

股票 期权制

郑贤玲 著

理论与实践

经济管理出版社

股票期权制理论与实践

郑贤玲 著

经济管理出版社

责任编辑 卢小生

技术编辑 杨 玲

责任校对 超 凡

图书在版编目 (CIP) 数据

股票期权制理论与实践/郑贤玲著. —北京: 经济管理出版社, 2003

ISBN 7-80162-755-5

I. 股... II. 郑... III. 持股公司—企业管理—激励—研究 IV. F276.6

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2003) 第 091830 号

股票期权制理论与实践

郑贤玲 著

出版: 经济管理出版社

(北京市新街口六条红园胡同 8 号 邮编: 100035)

发行: 经济管理出版社总发行 全国各地新华书店经销

印刷: 北京国马印刷厂

880mm×1230mm/32 8.75 印张 219 千字

2003 年 12 月第 1 版 2003 年 12 月北京第 1 次印刷

印数: 1—6000 册

ISBN 7-80162-755-5/F·674

定价: 20.00 元

·版权所有 翻印必究·

凡购本社图书, 如有印装错误, 由本社发行部负责调换。

通讯地址: 北京阜外月坛北小街 2 号 邮编: 100836

联系电话: (010) 68022974

序

早在17世纪就出现了期权交易方式，到19世纪，美国开始出现以股票为标的物的期权交易；金融期权创新也始于美国，1973年，芝加哥成立了期权交易所，并推出16种以股票为标的物的买入期权合约。但是，作为一种新颖的金融工具，股票期权的历史并非很长，现正方兴未艾，其内涵和生活方式也在不断充实和完善。

以股票为交易标的的股票期权又称认股权或选择权，它用于企业分配制度时，是企业所有者向包括经营者在内的员工提供了一种在一定时期内按照某一既定价格（行权价）购买一定数量本公司的股票，以获得行权当日股票市场价格和行权价格之间差价的权利，是企业财富在人力资本与物质资本中重新分配的制度安排。股票期权是现代市场经济特别是新经济时代日益受到重视并得到广泛运用的一种新的产权制度与分配制度形式，不仅发达国家的企业广泛选择这种制度形式，而且发展中国家也开始采用这种激励机制。

股票期权不仅仅是一种金融创新，作为一种正在发展的分配制度，股票期权本身具有一定的经济学意义。国内外关于股权激励方案设计与操作实务方面的探讨并不少见，但是，对于这一现象的经济学原理研究尚显缺乏。面对企业界的焦灼与国内相关制度环境制约的矛盾，郑贤玲同志选择这个题目作为博士论文，具有理论意义和现实意义。由于郑贤玲同志从事过企业经营管理工
作，积累有一定的有关实践经验，又认真刻苦地钻研过这方面的

论著，因此，她的论文得到了有关专家和人士的关注和重视，并鼓励她在此基础上进行深化和拓展，经过她的努力，终于写成一本较为系统的专著。

我想，这本书的理论意义在于，它阐释了股权激励改变了传统的分配方式，人力资本融合了劳动与资本的特性；它独到地将人力资本提供的劳动分为“静态劳动”与“动态劳动”，认为“动态劳动”所创造的未来价值是不确定的，因此，以期权这种同样不确定的方式施予“动态劳动者”回报，是一种新的贡献—报酬关系；关于股票期权的数量决定，本书从“人力资本”价值及“委托—代理”理论出发，指出股票期权数量从理论上应考虑两个方面的因素：一是依照人力资本的贡献确定相应的比例；二是由股票期权制能够抵减相应的委托—代理费用，从而决定股权激励的力度；对于股票期权的正面与负面效应，作者首次运用超产权理论论证了股票期权的有效条件是充分竞争的内部环境。本书中的很多论证在充分吸收前人研究成果的基础上，勇于提出自己的一些创新观念，为期权的具体实施提供了一定的理论支持。

这本书的实践意义在于，作者在股票期权的理论框架下，指出了确保股票期权有效率的条件与实施环境，针对我国目前基本条件还不完善及可能遇到的各种问题，提出了相应的解决方案。一是对推进股票期权的制度环境，包括法律环境、市场环境提出了可供参考的建设性意见；二是对企业内部环境建设，包括竞争机制的建立、业绩评价体系的建立、文化体系的建设等提出了可以操作的建议；三是对现有环境条件下进行股票期权试点操作提出了可行的设想。我相信，这本书的出版对国内澄清股票期权的概念，对创造股票期权发挥效率的条件，对国内企业挖掘人力资本，提高经营效率将有一定的推动作用。

这本书是对一种新型分配制度的探索，其中涉及的内容比较多，不足或不当之处在所难免，需要进一步研究的问题也不少。

如对于目前争论较多的股票期权负面效应用并不多；对新的代理关系中矛盾根源与解决渠道还需要进一步阐释；对现实中员工短期激励与长期激励的平衡问题也还需要继续探讨。当然，作为学术专著，一本书不可能包罗所有的问题，对所涉及的问题也不可能都给出完满的答案，但它会帮助人们在认识上受到启迪，在行为上得到指引。

田江海

2003年3月20日

导 论

一、研究股票期权制的背景

硅谷的神话无疑是令人振奋的，它几乎集中了世界各地、各界人士的注意力。硅谷成功的源泉和模式是什么？是否可以效仿？经济界人士在思考、在探索，国内一些人正在努力寻求这方面的答案。人们越来越清楚地认识到，现代国民经济的发展，现代企业的成长越来越离不开科技进步，离不开科技创新，而人力资本却又是科技进步的源泉。问题是同样的科技进步，同样的人力资本水平，可以获得不同的结果，这种差异来自何处？是制度，特别是与分配有关的制度创新。“制度重于技术”，这不仅是一个重要的理论发现，而且是当代经济发展的一个伟大实践。以人为中心的制度安排，是对人力资本的发掘，是现代经济持续发展的前提和基础。股票期权制就是一个以人为中心的、强化人力资本贡献和分配保持对称的新型制度。

分配制度及产权制度的合理安排是提高企业生产经营效率的主要内容。在经济学上，资源配置的功能表现在合理的分配制度上能够最大限度地发挥各生产要素的潜力；现代企业产权体制下的效率主要体现在企业所有者与经营者之间的动力问题，这种动力又主要源于相应的激励—约束机制。作为分配和产权制度创新的股票期权制就是建立这样一种有效的激励—约束机制。

分配制度通过产权制度安排取得进一步的革新。从业主制到现代企业制度，资本所有者与经营者之间的关系经历了一体—分离—融合三个阶段。股权安排是分配制度革新的重要内容，也是硅谷等地区高度发展的重要原因。20 世纪 30 年代以来，规模化

的发展要求使公司股权日益分散和管理技术日益复杂化,并使得所有者与企业内部控制者(管理者)出现了分离趋势。这种分离在带来管理专业化的同时,也产生了委托—代理问题。与此同时,人力资本理论开始形成,管理和技术在生产经营中的地位呈日趋上升的趋势。在这样的背景下,股票期权等股权激励制度成为解决委托—代理问题以及人力资本获得剩余索取权的分配形式和产权制度安排。50年代以来,美国一些公司从员工持股计划开始,最后形成以股票期权制为主的员工股权激励形式,所有者与经营者之间的关系趋于融合。这种制度安排使得经营者与所有者利益趋于一致,对人力资本的潜能发挥产生了有效的动力。这种制度不仅在美国取得了长足的发展,而且90年代以来世界各国也开始了这方面的探索和实践,并成为目前世界各国企业激励的重要方式。

正当人们为自己找到一种积极的激励制度,世界各国纷纷推进股票期权这一激励机制时,美国安然公司、玛莎公司和世通公司相继传出虚报收入和操纵股价的丑闻,股票期权一时被指责为企业造假的导火索与罪魁祸首。显然,股票期权对企业的作用是有条件的,甚至可能导致负面影响。因此,探讨股票期权及其有效条件是非常有必要的。

从理论上讲,股票期权的基础,首先是通过作为代理人的经营管理者持有股权,使代理人与委托人之间形成利益共同体,从而减少现代企业中的委托—代理成本;其次是劳动和其他生产要素一样拥有剩余索取权,这里的劳动不是普通的劳动,而是可以作为无形资产入股的高级劳动,即高级人力资本;再次是企业股票价值反映管理人员和其他关键员工的经营业绩。为奠定这几个方面的基础,相应的要求有:一是实施股票期权的企业要有明确的委托—代理关系,即激励主体与激励对象必须明确,这就要求企业建立产权明晰的现代企业治理结构;二是实施股票期权的对

象必须是对企业发展产生重要影响的管理人员或核心技术人员,因此,必须要有相对公平的经理人才市场筛选出真正的有经营才能的管理人员和关键员工;三是证券市场要能真正反映企业的经营情况;四是要有公平合理的业绩测评体系及企业价值评价体系,能够制定出合理的行权价格,并使股票期权能够给予激励对象合理的报酬,否则,由股票期权带来的寻租现象(经营者可能联合其他人操纵股票市场,达到股权升值的目的)将是不堪设想的。在条件不成熟的情况下,一方面国有企业实施的股票期权制可能带来管理者自己给自己股权报酬;另一方面,管理的不规范也可能带来私有企业的股权激励成为“空头支票”。

就像许多“舶来品”一样,对股票期权制研究的目的是为了在弄清其基本原理的基础上,根据我国的具体国情为实施股票期权创造相应的条件或选择适当的激励方式,最终达到使人力资本参与剩余分配,充分调动人力资源的潜能,提高企业经营效率与社会经济增长的效率。

在相应的政策^①允许下,我国也有部分企业和地区开始了股票期权的试点。但是,由于我国目前相关的法律^②环境及企业内部环境都还不具备股票期权制实施的条件,试点中出现了一些问题。一方面,是因为对股票期权制的认识上还存在诸多偏差;另一方面,主要是我国股票市场目前还很不规范,股价基本上不能准确地反映一个企业的正常业绩。而且,目前,还有相当一部分经营者不愿意接受股票期权,原因是期权兑现等政策不明朗,股市不规范且风险大,在某些情况下,实行股票期权制难以变成真正的激励措施。同时,股票期权制的实施可能代替其他稳定的收入,使得对企业经营没有信心的经营者不愿意承担相应的风险。另外,现行股票期权制在设计时往往只强调激励,而不重视约束,也是推行股票期权制过程中的一个误区。

股票期权作为一种长期激励机制,它是企业发展到一定阶段

的产物，是建立在劳动与资本结合的基础上的。从国外的经验来看，尽管股票期权被普遍应用，但并不是所有的企业都能因为股票期权的实施而带来正面的效果，实施股票期权应该有相应的条件和环境。我国依然处于转轨时期，企业的发展水平存在很大的落差，股票期权在我国现阶段的确到了必须考虑的时候，但同时我们又要清楚地看到，国内大部分企业还需要积极创造条件后才能具备实施股票期权的条件。对于部分企业，甚至还要通过股份制改组，实施产权明晰后才能考虑股票期权激励机制的实施。更主要的是，股票期权是一种动态的激励方式，股票期权在实际运用中产生了很多种形式，如股票增值权、股票购买计划、延期支付、业绩单位等，企业应根据具体的情况做出适当的选择。通过持有股权激励企业经营者及员工的积极性已经被西方发达国家尤其是美国所证实，在面临经营者积极性不高、大量的交易成本带来的效益低下的情况下，我国有必要借鉴国外经验，探索一条适合中国国情的激励机制。

二、本书的理论价值及实际意义

（一）理论价值

长期以来，股票期权制都是作为一种金融工具应用于企业管理中。前人对股票期权制的理论方面几乎没有专门的论述，但在分配制度及产权制度中，我们可以找到一些关于股权激励的相关的背景资料。

凯尔索推行雇员持股计划的主要目的，是为了改善传统劳资对立关系，其基本思想来源于对企业生产要素的认识，认为改善企业劳资关系的关键是增加职工所有权，而增加职工所有权的有效途径是推行雇员持股计划。

以斯密为代表的微观经济学理论提出了现代企业中委托—代理关系中交易费用的存在；舒尔茨、贝克尔等人的贡献是提出了人力资本。这几乎成为所有股票期权制研究人员的理论根据及推

行的理由。

柏利和明斯在 1932 年首次提出了对于股权分散的公司，管理人员拥有少量的股权将会激励他们追求自己的利益。詹森和迈克在经过研究后发现，随着管理人员股权份额的增加，他们的利益将会与广大股东的利益趋于一致，其偏离利益最大化的倾向就会减轻。韦斯顿在此基础上说明，当管理人员对董事股权和对表决权的控制达到一定程度时，管理人员将会有足够的权利保住自己在公司的地位，并以股东财富换取个人利益。至此，开始有一些经济学家关注在股权分散的企业管理人员持股安排的意义。

后来，莫克、肖莱弗和维斯尼认为，管理人员持股会产生两种效应：利益趋同效应和防御效应。利益趋同假说预示着董事股权和公司资产市场价值之间存在一种持续的正相关关系；防御假说则意味着在董事股权比例高的某一范围内，二者是负相关的。他们认为，防御假说的预测并不明确，因为防御不只是行使表决权的结果，管理人员的防御还要受其对公司的所有权、作为创建者的地位、个性及外来大股东或比较活跃的外来董事的影响。

20 世纪 90 年代末期，英国经济学家马丁和帕克以及澳大利亚泰腾郎创立了超产权理论，认为竞争才是企业治理机制往效益方面改善的根本保证条件，竞争会迫使企业改善机制，提高效益。

但至今，这些论述还很难构成对股票期权制系统的理论基础。因此，在本书中作者并没有集中介绍这些观点，而是在适当的地方作为一种引证。

作者从委托—代理及人力资本理论的论述中发现了股票期权产生和发展的根本原因，并对生产要素中的“劳动”进行更加深入的剖析，将劳动划分为“静态劳动”和“动态劳动”来说明劳动的异质性特征。更重要的是，与传统经济学理论相比，劳动与资本的关系发生了变化，进而发展成为人力资本与物质资本的关系。

系，并由此决定了企业收入分配制度的改变。认为股票期权制不仅创新了分配制度，使激励长期化，而且创新了产权制度，特别是在物质资本产权社会化的基础上确立了人力资本产权的地位和意义，从而在一定程度上变革了资本和劳动的关系。这种新型的制度，通过“股”或“股权”的形式，第一次使存在于人脑中的智慧、知识、技术、思想、创新、冒险精神等人力要素获得资本的职能和地位，使人力资本和物质资本以结合的方式共同参与价值创造。因此，作者认为：“这既是一种分配和产权的革命，也是对资本和劳动关系理论的突破，是对物质与精神相互关系之认识的突破。”

本书的理论意义在于，为企业以股权结构形式变革的收入分配制度找到一个更加牢固的理论基础。

（二）实际意义

经过二十多年的改革，我国社会主义经济发生了巨大的变化，在这个变化中，最突出的一个方面是企业制度特别是企业管理、分配制度的变化。这种变化刚刚开始，在进入 21 世纪，特别是在加入世界贸易组织后，中国企业制度的创新将会更加广泛和深刻。那么，当前和今后一段时期内，我国企业发展要解决的主要问题是什么？我认为，最主要的是企业制度的整体创新，特别是企业管理和分配制度创新，这个创新的核心是如何建立可以使企业人力资本效用最大化的激励机制和约束机制，形成一个使管理层、员工利益与企业的持续发展协调一致的新企业制度，而且在这个制度下，企业及其员工利益的增长与市场发展的最新趋势能够保持一种自动的协调，熔铸了现代人力资本的企业整体素质和竞争力能够在日益激烈的市场竞争中得以不断提高。

一国经济发展的快慢，首先与制度的设计和选择有关，特别是与企业制度的设计和选择有关。近三四十年来，西方市场经济国家特别是美国，在企业制度（尤其是管理和分配制度）的选择

和调整方面有许多新的进展。其中，最突出的是股票期权制的产生和发展。无论是 20 世纪 50 年代提出、70 年代开始加以广泛发展的股票期权，还是 60 年代产生的“员工持股计划”，都在企业的管理和分配制度方面有非常大的创新，而且这种创新的确给企业及其员工的收益带来了持续增长。这也是构成所谓“新经济”的一个非常重要的内容，是近十几年来美国经济快速增长的重要源泉。

由于改革、开放的推动，我国的一些企业，特别是一些走向市场的上市公司，抱着一种强烈的制度创新欲望，在近几年在管理和分配制度方面做了非常值得经济学家们注意的探索。在这种探索中，最令人注目的是“内部职工持股”和“经理股票期权”的试验。尽管到目前为止这些试验还不是很成功，还有这样或那样的问题，甚至离西方意义上的股票期权制还有很大的差距，但是，这是一个颇具光明前景的探索，是一个对现行中国企业的管理和分配制度提出严峻挑战的良好开端。为了使这一制度得以广泛应用和发展，我们需要从理论上对其进行系统而深入细致的研究，需要根据国际通行惯例和中国企业自身的特征，对如何有效地运用这一制度进行理论与实践相结合的考察，并提出推动这一制度在中国推广和健康发展的对策。

股票期权制在中国的发展还只有几年的历史，但它是市场取向改革的产物，是在国有企业转轨过程中引进和发展起来的。严格地讲，股票期权制属于企业内部分配制度的选择，其基本出发点是：在企业与包括经理在内的雇员之间建立一种持续有效的激励和约束机制，将雇员利益和企业的长期发展结合起来，使企业人力资本能够为企业做出稳定持续的贡献。由于持股主体既包括企业的高层管理人员，又包括员工，这就使经理和员工之间形成了利益共享机制，从而缓解了经理和员工之间的矛盾。同时，既然经理和员工不仅可以从企业得到薪水，而且可以通过持股从企

业获得由“资本”带来的“剩余价值”（有的学者叫“经济剩余”），这就从根本上缓解了作为“资本家”的股东和主要以“劳动者（经理提供管理劳动）”身份出现的员工之间的矛盾，因为员工可以持股分红，和股东一道分享到“利润”，从利润共享角度看，他们的利益是一致的。因此，股票期权制选择首先是企业分配制度上的一场革命。

从西方企业的实践经验来看，实施股票期权制，会推动企业管理制度的创新，因为现代企业管理的主题已经不仅是“对物的管理”，不是一般地从最大限度地降低生产、流通和交换中的实物成本，最大限度地增加收益角度来使企业利润最大化；而更为重要的是“对人的管理”，是“对知识的管理”，是“对人的潜能充分发挥的管理”，是在找到一种能够持久维系企业员工和企业之间利益关系的激励和约束机制的基础上，使企业保持持续增长的能力。另一方面，西方实行股票期权制的基本前提是产权清晰，企业拥有的物质资本和人力资本的所有权界定是非常清楚的，而且受到法律保护。因此，股票期权制的有效性首先取决于产权制度的充分发育。在股票期权制的实施过程中，要解决的基本问题至少有三个：一是股权数量的确定；二是行权中实际股票价格的确定；三是股权的管理和流动。要比较好地解决这三个基本问题，其重要前提是有一个良好的市场环境，包括资本市场和经理市场。因此，要推动股票期权制在我国的应用，不仅要从分配角度实行制度创新，而且要从产权制度选择和市场发育角度实行制度创新。由此可知，在我国应用股票期权制，实际上要求从综合方面重新构建微观基础，需要考虑对企业制度重新进行综合设计。

在现实中，我国经济的微观基础还在很大程度上与市场经济格格不入，选择市场取向的分配制度还受到许多方面的制约。一是国有企业在实际运行中的产权关系不清；二是包括产权交易市

场、资本市场和经理市场在内的市场体系发育不健全；三是市场交易中的信用和契约关系不发达；四是各种价格的形成还在很大程度上受行政力量的影响和直接干预。这说明企业在实施股票期权制时，既不能马上简单照搬西方企业的做法，要适当考虑到我国企业生存和发展的背景，又不能迁就我国现行的制度约定，而应当给一种推动制度创新的力量，使股票期权制能够在中国得以健康发展。

尽管我国目前还处于市场经济的发育阶段，很多条件还不成熟，但近几年国内股票期权小范围的探索，不仅创新了股票期权本身，而且以股票期权为契机，必将促进国内法律环境的完善与现代企业制度的改革进程，并对我国证券监管制度、信息披露以及企业竞争机制、产权完整都起到相应的倒逼机制。

本书正是基于这些考虑，系统研究了股票期权制的理论框架、适应环境、操作方式和要解决的一些突出问题，以期推动股票期权制理论在我国的发展和应用，从而为迅速建立适应市场经济发展要求的现代企业制度增添一些助燃剂。

三、研究方法和资料运用

本书采用历史和现实、实证和规范、假说和检验相结合的研究方法，全书一开始主要做理论和实践方面的历史描述。接着，分析股票期权制的理论基础及其在经济学上的创新与发展，指出股票期权制在我国应用中的主要问题，并对解决这些问题做一些理论上的初步探索。然后，在提出基本模型的基础上，对实施股票期权制的若干重要环节，如用做股票期权分配的股权数量、行权价格、股权管理等问题做专门分析。全书在处理有关研究股票期权的理论和实践材料时，不是一般的描述，而是从“如何在我国应用”的角度进行剖析。因此，“介绍”同样是要表达作者的倾向思想和观点。

四、本书的创新观点

本书根据股票期权的激励原理对其理论内涵进行了比较深入的剖析。该理论的特点，或者说创新之处具体表现在以下几个方面：

1. 股票期权制带来了劳动与资本关系的理论创新。人力资本融合了劳动与资本“二元”特性，可以和物质资本一样享有股权带来的剩余分配权。资本不再是一个与劳动对立的概念，而是一个包含劳动的概念。

2. 将人力资本提供的劳动分为“静态劳动”与“动态劳动”。“静态劳动”实际上是一种预期价值确定状态，它不仅会在生产过程中不断创造出新的价值，而且在生产过程开始前就具有一定的、可以由市场评估的价值，在生产经营过程中通过制度的监督可以达到雇佣者预期的目标；而动态劳动则表现为在生产过程中的一种活动状态，它的价值创造和实现需要时间，需要过程的延伸，同时，它在生产经营过程中发挥的价值是不确定和难以监督的，需要劳动力所有者自身的努力达成一定的目标。所以，“动态劳动”所创造的未来价值是不确定的，因此，以期权这种同样不确定的方式施予“动态劳动者”回报，是一种新的贡献—报酬关系。

3. 关于股票期权的数量决定。以往的依据一般都是从“利益趋同”和“防御”假说两个角度出发，通过实证分析的数据来确定股票期权在总股本中的比例。本书从“人力资本”价值及“委托—代理”理论出发，指出股票期权数量从理论上应考虑两个方面的因素：一是依照人力资本的贡献确定相应的比例；二是由股票期权制能够抵减相应的委托—代理费用，而且由股票期权带来的企业效益的增加要能够抵减由此而造成的股东权益的稀释。这进一步巩固了股票期权的理论基础。

4. 对股票期权价值的认识。本书秉承“人力资本”贡献与

报酬的观点,指出股票期权自身的价值是人力资本报酬的依据,因此,影响股票期权价值的一系列因素和股票期权的数量一起构成股票期权制的核心内容。

5. 对于股票期权的正面与负面效益,理论界颇有争议,股票期权有效的条件是市场本身有效率,而超产权理论认为,竞争才是企业治理机制往效益方面改善的根本保证条件,竞争会迫使企业改善机制,提高效益。本书首次运用超产权理论论证股票期权有效的条件是充分竞争的内部环境。

6. 在股票期权的运用上,本书指出了与股票期权相适应的条件与环境,在我国目前基本条件还不完善的情况下,针对各种可能遇到的问题,提出了相应的解决方案。这属于金融创新的范畴,尽管涉及的内容不多,但可以为实际操作提供参考。

五、研究和写作中的难点

由于这是一个比较新的研究课题,在写作中经常会遇到如下一些问题:

1. 对于这方面的研究时间短,各方面的资料比较零乱,这会在一定程度上影响对问题判断的全面性。

2. 有关股票期权的国外研究资料,多为介绍;而国内的有关资料,则多为操作性内容和实证分析,这就需要收集一些证券公司和关于上市公司持股结构及其变化的内部研究报告,以支持本研究,而这一工作总会受到一些限制,很难全面。

3. 和西方特别是美国企业实施的股票期权制相比,我国企业在股票期权制的试验方面规模还比较小,面对的产权选择和交易、资本市场以及经理市场还处在成长阶段,特别是还存在或多或少的制度约束,这对本研究无疑会有一些局限。因此,本书的分析不得不在一定程度上以“发达模式”为参照,这也会在一定程度上影响研究的针对性。

4. 我国的股票期权没有相应的法律规范,实施的企业大多