



上海證券交易所  
SHANGHAI STOCK EXCHANGE

Vol.3 No.2  
二〇〇四年第二輯

# SSEResearch

## 上 证 研 究

# 2

### 《上证研究》2004 年第2辑

- (1)中国上市公司高管人员股权激励研究
- (2)中国民营上市公司发展研究
- (3)中国上市公司高管人员激励机制研究
- (4)民营上市公司的经营绩效和治理结构研究
- (5)上市公司关联交易的实证研究及监管政策建议
- (6)公司接管制度研究
- (7)基于资本充足性的证券公司风险监管
- (8)我国证券公司退出机制研究
- (9)证券公司退出的法律机制

復旦大學 出版社

# 上 证 研 究

二〇〇四年 第二辑

上海证券交易所研究中心

復旦大學出版社

**图书在版编目(CIP)数据**

上证研究. 二〇〇四年. 第二辑/上海证券交易所研究中心.  
—上海: 复旦大学出版社, 2004. 4  
ISBN 7-309-03965-3

I. 上… II. 上… III. 证券交易-资本市场-研究-  
中国-2004 IV. F832.51

中国版本图书馆 CIP 数据核字(2004)第 025922 号

**上证研究(二〇〇四年第二辑)**

上海证券交易所研究中心

---

**出版发行** 复旦大学出版社

上海市国权路 579 号 邮编 200433

86-21-65118853(发行部) 86-21-65109143(邮购)

fupnet@fudanpress.com <http://www.fudanpress.com>

---

**责任编辑** 徐惠平

**总编辑** 高若海

**出品人** 贺圣遂

---

**印刷** 上海华业装潢印刷厂

**开本** 787 × 1092 1/16

**印张** 21

**字数** 536 千

**版次** 2004 年 4 月第一版 2004 年 4 月第一次印刷

---

**书号** ISBN 7-309-03965-3/F · 866

**定价** 38.00 元

---

如有印装质量问题, 请向复旦大学出版社发行部调换。

版权所有 侵权必究

|   |   |   |     |     |     |
|---|---|---|-----|-----|-----|
| 主 |   | 编 | 朱从玖 |     |     |
| 副 | 主 | 编 | 方星海 | 胡汝银 |     |
| 编 |   | 委 | 施东晖 | 刘 逖 | 傅 浩 |
|   |   |   | 卢文莹 | 王风华 | 张卫东 |

# 目 录

|                                   |            |
|-----------------------------------|------------|
| <b>中国上市公司高管人员股权激励研究 .....</b>     | <b>1</b>   |
| 上海证券交易所研究中心 司徒大年 傅 浩              |            |
| <b>中国民营上市公司发展研究 .....</b>         | <b>45</b>  |
| 上海证券交易所研究中心 鹿小楠 张卫东               |            |
| <b>中国上市公司高管人员激励机制研究 .....</b>     | <b>82</b>  |
| 合肥工业大学—国元证券课题组                    |            |
| <b>民营上市公司的经营绩效和治理结构研究 .....</b>   | <b>125</b> |
| 香港大学课题组                           |            |
| <b>上市公司关联交易的实证研究及监管政策建议 .....</b> | <b>164</b> |
| 天津证管办、渤海证券联合课题组                   |            |
| <b>公司接管制度研究 .....</b>             | <b>199</b> |
| 上海国家会计学院课题组                       |            |
| <b>基于资本充足性的证券公司风险监管 .....</b>     | <b>227</b> |
| 东方证券研究所课题组                        |            |
| <b>我国证券公司退出机制研究 .....</b>         | <b>248</b> |
| 上海证券有限责任公司课题组                     |            |
| <b>证券公司退出的法律机制 .....</b>          | <b>276</b> |
| 清华大学法学院课题组                        |            |

# 中国上市公司高管人员股权激励研究

上海证券交易所研究中心 司徒大年 傅 浩

## 内 容 摘 要

本文回顾了股权激励在全球的发展概况,对我国上市公司高管股权激励现状及其存在的问题、相关制度建设进行了分析,分别针对我国上市公司建立高管股票期权激励制度和高管股票激励制度提出了具体的建议,其中股票期权激励模式的实现还需要有关部门和上市公司的共同努力,而建立高管业绩股票和高管强制持股的激励机制则不存在政策障碍,上市公司应积极推进这一制度建设。

## 目 录

|                                   |    |
|-----------------------------------|----|
| 1 全球股权激励制度的发展 .....               | 3  |
| 1.1 股权激励的作用与形式 .....              | 3  |
| 1.2 股权激励在全球范围的发展 .....            | 4  |
| 2 我国上市公司高管股权激励制度现状及问题 .....       | 8  |
| 2.1 我国上市公司高管薪酬激励现状分析 .....        | 8  |
| 2.2 我国上市公司高管股权激励的主要形式 .....       | 11 |
| 2.3 我国上市公司高管股权激励在实施中遇到的法律障碍 ..... | 15 |
| 2.4 我国上市公司推行高管股权激励存在的问题 .....     | 16 |
| 3 我国上市公司高管股权激励相关制度建设 .....        | 18 |
| 3.1 薪酬委员会制度 .....                 | 18 |
| 3.2 股权激励的会计处理 .....               | 21 |
| 3.3 股权激励薪酬的信息披露 .....             | 24 |
| 3.4 高管选聘与薪酬制度建设 .....             | 26 |
| 4 上市公司高管股权激励设计之一：股票期权 .....       | 27 |
| 4.1 股票期权合约的一般设计 .....             | 27 |
| 4.2 股票期权的激励管理 .....               | 31 |
| 4.3 指数化期权在中国的运用 .....             | 34 |
| 4.4 小结：中国实施股票期权激励的政策建议 .....      | 37 |
| 5 上市公司高管股权激励设计之二：高管持股 .....       | 38 |
| 5.1 股票与股票期权激励效应比较 .....           | 38 |
| 5.2 业绩股票在中国的实践及设计 .....           | 38 |
| 5.3 管理层强制持股设计 .....               | 41 |
| 5.4 管理层持股与国有股减持 .....             | 41 |
| 5.5 小结：中国实施高管股票激励的政策建议 .....      | 42 |
| 参考文献 .....                        | 44 |

# 1 全球股权激励制度的发展

## 1.1 股权激励的作用与形式

股权激励作为一种薪酬政策,其作用主要有以下两个方面。

### 1.1.1 吸引和留住高管人员

在市场经济中,管理者的才能是稀缺的,在吸引优秀公司高管方面,公司面临激烈的竞争。薪酬是吸引公司高管的重要手段。为吸引和留住高管人员,高管人员薪酬必须达到和超过高管人员的“机会成本”,或称为“保留价值”(Reservation Value)。保留价值部分地取决于高管人员的风险偏好。高管人员通常厌恶风险,要高管人员接受一部分有风险的报酬,公司必须提供预期价值更高的薪酬,补偿公司高管承担的风险。股权而不是现金激励可以使公司吸引具有创业心的人才,而不用支付现金。保留价值只是薪酬的最低值,公司还必须提供额外的激励性薪酬。

### 1.1.2 激励高管人员

从委托—代理关系看,激励涵盖两个方面内容。一是,防止经理不努力。在任何代理关系中,都存在防止代理人偷懒的问题。经理层的所有闲暇都是自己的,而努力所带来的收益大部分却归股东。二是,激励经理按股东利益作出公司决策。公众公司经理在公司决策时,可能追求自身的效用,损害股东的利益,如建造豪华的大楼、选择低风险的商业战略、反对增加价值的并购、盲目扩张,等等。股权激励的出发点,是要使受激励的人和企业形成一个利益共同体,减少股份公司的代理成本,形成激励相容的机制。

从根本上说,股权激励主要可以分为股票期权激励和股票激励两种形式。但在实际运用中,股权激励通常有以下三种形式。

(1) 限制性股票。限制性股票是专门为了某一特定计划而设计的激励机制。公司高级管理人员出售这种股票的权利受到限制,亦即公司高管对于股票的拥有权是受到一定条件限制的(比如说,限制期为3年)。公司高管在得到限制性股票的时候,不需要付钱去购买,但他们在限制期内不得随意处置股票,如果在这个限制期内公司高管辞职或被开除了,股票就会因此而被没收。

公司采用限制性股票的目的是激励高级管理人员将更多的时间和精力投入到某个或某些长期战略目标中。薪酬委员会预期该战略目标实现后,公司的股票价格应当上涨到某一目标价位,然后,公司将限制性股票无偿赠予高级管理人员。只有当股票市价达到或超过目标价格时,高级管理人员才可以出售限制性股票并从中受益。

(2) 股票期权。股票期权指公司给被授予者,即股票期权受权人按约定价格(执行价格)和数量在授权以后的约定时间购买股票的权利。股票期权通常不能在授予后立即执行,公司高管需在一定时期之后,一次性全部或逐步获得执行的权利。这段等待的时期就是“获权期”(Vesting Period)。获权的期权(Vested Options)是可执行的期权。公司高管股票期权有一个到期期限,通常是5—10年。按期权执行价格与授予日市场价格的关系,股票期权可分为:零值期权或平价期权(At-the-money Option或Fair Market Value Option),即执行价等于股票市场价;在值期权或折价期权(In-the-money Options或Discount Option),即执行价低于股票市场价;虚值期权或溢价期权(Out-of-the-money Options或Premium Option),即执行价高于股票市场价。另外,股票期权不能转让给他人,但可以继承等。

当股票期权持有人执行期权时,公司通常会发行新的股票。一些公司要求期权持有人在行权时按执行价支付现金,大部分公司都采取“无现金行权方式”(Cashless Exercise Programs),也即期权持有人不付现金,公司按股票行权日市场价和执行价差额的价值支付给持

有人现金或股票。

(3) 虚拟股票(Phantom Stocks)和股票增值权(Stock Appreciation Rights)等。虚拟股票计划的安排是,公司给予公司高管一定数量的虚拟股票,对于这些虚拟股票,公司高管没有所有权,但是与普通股东一样享受股票价格升值带来的收益,以及享有分红的权利。虚拟股票在支付时可以用现金,相当于这个数量的股票在市场套现的金额,或者是赠与相当于这个数量的股票,或者是股票与现金两者的组合。

股票增值权是指公司给予公司高管的这样一种权利:公司高管可以获得规定时间内规定数量股票股价上升所带来的收益,但是公司高管对这些股票没有所有权。

虚拟股票和股票增值权,都是在不授予给公司高管股票的情况下,将公司高管的部分收益与公司股价上升联系起来。两者的区别在于虚拟股票可以享受分红而股票增值权不能。它们与股票期权的差别是:一是赠与人与企业的支出不一样。虚拟股票和股票增值权在现金支付的情况下,企业要向赠与人支付一笔现金,如果是股票支付则不然;采用股票期权时,如果个人不是采取“无现金行权方式”,企业不用支付现金,但个人行权时则要支付一笔现金来获得股权。二是税收优惠不一样。虚拟股票、股票增值权通常情况下没有任何税收优惠,股票期权计划往往有税收优惠,限制性的股票期权计划尤其如此。三是激励的性质不一样。股权一般可以提供持续的业绩激励,虚拟股票如果是用现金支付,是一次性的业绩激励;如果用股票来支付,则与股票的激励是相同的。它取决于支付的结构和其中的现金比重。四是风险结构不一样。只要公司股票价格大于零,一定数量的虚拟股票和股票增值权总会给持有人带来一定的收入;而股票期权只有在行权时股票的市场价格高于执行价格的情况下,持有人才能获益。

(4) 延期支付计划。延期支付计划是将公司高管的部分年度奖金以及其他收入存入公司的延期支付账户,并以款项存入当日按公司股票公平市场价折算出的股票数量作为计量单位,然后在既定的期限(多为5年)后或公司高管层退休后,以公司股票形式或者依据期满时股票市值以现金方式支付给公司高管。

(5) 业绩股票。业绩股票是指股票授予的数额与个人绩效挂钩,运作机理类似限制性股票。公司确定一个股票授予的目标数额,最终得到的数额随公司或个人达到、超过或未能达到的业绩目标而变。最终得到的价值取决于挣得的股票数额和当时的股票价格。业绩股票也可以与挣得股票数额和当时股价乘机等值的现金来支付,但会失去让持有人实际持股的目的。

业绩股票与延期支付计划之间联系较为密切,很多公司综合两者的特点制定混合型的股权激励计划。例如,根据业绩确定高管人员的货币或股票奖励,这些货币或股票奖励同时纳入延期支付计划,在既定的限制其先后予以支付。

(6) 储蓄参与股票。储蓄参与股票计划允许公司高管一年两次以低于市场价的价格购买本公司的股票。实施过程中首先要求公司高管将每月基本工资的一定比例放入公司为公司高管设立的储蓄账户。一般公司规定的比例是税前工资额的2%—10%,少数公司最高可达20%。与其他的激励机制相比,储蓄参与股票计划更像是一个储蓄计划,其激励作用较小。其他激励一般来说是股价上扬时赢利,股价不变或下跌时没有收益;储蓄参与股票则是不论股价上涨还是下跌,都至少有15%的收益,当股价上涨时赢利更多。

这些不同形式的股权激励模式,具有各自不同的特点,适应不同的情况。它们之间有着明显的区别,但也时常交叉,形成新形态的股权激励模式。

## 1.2 股权激励在全球范围的发展

过去10多年中,股权激励取得了爆炸性增长,在公司高管的薪酬中的比重越来越大。具体来说,股权激励呈现出以下几个方面的特点。

## 1.2.1 股权激励在世界范围内发展迅速

2000年美国标准普尔500家公司公司高管持有股票和期权价值的中值达到了3000万美元,其中金融类公司公司高管股权激励的中值为5500万美元。公司高管股权激励占整个薪酬的平均比例由1984年的0增加到2000年的63%,见图1-1。随着公司高管持股比例上升股价一年的变化可导致公司高管股权价值以数百万甚至千万美元变动,激励效应远远超过年薪和奖金的激励。

管理层薪酬中值(百万美元)

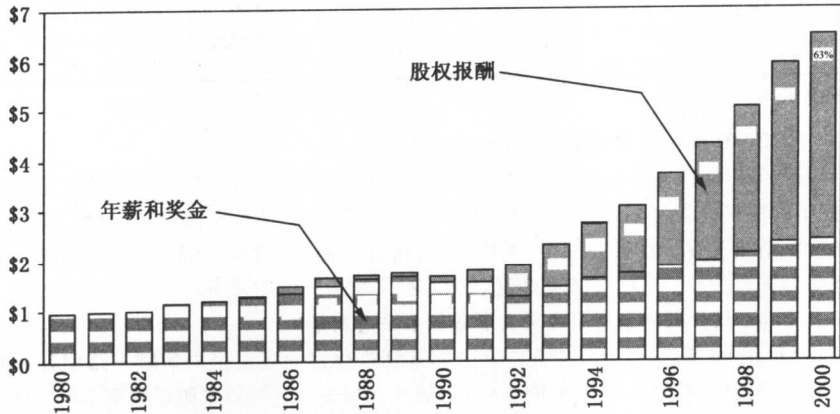


图 1-1 美国公司高管历年来薪酬与构成

资料来源: Hall(2002)。

公司高管股权激励在美国以外的其他地方也发展较快。图1-2显示了世界上23个发达国家2000年公司高管薪酬的构成状况。该图表明,虽然世界上其他地区公司高管股权激励力度不及美国,但股权激励亦占公司高管薪酬较大比例。表1-1列出了上述地区1996—2001年间股权激励的变化。从表1-1中可看出,每个地区股权激励的增长幅度都在12%以上。

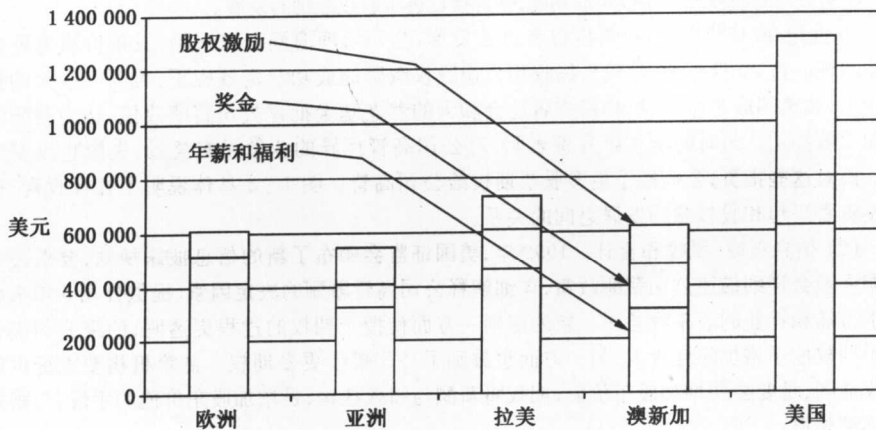


图 1-2 部分国家公司高管薪酬的水平与构成

资料来源: Hall &amp; Khurana(2002)。

表 1-1 股权激励在世界范围内的发展

|        | 股权薪酬比重 |      |     | 风险报酬(股权和奖金)比重 |      |     |
|--------|--------|------|-----|---------------|------|-----|
|        | 1996   | 2001 | 变 化 | 1996          | 2001 | 变 化 |
| 欧洲(9)  | 6%     | 18%  | 12% | 24%           | 37%  | 13% |
| 亚洲(6)  | 6%     | 24%  | 18% | 23%           | 39%  | 16% |
| 拉美(4)  | 0%     | 21%  | 21% | 26%           | 45%  | 19% |
| 澳、新、加  | 8%     | 20%  | 12% | 27%           | 46%  | 19% |
| 美 国    | 32%    | 22%  | 19% | 51%           | 68%  | 17% |
| 平均(23) | 6%     | 22%  | 16% | 26%           | 42%  | 16% |

资料来源: Hall(2002)。

### 1.2.2 股票期权是股权激励中的主导形式

股权激励的快速增长,很大程度上是由股票期权所驱动的。1992 年标准普尔 500 家公司授予的期权价值为 110 亿美元,到 2000 年增加到 1 190 亿美元,2002 年降到 710 亿美元。1992 年,标准普尔 500 家公司中,平均而言,每公司授予的(经过通胀调整的)期权价值为 2 200 万美元,2000 年为 2.38 亿美元,2002 年下降到 1.41 亿美元。

### 1.2.3 股权激励推动了公司高管薪酬水平急剧攀高

20 世纪 90 年代,标准普尔 500 家公司首席执行官的真实平均薪酬一路飙升:由 1992 年的 350 万美元增加到 2000 年的 1 470 万美元。增长的大部分来源于股票期权。按授予日价值计算,股票期权由 1992 年平均每家公司的 80 万美元上升到 2000 年的近 720 万美元,增长近 9 倍。薪酬的其他部分,同期只增长了 3 倍。到 2002 年,标准普尔 500 家公司首席执行官的真实平均薪酬下降到 940 万美元,主要是授予的股票期权价值下降了 40% 左右。

股权激励的兴起有经济、政治、会计税收上的多方面原因。

(1) 股东积极主义的兴起。20 世纪 80 年代,美国公司高管激励失效,公司进行了大量重组,直接推动了股权激励的兴起。在这段时期,KKR 等其他投资公司通过杠杆收购(LBO)形式,购买了大量绩差公司。在重组过程中,几乎所有这些投资公司都强调股权激励,公司高管必须用自有资金或借款购买公司股份,同时公司高管薪酬的大部分由股票或股票期权组成。结果证明,这些杠杆收购公司的股权激励手段是成功的,并直接促进了股权激励的发展。

20 世纪 90 年代以来,机构投资者迅猛发展,公司治理浪潮全球兴起,股东价值重要性日益凸现。在 20 世纪 80 年代杠杆收购公司股权激励的成功示范效应下,美国一些大的机构股东,如美国股东协会、机构投资者协会和大的养老金基金批评公司薪酬政策,认为薪酬没有和绩效挂钩。当时的学术研究也表明,对公司高管优异的业绩没有奖励,失败也没有惩罚。面对这些指责,公司授予更多股票期权给公司高管。图 1-3 具体说明了杠杆收购、机构投资者兴起和股权激励发展之间的关系。

(2) 信息披露、税收和会计。1992 年,美国证监会颁布了新的信息披露规则,要求公司薪酬委员会详细描述公司薪酬政策,详细解释公司高管薪酬的决定因素,提供公司 5 年来相对于市场和行业的股东收益图。新的规则一方面使授予期权的过程更透明,约束公司高管利用期权授予增加隐性收入,另一方面也鼓励了公司授予更多期权。监管机构要求提供股东收益图,是要公司增加股东价值,期权将薪酬与绩效挂钩,是增加股东价值的手段,与规则的精神相符。

1994 年,新的税法规定,在不与绩效挂钩的薪酬中,超过 100 万美元的部分,不得抵扣税收。该法律实质上鼓励薪酬与绩效挂钩,在一定程度上推动了股权激励的增长。

根据美国会计准则,授予零值期权可以不计为费用,也在一定程度上推动了股票期权的普及。

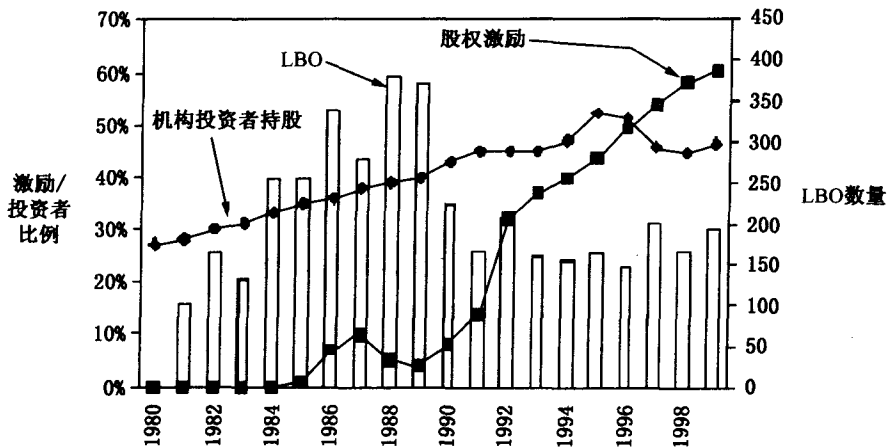


图 1-3 1980—1999 年间公司高管股权激励薪酬占总薪酬比例增长、机构投资者持股百分比和 LBO 数量

资料来源：Hall & Murphy(2002)。

(3) 市场景气。美国过去 30 年中,授予期权的趋势与股市走势密切相关。图 1-4 显示了美国 1970—2002 年间,如下两个指标的相关性:道·琼斯工业平均指数;首席执行官平均薪酬/雇员平均薪酬比率。可以看出,在 1970 年,标准普尔 500 公司首席执行官的平均薪酬是员工的 30 倍。到 2002 年,首席执行官的平均现金薪酬是雇员的 90 倍,加上股票期权价值的整体薪酬,公司高管薪酬则超出员工的 360 倍,最高值是 2000 年的 570 倍。最重要的是,首席执行官的现金薪酬部分与道·琼斯指数的相关性很弱,但加上期权的总体薪酬水平则与股市密切相关。这种相关性是由于以下几方面的因素:

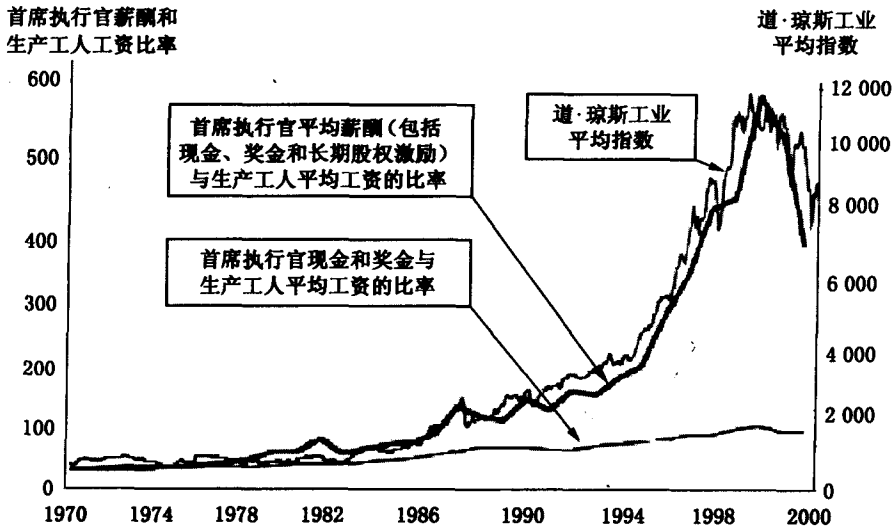


图 1-4 道·琼斯工业平均指数和首席执行官平均薪酬与生产工人平均工资比率 (1970—2002)

资料来源：Hall & Murphy(2003)。

其一,股市的示范效应。由于 20 世纪 90 年代股市的上扬,持有期权和股票的公司高管和雇员财富迅速升值,并产生示范效应,带动其他公司授予更多股票期权。

其二,期权的激励效应。通过将薪酬与绩效挂钩,期权促进了公司业绩的增长,推动了股市的上扬,这在 90 年代后期新经济公司中表现得尤其突出。

其三,期权数量固定的效应。许多公司都有明确的政策,规定期权授予的数量而不是金额固定不变。随着股市景气,授予的期权规模虽没扩大,但价值增加。期权的价值同股市齐涨齐跌。

2 我国上市公司高管股权激励制度现状及问题

2.1 我国上市公司高管薪酬激励现状分析

随着我国证券市场的发展,上市公司队伍越来越大,上市公司逐步发展成为我国企业中优秀群体的代表。然而,由于我国上市公司大部分脱胎于国有企业,改制过程中存在很多不彻底的因素,国有企业管理和公司治理中的许多弊端一直延续下来,反映到上市公司的高管薪酬激励方面,也存在着较为严重的问题。

我们选择 2002 年作为分析的年份,收集了沪深两市上市公司 2002 年年报中关于董事和高管人员的薪酬数据。剔除部分薪酬信息披露不够完整的上市公司,我们获得了 1 177 家上市公司 2002 年度薪酬排名最高的前三位董事和前三位高管(在本文中我们将董事和高管同视为高管人员)的薪酬,并统计了所有董事和高管的持股数据。分析表明,我国上市公司高管薪酬激励方面存在以下的显著特征。

2.1.1 我国上市公司高管人员货币收入较低,薪酬差距较大

表 2-1 和图 2-1 分别统计了我国上市公司董事及高管 2002 年薪酬及其分布情况。从中我们可以发现,我国上市公司高管人员的薪酬存在总体货币收入偏低、薪酬差距较大的特征。2002 年年度薪酬统计表明,我国上市公司董事及高管 2002 年薪酬人均均为 120 324 元,处于较低的水平上。但这一数据仅仅统计了董事及高管人员的货币收入部分,而对于广泛存在的非货币收入、职务消费等灰色收入领域,我们不可能得到相应的数据。同时,各个上市公司之间的高管人员收入差距日益拉大。就上市公司董事和高管 2002 年人均薪酬而论,其中最小值仅为 3 850 元,最大值却高达 1 600 000 元(ST 科龙)。

表 2-1 我国上市公司董事及高管人员 2002 年薪酬统计

|       | 董事高管 2002 年<br>人均薪酬(元) | 董事 2002 年<br>人均薪酬(元) | 高管 2002 年<br>人均薪酬(元) |
|-------|------------------------|----------------------|----------------------|
| 统计样本数 | 1 177                  | 1 177                | 1 177                |
| 均 值   | 120 324.402 7          | 115 012.661 0        | 125 636.114 7        |
| 中 值   | 86 667.000 0           | 81 033.000 0         | 86 467.000 0         |
| 最小值   | 3 850.00               | 3 533.00             | 3 559.00             |
| 最大值   | 1 600 000.00           | 1 600 000.00         | 1 600 000.00         |
| 标准差   | 3 550.926 2            | 3 808.541 9          | 3 761.016 6          |

与上市公司高管人员承担工作的重要性相比,显然上述薪酬水平是偏低的,也难以胜任对高管人员提供足够货币激励的功能。在货币薪酬收入明显偏低的情况下,高管人员要么获得其他形式的激励(例如政治上的激励、灰色收入上的激励,或者股权方面的激励),要么难以尽心尽责地经营好企业。过去一些研究指出上市公司高管薪酬与公司经营业绩没有显著相关性,如谌新民和刘善敏用 2001 年的年度数据进行分析发现上市公司经营者的年度货

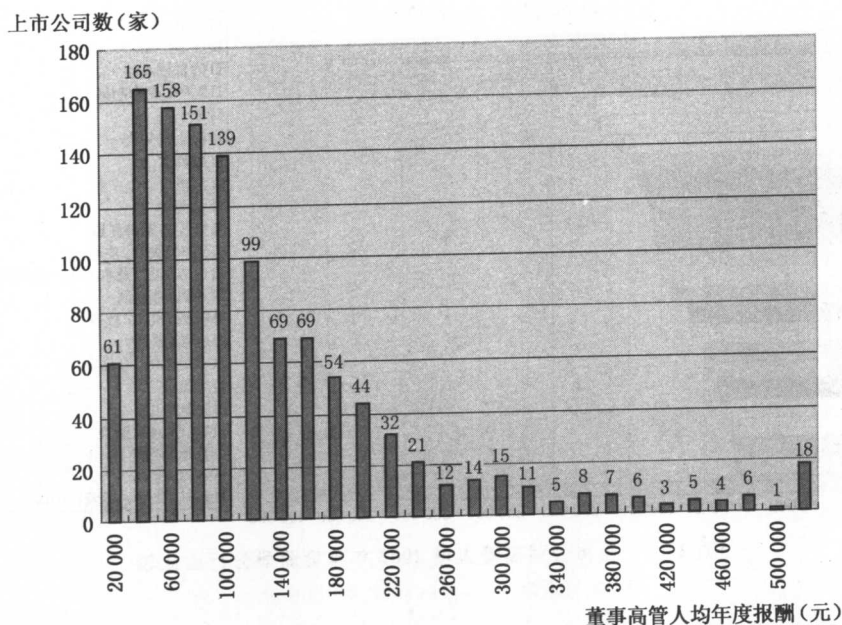


图 2-1 我国上市公司董事及高管人员人均年度薪酬分布图(2002 年)

资料来源:上市公司 2002 年年度报告。

货币薪酬与公司经营绩效不具有统计上的显著性相关关系(谌新民和刘善敏,2003 年),这与魏刚和李增泉采用 1998 年数据样本的研究结论基本一致(魏刚,2000;李增泉,2000)。然而,我们用 2002 年年度数据进行分析却发现上市公司高管薪酬与公司业绩(净资产收益率)之间存在一定的相关性,虽然相关性较弱,但是通过了 5%水平的显著性检验。这表明,尽管上市公司高管人员总体收入水平偏低,但公司业绩好坏对其货币收入的约束性在一定程度上开始建立起来。这对于上市公司薪酬激励机制的改革有重要的意义。

### 2.1.2 我国上市公司高管人员薪酬存在较明显的行业和地区差异

我国上市公司高管人员薪酬的行业差别和地区差别都非常明显。分行业来看,高管薪酬最高的三个行业是金融保险业、房地产业和信息技术业,最低的行业是石油、化学、塑胶和塑料业、木材、家具业和其他制造业。这表明,上市公司高管人员的薪酬收入与行业景气度密切相关。收入高的行业都是较为景气的行业,而传统制造业内的高管人员收入较低。

从地区来看,高管薪酬最高的三个地区是北京、广东和上海,最低的地区是青海、甘肃和吉林,多数中西部地区和内陆省份次序亦排在后面。东南沿海发达地区的上市公司高管人员薪酬收入较高,而西部地区较低。这一特点与我国地区经济发展水平不平衡相适应,具有其合理性。

### 2.1.3 我国上市公司薪酬结构不合理,形式单一,缺乏长期激励机制

从国际经验来看,上市公司高管人员的薪酬激励机制在过去二十年里发生了巨大的变化,由过去工资奖金为主的激励机制变为以货币薪酬和股权报酬相结合的激励机制。1985 年以前,美国主要公司 CEO 的薪酬全部来自于工资与奖金,但从 1985 年开始,股权报酬占总薪酬的比重快速提高,2000 年,股权报酬占美国主要公司 CEO 总薪酬的比重已经高达 63%。

从我国上市公司薪酬结构来看,与美国薪酬结构有着巨大的差距。绝大多数上市公司没有设立股权激励计划。即使就董事高管持有公司股份而言,规模也很小。

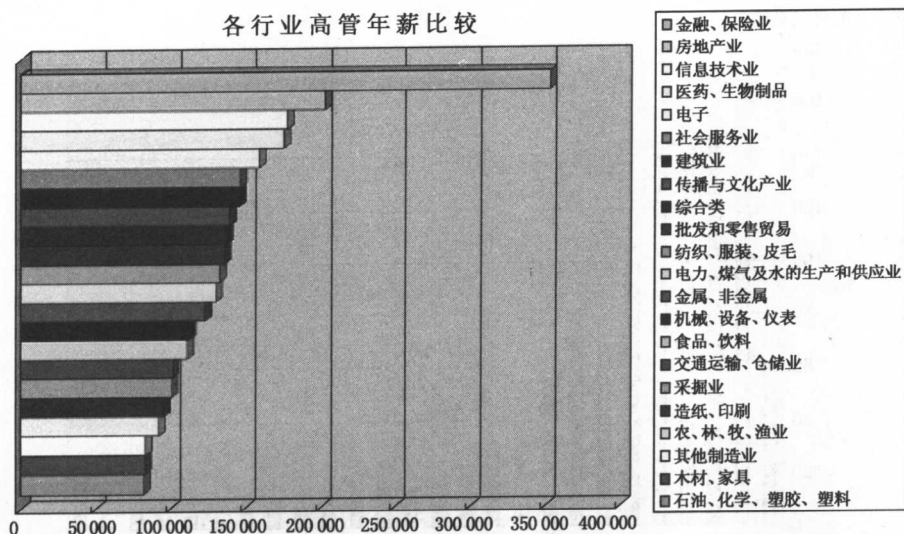


图 2-2 上市公司高管人员 2002 年年度薪酬分行业比较

资料来源：上市公司 2002 年年度报告。

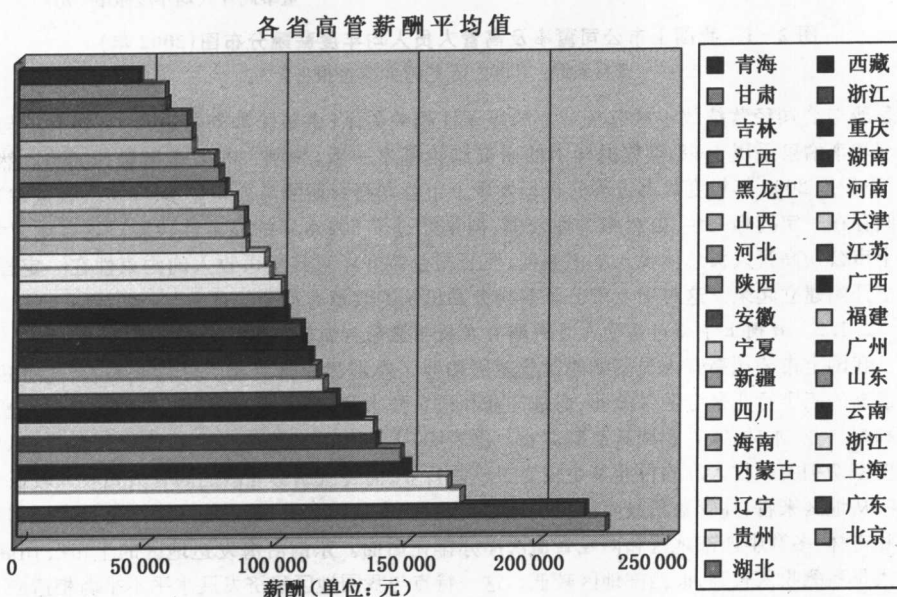


图 2-3 上市公司高管人员 2002 年年度薪酬分地区比较

资料来源：上市公司 2002 年年度报告。

我国上市公司高管人员持有公司股权的历史可以以 1998 年为分割点划分为两个阶段。1998 年以前，社会募集公司可以从股票公开发行额度中拿出 10%，供公司职工认购，形成公司职工股。公司职工股在公司普通股上市 6 个月后可以上市流通。一般情况下，公司职工股抛售即可获得较大收益，成为上市公司给予职工的短期福利。由于在执行过程中出现了各种各样的问题，1998 年 11 月 25 日，中国证监会作出决定，取消了公司职工股。因此，

1998年11月25日以前上市的公司,高管人员通过内部职工股的形式获得了一些股票,其中一些仍然持有。这之后,尽管法律上允许公司高管人员持有一定公司股票,但实际购买公司股票的高管人员几乎没有。公司董事和高管持有股份主要是公司创业者持有的巨额股权,也有很少一部分通过奖励方式授予高管的股票。

在我们的样本中,董事和高管持有公司股票的上市公司总数为794家,约占全部样本公司(1177家)的67.4%。其中平均年每家公司全部董事高管持有股份为399497股,持股市值为4598937元。考虑到样本中一些民营性质上市公司董事持有公司巨额股份,事实上我国上市公司董事和高管持有的股权是非常有限的。

薪酬结构的不合理、股权激励形式的缺失,导致上市公司高管人员缺乏有效的长期激励机制,严重制约了我国上市公司的长期持续发展。

### 2.2 我国上市公司高管股权激励的主要形式

鉴于我国上市公司缺乏高管股权激励机制带来的种种不利因素,如何建立有效的上市公司高管股权激励制度一直是近年来证券市场上的一个热门话题。尽管受到种种因素的制约,一些上市公司还是在这方面作出了有益的探索,形成了一些较好的激励模式。主要的形式有以下几种类型。

#### 2.2.1 股票增值权和虚拟股票

在我国目前的法律和政策环境下,上市公司实施股票期权激励计划尚不可行。股票增值权既可以不受我国现行法律法规的限制,又可以实现股票期权一定的激励功能,具有较强的可操作性。我国上市公司推出股票增值权奖励计划的主要有上海贝岭、中国石化、深高速、三毛派神等,其中上海贝岭股票增值权的运作较为成熟。

上海贝岭股份有限公司是由上海仪电控股(集团)公司和上海贝尔有限公司共同投资组建,并于1998年改制上市。贝岭公司主要从事通讯、多媒体信息系统集成电路的设计、制造、销售与技术服务。公司现有员工中约有50%以上为各类技术人员。由于上海贝岭行业的特殊性,管理人员和技术骨干对长期激励计划有较强烈的需求。1999年7月上海贝岭推出了模拟股票期权计划。

上海贝岭模拟股票期权只能采用内部结算的办法进行操作,其主要内容为:(1)首先确定用于模拟股票期权的资金额度,资金来源于积存的奖励基金。(2)分配期权时,充分考虑到对主要技术人员和技术骨干的激励作用,重点向这类人员进行倾斜,在获得模拟股票期权的人员中,占总数20%的科技人员获得了总额度的80%,其余人员则获得剩余的20%。(3)期权授予时,通过一定程序的考核,最终确定每一位有权获得模拟股票期权的人员的具体数额。(4)公司与每一位参与者签订合约,合约中约定了模拟股票期权的数量、兑现时间表、兑现条件等,以明确双方的权利和义务。(5)模拟股票期权以上海贝岭股票的股数计量,并以签约时的市场实际价格按一定的比例折扣作为基准价格;期权兑现时也以股数计量,并以兑现时的实际市场价格结算,差价部分为员工实际所得,公司代为缴纳所得税。(6)这种方法的实施,促使公司员工将个人奋斗目标和公司发展紧密结合,同时辅助以其他形式的薪酬和奖励形式,形成了一套比较全面的激励制度和薪酬体系。

上海贝岭模拟股票期权计划存在的主要问题是:这种激励方式是一种奖金的延期支付,而不是真正的股票期权。由于公司是将此计划作为一种尝试和创新,故每个人所能分配的数量相对较少,激励效果不强;该计划着重倾向于技术人员,对高层管理人员的长期激励考虑较少,未能充分考虑到高管人员的激励需要;同时,由于该计划实施过程中公司实际不持有股票,如果二级市场的波动幅度加大,将会承担很大的市场风险和发生兑付危机,长期执行也缺乏相应的资金支持,财务处理上比较复杂。

中国石化实施的股票增值期权计划是一种跟踪 H 股股价的股票增值权。根据该计划,获得授予股票增值期权的高管人员,当中国石化的股票价格超过行权价格时,获得相应现金的权力。股票增值权以股为单位,每股代表发行于香港联合交易所挂牌的一 H 股。行使价为期权当天的市场价而定。在获得股票增值权的人员中,授予个人数量最高与最低的比例为 2.73:1。股票增值权的数量可根据授予人员的关键业绩指标完成情况进行调整。按照此计划,每期股票增值期权的有效期为五年。被授予人自授予之日起两年内不得行权。自授予之日起的第三、四和五年中,行权的比例累计分别不得超过授予该被授予人的总股票增值期权的 30%、70% 和 100%。

深高速的模拟股票期权授予范围是公司董事和中高级管理人员(部门经理以上级别),2001 年开始实施。模拟股票期权的价格以香港 H 股价格和国内 A 股价格综合计算(以反映香港国际市场的 H 股价格为主,占 60% 比重,以中国证券市场的 A 股为辅,占 40% 比重)。2001 年度,公司共授予董事和中高级管理人员共 18 405 000 股的数量,在授权后的第一年内即 2001/2002 年度内不得行使,而在第二年度即 2002/2003 年度可行使的期权数量为 4 601 250 股。截至 2002 年 12 月 31 日,已有 27 人行权,行权股数为 2 827 800 股,现金支出累计为人民币 3 289 461 元。

深高速对模拟股票期权制度在行使的时间等方面做出了详细限制,并规定了不得行使的情况,即:(1)期权的授予价格为授予日前 5 个交易日公司流通股票在交易市场的收市价平均值的 90%。(2)期权的行权价格为被授予人提出书面申请之日后第 6 个交易日起的 5 个交易日内公司流通股票在交易市场的收市价平均值。(3)承权人行使期权时,公司将计算行权价格与授权价格的差价乘以行权的股票数量,扣除所得税后由公司支付现金给承权人。(4)计算期权价格时,取 H 股价格和 A 股价格的代数和,而且行权价格与授权价格之差最高不超过人民币 1.5 元/股,期权每推后一年行使,行权价格与授权价格的最高限制额增加 15%。(5)公司管理人员的行权时间限定为年报、中报、季报公布之后的第 3 个交易日开始的 2 个月时间之内提出行权申请。若公司年度或中期公布的盈利倒退 20% 以上,当年可行使的期权不得行使,前几年未行使的期权可以在当年行使。

三毛派神 2001 年 1 月董事会决定建立长期激励机制,实行股票增值权激励方案。上市公司授予激励对象一定数量的股票增值权,每一股增值权的价值为年底和年初公司每股净资产的差值,用奖励基金方式分年度发放资金,并每年留取部分作为风险准备金。方案激励对象为公司董事、高管人员、技术骨干等。以公司净资产增值为评定指标,股权从股票增值基金中发放。增值权持有人分四步对其增值权行权。第一年兑现 20%,第二年、第三年各兑现 30%,剩余 20% 作为风险抵押金,在员工离职时兑现。但这套方案至今还没有进入实际操作阶段。

股票增值权把公司高管人员的长期收入与公司股价挂钩,其实是一种变相的股票期权制度。这种股权激励模式简单易行,也不会触及各种法律和制度障碍。但是,股票增值权模式对上市公司的现金压力比较大,尤其是在公司股票二级市场价格上涨幅度巨大时,将会给上市公司带来巨大的现金压力。

#### 2.2.2 业绩股票激励计划(延期支付计划)

上市公司的业绩股票激励计划通常具有延期支付的性质,在我国上市公司中运用较多。实行业绩股票激励计划的上市公司较多,主要有:三木集团、中远发展、天大天财、上海家化、长源电力、电广传媒、亚泰股份、广州控股、武汉中商、武汉中百、鄂武商、金陵股份、自仪股份、飞乐股份、飞乐音响、天津泰达、福地科技、伊利股份、金丰投资、武汉石油、东阿阿胶、宝信软件等。这些激励计划的主要内容如表 2-2 所示。