

我国国有企业 经营者

激励问题研究

◎ 刘鸿雁 孔峰 著

中国农业科学技术出版社

.....

我国国有企业 经营者

激励问题研究

◎ 刘鸿雁 孔峰 著

中国农业科学技术出版社

图书在版编目 (CIP) 数据

我国国有企业经营者激励问题研究 / 刘鸿雁, 孔峰著. —北京:
中国农业科学技术出版社, 2009.9

ISBN 978 - 7 - 5116 - 0011 - 0

I. 我… II. ①刘…②孔… III. 国有企业 - 管理人员 - 激励 -
研究 - 中国 IV. F279.241

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2009) 第 153486 号

责任编辑 徐 毅

责任校对 贾晓红

出 版 者 中国农业科学技术出版社

北京市中关村南大街 12 号 邮编: 100081

电 话 (010)82106631 (编辑室) (010)82109704 (发行部)
(010)82109703 (读者服务部)

传 真 (010)82106636

网 址 <http://www.castp.cn>

经 销 者 新华书店北京发行所

印 刷 者 北京华正印刷有限公司

开 本 850 mm × 1 168 mm 1/32

印 张 6.625

字 数 260 千字

版 次 2009 年 9 月第 1 版 2009 年 9 月第 1 次印刷

定 价 20.00 元

前 言

建立有效的长期激励，已经成为我国国有企业经理激励制度改革、完善公司治理的当务之急。但是，究竟什么是长期业绩；通过何种形式来激励经理最大化企业的长期业绩，究竟以什么形式的报酬能激励经理努力提高长期业绩，是股票、股票期权，还是其他形式的报酬，这些问题在国内的研究上还没有明确的结论。

在此背景下，本书主要通过模型研究国有企业经理的激励问题。本书考虑了我国国有企业的一些特点：企业负债相对美国公司较高，经理有较强的声誉考虑等。这使本书中的模型研究更符合我国国有企业的实际情况，因此，有更大的实际意义。本书对公司治理的定义，是对股东和债权人利益的保护。

首先，针对我国对经营者报酬激励现状，对传统的委托—代理模型做了一些拓展，以适合分析我国国企中经营者报酬的激励作用。传统的委托—代理模型一般都假设企业业绩是经理努力的线性函数，且经理努力是一维的。针对我国理论界普遍认为我国国企经营者的激励方式只注重短期激励而缺乏长期激励的观点，本书设经理努力是三维的，即正常努力、长期努力和短期努力。在此新模型的基础上，本书分析了我国目前的经营者激励方式同国际流行的经理人激励方式—股票期权激励之间不同的激励效果。分析结果表明，我国的年薪制薪酬方式很大程度上是短期激励，甚至鼓励、诱导经理牺牲企业长期业绩来追求短期会计业绩的提高。而股票期权激励可激励经营者努力提高企业的长远业

绩，克服我国经营者激励短期化的弊端。这一研究将年薪制和股票期权制放在同一平台上进行比较，从理论深度上证明了年薪制的缺陷和股票期权激励方式的明显优势。

然后，本书对前人的模型稍做改动，分别分析了股票期权对无负债企业中代理成本和负债企业中代理成本的缓解问题。

最后，在多任务委托代理模型框架下，研究了声誉和长期报酬对经理提高未来业绩的激励效果。本书的多任务委托代理模型，一是对经理努力的成本函数的假设有重大改进：给出了经理长期和短期努力具体的成本函数形式；考虑了长期努力和短期努力有不同的成本系数；考虑了两种任务即努力间的关联性情况。而目前的多任务委托代理模型的成本函数最多只能满足以上3个条件中的前两个。因此，本书运用多任务委托代理模型分析得出的结论更明确、直观，并且更符合实际，因此，更有实际意义。本书认为，经理不同努力的成本、两项任务之间的关联性对经理的努力行为选择有重要的影响；要想激励经理提高企业长期业绩，应该减少经理长期努力的成本或者弱化当期激励。所以，本书的研究，对加紧进行经理报酬激励改革，为实践工作提供指导，有很大的现实意义。

目 录

第一章 引 言	(1)
第一节 国外管理人员报酬组成	(3)
第二节 经理股票期权基本概念	(8)
第三节 公司治理的定义和模式	(14)
第四节 本书的研究内容和结构	(21)
第二章 经营者股权激励研究综述	(22)
第一节 对经营者实施股票期权激励的原因	(23)
第二节 股票期权激励效果的实证研究	(28)
第三节 股票期权报酬，是对经理的激励还是经理对股东 财富的掠夺	(37)
第四节 股票期权报酬是否有效率	(39)
第五节 安然事件后公司治理及经理激励研究综述	(42)
第三章 相关理论依据	(47)
第一节 代理理论	(47)
第二节 人力资本理论	(52)
第三节 竞赛理论	(55)
第四节 经理权力理论	(58)
第五节 行为理论	(60)
第六节 其他理论	(62)
第四章 我国国有企业经营者报酬激励	(65)
第一节 我国国有企业经营者激励的历史和现状	(65)
第二节 委托—代理模型的基本分析框架	(72)

第三节	我国国有企业经营者激励的模型	(77)
第四节	我国国有企业经营者报酬激励形式的 激励效果分析	(84)
第五节	我国国有企业经营者不同报酬激励形 式导致的代理成本比较	(89)
第六节	本章结论	(93)
第五章	经理声誉和长期报酬激励的模型分析	(94)
第一节	当经理声誉由经理人市场给出时	(95)
第二节	当经理的声誉由委托人决定时	(106)
第三节	本章结论	(119)
第六章	实证研究	(122)
第一节	经理股票期权报酬同企业长期业绩关系的 实证研究	(123)
第二节	经理股票期权报酬同企业投资机会期间关系 的实证研究	(132)
第三节	本章结论	(138)
第七章	无负债企业中代理问题的缓解	(139)
第一节	无负债企业中委托——代理模型	(139)
第二节	无负债企业中经理的投资策略与投资决策	(142)
第三节	经理投资策略的仿真	(148)
第四节	本章结论	(154)
第八章	负债企业中代理问题的缓解	(156)
第一节	负债企业中的代理冲突	(158)
第二节	负债企业中的经理股票期权报酬与 投资决策	(163)
第三节	负债企业中经理报酬合同的制定和 经理投资策略的仿真	(169)
第四节	本章结论	(178)

第九章 经营者股票期权激励方案的实施	(180)
第一节 实施经营者股权激励方案应具备的 环境条件	(180)
第二节 我国实施经营者股票期权激励应注意 解决的问题	(183)
参考文献	(190)

第一章 引 言

目前，公司治理正日渐成为整个国际社会越来越关注的问题。越来越多的国家和公司认识到，一套良好的公司治理结构和治理机制同提高经济效益直接相关。作为经济实体的现代公司治理问题和实践，已经成为了一个世界性的研究和实践课题。

自从 21 世纪以来，由于资本的集中，技术的进步，促进了现代工商业的巨大发展，致使公司的规模迅速扩大，股东急剧增加并高度分散化，公司经营也日趋复杂。在这种情况下，公司的所有权和经营权出现了分离。这样，就产生了公司的治理问题。

20 世纪 70 ~ 80 年代，西方学者掀起了公司治理研究的高潮。这一时期公司治理研究的核心是，如何保护股东的利益不受代理人的侵害。其实践背景是，当时美国的许多公司竞争力明显开始落后于德、日等国，同期出现了遍及全美的兼并浪潮，而且其中大量的敌意收购、杠杆收购和公司重组等形式。这些大规模的所有权的变更说明，股东不满于经理的管理，认为经理的行为有悖于企业的目标，即股东价值最大化。因此，20 世纪 80 年代以后，股票期权作为一种新的薪酬激励方式，开始在美国出现并推广起来。这种报酬方式背后的理论依据是，通过将经理人员报酬与股东利益挂钩，激励经理努力提高企业业绩，从而减少代理成本。

中国的国有企业对中国经济发展中的意义和贡献是至关重要的。要使中国经济发展腾飞，必须提高国有企业的效率，降低国有企业的代理成本。

中国的国有企业改革从改革开放以来已经进行了 20 多年，但到目前为止，国有企业的问题并没有根本解决，最主要的体现就是，国有企业效益低下、缺乏竞争力的症结至今没有明显改善，企业效率还有待进一步提高。从“放权让利”，到承包制，到转换经营机制，再到制度创新，都没有从根本上解决问题。随着企业的公司制改革的不断深入，公司治理问题就成为国有企业改革最关键的问题，或者说是“临门一脚”^[1]。公司治理的改革，不仅有助于解决国有企业在现代企业制度实践中出现的“翻牌化”等问题，而且也为民营、乡镇企业等各类企业规范化的公司制改革提出了要求。

造成国企效率低下的原因是多方面的。但是，其中的一个重要原因是，我国国有企业有极高的代理成本。目前，研究认为，造成高代理成本的一个重要原因，是国有企业对经营者的报酬激励方式存在着问题。我国国有企业与国外企业经理的薪酬在水平、结构及方式上都存在明显的差别。其中区别之一是缺乏长期激励。国外企业经理人的薪酬较大程度上同企业业绩挂钩，包括当期业绩和未来业绩，例如，奖金就是同当期业绩挂钩的薪酬，而股票和股票期权就是同未来业绩挂钩的薪酬；区别之二是国外经理人持有公司一定比例的股票和股票期权，而国有企业的经理则很少有人持有公司股票，股票期权就更是少而不规范。所以，目前一个关键的问题是，研究和改革国有企业经营者的薪酬激励方式，以切实提高国有企业的效率，改善其经营业绩。

但是，我国的国有企业有着许多特殊的问题。这些问题不同于国外的企业，特别是美国的企业。具体讲，外国企业公司治理中存在的问题，在我国的国有企业中存在；但外国企业公司治理中不存在的问题，在我国的国有企业中也有，这就使得我国国有企业的公司治理问题变得更加复杂。在国有企业不同于美国企业的诸多特点中，非常重要、也非常明显的一个就是：我国国有企

业的负债率很高，债务资金在国有企业资金中，占有重要的地位。那么，考虑到我国国有企业的特殊性后，在国有企业中实施国外、尤其是美国所普遍流行的经营者股票期权激励方式，究竟能否起到预期的激励作用，并减少企业中的代理成本呢，这正是本书要研究的问题。

首先，这里要明确一下，在本书中并无特别说明，经营者、经理人、管理人员或高级管理人员，有着相同的含义。而且，一般情况下，提到的 CEO 的情况，笔者也认为是适用于我国企业中的所有经营者的。因此，经营者激励和管理人员激励与经理人激励有相同的含义，经营者股票期权和经理股票期权等，含义也相同。本书对这几个名词不做区分。

第一节 国外管理人员报酬组成

我们主要以美国的情况为例，来介绍国外管理人员报酬情况。美国管理人员报酬主要由基本工资、年度奖金、股票期权、限制性股票、长期激励报酬和退休金几部分组成^[2]。表 1-1 是美国企业员工报酬组成的粗略统计。

表 1-1 美国员工薪酬组成情况表

Typical Compensation Mix by Employee Group				
	Senior Management	Middle Management	Supervisory and Professional	Non-Exempt
Salary	35%	60%	89%	95%
Annual Incentive	20%	20%	9%	4%
Long-Term Incentive	45%	20%	2%	1%
Total Direct Compensation	100%	100%	100%	100%

资料来源：Aon Consulting's Forum, Compensation Article, "Compensation Trends in Turbulent Times", October 2001. 1~6

1. 基本工资

美国企业 CEO 的基本工资水平一般是根据行业（除公用事业和金融机构外）工资调查中公布的数据，主要考虑同行水平，兼顾本企业特点来决定。国际上许多公司都是据此标准来确定管理人员的基本工资。

尽管基本工资在管理人员总薪酬中所占的比重日趋下降，但管理人员还是非常重视资本工资的多少。首先，基本工资是经理雇佣合同中的重要内容，而经理雇佣合同中一般都规定在今后 5 年中，基本工资每年应增加的最低幅度；其次，基本工资代表经理报酬中的“固定工资”部分，是无风险的报酬。对于风险厌恶的经理来说，当股东决定将经理的总薪酬上涨一美元时，经理更希望股东以基本工资的形式支付给自己这一美元，而不是以“目标”奖金或可变薪酬的方式来支付给自己这一美元；再次，经理薪酬包中许多其他形式的薪酬，也是以占到基本工资的一定比例的形式来确定的，而经理股票期权是以基本工资的多少倍来确定的。此外，养老金计划、离职费的多少也取决于基本工资水平。所以，基本工资的上升，会导致许多其他形式薪酬的增加。由于这些原因，管理人员还是非常重视基本工资的多少。

2. 年度奖金

几乎每个赢利性企业都根据企业一年的业绩情况，支付给自己的高级管理人员年度奖金。一般的年度奖金计划是，给经理规定某个“门槛”（threshold），业绩指标（通常是某种业绩度量标准，例如，经济增加值、净利润等比例），如果企业业绩达到这个指标，那么，就可按照业绩标准（例如，经济增加值、净利润等）的一定比例，给经理作为奖金。如果企业业绩达到规定指标的最低值，经理就可得到最低比例的奖金。如果企业业绩

达到规定指标的较高值，经理就可得到较高比例的奖金。同时，企业给经理规定了某个封顶（cap）业绩指标，因此，当企业业绩达到规定业绩标准的某个规定比例，即达到封顶业绩指标时，经理可获得的年度奖金的比例不再随企业业绩的提高而提高。也就是说，对支付给经理的年度奖金规定了最高比例，或者说最高倍数。门槛业绩指标和封顶业绩指标之间的这段区间被称为“激励区间”，即支付经理的奖金比例随企业业绩提高而提高的区间。

几乎所有的企业都使用某种会计盈利性指标，作为企业业绩的度量标准，来计算给经理的奖金。根据 Towers Perrin's (Towers Perrin's Annual Incentive Plan Design Survey, 1997) 的抽样调查说明，在只使用一个业绩度量标准的 68 个企业中，65 个使用的都是会计指标，例如，销售收入、净利润、税前利润、EBIT、经济增加值等。表 1-2 中，Covanta 公司使用的就是税前 ROE。其他度量业绩的指标还有个人业绩，包括对经理个人业绩的主观评价及与经理以前业绩的比较，顾客满意度，战略目标，例如，企业生产能力的提高以及生产安全方面的指标等。

表 1-2 COVANTA 能源公司对高级管理人员年度奖金的提取方法的规定

税前 ROE (%)	目标奖金
<13%	—
13% ~ 17%	75
17% ~ 21%	100
21% ~ 25%	125
≥25%	150

资料来源：EDGAR Online, Inc. 公布的 Covanta energy corp. 的资料。Date Filed: April 1999. 14

3. 限制性股票

1996 年, S&P500 企业中, 有 28% 的企业授予了其 CEO 限制性股票, 占 S&P500 企业 CEO 总薪酬的 6.1%, 占被授予限制性股票的 CEO 的总薪酬的 22%。限制性股票的限制性在于, 在一定条件下, 通常是经理提前离职等, 授予经理的股票会被企业没收。Kole (1997) 认为, 受限制性股票多用于医药、机械、制药等行业的企业中。

4. 长期激励

许多公司还向经理提供长期激励计划 (LTIPs)。这种激励计划一般是以企业连续 3~5 年的平均业绩情况为标准。在 1996 年, S&P500 企业中, 有 28% 的企业授予了其 CEO 长期激励计划 (LTIPs), 根据长期激励计划支付给经理的薪酬, 占 1996 年 S&P500 企业 CEO 总薪酬的 5.5%, 占被提供长期激励计划的 CEO 的总薪酬的 20%。长期激励计划的执行情况同年度奖金计划类似, 只是年度奖金计划以企业一年的业绩为考查内容, 而长期激励计划以较长时期, 即 3~5 年的企业业绩, 为考查内容和给经理确定报酬的依据标准。

5. 退休金

管理人员除享受公司提供给全体员工的普通退休金计划外, 还享受管理人员退休金计划。根据该退休金计划计算管理人员退休金时, 管理人员的工龄比实际工龄要长许多, 而且管理人员的这种薪酬通常都是考虑以后年份的通货膨胀、公司业绩等因素的。管理人员退休金计划不是公司年报中要披露的内容, 即使在年报中有披露, 也是寥寥数语, 根本无法据其估计管理人员退休金的准确数额。

6. 股票期权

股票期权报酬是 20 世纪中期兴起的, 20 世纪 80 年代以后, 在西方国家的大公司中迅速流行起来的一种长期激励方式。在 20 世纪 80 年代以前, 美国管理人员的薪酬多数是基本工资加奖金的形式。而到 1996 年, 标准普尔 500 公司的 CEO 的薪酬中平均 35% 为股票期权, 工资加奖金只占 48%, 限制性股票占 7%, 长期业绩薪酬 (主要是股票期权) 占 7%, 福利津贴占 3%。总之, 股基薪酬 (基于股票的各种报酬) 占 49%。

根据有关统计数据表明, 全球前 500 家大工业企业中, 89% 的公司对其高级管理人员采取了股票期权激励机制。根据 Towers Perrin 咨询公司和伦敦商学院的合作调查, 1991 年, 全美国最大的 500 家上市公司中, 19% 实施股票期权激励计划; 而近年这一比例达到了近 80%。表 1-3 是美国企业 1997 年和 2001 年授予员工的股票期权报酬情况, 从表中可知, 到 2001 年, 美国 96% 的企业授予管理人员股票期权报酬。

表 1-3 1997 年和 2001 年美国企业员工接受股票期权报酬情况表

Table 4 % of Companies Providing Stock Option Plans 1997 and 2001		
Employee Group	1997	2001
Non-Exempt Hourly Non-Union	16%	21%
Non-Exempt Salaried	20%	23%
Exempt Salaried	60%	68%
Officers/Executives	93%	96%

资料来源: Aon Consulting's Forum, Compensation Article, "Compensation Trends in Turbulent Times", October 2001. 1~6

股票期权在美国的盛行产生了深远的影响。在国际上, 许多

国家都开始效仿美国，实施股票期权薪酬激励。在 20 世纪 70 年代，英国的税法不鼓励员工持有公司股票，因而对于股票期权计划的税收要求是非常严格的。1980 年，英国政府通过并推出了“储蓄及股票期权计划”，开始允许员工持有股票期权。1984 年，“管理层股票期权计划”的通过，更进一步促进了股票期权计划的发展。目前，股票期权计划已经成为英国政府鼓励发展的薪酬方式。同时，亚洲公司对股票期权的兴趣也陡然增加。日本、新加坡、中国香港等国家和地区，都开始鼓励股票期权计划的推广和应用。在日本，直到 1997 年，股票期权计划都还是被禁止的。但到 2001 年为止，短短的 3~4 年间，已有 342 家公开上市公司推行了股票期权计划。

第二节 经理股票期权基本概念

1. 经理股票期权的概念

• 经理股票期权报酬，即企业授予经理人在规定的年限内，以某个约定的价格购买一定数额的企业股票的权利。经理可以选择执行也可以不执行这一权利。如果在期权到期日（指欧式期权，若为美式期权，则是在期权的有效期内），公司股票的市场价格超过了购买期权时的执行价（即行权价，或叫协议价格），经理就可以选择执行股票期权以获利。若在到期日，公司股票的市场价格低于购买期权时的协议价格，经理就可放弃执行期权。

经理股票期权的授权人，即接受这种选择权利的人，一般是指企业经理。经理股票期权的授权人，即授予经理这种选择权利的人，一般是指企业的股东，或泛称作企业。股票期权的规模一般是指授予经理的股票期权的数额或股票数，这个数可以是绝对数，例如，多少股；也可以是相对数，例如，占企业总股份的百

分比。

2. 股票期权的基本类型

美国的员工股票期权可以分为法定股票期权（statutory stock options，简称 SSOs）和非法定股票期权（non-statutory 或 non-qualified stock options，简称 NSOs）两大类。“法定股票期权”由美国国内税收法案（internal revenue code，简称 IRC）给出了界定，它又可分为两种形式的股票期权计划，即激励性股票期权计划（incentive stock options，简称 ISOs）和员工股票购买计划（employee stock purchase plan，简称 ESPP）。这两种股票期权在符合法定执行条件下，可以享受一定的税收优惠。员工股票购买计划，简称 423 计划，是法定股票期权计划的一种。其相关法律要求，在国内税收法案中第 423 项中进行了规定^[3]。

（1）激励性股票期权计划

激励性股票期权计划的产生源于 1981 年“经济复兴税收法案”（economic recovery tax act）的出台。这种期权计划是在一定条件下，授权人可以享受税收优惠的薪酬激励制度。美国“国内税收法案”对法定股票期权和激励性股票期权应当满足的条件进行了规定。

激励性股票期权计划必须满足的条件主要可归纳为十一条。

①公司必须制定书面的股票期权计划书，明确规定本计划授权人资格、本计划涉及的股票额度以及其他条款。②该股票期权计划必须在经董事会认可并采纳前或后的 12 个月内，获得本公司股东大会的批准通过。③该股票期权计划的受益人即授权人，只限于当前公司的员工，不包括非公司员工的外部董事、顾问、供应商等。④该股票期权计划的执行价，不得低于期权授予日公司股票的公平市场价值。⑤如果该股票期权计划的受益人拥有本公司、或母公司、或子公司 10% 以上的股权，那么，期权的执行