

股权激励

周绍妮 / 著

管理层股权激励与股东利益

Managerial Equity Incentives and Shareholders' Interests

立足于公司股东的视角，研究管理层股权激励对股东权利和股东收益的影响，发现在股权激励的不同环节可能存在的问题及其对股东利益的影响，从而在上市公司大规模地展开股权激励时规避风险，更好地发挥激励作用。

股权激励



中国经济出版社
CHINA ECONOMIC PUBLISHING HOUSE

本书由教育部人文社会科学研究项目

“基于驱动者视角的管理层股权激励效果研究”（09YJA630007）资助

周绍妮 / 著

管理层股权激励与股东利益

Managerial Equity Incentives and Shareholders' Interests

立足于公司股东的视角，研究管理层股权激励对股东权利和股东收益的影响。发现在股权激励的不同环节可能存在的问题及其对股东利益的影响，从而在上市公司大规模地开展股权激励时规避风险，更好地发挥激励作用。



中国经济出版社

CHINA ECONOMIC PUBLISHING HOUSE

北 京

图书在版编目 (CIP) 数据

管理层股权激励与股东利益/周绍妮著

北京: 中国经济出版社, 2011. 10

ISBN 978 - 7 - 5136 - 0830 - 5

I. ①管… II. 周… III. ①上市公司—企业管理—激励—影响—股东—经济利益—研究—中国

IV. ①F279. 246

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2011) 第 130853 号

责任编辑 崔姜薇

责任审读 贺 静

责任印制 张江虹

封面设计 任燕飞装帧设计工作室

出版发行 中国经济出版社

印刷者 北京市昌平区新兴胶印厂

经销者 各地新华书店

开 本 710mm × 1000mm 1/16

印 张 10 75

字 数 175 千字

版 次 2011 年 10 月第 1 版

印 次 2011 年 10 月第 1 次

书 号 ISBN 978 - 7 - 5136 - 0830 - 5/F · 8910

定 价 36.00 元

中国经济出版社 网址 www.economyph.com 社址 北京市西城区百万庄北街 3 号 邮编 100037

本版图书如存在印装质量问题, 请与本社发行中心联系调换 (联系电话: 010 - 68319116)

版权所有 盗版必究 (举报电话: 010 - 68359418 010 - 68319282)

国家版权局反盗版举报中心 (举报电话: 12390)

服务热线: 010 - 68344225 88386794

前 言

随着中国上市公司股权分置改革的顺利进行,《公司法》《证券法》等相关法律法规的修订及证券市场环境的逐步成熟,上市公司针对管理层的股权激励真正开始并得到迅速的发展。从2005年至2011年6月底,中国沪、深两市已有263家上市公司公告过管理层股权激励预案,其中有很多已经正式实施,也有一些停止实施,也不乏再次实施的,其中由于资本市场的低迷为管理层股权激励提供了有利的条件,2010年下半年和2011年上半年发布管理层股权激励预案的上市公司急剧上升,更有大量公司在积极做相关的准备工作。国际上学术界的研究和实务界的实践对管理层股权激励的效用并没有得出一致的结论,无从直接指导中国股权激励的实践。另外,中国在经济的整体发展、资本市场的有效性甚至企业文化等方面也与国外企业有巨大差异。在中国上市公司大规模股权激励之前,有必要充分、深入研究目前中国上市公司如何设计管理层股权激励的方案才能更好地保护股东利益?市场上的投资者如何看待管理层股权激励问题,以及什么类型的公司适合采用股权激励的模式等等。基于此,本书选择中国上市公司管理层股权激励对股东利益的影响为题进行研究。

本书的研究将立足于公司股东的视角,研究管理层股权激励对股东利益的影响,即对股东权利和股东收益的影响。研究中分别采用已经先行公告管理层股权激励预案的上市公司和实际上已经实施(授予)的上市公司为样本,在股权激励方案设计阶段侧重于研究方案本身以及公司的选择性偏好是否有益于股东利益,在预案公告阶段通过市场反应和公告前的股价波动研究对股东短期利益的影响,在实施阶段通过对公司行为的变化预期对股东长期利益的影响,并且对实施前后中期的股东相对收益以及中小股东利益进行了

实证检验。本书拟通过对其全方位、全过程的研究,发现在股权激励的不同环节可能存在的问题及其对股东利益的影响,从而在上市公司大规模地展开股权激励时规避风险,更好地发挥激励作用。从行文的逻辑主线来看,全书共分为八个部分。

第一部分,绪论。主要阐述本书的研究背景、研究意义、相关概念界定、研究思路与逻辑框架以及本研究的主要创新之处。重点是对本书研究范围的界定:一是整理了中国管理层股权激励的发展历程,根据其发展历程、股权来源、法律法规和资本市场特征等,将整个历程划分为4个阶段,并确定本书研究的是从2005年开始的第四阶段;二是根据前人的研究,确定本书所研究的股东利益概念,即包括两个层次四项内容:第一个层次是股东权利,研究内容是管理层股权激励方案设计阶段对股东权利的保障;第二个层次是股东收益,包括预案公告时股价波动产生的累积超常收益,股权激励方案实施后公司行为变化的考察,股权激励实施后股东收益变化的考察等,分别代表股东短期、长期和中期收益的情况。

第二部分,文献综述。按照对股东利益的界定,研究文献集中在管理层股权激励对股东收益的影响研究和管理层股权激励的影响因素研究两部分。通过文献综述,发现国外研究中相互矛盾的结论无从解释,而不同国家之间基于法律、经济发展、资本市场乃至文化的差异更使得无从直接从中吸取经验。再分析目前国内的相关研究,一方面得出了矛盾的结论;二来其对管理层股权激励的研究阶段也各不相同,而管理层股权激励的不同发展阶段的激励效果必然存在差异;三来学者们的研究基本上都是以管理层持股作为管理层股权激励的替代,以此确定了本书基于2005年相关法律、法规实施后的管理层股权激励研究独特的意义。同时,目前管理层股权激励对股东利益的研究基本上是独立进行的,而实际上董事会的结构、股权结构以及控股股权性质等也会对股权激励效果产生影响,因此,将管理层股权激励与公司的其他治理特征融合起来研究对股东利益的影响也将是本书的特色所在。

第三部分,理论基础。本书主要以委托代理理论、产权(企业控制权)理论和权变激励理论为研究的基础。委托代理理论是股权激励产生的根本原因,但也提出了可能存在管理层寻租的问题。基于此,本书进一步分析了公司控制权,尤其是公司实际控制权的归属,将可能影响到高管股权激励的科

学性和公平性。最后，本书进一步分析了权变激励理论，即研究公司高管股权激励必须着眼于系统，高管股权激励系统的设计必须充分考虑与企业其他相关系统的协调一致，包括公司治理、公司财务业绩、公司经营特征等权变因素。

第四部分，中国上市公司管理层股权激励的选择性偏好研究。主要研究内容包括管理层股权激励的现状、股权激励方案的特征以及股权激励的选择性偏好。通过对激励方案具体特征的统计和分析，发现存在等待期（锁定期）过短、主要采用会计指标作为行权（解锁）条件、实际行权条件满足率高等问题。通过股权激励的选择性偏好研究，发现选择进行管理层股权激励的上市公司具有行业内经营较为保守、盈利能力较好、筹资活动相对保守导致股东收益能力相对较低、目前股价也相对较低等偏好，同时结合实施公司实际行权条件满足率的结果，可以得出方案设计阶段整体上有利于管理层，而不利于股东权利保护的结论。

第五部分，中国上市公司管理层股权激励的市场反应研究。本部分分别以独立公告股权激励预案的全部公司、国有控股公司和其他公司、不同年份公告的公司为样本进行事件研究，通过市场投资者的反应从侧面体现投资者对未来收益的预期。研究发现：上市公司在公告管理层股权激励后，得到了积极的市场反应，但国有企业在 $[0, 30]$ 的累积超常收益为负，证明投资者对国有企业实施管理层股权激励持怀疑态度。考察不同年份股权激励公告的市场反应显示，尽管少数公司发生了由于股权激励对股东不利的情况，但并没有影响投资者的热情，某种程度上可以认为投资者并没有因此认识到股权激励本身可能存在的风险。同时，本部分还对企业预案公告前1天和前30天是否存在打压股价的行为进行了分析，结果显示，公告的全部上市公司均不存在打压股价的行为，只是比较起其他企业，国有企业在该期间的CAR更低一些。另外，从管理层股权激励公告前后短期的CAR可以看出存在一定的信息泄露问题，我国的资本市场还有待进一步完善。

第六部分，管理层股权激励对公司行为影响的实证研究。本部分通过对管理层股权激励实施后，对公司业绩影响最大、且具有可观测性的投资行为、融资行为和收益分配行为的变化及其驱动因素的研究，尝试发现其中的规律，从而预期股东长期利益的实现。通过对实施股权激励前后公司行为变化的显

著性检验发现,对管理层进行股权激励之后,公司的股利支付率显著下降,投资规模较为显著扩大,进一步分析其驱动因素,发现执行董事比例与投资规模变化之间呈负相关关系,即随着执行董事在董事会中所占席位的增加,将使企业减少过度投资行为,某种程度上可以降低代理成本。

第七部分,管理层股权激励对实施当期股东收益影响的实证检验。本部分的研究内容包括股东收益指标设计、剔除行业影响的管理层股权激励效果检验、剔除盈余管理影响的管理层股权激励效果检验和股权激励实施后控股股东对中小股东利益侵害程度变化检验。本书首先从不同角度较为科学地选取了三个指标替代股东收益:资产报酬率、每股收益和市净率;其次,比较样本公司管理层股权激励前后经当年行业均值调整后的股东收益(即股东相对收益),发现相对每股收益和相对市净率发生了非常显著的提升,相对资产报酬率也较为显著地提高;再次,由于会计指标容易受到盈余管理的影响,本书进一步对剔除盈余管理的股东收益指标变化进行检验,发现股权激励的激励效果并不明显,进一步对激励效果差异进行驱动因素检验,发现公司执行董事比例对其具有较为显著的正向作用,说明被授予股权激励后,执行董事发挥了较为显著的正向作用,代理成本较低,高管的努力程度增加;最后,本书针对管理层股权激励之后,控股股东对中小股东利益侵害的情况及其驱动因素进行了初步探讨,发现从整体上看,进行管理层股权激励之后,控股股东对中小股东的利益侵害减轻了,而通过驱动因素的分析,发现侵害减轻也是执行董事驱动下的结果。

第八部分,结论和建议。根据本书的研究结果,主要提出进一步对上市公司的管理层股权激励进行引导,进一步加强信息披露和管理层股权激励的监督和管理,以及进一步加强公司治理机制的研究和建设等政策建议。本书的研究局限性主要体现在由于时间短、样本少,影响了对长期激励效果和驱动因素的检验,并且可能影响研究结果的准确性,这也是后面的任务和方向。

综上,本书主要在以下方面具有一定的创新性。

第一,本书在研究管理层股权激励对我国股东利益的影响时,同时研究了股东的权利和股东的收益,采取了从股权激励的不同阶段来界定的全过程研究方法:在股权激励方案的设计阶段重点关注股东权利的保障;而在方案实施的过程中则转为关注股东收益的实现,其中,包括预案公告时 CAR 代表

的股东短期收益的实现、实施后中期收益的实现,以及通过实施后公司行为的研究预期股东长期收益的实现等。

第二,前人对股东收益的衡量采取的指标各不相同,本书立足于我国新兴资本市场的特点,提出综合采用市场指标和会计指标进行股东收益衡量的思路,并从股东收益实现的不同角度选取了资产报酬率、每股收益和市净率三个指标。

第三,本书通过对我国目前已经公告过进行管理层股权激励的上市公司的特征分析和比较,研究我国上市公司管理层股权激励的选择性偏好。经研究得出,目前进行管理层股权激励的属于行业内经营较为保守、盈利能力较好,但筹资活动相对保守,导致股东收益能力相对较低,而且目前股价相对较低,从而整体上较有利于管理者的结论。

第四,目前研究管理层股权激励对公司行为影响的较少,并且基本上仅研究某一个方面,本书提出公司行为是决定股东长期利益实现的根本,并据此选取公司投资行为、筹资行为、收益分配行为作为研究对象,通过研究管理层股权激励前后公司行为的变化预期长期激励效果。

第五,本书在对管理层股权激励前后公司行为和股东收益指标变化的研究过程中,进一步尝试着研究了驱动其变化的公司层面因素,并发现,执行董事比例与投资规模变化、控股股东侵害中小股东的程度变化呈负相关关系。

当然,作为一个持续研究专题的阶段成果,本书在研究方法以及指标选取等方面的科学性还有待进一步完善,在此,仅希望能起到抛砖引玉的效果,也真诚地欢迎阅读此书的同行将意见和建议反馈到我的电子邮箱 snzhou@bjtu.edu.cn。

目 录

前 言	1
1 绪论	
1.1 问题的提出	1
1.2 研究的意义	3
1.3 相关概念的界定	4
1.3.1 管理层股权激励的界定	4
1.3.2 股东利益的界定	12
1.4 研究内容与框架	15
1.4.1 研究内容	15
1.4.2 研究思路与框架	16
1.5 研究方法	17
1.6 本书主要创新点和学术贡献	18
2 相关文献综述	
2.1 管理层股权激励对企业绩效或企业价值的影响	23
2.1.1 国外文献综述	23
2.1.2 国内文献综述	28
2.2 管理层股权激励的影响因素研究	37
2.2.1 国外文献综述	37
2.2.2 国内文献综述	42
2.3 文献述评	45
3 理论基础	
3.1 委托代理理论	47

3.2	公司控制权理论	51
3.3	权变激励理论	55
3.4	基于上述理论的分析	57
4	中国上市公司管理层股权激励的选择性偏好	
4.1	管理层股权激励的现状	61
4.2	股权激励方案特征分析	63
4.3	我国管理层股权激励的选择性偏好	70
4.3.1	行业的选择性偏好	70
4.3.2	控股股权性质偏好	72
4.3.3	股权激励公司的其他选择性偏好	73
4.4	本章小结	77
5	中国上市公司管理层股权激励的市场反应研究	
5.1	研究方法	80
5.2	不同性质企业股权激励公告市场反应	83
5.2.1	公告前后的市场反应检验分析	83
5.2.2	股权激励前管理层是否打压股价检验	87
5.3	不同年份公告股权激励市场反应	88
5.3.1	公告前后的市场反应检验分析	88
5.3.2	股权激励前管理层是否打压股价检验	90
5.4	本章小结	90
6	管理层股权激励对公司行为影响的实证研究	
6.1	相关文献综述	93
6.1.1	股权激励对投资行为影响研究综述	93
6.1.2	股权激励对融资行为影响研究综述	97
6.1.3	股权激励对收益分配行为影响研究综述	98
6.1.4	小结	99

6.2 管理层股权激励对公司行为影响的检验	100
6.2.1 研究假设的提出	100
6.2.2 样本选择	101
6.2.3 指标设计	102
6.2.4 研究结果	102
6.3 股权激励前后行为变化的驱动因素检验	103
6.4 本章小结	106
7 管理层股权激励对股东中期收益影响的实证检验	
7.1 剔除行业影响的激励效果检验	110
7.1.1 研究假设的提出	110
7.1.2 样本选择和数据来源	110
7.1.3 研究方法	110
7.1.4 股东收益指标设计	111
7.1.5 股权激励实施前后股东相对收益对比检验	116
7.2 剔除盈余管理影响的激励效果检验	117
7.2.1 股权激励对盈余管理影响综述	117
7.2.2 盈余管理程度的衡量	120
7.2.3 激励效果指标选取	124
7.2.4 剔除盈余管理影响的激励效果检验结果	124
7.2.5 股权激励前后股东收益变化的驱动因素检验	125
7.3 股权激励后控股股东对中小股东利益侵害影响分析	126
7.3.1 研究假设的提出	126
7.3.2 指标选取	127
7.3.3 统计结果及分析	128
7.4 本章小结	130
8 结论及建议	
8.1 本书的研究结论	133

8.2 研究建议 136

8.3 研究局限和未来研究方向 138

参考文献 141

致 谢 155

1 绪论

● 1.1 问题的提出

随着中国上市公司股权分置改革的顺利进行,《公司法》《证券法》等相关法律法规的修订及证券市场环境的逐步成熟,上市公司针对管理层的股权激励真正开始并得到迅速的发展。自2005年中国证监会发布《上市公司股权激励管理办法(试行)》和2006年9月30日国资委和财政部联合发布并实施《国有控股上市公司(境内)实施股权激励试行办法》以来,截至2011年6月底,中国沪、深两市已有263家上市公司公告过管理层股权激励预案,其中有很多已经正式实施,也有一些停止实施,也不乏再次实施的(来自于WIND数据库,并剔除重复数据和B股),其中由于资本市场的低迷为管理层股权激励提供了有利的条件,2010年下半年和2011年上半年发布管理层股权激励预案的上市公司急剧上升,更有大量公司在积极做相关的准备工作。目前已经公告过预案的上市公司占中国上市公司总数(截至2011年6月底,中国境内上市公司数共有2229家)的11.8%。

众所周知,对企业管理层进行以股权为基础的激励源于现代企业制度的建立。由于现代企业制度使得经营权与所有权分离,一方面由于分工的存在使得企业的规模与效率得到进一步提升,另一方面也正由于两权分离而产生了委托代理问题,在一定程度上阻碍了企业的发展,针对此,学者开始关注管理层股权激励制度的研究。对管理层进行股权激励的初衷是通过这样一种长期激励机制来协调不拥有股权的经营者对股东利益的背离,通过设计良好的股权激励机制实现经营者与股东之间的利益捆绑,充分调动企业高管努力工作的积极性,并督促他们减

少有损于股东长期利益的短期行为，从而真正实现股东财富和公司价值的最大化，弱化由于信息的不对称所带来的代理问题，同时降低股东的监督成本。

实务中，19 世纪英国率先开始实行以会计盈余为基础的管理奖励报酬，之后整个欧洲、美国、日本也相继采用这种办法。而真正的管理层股权激励则始于 20 世纪 70 年代末的美国，并在 80、90 年代得到了迅速发展。根据美国证券交易委员会（SEC）的抽样调查发现，平均而言，1985 年美国上市公司高管长期激励报酬（长期激励以股权为主）仅占总报酬计划的 8%；到 1991 年，高管人员的长期激励报酬占总报酬计划的比例达到了 36%；2000 年，公司经营层（CEO 等 5 人）长期激励占全部薪酬的比重在年收入 100 亿美元以上的公司中上升到了 65%。除英美之外，法国 1970 年《商事公司法》中就规定了股票期权的实施办法。日本在 20 世纪七八十年代的长期激励主要采用 ESOP（Employee Stock Ownership Plans，又称公司职工持股计划），90 年代初通过修改相关法律，使股票期权制度逐步完善。德国属于股权激励制度起步较晚的国家，也于 20 世纪 90 年代末通过修改《股份公司法》允许实施股票期权制度。相比于国外发达国家，中国由于环境因素的制约，管理层股权激励起步较晚，而且前期发展极为缓慢，缺乏相应的经验。

回顾国内外的相关研究，目前关于管理层股权激励研究最多的就是其对公司业绩（价值）或股东收益的影响，但其结论各不相同。国外部分研究结果表明管理层股权激励对公司价值没有影响或没有显著影响（Demsetz 和 Lehn，1985；Jensen 和 Murphy，1990），有更多的研究则发现存在影响。但即使是研究结果为存在影响的文献中，影响曲线和方向还有很大差异。如有的研究结果认为二者是正向相关关系（Kaplan，1989；Yermack，1995；Giorgio 和 Arman，2008 等），有的研究结果发现二者是非线性相关的（Morck，Shleifer 和 Vishny，1988；McConnell 和 Servaes，1990；Coles，2004；Davis，Hillier 和 McColgan，2004），甚至有一部分文献发现二者具有负相关关系（McConaughy，Daniel，Mishra 和 Chandra，1996 等）。国内学者针对中国上市公司管理层股权激励的效果研究起步较晚，研究结论同样存在很大的差异：部分学者认为经营者持股与企业价值无关或不显著相关（如魏刚，2000；李增泉，2000；陈勇、廖冠民和王霆，2005；白重恩等，2005；顾斌和周立烨，2007）；部分学者发现经营者持股与企业绩效正相关（如周建波和孙菊生，2003；王克敏和陈井勇，2004；李维安和张国萍，2005 等）；也有部分文献实证发现经营者股权激励与企业价值（绩效）之间存在曲线关系

(如张宗益和宋增基, 2002; 王华和黄之骏, 2006; 李新春等, 2008) 等。

以上相互矛盾的文献(第二部分具体综述)尚无法为我国进行管理层股权激励的上市公司提供证据和指导。在英国上议院提出的一份文件中, ACCA(特许公认会计师公会)公布了有关公司治理的十项基本原则, 其中也特别强调了“管理层薪酬应有助于提高公司经营业绩”, 提出“薪酬设计不当, 将不能激励管理层, 从而使管理层不能维护股东及其他利益相关者的权益”的提法。

而在过去几年中国上市公司真正开始进行管理层股权激励的实践中, 对中国上市公司管理层股权激励的计划和实施情况也是褒贬并存, 也的确发生了如公司高管辞职套现、股权激励导致公司巨亏等一些问题。在2008年11月召开的“新形势下的公司治理实践、创新与发展”研讨会上, 证监会上市公司监管部副处长高莉也提出要积极稳妥推动上市公司建立和完善股权激励约束机制, 完善《上市公司股权激励管理办法》, 尽快推出股权激励配套实施细则, 对激励对象、行权条件、行权期限、违规失信行为的惩处和责任追究体制等进行补充和完善。

在朱国泓(2003)针对沪市上市公司高管层股权激励的调查中, 上市公司管理层认为推行管理层持股非常必要和必要的样本共417家, 占总有效样本的85.98%, 认为管理层持股必要性一般或两可的, 不足13%。如果将两可情形也予以争取的话, 差不多99%的上市公司管理层都认为上市公司推行管理层持股有其必要性。由此可见, 上市公司高管对股权激励的积极性非常高, 同时也可以预见, 中国上市公司管理层股权激励必将很快大规模的铺展开来。

在中国上市公司大规模股权激励之前, 有必要充分、深入研究现在的中国上市公司如何设计管理层股权激励的方案才能更好地保护股东利益, 市场上的投资者如何看待管理层股权激励问题, 以及什么类型的公司适合采用股权激励的模式等等。

本书将立足于公司股东利益的视角, 在对我国上市公司经营权与控制权分析的基础上, 以已经开始进行股权激励的上市公司为研究样本, 通过对其全方位、全过程的研究, 发现在不同环节可能存在的问题以及对股东利益的影响, 从而在大规模股权激励展开时发挥作用、规避风险。

● 1.2 研究的意义

(1) 理论价值表现在对管理层股权激励从股东利益的角度进行分析和补充。

①股东利益既包括与投资相对应的收益权，同时还包括为保障收益权所享有的权利。以往的研究中总是将二者隔离开来研究。本书对企业的股东利益进行研究时，同时包括权利和收益，只是从股权激励的不同阶段来界定。方案设计阶段重点关注股东权利的保障；方案实施阶段则转为关注股东收益的实现。这样，既丰富了研究内容，同时也与进行管理层股权激励的宗旨联系在一起，与公司财务管理的目标统一起来。

②新兴市场中科学的股东收益衡量指标体系的构建。考虑到在新兴市场中股票的市场价格不能完美地反映价值，而会计上的账面价值除了具有历史性的缺陷外，在管理层股权激励中更会由于管理层的盈余管理而失去实际意义，因而提出综合采用市场指标和会计指标进行股东收益的衡量。

(2) 实践意义表现在对中国上市公司管理层股权激励的决策支持。

①宏观上，通过中外股权激励方案的比较，分析我国公司股权激励方案的合理性及其存在的问题，也将为我国政府机构提供决策依据，即如何规范和引导上市公司的管理层股权激励。

②微观上，通过对我国上市公司股权激励方案设计中的问题、方案公告时的市场效应以及对公司行为和股东收益实际影响的分析，有助于企业根据自己公司的实际情况设计恰当的激励方案。

1.3 相关概念的界定

1.3.1 管理层股权激励的界定

管理层股权激励很少作为一个严格的概念加以界定，所以实务中甚至学术界对其理解也各不相同。本书不准备对其进行严格定义，而只是通过对管理层股权激励的发展历程来界定本书中所研究的管理层股权激励的范围。

表 1-1

欧美各国股权激励的发展历程

时间	美国	英国	德国
1950 ~ 1960	股票期权激励计划开始实施	股票期权计划出现	
1961 ~ 1970	高科技公司开始实施广泛的股权激励计划	由于税法改变, 出现了企业让管理层以低价获取股票以避免高额所得税的激励方式	
1971 ~ 1980		政府引入“批准的股权激励计划”的概念, 并对符合标准的股权激励计划给予了税收优惠	
1981 ~ 2000	前期股市平稳, 期权激励逐渐失势; 后期由于股市的发展, 基于股权的激励得到空前的发展	政府引入“公司股票期权计划”、“储蓄期权计划”等各种享受税收优惠的股权激励计划, 股权激励得到了迅速的发展	由于法规限制, 只在少数大型公司中实施少量的股权激励
2001 年至今	经过安然事件股市持续下跌, 股票期权激励出现了一定的萎缩, 其他股权激励方式得到了更多的发展, 股权激励受到了一定的质疑, 但是依然得到发展		1998 年德国股份法实施后, 放松了有关的限制, 股权激励得到迅速的发展

资料来源: 根据《我国国有企业管理层股权激励研究》(严俊涛, 2005) 整理而得

(1) 股权激励在美国的发展

股权激励起源于美国, 根据美国证券交易委员会 (SEC) 的抽样调查发现, 平均而言, 1985 年美国上市公司高管基本工资占总报酬计划的 52%, 长期激励报酬仅占 8%; 到 1991 年, 高管人员的基本工资占总报酬计划的 33%, 长期激励报酬占到了 36%, 到 2000 年, 高管的薪酬中 60% 是股权。也就是说, 在 20 世纪 80 年代以来, 美国上市公司高管的长期激励报酬, 主要是股权激励得到了长足发展。^①

而在众多股权激励工具中, 股票期权计划是最为重要的组成部分。根据 Hall 及 Liebman (1998) 的统计数据, 在 20 世纪 90 年代美国企业经理人员的薪酬总额中, 来自以股票期权计划为主的长期激励收益在其总收入中的比例一直稳定在 20%~30%, 在 1989 年到 1997 年的 8 年时间里, 美国最大的 200 家上市公司授予的股票期权数量占公司股票数量的比例由 6.9% 上升到 13.2%。从 1980 年到

^① 资料来源: 新浪财经《域外瞭望: 美国公司股权激励的发展》, 2005 年 9 月 14 日, 中国证券报。