



GONGSIZHILI  
YUGUANJILI

国泰君安

证券研究丛书

主编：姚刚

# 公司治理 与股权激励

张剑文 著

现代理论透析  
技术设计详解  
经典案例剖视

广东经济出版社

# 公司治理与股权激励

张剑文 著

广东经济出版社

作

02

12

8

07

## 图书在版编目 (CIP) 数据

公司治理与股权激励/张剑文著. —广州: 广东经济出版社, 2001.9

(国泰君安证券研究丛书/姚刚主编)

ISBN 7-80677-028-3

I. 公… II. 张… III. ①公司-企业管理-研究②公司-股份制-研究 IV. F276.6

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2001) 第 059037 号

出版发行	广东经济出版社 (广州市环市东路水荫路 11 号 5 楼)
经销	广东新华发行集团股份有限公司
印刷	东莞新丰印刷有限公司 (东莞市凤岗镇天堂围乡)
开本	850 毫米×1168 毫米 1/32
印张	18.75 2 插页
字数	434 000 字
版次	2001 年 9 月第 1 版
印次	2001 年 9 月第 1 次
印数	1~5 000 册
书号	ISBN 7-80677-028-3 / F·558
定价	39.80 元

如发现印装质量问题, 影响阅读, 请与承印厂联系调换。

销售热线: 发行部 [020] 83794694 83790316 邮政编码: 510100

(发行部地址: 广州市合群一马路 111 号省图批 107 号)

·版权所有 翻印必究·

# 总序

处于体制转轨期和即将加入 WTO 的中国经济正面临全方位的挑战和机遇，新兴的中国证券市场也在发生着历史性的结构变革。我们有许许多多的问题需要面对，需要认真研究。例如，如何按照“法制、监管、自律、规范”的方针推动中国证券市场的规范发展；如何把握中国经济的改革与发展方向，提升证券市场的资源配置能力；如何建立市场和企业风险控制体系，提高市场整体的抗风险能力；如何保护投资者尤其是中小投资者的利益；如何建立规范的市场发行和交易制度，提升市场的运行质量和效率，这些问题都是亟待深入讨论和研究的理论问题。

中外证券公司的实践经验证明，没有一支一流的研究队伍，就不可能造就一流的投资银行。我们认为，当今证券公司的核心资产一是人脑，二是电脑，研究机构是证券公司当中最能体现和发挥人脑优势的部门。一些国际著名的投资银行都拥有规模庞大的研究部门，研究人员占员工总数的比例多者达到 50%。我国证券公司研究机构的迅速发展起步于 1996 年，其价值逐步得到认可，研究对业务的先导性和业务对研究的依赖性也愈来愈明显，研究员的市场价值也日渐凸现。



## 总序

今后随着对信息披露的监管不断强化，对内部信息获取渠道的依赖必将逐步被对公开信息的研究成果的需求所取代。

国泰君安证券公司一直高度重视市场研究工作，致力于培育一支高水准的研究队伍。目前国泰君安证券研究所拥有研究人员100多人，其中90%以上来自国内外名牌院校。90%的研究员具有硕士以上学历，25%具有博士学位。他们在研究方式上不断探索和创新，本着“贴近客户、贴近市场、贴近业务”的方针，着眼于证券市场具有普遍性和前瞻性的重大课题，力求使用多层次、多角度、解剖式的专业化手法探究市场内的焦点问题，在行业研究、上市公司研究，市场专题研究、金融工程、管理咨询方面占有明显优势。国泰君安证券研究所的研究范围广泛，工作作风深入细致，从国际到国内，从宏观到微观，从货币市场到资本市场，从上市公司到非上市公司，都采取动态跟踪的方式予以有点有面的研究，研究成果在国内外有广泛影响。众多研究人员不仅承担内部业务支持和客户服务工作，还承接了大量来自政府部门、证券市场监管部门和社会各界的各项课题，积极为中国金融证券业的规

# 总序

范发展献计献策，他们的多项研究成果在国内专业性论文评比中获奖，多篇研究报告受到政府相关部门的重视与关注，不少研究作品得到社会各界广泛的认同。目前国泰君安证券研究所已成为国内证券公司中规模最大、研究力量最强、配套设施最完善的专业性研究机构之一。

长期以来，国泰君安证券研究所一直习惯于以内部报告和非公开出版物的形式为公司内部和外部客户提供服务，这套丛书是国泰君安证券研究所第一次利用公开出版物将其最新和有分量的研究成果展示给社会公众，希望能够与广大读者交流观点，并期待大家的批评指正。本丛书的出版如果能在促进国内证券市场研究水平的进一步提高，帮助投资者理解当今证券市场已经发生和正在发生的重大事件的背景、缘由和发展趋势等方面起到一点作用，我们将感到无比欣慰。我们衷心希望国泰君安证券研究所能够在社会各界的关心和支持下不断成长与壮大。

姚刚

2001年4月

# 序 言

激励机制是企业制度的重要内容和关键部分。因为，企业是物质资本和人力资本或者财务资本和知识资本的一个复杂合约，物质资本或财务资本虽然需要有效的配置，但却不需要激励，而如何配置则取决于人力资本所有者的行为；至于人力资本，由于天然地与其所有者不可分离的特性及其作用的不确定性和可伸缩性，决定了它不仅是需要激励的，而且激励机制是否恰当，特别是对企业家的激励是否恰当，直接关系到企业的健康长寿，其效果不仅大小不同，方向也有可能相反。张剑文先生的大作《公司治理与股权激励》（以下简称《激励》），以激励机制主要是股权激励为中心，系统地讨论了它们的历史发展、理论基础、实施环境、方案设计、操作程序和技术处理等，为我们提供了这一领域大量而丰富的知识和资料。笔者从自己的偏好出发，认真阅读了其中的理论分析和部分案例评介，也浏览了方案设计和操作技术的内容，从中学到了很多东西。我国企业制度的缺陷和弊端，一在产权，二在激励。二者密切相关。对于前者，人们已有很多研究和讨论，对于后者，系统的分析和讨论并不多。因而，《激励》的写作和出版是有意义的。

## 序

就激励机制而论，我国的问题不仅是激励严重不足，而且是激励机制存在很大的扭曲；且激励不足也与激励机制扭曲高度相关。主要表现是轻重不分，本末倒置，激励与贡献和绩效不相关，特别是重一般职工激励，而轻经营者激励；重短期激励，而轻长期激励。这主要是由于我们在理论认识和政策指导上，仍然把职工当作国家和企业的主人，而把经营者看作是政府官员；不是依靠制度的力量，而是依靠政治觉悟和道德说教。中国绝大多数上市公司的职工持股仅仅是公司股权结构中有别于其他股份形式的普通股，而不是真正意义上的职工持股制度，就充分说明了这一点。《激励》紧紧抓住股权激励，把文章的重点放在经营者激励和长期激励方面，足见作者的慧眼卓识，以及对问题的敏锐观察和准确把握。

在《激励》中，作者以对有关激励机制一般问题的讨论为基础，按照股权激励的三种主要方式，即股票期权、雇员持股计划和经理层融资收购，来设计和构造自己的分析框架，不仅使讨论相对集中，而且使文章的结构比较清晰。虽然作者的主要贡献不在理论的创新和推进方面，但对三种激励方式的关键之处，分析得比较清楚。例



## 序言

如，在股票期权的效应分析中，既分析了经理人的利益，也分析了公司的利益，明确指出，“由于基本工资和年度奖金是和公司现期和上期（上一财政年度）业绩挂钩的，与公司未来没有关系，公司价值的变动与雇员的当前收入几乎不存在相关性”，而“在股票期权制度下，经理人拥有按某一固定价格购买本公司普通股的权力，且有权在一定时期后将所购入的股票在市场上出售获取收益，能够使雇员享受公司股票增值所带来的利益增长并承担相应风险，在经理人看来，最重要的不是已经实现的收入，而是他们持有的未来行权的股票期权潜在收益，从而可以实现经理人利益的长期化”。“股票期权制度的最大优点就在于，它将公司价值变成了经理收入函数中一个重要的变量，实现了经理人与股东利益实现渠道的一致性，从而使得经理人的‘黑箱操作’变成‘蜂箱操作’”。再如，在讨论雇员持股计划的性质和特点时，明确指出，雇员持股计划是建立在预期劳动支付的基础上的，“雇员购买股票并不是用过去劳动（现金）支付，而是用预期劳动支付”。“雇员拥有股份，不是雇员主动认购，而是与雇员的年薪挂钩进行分配”。在讨论管理层融资

## 序

收购时，根据组织成本和决策权配置的关系，说明了该种方式“实际上是对过度分权导致代理成本过大的一种矫正”，并明确指出，这是一项风险很高的业务活动，对收购主体（目标公司的管理者）有很高的要求，不但要有很强的经营管理能力，而且还要有很强的融资能力。前者确保收购后标的公司运营效率的根本好转，后者确保收购方案的实施。这些分析对于正确理解和把握股权激励制度有重要意义。

《激励》的主要贡献是在操作实务的引介和分析方面。作者对每一种方式的讨论都相当仔细。例如，股票期权计划的技术构成要素，包括期权获授人、授予和行使、股份来源、发行数量、行权价格、授予期限、执行方法、行权时机、变更条款、税收规定等等，《激励》都有专门的讨论。再如，为了说明雇员持股计划的法律环境和政策支持，作者列示了美国联邦政府与此有关的近30个法律中12个法律的相关内容及其具体规定和变动情况。读后，人们对雇员持股计划在美国的发展及其作用不言自明，对美国法律制度的完备及运作效率有很深的感受。特别值得指出的是，为了使人们易于掌握对股票期权制度

## 序 言

的操作，作者搜集了国内外大量的典型案例，如兰州三毛实业股份有限公司股票增值权激励方案、思科系统公司股票期权计划、上海贝岭虚拟股票期权计划、中国联通股票期权计划、深圳金地集团职工持股方案、四通集团管理层融资收购案例等。通过案例讲解，不仅加深了人们对三种股权激励方式的理解，而且进一步明确了我国在这方面取得的进步和存在的问题。对于深化《激励》的分析具有重要的意义，对于推进我国在这方面的改革也有重要作用。写到这里，笔者想联系《激励》的分析对国有股减持作一点简单的讨论。

在《激励》中，作者在谈到股票期权的股份来源时指出，股票期权行权所需股票的来源渠道是股票期权制度得以实施的根本条件和前提。国际上通行的方法有两个：一是公司相机发行新股票；二是通过留存股票账户回购股票。在谈到美国雇员持股计划的资金来源时写道，雇员持股计划是建立在劳动预期支付的基础上的，其资金来源主要有两种：一般是公司先建立雇员持股基金，作为一个法人，由公司担保，基金向金融机

## 序

构申请贷款，形成雇员持股，然后用股本的红利逐年（法律规定不超过七年）偿还；少数的公司则直接出让股本总数的20%~30%给公司雇员持股基金，用今后的红利逐年偿还，同时还讨论了政府在税收优惠和贷款贴息等方面的政策支持。这就为建立和实施该项制度指明了途径和办法。最近，国务院发布了《减持国有股筹集社会保障资金管理暂行办法》，其意义不在对减持所做的某些具体规定，而在减持过程本身的启动以及减持方式的创新。国有股减持讨论了多年，其所以不能有效的实施，既有思想和认识问题，主要是能否保持社会主义方向的问题，也有具体困难，包括股票和资金来源，购买主体和操作方法等。在减持方式的创新中，如果能够把国有股减持与企业激励机制的改革结合起来，既可以解除一系列思想顾虑，又可以解决很多实际困难，也许是比较单纯为社会保障筹集资金是一个更为有效的选择。当前，国有股一股独大，内部人控制严重，既不利于企业治理结构的建立和完善，也不利于股市的健康发展，长此下去，也许会毁掉中国的企业和企业家阶层及其产生的基础。如果能够制定一部国有股减持的法律，把国有股减持及其与

## 序 言

建立社会保障制度和股权激励制度的关系用法律规定下来，然后制定出一套经理股票期权和职工持股计划的有关法律制度及其实施细则，就可以把减持的国有股作为股权激励机制的资金来源，一部分用于建立对经理人员的股票期权制度，另一部分用于建立职工持股计划。这样做也许会收到多方面的效果。一是把国有股变成职工持股和经理股票期权，使广大职工真正成为企业的所有者，为坚持社会主义方向找到了一条切实可行的途径。二是解决了国有股减持中的资金来源问题和购买主体问题，使国有股减持可以以较快的步伐推进。三是把减持的国有股变成经理和员工的股份，形成股权结构的多元化，有利于企业所有权结构的优化。四是把减持的国有股变成相对规范的经理股票期权和职工持股计划，在一定时期内不能行权和流通，既可改变国有企业的股权结构，又不会对当前股市形成冲击，有利于股市的稳定发展。五是建立起相对规范的经理股票期权制度，经营者的行为就会发生变化，其行为就会长期化，有利于弱化内部人控制和完善公司治理结构。六是比较规范的职工持股计划，一方面为职工参与公司决策和管理提供了法律依据和制度

## 序

保障，有利于形成资本所有者与企业劳动者共同治理企业的新型治理结构，也会使职工的行为目标、行为方式和思维模式发生变化，提高企业的凝聚力和职工的工作效率。七是有利于建立社会保障制度，解决社会保障资金。因为，雇员持股计划都是与社会保障福利计划和雇员退休计划结合起来进行的。总之，这是一个将国有企业的产权改革、治理结构改革和激励机制改革有机地结合在一起的有效而可行的办法。

在笔者看来，《激励》尚有一些不足之处。一是篇幅过大，主要原因是第一篇的内容太长，如果将第一篇的三章合为一章，写成一篇导言，删掉一些无关紧要的内容，也许只会使《激励》增色而不会减色。二是有些提法需要斟酌。如，作者认为，中国正处于经济转轨时期，宏观运行体制的变革为企业的运行创造了比较好的外部环境，中观和微观层面上还存在严重制度障碍。其实，宏观上的体制障碍并不比中观和微观小；也许正是由于宏观上的体制障碍，才阻碍了中观和微观上的体制推进。再如，在不完全竞争条件下，经济理论证明，政府对私人市场的干预可以提高经济效率。其实，经济理论也证明了另一种

## 序 言

可能，政府的不当干预也可能加剧和放大市场波动，降低经济效率。因为，效率的根源在于不同主体之间的竞争和合作，当政府的干预能够促进竞争发展和合作扩大的时候，政府的干预行为有可能提高效率，反之，当政府的干预不能促进竞争和扩大合作的时候，就意味着政府干预的失败，其对提高经济效率的作用就是负面的。因此，对于一些问题的讨论切忌片面性和绝对化。

以上所述，作为学习的一点体会，向作者和读者求教。

张曙光

2001.07.26 于北京方庄芳城园



# 前言

为什么我国的企业效率长期低下？为什么我国的企业长不大？为什么我国的企业不能健康长寿？为什么我国的许多企业存在虚胖症？诸如此类的问题根结在什么地方？

有一种观点认为资金、项目、人才是一个地方、一个企业发展的关键因素，目前企业中存在的上述主要问题是要素短缺所致，对此笔者不敢苟同，资金、项目、人才固然对经济发展至关重要，但决不是瓶颈，因为资金已经不是短缺资源了，目前光国内居民存款就将近7万亿，还有资本市场中的许多资金；好的项目，举国上下也不少，一些科研单位和高校有许许多多的科研成果没有走出来，至于人才更不是缺得要命，况且在局部地区，还存在过剩现象，更何况在现代市场经济中，人才已成为整个社会都可利用的资源，区域限制不是制约因素了。普天之下，莫非王土，春秋时期的鬼谷子说过“以天下之目视者，则无不见；以天下之耳听者，则无不闻；以天下之心思虑者，则无不知”，因此对企业而言，关键的不是资源问题，而是有没有开放的心态和资

## 前 言

源的整合能力，如果没有这个本领，人才、资金再多也会流失，项目再好也是枉然。

事实上，我国有很多企业，包括一批上市公司，不是饿死的，而是撑死的。企业规模和经济范围并非完全在市场条件下理性形成的，就拿上市公司而言，应该讲具有相当不错的条件，首先具有良好的资产和行业背景，不少公司是行业内、区内乃至国内非常优秀的企业；其次通过公开招股，募集了大量无须支付任何成本的资金；第三股票上市为公司带来了很大的广告效应；第四有些地方政府给本地的上市公司很大的政策优惠。应该讲这些条件足以让企业发展得不错，但遗憾的是，很多公司并没有经营好，在国民经济持续增长的大环境中却开了倒车，业绩逐年下滑。一年绩优二年绩平三年亏损，接下来就是ST、PT，这在我国上市公司中已经不是个别现象。应该能做好的为什么没能做好，问题显然出在企业内部，因为内功不行，再好的外因也无法通过内因转化成应该有的竞争优势。

证券市场为企业融资提供了良好的路径，有些公司对如何从市场中筹集更多的资金真可谓用足了政策，想尽了办法，但钱来了如何用却没有