



卓越学术文库

我国国有企业 期权激励绩效研究

WOGUO GUOYOU QIYE QIQUN JILI JIXIAO YANJIU

河南省高等学校哲学社会科学优秀著作资助项目

张富田  著

 郑州大学出版社



卓越学术文库

2015年度河南省科技厅软科学研究计划项目

“河南省科技金融模式创新研究”（152400410365）

2015年度河南省哲学社会科学规划项目

“河南省科技金融支持实体经济发展研究”（2015BJJ047）

我国国有企业 期权激励绩效研究

WOGUO GUOYOU QIYE QIQUAN JILI JIXIAO YANJIU

河南省高等学校哲学社会科学优秀著作资助项目

张富田 著

常州大学图书馆
藏书章



郑州大学出版社

郑州

图书在版编目(CIP)数据

我国国有企业期权激励绩效研究/张富田著. —郑州:郑州大学出版社,2018.3

(卓越学术文库)

ISBN 978-7-5645-5095-0

I. ①我… II. ①张… III. ①持股公司-国有企业-企业管理-激励-研究-中国 IV. ①F279.241

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2018) 第 009606 号

郑州大学出版社出版发行

郑州市大学路 40 号

出版人:张功员

全国新华书店经销

河南文华印务有限公司印制

开本:787 mm×1 092 mm 1/16

印张:10

字数:191 千字

版次:2018 年 3 月第 1 版

邮政编码:450052

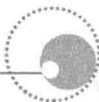
发行电话:0371-66966070

印次:2018 年 3 月第 1 次印刷

书号:ISBN 978-7-5645-5095-0 定价:56.00 元

本书如有印装质量问题,请向本社调换

前 言



股票期权激励,是经由股票期权激励达成的契约治理;是公司契约治理范畴内,旨在协调委托代理双方发展预期冲突的一种股权激励薪酬契约治理机制;缔约双方以缔约行为互致信任基础,来表达认同股票期权激励契约对未来或然契约准租金剩余的配置并自愿接受股票期权激励契约治理。国外期权激励的发展演化历程表明:首先,期权激励必须与企业的治理模式相适应,企业治理模式的演进导致了期权激励结构的变化;其次,期权激励还要依托企业外部的治理环境,不同的治理环境对企业员工的期权激励效果不同,最终导致企业经营绩效的成果也不同;最后,因为企业的治理结构和治理环境不具有完全信息的特征,所以针对企业员工的期权激励也必然有外部性溢出,所以政府的监管也必然随着企业期权激励范围的扩大而逐渐加强。我国对企业经营者进行期权激励的过程伴随着计划经济向市场经济的转轨和国有企业的股份制改革而进行。对中国国有企业高管进行期权激励的演化路径分析表明:首先,中国的期权激励不能脱离企业治理结构的完善和资本市场基本制度建设的背景,上市企业并不能通过期权激励模式的完善而使企业经营者关注于提升企业长期绩效;其次,期权激励及相关治理机制的完善不仅影响企业的治理效率,还会对资本市场发挥基本职能造成阻碍,从创业板和主板市场的不断下跌即可看出,不良的期权激励对资本市场发挥资本的蓄水池和调节器作用造成的损害有多么严重。

本书通过基于国有企业专有人力资本激励和市场定价的理论假定,回顾了我国国有企业实施期权激励和股权激励的历史演化过程,根据其演化过程显示的国有企业期权激励效率的制约条件,构建了分析国有企业期权激励效率研究的理论分析框架,在此理论分析框架中,将国有企业期权激励效率的研究置于双重委托-代理模型框架中,国有企业期权激励过程中的利益博弈存在着三个不同的利益关联方,分别是国有企业的外部国有产权的监管者,国有企业期权激励的实施对象和资本市场的企业股权投资者,其利益相互影响的关联是在三个不同的市场类型中进行的,分别是国有企业内

部的专有人力资本市场,国有企业外部的产品市场和国有企业外部的资本市场。通过理论分析表明,这三个市场中定义的国有企业期权激励效率指标各有不同,并且其影响因素也有异,但是这三个市场中的信息传递和市场定价机制相互关联,这就导致分析国有企业期权激励的效率必须考虑这三个市场的不同特征。基于理论模型推导和实证数据检验,本书得到如下结果:首先,国有企业期权激励方案相比较具有长期性特征,这表明国有企业面临的市场环境较民营企业更加稳定,这对于国有企业实施期权激励,培育其长期核心竞争力较为有利,但是这也表明国有企业对市场变化反映较为缓慢,不利于企业适应市场短期的变化;其次,国有企业实施的期权激励能够促进国有产权外部监管者和中央政府利益目标的实现,虽然国有企业面临着内外部治理结构不够完善的制约,但是期权激励还是能够促进国有企业内部人按照外部监管者制定的目标提高企业的经营效率;再次,国有企业期权激励对外部产品市场效率的影响也要与企业内外部的治理机制特征密切联系;最后,在国有企业期权激励影响资本市场效率的研究中,在国有企业实施期权激励当然符合市场投资者的部分利益,所以资本市场对实施期权激励的国有企业予以了积极响应,这对改善国有企业的融资结构和治理结构当然有利,并且通过实证研究,确定了影响国有企业期权激励效率的若干因素,结合国有企业内外部环境条件,提出了提高国有企业期权激励效率的若干意见、措施。



第 1 章 导论	1
1.1 本书研究的背景	1
1.2 本书研究的意义	5
1.2.1 本书研究的实践意义	5
1.2.2 本书研究的理论意义	6
1.3 国内外相关研究现状	7
1.3.1 期权激励与人力资本理论	7
1.3.2 企业人力资本影响企业绩效研究	10
1.3.3 股票期权对企业经营绩效的影响	12
1.4 本书的研究方法、创新及不足	18
1.4.1 本书的研究方法	18
1.4.2 本书的创新和不足之处	18
1.5 本书的研究安排和逻辑框架	19
1.5.1 本书的研究安排	19
1.5.2 本书研究的逻辑框架	20
第 2 章 期权激励相关基础理论概述	22
2.1 企业人力资本理论	22
2.1.1 人力资本理论发展	22
2.1.2 企业人力资本的特征	25
2.1.3 企业通用性人力资本与专业性人力资本	28
2.2 委托-代理理论与模型	30
2.2.1 委托-代理理论	30
2.2.2 委托-代理模型	34

2.3	风险理论	39
2.3.1	风险的概念	39
2.3.2	风险定价	42
2.3.3	风险的组合	43
2.4	期权激励理论	46
2.4.1	期权的概念	46
2.4.2	金融期权理论	48
第3章	我国国有企业期权激励的演化与现状分析	51
3.1	计划经济阶段以行政晋升激励和荣誉激励为主的国有企业激励制度	51
3.2	有计划的商品经济阶段以放权让利和承包制为主的国有企业激励制度	54
3.3	市场经济阶段以公司制改造和年薪制为主的国有企业激励制度	58
3.4	开放经济阶段以股权分置改革和股权激励为主的国有企业激励制度	65
第4章	双重委托-代理条件下国有企业期权激励的行为目标分析	76
4.1	期权激励契约条件下国有企业监管者的行为目标分析	77
4.2	期权激励契约条件下国有企业管理者的行为目标分析	86
4.3	期权激励契约条件下资本市场流通股股权所有者的行为目标分析	97
第5章	国有企业经营者期权激励绩效的实证研究及其相关建议	107
5.1	国有企业经营者期权激励现状的实证描述	107
5.2	国有企业所有权监管对企业期权激励效率影响的实证研究	112
5.2.1	样本选取和变量定义	112
5.2.2	变量选取和模型设计	113
5.2.3	主要变量的描述性统计分析	115
5.2.4	实证回归模型结果分析	116
5.2.5	稳健性检验	118
5.2.6	模型实证研究结果分析	118

5.3 国有企业期权激励对外部产品市场效率影响的实证研究	120
5.3.1 样本的选取和变量定义	120
5.3.2 变量选取和模型设计	121
5.3.3 主要变量的描述性统计分析	124
5.3.4 实证回归模型结果分析	125
5.3.5 稳健性检验	127
5.3.6 模型实证研究结果分析	127
5.4 国有企业期权激励对外部资本市场效率影响的实证研究	129
5.4.1 样本的选取和变量定义	130
5.4.2 变量选取和模型设计	131
5.4.3 主要变量的描述性统计分析	133
5.4.4 模型实证研究结果分析	135
5.4.5 稳健性检验	136
5.4.6 模型实证研究结果分析	137
第6章 研究结论与未来展望	140
6.1 研究结论	140
6.2 研究不足	142
6.3 未来展望	143
参考文献	144
后记	149

第1章

导论

1.1 本书研究的背景

股票期权激励,是由股票期权激励而导致的契约治理;在公司契约治理范畴内,通过协调委托代理双方发展预期冲突而形成的股权激励薪酬契约治理机制;缔约双方通过缔约行为达成信任基础,认同股票期权激励契约对可能发生交易准租金进行事前分割并自愿接受股票期权激励的外在契约治理模式。外国公司经理人薪酬计划一般包括三个部分:一是基本工资,由薪酬委员会根据不同的管理职位范围、职责、类似的岗位薪酬水平和其对企业的重要性而定;二是年度津贴或奖金,根据公司的年度业绩和其他指标的完成来决定;三是对经营者完成既定经营目标的授予股票期权、业绩股票等。基本工资和津贴一般用现金等直接方式发放,对企业经营者起短期激励效果。通过授予公司经营者,如股票期权和业绩股票等方式,将经营者的短期个人利益与具有企业长期激励效果的长远利益相结合。

早在1952年,美国辉瑞制药公司为其员工避税首推股票期权计划。在这一时期,有限责任公司和股份制等基于分离企业的所有权和经营权的现代企业组织模型迅速在美国流行,公司治理结构通过事业部系统、超级事业部系统的规模发展,加上良好的经济环境和市场竞争激烈,许多因素导致存在管理激励不足问题,在创建企业经营者的利益目标,企业股东利润最大化的目标协同管理时,通过利润率作为考核管理绩效指标将经理人激励与企业的市场收益相结合。

20世纪70年代以来,管理薪酬激励的重点不再由基本工资和年度奖金为主要方式的短期货币激励为主,而是逐渐倾向与企业经营者签订长期薪酬激励合同,70年代以前的单一的派发股票模式逐渐遭到了淘汰,转而实施



综合性指标来全面、准确反映企业真实财务状况以及市场经营成果。到 20 世纪 80 年代,股票期权作为对高级管理者的长期激励手段被世界各国的众多公司先后采用,传统薪酬制度中以基本薪酬和奖金为主体的激励手段被以股票期权为主体的薪酬激励逐渐取代,高管薪酬总额中股票市场预期收益在其中所占比重越来越高。80 年代中期以来,60% 的美国前 200 家大型公司已经推行了以股票期权为主要方式的长期薪酬激励计划。80 年代后期以来,长期薪酬激励计划在现代公司治理浪潮的推动下,进一步巩固了其在现代公司治理模式中的地位。90 年代,企业长期薪酬激励计划中的股票期权激励手段日渐成熟,并且为了增强其激励约束作用而不断革新发展了其契约实施方案的设计。

进入 21 世纪以来,股票期权激励的种类日渐翻新,并且在管理人员薪酬激励中所占份额越来越显重要。2000 年,世界 500 强企业首席执行官(chief executive officer, CEO)薪酬总额中 51% 为股票期权激励。

2001 年起,安然和世通丑闻相继爆出,企业瞒报股票期权薪酬成本进而损害投资者的利益并引起强烈抗议。同期因为美国网络经济泡沫破裂而导致股市大幅衰退并且实体经济也受到严重影响,股票期权激励模式转而式微。2002 年 7 月 30 日,萨克森法案生效,旨在改革股票期权的会计处理并强化信息披露,但是也引起了对企业内部控制成本过高的质疑及对资本市场效率的负面影响。随着美国经济和股市的复苏,股票期权激励得以在更严格的监管下以更为创新的模式复苏,同时也导致企业高管薪酬差距的持续拉大。2007 年末,美国次贷危机爆发严重影响了全球金融市场的信心,导致全球性的金融恐慌,股票期权激励模式因为其具有顺周期的资本市场特征而再次遭受强烈批评,并因此导致华尔街与奥巴马政府之间利益目标的激烈碰撞,起因在于美国政府企业援助资金被华尔街滥用于发放金融企业高管的巨额期权激励收益。在 2008 年金融危机期间,华尔街金融机构过度支付的薪酬超过了金融企业业绩的增长水平,管理层薪酬激励与企业业绩严重冲突并因此导致大股东合谋管理层不断对中小股东的利益进行侵占。迫于政府和舆论的压力华尔街金融机构在 2009 年开始对企业薪酬激励方案进行改革。2010 年,美国政府通过了金融监管改革法案,法案规定授予企业的全体股东具有企业高管薪酬方案的投票权并强制要求企业公示 CEO 与其他雇员薪酬差别,通过提高信息披露透明度加强对中小股东利益保护,强制监管大股东和经理人之间的合谋以减少其机会主义行为。

国外期权激励的发展演化历程表明:首先,期权激励必须与企业的治理模式相适应,企业治理模式的演进导致了期权激励结构的变化;其次,期权激励还要依托企业外部的治理环境,不同的治理环境对企业员工的期权激



励效果不同,最终导致企业经营绩效的成果也不同;最后,因为企业的治理结构和治理环境不具有完全信息的特征,所以针对企业员工的期权激励也必然有外部性溢出,所以政府的监管也必然随着企业期权激励范围的扩大而逐渐增强其管制力度。

对我国企业经营者进行期权激励的过程伴随着计划经济向市场经济的转轨和国有企业的股份制改革而不断相伴演进。1979年我国进行经济体制改革之前实行的是计划经济体制,中央计划部门通过高度集中的经济体制严密控制企业经营行为,企业严重缺乏经营自主权,基本按照政府计划经济部门的指令安排生产,经营者的任命也是仿照行政部门,由上级组织考察任命,基本按照政府雇员模式进行管理的国有企业经营者按照其行政职务确定固定工资和福利,基本不存在从企业经营剩余中获取不定收益的可能性,自然也提不上因此对企业长期绩效提升产生任何激励作用。

20世纪80年代以来,为了改变计划经济体制中“平均分配,保护落后,缺乏激励”的低效率行为,提升国有经济效益,解决当时严重影响国民经济发展和稳定的就业难题,我国开始向市场经济转轨,并开始对国有企业经营体制按照市场经济的要求进行改造,鼓励国有企业参与市场竞争。中央政府对国有企业进行承包制的改制,通过改制,国有企业经营者能够按照事前约定的承包定额从企业剩余利润中获取部分作为自己人力资本的报酬,通过这种方式激励企业经营者提升企业的长期绩效。但是这种方式随意性很大,并没有统一的规则对企业经营者人力资本报酬进行精确的衡量,也没有相应的治理机制对企业经营者的短期经营行为进行制约。所以经过国有企业的两轮承包制后,再也无力通过承包制对企业经营者长期人力资本产生任何激励作用。

从1986年开始,我国实行了“现代企业制度”改革试点,主要目标是对国有企业进行股份制改造。1992年,深圳率先推行了厂长(经理)年薪制并引起全国的不断响应,其主要改革目标是将经营者短期收入与企业的经济效益、资产增值和职工收入等指标相挂钩,对企业经营者建立初步的市场约束与激励机制。自此,北京、上海、江苏、四川、福建等地也纷纷在国有企业中推广年薪制改革。1994年,国有资产管理局、劳动部、财政部等部委联合颁布了《国有资产保值增值考核试行办法》,明确规定了国有企业经营者的收入由基本收入和风险收入组成。在年薪制试点中,许多地方为了简化操作,将经营者的年薪收入分为三项或四项的不同部分。此后随着中国资本市场的基本建立和不断发展,配合国有企业改革而建立的资本市场为优化国有企业治理结构、国有企业经营者分享企业长期收益提供了条件。自此依托于国内资本市场,国有企业经营者的管理层持股、期权激励、限制性股

票激励以至管理层收购等长期绩效激励手段层出不穷,虽然对国有企业长期经营效率的提升起到了部分促进作用,但是由于中国资本市场本身的不健全,导致国有企业经营者配合资本市场投资者对自身股票大肆炒作,不仅不能通过资本市场对经营者的行为进行约束,反而成为经营者短期透支企业上市资源,获取不当人力资本报酬的契机。

直到我国在 2005 年开始进行了股权分置改革,市场股票全流通的实行建立了资本市场对上市企业具有基本的绩效评价能力,在此基础上管理层对上市企业经营者薪酬激励计划做出了更加严格的规定,在 2006 年颁布的《上市公司股权激励管理办法》中,规定了对完成股权分置改革的上市公司经营者的利益进行倾斜,可遵照本办法的要求实施股权激励,在完成股权分置改革的国有企业中建立健全市场激励与约束机制。通过对上市公司长期激励的制度规范,国有高级管理人员的薪酬结构也随之发生重大改变。但是经历股权分置改革的中国资本市场仅仅割除了制约对上市企业进行长期激励的顽疾,距离建立能对上市企业经营者进行长期的激励约束的外部企业治理结构还需要进行制度上的完善。现阶段的股票期权呈现出超短期激励的不良特征。股票期权变身为某种高管自求福利的手段,中国资本市场频繁出现高管辞职套现浪潮,高管薪酬与公司业绩和市场表现产生严重背离等不良现象,严重影响了国内资本市场职能的发挥,损害了其信誉。据不完全统计,在 2006 年 8 月至 2007 年 1 月短短半年间,我国共有 5 家上市公司的 4 名董事、3 名监事和 2 名高级管理人员被披露存在违规股票套现现象。2009 年 10 月开板的创业板截至 2010 年 8 月已经有 24 家公司 33 名高管在任期内辞职,其主要目的也是规避监管,短期在国内资本市场大额套现。其中,首批挂牌的 28 家创业板公司中有 19 名高管辞职,平均辞职时间为上市后 5.2 个月,并且在 2010 年 3 月出现辞职小高峰。首批之后上市的公司中离职人数虽然较少,但平均辞职时间减少为上市后 2.1 个月,出现高管加速离职倾向。并且这种状况越发呈现加剧趋势,截至 2011 年 10 月 27 日,已对管理层解禁的 134 家创业板公司中,有 55 家公司的 164 位董事、监事和高管及其直接利益人通过资本市场减持了公司股份,其中通过竞价交易和大宗交易共成交 586 笔,套现总金额为 28.8 亿元,减持总股本为 1.23 亿元。不仅如此,国有企业实施股票期权激励时还频频出现国有企业内部人员通过期权激励手段,借助资本市场变相侵吞国有资产的扭曲激励问题。

通过对中国企业高管进行期权激励的演化路径分析可知:首先,中国的期权激励不能脱离企业治理结构的完善和资本市场基本制度建设的背景,上市企业并不能通过期权激励模式的完善而使企业经营者关注于提升企业长期绩效;其次,期权激励及相关治理机制的完善不仅影响企业的治理效



率,还会对资本市场发挥基本职能造成阻碍,从创业板和主板市场的不断下跌即可看出,不良的期权激励对资本市场发挥资本的蓄水池和调节器作用造成的损害有多么严重。

1.2 本书研究的意义

1.2.1 本书研究的实践意义

一般认为,期权激励是解决企业经营者与所有者之间存在的委托-代理紧张关系的释放渠道,企业的部分剩余价值通过期权激励分享给企业的经营管理人员,将本身的人力资本风险通过企业经营活动释放到社会经济系统中,减少企业经营者专有人力资本积累所带来的利益锁定及与企业产权方进行利益博弈所带来的损失。但是囿于我国企业治理外部环境的限制,早期对企业经营者的期权激励缺少外部对企业经营绩效进行准确衡量的条件,以致对企业经营者的期权激励或者更为广泛意义的股权激励成为不受约束的企业内部人获取企业不当收益的渠道,这从我国政策层对企业经营者通过“MBO”^①方式接管企业叫停,及郎咸平等人对国有资产流失的大声疾呼而引起的社会各界积极响应即可看出。在外部缺乏对企业经营者专有人力资本进行风险互换条件的背景下,任何针对企业经营者的期权激励均不能对企业经营者专有人力资本的积累产生任何风险抵消,并且还可能误导企业经营者在企业内部寻求途径来消解人力资本风险。而随着股权分置改革的完成,中国的资本市场具备了对企业经营者行为进行初步评价的功能,股市的扩容及企业股权的全流通使得股市越发具备稳定性和系统特征,企业对经营者进行期权激励的政策阻碍正逐步消失,促使企业经营者及所有者能够将经营者的专有人力资本风险与企业的经营风险置换,有利于企业经营者专有人力资本的积累和企业经营绩效乃至中国资本市场基本面的改善,这从近期上市公司纷纷推出天量期权激励计划即可看出。不仅如此,随着知识经济时代的到来,国有企业专有人力资本的激励问题越发突出,国有企业的技术研发人员也存在由于个体人力资本激励与个体属性相互融合,无法将其剥离出直接作为商品属性的个体人力资本激励问题,并且在知识

^① 英文全称为 management buy-outs,即管理层收购,是目标公司的管理者与经理层利用所融资本对公司股份的购买,以实现对公司所有权结构、控制权结构和资产结构的改变,实现管理者以所有者和经营者合一的身份主导重组公司,进而获得产权预期收益的一种收购行为。



和创新经济时代,对劳动者个体工作绩效衡量所耗费的信息及交易成本越发昂贵。所以近年来针对企业技术研发人员的期权激励及股权激励层出不穷。在我国的国有企业改革历程中所经历的全员持股性质的股份制改造即是对员工进行期权激励的某种特殊形式。这反映了在缺少外界的人力资本市场对员工的人力资本积累进行计量和定价的情况下,企业的所有者无法采用标杆法或者锦标赛体制减少对员工工作绩效进行计量的信息成本,所以在特殊时期用全员持股的形式将员工的人力资本贡献在企业的产品市场中反映出来。近年来比较突出的案例就是华为针对企业研发人员的激励问题而采用的全员股权激励计划。由此可见,基于分享企业剩余利润的股票期权激励不仅可以针对企业经营者实施市场激励,由此提高其对企业长期绩效提升的贡献,并且随着企业外部的经营环境越发依赖知识创新在企业经营中的重要作用,所以国有企业经营者乃至技术人员的专有人力资本积累在企业市场价值提升中所起作用越来越大。

1.2.2 本书研究的理论意义

股票期权的出现使企业长期绩效提升与企业员工人力资本短期变现之间的矛盾得以缓解,特别是在知识经济时代,员工的自主性程度逐步提升,而企业绩效的提升很难分解到每个工作流程中,所以期权激励才在企业的激励体系中所起的作用越来越强。但是受外界制度环境和企业内部治理结构的影响,并不是所有的期权激励在实践中都能取得好的效果,即便在美国这样资本市场制度建设相对健全的国家,依然出现了安然丑闻和金融危机带来的对金融企业期权激励的集体不信任。在中国这样的发展中国家,情况则更为特殊,首先,中国的经济体制环境不同于西方的相对自由的市场环境,政府的权力还在企业治理的外部及内部环境中发挥着极大的作用,这不可避免的会影响到期权激励的形式和激励所产生的后果;其次,中国的资本市场和产品市场本身还不健全,还不能对企业经营状况的长期绩效进行准确地反映,这样就对期权产品及期权激励的效果与国外的研究产生了较大的差异,需要通过实证分析找出原因并给予解决;最后,研究中国企业的治理方式还要考虑到外部的文化环境对企业治理效率的影响,特别是地方型企业或多或少都具备社区型企业的性质,在集体主义的治理模式下,不仅要考虑高层管理人员的期权激励问题,同样也要考虑国有企业的不同类型导致企业的外部治理环境对管理者专有人力资本积累的影响,及其对期权激励方案的特殊要求。

鉴于以上分析,本书的研究集中于以下目标:

- (1)将政府行为纳入分析企业治理结构以致影响期权激励形式和效果



的分析框架中,使理论分析更加贴近实际。

(2)利用风险定价理论重新对企业期权对企业经营绩效和股市表现进行理论分析,以求能够将企业经营风险分析、企业股市收益风险分析和经营者人力资本积累和变现的风险分析统一到同一个理论分析框架中。

(3)利用委托-代理模型研究不同期权激励方案下行为者的利益目标,用博弈论研究期权定价对企业经营绩效的影响效果,结合案例给予实证说明。

(4)实证分析中不仅要使用截面数据进行财务数据变量的因果分析,更主要的是寻找期权激励长期演化的路径分析,采用时间序列数据进行长期财务变量之间的关系分析是本书希望得到的突破。

(5)结合理论分析和实证分析的结果,考虑中国期权激励的外部环境,规划适合我国企业特点的期权激励框架,使其在实践中具备可行性,并对其实施要点予以点评。

1.3 国内外相关研究现状

1.3.1 期权激励与人力资本理论

1.3.1.1 国外的研究

国外对人力资本理论的研究可以追溯到古典经济学理论时期。最早亚当·斯密认为“学习是一种才能,须接受教育,须做徒弟,所费不少。这样花费的资本,好多已经实现并固定在学习者身上。这些才能,对于他个人自然是财富的一部分,对于他所属的社会,也是财富的一部分”^①。马歇尔也认为“所有资本中最有价值的是对人本身的投资”^②，“教育投资可以带来巨额利润”^③。但是古典经济学家并没有将人力资本从经济要素的范畴内剥离开来独自进行研究。一般认为,人力资本理论作为独立的经济学理论出现归功于舒尔茨,他在《论人力资本投资》中初步界定了人力资本和人力资本投资等概念,系统地阐述了其发展的人力资本投资理论,研究了人力资本形成的渠道和方式,强调人力资本投资在社会实践中发挥的重要作用,并且量化研究了教育投资的收益率及其对经济增长所做的贡献。此外贝克尔也对人力资本理论的发展做出了贡献,他注重人力资本的数学化、精细化的微观分

① 亚当·斯密:《国富论》(下册),上海:上海三联书店,2009年版,第48页。

② 马歇尔:《经济学原理》,北京:商务印书馆,1965年版,第63~64页。

③ 马歇尔:《经济学原理》,北京:商务印书馆,1965年版,第65~66页。



析,弥补了舒尔茨只重视宏观研究的缺陷,将家庭因素纳入人力资本的分析框架中,将人力资本投资理论与收入分配理论联系起来,着重提出了用成本-效用分析人力资本积累问题,指出了学校正规教育及员工的在职培训等方式在社会总体人力资本形成中具有重要地位和作用,并提出了“一般培训”和“特殊培训”等概念,用收入效应模型深入研究了教育和培训投资的实施过程。同时认为保健投资和培训与教育投资具有相同重要性,个人收入中身心健康也是重要影响因素。

而将人力资本积累的重要性提升到经济长期增长潜力角度的是罗默,他在《收益递增经济增长规模》中建立了著名的新经济增长模型,深刻影响了经济增长理论和人力资本理论的发展。模型除考虑劳动和资本等传统因素外,将知识也视为内生变量决定经济的长期增长,并将个体知识能力作为独立因素纳入生产函数中,从而导致使其对经济增长的解释与实际情况更为吻合。1990年罗默又改进了新经济增长模型,在模型的生产活动中引入了四种投入要素,分别是资本、劳动、人力资本和技术,认为特殊的知识和专业化的人力资本通过自身形成的递增收益影响经济增长,通过使资本和劳动等投入因素产生递增收益来保持经济的长期增长。卢卡斯在研究经济动力学过程中也认识到了人力资本对经济长期增长的重要性,在《论经济发展的机制》中提出了两种经济增长理论,每个个体的专业化的人力资本和无形资本构成了人力资本的初始概念,并据此将劳动力分为两种形式的人力资本,分别是纯体力的原始劳动和具有劳动技能的高等级劳动。同时,其新经济增长模型将人力资本作为独立因素考虑在内,通过索洛模型的技术进步概念与舒尔茨的人力资本理论相互补充,提出经济增长的根本动力和源泉是社会人力资本积累的论断,技术的创新、知识的积累以及由此形成的专业化的人力资本产生了规模收益,保证社会经济能够实现长期稳定增长。

近年来,国外人力资本理论研究日趋微观化和实证化,其对经济增长内在动力的解释也日趋成熟,但是理论的研究关注的是经济宏观上人力资本的内涵、人力资本形成的途径和方法以及人力资本投资和收益,为人力资本的积累和人力资本参与企业投资收益和利润分配提供了依据,但是缺少从微观企业的角度论述人力资本对企业效率增长所起的传导作用,以及企业的治理结构和市场表现及因此而受到的影响。国外学者对期权激励与企业人力资本积累的关系研究主要集中于期权激励对企业治理结构和治理效率的影响,以及对企业员工人力资本积累产生的间接作用。John Core 和 Wayne Guay (1999) 研究了限制性股票及股票期权实施的激励效果,研究结果表明企业实施股权激励等长期激励措施可以有效地减少企业内部的委托-代理问题。Shane Johnson 和 Yisong Tian (2000) 提出设计指数化的股票



期权,并验证了这种股票期权对企业人力资本的激励效果优于传统的股票期权。Milbourn(2003)将CEO的股权报酬与CEO声誉之间的关系进行了研究,结果表明两者之间存在显著正相关关系,这可以表明,较多的股权激励收益可以调动经营者积累自身人力资本的积极性。Ittner(2003)也发现企业的成长机会与CEO的股权收益也存在正相关关系。Lamia Chourou(2007)对股票期权的决定因素进行了研究,发现股票期权授予数量与企业规模和企业成长机会正相关,与CEO年龄、CEO的持股数量和大股东的持股比例负相关,这从另一方面也说明股票期权能够激励企业员工人力资本的积累。

1.3.1.2 国内的研究

国内的人力资本的研究伴随着国有企业的改制进程,在对国有企业治理结构进行研究的过程中逐步发现人力资本对企业绩效提升的重要性。国内对企业人力资本理论的研究分为两个方面。

一是对企业人力资本概念定义的研究。李建民(1999)认为人力资本产权就是人力资本的所有关系、占有关系、支配关系、利得关系及处置关系等一系列权利的总称,即具有经济价值的知识、技能乃至健康水平等存在人体之内支配的所有权。张维迎(1996)认为企业人力资本是其所有者拥有企业所有权,企业治理行为中表现为企业的控制权和剩余索取权。刘大可(2001)认为人力资本表示为不同人力资本所有者之间的关系,以及人力资本拥有者与人力资本使用者之间的利益分配。盛乐(2002)从更为具体的角度定义企业家人力资本产权是一种行为权,由经营者的人力资本产权权益和产权权责以及产权权能组成。

二是对企业人力资本的产权制度的研究。张维迎(1997)认为企业之所以是资本雇佣劳动,原因在于契约的不完备性导致资本的退出成本高于劳动的退出成本,资本承担的经营风险大于劳动。周其仁(1996)认为企业以契约形式组合而成,是由人力资本所有者与非人力资本所有者即物力资本所有者形成的交易行为,充分肯定了人力资本在企业治理结构中的重要性。方竹兰(1997)认为人力资本拥有企业所有权是历史发展的趋势,“从最初的资本家与企业家融为一体经资本家与企业家分离,到最后企业家与资本家又融为一体,只不过起点的融合是资本家即非人力资本所有者为主,终点的两者融合是企业家即人力资本所有者为主”。杨瑞龙、周业安(1997)认为非人力资本与人力资本是企业里对等的产权主体,企业所有权安排表现为每个所有权主体所拥有的企业产权份额是所有者之间讨价还价的结果,其分散地对称分布于不同所有者主体,通过交易双方的谈判力、资产专用性程度、重要性、信息显示机制等因素影响其结果。国内企业人力资本对企业产权制度的影响方面研究,主流观点都认为企业人力资本相比企业物质资本