



C2012049292



公司治理研究文丛

徐向艺 主编

中国上市公司股权激励 契约安排与制度设计

ZHONGGUO SHANGSHIGONGSI GUQUANJILI
QIYUEANPAI YU ZHIDUSHEJI

徐 宁 著



经济科学出版社
ECONOMIC SCIENCE PRESS



公司治理研究文丛

徐向艺 主编

中国上市公司股权激励 契约安排与制度设计

ZHONGGUO SHANGSHIGONGSI GUQUANJILI
QIYUEANPAI YU ZHIDUSHEJI



C2012049292



经济科学出版社
ECONOMIC SCIENCE PRESS

图书在版编目 (CIP) 数据

中国上市公司股权激励契约安排与制度设计/徐宁著.
—北京: 经济科学出版社, 2012.3
(公司治理研究文丛)
ISBN 978-7-5141-1556-7

I. ①中… II. ①徐… III. ①上市公司-企业管理-
激励-研究-中国 IV. ①F279.246

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2012) 第 020397 号

责任编辑: 柳 敏 周秀霞

责任校对: 杨晓莹

版式设计: 代小卫

技术编辑: 邱 天

中国上市公司股权激励契约安排与制度设计

徐 宁 著

经济科学出版社出版、发行 新华书店经销

社址: 北京市海淀区阜成路甲 28 号 邮编: 100142

总编部电话: 88191217 发行部电话: 88191540

网址: [www. esp. com. cn](http://www.esp.com.cn)

电子邮件: [esp@ esp. com. cn](mailto:esp@esp.com.cn)

北京汉德鼎印刷有限公司印刷

河北省三河市德利装订厂装订

710×1000 16 开 15 印张 300000 字

2012 年 3 月第 1 版 2012 年 3 月第 1 次印刷

ISBN 978-7-5141-1556-7 定价: 25.00 元

(图书出现印装问题, 本社负责调换)

(版权所有 翻印必究)

《公司治理研究文丛》主编

主 编：徐向艺

副主编：陈志军 谢永珍 钟耕深

《公司治理研究文丛》学术委员会委员

- | | |
|-----|-------------------------------|
| 李维安 | 南开大学商学院院长、教授、博士生导师 |
| 郑海航 | 首都经贸大学副校长、教授、博士生导师 |
| 徐向艺 | 山东大学管理学院院长、教授、博士生导师 |
| 武常歧 | 北京大学光华管理学院副院长、教授、博士生导师 |
| 何顺文 | 香港浸会大学工商管理学院院长、教授、博士生导师 |
| 李海舰 | 中国社会科学院《中国工业经济》杂志社社长、教授、博士生导师 |
| 李新春 | 中山大学管理学院院长、教授、博士生导师 |
| 高 闯 | 辽宁大学工商管理学院院长、教授、博士生导师 |
| 卢昌崇 | 东北财经大学工商管理学院院长、教授、博士生导师 |
| 刘俊海 | 中国人民大学法学院教授、博士生导师 |

总 序

公司治理是公司价值的源泉，是企业组织基业长青的基石，也是资本市场健康发展的保障。亚洲金融风暴、美国安然事件后，越来越多的人注意到一些公司由于财务信息披露不及时、不充分，使得股东权益受损的现象不断出现，促使投资大众的注意焦点转向公司的治理水平。良好的公司治理能够给公司及股东带来长期收益预期已经成为共识。20多年来，公司治理已经成为各国公司制度改革的一项重要内容，无论是在国内还是国外、理论界还是实务界都给予了公司治理以极大的关注。近年来各国公司治理实务的发展，使得投资者、政府监管部门及上市公司自身都对公司治理产生了浓厚的兴趣。为了满足公司治理实践的需要，我国公司治理理论工作者对公司治理进行了系统而卓有成效的研究，取得了丰富的研究成果。为了展示已经或未来取得的理论成果，我们组织出版了这套《公司治理研究文丛》。

一、公司治理的主要研究成果

国内外关于公司治理的研究成果主要体现在以下几个方面：

一是关于公司治理的基本理论研究。这方面的研究探索，主要围绕公司治理为什么会产生、公司治理是什么、公司治理的目的是什么等问题而展开。国外的学者在公司治理理论研究方面进行了开创性的研究，如科斯（R. H. Coase, 1937）、詹森和麦克林（Jensen and Meckling, 1972）、伯利和米恩斯（Berle and Means, 1968）、约翰·库宾和丹尼斯·里奇（John Cubbin and Dennis Leech, 1983）、哈罗德·德姆塞茨和肯尼斯（Harold

Demsetz and Kenneth, 1985)、奥利弗·哈特 (Oliver Hart, 1995)、法玛和詹森 (Fama and Jensen, 1983) 等对所有权与控制权进行了系统研究; 詹森 (Jensen, 1976)、麦克林 (Meckling, 1976)、法玛 (Fama, 1980)、威廉姆森 (Williamson, 1996) 等对代理成本进行了长期的研究。国内方面, 李维安、钱颖一、吴敬琏、张维迎等学者对公司治理的涵义及研究对象进行了系统研究与阐述。尤其是李维安对于公司治理的理论研究打破了传统的以监督与控制为目的的窠臼, 提出了公司治理的核心是建立一套科学的决策机制, 制衡只是为了保证决策的有效执行, 并指出公司治理要维护利益相关者的利益, 而并非仅仅是维护股东利益的新颖观点。

二是关于公司治理模式的研究。围绕这一主题的研究主要是探索何种治理模式更加有效, 全球范围内公司治理模式是趋同还是存异等问题。在全球经济一体化的今天, 贸易壁垒被打破, 公司的竞争力及其业绩更容易按照国际标准衡量, 那些具有良好公司治理模式的国家和公司更容易在全球范围内获得更多的资源与竞争优势, 其治理模式容易被效仿, 如英美模式与日德模式等。而如果一个国家的公司治理体制不利于本国公司在全球资本市场以及产品市场获取更多的竞争优势, 则应该改变其治理体制。公司治理绝非仅仅是公司精英关注的问题, 国家决策者也应该给予公司治理以极大的关注, 因为国家间或者公司间的竞争也是治理模式的竞争。由于各种治理模式与其治理环境、治理文化、股权结构的高度相关性以及经济改革的路径依赖而存续, 但因全球经济一体化的发展, 全球治理模式在一定程度上有趋同的趋势。大卫·沙尔尼 (David Charny, 1997)、卢西恩·别布丘克和马克·罗伊 (Bebchuk, Lucian A. and Mark J. Roe, 1999)、罗纳德·吉尔森 (Ronald J. Gilson, 2001)、莱因哈特·施密特和斯宾德勒 (Schmidt, Reinhard H. and Gerald Spindler, 2002) 等学者在公司治理模式的研究方面提出了创新性的观点。

三是关于公司治理的应用研究。围绕这一主题, 学者们对公

公司治理的操作层面如股权结构的选择、机构投资者与公司治理、董事会的结构与运作、跨国公司的治理以及公司治理原则等相关问题进行了系统的研究。如德姆塞茨 (Demsetz, 1983)、萨登 (Thadden, 1998)、帕加诺和瑞尔 (Pagano and Rell, 1998)、班尼德森和沃芬森 (Bennedsen and Wolfenzon, 2000)、戈麦斯和诺瓦斯 (Gomes and Novaes, 2005) 等对于股权结构与股权制衡的研究; 阿尔钦和德姆塞茨 (Armen A. Alchian and Harold Demsetz, 1972)、霍斯基森、希尔和金 (Robert E. Hoskisson and Charles W. L. Hill and Hicheon Kim, 1993) 等对公司内部治理的研究; 法玛 (Fama, 1980)、杰里米 (Jeremy, 1993)、扎杰克和维斯特弗 (Edward J. Zajac and James D. Westphal, 1996); 里迪克和塞斯 (Kwnneth J. Rediker and Anju Seth, 1995) 等对董事会的内部结构及其运作的研究; 杜明 (John H. Dunning, 1988)、提斯 (David J. Teece, 1986) 以及巴克利和卡森 (Peter J. Buckley and Mark Casson, 1991) 等对跨国公司治理进行了较为系统的研究; 约翰·庞德 (John Pound, 1988)、鲍罗斯 (Stephen D. Prowse, 1990)、辉 (John C. Coffee, Jr., 1991)、卡特 (Hagman T. Carter, 1992)、波森 (Pozen Robert C., 1994) 以及肖特和卡罗吉斯 (Helen Short and Kevin Keasey, 1997) 等研究了机构投资者在公司治理中的作用等。在国内方面, 李维安对跨国公司治理、网络治理以及企业集团治理进行了系统研究, 并制定了第一个中国公司治理原则, 为公司治理实务的研究提供了指引; 席西民对集团治理进行了卓有成效的研究, 其成果对我国企业集团治理的改善发挥了重要作用。

四是关于公司治理的实证研究。这一方面的研究旨在探索公司治理结构以及公司治理机制与公司绩效间的关系, 如股权结构与绩效、治理结构与信息披露以及公司绩效的关系等。詹森和麦克林 (Jensen and Meckling, 1976) 对内部股东比例与公司价值关系的研究; 拉波塔 (La Porta, 1999, 2000, 2002)、克拉森斯 (Claessens, 2000, 2002)、雷蒙和林斯 (Lemmon and Lins,

2003) 等对控制权与现金流权分离对公司价值的影响的研究; 德姆塞茨 (Demsetz, 1983)、康奈尔和塞维斯 (McConnell and Servaes, 1990)、徐向艺 (2004) 等对公司治理结构与公司绩效间关系的研究; 菲弗 (Pfeffer, 1972)、詹森和法玛 (Jensen and Fama, 1983)、詹森 (Michael C. Jensen, 1990)、特里科 (Tricker, 1995)、巴加特和布莱克 (Bhagat and Black, 1999)、尼克斯 (Nikos, 1999)、戈亚尔和帕克 (Goyal and Park, 2001)、于东智 (2001)、沈艺峰 (2002)、基尔和尼克森 (Geoffrey C. Kiel and Gavin J. Nicholson, 2003)、李维安和李建标 (2003)、兰道和简森 (Trond Randoy and Jan Inge Jenssen, 2004) 等对董事会特征与公司绩效关系的研究; 本森 (George J. Benson, 1982)、惠廷顿 (Geoffrey Whittington, 1993)、福克 (John J. Forker, 1992) 等对公司治理与信息披露关系的实证研究等。这些研究成果对我国公司治理优化的宏观政策与微观对策的制定具有重要现实意义。

五是公司治理评价的研究。这一领域的研究是基于投资者、政府监管部门以及上市公司对公司治理状况进行评价的客观要求而进行的。20 世纪 90 年代后期至今很多学者以及研究机构将公司治理的研究集中于公司治理的评价。如 1998 年标准普尔的公司治理服务系统; 1999 年欧洲戴米诺的公司治理评价系统; 2000 年里昂证券的公司治理评价系统; 此外还有俄罗斯的布朗斯威克 (Brunswick Warburg) 评价系统; 世界银行公司评价系统; 泰国公司治理评价系统、韩国公司治理评价系统以及日本公司治理评价系统等。国内南开大学公司治理研究中心李维安等开发的公司治理评价系统是国内在这方面取得的代表性成果。不同的公司治理评价系统, 分别基于不同治理环境的需要, 设置评价与诊断公司治理状况的指标与方法, 为降低投资者的信息不对称、监管部门的有效监管以及上市公司提升公司治理效率等提供了有价值的参考。

二、当前公司治理的热点问题

目前关于上述公司治理五个方面的研究，已经形成了较为完整的体系，并对我国公司治理实践起着重要的指导作用。然而公司治理的研究是无止境的，对于我国上市公司而言，公司治理实践中还存在着诸多问题，如究竟怎样的股权结构是合理的？提升董事会的独立性是否有助于上市公司监督效率的提高，也有助于决策效率的改善？如何衡量上市公司的治理风险并有效规避？为什么上市公司要履行社会责任，我国上市公司社会责任的履行状况如何？中小股东的利益应给予怎样的保护等均为我国公司治理实践中迫切需要解决的问题。

基于目前我国公司治理实践的需要，我们组织出版的这套《公司治理研究文丛》将对公司治理中存在的十大热点问题（不限于）进行系统研究与探索：

1. 信息不对称条件下的委托代理问题的研究。公司委托代理关系是公司治理的核心问题之一，没有委托代理关系，也就没有公司治理问题。公司存在委托代理关系，就必然产生代理成本。对代理成本的研究应全方位展开，要关注代理成本的衡量、代理成本的控制、资本结构对于代理成本的影响、股权制衡对代理成本的影响、董事会特征对于代理成本的影响等。本文丛对于代理成本的研究，则更关注于监事会特征对于代理成本的影响，并发现作为一种监督董事和高层管理人员机构，我国上市公司提高监事会的运作效率、完善监事的激励以及变更监事会主席对于降低代理成本具有显著的作用。因此，我国应关注于监事会这一内部监督机构的完善，短期内不能简单依赖于外部的监督。

2. 对于公司治理中的股东权益尤其是后股权分置改革时代中小股东的权益保护机制的探索。股东利益保护是公司治理的目的之一，对中小股东利益的有效保护更是公司制度公平与效率的前提。对中小股东权益保护制度的建设是衡量一国上市公司治理状况优劣、资本市场完善程度乃至国家竞争优势的标志。关注于

中小股东权益保护问题的研究对于提高公司价值、维护资本市场的稳定、有效发挥资本市场资源配置的功能以及提升国家竞争力都具有重要意义。后股权分置时期，随着市场机制的强化和市场运行规则的改变，上市公司原有制衡机制将面临调整，股东之间的主要矛盾将由股权流动性冲突转变为股份优势、资金优势和信息优势冲突，这些变化必然给中小股东权益保护带来新的挑战。如由于全流通后，分类表决制等保护性规则的失效、控股股东由恶意“圈钱”和直接占用等自利行为到利用其控制权便利，从事内幕交易和市场操纵行为，可能会进一步加剧对中小股东利益的侵害；股权激励制度在增强管理层积极性和归属感的同时，也可能出现通过盈余管理、选择性信息披露、内幕交易等手段侵占小股东利益，资本控制权市场的日趋活跃可能出现的虚假或者恶意收购行为对中小股东权益的损害等问题。

3. 母子公司治理、控制与协调问题研究。在企业集团研究中，母子公司治理是理论界和企业界普遍关注、探寻的重要内容。海外母子型企业集团发展史长于中国，但海外学者对其研究时间并不长。国内学者对此研究始于20世纪90年代，总体上看，对母子公司治理与控制理论研究还不深入，实践总结尚不全面。中国企业集团的快速发展迫切需要研究母子公司治理与管理控制理论。对中国母子公司治理模式、治理手段、治理绩效系统研究并探讨对策，从理论上建立起母子公司治理的研究框架，在实践上对母子公司提升治理绩效提供指导建议。

4. 上市公司控制权安排研究。公司控制权是一种依附于公司的独立人格而派生的具有利益内容的经济性权利，公司控制权安排是公司治理制度安排的关键环节。如何合理配置上市公司控制权并有效促使控制权转移是提高公司绩效、保护投资者利益的重要问题。特别是在中国上市公司中，行政干预、内部人控制的现象十分严重，因此控制权安排这一问题就显得更为重要。中国上市公司控制权安排的研究主要集中在以下三个方面，即：控制权初始配置、控制权私有收益和控制权市场转移。中国上市公司控

制权安排的变迁是一个由竞争性利益集团推动的周期演变过程，不同利益集团的不同行为方式形成了不同的控制权配置和转移方式。可以说，中国上市公司控制权安排存在的一系列问题，归根到底都是制度问题。对于构建上市公司控制权安排的优化模型而言，恰当的制度体系可以降低复杂系统中绝大多数个体的信息成本和组织的协调成本，抑制机会主义行为。

5. 上市公司关联交易及其治理问题研究。无论在西方国家还是我国，上市公司关联方之间通过资产交易、资金融通、接受或者提供担保以及赊销等方式进行交易引起的利益冲突问题日益严重。如何解决关联交易问题已经成为上市公司、参与投资各方、证券监管机构以及会计规范制定部门不容回避的重要课题。但目前无论是规范关联交易的相关制度还是法律监管均有待完善，如何将关联交易限制在其所涉利益主体之间均衡状态的范围之内成为一个很现实的问题。我们认为，对关联交易的研究应采用规范研究与实证研究的方法，旨在探索如何通过良好的外部法律制度建设以及内部治理结构与治理机制的完善规避由于大股东与上市公司的非公允关联交易而对公司利益相关者造成的利益侵害。

6. 公司治理中的独立董事制度的研究。建立独立董事制度是我国完善法人治理结构、保护中小投资者利益的重大制度创新。各国对于独立董事治理效果的研究由于样本不同、研究方法的不同形成了不同的结论。我们认为，应采用我国上市公司面板数据，从独立董事职能出发，关注于独立董事监督效果的实证研究；采用规范研究方法从独立董事选聘、独立董事激励、独立董事决策与监督、信息保障以及独立董事责任与风险控制等视角探讨独立董事的运作机制。

7. 董事会治理效率与业绩评价机制研究。董事会作为公司治理机制的重要组成部分，对公司的运作负有最终责任，其治理效率直接关系到公司业绩和利益相关者的利益。目前关于董事会的研究大多集中于董事会特征与公司绩效关系的实证研究，本论

文集对于董事会部分的研究将深入到决定董事会治理质量因素的研究、董事会治理效率的研究以及董事会治理绩效的评价等方面。

8. 上市公司信息披露及其监管问题由于上市公司的所有权与经营权相分离，公司内部经理人员与其他利益相关者之间存在信息不对称。为了减少信息不对称及其对利益相关者的损害，各国都要求上市公司向其他利益相关者和观众披露公司信息。但是由于一些公司信息披露不及时、不全面、不真实导致公司治理失效。我们应比较分析不同国家信息披露的监管模式，提出建立健全我国上市公司信息披露有效监管机制的对策。

9. 公司治理风险的预警与监控问题研究。目前国内外大量公司治理风险事件的发生或者使得公司破产倒闭，如美国安然、世通以及帕玛拉特等；或者使得投资者的利益严重受损，如国内的原科龙系、德龙系、三九集团等。因此，在公司治理实践中迫切需要建立公司治理风险预警系统，以便对公司治理的风险进行即时的预警与监控，规避风险事件的发生，确保上市公司的稳定发展以及投资者的利益。目前国外已有部分学者或者机构对公司治理的风险进行了研究，如布朗斯威克（Brunswick）、澳洲个人健康保险管理委员会（PHIAC）等，我国大陆学者对风险的研究多数集中于管理风险如财务风险、营销风险等，而没有针对公司治理建立风险预警指标体系与预警模型。因此，极有必要基于公司治理实践的需要，结合我国上市公司的治理环境，采用规范分析与实证分析的方法，建立公司治理风险预警的理论指标体系，促进上市公司通过治理结构以及治理机制的建设与完善规避治理风险。

10. 上市公司社会责任研究。20 世纪 80 年代末以来，掀起了一场广泛的、涉及公司法基本原理的公司管制的大讨论，其主要焦点围绕着公司股东、董事、监事、职工、债权人以及其他利益相关者的利益关系，涉及如何重新认识股东的法律地位、公司经营决策与执行、公司的社会责任等基本问题。目前公司应履行社会责任已经成为共识。对于社会责任的研究包括社会责任的内容、

履行社会责任对公司绩效的影响以及企业社会责任评价等，通过这方面的研究，以期引导上市公司有效履行社会责任。

三、《公司治理研究文丛》的组编出发点

《公司治理研究文丛》是由山东省人文社科研究基地——山东大学公司治理研究中心组编，国家 985 哲学社会科学研究基金项目支持。山东大学公司治理研究始于 20 世纪 90 年代初，在国内较早开展现代公司治理与组织管理研究并获得一批在学术界引人注目的成果。山东大学公司治理研究中心 2006 年被批准为山东省人文社科强化研究基地。中心现已与美国辛辛那提大学管理学院、加拿大阿尔伯塔大学商学院、荷兰阿姆斯特丹大学、芬兰瓦萨大学等开展国际合作研究。近三年来，山东大学公司治理研究中心成员承担国家自然科学基金、国家社会科学基金项目 6 项、省部级项目 21 项，承担国际合作项目 4 项。中心曾为海信集团、山东高速集团、将军集团等十余家大型股份公司或企业集团进行公司治理方案设计。《公司治理研究文丛》组编的首批著作均是该中心成员的研究成果。当然，该文丛是开放式理论研究平台，我们将遴选国内外学者研究公司治理最新成果，反映公司治理理论研究、政策研究的最新成就。一方面我们适应国际经济一体化的潮流，逐步实现现代公司治理研究范式的规范化、国际化；另一方面直面我国改革开放的丰富实践，推动公司治理理论的广泛应用，促进我国公司治理的优化。这就是我们组编这套文丛的出发点。

徐向艺

2008 年 6 月 17 日

序

公司治理的主要目的是解决现代企业中的委托代理问题，而建立合理的激励约束机制是完善公司治理机制的关键所在。股权激励作为一种重要的长期激励机制，其积极作用在于使经营者等激励对象，通过获得公司股权赋予的经济权利，能够与公司共享利润、共担风险，从而将自身利益与公司长期利益相结合。因此，如何制订合理的股权激励契约并对其执行过程进行有效规制，使其既能对管理者提供足够激励的同时规避各种风险，是理论界与实践界普遍关注的问题。徐宁博士撰写的专著《中国上市公司股权激励契约安排与制度设计》对这一问题进行了系统的研究，取得了创新性成果。

股权激励在中国的发展经历了一个漫长曲折的过程。2005年开始的股权分置改革，为股权激励的实施扫清了制度性障碍。然而，股权激励推行与实施的道路却布满荆棘。作为原本能够对经营者进行激励与约束双重作用的“金手铐”，股权激励却被赋予了“镀金手铐”、“金手表”等多种称谓。要真正探究股权激励的作用机理，并且使西方模式下的股权激励契约结构适应于中国上市公司，应从内生性视角出发，深入剖析股权激励契约合理性及其实现途径。在此背景下，本书将内生性视角应用于股权激励研究，既从微观层面深入剖析股权激励契约结构的动态内生性问题，又引入调节变量构建了股权激励契约要素与公司绩效或价值之间的桥梁，并借鉴西方企业股权激励实践，结合中国制度背景与企业实际，探索构建了适用于中国上市公司的股权激励契约安排与制度设计。

本书具有以下几个突出的研究特色及创新：

第一，借鉴机制设计理论、治理整合理论、实证主义代理理论与战略权变理论等理论的核心观点，提出股权激励契约结构内生性假说，从微观层面深入剖析股权激励契约结构的动态内生性问题。契约结构内生性假说指出，股权激励并非作为整体而独立存在的，其契约结构在设计过程中受到公司基本特征（所处行业、规模、成长性等）、股权结构、治理机制等因素的影响，而又通过上述因素的调节作用对公司绩效或价值产生效应。基于该假说的契约结构内生视角主张，应从微观层面深入剖析股权激励契约结构的动态内生性问题，并引入调节变量构建起股权激励契约要素与公司价值之间的桥梁，为股权激励研究提供了新的思路与理论框架。

第二，以股权激励契约合理性命题为基础，结合中国上市公司实践，构建了中国上市公司股权激励契约合理性实现模型。股权激励契约合理性的内涵是指股权激励契约实现预期效应所应具备的属性，适用性、平衡性、长期性与约束性是合理股权激励契约的重要特征，构成了契约合理性的外延。基于该模型，综合运用理论演绎、比较分析、计量模型、案例研究等方法，研究了股权激励关键契约要素（激励模式、激励对象、激励期限与激励条件）设计的合理性及其影响因素，揭示了股权激励契约优化的动态趋势及其与公司价值的联结方式。

第三，运用制度经济学中契约配置与制度配置的耦合性原理，构建了中国上市公司股权激励制度设计模型，并提出契约优化及内外部约束制度设计的政策建议。契约与制度都是配置经济资源的方式，两者具有耦合性。根据上述原理，本书构建了以契约结构优化为中心、以内外部约束的整合与运作为主体、以持续改进与动态均衡为特征的中国上市公司股权激励制度设计模型。首先，由契约安排与制度设计的耦合性可知，股权激励契约结构受到其所在制度环境的影响，而在某种程度上又影响到制度环境的变化，因此，契约优化是制度设计的出发点与归宿点，是制度

设计模型的中心。其次，根据治理整合理论，治理效率是各种治理机制有机组合共同发生作用的结果，因而内部约束机制与外部约束机制的整合与运作是制度设计模型的主体。再者，将制度变迁理论中的动态均衡观点应用于该模型，即上市公司的内外部约束机制处于一种非均衡的状态，当内部治理机制尚未完善，未能提供较强的内生约束力时，外部制度环境提供的强制性约束机制应相对加强；而当内部治理机制逐步趋于完善，对于公司的外部监管力度可适当减弱，以达到公司自治与外部监管之间的动态均衡。

本书是作者在其博士学位论文的基础上修改而成的。徐宁博士在山东大学管理学院从事教学和科研工作，具有扎实的理论基础，厚实的专业基础，较强的研究能力以及良好的写作水平。多年来，她一直关注于管理层激励机制的研究，积累了大量的文献资料与实践总结，在重要期刊上发表了诸多学术论文。本书也是作者研究成果的阶段性总结。全书思路清晰、结构严谨、文献资料翔实、论证充分、研究内容充实，并形成了具有创新性的研究成果与结论。但本书的不足之处在于实证样本在时间以及选择方面的局限性。随着股权激励制度的发展及其在中国上市公司中的日益推行，期待作者能够选择更为丰富的样本与更长的时间跨度对实证研究进一步完善。

作为作者的博士生导师，在本书出版之际，我备感欣慰。希望她能够将著作的出版作为研究的起点，在该研究领域进一步深入探索，取得更加丰富的成果。

徐向艺

2012年3月于山东大学

前 言

建立完善的激励约束机制是解决现代公司中委托代理问题的核心。股权激励作为一种长期激励机制，是降低代理成本，实现激励相容的重要手段，但其效应一直是充满争议的论题。近期席卷全球的金融危机再次证明，在巨大利益驱使下，契约设计的不合理与约束条件的缺失使股权激励更多地趋于福利化，甚至带来巨大的风险隐患。究竟股权激励是解决委托代理问题的手段还是导致委托代理问题的来源？其难以替代的作用与逐渐暴露的缺陷之间的矛盾日益凸显，理论研究者、实践者与政策制定者等开始重新审视股权激励及其相关配套制度。

自2005年开始的股权分置改革解决了制约中国资本市场发展的重大制度性缺陷，股权激励制度也以此为契机由探索阶段进入了发展阶段。证监会于2006年1月颁布的《上市公司股权激励管理办法（试行）》标志着股权激励制度正式引入中国。为进一步规范与发展股权激励，中国证监会于2008年陆续发布3份《股权激励有关事项备忘录》，对股权激励方案的设计与实施做出了更为严格的限制。2009年，财政部、国家税务总局相继出台《关于股票增值权所得和限制性股票所得征收个人所得税有关问题的通知》和《关于上市公司高管人员股票期权所得缴纳个人所得税有关问题的通知》，标志着我国股权激励在政策层面上进入了成熟期。随着相关政策的不断完善和细化，股权激励被越来越多的中国上市公司采用。但公司自身对激励模式与对象的选择不合理、激励期限与考核指标疏于设计等契约层面因素以及经理人市场不完善等宏观制度因素仍然制约着股权激励的发展。

在此背景下，本书将内生性视角应用于股权激励研究，既从微观层面深入剖析股权激励契约结构的动态内生性问题，又引入调节变量构建了股权激励契约要素与公司绩效之间的桥梁，探索构建适用于中国上市公司的股权激励契约安排与制度设计。与以往相关文献相比，本书的主要贡献如