



西姆股权激励 系列丛书

THE SHAREHOLDER VALUE MYTH

HOW PUTTING SHAREHOLDERS FIRST HARMS INVESTORS,
CORPORATIONS, AND THE PUBLIC

股东价值迷思

[美] 琳恩·斯托特 (Lynn Stout) 著 张馨月 译

华尔街大鳄难以下咽的几本书之一



机械工业出版社
CHINA MACHINE PRESS

THE
SHAREHOLDER VALUE MYTH
HOW PUTTING SHAREHOLDERS FIRST HARMS INVESTORS,
CORPORATIONS, AND THE PUBLIC

股东价值迷思



高管、投资人、财经报道，甚至是学校的教科书，都在高唱“股东价值最大化”的圣歌；本书的作者，公司法专家琳恩·斯托特却打破了这看似欢愉的宁静，揭穿了“公司法赋予股东至上”之谜。斯托特论述了股东价值思想是如何危害到投资人，迫使管理者目光短浅地聚焦短期利益，抑制投资和创新，使企业变得粗鄙、缺乏社会公德心和不靠谱的。她也由此触摸到了公司的“初心”，即更好地满足投资人、企业和社会的需求。



西姆股权激励 系列丛书

华尔街大鳄难以下咽的几本书之一

股东价值迷思

[美] 琳恩·斯托特 (Lynn Stout) 著

张馨月 译



THE SHAREHOLDER VALUE MYTH

HOW PUTTING SHAREHOLDERS FIRST HARMS INVESTORS,
CORPORATIONS, AND THE PUBLIC



机械工业出版社
CHINA MACHINE PRESS

此为试读, 需要完整PDF请访问: www.ertongbook.com



西姆股权激励 系列丛书

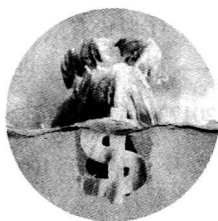
THE
SHAREHOLDER VALUE MYTH

HOW PUTTING SHAREHOLDERS FIRST HARMS INVESTORS,
CORPORATIONS, AND THE PUBLIC

股东价值迷思

[美] 琳恩·斯托特 (Lynn Stout) ◎著 张馨月 ◎译

华尔街大鳄难以下咽的几本书之一



机械工业出版社
CHINA MACHINE PRESS

“股东价值最大化”是世界上最愚蠢的思想。美国公司法专家琳恩·斯托特从对法律和经济学理论的研究，到相关法案的分析，再到实证研究的思考，以环环相扣的论证，彻底颠覆你对原有经济学“真理”的认知。

The Shareholder Value Myth / By Lynn Stout / ISBN: 9781605098135

Copyright© 2012 by Lynn Stout

Copyright licensed by Berrett-Koehler Publishers

arranged with Andrew Nurnberg Associates International Limited.

This title is published in China by China Machine Press with license from Berrett - Koehler Publishers. This edition is authorized for sale in China only, excluding Hong Kong SAR, Macao SAR and Taiwan. Unauthorized export of this edition is a violation of the Copyright Act. Violation of this Law is subject to Civil and Criminal Penalties.

本书由 Berrett-Koehler Publishers 授权机械工业出版社在中华人民共和国境内（不包括香港、澳门特别行政区及台湾地区）出版与发行。未经许可的出口，视为违反著作权法，将受法律制裁。

北京市版权局著作权合同登记 图字：01-2015-6389 号。

图书在版编目（CIP）数据

股东价值迷思/（美）琳恩·斯托特(Lynn Stout)著；张馨月译。
—北京：机械工业出版社，2017.5

书名原文：The Shareholder Value Myth

ISBN 978-7-111-56753-0

I. ①股… II. ①琳… ②张… III. ①股份有限公司
—股东—研究 IV. ①F276.6

中国版本图书馆 CIP 数据核字（2017）第 097226 号

机械工业出版社（北京市百万庄大街 22 号 邮政编码 100037）

策划编辑：张馨月 责任编辑：张馨月

责任校对：赵蕊 版式设计：张文贵

责任印制：李飞

北京汇林有限公司印刷

2017 年 9 月第 1 版·第 1 次印刷

145mm×210mm·6.125 印张·3 插页·104 千字

标准书号：ISBN 978-7-111-56753-0

定价：48.00 元

凡购本书，如有缺页、倒页、脱页，由本社发行部调换

电话服务

服务咨询热线：(010) 88361066

读者购书热线：(010) 68326294

(010) 88379203

网络服务

机工官网：www.cmpbook.com

机工官博：weibo.com/cmp1952

教育服务网：www.cmpedu.com

封面无防伪标均为盗版

金书网：www.golden-book.com

THE
SHAREHOLDER VALUE MYTH
HOW PUTTING SHAREHOLDERS FIRST HARMS INVESTORS,
CORPORATIONS, AND THE PUBLIC

丛书序

当荷兰的阿姆斯特丹出现了世界上第一个股票交易所时，那是1602年的事了，但在随后的几个世纪里，“股权”如同一个新创的基因，随着资本市场的不断成熟，开始在人类的思维意识中进行着独特的传承。如果说历史见证了大国崛起的公司力量，那“股权”就是这力量的力量。它将一个个生命凝聚为组织的生命，它将一股股资金汇聚成商业的资本。

但也正如《股东价值迷思》中所说的那样，面向社会公开发行股票的公众公司拥有着大量的股东，这些股东并不实际参与公司的生产和经营，加之董事会授权“代理人”来管理公司，就不可避免地出现了片面追求“股东价值最大化”而实际上有损公司和股东利益、甚至与员工利益相冲突的现实问题。

而今天我们所要探讨的“股权激励”则是基于“股权”的一种制度创新，目的在于激发企业内部员工的劳动热情和

价值创造力，让员工成为“股东”，通过“股权”的赋予，使那些为企业工作的人真正融入企业命运共同体。都说正宗的股权激励源于美国，我们就更加有自信地说：中国将成为股权激励的集大成者。

近年，随着世界经济的动荡，中国经济也进入了下行发展的新常态，传统企业面临着更大的转型压力，“大众创业、万众创新”又为新创企业的发展带来了前所未有的机遇，如何激发人的潜力，使人力资本创造更大的效益，成为每个企业最为关注的问题。尤其是阿里巴巴上市以后，“前台小妹”一夜之间成为亿万富翁的奇迹，更加激发了全民股权意识的觉醒。

股权激励的创富效应得到了媒体的高度关注，高热过后，人们反而更加清醒地认识到：股权激励是企业 and 员工的双向需求，是现代企业制度的必然选择，股权激励的实施有日渐普及的趋势。更令人欣喜的是，在所有领域同仁的共同努力下，股权激励由过去“高大上”的上市公司的专利品开始走进中小企业，真是“旧时王谢堂前燕，飞入寻常百姓家”啊！

但随着企业需求的不断增加，问题又来了。“股权激励”这个词被炒得愈发火热的同时，当各类企业准备实施股权激励计划时，却突然发现不知道该怎么干。究其原因：一是，

企业自身缺乏对股权激励的系统学习；二是，不知如何选择合适的专业机构进行合作。我们也不得不承认，是股权激励咨询领域发展的不成熟和出现的一些乱象给需求企业带来了选择难题，许多咨询机构的观点互相打架，还有些机构为企业做了方案，不但没起到效果，还造成了不良的副作用。所以，对于每一个企业而言，“股权激励”都是一个专业技术度极高的项目。

首先，股权激励制度是企业顶层设计层面的制度，与企业管理的其他制度不同，尤其是它涉及公司治理法规、劳动合同法规、证券法规等多个部门法的内容，且近几年来关于股权激励的法规不断地在修改完善。企业要实施股权激励，首先要做到的就是合规有效，这一要求在法规变化频繁的股权激励领域就成为难点了。在方案设计时必须进行充分的合规论证并留足法规变化的弹性余地。

其次，不同性质、不同类型、不同发展阶段的企业，其可以选择的股权激励模式也大不相同。国有企业和民营企业之间的企业性质区别，有限责任公司、股份有限公司和上市公司之间的企业类型区别，这些不同维度的区别再组合，使每个企业都具备了自己的“个性”，这无疑增加了实施股权激励计划的难度。

再次，股权激励本身存在多种激励模式，各种股权激励

模式之间的区别、适用条件和可以达到的效果也大不相同，如何在各种激励模式中进行决选将影响整个股权激励计划的效果。

最后，股权激励是一个系统工程，不是“一竿子买卖”，从方案提出到确立，再到具体落地实施，后续的不断升级和维护，它是企业的“终身大事”，需要企业“全家总动员”，更需要专业机构专注和耐心的扶持。

我们在大量的实践工作中，感受到了企业实施股权激励的热情，也了解到了他们的困惑和所存在的问题，还有一点最重要的，就是我们在服务企业客户时的切实需要，都促使我们要把我们的研究和实践经验落到纸面上，写成书分享给大家。虽不敢说我们在正本清源，但至少比茫茫书丛中的大部分同类作品多了一些清醒的正见。

西姆是一个以律师为班底的团队，三位创始人都有着 15 年以上执业律师资质，并且有丰富的企业高管经历，是真正既懂法律又了解企业的人。特别是徐怀玉院长，他曾荣获“2015 年度加拿大杰出企业制度创新奖”“2016 中国优秀创新企业家荣誉称号”，作为“一元两化”股权激励理论的首创者，引领西姆获得了“米兰世博会股权激励服务商”的荣誉。我们为波司登的股改所做的工作不但得到了波司登的高度认可，也成为震惊股权激励领域的标杆项目。

“自助者，天助之”，缘分让我们有幸结识了机械工业出版社副社长、知名出版人陈海娟女士，她可谓是“西姆股权激励系列”丛书的伯乐。作为全国经管图书的领军品牌，机械工业出版社打造了大量经典作品，能与之合作，作为股权激励专业领域的后起之秀，我们信心百倍。对于这套丛书的策划，我们双方都倾注了大量的心血，陈社长多次带队到我们的课程全程听课、与企业学员座谈，随我们下项目了解实际状况，进行了深入的读者需求调研。结合西姆的经历和特色，最终确立了西姆丛书“本版书+外版书”的双轮出版模式，及本版书讲透方法、外版书拓宽视野的作品定位。

在历时两年的精心编写和打磨过程中，我们阅读了几乎能够买到的所有股权激励书籍，以及大量的资料，比较遗憾的是：有的资料主要介绍一些欧美的股权激励制度，却忽视了中国企业所处的法治和人文环境，生搬硬套，读起来味如嚼蜡；有些书籍主要以公司治理为主，股权知识或股权激励只在其中占有很小的一部分，未进行深入分析；还有些以合伙人为主题的书籍主要将侧重点放在合伙人制度的发展及合伙人制度正反两方面案例的展示上；有的名曰“股权激励实操”，全书却不见实操的踪影，没有体现实操的指导价值；更有甚者，明显逻辑错误的言论互相抄袭，泛滥成灾。

所以我们的书，要能一书讲透用好股权激励，量身定做

接地气，“教方法、给工具、出方案、管落地、作辅导”，让读者真正对股权激励“知其然知其所以然”。以“一元两化”股权激励理论为贯穿全书的主脉络，使读者在读一本“工具书”时，也能有思维主线可循。“一元两化”既是指导股权激励方案设计的指导思想，也是股权激励方案实践的方法论，更是“西姆股权激励系列”丛书的灵魂。《股权的力量》全书统编为备战篇、实战篇、辅战篇三篇，以及再现案例场景的附录，沿着读者思维的顺序延展，由问题到如何解决问题，由理论到实践方法再到模板及动手操作，整本书阅读下来就完成了一份自制的股权激励计划书。

今天，当你看到这本书时，我们用努力画圆了我们的初心。希望给迷茫中的中国企业一盏照亮前路的明灯。

西姆股权激励研究院

2017年8月31日

THE
SHAREHOLDER VALUE MYTH
HOW PUTTING SHAREHOLDERS FIRST HARMS INVESTORS,
CORPORATIONS, AND THE PUBLIC

推荐序

作为西姆股权激励系列丛书的第一部作品，《股东价值迷思》终于和广大读者见面了。这是一部难得的阐述公司经营目的理论的优秀作品。尽管作者美国公司法专家琳恩·斯托特用了“迷思”二字，但她思路清晰，观点鲜明，逻辑严谨，并运用详实的案例和数据来佐证自己并不迷思的论点。

“股东至上”“股东价值最大化”这些耳熟能详的词语直至今日依然代表着公司经营目的的主流理论。但是琳恩·斯托特从不“趋炎附势”，敢于和传统的股东价值理论说不。她的观点犹如炎炎夏日的一缕清风，让昏昏欲睡中的人突然打了个激灵，也许确实到了我们该反思股东价值的时候了。

琳恩·斯托特认为，“股东价值思想仅仅只是一种思想，不是现代商业生活的法律要件，也不是必须要运用到商业实践中的。美国公司法没有，并且从来没有要求公众公司提高股票价格或增加股东财富。相反，只要董事会不以权谋私，法律将给予他们宽泛的经营自主权，包括扩大生产、研发高

质量产品、保护员工以及服务社会。所以，追逐股东价值是管理者的选择，而不是法律的要求。”琳恩·斯托特还在书中列举了安然事件，深水地平线事件等，无一不在彰显“股东至上”的脆弱，甚至是不堪一击！的确，有调查显示，“在2002年，有80%的美国人支持资本主义和自由企业制度，但到了2010年，支持率下降到59%”。

琳恩·斯托特对“股东价值”理论的检思及对公司目的理论发展的推动，给我们带来了很多的思考和启迪。

我们知道，在公众公司兴起和发展的历程中，股东价值理论留下了不可磨灭的历史足迹，对于提高现代公司的效率、财富的创造起到了至关重要的作用，但也因为在发展过程中出现的种种问题，甚至严重到如深水地平线事件这样的灾难性事件，引起了人们对于商业世界“信仰”的怀疑。商业是综合性的人类行为，公司是人类行为的综合载体，经济学家希望通过一个简化的理论模型来解释并指导商业行为的理想是美好的，但事实证明，单维度的片面局限性是难以克服的，甚至会产生“后遗症”。当我们将“股东价值最大化”视为“唯一”时，就已经违背了股东多样性的需求，忽略了不同股东有着不同的价值诉求这一事实。股东价值理论在由“股东价值最大化”演变到更加极端的“股东至上”的过程中，董事会、“代理人”也与公司的正确轨迹渐行渐远，这样

的公司指导思想成了悬在股东头顶上的“达摩克利斯之剑”。

诚然，“股东价值最大化”不是公司的“唯一”目的，但我们也并不否认，它作为公司目的“之一”的合理性。然而“之一”不是“唯一”，这个世界是多元化的，公司的目的也会随着多元世界的发展而不断演化，提出更多更新的需求。公司存在的意义是什么？正如纪录片《公司的力量》中所说：“我们出生之前，公司早已落地生根，我们离开之后，它还将长存于世，它是我们的过去，也是未来，我们无法错过这个比我们的生命更加古老和年轻的命题。”而我们所能做的，就是用尽全力，让这由无数个人类个体凝结成的集体生命更加健康和有序地更替。

在公司成长的历程中，管理成为攸关企业命运的重大课题。也正是在公司的发展中，孕育了现代企业管理这一全新的学科。当老亨利将福特公司的权杖交到年仅27岁的孙子小亨利·福特手中时，没有人会想到在他聘请的副总裁欧内斯特·布里奇及其经理人团队的运营下，在不到一年的时间内，濒临破产的福特汽车公司便扭亏为盈，并走上现代公司制建设的伟大征程。

当管理学将“人力”冠以“人力资源”时，就已经承认人是公司变革中最重要资源。当在华为公司听到更多的是“人力资本”而不是“人力成本”时，再一次强调了，公司

要做好“人”的工作，要在利益分享中凝聚人心，在利益共享中成就企业与生命个体的共同成长。如何激发人的智慧、潜质和创造力，也是我和我的团队始终所致力研究领域。“股权激励”是一个将员工和公司联结得更加紧密的制度，是现代企业制度中不可或缺的重要构成要件，也是提升企业内部发展动力和外部竞争力的现代企业管理手段。审视并正确定位股权激励（含员工持股计划）不仅仅是企业家要面对的，也是摆在专家学者和股权激励方案设计的专业机构面前更为艰巨的课题。

更要引起我们警醒的是，生病要吃药，但“吃错药”的后果一定比不吃药更可怕。安然事件给我们的教训极为深刻。作为公众公司的安然公司，股权激励却加剧了公司管理的恶化，使董事会成员、经理人不顾公司的长远利益需求，一味追求股价的飙升给自己和股东带来的短期效益，最终泡沫破灭。安然公司的轰然崩塌严重挫伤了美国经济复苏的元气，重创了投资者和社会公众的信心。所以股权激励方案设计必须科学、合理，符合企业的客观实际，注重长期激励和动态调整，防止片面追求股东价值至上和短期利益所带来的副作用。

1994年《中华人民共和国公司法》的施行，标志着中国公司制度的建立和完善；“股权激励”一词最早出现在2005年《上市公司股权激励管理办法》（试行）当中，进一步推

动了中国公司制度的成熟发展。可以说，对于中国企业而言，“股权激励”既是一个新的名词，又是一种全新的制度尝试。越来越多的企业家也自觉地认识到“股权激励”是公司的顶层制度设计，是公司发展壮大的基石！

事实上，不仅仅是上市公司需要股权激励，需要人才队伍建设，非上市公司更需要股权激励，更需要核心股权架构的科学搭建。以股权为纽带联结股东、管理者和员工，充分发挥团队的作用，才能使企业沿着健康的道路走的更远、更踏实！

西姆股权激励丛书，就是在努力寻找着诸如股东创建企业的目的是什么、管理者参与企业管理的价值在哪里、在股东和高管之间我们究竟能做什么等一系列实质性问题的答案。之所以在丛书系中引入《股东价值迷思》一书，就是希望能够不断拓宽读者们对于现代公司制度、对于股权意识的全面认知。书中所揭示的问题更是我们在“股权激励架构设计”之路上所需要引以为鉴的。同时要借力琳恩·斯托特的敏锐洞察力和理论前瞻性，为我们未来的以股权激励为核心的股权研究提供参考乃至方向。

徐怀玉 于上海

2017年7月22日

