

王
烨·著

国资控股与股权激励有效性

——基于我国上市公司的实证研究

合

246

版
社

王
焱·著

-48

国资控股与股权激励有效性

——基于我国上市公司的实证研究

合肥工业大学出版社

F279.246

W411

本书系安徽高校省级人文社会科学研究重点项目“国资控股与股权激励有效性——基于我国上市公司的实证研究(项目批准号:2010sk207zd)”的最终研究成果,并受教育部研究生培养创新计划项目“南京大学国际化会计学博士生项目(IAPHD)”资助。

图书在版编目(CIP)数据

国资控股与股权激励有效性:基于我国上市公司的实证研究/王烨著. —合肥:合肥工业大学出版社,2010.4

ISBN 978-7-5650-0182-6

I. 国… II. 王… III. ①上市公司—股权—管理—研究—中国
②上市公司—公司管理—研究—中国 IV. F279.2

中国版本图书馆 CIP 数据核字(2010)第 064770 号

国资控股与股权激励有效性

——基于我国上市公司的实证研究

王 烨 著

责任编辑 疏利民

特约编辑 陈晴晴

出 版 合肥工业大学出版社

版 次 2010 年 4 月第 1 版

地 址 合肥市屯溪路 193 号

印 次 2010 年 4 月第 1 次印刷

邮 编 230009

开 本 710 毫米×1000 毫米 1/16

电 话 总编室:0551—2903038

印 张 11

发行部:0551—2903198

字 数 180 千字

网 址 www.hfutpress.com.cn

印 刷 安徽江淮印务有限责任公司

E-mail press@hfutpress.com.cn

发 行 全国新华书店

ISBN 978-7-5650-0182-6

定价:26.00 元

如果有影响阅读的印装质量问题,请与出版社发行部联系调换。

前言

以 2006 年《上市公司股权激励管理办法》和《国有控股上市公司（境内）实施股权激励试行办法》两个文件的颁布为标志的股权激励改革，是我国国有企业高管薪酬改革进程中继年薪制后又一重大举措。基于我国国有控股公司一直存在的高管长期激励不足问题，股权激励改革被市场各方视作是完善公司激励机制，提高公司价值的重要之举。并且，这次股权激励改革是在股权分置这一根本性市场制度环境发生革命性变革的基础上推进的，是真正意义上的股权激励制度的改革。因此，其实施效果备受关注。

国外的理论研究和实践经验表明，股权激励的必要性源自所有权与经营权分离下因信息不对称而产生的经营者道德风险问题，而股权激励有效性则取决于各种公司治理机制和制度环境的配套和完善。与西方成熟市场不同，我国证券市场是一个转型经济中的新兴市场。在我国，绝大多数上市公司是从国有企业改制而来，国资控股是证券市场的普遍现象，从而，行政干预下的内部人控制是转型经济中的我国国有控股公司的基本治理特征（吴敬琏，1995；张春霖，1995），这与美国等西方成熟的股权激励实施的制度环境存在很大差异。内部人控制使得股权激励成为必要，但股权激励也可能会由于“内部人寻租”问题而难以有效；行政干预如高管的行政任命制等既能在市场机制不完善的条件下抑制内部人控制，但却会因为公司目标的多元化而削弱股权激励有效性。我国上市公司特有的治理特征对股权激励的有效性有何影响？政府干预怎样影响股权激励的效果？如何从制度上保证股权激励成为解决代理问题的机制，而不是沦为代理问题的来源？是摆在监管层、学术界和实务界面前的重要课题。

借鉴国外研究方法，国内有大量文献基于高管持股对股权激励的价

值效应进行了检验,但是,少有研究关注我国上市公司特有的治理特征特别是政府干预对股权激励有效性的影响,而这恰恰可能是影响股权激励有效性的关键所在。本书以2005—2008年期间公布股权激励计划的上市公司为研究样本,从股权激励计划的选择、股权激励强度和股权激励价值效应三个方面,对国资控股、政府干预与股权激励有效性之间的关系进行理论分析和实证检验。本书用三种方法对政府干预程度进行度量:首先,根据樊纲、王小鲁和朱恒鹏(2006)编制的中国各地区市场化相对进程的数据及其子数据构建各地区政府干预指数——这是一种已被广泛地运用于研究中国各地区的制度环境,并具有较好解释力的方法;其次,在稳健性检验中,借鉴谭劲松等(2008)的做法,使用地方政府行政辖区内上市公司数量和上市公司经济影响力作为政府干预程度的代理变量。

本书实证检验结果发现:相对于非国有控股公司,国有控股公司更不倾向于选择股权激励;所处地区的政府干预程度越强,国有控股公司选择股权激励计划的可能性就越小,也就是说,政府干预影响了国有控股公司对股权激励计划的选择,使得股权激励机制的有效性在初始选择环节就受到了一定程度的抑制。研究还发现:相对于非国有控股的公司,国有控股公司授予的股权激励份额较少,激励强度较弱。而且,公司授予高管层的股权激励份额,随着其所处地区的政府干预程度的增强而减少,而这种情况在国有控股的公司中表现得更为突出,即所处地区政府干预程度越强,国有控股公司授予的股权激励份额就越少。也就是说,政府干预不仅削弱了国有控股公司选择股权激励的意愿,而且抑制了国有控股公司实施股权激励的强度。

在股权激励的价值效应方面,检验结果发现:实施股权激励的公司比没有实施股权激励的公司有更高的市场价值;然而,政府干预对股权激励的价值效应产生了消极的影响,检验结果表明,所处地区政府干预程度越大,股权激励的价值效应就越小。对国有控股公司样本的进一步分析发现,上述情况在国有控股公司中也显著存在。相对于没有实施股权激励的国有控股公司,实施股权激励的国有控股公司市场价值更高;但所处地区政府干预越强,国有控股公司实施股权激励的价值效应就越小,也就是说,对于国有控股公司来说,政府干预弱化了实施股权激励的价值效应。

本书的研究结果表明,政府干预不仅对公司选择股权激励的动机产

生消极影响,而且会削弱股权激励的价值效应。这意味着,要想提高股权激励的有效性,解决国有控股公司经营者长期激励不足的问题,不仅需要完善各种内部公司治理机制,更需要改善政府治理,约束政府对国有控股公司的过多干预;引进市场化用人机制,改革政府对国有控股公司高管的行政任命制,对股权激励效应的发挥具有极其重要的意义。

本书选题的初衷是期望从我国上市公司特有的治理特征特别是政府干预这一更为根本性的制度层面来考察影响我国股权激励有效性的因素及其机制,而国内同类文献大多仅仅关注股权激励的价值效应,这正是本书的边际贡献所在。诚然,受个人水平和时间所限,本书可能存在不少纰漏甚至错误,欢迎也希望得到同行专家、读者的批评指正。

王 烨

2010年3月于龙子湖畔

目 录

前 言	(1)
第一章 引 言	(1)
第二章 股权激励效应：文献综述	(8)
第一节 国外关于股权激励效应的争议与检验	(8)
第二节 国内关于股权激励效应的研究	(17)
第三章 我国股权激励的发展与现状	(22)
第一节 作为产权制度改革的高管人员持股阶段	(22)
第二节 “变通”股权激励的探索阶段	(24)
第三节 真正意义上的股权激励阶段	(30)
第四章 国资控股与我国上市公司的治理特征	(38)
第一节 国企改革与上市公司的国资控股	(38)
第二节 国资控股与上市公司的治理特征	(59)
第五章 国资控股与股权激励有效性的理论分析	(77)
第一节 内部人控制与股权激励有效性分析	(77)
第二节 政府干预与股权激励有效性分析	(80)

第六章 国资控股、政府干预与股权激励计划的选择

——基于 2005—2008 年上市公司数据的实证分析 (93)

第一节 研究假说和研究设计 (93)

第二节 检验结果及分析 (112)

第七章 国资控股、政府干预与股权激励的价值效应

——基于 2005—2008 年上市公司数据的实证分析 (137)

第一节 研究假说和研究设计 (137)

第二节 检验结果及分析 (144)

第八章 全书总结 (150)

第一节 研究结论与启示 (150)

第二节 本书创新、局限性与未来研究方向 (153)

参考文献 (156)

第一章 引言

中国证监会、国务院国有资产监督管理委员会、财政部等有关部门于 2006 年颁布的《上市公司股权激励管理办法》和《国有控股上市公司（境内）实施股权激励试行办法》两个文件拉开了我国上市公司股权激励改革的序幕。根据 Wind 资讯的统计，截至 2009 年 5 月，沪深两市已有 137 家上市公司公告或实施了股权激励计划。而且，随着时间的推移，将会有越来越多的公司推出股权激励方案。股权激励是我国国有企业高管薪酬改革进程中继年薪制后又一重大举措，基于我国国有控股上市公司一直存在的高管长期激励不足问题，股权激励改革被市场各方视为是完善公司激励机制，提高公司价值的关键之举。我国上市公司特有的治理特征对股权激励的有效性有何影响？哪些公司适合实施股权激励？如何从制度上保证股权激励成为解决代理问题的机制，而不会沦为代理问题的来源？是摆在监管层、理论界和实务界面前的重要课题。

股权激励在国外有着广泛的运用。美国在 20 世纪 70 年代就开始对高管进行股权激励，到 20 世纪末，在美国排名前 1000 的公司中，有 90% 的公司对高管授予了股票期权，股票期权在高管总收入中的比重也从 1976 年的不到 20% 上升到 2000 年的 50%，通用、可口可乐、强生、迪斯尼等 10 家大公司的期权收益甚至占到高管总收入的 95% 以上。股权激励在实践中的盛行，引发了国外学术界对其激励效应的广泛关注。股权激励的理论研究长期以来形成以 Mirrlees (1976)、Holmstrom (1979)、Holmstrom 和 Milgrom (1987) 等发展的最优契约 (Optimal Contracting) 理论为主导的研究传统。根据最优契约理论，通过在投资者或作为投资者代表的董事会与经理人之间订立的隐性或显性激励契约 (Incentive Contract)，把对经理人专用性投资的薪酬（年薪、奖金、股票期权等）建立在企业业绩等可证实的指标上，从而使经理人在一定程度上按照投资者的利益行事。在最优契约论的框架下，早期的实证研究集中于检验股权激励与公司业绩（或公司价值）之间的关系。其中，Jensen 和 Murphy (1990) 开启了实证分析经理人员薪酬契约的先河，

他们通过计算经理薪酬对公司业绩的弹性系数,发现经理薪酬与公司价值之间的关系主要是由高管持有的股权(包括股票和期权)所驱动的,但公司价值与高管薪酬之间的关系较弱。自此以后,有众多的文献都沿用类似的方法对他们提出的问题继续进行了研究。根据 Murphy (1999)对这些文献的综述,平均来看,美国上市公司高级经理人员的货币性报酬主要由工资、年度奖金和股票期权三部分构成,近年来股票期权所占的比重越来越大。但是,经理人员较高的货币报酬并非与公司业绩高度相关,股权激励并没有起到应有的作用。基于股权激励的经验发现与理论预期的差异,加之,近年来美国公司 CEO 的年薪高速增长,而会计丑闻却不断发生,近期文献开始关注股权激励中的代理问题。综合这类文献,股权激励的弱效应甚至是负效应主要表现在以下两个方面,一是股权激励诱发的盈余管理和信息披露问题(例如, Yermack, 1997; Aboody 和 Kasznik, 2000; Callaghan 等 2002; Chauvin 和 Shenoy, 2001; Coles 等, 2006; Cheng 和 Warfield, 2005; Burns 和 Kedia, 2006; 等),二是经理层薪酬中的“过度支付”问题(Bebchuk 和 Fried, 2003、2004; Core 等, 1999; Cyert 等, 2002; Bertrand 和 Mullainathan, 2000; Hartzell 和 Starks, 2003; Parthiban 等, 1998; Borokhovich 等, 1997; 等)。针对上述问题, Bebhuk, Fried 和 Walker (2003)等学者提出了管理层权力论,认为,由于不完善的公司治理结构,经理层实质上成为其薪酬制定的控制者,从而旨在降低代理成本的激励机制实际上成为经理层寻租的工具。但同样有研究指出,遗漏变量或内生性等方法论上的缺陷是导致相关文献发现上述非理性现象的原因,例如, Saly (1994) 和 Acharya 等 (2000) 的认为,虽然股权的重新定价 (Repricing) 可用经理层权力论来解释,但若考虑到不重新定价,从而丧失优秀经理对股东造成的损失可能远高于公司重新定价的成本,则股权的重新定价就是一种最优契约的行为; Balsam 和 Miharjo (2007) 对股权激励与经理人自愿离职之间关系的检验为上述理论提供了经验证据。Becker (2006) 和 Brisley (2006) 的研究也分别提供了经理人的风险态度和公司的风险程度对经理薪酬“过度支付”现象的解释作用。基于上述有关股权激励效应的争论,如何从制度层面上解释股权激励效应是国外未来的研究热点。但是,与美国等西方国家相比,无论在微观还是宏观层面上,我国上市公司都表现出一些特殊的制度特征,例如:国资控股从而政府干预和内部人控制;资本市场、产品市场和经

理人市场等在内的外部市场制度的非市场化特征。我国转型经济独有的制度背景和上市公司特殊的治理特征对股权激励有效性有何影响？如何保障股权激励在国有控股上市公司中发挥应有的治理作用？仍需基于我国制度背景的研究。

国内对股权激励的关注由来已久，由于以股票期权和限制性股票等为主要形式的真正意义上的股权激励最近才在上市公司展开，因此，既有的实证研究大多是从高管持股的角度来进行的（魏刚，2000；李增泉，2000；张小宁，2002；朱国泓和方荣岳，2003；李维安和张国萍，2005；俞鸿琳，2006；王华和黄之骏，2006；夏纪军和张晏，2008；等等），只有很少的文献讨论到了股权激励的问题。其中，周建波和孙菊生（2003）以2001年报中披露的已经对经营者进行股权激励的上市公司为样本，运用34家上市公司的经验证据考察了公司治理特征、经营者股权激励与公司经营业绩提高之间的关系，结果表明，对于那些内部治理机制弱化的公司，经营者存在利用股权激励机制为自己谋利掠夺股东利益的行为。但研究未对我国上市公司特殊的治理特征之于股权激励有效性的影响给予关注，而且，检验数据是2006年股权激励制度改革之前的，由于制度环境的限制和相关法律规范的障碍，2006年前我国企业自行试行的各种股权激励模式的激励效果并未能完全发挥出来，进而对相关实证研究结果的可靠性产生影响。

2006年，以《上市公司股权激励管理办法》和《国有控股上市公司（境内）实施股权激励试行办法》两个文件的颁布为标志的股权激励改革，是以股权分置改革和相关法律规范的修订为基础的，是一次真正意义上的股权激励制度改革。就股权激励制度本身而言，我国上市公司已公布或实施的股权激励计划与国外成熟和标准的股权激励制度没有什么差异，然而，我国却有着与美国等西方国家非常不同的公司治理特征和制度环境。那么，我国上市公司特殊的治理特征对上市公司选择股权激励的动机以及已实施的股权激励效果有何影响？是一个需要检验的焦点问题。

吕长江等（2009）以2005年1月1日至2008年12月31日公布股权激励计划草案的公司为样本，研究了我国上市公司设计的股权激励方案的特征及其激励效应。研究发现，上市公司设计的股权激励方案既存在激励效应又存在福利效应。研究认为，激励型公司和福利型公司存在差异的原因在于公司治理结构安排。胡国强和彭家生（2009）以2005—

2007 年我国 A 股市场实施股权激励的上市公司及其配对样本为研究对象,考察了股权激励与财务重述的相关关系。研究结论支持了有股权激励尤其有基于股价的股权激励模式的上市公司经营者可能有短期盈余操纵行为的观点。张宏敏等(2009)以股权分置改革后,中国上市公司 2006—2008 年的数据为基础,以股票期权薪酬绩效敏感度(PPS)作为研究变量,对股票期权薪酬激励效果影响因素进行了实证分析。结果表明:成长性机会高的公司、资产负债率低的公司、股权集中度低的公司实施的股票期权激励效果显著得更好;私营性质上市公司股票期权激励效果显著得更好。程仲鸣和夏银桂(2008)基于中国国有企业与制度变迁背景,以 2001—2006 年宣告实施股权激励的国有上市公司为样本,实证检验了股权激励对公司价值的改善作用。结果发现,对国有企业的经理人实行股权激励能提高公司价值,受地方政府控制的公司,股权激励更能明显增加公司价值。并且,股权分置改革这种制度变迁进一步改进了原有的激励效果。

上述研究结果为我们了解 2006 年股权激励制度改革后公布或实施股权激励的效果提供了有益的帮助,但既有的研究并未充分重视我国上市公司特有的治理结构和制度环境对股权激励有效性的影响。众所周知,国资控股是我国绝大多数上市公司的基本治理特征,而政府干预是影响我国国有控股上市公司治理有效性的关键因素。政府干预是否会影响上市公司对股权激励机制的需求?国资控股从而政府干预对股权激励的有效性有何影响?这些更为根本性的问题需要我们作出进一步的解答,而这正是本书致力于研究的目的之所在。

本书以 2005—2008 年期间公布股权激励计划的上市公司为研究样本,从股权激励计划的选择、股权激励强度和股权激励价值效应三个方面,对国资控股、政府干预与股权激励有效性之间的关系进行理论分析和实证检验。对国资控股、政府干预之于股权激励有效性的影响,本文从股权激励计划的初始选择和实施两个环节来考察,其中,初始选择环节又从股权激励计划选择和股权激励强度两个维度来展开;而实施环节则主要检验已实施股权激励计划的价值效应。我们知道,这次股权激励改革是在相关法律环境和市场环境发生转折性变化的背景下实施的,没有了过去所存在的法律方面的障碍,更有有利的市场环境的支持,因而,是否选择和实施股权激励计划以及授予高管层多少激励份额是上市公司的自愿行为。同时,基于我国国有控股上市公司一直存在的高管长

期激励不足问题，股权激励改革被市场各方视作是完善公司激励机制，提高公司价值的关键之举，特别是对于中小股东，基于股价的考核激励机制和股权激励的措施会使其相信控股股东、经理层和他们的利益是一致的，故而，上市公司是否选择和实施股权激励计划以及给予高管层什么样的股权激励强度，则被视为完善公司治理机制和增加公司价值的行为。因此，考察政府干预对国有控股上市公司股权激励计划选择行为和股权激励强度的影响，既能够剖解国有控股上市公司选择股权激励计划的制度性因素，还能从另一个角度验证股权激励的有效性。

本书用三种方法对政府干预程度进行度量：首先，根据樊纲、王小鲁和朱恒鹏（2006）编制的中国各地区市场化相对进程的数据及其子数据构建各地区政府干预指数——这是一种已被广泛地运用于研究中国各地区的制度环境，并具有较好解释力的方法；其次，在稳健性检验中，借鉴谭劲松等（2008）的做法，使用地方政府行政辖区内上市公司数量和上市公司经济影响力作为政府干预程度的代理变量。本书实证检验结果发现：

相对于非国有控股公司，国有控股公司更不倾向于选择股权激励；所处地区的政府干预程度越强，国有控股公司选择股权激励计划的可能性就越小，也就是说，政府干预影响了国有控股公司对股权激励计划的选择，使得股权激励机制的有效性在初始选择环节就受到了一定程度的抑制。同时，相对于非国有控股的公司，国有控股公司授予的股权激励份额较少，激励强度较弱。而且，公司授予高管层的股权激励份额，随着其所处地区的政府干预程度的增强而减少，而这种情况在国有控股的公司中表现得更为突出，即所处地区政府干预程度越强，国有控股公司授予的股权激励份额就越少。也就是说，政府干预不仅削弱了国有控股公司选择股权激励的意愿，而且抑制了国有控股公司实施股权激励的强度。

在股权激励的价值效应方面，检验结果发现：实施股权激励的公司比没有实施股权激励的公司有更高的市场价值；然而，政府干预对股权激励的价值效应产生了消极的影响，检验结果表明，所处地区政府干预程度越大，股权激励的价值效应就越小。对国有控股公司样本的进一步分析发现，上述情况在国有控股公司中也显著存在。相对于没有实施股权激励的国有控股公司，实施股权激励的国有控股公司市场价值更高；但所处地区政府干预越强，国有控股公司实施股权激励的价值效应就越

小，也就是说，对于国有控股公司来说，政府干预弱化了实施股权激励的价值效应。

本书的研究结果表明，政府干预不仅对公司选择股权激励的动机产生消极影响，而且会削弱股权激励的价值效应。这意味着，要想提高股权激励的有效性，解决国有控股公司经营者长期激励不足的问题，不仅需要完善各种内部公司治理机制，更需要改善政府治理，约束和减少政府对国有控股公司的过多干预；引进市场化用人机制，改革政府对国有控股公司高管的行政任命制，对股权激励效应的发挥具有极其重要的意义。

本书其余部分安排如下：

第二章，文献综述。本章从国外和国内两个方面，对有关股权激励效应的理论和实证研究进行梳理和总结，以突出本书选题的理论价值及可能的学术贡献。首先，梳理国外文献关于股权激励效应的“最优契约论”和“经理层权力论”两种不同的理论观点，并总结相应的经验研究证据。接着，从规范和实证两个角度对国内研究进行回顾，其中，有关股权激励效应的实证研究，按照我国股权激励制度的三个发展阶段来展开。

第三章，我国股权激励的发展与现状。介绍和分析我国股权激励制度的三个历史发展阶段：即作为产权制度改革的高管人员持股阶段；“变通”股权激励的探索阶段；以及真正意义上的股权激励阶段。其中，对第三阶段，在分析相关制度背景的基础上，运用已公布股权激励方案的公司的数据，对股权激励方式、进度和行业分布等方面进行统计分析和考察。

第四章，国资控股与我国上市公司的治理特征。介绍和分析我国上市公司的治理特征，包括两个大方面：国企改革与上市公司的国资控股；国资控股与我国上市公司的治理特征。这两个方面相互联系，构成我国上市公司“政府干预下的内部人控制”的基本治理特征，其中第一个方面是我国上市公司治理特征的来源，也是影响治理特征的因素。

第五章，国资控股与股权激励有效性的理论分析。根据前三章的讨论，本章对国资控股下的上市公司治理特征与股权激励有效性之间的关系进行理论分析，其中着重剖析政府干预对股权激励有效性的可能影响。

第六章，国资控股、政府干预与股权激励计划的选择——基于 2005

—2008 年上市公司数据的实证分析。在第五章理论分析的基础上,本章对国资控股、政府干预与股权激励计划的选择之间关系提出研究假说,并进行实证检验和分析。

第七章,国资控股、政府干预与股权激励的价值效应——基于 2005—2008 年上市公司数据的实证分析。在第五章理论分析的基础上,本章对国资控股、政府干预与股权激励价值效应之间关系提出研究假说,并进行实证检验和分析。

第八章,全书总结。包括研究结论与启示;本书创新、局限性与未来研究方向两个部分内容。

本书的总体框架如图 1-1 所示。

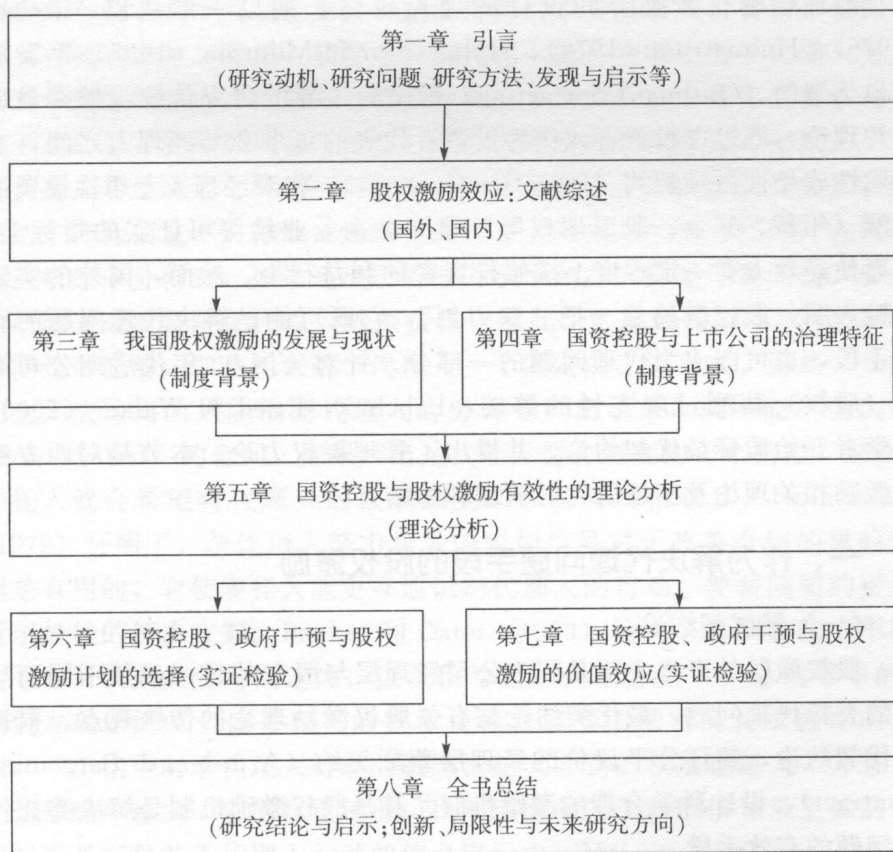


图 1-1 本书的总体框架

第二章 股权激励效应：文献综述

第一节 国外关于股权激励效应的争议与检验

经理层股权激励合约设计的理论研究长期以来形成以 Mirrlees (1976)、Holmstrom (1979)、Holmstrom 和 Milgrom (1987) 等发展的最优契约 (Optimal Contracting) 理论为主导的研究传统。根据最优契约理论, 通过在投资者或作为投资者代表的董事会与经理人之间订立的隐性或显性激励契约 (Incentive Contract), 将对经理人专用性投资的薪酬 (年薪、奖金、股票期权等) 建立在企业业绩等可证实的指标上, 从而使经理人在一定程度上按照投资者的利益行事。然而, 国外的实践经验表明, 股权激励是一把“双刃剑”, 它既可能是解决代理问题的有效手段, 也可能成为代理问题的一部分。针对美国 90 年代后期公司高管 (股权) 薪酬过度支付的弊端, Bebchuk, Fried 和 Walker (2003) 等学者开始质疑最优契约论, 并提出了管理层权力论。本节是对西方股权激励相关理论及实证研究的梳理和总结。

一、作为解决代理问题手段的股权激励

(一) 最优契约论

股权激励的产生主要是因为公司经理层与股东的目标函数不同而导致的委托代理问题, 最优契约论是有关股权激励理论的传统观点。根据最优契约论, 签订公平议价的经理层薪酬契约 (Arm-length Bargaining Contract), 设计科学合理的激励机制尤其是股权激励机制是解决委托代理问题的有效手段。

所有权和经营权的分离是现代企业组织形式的重要特征。由于所有者和经营者的目标函数不同, 两权分离必然产生委托—代理关系中的利益冲突。由于作为资产经营管理者的经理层的所得仅仅是薪酬, 股东财

富最大化并不意味着经理层的利益最大化，所以经理层缺乏最大化企业价值的动力。不过，“委托人通过对代理人进行适当的激励，以及通过承担用来约束代理人越轨活动的监督费用，可以使其利益偏差有限”（Jensen 和 Meckling, 1976）。根据 Jensen 和 Meckling 的代理理论，代理成本来源于经营者不是企业剩余权益的拥有者这一事实，如果让经营者成为企业剩余收益的拥有者，则可减少代理成本。因此通过经理层持股的方式，让代理人成为部分剩余权益的拥有者，能够降低剩余索取权与剩余控制权的不匹配，从而促进股东和经理层利益一致。

两权分离导致了委托代理问题产生的可能性，现实经济生活中广泛存在的信息不对称使这个问题成为现实。由于信息不对称，委托代理契约实际上是一种不完全的契约，这使得契约本身具有交易费用，也即代理具有代理成本。委托人监督和控制代理人的行为需要关于代理人努力程度的信息，然而，信息不对称致使委托人不容易或不能完全观察到代理人的行为，特别是代理人的努力程度仅通过表象是难以观察到的，只有代理人自己清楚自身的努力程度。因此，如何设计科学而合理的薪酬契约，降低信息不对称性，显得至关重要。Holmstrom (1979) 在代理理论模型中分析到，如果经理层的努力水平和产出都是可观测的，委托人就能通过监督避免代理人逃避责任，因此，签订最优的（First Best）合同是可能的，即委托人给予代理人一个固定的工资形式。但是，如果完全无法预测而只能推测代理人的努力和产出水平，就可能产生次优（Second Best）的合同。如果产出是代理人努力程度的一个信号，那么，委托人就会希望将代理人的报酬和他的产出绩效相联系。Holmstrom (1979) 证明了，与代理人努力相关的附加信号对于改善合同的风险分担是有用的，它使委托人能更好地识别代理人的行动，使薪酬契约更接近于最优的解决方案。Banker 和 Datar (1989) 检验了薪酬契约中不同信号相对权重是如何决定的，以及信号是如何整合到一体化信号中的。他们发现任何两个信号相关的权重是各自信号的精密度及敏感性的函数。一个信号对于代理人行动的敏感性越大，它的权重也越大，并且一个信号噪声越大，它的权重越低。代理理论中关于薪酬信号最主要的评定标准是信号关于代理人行动的信息揭示力。Holmstrom 认为，在金融市场高效的情况下，股价是一个较好的管理层努力的信号和评价指标，基于股权的激励机制可以减少代理成本。

概括地说，代理理论是关于股权激励缘起的基本理论，最优契约论