的税后利润中提取 8% 作为激励基金，以激励公司技术、业务、管理骨干和优秀员工。公司在 1999 年度和 2000 年度实现业绩目标的前提下兑现了业绩股票计划，分别从当期的税后利润中提取了相应的激励基金，并按计划予以分配。
上海家化	高管	从增量利润中计提奖励基金，认购法人股和流通股
长源电力	董事，监事，高管，	公司薪酬与考核委员会以审议年度报告的董事会会议

	全资和控股子公司负责人	前一周 5 个交易日内的市场价格,分别在授予对象开立的个人专用帐户中从股票二级市场购得公司股票,作为实施股票期权的股票来源,薪酬与考核委员会购入股票后,将与期权授予人签订协议,就股票期权授予额度、行权价格、行权方式、股票托管、行权时间表、冻结期、不可转让性及股票期权持有人终止服务时如何行权作出详细规定。
电广传媒	副总经理以上高管	设立奖励基金购买股票锁定
亚泰集团	中高级经营管理人员及对公司有特殊贡献的员工和技术骨干	股票认股权计划,通过提取激励基金的方式实现。由于股权激励方案涉及国有股被用于个人激励,没有相关法规和先例,财政部对该方案中尚未行权的国家股认股权部分紧急叫停,社会流通股的部分仍继续实施。后因企业业绩滑坡停止实施。
广州控股	董事,监事和对经营管理有贡献的管理人员	从管理费用中提取 1500 万作为奖励基金,在获奖 3 个月内全部用于购买该公司股票
武汉中商	董事会,总经理	风险收入的 70%按年报公布后一个月股票平均市价购买股票,由国资公司负责监官
武汉中百	同上	同上
鄂武商	同上	同上
金陵股份	同上	根据授予对象的特殊收入和奖励,根据当日前 6 个月市场价确定奖励股票数量,股票由集团事先择机买入
自仪股份	同上	同上
飞乐股份	同上	同上
飞乐音响	同上	同上
泰达股份	高管人员	1998 年推出《激励机制实施细则》。根据该实施细则,泰达股份将在每年年度财务报告公布后,根据年度业绩考核结果对有关人员实施奖罚。当考核合格时,公司将提取年度净利润的 2%作为对公司董事会成员、高层管理人员及有重大贡献的业务骨干的激励基金,基金只能用于为激励对象购买泰达股份的流通股票并作相应冻结;达不到考核标准的要给予相应的处罚,并要求受罚人员以现金在 6 个月之内清偿处罚资金。奖惩由公司监事、财务顾问、法律顾问组成的激励管理委员会负责。
伊利股份	公司公司高管	提取长期激励基金,设立启元投资公司作为持股载体进行股权激励
金丰投资	董事,监事和高级管理人员	提取年度奖金的一半购买公司股票
福地科技	高管人员	1999 年股权激励方案及奖励基金的分配方法:对董事、监事及高管人员进行奖励,奖励以年度计一次性奖励,按经会计师审计的税后利润在提取法定公积金及公益金后按 1.5%的比例提取,其中所提取金额的 70%奖励董事及高级管理人员,30%奖励监事。其中奖金的 80%用于购买福地科技股票,20%为现金发放。

武汉石油	董事长，副董事长	奖励等值的武汉石油股票
东阿阿胶	高管人员	在净利润年增长 10%、且实现公司预订业绩目标的前提下，从每年度税后利润中提取 5%作为有关人员的激励基金。激励基金中的 80%要在六个月内转化成公司的股票，剩余 20%视作备罚金
宝信软件	公司核心骨干人员	制定“双十方案”，按照当年的业绩表现核算一定的股权累积金对公司核心骨干人员实施延期支付激励制度。“双十方案”是指公司业绩的目标下限为剔除非经常性因素的影响后净资产收益率达到 10% ,股权累积金比例的上限为当年利润的 10% ,该方案的授予对象为公司骨干人员，延期时限为 3 年。

参考文献：上海荣正投资咨询有限公司，《中国企业家价值报告（2003）》

目前，业绩股票激励计划是我国上市公司采用得最多的一种股权激励方式。这种方式通常显著地增加了公司高管人员的薪酬水平，但是增加的奖励基金大部分通常被要求用于购买股票并在一定期限内予以锁定。这样的方式一方面增强了公司高管的薪酬激励，更重要的是将高管能够实现的报酬水平与公司股票价格水平联系起来，从而对公司高管形成了长期性的激励。在股票的来源方面，一些公司曾经计划用奖励基金购买国有股，但受制于我国国有股管理体制和转让政策，都没有实现。还有一些公司曾经用奖励基金购买法人股，但随着法人股场外转让市场受到严格限制，这一方式也失去了可操作性。在这样的情况下，对于上市公司而言，唯一可行的只有购买二级市场流通股。用高管人员的奖励基金购买二级市场流通股，并锁定股票的转让，虽然可以达到延期支付和股权激励的目的，但二级市场价格走势对这种方案的成败影响很大。在我国股票市场定价机制存在一定问题、股价波动性大的市场环境下，这样的股权激励模式存在一定的局限性。但随着我国股票市场逐步走向成熟，市场定价机制逐步完善，业绩股票奖励计划将会得到更多的运用。

（3）其他形式

除了以上两种主要的股权激励类型外，还有一些上市公司采用其他一些形式的股权激励方案，主要有针对全体员工的员工持股计划、对下属子公司的股权激励计划、公司高管收购、高管人员直接持有发起人股份或非流通股等形式。

一些上市公司针对全体员工或者业务骨干，推出了涉及面广泛的员工持股计划。例如，东大阿派的全体职工通过职工持股会，持有东大阿派的控股股东东方软件的股份，从而间接地实现了全体职工对上市公司的员工持股。再如，新天国

际的控股股东将持有的部分上市公司国有法人股转让给新天国际的员工持股机构，从而实现了新天国际的员工持股计划。其他实施类似员工持股计划的上市公司还有：实达电脑，深鸿基，上海金陵，东方通信，春兰股份，丽珠集团，望春花，辽宁成大，强生股份，中兴通讯，张江高科，等等。

一些上市公司在直接对上市公司实施股权激励存在困难的情况下，选择下属子公司作为对高管或骨干职工进行股权激励的目标。例如，浙江凤凰将一子公司改制，引进了高管持股计划，对子公司的公司高管进行股权激励。其他实施类似激励计划的上市公司还有：方正科技，清华同方，清华紫光，江苏悦达，江苏吴中，英豪科技，等等。

在竞争性较强的行业内，一些上市公司高层管理人员直接推出了公司管理层收购计划，以实现公司管理层对上市公司的股权控制。先后推出公司管理层收购计划的上市公司有：大众交通，大众科创，粤美的，深方大，宇通客车，钱江生化，胜利股份，洞庭水殖，佛塑股份，宁波富邦，全兴股份，鄂尔多斯，维科精华，永鼎光缆，红豆股份，深天地，等等。此外，在一些民营性质的上市公司中，一些高管人员和技术骨干直接持有大量发起人股份或非流通股。这些公司包括：浙大海纳，隆平科技，中软股份，天通股份，航天晨光，民丰特纸，科苑集团，黑牡丹等。

3. 我国上市公司高管股权激励在实施中遇到的法律障碍

很显然，我国上市公司高管薪酬现状决定了有必要推行高管股权激励，而且许多上市公司也已经认识到这种必要性，上市公司高管人员也产生了对股权激励的强烈需求。然而，从前面介绍的我国上市公司股权激励计划现行的主要形式来看，我国上市公司在推行高管人员股权激励方面还处于初步的探索之中。尽管有了较为丰富的激励形式和各种方案，但真正得到有效实施的并不多，很多方案制定后根本没有实施过，涉及的股票数量也非常有限，股权激励的作用没有充分得到发挥。

导致我国上市公司推行高管人员股权激励的主要障碍来自于我国的法律规定，主要是《公司法》和《证券法》的有关规定。具体地分析，主要存在以下几个方面的法律障碍：

（1）我国《公司法》实行实收资本制

在公司注册和登记方面，中国《公司法》采取“实收资本制”原则，《公司法》第七十八条规定“股份有限公司的注册资本为在公司机关登记的实收资本总额”，即在股份有限公司的设立过程中，发行的股份必须被全部认缴，而且必须被全部缴足。这样，公司无法在发行新股时预留一部分，通过授予高管人员股票期权或者其他形式的认股权，待高管人员行权后再转化为实收资本。实收资本制基本上封死了我国上市公司推行真正股票期权激励计划的空间，使得上市公司无法通过正常的形式预留股份，获得实施股票期权必不可少是股票来源，那些希望推行股权激励计划的公司只能借用股票增值权等变通方式来实现对高管人员的股权激励。除非我国修改《公司法》，将实收资本制改为授权资本制，否则股票期权式的股权激励制度在中国难以得到发展。

（2）我国《公司法》禁止库存股制度

从美国股权激励的实践来看，所需股票主要来源于两种渠道：通过库存股票帐户回购股票，或者发行新股。其中前者简便易行，占据了主导地位。所谓库存股制度指的是一个公司将自己发行的股票从二级市场上购回库存起来，这些股票不再有股东持有，属于已经发行但不流通在外的股票。公司将回购的股票存入库存股票帐户，根据股票期权或者其他股权激励机制的需要，在未来特定时刻出售给相关人员。

我国《公司法》禁止库存股制度。《公司法》第一百四十九条规定：“公司不得收购本公司的股票，但为减少公司资本而注销股份或者与持有本公司股票的其他公司合并时除外。公司依照前款规定收购本公司的股票后，必须在十日内注销该部分股份，依照法律、行政法规办理变更登记，并公告。公司不得接受本公司的股票作为抵押权的标的。”这样一来，无论采取何种股权激励模式，上市公司都不可能通过简便易行的库存股方式获得激励所需股票。由于上市公司不能回购自身股票用于股权激励，一些上市公司的大股东出面购买上市公司流通股用于上市公司高管人员的股权激励（如金陵股份、自仪股份、飞乐股份、飞乐音响的大股东仪电集团），也有一些上市公司通过另外组建持股机构来购买公司股票用于股权激励（如伊利股份设立启元投资公司作为持股载体）。但前一种方式需要得到大股东的积极配合，后一种方式也只能是现行体制下的权宜之计。

（3）我国的新股发行制度限制了通过新股发行获得股权激励所需股票

如果上市公司不能通过回购股票获得股权激励所需的股票，理论上应该可以通过发行新股获得相关股票。然而，我国上市公司在增发新股时需要经过较为复杂而漫长的审批程序，不仅需要较长的时间，而且获得批准的难度较大。对于股票期权激励方式而言，在我国现行工商登记注册制度和信息披露制度下，即使获得中国证监会的批准发行新股行权，持权人行权也将受到极大的时间制约，持权人将失去自由行权的权利。同时，由于我国新股发行实行的是向所有投资者公开发售或者二级市场投资者根据持有市值配售的制度，即使上市公司获准发行新股，也不能保证高管人员一定可以获得股票。如果定向发行新股，虽然可以解决这一问题，但获得中国证监会批准的可能性更小。所以总的来看，我国的股票发行制度实际上使得通过新股发行获得股权激励所需股票是不可能的。

（4）我国《公司法》和《证券法》限制高管人员出售股票

高管人员通过各种类型的股权激励计划获得公司股票或者股票认购权后，只有通过出售股票才能实现股权激励的真实价值。在美国，高管人员可以在公司有重要信息披露的窗口期以外的任何时间，选择任何价位出售所获股票。然而，我国《公司法》第一百四十七条规定：“发起人持有的本公司股份，自公司成立之日起三年内不得转让。公司董事、监事、经理应当向公司申报所持有的本公司的股份，并在任职期间内不得转让。”我国《证券法》第六十八到七十条的有关条款也规定高管人员不得买入或卖出本公司股票。这样一来，高管人员通过股权激励计划获得的公司股票，在任职期间根本无法得以实现应有的价值。按照规定，高管人员只有在离职或者退休六个月后才能将手里持有的本公司股票出售，从而严重制约了股权激励计划对高管人员的激励效果。

除了以上法律规定方面的障碍外，股权激励制度在中国实施还面临着许多其他方面的问题和障碍，如我国股票市场有效性较差，市场投机性较强，税收法律制度对股权激励制度缺乏相应规定，会计制度不适应股权激励制度的需要，上市公司的公司治理还存在一定问题等。这些障碍制约了股权激励制度在中国的应用，不利于我国上市公司建立合理有效的高管人员薪酬激励机制。

4. 我国上市公司推行高管股权激励存在的问题

（1）公司高管短期行为

股权激励应当鼓励公司高管执行长期化战略，致力于公司的长期价值创造。

但股权的这种激励效应是以高效运作的金融市场为前提的。由于公司高管的任期有限,而公司的存续期理论上无限的,公司高管本身就有采取短期行为的动机。在金融市场运作有效的情况下,公司高管的短期行为是不会提高公司股价的。但在金融市场运作失效的时候,公司高管采取短视行为,如减少长期的研发费用,提高当期利润,操纵会计盈余,则可以欺骗市场,推高公司股价,高价套现持有的股票。这种行为即便是在成熟的市场也不例外,Enron 和 Sunbeam 公司公司高管操纵股价便是很好的案例。

中国证券市场还是新兴加转轨的市场,由于种种原因,有效性不高。第一,公司的股价不能反映股票本身的价值。对 1999-2001 年的沪深 A 股非金融类上市公司的分析表明,市场回报率是对股票投资回报率影响力最大的变量(市场回报率上升 0.01,股票年回报率平均上升 0.01);每股净收益是各业绩变量中对股票回报率影响力最大变量,但其影响力为市场回报率的 4 - 5%(每股净收益每增长 0.1 元,股票年回报率平均增长 0.023 - 0.029)(王风华,2001)。第二,股市投机性强。由于上市公司股权结构和市值结构存在缺陷,投资者结构不合理,缺乏长期投资理念,带来市值集中度低,股价易于操纵,投资者热衷短线炒作等问题,股票市场存在着较为浓厚的投机气氛。此外,由于市场交易机制存在缺陷,缺乏卖空机制和股指期货等风险对冲工具,使得我国的股市是一个事实上的单边市场,投资者只有在股票价格上涨时才能最终实现其利润,导致我国股票价格相对其价值偏高。

在一个投机性强,价值高估的市场,给操纵股价提供了更多的空间,公司高管的股权激励容易使公司高管行为短期化,推高短期股价。

(2) 激励成本高

公司授予股权的“成本”和“价值”是不一样的。以股票期权为例。股票期权的成本可以理解为授予股票期权的经济成本,也即同样条款股票期权在金融市场上自由交易的公平价,外部投资者愿意支付的费用或价格。具体的计算方法可用 Black - Sholes 公式或二叉树模型。股票期权的价值指的是股票期权对公司高管的价值。

授予期权对公司的成本要大于它对公司高管的价值。Black - Sholes 衍生产品定价公式的最基本的假设是“风险中性”(Risk Neutrality),也即投资者能自

由买卖证券和卖空，构造一个无风险的资产组合。但这个假设对于公司高管是不适合的。第一，在法律上，公司高管通常不能自由买卖授予的股票期权，也不能卖空公司股票进行套期保值（否则与股权激励的初衷相违背）。第二，外部投资者的资产通常是高度分散的，但公司高管强制持有公司大量股票，资产分散程度不高。

对于风险厌恶的公司高管而言，由于资产不能分散和套期保值，用标准期权定价方法计算他们获得期权的价值是不恰当的。公司高管要求补偿期权不能流通和分散的风险溢价，会给 Black - Sholes 公式计算出来的价值打一个折扣。假设公司高管薪酬采取两种形式：1. 现金或分散化的股票组合；2. 同等价值的不能流通的没有分散的股票期权，公司高管显然地会选择后者。如果不存在风险溢价，期权对公司的成本等于它对公司高管的价值，公司高管的薪酬可以完全以期权的形式支付。

Hall 和 Murphy（2000，2002）通过计算发现，公司高管对股票期权的估价只有股票期权对公司成本的一半。

可用期权价值和成本之比（ V/C ）作为期权一个效率指标，若该指标越高，说明期权激励效率高，成本低；该指标越低，期权激励效率越低，成本越高。影响该指标的部分因素包括：

- 1，资产分散化程度：分散化程度越高， V/C 越高；
- 2，风险厌恶程度：风险厌恶度越高， V/C 越低；
- 3，股票的波动程度：波动率越高， V/C 越低。

在我国，金融市场同国外成熟市场相比，投资渠道比较少，对公司高管买卖股票有严格限制，资产分散程度不高。同时，由于新兴市场的特征，股票波动性较高，因此股票期权激励的成本较大。

（3）激励力度有限

股权激励的力度和公司的内部运作密切相关。我国上市公司治理机制还不健全，关键人控制现象严重。虽然公司高管名义收入水平不高，但隐性控制权收益相对较高，往往存在着经理人转移股东财富，损害股东利益现象。在种公司运作不规范的情况下，即使授予公司高管部分股权，公司高级管理人员仍然有动力去损害公司的利益，例如增加自己的在职消费，获取额外的个人好处，甚至将公司

的财产和收益据为己有。因为获得的这些利益对其个人而言是百分之百，而他在公司拥有的股权比例并非百分之百。正是这种百分之百和非百分之百之差别，使得一些大股东（包括私营企业性质的股东）在公司的关联交易中严重地损害公司的整体利益和其他股东的利益。

三、我国上市公司高管股权激励相关制度建设

良好的股权激励安排依赖于完善的制度与政策保障。与股权激励相关的制度设计涵盖很多方面，如董事会、公司控制权市场、经理层市场、产品市场、法律等等。对这些相关配套制度进行详尽系统的分析，已超出本文的范围，也不易突出文章的重点。本文仅讨论和股权激励最直接相关的部分制度安排：薪酬委员会、股权激励的会计和信息披露。

1.薪酬委员会制度

（1）薪酬委员会构成

从美国的经验来看，大多数公司都由董事会下属的薪酬委员会制定。薪酬委员会通常由 2 名以上的外部或独立董事组成。一些薪酬委员会在制定薪酬的过程中也聘请薪酬顾问（Compensation Consultant），获得相关薪酬信息，发挥专家特长。

关于薪酬委员会的构成一直是有争论的。主导的观点强调独立董事在薪酬制定过程中的作用。Fama 和 Jensen 认为，独立董事爱惜自己的声誉，努力树立“决策专家”、“维护股东利益”的形象，因为这是他们的核心资产。反对公司高管的过高薪酬，一方面可以增加公司价值，提高自己手中的股权价值，另一方面，在独立董事市场上树立了自己的良好形象。Williamson（1985）指出，如果没有独立的薪酬委员会，公司高管会左手写自己的薪酬合同，右手在合同上签字。例如，Comdisco 公司的首席执行官同时也是薪酬委员会成员，在 1986-1988 年间获得 300 万美元的工资，却没有任何股权激励报酬。

另一派理论观点认为，薪酬委员会中有内部董事并不一定会损害股东利益。公司存在的目的是减少生产的交易费用（Coase，1937），薪酬委员会中的内部董事有助于减少合同费用，提高组织效率。内部董事更了解公司的文化和运作，首席执行官在薪酬委员会中兼职更能强化对其他高管人员薪酬的监督力度，设计

出的薪酬激励更符合股东利益。

从实证研究结果来看，关于薪酬委员会结构和薪酬的研究没有统一的结论。Newman 和 Mozes (1997) 对 161 家公司分析发现，当薪酬董事会有至少 1 名“内部董事”时，首席执行官的薪酬显著提高，薪酬和业绩的关联性也明显较低。Anderson (2000) 的对纽约证券交易所上市公司研究发现，关于薪酬委员会构成的规定并不一定能降低薪酬的水平和提高激励的效率。

从实践发展来看，过去 10 年中，美国薪酬委员会的独立董事比例越来越大，独立性日益提高，这表明薪酬委员会独立的观点在投资者和监管层中得到响应，具体来说体现在以下三个方面。第一，随着全球公司治理浪潮的兴起，机构投资者要求提高薪酬委员会独立性的呼声越来越高。第二，新的税法鼓励采取由独立董事组成的薪酬委员会。1994 年的税法规定，公司前 5 名公司高管薪酬中超过 100 万美元部分应被视为“不合理”，不应作为薪酬费用抵税。但是如果超过 100 万美元这部分，是期权，或者是与绩效挂钩的薪酬，并由独立董事组成的薪酬委员会所批准，也可以合法避税。第三，在出现法律诉讼的情况下，由独立董事组成的薪酬委员会所批准的薪酬计划，更容易辩护。

(2) 薪酬委员会的作用

关于薪酬委员会的作用，理论界也存在很大争议。Murphy 认为，尽管公司高管对薪酬委员会有一定的影响，但薪酬委员会中的独立董事大都尽职尽责，在制定合理公司高管薪酬方面发挥了积极作用。即使由于利益冲突所引起的效率损失，在股东眼里也是微不足道的。

Bebchuk 等人认为，现在薪酬委员会的运作机制并不完善，董事会本身存在代理问题，董事会缺乏足够的信息和动力监督公司高管薪酬，薪酬委员会和薪酬顾问都沦为公司高管寻租的工具。

第一，董事会本身也存在代理问题

一个公司内部有多层代理关系：股东与董事会，董事会 / 股东与公司高管，公司高管与员工。董事会行为本身也存在代理问题，公司高管对董事会有过度的影响力。

公司高管影响董事的聘任。公司高管对薪酬的影响，始于对薪酬委员会董事的选择。通常，首席执行官主导了董事的提名过程。大多数董事会都有一个提

名委员会，首席执行官通常是这个委员会的一员。1998 年一份调查表明，标准普尔 1500 家公司中只有 27% 的公司有独立的提名委员会。即使首席执行官不在提名委员会任职，他对董事提名过程还是有很大影响力。首席执行官可以运用手中的权力和影响，选择那些迎合自己的薪酬委员会董事。董事都希望连任。除了高薪之外，董事身份还提供声望，有利于建立良好的商业和社交网络。

董事会运作机制利于公司高管控制董事会。

A “支持或解聘”模型

大多数董事认为，董事会的传统作用是把握全局，战略指导；董事的主要职责是监督首席执行官的表现，在必要的时候，解除其职务，并聘用新的人选。除此之外，董事应支持首席执行官。总体上，董事会的运作以礼让为先，不对抗首席执行官。虽然制定薪酬也是董事会的一项责任，但审查和监督首席执行官或薪酬顾问提供的薪酬方案，是与传统的“支持或解聘”董事会模型相违背的。独立董事是不愿质疑首席执行官薪酬的。

B “集团压力”效应

研究表明，公司董事会和公司高管之间存在所谓的“集团压力”效应，即集团内部的成员会感受到彼此的压力，相互勾结，结果是以损害集团外部人利益为代价的。这里的集团外部人便是股东，在公司高管和董事会之间，关于薪酬的问题上，则是“投桃报李”，“礼尚往来”。研究发现，当薪酬委员会主席是在首席执行官上任后任命的，会给首席执行官更高的报酬；首席执行官的收入越高，在薪酬委员会任职的外部董事薪酬也越高。

C “官官相护”效应

据 1998 年的一份调查，美国公司薪酬委员会中 25% 的委员都是首席执行官，一些首席执行官在几家薪酬委员会中任职。研究表明，薪酬委员会中任职的外部首席执行官的收入越高，公司首席执行官的收入也越高。在首席执行官薪酬制定过程中，存在“官官相护”效应。在薪酬委员会中任职的外部首席执行官提高在任首席执行官的薪酬，相当于提高了整体首席执行官的收入水平，变相地增加了为提高自己薪酬水平提供了借口。

第二，董事激励不足

独立董事监督首席执行官薪酬的收益和成本不成正比，动力不足。此外，

董事会也缺乏必要的独立的信息来有效地质疑公司高管薪酬。

A 经济收益

独立董事薪酬中的股权比例一直在上升，如在 1997 年，标准普尔 500 家公司中的 81% 给予了独立董事股票或期权。但总体上看，独立董事持有的股票数量还是很有限，严格监督公司高管薪酬，降低公司成本，增加股东价值给独立董事带来的经济利益微不足道。

B 经济成本

对独立董事而言，减少首席执行官的薪酬说带来的利益是很小的，但由此产生的成本或代价却非常巨大。首先，首席执行官可能动用手中权力，开除不合作的独立董事。第二，在经理层市场中，落得“不与首席执行官合作”的名声，其他公司的首席执行官也不愿聘用。第三，如果独立董事本身也是其他公司的首席执行官，这也会影响自己的薪酬。

C 董事市场

独立董事不太会因维护自己在董事或经理层市场的形象，而减少公司高管的薪酬。其一，董事会规模都较大，各个董事职责分散，市场不能确定是哪一个董事“主持正义”，因此向市场发出的信号是不清晰的。其二，就评判个人能力标准而言，董事和经理层市场更注重管理才能和公司业绩，而不太重视作为独立董事的作用。其三，许多独立董事并不太在乎“决策专家”的声誉，而更看重保住目前的职位，不愿对抗公司高管。

D 信息不对称

首席执行官，通过人力资源部，控制了大部分薪酬委员会所需的信息。在独立的薪酬顾问向薪酬委员会提供数据的情况下，公司高管也可通过聘用薪酬顾问权力，影响薪酬顾问向薪酬委员会提供信息的权力。由于时间和信息有限，独立董事通常都依靠公司高管或薪酬顾问所提供的信息¹。

第三，薪酬顾问不独立

薪酬顾问有强烈的动力，利用手中的权力为公司高管谋利。即使公司高管没有直接选择薪酬顾问，公司高管对薪酬顾问也有很大影响力，因为公司高管控制人力资源部，人力资源部通常又负责聘用薪酬顾问。薪酬顾问提供不利公司高

¹见 Baker, Jensen 和 Murphy, 1988 ; Core , Holthausen 和 Larcker , 1999。

管的建议自然会影响他们下次被聘用的机会。此外，公司高管薪酬顾问的咨询公司通常和聘用公司有其他业务往来，进一步扭曲了薪酬顾问的激励机制，加剧了利益冲突。

为迎合公司高管心意，薪酬顾问可以有选择地提供数据，以合法化公司高管高收入水平。例如，当公司经营状况好时，薪酬顾问可以提出薪酬应与绩效挂钩，要高于行业平均水平，更要超过同类绩差公司公司高管的收入。当公司经营状况不佳时，薪酬顾问则不用业绩指标，转而采取和同行业公司经营水平相比，提出公司高管要有更高的薪酬，以反映目前行业水平（Gillian，2001）。

根据薪酬顾问收集和整理的“相关”比较数据，董事会通常将公司高管薪酬水平定在同类公司公司高管收入水平的中位数以上。Bizjack、Lemmon 和 Naveen（2000）分析了 100 家大公司薪酬委员会的报告发现，其中 96 家公司采用同行业公司薪酬数据来决定公司高管薪酬水平，这 96 家公司中的大多数又将薪酬标准定在半数公司水平以上。薪酬委员会的“配合”和董事会的“同情”在一定程度上导致公司高管薪酬水平的“飚升”。

当董事会批准了薪酬计划后，公司便利用薪酬顾问和他们的报告，向股东说明公司高管薪酬的合理性。Wade、Porac 和 Pollack（1997）分析了标准普尔 500 家公司 1987 - 1992 年间公司薪酬，发现公司高管基本薪酬水平高，外部股东持股比重大，比较集中的公司，更倾向利用调查报告和薪酬顾问向股东说明公司高管薪酬的合理性。研究也发现，当会计收益高的时候，公司便强调会计收益，而低调处理市场收益。

（3）我国薪酬委员会制度的设计

国外关于薪酬委员会的理论探讨和实践表明，薪酬委员会运作质量和公司治理水平与董事会运作机制密切相关。薪酬委员会发挥作用的基本前提是，董事会和公司高管没有相互勾结，董事会能从股东最大化利益出发，与公司高管进行独立的谈判，达成最佳的激励的薪酬合同。在公司治理不健全的情况下，它不能发挥其应有的功能。

中国上市公司的治理结构，从表面看，已形成了“三会四权”的制衡机制，即股东大会、董事会、监事会和经理层分别行使最终控制权、经营决策权、监督权和经营指挥权。但从实践情况看，由于股权的过度集中，公众股东的高度分散，

导致董事会由大股东操纵，或由内部人控制，形同虚设，没有形成高效、独立的董事会来保证健全的经营机制，以及相应建立一套健全的经理层聘选和考核机制。

针对国外薪酬委员会问题和中国实际情况，强化我国董事会运作机制，加强我国薪酬委员会的建设尤为必要。总的说来，为防止股权激励失效，建设我国薪酬委员会的指导原则，一是真正独立，二是真正拥有制定和监督薪酬的权力。具体来说，对我国薪酬委员会设计的建议如下：

（一）增强薪酬委员会的独立性。薪酬委员会应全部由真正独立的董事组成，也就是说，除了从公司获得董事薪酬外，与公司没有其他任何关系，确保董事能独立于公司高管做出判断。

（二）强化薪酬委员会的权力，明晰薪酬委员会的职责。薪酬委员会应：
A 全权负责高管人员的薪酬事务，高管人员所有薪酬包括股权激励，以及高管人员的聘用、留任和离任合同都由薪酬委员会决定。公司的人力资源部门或其他部门可以就公司高管薪酬提出建议和意见，但不得有最终的决定权力。B 制定公司的薪酬战略。

（三）薪酬委员会在作出薪酬决定过程中，应发挥自己的独立判断，确定高管人员的合适的薪酬水平，而不应拘泥于同行业和公司历史上的薪酬水平。

（四）鼓励公司聘请薪酬顾问，发挥专家特长，但薪酬委员会应有独立聘请薪酬顾问的权力，薪酬委员会决定聘请薪酬顾问的条款以及相关费用，薪酬顾问应向薪酬委员会而不是股东负责。

（五）薪酬委员会应负责。薪酬委员会主席应发挥积极作用，确保公司薪酬政策的执行，并在股东大会上负责解释相关薪酬问题。

（六）薪酬委员会应保证在薪酬制定上投入足够的和精力，规定每年召开制定薪酬的会议次数。

（七）薪酬委员会的成员应具备制定合理的公司高管薪酬的专长。具体来说，公司在提名薪酬委员会人选时，应考虑以下几个方面：第一，候选人的背景应多元化，确保薪酬委员会的有效运作；第二，薪酬委员会的成员定期轮换，保证委员会的活力；第三，所有的成员都应有足够的金融和会计知识，能够理解股权激励工具的作用和定价，保证能有效地履行职责。

(八) 薪酬委员会的董事薪酬的相当大一部分也应采取股权报酬形式, 使薪酬委员会董事有足够的动力监督公司高管薪酬。

(九) 薪酬委员会应运用多渠道的信息决定公司高管薪酬, 而不应只依赖薪酬水平的调查和统计分析。

(十) 公司高管人员不应同时兼任董事会主席。

(十一) 建立薪酬委员会的问责机制。

2. 股权激励的会计处理

(1) 美国对股权激励的会计处理

美国对不同股权激励的会计处理是不同的。对于限制性的股票, 需要按其价值计为会计费用。对于股票期权的会计处理则相对复杂一些, 但授予的零值期权(也即执行价等于市场价的期权), 在会计上可以不产生费用。

美国财务会计标准局(FASB)的前身——美国会计准则局(Accounting Principle Board, APB), 1972年颁布了关于股票期权费用的APB25号会计意见。根据该意见, 在期权执行价和期权授予数量确定的情况下, 授予期权的会计费用等于期权授予日市场价和执行价之间的差, 也即按股权期权的内在价值确认股票期权的成本。如果在期权授予日, 市场价与执行价一样, 那就没有会计费用。此外, 对于执行价与指数挂钩的期权, 由于执行价没有马上确定, 按规定应计的会计费用要高一些。如果将执行条件与一些业绩指标挂钩, 授予的期权数量不确定, 期权的会计费用也相应会增加。

1995年, FASB颁布了会计标准FAS123, 建议公司将期权的“公平市场价值”(Fair Market Value)作为授予期权的费用, 这就是将股票期权费用化。可运用Black-Scholes定价公式或类似的股价方法计算股票期权公平市场价值。FASB也允许公司继续按APB25号会计意见报告期权费用, 但同时必须在财务报表的脚注中披露授予期权的价值。到2002年末, 只有少数公司采用了FASB的建议。到2003年上半年, 随著公司丑闻曝光, 会计问题凸现, 200多家公司主动将公司期权的公允价值作为会计费用。

许多股价下降的公司, 开始“重新定价”现有的股票期权。重新定价的方法是重新规定执行价或以更低执行价的新股票期权代替老的股票期权。1998年, FASB规定了“变化会计”(Variable Accounting), 要求重新定价期权的公司,

根据在获权期内实际调整的执行价格，调整期权的会计费用。

表 4 简要地总结了不同股权激励工具的会计处理。

表 4 美国股权激励的会计处理

股权激励工具	会计处理
股票期权	若在期权授予日，授予期权的数量和执行价都是确定的，对于零值期权而言，在授予和执行股票期权时都不在损益表中产生费用。一般来讲，对于股票期权费用的计量，公司可以选择：（1）用期权定价模式计算出来的授予日公允价值；（2）期权的内在价值（也即股价和执行价的差额）。通常，几乎所有的公司都选择内在价值法，因为根据该法，零值期权的会计费用为零。（但公司同时需在脚注中报告授予日期权公允价值，并在获权期内分摊。）
限制性股票	按授予日的公允价值在损益表中记为费用（具体是在 EBITDA 下记为薪酬费用），并在获权期内摊销。例如，股票授予日的价值为 400 万美元，获权期为 4 年，那每年的薪酬费用为 100 万美元。以后股价的变化不影响费用的变化。

注：限制性股票会计处理运用的是“固定会计”（Fixed Accounting）准则。对于期权或其他股权激励，当它们不满足一定条件时，需要运用“变化会计”（Variable Accounting），也即其价值随时间变化而变化（Marked To Market）。例如对一些与业绩挂钩的期权，其授予的股票期权数量不能预先确定，需要采取“变量会计”。

（2）对期权费用的争论

最近的美国公司会计丑闻，引发了对期权会计处理的热烈争论。争论的核心是，期权是否应计为费用。2003 年 3 月，FASB 表示正在考虑，强制要求将股票期权记为费用。FASB 的国际同行，国际会计标准局（IASB）、格林斯潘、巴菲特及众多学者都表示支持。

支持将股票期权计为费用的主要理由如下：

A 会计应反映商业成本。股票期权是支付给公司高管劳动的薪酬，是真实的经济成本，应该作为费用从公司的盈利中扣除。沃伦巴菲特对此说道：“如果股票期权不是薪酬，那它是什么？如果薪酬不是费用，那它是什么？如果费用不放在损益表中，那它又应该放在什么地方？”

B.期权费用化能提高证券定价和资本配置效率。如果当前的盈利没有反映期权的真实成本，投资者根据这个失真的盈利指标进行定价，则会得到错误的定价，损害资本的配置效率。

C.期权不费用化导致期权的滥用，薪酬和激励过度，扭曲了激励机制，摊

薄股东收益。对此，Murphy（2003）提出了期权的“观念成本”观点。该派观点认为，公司授予期权时所考虑的“观念成本”而不是真实的经济成本。当公司授予员工期权时，其经济成本是类似期权在市场流通的价值。但授予期权本身不涉及到会计费用和现金支出。此外，当员工行权时，公司通常发行新股，而期权执行价和市场价的差价则可以抵税。因此，期权表面上，看起来的观念上的成本要大大低于其经济成本。

从观念而不是经济成本出发，公司就会在广泛的范围内授予大量的期权。由于会计处理上的优惠政策，期权要比其他激励计划更受欢迎。从经济成本角度来看，期权不是吸引、留住和激励员工的有效手段，也不是有效的薪酬计划。但从观念成本来看，期权则是实现这些目标的有力措施。

期权观念成本的产生，在于公司高管在决策中重视会计上的帐面收益。以公司重新设定期权的执行价为例。公司授予期权后，随着股价的变化，重新设定期权的执行价，曾经屡见不鲜。但1998年12份后，这种做法几乎消失了。原因是美国FASB当年颁布了一项新的会计准则，期权重新定价，在会计上要产生费用。为规避会计费用，许多公司取消现存的期权，在6个月后，重新授予新的同等数量的期权。重新授予期权对厌恶风险的员工是有很大大风险的，因为6个月后的期权执行价是未知数，有可能高于原来的执行价。此外，为了使6个月后的期权执行价较低，公司公司高管在这6个月内会想方设法压低公司股价。可见，会计费用对公司高管的决策有重大影响。

另外一方面，布什政府、美国商业圆桌协会、全美最大的高科技商会、全美制造业协会、美国商会和国际雇主期权联合会等团体则强烈反对将期权费用化。反对的理由主要如下：

A. 将股票期权费用化，会导致授予股票期权的数量减少，弱化股权激励机制，不利创业精神和创新的发展，尤其是将打击高科技产业，破坏美国经济的推进器²。

B 期权的滥用并不是董事和公司高管依据“观念成本”决策，董事知道期权的真实成本，但由于公司高管的权力，而故意漠视。股票期权滥用真正的原因是董事会不能真正代表股东的利益，与公司高管保持一定距离。

² Baumol, W.J. and B.G. Malkiel, “Stock Options Keep the Economy Afloat,” The Wall Street Journal, April 4, 2002

C 金融市场是高度有效的，期权费用化和不费用化根本不重要。相关的研究表明，金融市场运作有效，投资者和市场能看透期权的“会计面纱”，充分理解期权的真实经济成本，公司的股价已反映了期权经济成本，对市场和投资者而言，期权费用化和不费用化根本不重要（Aboody，1996）。

D 公司高管的期权很难定价，在会计报表上难于反映。首先，由于公司高管资产不能分散，期权不能自由交易，Black - Scholes 定价公式是不恰当的。其次，公司高管期权包括提前执行、较长的期限以及获权期等复杂的条款，定价较难。

E.股票期权费用化可能会鼓励公司高管短视行为。期权不费用化，对期限较长的期权的补贴要大于较短的期权。期前费用化提高了期权激励的成本。公司会授予更多的期限较短的期权，鼓励了公司高管的短视行为³。

F 股票期权费用化更容易导致会计操纵。由于股票期权的费用是非现金，其估价和授予的时机都相当武断，可能导致会计处理的过程透明度不高，缺乏一致性，给公司高管提供了很大的利润操纵空间。

虽然，在会计上将期权记为费用，并不影响到公司的现金流，但辩论双方都一致认为这会导致授予的期权数量减少。

（3）中国对股权激励会计处理

股权激励的会计处理是较为关键的制度因素。由于我国还没有开始股票期权的实践，国家尚未出台相应的法律和法规。一些专家学者根据国际经验提出 4 种处理办法：将股票期权看作企业的或有事项；将股票期权划分为（股票期权授予日、行权日和到期日）三个时点进行会计处理；按内在价值法处理；按公允价值法处理，也即将股票期权费用化。

以上 4 种会计处理方法的选择实质上也可看作是否要将期权费用化，前 3 种方法都没有将期权费用化。从中国目前实际出发，我们认为中国在股票期权会计处理上应将期权费用化。理由有以下几条：

第一，有利于选择合理的股权激励结构。从对我国公司高管的股权激励来看，由于金融市场不成熟等诸多原因，股权激励应包括多种激励工具，如有限制的股票、虚拟股票、股票增值权等等，股票期权不应是唯一占主导方式。股票期

³Bolton, Patrick, Scheinkman, Jose, Xiong, Wei, (2003), “Executive Compensation and Short-Termist Behavior in Speculative Markets”, NBER, P26

权本身是成本高的股权激励工具，而且其激励效应具有一定的脆弱性，尤其是熊市时候，可能一文不值。其他股权激励方式在一些情况下，比传统期权的激励效应大。而其他股权激励方式（如股票增值权和激励性股票）都在会计上表现为费用。如果不将期权费用化，将导致期权和其他股权激励手段在会计上的不公平待遇，造成股票期权由于会计上的原因，相对于其他股权激励方式而占主导地位。扭曲激励机制。相反，如果将期权记为费用，则有利于公司根据具体情况，灵活采取不同的激励手段，提高激励效率。还有利于设计更好的薪酬计划。

第二，利于防止股票期权的滥用。由于公司治理不健全等多种原因，我国公司高管决策很大程度上根据会计帐面收益。例如，我国许多上市公司的公司高管在公司决策中，认为股权融资不用还本付息，几乎是免费的融资方式，忽略股权的真实经济成本。如果在我国期权不费用化，公司高管也将认为期权也是无成本的。在目前内部人控制比较严重的情况下，公司高管可以很轻松地使大量股票期权计划在股东大会和董事会上通过，其结果是导致股东权益被大量稀释，并扭曲了激励机制。将股票期权费用化则可使公司高管在经济决策中考虑股票期权的真实经济成本，防止股票期权被滥用，提高资源配置效率。

第三，金融市场还不成熟。我国证券市场有效性程度还不高，证券市场价格不能有效及时地反映所有相关信息。如果不将期权费用化，可能会导致证券定价效率降低。

3. 股权激励薪酬的信息披露

阳光是最好的消毒剂。强化股权激励薪酬的信息披露，增加激励方案和薪酬制定过程的透明度，向股东提供准确及时的薪酬信息，可以增强公众信任，充分发挥整个市场和投资者的监督作用，对公司高管和董事会构成强有力的约束，有效地防止公司高管在薪酬上寻租。美国纽约证券交易所总裁格拉索过度薪酬公之于众后，引起社会一片哗然，最后格拉索不得不辞职，充分显示了透明和公众监督的重要性。国外的相关研究表明，薪酬的信息披露越少，薪酬（包括股权激励）和公司的绩效的关联度也越低⁴。在我国公司治理结构还很不完善的情况下，建立和完善股权激励薪酬的信息披露制度更具有重要意义。

⁴ 见 Andjekovic, Aleksandar, Boyle, Glenn, McNoe, Warren(2000), "Public Disclosure of Executive Compensation: Do Shareholders Need to Know?"

根据我国实际情况，股权激励的信息披露制度应至少包括以下两个方面。

（1）公司高管股权激励信息披露

在公司年报中应披露公司前 5 名高管人员的薪酬（包括股权激励）情况。披露内容包括：

A.薪酬政策。公司薪酬委员会应详细描述公司薪酬政策，详细解释公司高管薪酬和股权激励的决定因素，薪酬政策与公司目标和战略之间的关系，使授予期权过程更透明，约束公司高管利用期权增加隐性收入。

B 股东收益图。以图表方式注明公司 5 年来相对于市场和行业的股东收益图以及股价的表现，以体现股权激励与绩效挂钩的精神相符。董事会同时应当对所提出的股权激励计划的定量依据给予说明。

C 公司前首席执行官前 3 年的薪酬概况。应详细列明历年来包括年度工资、奖金、长期激励机制和其他福利的构成状况，使股东了解公司高管的薪酬激励情况。在美国的薪酬信息披露中，有限制的股票的价值要加总到薪酬金额，股票期权只说明授予数量，不必加总。这种做法往往容易使大量的期权授予不引人注目，导致期权滥用。为克服此弊端，建议我国首席执行官薪酬总额中应包括股票期权的金额而不是数量。

D.上年度前 5 名高管人员授予股票期权的主要内容。包括授予给每名高管人员的股票期权的数量、行权价格、股票期权计划的期限和占上年度授予总额的比重。

E.上年度高管人员行使股票期权的累计数量，以及由此累计获得的收入；年末高管人员持有股票期权的数量以及价值。持有股票期权可按可行权部分和不可行权部分进行报告。

F.说明公司实现股票期权计划和其他股权激励的途径和手段。

G.除了说明公司高管股权激励薪酬的形式和数量以外，还需说明股权激励的对公司和股东的经济影响。例如，公司应在年报显著地方说明被股票激励所摊薄的每股收益。

H.股权激励的信息披露的语言应浅显易懂。

除了在年报中披露股权激励信息之外，公司还应在每次授予高管人员股权激励计划之时，或股权激励计划发生重大变动的时候，对股权激励计划信息进行

披露。首次授予信息披露内容要详细，包括薪酬政策、股权计划内容及其对股东的经济影响，等等。以后的授予可以相对简单。

为防止我国上市公司高管人员滥用职权，股权激励计划经董事会形成决议后，必须经股东大会投票表决，获得股东大会同意后方可实施。因此，在股东大会上也应披露股权激励的相关信息。在股东大会上披露的股权激励信息，除了股权激励政策、计划数量、金额和经济影响之外，还应提供公司薪酬委员会关于股票期权的意见，上市公司聘请的独立财务顾问就股票期权计划发表的意见。供股东大会审批的股权激励计划不应是一个笼统的总计划，应详细披露前 5 名高管人员每个人的具体激励计划。

（2）与股权激励配套的信息披露披露制度

除了详细披露股权激励本身内容之外，股权激励的有效运作还需以下配套的信息披露制度。

第一，公司高管售股的透明度

我国证券市场目前采取完全锁定经理层所持股份的制度。经理层在任职期间和解除职务之后的 6 个月内，其所持股份，包括他在公司上市后购入的可流通股份，不准上市流通。如果实行股权激励计划，这条规定应该修改。应允许公司高管售出由于股权激励计划而获得的股票，同时为防止公司高管操纵股价，高价套现通过股权激励所获得的股票，应作出相应的规定，如公司高管不应有决定随时售股的权限，应规定售股限制期，限制期过后，应有一个分批出售股票的计划。更为重要的是，公司应规定，公司高管在售股前的一段时间内应公开披露其售股计划。公司高管售股的信息披露计划的安排可由薪酬委员会管理。

第二，授予股权激励时的信息披露管理

国外研究表明，公司高管在授予股票期权或股票时的一段时间内，进行信息操纵获利。Yermack（1997）研究表明，期权授予后的一段时间内存在异常收益，表明公司高管故意将期权授予日选在公司公布好消息之前。尽管公司高管表面上在授予日获得的是零值期权，实质上得到的是在值期权。Aboody 和 Kasznik（2000）研究发现，在股票期权授予日之前，公司高管通常延迟好消息，而加快坏消息的信息披露。Ferri（2003）发现，如果公司高管股票期权再定价，该公司股票在再定价后 20 天内的累计异常收益率（CAR）为 11.8%，相反，对那些公

司高管股票期权没有再定价的公司，其股票在同期内的累计异常收益率只有 2.7%，二者之间的巨大差别表明公司在股票期权再定价时可能进行信息操纵。由于我国公司治理机制和信息披露制度还不健全，股票授予或再定价时的信息操纵风险更大，加强股票期权和再定价时前后的信息披露管理更为必要。对于这类信息操纵监管，国外目前也没有成熟的做法。针对我国实际，要减少公司高管任意决定授予股票期权时机的权力，同时要加强公司重大信息披露的监管，做到信息披露的准确和及时。

第三，股权激励会计处理的透明度

由于股票期权的费用是非现金，其估价和授予的时机都相当武断，将股票期权费用化可能导致会计处理的过程透明度不高，缺乏一致性，给公司高管提供了很大的利润操纵空间，在一定程度上使公司高管产生逐利偏好，导致公司利润失真。因此特别要防止利用股票期权操纵会计信息，侵害股东利益等不正当行为的发生，加强对股票期权的确认、计量和信息披露的监督和管理，提高股权激励会计处理的透明度。具体来说，公司薪酬委员会要根据国家的相关规定，制定合理一致的股权激励会计处理政策，不得随意更改，详细说明股权激励的估价方法和模型，所采用的假设。同时还要提供“情景分析”(Scenario Analysis)，给出不同情况下的计量结果。

第四，利润的透明度

在金融市场和公司治理不完善的情况下，股权激励有时会产生公司高管操纵利润的反向激励作用。Kedia (2003) 研究发现，和同类公司比较，那些操纵会计报表的公司授予的股票期权要高出 50%。因此要特别加强对会计利润信息的监管，提高利润信息的透明度，防止公司高管操纵会计报表。

4、高管选聘与薪酬制度建设

鉴于我国上市公司在公司治理方面的缺陷，高管股权激励制度也有可能带来新的问题。对此，我们在前面第二节已经进行了分析。这里需要进一步强调的是，上市公司高管激励制度的建设，必须和上市公司在高级管理人员选聘任命和薪酬制度建设方面的进程结合起来。在一些上市公司存在严重内部人控制的情况下，如果在这些公司建立高管股权激励制度，很难避免这一制度沦为内部人攫取

更多不当利益的新工具。为此，我们建议应该加强以下几个方面的制度建设：

第一，建立一个有效的职业经理人市场

一个有效的职业经理人市场对于良好的公司治理是非常重要的。由于我国目前还远未建立起这样一个市场，上市公司高管不能从众多的合格候选人中产生。不合格的经理人没有感受到竞争的压力，在其位则安之；优秀的经理人没有潜在的更好选择，也缺乏努力工作的动力。只有建立了高效的职业经理人市场，上市公司可以从众多的优秀人才中选聘最适当的高管人员，可以根据职业经理人市场的价格行情更准确地确定高管人员的薪酬水准，高管人员的个人价值也才能够得到更好的反映与实现。

第二，上市公司需要建立严格高效的高管选聘机制

良好的股权激励制度必须以公司本身具备良好的高管选聘机制为前提。从我国证券市场的现实环境来看，大多数上市公司的高管人员选聘还没有实现市场化，没有建立起竞争性的高级管理人员聘用机制。从公司治理机制上去找原因，主要表现在上市公司董事会缺乏独立性，董事会比较容易被控股大股东控制，在一些上市公司中，党政部门对公司高管人员聘任的干涉还比较严重。因此，公司高管人员的聘任出现以下问题：董事会与经理职能区分不清；高管人员直接为控股股东指派；高管人员由党政部门指派；等等。如果在维持这类制度不变的条件下推行高管股权激励，任何形式的股权激励计划都注定要失败。因此，在设计与建设高管人员股权激励机制前，上市公司首先要建立起基于市场的、竞争性的高管人员选聘机制。

第三，上市公司薪酬制度的改革要结合好高管货币薪酬改革与股权激励制度建设两个方面

股权激励制度的建设仅仅是上市公司高管薪酬制度建设的一个部分，必须结合好高管货币薪酬制度改革才能取得好的效果。正如我们前面对中国上市公司高管人员薪酬制度现状与问题分析中所指出，我国上市公司薪酬制度存在很多问题，不仅仅大部分上市公司没有建立起股权激励制度，就是最基本的货币薪酬制度，大部分上市公司也还存在这样或者那样的问题。表面上，我国上市公司高级管理人员总体货币收入偏低，存在明显的地区差别和行业差别，但实际上，上市公司高管人员的职务消费和“灰色”收入较高。高管人员的货币薪酬水平和公司

经营业绩的关联度也不强。在这样的背景下，即使推出精心设计的高管人员股权激励计划，也不可能取得满意的效果。因此，在推出高管人员股权激励计划之前，上市公司应该首先强化薪酬与考核委员会的建设，首先搞好高管人员货币薪酬制度的改革。薪酬与考核委员会的主要职责是：研究董事与经理人员考核的标准，进行考核并提出建议；研究和审查董事、高级管理人员的薪酬政策与方案。

根据我国上市公司高管人员薪酬激励现状，上市公司高管薪酬改革的目标应该是：提高高管人员的货币薪酬；高管职务消费透明化；严格限制高管“灰色”收入或使之透明化；加强对高管人员的长期性股权激励。在此基础上，才能够设计与推出良好的高管股权激励计划。

四、上市公司高管股权激励设计之一：股票期权

公司高管股票期权运作机制，主要涉及股票期权的合约设计，包括获权期、行权价、授予条件、行权方法、再定价、股票来源、股票期权类型、结束条件、红利规定，股票期权授予的数量，等等。从理论上讲，股票期权的方案设计是因每个公司和行业等特点而异，没有一个“放之四海而皆准”的标准。因此，这里讨论的股票期权运作机制，只是从中国的实际情况出发，而提出的一些指导性原则，或者是提出了可供选择的方案设计。具体而言，主要从防止公司高管操纵，提高期权激励效应的角度，讨论3方面的问题：一是授予、行权和调整的期权合约的一般规定；二是股票期权激励效应管理；三是指数化股票期权在中国的运用。

1、股票期权合约的一般设计

(1) 获权期、行权期和售股期

公司将股票期权授予给高级管理人员时，并没有授予给他们马上行权的权力。股票期权通常不能在授予后立即执行，公司高管需在一定时期之后，一次性全部或逐步获得执行的权利。这段等待的时期就是“获权期”。期权的获权方式有不同类型：(1) 一次性获权 (Cliff Vesting)：在一段时间（通常是2-4年）后，所有期权全部获权。(2) 平均获权 (Straight Vesting)：期权授予后，每年获权期权数量是相同的。(3) 不等比获权 (Stepped Vesting)：每年按一定比例获权。

(4) 按业绩获权 (Performance Vesting): 获权与业绩指标挂钩。

公司高管股票期权有一个到期日, 通常是 5-10 年。对在公司高管行权后所持有的股票, 一些公司规定有售股限制期。获权期、行权期和售股期规定的目的是防止公司高管获取投机性利润, 强化激励效果。如果获权期很短和没有售股期, 公司高管有自由很快行权和出售股票, 削弱了对公司高管的激励, 为重建薪酬和业绩之间的关联, 则要授予新的期权和股票, 提高激励成本。

我国《公司法》规定, 高级管理人员在任职期间内, 不得出售其持有的本企业的股票, 以防止内幕交易。为了发挥期权激励效果, 建议可以允许公司高管出售从股权激励所获得的股票, 但应规定一个售股期。可借鉴中国证监会 1999 年关于股票期权政策的规定: 股票期权从行权之日起, 两年后可以流通, 但每年上市流通的不得超过行权后持股总数的 50%。

为了有效地防范公司高管的内幕交易, 公司应规定 “交易窗口”(Trading Windows) 和 “黑暗期”(Blackout Periods), 限制公司高管买卖股票的时间。在臭名昭著的安然 (Enron) 案件中, 公司内部人在公司财务恶化的信息和股价崩溃之前, 抛售了数以亿计的股票。为加强对内幕交易的监管, 防止会计操纵, 还可以借鉴美国最近通过的 Sarbanes - Oxley 法的规定, 如果公司先公布一项财务报告, 后来由于 “公司过错” 而重新报告, 那在先前报告后的 12 个月内, 公司高管售股所获的收入都必须全部上缴。

对于获权期和行权期的规定, 我们建议: 第一, 获权期和行权期不能太短。凡是低于 1 年的获权期和低于 5 年的行权期都要特别说明原因, 向股东大会作出清晰明确的解释。第二, 获取和行权和业绩标准挂钩, 即 “业绩股票期权”, 强化股权激励薪酬和业绩之间的关系。如果没有达到预定的公司业绩标准, 那公司高管就不能获得期权, 或者只能获得一部分的期权, 或者股票期权就马上到期。获权期和行权期挂钩的理由主要有以下两个方面:

第一, 证券市场的有效性。股票期权的激励, 要依赖于一个高度有效的证券市场, 而目前这个市场还没有出现。所以, 薪酬只与股价挂钩, 在中国目前的激励作用, 还是比较有限的。因此, 除了考虑股票价格的走势, 还与公司的业绩、净资产收益率、总利润这些指标挂钩, 来设计目前的激励机制, 可能效果更好。

第二, 股权结构的分割。中国股票有流通股与非流通股之分, 非流通股中又

有国家股与法人股之分。这种股权的差异化就决定了不同股东实现其股东财富的机制也就不一样。对于非流通股股东，由于其股票目前还不能上市流通，所以其财富实现只能通过获得红利和法人股转让的价差（多以每股净资产为基础）来达到。要使这两部分具有较大值，其必要条件是公司具有良好的业绩。对于流通股股东来说，除了可以获得红利之外，其股票可以在二级市场上只有转让。在中国目前资本市场还不够发达的情况下，投资者投机心态比较严重，其持有股票的目的主要是二级市场买卖价差。从理论上讲，如果证券市场是高度有效的，公司高管提升了经营业绩，净资产有较大增长，同时股价反映公司业绩，相应地增长，非流通股股东和流通股股东的财富同时增长。但中国证券市场的有效性还不高，股价和业绩存在一定的背离，可能会造成一部分股东财富大幅度上涨而另一部分股东却又可能缩水。因此股权激励应同时考虑股价和业绩标准。

具体的挂钩的标准可以根据公司特点不同而不同。考核经理人员业绩的经济指标主要有利润、销售、EVA 等几类。这些指标既有一致的方面，也有不一致（甚至相冲突）的方面。

税后利润指标包括利润总额、利润增长率、资金利润率。销售利润率、股本利润率等等。在各项经济指标中。税后利润占居核心地位。这不仅因为，税后利润是公司经营业绩的集中表现和最终成果，其状况直接决定着公司的发展潜力和前景，而且因为，利润的多少、利润率的高低，直接影响着股东的根本利益和公司股价的高低。因此，在各类业绩考核指标中，利润指标是必不可缺并占主要权重的因素。

在各种利润指标中，利润总额反映了公司盈利的总量，在其他条件不变的场合，利润总额越大，则利润增长率越高，股本利润率越高。但公司经营规模的扩大，总伴随着经营成本的增加，这样，在经营成本上升的场合，可能发生利润总额增加而股本利润率降低的现象；在同比中，利润增长率提高，也不一定意味着股本利润率的上升。因此，各种利润指标并不完全一致，它们对公司、股东和股价的影响也不完全一致。

销售指标包括销售额、销售利润率、销售额增长率、市场占有率等等。在销售利润率不变或提高的条件下，销售额越大则利润越多，反之，销售额的增加可能使利润增加（但不同步）、不变和减少；在同比中，销售额增加，可能有销售

额增长率提高、不变和降低三种情形，在同业比较中，销售额增加可能有市场份额提高、不变和降低三种情形。这说明，各种销售指标并不总是对应的，它们之间也存在着不一致的关系。对公司来说，销售额增加，意味着市场占有率的提高，这在一定程度上表现出了市场竞争力的提高，但对股东和股价来说，销售额的增加，只有在能够带来更多利润的条件下，才有实际意义。换句话说，如果销售额增加是以利润减少、利润率降低为前提的，并且在往后的年份中，这种利润减少得不到补偿，那么，这种销售额增加越多，则股东利益损失越大、股价下落越明显。因此，销售指标的确定，应以不损害利润指标的总体实现为前提。

经济增加值（EVA）是公司盈利中扣除所支付的资本费用后的净值。将 EVA 与公司高管薪酬挂钩，可使公司高管在经济决策中考虑股本的经济成本，提高资源配置效率。

红利政策也可作为考核标准。因为期权奖励的只是资本或股票升值。持有期权的公司高管会尽量避免分红，而倾向于回购股票，提高股价。公司为了鼓励采取适当的红利政策，可以将红利也作为一个挂钩的指标。此外，公司可以不仅使用一个标准，还可以使用多个标准的组合。

最后，股票期权的获权也可和以下一些非财务指标挂钩。每当出现以下一些情况时，公司高管的期权的获权期应延长。如公司年度财务报告被注册会计师出具保留意见或解释性说明的审计意见；或是监事会对公司年度报告提出异议。如果公司年度财务报表被注册会计师出具否定意见或无法表示意见，或公司财务会计文件有虚假记载，受到行政处罚，或公司存在重大违法行为，公司高管的全部或部分期权则马上到期。

（2）股票期权来源

股票期权设计中，股票来源是一项非常重要的内容。为执行股票期权计划，公司必须“有股可授”，也就是公司高管在行权时，公司必须拥有一定数量的股票。根据国际经验和结合我国实际情况，有以下几种模式可以考虑采用。

第一，增发新股

增发新股模式，指上市公司依照证监会规定的方式发行股票期权的同时，证监会给予上市公司浮动的、可相机发行的新股额度，持有股票期权的公司高管在

行权时可以按预定的行权价认购该部分股票⁵。

这种方式的优点是对现行的法律框架修订较少，实施难度小。在该模式下，只需利用证券交易所的现行的交易系统直接行权，增加一些信息披露的额外规定并在注册资本变更登记等方面做一些豁免就可以实施。这种模式的缺点是，发行规模大时，易导致较大的股东收益摊薄效应。

第二，二级市场股票回购

从二级市场回购股票在国外是上市公司实施股票期权计划重要的股票来源。通常，回购的方式有三种：固定价格回购（Self-tender Offer At Fixed Price）荷兰式拍卖（Dutch Auction）和公开市场购买。不同的方式对公司有不同的影响。

从二级市场回购股票解决股票来源的好处，一是，为上市公司开辟了一条持久的行权股票来源渠道。二是，股票回购为股东带来税收优惠。从盈余分配角度来看，股票回购相当于将公司盈利以回购方式分配分配给股东，在这种分配方式下，由于个人所得税率高于资本利得税率，股东应付的税金少于直接分配现金时支付的税金。三是，股票回购可以为股东带来财富效应。

这种模式的主要缺点是回购对公司的现金流量要求比较高。如果公司需要用大量的现金去回购股票用于股票期权计划，将大大提高股票期权计划的成本。

股票回购是以公司股票库存制度建立为前提的。库存股票，是指公司持有的已发行但不流通在外的本公司股票。我国现行有关股份回购的法律、法规都只有一般原则性的条款规定，比较笼统、概括，可操作性不强，在现行的制度安排中没有股票库存的法律条款。

为建立和健全股票回购与库存制度，应该从《中华人民共和国公司法》开始，围绕着股票回购与库存问题，进行比较彻底、认真的整理与调整，并对已有的法律法规进行充实，或补充相关的股票库存制度内容。

具体应包括以下几个方面：

A.在《中华人民共和国公司法》、《中华人民共和国证券法》等重要法律法规中明确股票回购与库存是我国上市公司收购自己股票的一种重要制度；在《中华人民共和国证券法》、《股票发行与交易管理条例》等有关股票发行与交易等法律

⁵ 见段亚林，上市公司股票期权制度设计与监管，深圳证券交易所研究报告（2000）。

法规中明确上市公司交易公司自身股票的条款；在《中华人民共和国会计法》中增加有关股票回购与库存会计处理方面的具体条款等。

B 在《中华人民共和国公司法》等相应的法律法规中，补充国有股股票回购的公司财务业绩或公司可以回购本公司股票的业绩标准，而不是现行法律中仅将公司回购本公司股票作为公司合并等重大资产重组的一个例外。为了防止公司在现金不充裕的或财务状况恶化时仍采取回购本公司股票的行为，以至于让债权人及中小股东蒙受损失，就必须对实行股票回购的上市公司设置必要的回购限制条件，这些限制条件最好是集中在公司的经营业绩或财务状况方面，以便广大投资者能够看到公司回购股票的可能性及其用意何在。而对于借稳定公司股价为名炒作本公司股票等内幕交易行为为目的的股票回购应该严令禁止。但对于以规范公司股本结构、提高每股从而改善上市公司二级市场形象为目的的股票回购应该在原则上放宽政策，体现在具体法律上也必须有具体的法律法规条款等。

C.在《上市公司章程指引》中就上市公司的股票回购方式已经列出了要约回购、公开交易方式回购等。在上市公司进行实际的股票回购中目前主要采取的是协议回购，其他回购方式采取的还不算太多。因此建议在我国目前有关的法律法规中进行必要的修正，对诸如在公开拍卖市场中的竞买等方式等也应该引入到具体的法规之中。同时对股票回购的方式给定比较具体操作程式，以避免在具体方式选择及操作的过程中出现不必要的混乱。

D.在现行的法律法规中还没有涉及到上市公司回购本公司股票后的配股与增发新股问题。上市公司如果在回购本公司的股份后立即进行配股或增发新股持续融资，或为了发行新股而回购公司已有的股份，将会导致非流通股股东和可流通股股东之间的利益的不平衡，扰乱市场，分割中小投资者的利益。因此在回购与增发新股或配股融资之间，在法律法规方面应该设置一个明确的时间间隔的限定，改时间间隔大致可以在股票回购的后一个会计年度。

E.补充有关的公司收入分配与股票回购和库存相互关系方面的法律条款，使得围绕我国上市公司的股票回购与库存制度的法律法规体系更加健全和完善。

第三，定向回购国有股

从我国情况来看，由于国有股目前数额巨大且尚难流通，公司定向以协议价格回购国有股作为股票来源也是一条较好的选择。

这种模式的最大好处是可以逐步降低国有股比例，优化股权结构，改善上市公司的治理。

定向回购国有股模式需解决的问题包括：

A 协议转让价格的确定。如何防止控股股东和其他关联大股东勾结确定过高的协议转让价格，损害中小股东的利益，是必须解决的问题。

B 行权获得股票的流通问题。需要监管机构作出规定，回购的非流通股转化为流通股。

C 需要建立和完善库存股制度。

（3） 股票期权的一般性调整

当上市公司出现送红股、派现金股息、转增股本、配股、增发、换股等事件时，公司的股价将发生较大的变化，相应地需要对公司股票期权的数量、行权价格进行调整。

如果公司出现要约收购、公司合并、控制权转移等重组行为时，为保护股票期权持有人利益，通常准许加速行权。

在公司高管因辞职、解雇等原因终止对公司服务时，可以采取两种调整办法：加速行权和期权失效。由于退休而导致终止终止公司服务时，美国规定是加速行权或者期权失效，但这样做的弊端是公司高管容易采取短期行为，把拖延解决公司问题，把问题留给下任公司高管。我国可以规定，公司高管退休后也可以获权和行权，这样公司高管对他退休后留下来的问题也承担了责任，促进公司高管和公司利益一致。

2、股票期权的激励管理

（1）期权激励的脆弱性

期权的激励效应可分解为两个方面：杠杆性(Leverage)和脆弱性(Fragility)。

杠杆性

期权的每股成本要低于股票，换言之，公司付出同样的成本，可以授予给公司高管期权的数量要高过股票。对于同等程度的股价涨幅，期权的上升价值要超过股票，因此股票股票期权是高杠杆的激励性工具。期权激励的杠杆性可用下表具体的案例来说明。

表 5 股票和股票期权升值潜力和下跌风险的比较

股价	市场价值		公司高管价值	
	股票	期权	股票	期权
\$0	\$0	\$0	\$0	\$0
25	25	8	25	2
50	50	31	50	19
75	75	63	75	54
100	100	100	100	100
125	125	140	124	150
150	150	183	148	215

资料来源：Brian Hall (2002), "Equity-Pay Design for Executives" P12

注：假定股票波动率 50%，期权行权期 5 年，无红利，无风险利率为 6%；授予给公司高管价值为 100 美元的股票或零值股票期权，根据 Black-Scholes 公式，大约是一份股票等于 2 份在值股票期权；期权的市场价值是按 Black-Scholes 公式计算；公司高管价值是考虑到公司高管资产不能分散化，公司高管风险厌恶情况下的期权价值，应低于市场价值。为了便于比较，将公司高管期权价值进行了调整（Normalized），使其零值期权价值也为 100 美元。

从表 5 中可以看出，当股价上升时，期权价值上升的幅度要大于股票上升的幅度。例如，当股价上升 50% 时，期权市场价值上升 83%。

脆弱性

期权激励杠杆性的另一面是期权激励的脆弱性。从表 5 中可以看出，当股票价格下降 50%（75%）时，股票价值下降 50%（75%），但股票期权市场价值下降了 69%（92%）。从期权的公司高管价值来看，期权激励的脆弱性更明显，当股票价格下降 50%（75%）时，股票期权公司高管价值下降了 81%（98%）！也就是说，当股价暴跌，市场价大大低于执行价时，股票期权对公司高管几乎一文不值，没有任何激励效应。

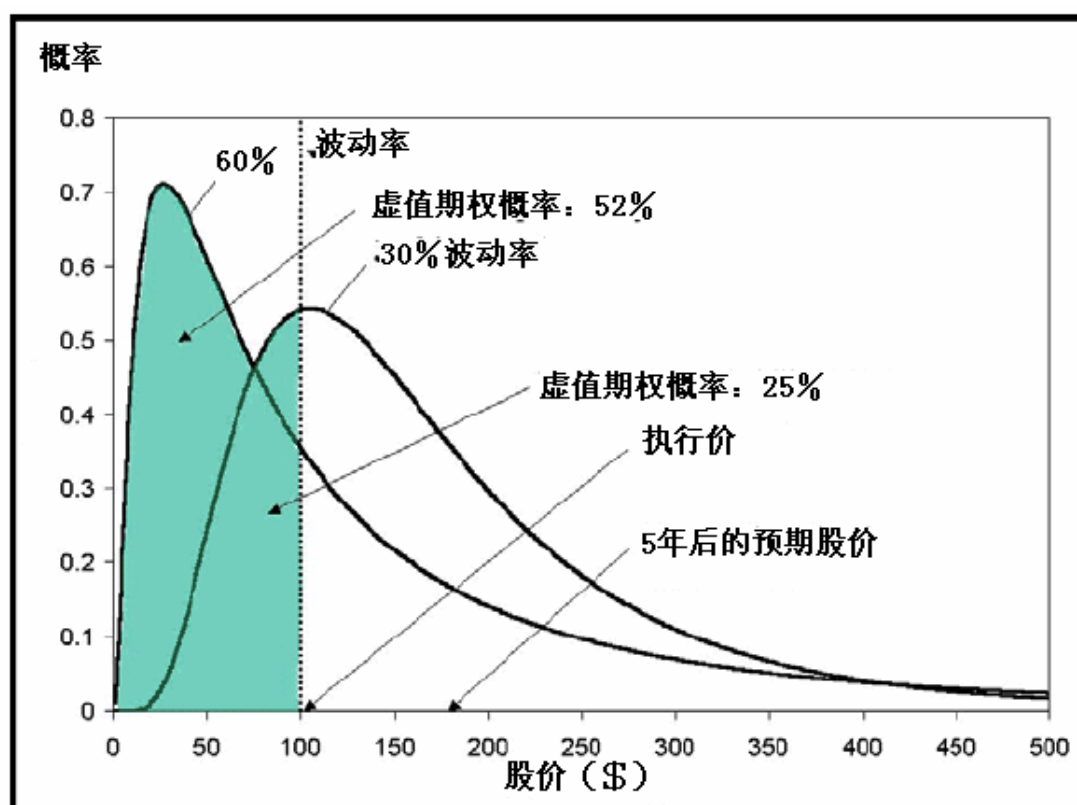
股票期权的脆弱性就在于由于股价下降，期权很快成为虚值期权。股票期权激励的脆弱性不仅体现于熊市中，牛市同样存在。例如，在 1999 年美国股市最牛时期，美国公司公司高管持有的约 1/3 的股票期权都是虚值期权。当然，在熊市的时候，虚值期权的比例更高，在 2001 年达到了 40%⁶。

股票期权很容易成为虚值期权的原因主要是股价的分布不是正态分布，而是对数正态分布（Lognormally Distributed）。如图 8 所示。从经济意义上讲，股价不是正态分布的原因很简单，因为股价不会是负数，一年内最多只能跌 100%，

⁶ 见 Hall 和 Knox (2002)

但一年能其上升幅度却可超过 100%。从统计上看，股价收益的中值要低于平均值。图 假定股票的年收益率为 12.5%，不分红利，期初价为 100 美元，5 年后的预期价为 180 美元，股票期权执行价为 100 美元。图中阴影部分为股票期权成为虚值期权的概率。图 8 分别显示了波动率为 60% 和 30% 股票在 5 年内成为虚值期权的概率。从图 8 中可以看出，即使在股票年收益为 12.5%，股票升值的情况下，5 年内波动率为 60%（30%）的股票期权成为虚值期权的概率为 52%（25%）。股票期权激励是比较脆弱的。

图 8 不同波动率股票的期权成为虚值期权的概率



资料来源：Hall and Knox(2002)

中国股票市场波动较大，期权激励效应很容易消失，因此有必要对期权激励效应进行管理，激励管理的主要手段有，因股价异常变动而对股票再定价；采取合适的股票期权授予方式。现面分别予以介绍。

（2）因股价异常变动对股票期权再定价

股市暴跌，上市公司股价跌至股票行权价下，期权激励效应丧失时，一些上

上市公司调整股票期权计划相关条款的办法，通常称为股票期权的“再定价”，最常见的做法是：

降低授予期权的执行价；

终止现行股票期权计划，而实施更优惠的股权激励计划。由于公司重组等行为而导致现行股票期权计划终止的原因例外。

另外，许多公司在股价暴跌，原有股权激励计划失效后，发行更多的新的股票期权计划，也可以看作是变相的再定价（Back Door Repricing），广义上的再定价行为，或称为相机再授予股票期权。

狭义上的再定价在美国上市公司不是普遍的现象。但即使在 20 世纪 90 年代市场表现好的时候，再定价也时有发生。1992-1995 年间，平均每年美国公司高管中约有 1.3% 的人数的期权再定价。对 806 个再定价的案例分析发现，平均执行价的下调幅度为 30%，而同期标准普尔指数上涨约 50%。高科技等新经济公司的再定价频率较高。217 家这类新经济公司中的 60% 至少再定价一次，31% 在 2 次以上；其中 35.4% 要求有股东批准。

因分红、派息、股本变动、公司高管离职等原因的调整都属一般性的正常调整，争议不大。而因股市暴跌，上市公司对股票期权再定价的做法则有相当大的争议。

反对“再定价”的理由主要是：

弱化了对公司高管的股权激励。股票期权激励的目的是鼓励公司高管创造价值，提高公司业绩。当价值增加，股价上升时，公司高管也从期权增值中获利。如果在股票价格下降时进行再定价，取消了公司高管面临的风险，等于是对绩差行为进行奖励。研究表明，再定价大都是由于公司自身绩差原因所引起的，与市场 and 行业因素无关。此外，如果公司高管知道可以再定价，会采取短期行为降低股价，导致反向激励效果。

再定价其实没有必要。因为股票期权有较长的期限，波动性也较大，一次股价的下跌并不能改变股票期权的激励效应。Chance（2000）的研究表明，在他们再定价样本公司中，一半的公司如果不再定价，2 年后又是在值期权。

再定价是公司高管寻租的手段。采取指数化期权效果要比再定价的激励效果更好，上市公司不采取指数化期权而倾向于再定价，表明公司高管是利用再定

价寻租⁷。研究也发现，再定价多发生在内部人控制现象严重和代理问题比较严重的小公司。

支持股票期权再定价的理由是：

对长期合同重新协商有其合理性。如果公司绩差是由于公司高管原因，可以解聘公司高管。如果绩差原因是在公司高管控制之外，公司就应该重新修改薪酬合同，恢复原来的股权激励水平。

再定价有利于留住公司高管 (Retention Incentives)。通常公司高管离任时要放弃未获权的股票期权，或者要提前加速执行已获权的股票期权，加速执行等于放弃了期权的时间价值，这些价值损失是公司高管离开公司的代价，公司的竞争对手要挖走公司高管，就必须补偿公司高管这些损失。可见，授予的股票期权随着时间变化有留住公司高管的效用。如果股价下跌，股票期权激励效应下降，公司高管离开公司的损失减小，公司竞争对手挖走他们的成本也下降。对股票期权再定价则可恢复期权留住公司高管的作用，虽然再定价有成本，但比公司高管的更换的成本要小许多。不过，这个观点忽略了其他股权激励如有限制的股票和延期支付都有类似的留住公司高管的作用，而且实证研究也表明，再定价也没减少公司高管的人事变动。

参考美国发展的经验，我们认为，股票期权激励是比较脆弱的，股票市价低于执行价后，其激励效应就迅速消失。因此对股票期权激励进行管理很有必要。许多公司在股价暴跌，原有股权激励计划失效后，发行更多的新的股票期权计划，便是一种激励管理手段。在谨慎运作，确保再定价不是对绩差行为奖励的前提下，再定价在恢复公司高管股票期权激励方面有一定的合理性，是一种有效的激励手段。我国在制定有关再定价相关法规时，建议作出以下的规定：

上市公司的股票期权再定价是股票期权计划的重大修改，公司董事会应当事先征求股票期权计划参与者意见，并提请股东大会批准。同时，公司应对股票期权计划修改的情况作出详细的信息披露。

当降低原有股票期权计划执行价时，同时也应对获权期进行调整，以重新定价日为重新授予股票期权日，重新设定获权期。这样做的目的是防止公司高管利用再定价，获取不当利益。

⁷ Lucian Arye Bebchuk, Jesse M. Fried and David I. Walker, Managerial Power And Rent Extraction in the Design of Executive Compensation, at 74-75, NBER working paper(2002)

（3）股票期权的授予方法

通过不同的期权授予方法，可以选择不同的激励效应。

股票期权授予的方法有三种：

A.一次性授予（Mega-grants 或 Up-frontGrants）。公司高管一次性获得所有的期权，期权数量、执行价格和总价值基本上是确定的。从公司高管角度看，这种授予方式的激励效用是最大的，但同时也是最脆弱的。

B.固定价值授予（FixedValue Grants）。公司分批滚动授予股票期权，公司高管每年获得固定金额的股票期权。股票期权的价值或金额由 Black-Scholes 公式或其他定价模型计算。在固定价值授予方式下，当股价上涨时，公司高管获得股票期权的数量减少，执行价提高，金额不变，激励的杠杆效应最小。但它最小化了期权激励的脆弱性，因为当股价下跌时，股票期权成为虚值期权时，公司高管获得更多的期权，执行价也降低。

C.固定数量授予（Fixed Number Grants）。公司分批滚动授予股票期权，公司公司高管每年获得固定数量的股票期权（通常是在值期权）。固定数量授予方式的期权激励效应介于一次性授予和固定价值授予两种方式激励效应之间。

如下表所示，不同授予方法的期权激励效应是不一样的。

表 6 不同期权授予方法激励效应的比较

期权授予方法	随时间变化？		激励效应	
	执行价	期权数量	杠杆性（上涨获利）	脆弱性
固定价值	是	是	最小	最小
固定数量	是	否	中	中
一次性	否	否	最大	最大

在具体设计股票期权激励计划中，公司应充分权衡不同授予方式的激励效应，结合自己公司情况，选择合理的期权计划。我们建议，我国上市公司期权授予方式可以和公司所处行业的竞争程度和行业风险度联系起来。市场竞争越激烈，行业风险越大，对公司高管的风险补偿激励就要越大。对于家电、高科技等竞争非常激励的行业而言，上市公司可以采取一次性授予的方式，最大化期权激励的杠杆效应，对于一次性授予方式所带来的脆弱性，可以在股价暴跌和股票期权失效后，采取激励管理措施，再进行新的一次性的股票期权增发。当然，增发

股票期权要做好相应的信息披露和获得股东大会的批准。对于一些公用事业等竞争不激烈公司，这可以采取固定价值和固定数量期权授予方式。

3、指数化期权在中国的运用

(1) 指数化期权及其实践

指数化期权是指执行价随着行业和市场指数而变化的股票期权。设计指数化期权的目的主要是强化公司高管薪酬和业绩之间的关联度，排除市场和行业因素对股票期权收益的影响，过滤股票期权的非正常收益。

对美国股价研究发现，最近 10 年间，股价变化中只有 30% 部分是和公司业绩有关，其余 70% 部分都是由宏观市场条件所引起的。如果期权是基于股价的绝对变化，当股价上涨是由于行业和市场趋势，而和公司高管努力无关时，表现很差的经理也可能获得丰厚的报酬。在美国 90 年代股市景气时，便是如此。沃伦巴菲特说道：“毫无疑问，业绩平平的公司高管获得了过度的报酬。而获得过度报酬的方式就是股票期权。”

根据指数化期权的设计，经理层只有在业绩超过市场和行业指数后才可获得奖励，这样就避免了经理层仅仅因为整个行业和市场景气而获得奖励。但在现实生活中，指数化期权是少之又少。目前为止，只有 Level3 通讯公司一家采取了指数化期权形式。

指数化期权没有普及的原因有很多解释。

第一，会计因素。根据美国现行会计准则，授予指数化期权必须在财务报表上反映为费用，降低报告的盈利。传统期权在授予日是市场价等于执行价，不存在会计费用。可以说是指数化期权和传统期权在会计上的不公正待遇导致了它不受欢迎。

第二，激励脆弱性更大。和传统期权相比，指数化期权更容易成为虚值期权。例如，假定股票收益率为 12.5%，波动率为 30%，不分红利，传统股票期权 10 年后在值的概率是 80%。而指数化期权的在值的概率明显低于 50%，因为股价的分布是 SkewedTheRight，指数中超过平均值收益的公司低于一半。指数化期权固然降低了公司授予期权的成本，但对公司高管的价值不高，激励效应不大。

第三，指数化也并不能去除市场和行业因素的影响。在公司高管可以自

由调整资产组合的情况下，公司高管可以调整自己资产组合，抵消指数化效应。此外，从定价公式来看，指数化期权的价值是与股价、和执行价同幅度变动的，换言之，当股价和指数都上涨 10% 时，期权价值也会上涨 10%。

第四，现有的强制性公司高管持股的合同已经隐含了指数化期权效应。公司高管的人力资本大部分都投入其工作的公司中。根据现代资产组合理论，假定公司高管理性、风险厌恶，公司高管最佳的投资策略是，不持有其公司的任何股票，最大限度分散资产，也即其财富应是市场化资产组合，面临风险是市场风险，收益是市场风险收益（ R_m ）。但是，股票期权等股权激励计划强制要求公司高管持有公司股票，将公司高管财富置于公司特有的非市场风险（Firm-Specific Risk）之下，财富很大一部分来自与公司特有风险相关的收益（ R_i ）。而指数化期权的目的也是强制要求公司高管的收益与公司特有风险的挂钩。因此，股权激励合同已经隐含了指数化期权的效应。具体可用下例说明。

公司高管的财富是 100 美元，在没有限制的情况下，最佳资产组合是全部投入指数资产组合，获取收益 R_m ，货币收益为 $100R_m$ 。由于股票期权等股票激励原因，公司高管必须投入 50 美元，购买本公司股票。公司高管卖出价值 50 美元的市场指数资产组合，购买本公司股票（假定 Beta 系数为 1）。该公司股票的收益为： $R_f + (R_m - R_f) + R_i = R_m + R_i$ 。公司高管新的资产组合的收益为： $(50 / 100) R_m + (50 / 100) (R_m + R_i) = R_m + 0.5R_i$ 。新的资产组合的美元回报是： $100 (R_m + 0.5R_i) = 100R_m + 50R_i$ 。换言之，新的资产组合是，持有原来的价值 100 美元的市场指数组合，同时还有 50 美元的收益与公司特定风险有关。

可见，股权激励合同前后公司高管财富与市场指数变化的相关系数是一样的，股权激励合同使公司高管一部分财富（50 美元）仅和公司的特有风险有关，这和指数化期权效应是一致的。在现实生活中，很难实证这种隐含的指数化效应，因为没有公司高管的资产组合数据。

第五，鼓励公司高管进入盈利的行业。公司高管应该因为整个行业景气而受到奖励，因为在一个行业不景气的时候，这样可以鼓励公司高管进入有盈利的行业。这个观点的缺陷是，其一，没有证据表明，股东希望公司投资在不同行业中转换。公司多元化并不一定能增加股东价值，因为股东自己可以将投资分散在不同的行业中。一个资产分散化的投资者投资一个行业时，希望公司在这个行业超

过其他同类公司，而不是去多元化。其二，即便假定股东不是希望获得特定行业的最佳收益，而是获得整个市场的最大收益，也可以有办法鼓励公司高管进入盈利行业，同时过滤掉异常收益。例如，可以采取一个更广泛的市场指数如标准普尔指数，而不是一个行业指数作为标准。

第六，在市场景气时留住公司高管。该观点认为，高管人员的供给是缺乏弹性的，管理才能具有稀缺性，当经济景气时，为留住高管人员，公司应该给更多的报酬。公司越大，对管理者才能要求越高，因此支付给公司高管的报酬也应越多。以股票期权形式，在市场上涨时，给予公司高管更多奖励是合符情理的。Himmelberg 和 Hubbard 的研究发现，公司高管薪酬与市场报酬密切相关，大公司公司高管薪酬中的市场因素更明显。该观点也有两个不足之处。其一，没有证据表明，公司高管会在目前行业之外寻求新的工作。因此，公司高管薪酬不应和整个市场表现挂钩，应只和整个行业表现挂钩。应该采取能过滤掉市场收益，而不是行业收益的期权。市场景气论不能解释，为什么没有能过滤市场收益的期权。其二，市场景气理论假定，在市场景气时，公司高管有新的工作机会时，公司不能和公司高管重新谈判，给予更高的薪酬。事实上，在市场景气时，公司是可以和公司高管就薪酬问题重新谈判。公司理性的选择是，应该首先给公司高管能过滤掉市场和行业收益的期权，在市场景气，公司高管有新的工作机会时，可以再给公司高管新的更多的报酬。

第七，公司高管寻租。公司高管很少采用这种能减少异常收益期权的原因是，公司高管利用传统股票期权的缺陷，合法地为自己攫取利益。

（2）指数化期权在中国运用的分析

在中国探索试点运用指数化期权对于提高股票期权激励效应有一定意义。

第一，我国股票市场存在“齐涨齐跌”现象。很大程度上，股价的变动在公司高管控制的控制之外，运用指数化期权过滤异常收益，强化薪酬和业绩关联度的意义更为重要。

第二，针对我国股市波动性变化大的特点，在股市暴跌的时候。指数化期权也可在一定程度上起到保留期权激励效用的作用。

第三，在我国金融市场不是很高效的情况下，公司高管通过资产分散化，抵消指数化效应的难度和成本很高，指数化期权的激励效应会比较明显。

第四,如果中国股票期权的会计处理对指数化期权和传统的期权采取一视同仁的政策,指数期权在中国发展也有较好的制度保障。

参考国外指数化期权的经验和理论争论,我国试点运用指数化期权要注意解决以下几个问题。

第一,选择合理指数。选择的指数要具有代表性,能反映在公司高管控制之外的不确定性因素。同时指数必须不容易被操纵。我国目前的综合指数存在一定失真,需要进一步完善指数体系的设计,提高科学性。

第二,防止公司高管过分冒险。指数化期权在项目决策中有“逆选择效应”,公司高管为增加期权“在值”的可能性,会增加公司股票相对于指数的波动性。具体到项目选择上,可能会放弃高价值的的项目,而选择低价值而有高波动性的项目。在我国关键人控制现象比较严重,决策人风险和收益不对称,在微观层面上还未建立相应的责任机制、激励与约束机制和法律保障机制,使决策者对自己的决策真正负起责任,包括由于自己在履行职责时由于行为不当而产生的民事赔偿责任,实现报酬与贡献的一致。这种情况下,指数化期权在项目决策的“逆选择效应”会更严重。因此,要加强公司内部决策机制管理,完善公司治理。

第三,改善指数化期权的脆弱性。如前所述,和传统期权相比,指数化期权更容易成为虚值期权,对公司高管激励效应有限,在我国股市波动比较大的情况下,更是如此。为增强指数化期权激励效应,在指数化设计上,可以做一些灵活处理,增加指数化期权的收益概率,提高公司高管赢利的机会。A 可以规定和执行价挂钩的可以不是市场或行业的平均水平的变化,而是更低的标准,如同行业 100 家公司中业绩倒数地 20 名公司股价的变化。根据这个期权计划,公司高管平均有 80%的概率超过标准,获得期权利润。B 为抵消公司高管风险承担成本,可以而授予比传统期权,公司高管更多的指数化期权。在某些情况下,授予更多的指数化期权的激励效应的收益会大于成本例如。C 授予时的执行价可以低于市场价。Hall 和 Murphy (2002) 研究发现,要使指数化期权激励效应超过传统零值期权,必须使执行价低于市场价。在付出同样的成本的条件下,授予在值的指数化期权的激励效应最大,股价的轻微涨跌都会导致公司高管的财富发生变化。

第四,克服指数性期权的结构性缺陷。如前所述,指数化也并不一定能去除市场和行业因素的影响。如当股价和指数都上涨 10%时,期权价值也会上涨 10

%。为此要对指数化期权的设计进行修改。可以借鉴 Level 3 通讯公司的设计。例如，当公司股票收益和指数收益都同比上涨时，指数化期权的价值乘以 0，也即无价值。当公司股票收益超过指数时，指数化期权乘以一个正数，大小视股票收益超过指数收益的程度而定。通过引入乘数这个条款，在一定程度上减缓了指数化期权的结构性局限，提高了期权激励的杠杆性。

从长期来看，随着金融市场深度和广度提高，可以尝试不同的指数化期权设计。传统的指数化期权是执行价随指数变化。新的指数化期权设计可以是保持执行价固定不变，但它的基础资产（Underlying Asset）可以是一个资产组合，也即资产组合的期权。这个资产组合的构成是：+ 100% 股票、- Delta% 指数，+ Delta% 无风险资产，换言之，该资产组合的 Beta 是 0，与指数走势完全无关，资产组合收益实际是无风险收益，完全消除了系统性风险。

4、小结：中国实施股票期权激励的政策建议

股票期权是实施高管人员股权激励最通行的方法，尽管它存在一些缺陷，与我国现行的公司制度和法律法规也有一些不符合的地方，但它简单、高效、机制灵活的优点非常突出，是促进我国上市公司建立起符合现代公司治理要求的薪酬激励制度的有效手段，上市公司应该积极地推进建立股票期权制度。

为更有效地在我国上市公司中推行股票期权激励制度，我们提出以下建议：

（1）尽快对《公司法》和《证券法》中有关条款进行修改

目前，我国正在进行《公司法》和《证券法》的修改工作，以使我国公司法律制度更符合现代市场经济环境。建议抓住这一契机，对《公司法》和《证券法》中不利于股票期权制度的条款予以修改，为股票期权制度在我国的发展奠定法律基础。具体而言，我们建议对《公司法》中“实收资本制”（第七十八条）、禁止库存股（第一百四十九条）、限制高管人员出售股票（第一百四十七条）进行修改，对《证券法》中限制高管人员出售股票规定（第六十八条到第七十条）进行修改。

（2）中国证监会制定积极的上市公司股票期权政策

中国证监会应制定积极的上市公司股票期权政策，鼓励上市公司推行股票期权激励计划。特别建议对上市公司实施股票期权计划需要的股票来源制定专门的政策，以便利上市公司股票期权计划的顺利实施。证监会在新股发行上可以给予

特殊规定，给予上市公司浮动的、可以相机发行的新股额度，并制定特别的管理政策，保证该额度得到合理的运用，防范可能存在的问题和风险。

（3）上市公司实施股票期权激励建议采用以下设计

获权期：建议设定为至少 1 年以上；

行权期：建议设定为至少 5 年以上；

授予条件：建议获取与行权和业绩标准挂钩，强化股票期权与公司业绩之间的关系，避免完全以来二级市场股票价格带来的弊病；业绩指标建议使用多个指标的组合，以更好地体现公司的经营业绩；

股票来源：建议采用增发新股的方式；

授予方法和激励管理：建议上市公司股票期权授予方式可以和公司所处行业的竞争程度和行业风险度联系起来。市场竞争越激烈，行业风险越大，对公司高管的风险补偿激励就要越大。对于家电、高科技等竞争非常激励的行业而言，上市公司可以采取一次性授予的方式，最大化期权激励的杠杆效应，对于一次性授予方式所带来的脆弱性，可以在股价暴跌和股票期权失效后，采取激励管理措施，再进行新的一次性的股票期权增发。对于一些公用事业等竞争不激烈公司，这可以采取固定价值和固定数量期权授予方式。

为防止股票二级市场过度波动对股票期权的影响，建议运用指数化期权。

五、上市公司高管股权激励设计之二：高管持股

股票期权激励虽然是全球流行的股权激励方式，但是近年来暴露出不少问题，在我国运用更还有待相关法律法规制度的修改，真正要在上市公司中普遍地推行存在相当的难度。因此，我们应该更重视高管人员股权激励的另一种形式，即高管直接持股。本节我们就对上市公司高管股票激励计划进行具体探讨，并提出我们的建议。

1、股票与股票期权激励效应比较

股票激励主要包括限制性股票、业绩股票和业绩加速限制性股票。限制性股票是指以持续服务为条件、数量和授予时间都在授予时确定了的股票授予形式。业绩股票是在持续服务要求基础上，授予数量和业绩挂钩的一种股票授予形式。

业绩加速限制性股票则是在持续服务基础上,授予速度与业绩挂钩的一种股票授予形式。业绩可以是公司或个人业绩,业绩指标可以是股票价格、收入增长等,业绩越好,授予越快。

在公司高管激励方面,和期权相比,股票通常有如下几方面的优势:

第一,激励稳定。无论公司股价如何波动,公司高管都不得卖出股票,必须持有,这种股权激励是长期稳定的。期权的激励效应是不对称和不稳定的,期权的收益是非线性的,取决于股票市场价相对于执行价的变化。当市场股价高于执行价,期权的激励效应类似于股票,但当市场价大大低于执行价时,期权对公司高管可能一文不值,便失去了激励效应。当期权价值低时,公司高管通常要求公司降低执行价或授予新的股票期权。

第二,避免过高风险的投资。公司高管持有股票时,通常不会因公司股价的变化而从事高风险的投资项目。当公司高管持有期权时,公司高管则可能会因股价的高低而决定未来投资的风险程度。例如,股价大大低于执行价,公司高管的期权价值不大,进行高风险投资,虽然会减少股东价值,但有利于提高期权价值。

第三,利于采取适当的红利政策。公司高管自身持有股票,会更重视分红,提高整个股东收益(Total Shareholder Return)。期权奖励的只是资本或股票升值。持有期权的公司高管会尽量避免分红,而倾向于回购股票,提高股价。

第四,避免公司高管操纵。股价等其他指标很难衡量公司的价值。期权将公司高管薪酬与股价而不是会计盈利指标挂钩,一个关键的假设是,股市强式有效,股价反映了几乎所有的信息,公司高管不可能利用“太多”的内部信息获利。但最近美国一系列大公司会计丑闻表明,一些公司高管人员虚假报告盈利,操纵股价。金融市场失效,不仅降低了股权激励的力度,还鼓励了公司高管财务操纵。从股票激励来看,授予公司高管的股票不能卖出,财务和股票操纵的问题相对于期权会好些。

第五,激励经济成本低于股票期权。如前所述,作为激励的股票和股票期权的对于管理层的价值要低于对于公司的成本。价值(V)与成本(C)的比率是衡量不同股权激励效率的重要指标。由于股票期权的风险比股票大,股票的价值/成本比率要高于股票期权,换言之,股票是比股票期权成本更低的股权激励方式。

第六,股票比股票期权更简单和透明。授予股票的价值对股东、员工和媒体

比股票期权更为透明。股价乘以数量就得到股票价值，计算比较简单和直观。股票期权的计算则相对较复杂。例如，管理层可能认为虚值期权价值一文不值，但根据布莱克-斯尔斯公式计算出来的期权价值可能是天文数字。期权价值的复杂性，往往容易导致期权的滥用。

2、业绩股票在中国的实践及设计

我国上市公司从二十世纪九十年代初开始对股权激励制度进行积极的探索和实践，其中业绩股票奖励计划是应用最为广泛的一种模式。

业绩股票在我国上市公司中最先得到推广，其主要原因在于：（1）对于激励对象而言，在业绩股票激励模式下，其工作绩效与所获激励之间的联系是直接而紧密的，且业绩股票的获得仅决定于其工作绩效，几乎不涉及到股市风险等激励对象不可控制的因素。另外，在这种模式下，激励对象最终所获得的收益与股价有一定的关系，可以充分利用资本市场的放大作用，激励力度较大，但与此相对应的是风险也较大；（2）对于股东而言，业绩股票激励模式对激励对象有严格的业绩目标约束，权、责、利的对称性较好，能形成股东与激励对象双赢的格局，故激励方案较易为股东大会所接受和通过；（3）对于公司而言，业绩股票激励模式所受的政策限制较少。《公开发行证券的公司信息披露规范问答第2号-中高层管理人员激励基金的提取》为提取激励基金提供了法律依据。其中规定：“公司能否奖励中高层管理人员，奖励多少，由公司董事会根据法律或有关规定作出安排”；“公司发生设立中高层管理人员激励基金的行为，应当在公开披露文件中披露有关的决策程序、实际决策情况以及激励基金的发放情况，并在财务报表附注相关部分对会计处理情况作出说明”。业绩股票方案可操作性强，实施成本较低，一般只要公司股东大会通过即可实施。另外，在已实施业绩股票的上市公司中有将近一半为高科技企业，它们采用业绩股票模式的一个重要原因是目前股票期权在我国上市公司中的应用受到较多的政策和法律限制，存在较多的障碍。

业绩股票的来源方式有两种。多数公司采用按当时市价直接从二级市场购买的方式，例如“佛山照明”、“天药股份”等，也有公司借增发之机由管理层直接购买，例如“中远发展”。

业绩股票虽然是不同类型企业都可使用的一种股权激励模式，但它受企业外部环境和内部条件的双重影响，每个企业的行业背景、发展阶段、股权结构、人

员结构、发展战略与公司文化等都会对股权激励方案的要素设计产生影响，因此需要企业仔细分析自身情况，合理制定股权激励方案，否则，再完美的方案也会因为不符合企业自身情况而失效，甚至出现负面影响。从我国已经实施业绩股票激励制度的上市公司来看，各公司的激励方案各有特点，但要真正做到符合企业自身情况似乎又不那么容易。以下以泰达股份的业绩股票激励方案作一简单的分析和探讨。

泰达股份 1998 年度股东大会批准公司建立股权激励机制，并正式推出了《激励机制实施细则》。根据该实施细则，泰达股份将在每年年度财务报告公布后，根据年度业绩考核结果对有关人员实施奖罚。当考核合格时，公司将提取年度净利润的 2% 作为对公司董事会成员、高层管理人员及有重大贡献的业务骨干的激励基金，基金只能用于为激励对象购买泰达股份的流通股票并作相应冻结；达不到考核标准的要给予相应的处罚，并要求受罚人员以现金在 6 个月之内清偿处罚资金。奖惩由公司监事、财务顾问、法律顾问组成的激励管理委员会负责。

泰达股份的业绩股票激励方案体现了以下几个特点（1）激励模式选择恰当。泰达股份是一家综合类的上市公司，其业绩较为平稳，现金流量也较为充裕，因此比较适合实行业绩股票计划。（2）激励范围较为合理。泰达股份业绩股票计划的激励对象包括公司高级管理人员和核心骨干员工，既对管理层对公司的贡献作出了补偿，激励管理层为公司的长期发展及股东利益最大化而努力，同时也有利于公司吸引和留住业务骨干，保持公司在核心人力资源方面的优势。另外，这样的激励范围使公司的激励成本能得到有效控制，使成本 - 效益比达到较佳状态。

（3）激励力度偏小。公司激励方案确定的激励力度为不大于当年净利润的 2%，这一激励力度从实行业绩股票激励制度的上市公司总体看来是较低的。虽然公司的净利润基数较大，可以从一定程度上减弱激励力度偏小的影响，但由于参与激励基金分配的人数相对较多，故激励力度仍然没有得到有效提高。如公司 1998 年度的净利润为 1.334 亿元，按规定可提取 266.8 万元的激励基金，激励对象如果按 15 人计算的话，平均每人所获长期激励仅为 17.8 万元。在泰达股份的主营业务以传统化纤产品为主的时候，由于传统行业的企业对人才的竞争不象高科技企业那么激烈，因此激励力度偏小对股权激励效果的影响不会太明显。但近年来，泰达股份已逐步向基础设施公用事业转移，并在原有产业中重点投资发展一些技

术含量高、附加值高、市场潜力较大的高科技化纤产品，实现产品的结构调整和高科技创新，而高科技企业对人才的争夺将会比传统企业激烈得多，此时较小的激励力度对股权激励效果的影响可能也要明显得多。(4)股权激励的实施时机较为适宜。泰达股份的股权激励方案设计之时，正值公司对内部管理机制和行业及产品业务结构进行大刀阔斧的改革和重组创新，企业结构发生较大的调整。在此时进行股权激励制度安排有利于公司管理制度的整体设计，有利于股权激励制度与其它管理制度之间的协调和融合，降低制度安排和运行的成本，激励效果也较易发挥，同时也更易于为公司股东、员工和社会公众所接受。(5)业绩目标的设定缺乏弹性。在泰达股份的《激励机制实施细则》中，企业业绩年增长15%是其中最重要的考核指标之一，这一业绩目标对于企业目前的情况而言是较为适当的，一方面这一指标是可以达到的，另一方面是要经过努力才能达到，对激励对象而言，动力和压力并存。但企业和市场的情况千变万化，对于一个成熟的市场，企业要长时间地保持15%的业绩增长速度并非易事，如果最后这个业绩目标对于激励对象过高，那么业绩股票计划也就丧失了其应有的激励作用。这个时候如果希望股权激励计划继续发挥作用的话，就很可能需要对业绩股票方案重新进行设计，并由股东大会讨论决定。而如果泰达股份在一开始设计股权激励方案时就采用一些相对业绩指标，如高于同行业的业绩增长率多少个百分点等，日后就不需要再对此进行修改了。

从中国实践来看，业绩股票激励在我国目前有较强的实用性，是一种典型的、较为规范的股权激励模式，可以将激励对象的业绩与报酬较紧密地联系在一起。上市公司在采取业绩股票激励模式时，应注意以下几个方面。

(1) 业绩较为适合业绩稳定并持续增长、现金流充裕的企业，在股票期权的应用受到较大限制的情况下，也可适用于高科技企业，但激励效果可能会受影响，或者在激励效果不受影响的情况下，公司的激励成本可能会激增。因此，企业在选择激励模式时要慎重考虑，以免花了较大的代价却没有收到好的效果。

(2) 企业可以在适当的时候转换股权激励模式，以更好地适应当时的环境和条件，如高科技企业在目前可采用业绩股票模式，在条件成熟时可转换到股票期权这一更优的模式。这种以发展的眼光来看待和解决问题的方式可以收到较好的效果，当然，这对激励方案设计的要求也较高，应尽量保证激励模式转换的平

稳性和连贯性，另外在转换时机上也要把握好。

(3) 在业绩股票激励方案的设计中，应注意激励力度的确定是否合适。激励力度太大，则激励成本上升，对公司和股东而言，收益不明显，现金流的压力也会增大；而激励力度太小，激励成本和现金流压力减小了，但激励效果也很可能减弱了。因此公司应综合考虑各种因素，找到激励成本、现金流压力和激励效果之间的平衡点。一般而言，激励力度对于传统行业的企业而言可以低一点，对于高科技企业而言则相对要高一些。

(4) 业绩目标的确定。目前，在我国上市公司业绩股票激励方案的设计中，业绩目标的设定以绝对数值居多，较少有以相对业绩指标为业绩目标的。而这通常会导致这样的结果：当企业内外部条件发生变化时，原先的业绩目标可能就显得不大适合了，这时候就需要对激励方案进行修订并重新提交股东大会决议。而如果在最初对激励方案进行设计时尽可能地以相对业绩指标作为业绩目标，如行业的业绩增长率、银行的同期贷款利率等，则激励方案的适用性就会得到有效提高，省去了日后修改和重新决议的麻烦。

3、管理层强制持股设计

管理层强制持股指要求公司高管必须持有一定数量的公司发行在外的社会公众股。一方面是上市公司高级管理人员持有公司股份，成为公司股东，另一方面是这些高级管理人员是被强制成为股东的，更多地含有被约束的意思。管理层强制持股有别与股票授予的股权激励，后者是一种薪酬型的股权激励，前者是一种直接的产权型激励，要求管理层必须自己出资持有公司股票，购买股票的资金来源不是公司授予而是经营者自身承担。

绍兴百大（600840，现名新湖创业）是实施这一种方式的典型代表。1999年6月3日绍兴百大董事会通过了关于公司高级管理人员强制性持有公司股票的决定，主要内容是：包括公司总经理、副总经理、财务总监和董事会秘书必须强制性购买股票；购买股票由个人出资；股票在职期间不得流通等。此外，中兴通讯由于宣布H股增发而导致股权持续下跌之际，也采取了由公司高管人员在二级市场购买公司股票的方式。此举一方面旨在加强市场对公司的信心，而一方面也会对经营者施加相当程度的约束。中国联通股份有限公司在美国纽约证券交易所和香港联交所成功上市以来，对其高级管理人员实施的“强制持股”措施，

强制性持股在国外不是很普遍，国外股权激励主要是薪酬型的股权激励。但在中国目前公司治理还不健全的情况下，实现强制性持股对于保护股东利益有一定的积极意义。第一，形成更强的利益共同体。对薪酬型的股权激励如果是在高管现金收入不变，额外添加到高管薪酬之上，或者是在内部人控制现象严重，存在转移股东财富的情况下，激励的力度有限。直接的强制性管理层持股则有更强的激励，因为管理层把自己已有的一部分财富投入到公司中，高级管理人员和公司股东绑在一起，一旦公司业绩下降、股价下跌，高管就要完全承担损失，从而给经营者以相对程度的压力和约束，一荣俱荣、一损俱损，更易形成股东和高管的利益共同体，降低“委托——代理”成本，有效地减少高级管理人员的短期行为，利于上市公司的长远发展。第二，减少了投资者的顾虑，增加投资者信心。上市公司定期不定期向市场披露的各种信息是投资者、尤其是一些中小投资者了解公司运营情况，据以分析公司财务状况，决定是否投资的最重要的途径，而对这些信息了解和把握程度的不对称，造成了投资者和上市公司管理层之间的博弈。让上市公司的管理层加入到投资者的队伍中将能极为有效地减少这种信息的不透明、不对称，从而更好地稳定投资者。第三，受到的法律 and 政策的限制较少，比较容易实施。

管理层持股也有一定的局限性。让经营者完全自己出资购买股票，金额太小则不能起到约束作用，金额太大则可能超过经营者的购买能力。我们的建议是管理层强制持股应该与上市公司高管薪酬制度的整体改革结合起来，在提高对高管人员薪酬激励水平的同时推行管理层强制持股，将对高管人员的适度激励与长期激励有效结合，既促使高管人员更加努力地工作，同时也保证高管人员的长期薪酬与股东的长期利益保持一致。

4、管理层持股与国有股减持

推行股票激励计划同样也面临股票来源问题。在国有股减持的大背景的情况下，将管理层持股与国有股减持相结合，既为国有股减持提供了一个途径，又解决了股权激励计划的股票来源问题，达到了一箭双雕的目的。

通过经营管理者持有一定比例的原国有股，既有利于企业经营者激励约束机制的完善，又有利于国有经济在竞争领域的退出，实现国有经济的战略性重组，还能够促进国有企业股权多元化，逐渐形成有效的公司治理结构，而且还体现为

国有产权效能的提高和国有企业效率改善程度的提高,在一定程度上解决了国有产权缺位问题,实现了国有资产的优化配置和国有资产的保值增值。

协同推进国有股减持和股权激励机制的建立,可能面临的障碍包括以下两个方面:

(1)国有资产管理体制还未完全理顺。2002年11月8日,中共十六大报告确立了国有资产管理体制改革的新方向,报告提出“国家要制定法律法规,建立中央政府和地方政府分别代表国家履行出资人职责,享有所有者权益,权利、义务和责任相统一,管资产和管人、管事相结合的国有资产管理体制”;“关系国民经济命脉和国家安全的大型国有企业、基础设施和重要自然资源等,由中央政府代表国家履行出资人职责。其他国有资产由地方政府代表国家履行出资人职责”;“中央政府和省、市(地)两级地方政府设立国有资产管理机构”等原则。2003年3月10日,十届全国人大一次会议第三次会议经表决,通过了关于国务院机构改革方案的决定;4月6日,国家国有资产监督管理委员会正式挂牌成立。新的国有资产管理体制改革在国资管理职能和社会公共职能分离方面迈出了关键一步。但在具体操作层面上还面临着许多细节问题:在统一所有的前提下,如何明确界定中央和地方行使所有权的界限?由于国有资产的规模过于庞大,例如目前属于国家国资委监管的中央企业196家,它们的总资产为6.9万亿元,国资委如何保持有效的监管跨度和组织层次?国有资产管理机构既是国有资产管理的游戏规则制定者,又是执行过程中的参与者,既是“裁判”,又是“球员”,如何避免和消除其中的角色冲突?如何有效地监督“监督者”?等等。在国有资产管理体制没有完全理顺的情况下,在国有股减持和建立国有企业股权激励机制过程中,极易产生国有资产量化给个人、造成国有资产流失问题。

(2)相关法律法规不健全。国有股减持给管理层的方式,可以由大股东转让国有股给管理层或公司回购国有股股东股票,无偿授予或出售给管理层。减持的实现涉及到国有股股权性质变更、公司库藏股制度等,这方面规范的法律和制度规定还比较缺乏,使国有股部分减持给国有企业经营管理者操作具有较大难度。

针对中国目前的现状,在协同推进国有股减持和股权激励过程中,要注意以下几方面的问题:

(1) 深化国有资产管理体制改革、建立国有资产分级所有的管理体制，尽快出台国有资产交易、处置方面的法律，通过法律保证国有股权交易的公正、公平和公开。国有资产分级所有、国有股减持和股权激励制度建立等重大改革措施的推进，必须是以法律为准绳，保证公平、公正和公开，不允许某些利益集团借改革之名侵吞国有资产。

(2) 确定适当的国有股减持比例与经营者持股数量。如果减持比例太低，无法实现国有经济战略性调整、规范国有企业法人治理结构的目的，对经营者也缺少必要的激励力量；如果减持比例太高，对流通股市场的冲击可能太大，包括经营管理者在内的各类国有股受让对象的购买能力可能无法承受。要根据企业规模、经营情况、高管购买能力的行业性质确定国有股减持比例和经营者持股数量。

尽管通过国有股减持来推进上市公司高管人员持股具有多种优点，但考虑到国有股减持目前存在的种种困难，通过国有股减持来实现高管持股难度极大，只能等待国有股减持工作取得突破才能真正付诸实施。

5、小结：中国实施高管股票激励的政策建议

股票激励虽然不如股票期权激励“高效”，也不如后者流行，但也具有激励稳定、简单透明、经济成本低的优点，更适合我国上市公司目前的实际情况。股票期权激励制度要真正在中国大量实施，还存在明显的政策和法律障碍，只有在法律修改和有关部门政策调整后才有可能成为现实，而实施高管持股则无任何政策和法律障碍，上市公司应该积极推进这一制度建设。我们建议中国证监会应积极制定有关政策，尽快推动上市公司高管股票激励制度的建立。

我们建议上市公司可以建立结合业绩股票奖励和高管强制持股的股票激励机制。具体建议如下：

(1) 上市公司首先要建立有效的高管货币薪酬制度。第一，应该适当提高高管人员的货币薪酬；第二，严格限制高管人员的“灰色”收入，或者采取切实措施使这些“灰色”收入透明化，成为高管人员货币收入的组成部分；第三，改革高管人员职务消费管理制度，促使高管人员职务消费“透明化”。

(2) 建立激励基金制度，激励基金的全部或者大部分只能用于购买公司股票。业绩股票激励机制应设计得当，业绩目标确定合理，激励力度符合企业的实际情况，该模式在适当的时机可以转换为股票期权方式。

(3) 结合高管人员的货币薪酬改革，推行强制持股制度。建议在高管人员货币薪酬改革中，明确规定新增加的货币薪酬全部或其中部分必须用于购买公司股票并长期持有。

原则上，股票激励和强制持股的股票都应该从二级市场上购入。但对于那些股价受到严重操纵的上市公司，业绩股票奖励计划和高管强制持股的股票来源可以通过向证券管理部门申请在新股增发中保留一定额度获得。

主要参考文献：

Bebchuk, Lucian Arye and Jesse M. Fried, 2003. “Executive Compensation as an Agency Problem”, *The Journal of Economic Perspectives*, Vol. 17, No. 3, Summer 2003.

Core, John E., Wayne R. Guay, and David F. Larcker, 2003. “Executive Equity Compensation and Incentives: A Survey”, *FRBNY Economic Policy Review*, April 2003.

Hall, Brian J. and Kevin J. Murphy, 2003. “The Trouble with Stock Option”, *The Journal of Economic Perspectives*, Vol. 17, No. 3, Summer 2003.

Hall, Brian J., “Equity-Pay Design for Executives”, *Harvard Business School course materials*, September 2002.

Jensen, Michael C. and Kevin J. Murphy, 1990. “Performance Pay and Top-Management Incentives”. *Journal of Political Economy*, Vol. 98, No. 2 (April 1990).

Meulbroek, Lisa K., 2001. “The Efficiency of Equity-linked Compensation: Understanding the Full cost of Awarding Executive Stock Option.” *Financial Management*. Vol. 30, No.2 (2001).

段亚林，2001年。“上市公司股票期权制度设计与监管”，深圳证券交易所研究报告。

李增泉，2000 年。“激励机制与企业绩效——一项基于上市公司的实证研究”，《会计研究》2000 年第 1 期。

上海荣正投资咨询有限公司，《中国企业家价值报告（2003）》，百家出版社

魏刚，2000 年。“高级管理层激励与上市公司经营绩效”，《经济研究》第 3 期。

谌新民，刘善敏，2003 年。“上市公司经营者报酬结构性差异的实证研究”，《经济研究》2003 年第 8 期。