

——公司治理结构与经营者期权激励

谁

为企业老总

造饭碗



中国经济出版社

谁为企业老总造饭碗

——公司治理结构与经营者期权激励

北京天则所咨询有限责任公司

主 编

中国证券报社

中 国 经 济 出 版 社

图书在版编目 (C I P) 数据

谁为企业老总造饭碗/北京天则所咨询有限责任公司,中国证券报社主编,——北京:中国经济出版社,2000.8

ISBN 7-5017-4927-2

I. 谁... II. ①北... ②中... III. 期权—案例—分析—中国 IV. F724.5

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2000) 第 23346 号

责任编辑:苏耀彬

电话:010-6835-4197

E-mail: fbsh@263.net

个人主页: <http://homepage.renren.com/yangqius>

封面设计:白长江

谁为企业老总造饭碗

——公司治理结构与经营者期权激励

北京天则所咨询有限责任公司

中国证券报社

主 编

中国经济出版社出版发行

(北京市百万庄北街3号)

邮编:100037

各地新华书店经销

三河市欣欣印刷有限公司印刷

开本:A5 8.375印张 200千字

2000年8月第1版 2000年8月第1次印刷

印数:6000册

ISBN7-5017-4927-2/F·3918

定价:18.00元

编 撰 委 员 会

学术顾问：

茅于軾	张曙光	盛 洪
张 平	秦 海	杜跃进

主编： 北京天则所咨询有限责任公司
中国证券报社

执行主编： 凌 波

执行编辑： 倪丽芬

●前言

评价创造性

盛洪

尽管股票选择权是一个崭新的话题，但它想要解决的问题却很古老。自从企业诞生的那天起，或者说自从人们懂得团队生产的效率要高于个人生产效率的简单相加以来（这大概从原始社会就开始了），他们一直面对着这样一个悖论：虽然团队生产带来了更高的效率、从而更多的收入，但同时又使个人努力对团队生产的贡献变得模糊不清；如果这些收入的增量不能恰当地在团队内成员间进行分配，如果分配与成员的贡献不相吻合，将会损害成员的生产动力；如果分配与贡献之间的偏离超出了一定的限度，使得成员们的生产动力严重不足，团队生产的优势也会丧失殆尽。应该说，这样的问题在工业化的社会中部分地得到了解决，否则的话我们今天也不会看到有那么多企业存在。在那些传统的工业企业中，即以蓝领工人为主的企业中，我们可以看到分解到个人的生产指标，严格的考核制度，以及严密的监督机制，以及整齐划一的企业文化。据说在海尔集团的生产企业中，连每一根电灯开关都贴上了某个人的名字，把责任落实到了每个工人的细微之处。我国不少家电企业的成功，也多少与它们的军工背景有些关系，因为服从一个统一的意志和纪律是这类企业成功的重要因素。

然而，随着所谓知识经济的来临，企业内生产要素的知识密集程度越来越高，团队成员之间的合作越来越多地体现为人脑之间的合作，而不是人手之间的合作。原来在蓝领工人中间适用的激励原则与方式，变得越来越陈旧和过时了。我们无法对创新定义，我们也无法预见想象力会创造什么样的奇迹。显然，我们也

就不可能“考核”和“监督”一个智力工作者。每个软件程序设计师后面站一个监督者，也于事无补。因为最有价值的劳动发生在一个人的脑子里，谁也无法从外面观察得到。因此，创建一种适用于智力密集型企业的激励机制就是今天所谓新经济的要求。不同于对过去成绩的考核，它更侧重于对未来创新的期待；不同于对人的体力劳动的监督，它更侧重于对人的智力贡献的衡量；不同于对外在的偷懒行为的约束，它更侧重于对内在的创造冲动的激发。应该说，股票选择权的问世与发展，是对这种新的激励机制的探索之一。不少人认为，像微软这样的成功的高科技企业的崛起，也应部分归功于股票选择权。

在另一条道路上，我国的企业也在进行着艰难的探索。这就是国有企业一直未解决的高级经理人员的激励问题。即使是在传统企业，也总有一些人从事着创造性的工作。如技术人员和管理人员。改革开放以来，国有企业的激励机制发生了不少的变化。从计件工资到销售额提成，从节约成本奖励到年度奖金，甚至对质量、协作和均衡生产也有考核。然而这样的变革是有限度的。因为这种激励机制主要适用于可以用数量、或折算成数量进行考核的工作，而对创造性工作不起作用。尤其是对企业领导者成绩的评价，一直没有找到有效的办法。这首先不是激励技术上的问题。由于国有产权的特殊性质，对企业领导人的考核不是以每个特定企业为单位的，而是要对很多企业同时作出评价和比较。但这相当困难。因为企业的成绩并不唯一地取决于企业领导人的努力。有时市场的出人意外的变动，会较大地增减企业的利润。所以制定一套同时公正地衡量所有企业领导人绩效的考核指标难乎其难。第二个困难是文化。由于历史的原因，国有企业的成员并不认为企业领导人应该比自己多拿多少钱。因为这些领导人走上领导岗位也许并没有经过公平的竞争程序，而且企业的许多重大决策也并非这些领导人所为。这种文化即使在国有企业有了重大改革之

后也不会立刻消失。因此，企业领导人年薪制的推出，受到了文化上的阻碍。在这种困境下，正如标准股份制公司总经理刘纪鹏所说，股票选择权并不以支付现金为形式，而且与企业未来的成绩更为相关，从而更容易为企业的普通成员接受。

于是，到了20世纪末，在国有企业改革和新经济崛起的交点上，与股票选择权相关的激励机制应运而生。这反映在我们考察的案例中。其中既有较为典型的国有企业，如武汉国有资产经营公司，又有较为纯粹的信息技术与服务公司，如民营的北京慧聪公司。在两者中间，是两种类型的交叉和变型。如北京华远公司是一个从国有企业转变而成的合资企业和上市公司；上海贝岭公司也是由国有企业转型的上市公司。在上市公司中，风华高科大概是具有较高智力密集程度的企业。而四通公司则一直是一个立足于高科技领域的民营企业。由于各种原因，它们走在了其它企业的前面。作为先行者，它们既幸运又艰难。虽然股票选择权在许多国家中，尤其在美国有过多年的历史，但作为一种外部制度资源，它不能被完全照抄，而只是有借鉴意义。因而在这些企业中，它们依赖于较少的制度资源进行激励机制上的探索。正如我们所经常看到的那样，一个企业最容易利用的是它自己已有的传统资源。因而我们在不同的案例中，看到的是根据不同的制度资源发展出的不同的方案。与所谓标准的股票选择权方案相比，这些方案似乎有点非驴非马，我们宁愿说这是一些与股票权利相关的激励机制。如武汉国有资产经营公司的方案是一种与年薪制挂钩的赠股计划；而四通公司的方案更多地与经理人收购方案交错在一起；慧聪公司的方案则是一套对名义股权进行修正的分配方案；华远公司的高层管理人员的股票选择权应该最接近“规范”，却由于境内制度环境的制约，不是由本公司、而是由在香港的控股母公司安排的。这些各有千秋的方案都会在实践中证明自己的价值。会有成功，也会有挫折。只要持续地探索、不断地改进，最

终会发展出在自己企业内行之有效的激励机制。对于其它企业来说，这些先行者的不同探索，显然为它们提供了值得思考的丰富经验或者前车之鉴。

应该说，在目前阶段探索与股票选择权相近的激励机制所碰到的困难，还不仅是在企业内部缺少经验的问题。任何一种制度安排，只有在一定的制度结构下，与其它制度安排的互动中才能发挥作用。更何况，作为一种激励机制，股票选择权确是从国外引进的。在中国，它缺少相应的制度环境，具体而言，就是法律制度和道德基础。在我国公司法中，似乎没有股票选择权的空间。股份有限公司的长期投资不能将高于净资产的50%，而有限责任公司的股东人数又限制在50人以内；所以四通公司为了安排更多的管理人员与技术骨干参预持股计划，不得不选择了社团法人的形式，而这种安排又走进了另一个死胡同。在证券法中，也缺少对“用股权激励管理层”的考虑；所以中国政法大学的方流芳教授质疑股票选择权是否违反了同股同价原则。在另一方面，由于理性有限和信息有成本，股票选择权与其它所有有形制度一样，不可能是一种完善的合约；因而理论地就不能完全由外部强力保证其实施。因此道德是重要的。无怪乎在这方面尝到甜酸苦辣的任志强（华远董事长）和郭凡生（慧聪董事长），都不约而同地大谈道德。这不仅因为他们深知坐在总裁或董事长位子上有多少可以作弊的空间，而且也对我国目前的道德状况不敢乐观。然而我们不能得出结论，即由于缺少相应的法律制度和道德基础，我们不能推进像股票选择权这样的激励机制方面的探索。实际上，20年的改革证明，新的制度安排，包括从外部引进的制度安排，从来就是在我们现存的制度结构的互动中发展起来的。既然股票选择权对法律制度和道德基础提出了要求，它也会在促进这两个方面的变革的过程中，获得自身的生存。

最后，我们当然应该看到，就是股票选择权本身，也不是一

个成熟的激励机制。它距离我们期望的理想状态相差还很远。所谓理想状态，就是人的每一个份贡献都应得到评价，并给予相应的报酬。尽管股票选择权是与企业的未来价值挂钩的，从而部分地反映了企业高层管理人员和骨干技术人员的努力；然而第一，到现在人们还很难将人的努力与在市场中的走运分开，这在华远的例子中反映得很清楚；第二，也仍然较难事先评价不同的人在企业中的贡献。对一个人贡献的更准确的评价，不仅应反映在股票价格的涨落上，而且应反映在这个人所持有股票选择权的多寡上。但这几乎不可能在任何事先的股票选择权的合约中实现，因为对人这种具有创造力的物种在未来行为的判断，几乎是不可能的。因此股票选择权合约的完善应经过一个试错过程。即使我们做到了这一切，股票选择权仍内在地存在问题。正如不少经济学家已经批评的那样，股票选择权的具体安排，即在股票价格有利时行使权利，而在不利时不行使权利，会使权利的所有者采取更为冒险的策略。这可能导致管理集团不顾股东的利益而把公司引向高风险的领域。当然无论如何，股票选择权存在的问题，并不能抹杀它作为一种探索在人们试图评价人本身时所获得的成功。也许股票选择权的试验就是一种供人们进一步思考的素材：怎样将新创造出来的财富分配给那些对财富创造最有贡献的人，从而也使其人受益？

5/26/2000

目 录

前言

第一部分：理论研究

1. 公司治理结构：理论基础和分析方法 (3)
2. 经营者股票期权——长期激励的调和术 (23)
3. 论股票期权在我国的适用性 (39)
4. 经理股票期权与竞争 (49)
5. 公司治理的核心原则 (62)
6. 股权激励、公司治理与资本市场发展 (68)

第二部分：案例研究

1. 华远集团案例 (79)
 评议 (93)
2. 武汉国有资产经营公司案例 (106)
 评议 (112)
3. 广东风华高新科技集团有限责任公司案例 (129)
 评议 (141)
4. 慧聪集团案例 (154)
 评议 (158)
5. 四通产权改制 (175)
 评议 (177)
6. 某有限公司薪酬制度方案介绍 (186)

- 7. 股权结构与企业重组的互动 (191)
- 8. 独立非执行董事、董事会与公司治理结构 (194)
- 9. “凤凰”涅槃欲再兴..... (207)

第三部分：政策法规

第四部分：附录

后记

第一部分
理论研究

公司治理结构： 理论基础和分析方法

秦 海

自米因斯和贝利（1932）以来，虽然公司治理结构的某些问题已经被提了出来，但是，“公司治理结构”这一术语在英语文献中确实并不存在。然而，最近 20 年来，无论是在学术讨论中，还是在公共政策的争论中，公司治理结构问题已经成为最重要的话题之一。在这一时期，公司治理结构被等同于接管、金融重组和机构投资者的活动。但是，什么是公司治理结构的精确定义？公司治理结构为什么会成为“问题”呢？为什么亚当·斯密的“看不见的手”不能自动地提供答案？接管、金融重组和机构投资者在公司治理体制中起到什么作用呢？

通过将公司治理结构与企业理论本质性地联结起来，本文试图对这些问题提供一个完整的解答，我的目的是提供一个普遍的框架去分析这两个领域的某些基本事实，并澄清一些尚未解答的问题。换句话说，它主要关心公司治理结构的理论基础和分析方法。本文不是综述，也不想作出综述。这一领域最主要的综述可以参见斯莱弗和维斯尼（Shleifer and Vishny, 1997）的文献。

一、我们什么时候需要一套公司治理体制

“治理”（governance）一词基本上等同于权威、指令和控制的运

用。然而，在自由市场条件下，这些词汇似乎是奇怪的。为什么我们需要某些形式的权威？在缺乏权威干预的情况下，难道市场不能对所有资源的优化配置作出响应？大学（新古典）微观经济学的基础教材很少提及“权威”和“控制”这些词汇。

事实上，新古典微观经济学仅能够很好地描述交易集，维廉姆森（1985）称之为“标准化的交易”。例如，假定购买一种商品，比如小麦。这里存在着大量的同样质量的小麦生产者和大量潜在的消费者。在这种情况下，不需要任何形式的权威，亚当·斯密的“看不见的手”保证高质量的小麦能够有效地生产和供给。

然而，许多当天的交易并不适合于这一简单的类比。例如假定购买一个按用户要求定制的机器。购买者必须与制造商签订一个契约，并且同意技术规格（specifications）和最终的价格。与购买小麦的情况不同，契约的签订并不代表买者和卖者之间关系的结束。生产机器需要一段时间。在这段时间内，很多事情都可能发生，这些事情既可能改变生产机器的成本，也可能改变购买者的支付意愿。更为重要的是，在契约签订之前，制造商所面对的市场是竞争性的。一旦生产已经开始，卖者和买者就会陷入“双边垄断”的格局之中。对购买者而言，定制的机器可能比从市场购买具有更高的价值；另一方面，已经缔约的制造商完成这一机器的生产成本可能是最低的。在两方契约时期所生产的东西与他们从市场所获得的东西之间的差异就表现为准租金，准租金需要事后进行分配。在分配这一剩余的过程中，亚当·斯密的“看不见的手”是没有帮助的，权威却起到非常重要的作用。

根据维廉姆森（Williamson, 1985）的态度，我将公司治理体制定义为影响在一种关系中所产生的准租金事后讨价还价的复杂的约束集合。这一体制的主要作用是通过初始性的契约而发挥作用的。但是，这一契约在绝大多数情况下将是不完全的，事实上，在每一种可能发生的偶然情况下，契约不可能完全地详述剩余的分配（因为偶然状态是不能预知的，这样做的成本可能太高或完全不可能）。

在事前决策（当两方签订关系契约并且不可撤回的投资已经沉淀下来的时候）与事后决策（当准租金已经被分配的时候）之间，这一契约的不完全性产生了引人注意的差别。同时，这一契约的不完全性也为讨价还价创造了空间。

除了初始性的契约之外，讨价还价的结果还将受到几个因素的影响。第一，在生产的过程中，生产方具有机器的所有权。第二，选择的有效性：对购买者来说，推延接受新机器为何是高成本？对制造商来说，推延接受最终付款为何是高成本？由第三个制造商完成这一工作，为何需要花费更多的成本？等等。最后，在形成讨价还价的产出方面，制度环境起到了主要的作用。例如，法律强制为何是有效的和便捷的；什么是职业性的规范；在搜寻潜在的客户的过程中，为什么关于制造商的信息可以很快并可以信赖地起作用，等等。所有的这些条件都构成了公司治理体制。

就如同在购买机器的案例中所阐述的那样，对公司治理体制而言，两个必要条件是必需的。第一，这种关系必须产生一些准租金。在缺乏准租金的情况下，市场竞争的性质将会减少讨价还价的范围。第二，准租金在事前不能得到完美地分割，如果他们能够进行事前的分配，那么也就不存在任何讨价还价的余地了。

二、公司治理结构

上述对公司治理结构的定义是非常一般的。有人可能讨论一次交易、一个俱乐部和一般意义上任何经济组织的治理结构。狭义地讲，公司治理结构简单地说就是一种特殊的组织形式——公司的治理结构。

然而，关于事后租金的讨价还价——我将它定义为公司治理结构的本质——是受其它因素影响的，但是并不孤立地受到我们使用的法律结构的影响。在本质上，公司仅仅是一个法律的空壳。创造

公司价值的因素使法律空壳具备了潜在的经济实体的要求权，这一经济实体就是我们经常提到的企业。虽然法律和经济实体经常吻合，但是，这并不总是事实。

从这一理由来看，我将公司治理结构定义为影响一个企业所产生的准租金在事后讨价还价能力的复杂的约束集合。

事实上，在无需广泛定义的情况下，公司治理结构领域所包含的许多问题都可以得到（并且已经得到）有益地分析。尽管如此，在经济学文献中，所有的公司治理机制都可以根据这一定义进行解释。所有权的配置、资本结构、经理激励方案、接管、董事会、机构投资者的压力、产品市场的竞争、劳动力市场的竞争、组织结构等等都可以被理解为制度，这些制度影响租金被分割的过程。简单地说，这一定义的贡献是强调租金被分配的方式与租金产生的方式之间的联结。就如同谁控制企业一样，只要关注这一联结，一个人就可以回答这些基本的问题。

当然，公司治理结构的定义提出了企业是什么这一古老的问题。这一问题可能是公司治理结构的中心问题。在我们讨论一个公司如何被治理之前，我们需要定义企业是什么。这一问题也是非常重要的，因为它有助于我们识别在什么范围内、在何种程度上公司治理结构不同于一个简单的契约关系的治理（比如购买机器的契约）。

在经济学的文献中，存在着两个著名的关于企业的定义。第一个定义是由阿尔钦和德姆塞茨（Alchian and Demsetz, 1972）引入的，企业是契约关系的联结。根据这一定义，公司治理结构没有任何独特性，简单地说，它是标准的契约治理的更为复杂的形式。

第二个定义归功于格罗斯曼和哈特（Grossman & Hart, 1986）和哈特和摩尔（Hart & Moore, 1990）（下文我们简称为GHM定义），企业是被联合的所有的物理资产的集合。所有权是重要的，因为它在初始性的契约不能详述的所有偶然情况下赋予了决策的权利。一方面，这一定义具有区分一个简单的契约关系和企业之间差异的优点。因为企业可以通过非契约的因素来定义（也就是，所有