

胡俞越 主编

经理层革命

——股票期权制度与
经理层融资收购

79.21

122

134



中国财政经济出版社

jingliceng geming

经理层革命

——股票期权制度与经理层融资收购

胡俞越 主编

中国财政经济出版社

图书在版编目 (CIP) 数据

经理层革命：股票期权制度与经理层融资收购/胡俞越主编. —北京：中国财政经济出版社，2000.12

ISBN 7-5005-4870-2

I. 经… II. 胡… III. 企业-股份制-经济体制改革-研究-中国 IV. F279.21

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2000) 第 55267 号

中国财政经济出版社出版

URL: <http://www.cfeph.com>

E-mail: cfeph@tdrc.gov.cn

社址：北京东城大佛寺东街 8 号

社址：北京东城大佛寺东街 8 号 邮政编码：100010

发行处电话：64033095 财经书店电话：64033436

财经图书发行中心电话：88119132 88111130 (传真)

北京财经印刷厂印刷 各地新华书店经销

850×1168 毫米 32 开 9.625 印张 226 000 字

2000 年 11 月第 1 版 2000 年 11 月北京第 1 次印刷

定价：18.00 元

ISBN 7-5005-4870-2/F·4371

(图书出现印装问题，本社负责调换)

序 言

——关于股票期权制度的几点思考

中国经济体制改革研究会理事长 高尚全

党的十五届四中全会《关于国有企业改革和发展若干重大问题的决定》指出：“实行经营管理者收入与企业的经营业绩挂钩。少数企业实行经理（厂长）年薪制、持有股权等分配方式，可以继续探索，及时总结经验，但不要刮风。”这一规定为股票期权制度在我国的实施提供了操作空间，是收入分配制度改革的一次突破，将会进一步推动国有企业的改革和发展。

在西方发达市场经济国家，股票期权已成为对大型上市公司的高层经理进行激励的一种非常普遍的方式。在美国最大的公司中，总裁收入的50%以上、其他高层经理人员收入的30%以上来自于期权。期权和股票赠与在董事的报酬中也占到了近50%。目前，美国前200

名上市公司的外部流通股中有 13% 是用于对经理进行期权激励的。IBM 公司处于困境时，接任总裁的郭士纳由于在 1993 年到 1996 年间成就斐然，从股票期权中获得的报酬为 8000 万美元。英国的国内收入署在 1985 年 3 月至 1988 年 3 月间就批准了 2700 多个股票期权方案。以 1996 年奔驰公司监事会决定给予总经理股票期权为标志，德国一些大公司也已经逐步采用了对高层经理的这一激励方式。在我国，上海仪电控股（集团）公司于 1997 年率先实行了股票期权制，上海、北京、深圳和武汉等地也先后出台了相应的政策。以下主要就我国实行股票期权制度的意义、理论依据和实施中应具体注意的有关问题进行分析和探讨。

一、股票期权的理论基础：代理成本论与人力资本产权论

股票期权从本质上讲是一种对管理层的激励机制，这一激励机制之所以必要，则源于现代大企业中物质资本的提供者（资本家）与人力资本——即经营管理和创新能力的提供者（企业家）职能的分离以及由此导致的委托——代理问题。这一现象也就是通常所说的“所有权与控制权”的分离。美国经济学家伯利和米恩斯曾最早对此进行了系统的研究，在他们 1932 年出版的《现代公司与私有财产》一书中发现，在所调查的 200 家非金融公司中，占公司数量 44%、占公司资产 58% 的公司是由并未持有公司股权的经理人员控制的。此后，大型公司的所有权与控制权分离问题引起了广泛的关注。对于国有企业而言，由于所有者是全体人民，而控制权则掌握在政府或他们委派的厂长（经理）手里，因此也存在同样的问题，而且两者的分离应更为彻底。

在所有权与控制权分离的情况下，作为委托人的所有者（股东）和作为代理人的经理的利益是不一致的，亚当·斯密最早认识到了这一问题的存在。在《国富论》中，他对支薪经理能否以

股东利益为决策出发点深表怀疑。一般来说,所有者希望的是他们投入的资本实现尽可能大的增值和股票价格的最大化。而经理则可能通过更多的在职消费、降低努力水平、进行超过最优规模的投资以提高其支配能力甚至侵吞股东财产来最大化地增强自身的效用。这种利益的不一致,导致代理成本的产生,它由三部分组成:(1)委托人因代理人代行决策而产生的价值损失,它等于代理人完全以委托人效用最大化为目标进行决策时企业的产出和企业事实上的产出之间的差额。它实际上是一种机会成本,并且是导致代理成本的根源。(2)委托人的监督成本,即委托人对代理人进行激励和监控,以使后者为前者利益而尽力所付出的成本。(3)代理人的担保成本,即代理人用以保证不损害委托人利益的成本和如果采取了这种行为将给予赔偿的成本。

激励机制的作用就在于控制代理风险,降低代理成本。一种最优的激励机制应该能够使代理成本最小化。企业家人力资本的专有性决定了他们至少部分上掌握了企业的剩余控制权,而股票期权制度通过让经理人员也成为未来的股东,赋予其剩余索取权,一定程度上解决了剩余控制权和剩余索取权相分离产生的矛盾,使经理的目标函数与股东的目标函数尽可能地达到内在的一致,减轻了经理的机会主义行为和所有者对其进行监督的负担。

此外,通过股票期权使经理获得企业的一部分股权,也是对他们的人力资本(企业家才能)的作用的承认和肯定。企业家的经营管理和创新能力同物质资本、劳动力和技术一样,是非常重要的生产要素,并且是最具有能动性的一种要素,人力资本与所有者不可分离的特征也决定了对它要进行充分地激励,而不应抑制和虐待。80年代兴起的新经济增长理论的研究表明,离开了人力资本的积累,我们就无法解释经济的长期增长和各国经济绩效的巨大差异。中央计划经济下的公有制企业是建立在不承认

企业家人力资本产权的基础上的，即使在改革开放 20 年后的今天，我们仍然没有解决好这一问题，以于志安事件、褚时健事件为代表的“59 岁现象”，固然涉及到个人道德和企业监督机制方面的问题，但缺乏对企业家的贡献进行有效评价的机制也是一个重要原因。我们国家要建立社会主义市场经济，企业家可以说是最稀缺的资源，因此，通过股票期权制度，确认他们对企业价值创造方面的贡献，将有助于企业家和职业经理阶层的成长。

二、股票期权可以更好地实现激励相容

如何对企业的高层管理者进行有效的激励和监督，既是现代企业理论研究的重点，也是中国经济改革所要着力解决的一个关键问题。对中央计划经济而言，激励机制的缺失是导致其效率低下的体制根源。20 年来，我们为此曾采取了一系列措施，如扩大企业自主权、承包制、租赁经营等，但是，这些改革措施存在的一个重大缺陷就是无法消除短期激励和长期激励之间的冲突，将二者有效地统一起来。比如在承包制下，经营者为了在承包期内与所有者分享更多的剩余，往往会采取不提、少提或挪用折旧，对固定资产进行掠夺式经营及减少必要的长期性投资等方式来扩大虚假利润，增加自己的收入。这是因为承包制这种制度安排从长期来看不具有激励相容性，经理人员为增加企业长远利益所付出的努力无法得到有效的补偿。

近年来实行的年薪制也存在着类似的缺陷。年薪制将经营者收入分为基本工资 + 风险工资 + 奖励，从而实现了企业经理的业绩与收入的挂钩，这比以前国有企业经理收入固定的分配制度有了明显进步。但是，年薪制所关注的仍然是当期激励，而且它的当期激励的有效性也存在很大问题，例如，根据对 1998 年我国上市公司总经理年薪的统计，发现他们年收入的高低与企业的经

营状况并无关联，年薪前三名的企业——福耀玻璃、海欣股份、赛格三星中，有两家是亏损企业，福耀玻璃总经理年薪 206 万，企业却亏损 1790 万；按地区分析，老总平均年薪 11 万的深圳公司，企业平均净利润 2981 万元，而平均年薪 3 万多元的四川，企业平均净利润却高达 9429 万元，可见年薪制也无法对经理产生有效的激励。

而在股票期权制度下，经理的收入则取决于期权到期日公司股票的市场价格和期权协议的执行价格之间的差价，由于股票价格是公司未来收益流的贴现，反映了企业的长期发展前景，因此，如果经理只是关注企业的短期利润，而不是通过增加研究与开发投资、对职工进行在职培训或开拓市场来增强企业的发展后劲，他就不能提高自己的收入。所以，股票期权制度能够较好地解决所有者利益和经理利益之间的冲突，对经理提供长期的动态的激励。

而且，给予经理人员股票期权也比让经理直接持股有更大的优越性，这是因为经理直接持股会遇到以下几方面的问题：（1）财富约束。经理可能缺乏足够的财富来购买企业的一定数量——比如，1% 或 50 万股的股票，而购买的股票数量如果过少，又无法对经理产生足够的激励，经理显然不会仅仅由于他持有的几百股股票而为提高企业股票市值努力工作，因为他如此行事的外部性成本太大，收益根本不足以弥补其付出的成本。股票期权则仅要求经理在开始时支付一笔期权费，其数额仅相当于购买同样数量的股票所需支付的十几分之一甚至更少，当企业股价上升时，他仍然能够得到与直接持股相同的收益。也就是说，股票期权可以突破经理的财富约束，提供更大的激励效应。（2）风险成本。经理直接持股不仅面临财富约束，而且要承担较大的风险成本。在持有股票期权时，他的损失至多只是预先缴纳的期权费，

即股票市值的很小一部分，而直接持股则要面对大得多的损失，理论上讲可能是股票的全部价值。由于经理一般是风险厌恶型的，过高的风险会使他在经营决策时变得过于保守，不利于企业的开拓进取，而股票期权则较好地解决了“激励和保险”之间的内在矛盾。值得注意的是，我国有些企业在实行股票期权试点时给予经理的实际上是一种强制性购买权，也称期股，即到期时不论价格高低经理必须购买企业一定数量的股票，这实际上也是变相的直接持股，同样存在上面指出的两个问题。因此，应尽量创造条件对其加以规范。

三、具体设计股票期权应注意的几方面问题

股票期权制度尽管具有以上优点，但是，我们必须对这一制度的一些具体方面进行通盘考虑、精心设计，才能使它对我国企业家阶层的成长和公司治理结构的完善发挥应有的作用。比如说，股票期权的有关价格条款就是直接影响其激励效果的一个关键性问题。

关于期权的执行价格应如何确定。一种比较常见的做法是以期权协议签订时本公司股票的市场价格作为期权的执行价格，如果在几年后到期时公司股价上涨，则经理行使其期权并获益，即他因为自己的经营业绩而受到了奖励，如果公司股价下跌，则经理不会行使其期权，损失了期权费，因而受到惩罚。这种方式最为简单，但也存在问题，就是它不能排除与经理经营能力和努力水平无关的系统性因素对公司业绩和股价的影响。比如，即使经理努力水平和经营能力未变，公司股价也可能受利率、汇率或重大政治事件的影响而发生明显变化。在大牛市时期，即使表现逊于同行的经理也会因公司股价上涨而受到奖励。据统计，从1987年到1997年间，美国最大的100家上市公司的股价变动与红利

之和全部为正。因此，这一方式的股票期权有可能造成激励机制的偏差和扭曲。

为了解决这一问题，我们可以把期权的执行价格指数化，使其根据某个基准指标的变化进行调整。比如，可以把同行业其他公司的股票价格的加权平均值甚至是同行业中表现最好的公司的股票价格作为基准指标，根据该指标的变化对执行价格进行调整，这样，只有在经理使本公司股票价格相对于其他公司股价而言上升时，他才能够从股票期权中获得收益。当然，对于有些实行多元化经营的公司，基准公司的确定可能会遇到困难，但关键的一点是，在设计针对经理的激励机制时，要尽量过滤掉不相干因素的影响。

再比如，股票期权的激励对象，或者说，激励的范围，应如何确定。从理论上讲，股票期权针对的应该是那些对整个企业的经营业绩负全面责任的人，即董事长、总裁、总经理等，因为只有他们的行为才和公司的股票价值有着直接的、密切的联系。当然，有些企业为了增强对经理的吸引力，招聘到优秀管理人才，也会向中层经理提供股票期权。在美国，对企业中层管理人员授予股票期权已成为比较普遍的现象，少数企业甚至对所有员工实施期权激励。1997年，美国企业中营业额在10亿美元以下的部门的主管，其年收入中有27%来源于持有的期权。这一情况有其特殊的背景，如1952年第一个推出面向所有雇员的股票期权计划的辉瑞公司，其目的乃是避税，此后较长一段时间，美国公司实行期权激励很大程度是受到资本利得税与收入所得税的差异的推动。

在我国推行股票期权的实践过程中，可能出现的一种情况就是企业各个层次的管理人员都被授予股票期权进行激励，但实际上，公司的股票价值并非衡量部门经理的工作业绩的恰当指标，

因为某部门的经理可能因其他部门经理的行为对公司股票的影响而受益或受损，而这并不是他所能够控制的。在这种情况下，股票期权并不能使部门经理的经营业绩和努力水平与他所得到的报酬之间形成直接的联系。因此，不应把它作为对企业内部中层管理人员和技术骨干进行激励的主要手段，可以根据他们完成任务的情况予以提升或发放奖金来提高其工作的积极性。对企业经理层进行大规模的期权激励很有可能使其沦为一种福利，反而起不到应有的激励作用。

股票期权制度在我国尚处于试点阶段，可以继续探索，但不要刮风。要根据不同地区、不同行业、不同情况，选择有条件的企业进行试行。例如在垄断企业就不适宜实行股票期权制度。

此外，像授予经理的股票期权的数量、期权费、行使期权的有效期限、在进行财务分析时如何计算股票期权使公司负担的成本、对已经在任一段时间的经理进行期权激励时如何考虑过去所做的贡献；股票的来源是股票回购、库存股还是增发新股；若进行回购，则按照公司法规定应予以注销，如何解决这一矛盾；若采用库存股，我国尚无有关规定；若增发新股，如何考虑它导致的股权稀释对现有股东的影响，这些问题都需要进一步的理论分析并在实践中总结经验。

四、股票期权有效发挥作用的体制前提

任何一项政策措施要想达到理想的效果都需要一定的制度环境为前提。在公司治理结构不健全、存在内部人控制的情况下实施股票期权，经理人员会通过抬高盈利甚至操纵股市等手段，损害公司长期利益来增加自己的收入，因此股票期权制度激励作用的充分发挥离不开一个有效率的股票市场，离不开明晰的产权和规范的公司治理结构。

股票市场的一项重要职能就是通过准确的定价机制来对企业家的经营管理才能和业绩进行评估。如果股票价格不能反映企业的未来盈利水平,那么,企业家就不会因为其努力工作而获益,也不会因玩忽职守而受到惩罚。对于股票市场的效率,人们是有不同看法的。耶鲁大学的罗伯特·谢勒在分析了美国1871—1971年股票价格同红利水平之间的关系后发现,股票价格的急剧波动并不能单纯由红利水平(企业盈利水平)所决定,这说明股市存在非理性。

中国股票市场由于处于发展的初期存在着更大的非理性因素,股价在很大程度上脱离了公司的实际业绩,市场交易中的信息不对称及违规行为是非常普遍的。一些投机者或本公司高层经理可能会相互勾结,通过隐瞒真实信息,制造、散布虚假信息,进行内幕交易来操作股票价格。而且,占大约2/3比例的国有股和国有法人股不能流通,也使得股票市场无法形成真正的均衡价格。为了改进股票市场的效率,应加强监管,强化信息披露,杜绝各种违法交易行为,使股票价格尽可能准确地反映企业的盈利能力和经理的经营管理水平。另外,考虑到中国股票市场的效率不可能在短期内有根本性改进,我们目前在实施股票期权时,可以施加除行权价格以外的其他一些约束条件,如净资产增长率、利润率、市场占有率等,把这些指标结合起来,对经营者进行考察和激励。

同时,要进一步规范公司治理结构,使所有者利益能得到有效保护。一方面,应确保股票期权的具体条款符合股东利益,不会使表现不佳的经理也受到奖励,为此,应设立一个比较独立的、不受经理人员控制的薪酬委员会来负责实施股票期权激励制度。另一方面,除了激励经理的正向治理机制外,还要完善对经理进行监督的反向治理机制,消除经理通过损害公司和股东利益

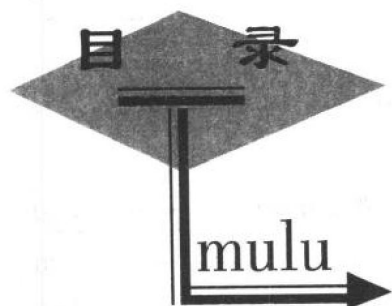
来提高自己的效用的可能性。

鉴于我国长期实行计划经济体制，可以说平均主义、“大锅饭”思想根深蒂固，这一问题在国有企业尤为严重。可以预料，实行股票期权必然会大幅度拉大高层经理人员和一般职工之间的收入差距，应该说考虑到企业家的人力资本在企业中的重要性和他所承担的较大风险以及企业家资源的稀缺性，这一差距有利于我国企业家队伍的成长。不过，从我国具体国情出发，可以采取税收手段对此加以适度调节，以避免激化社会矛盾，影响社会稳定。

股票期权在我国作为一种新兴的分配方式和激励手段，在其发展初期难免会遇到这样那样的问题，需要继续从各方面为它的顺利实施创造条件。而且，我们也应该认识到，股票期权和其他激励方式不是相互排斥的，而是相辅相成的，只要我们坚持理论联系实际，注意及时总结经验教训并认真借鉴国外的有关经验，我们就一定能够走出一条具有中国特色的企业激励和企业家成长之路。

北京工商大学胡俞越教授主编的《经理层革命》一书，对股票期权制度和经理层融资收购（MBO）问题作了全面系统的理论分析，并评介了国内外一些企业在实施股票期权制度和经理层融资收购过程中的典型案例，深入浅出，通俗易懂，理论性、实用性和操作性较强。此书的出版将有助于我国的企业和企业家对股票期权制度进行深入地探索和实践。

2000年7月于北京



第一章 股票期权——职业经理的金锁链	
.....	(1)
第一节 薪酬体系与股票期权概述	
.....	(2)
第二节 股票期权的发展历史	 (14)
第二章 股票期权的类型	 (24)
第一节 激励性股票期权	 (24)
第二节 非法定股票期权	 (30)
第三节 其他类型的股票期权	 (40)
第三章 股票期权案例及激励效果分析	
.....	(48)
第一节 国外成功案例介绍	 (49)
第二节 股票期权激励效果的实证	
分析	 (59)
第四章 国外股票期权运作实务	 (66)

第一节	股票期权的赠与	(66)
第二节	股票期权的执行	(71)
第三节	股票期权的管理	(78)

第五章	期股实施中的价值评估和业绩评价	(89)
第一节	谁参与期股划分	(90)
第二节	价值评估	(96)
第三节	业绩评价	(108)

第六章	我国实施股票期权的探索	(122)
第一节	国有企业中的股票期权	(123)
第二节	我国业已实施的股票期权方案的典型案例	(133)
第三节	对我国目前业已实施的股票期权的整体评价	(138)

第七章	构筑中国特色的股票期权	(143)
第一节	我国企业实施股票期权的内部基础条件	(144)
第二节	实施股票期权的外部条件	(149)
第三节	中国特色股票期权的设计	(153)

第八章	股票期权的负面作用	(165)
第一节	实施股票期权的负面作用	(166)
第二节	股票期权负面作用的防范	(175)

第九章 杠杆收购	(183)
第一节 杠杆收购的一般认识	(184)
第二节 杠杆收购与“垃圾债券”	(187)
第三节 两种理论的冲突——财富创造或财富分配	(189)
第四节 杠杆收购的特点	(196)
第五节 杠杆收购的运作程序	(201)
第六节 我国应用杠杆收购的若干问题探讨	(204)
第十章 管理层收购	(210)
第一节 管理层收购(MBO)的理论基础	(210)
第二节 管理层收购的参与者	(213)
第三节 管理层收购的操作	(219)
第四节 国外管理层收购、杠杆收购案例	(239)
第十一章 四通公司经理层融资收购案例评析	(258)
第一节 改制背景	(259)
第二节 四通公司改制评析	(273)
后 记	(287)

第一章

股票期权——职业经理的金锁链

随着我国经济体制改革的深入发展，企业体制改革日益成为改革的核心所在。国有企业作为我国国民经济的最重要的微观基础，其总体状况的不佳势必影响我国经济的持续高速发展，进而引发一系列的社会问题。如何使国企摆脱困境在改革的进程中，各方人士对于问题的关键基本达成一致，那就是：要使国企脱困，首先需要建立起有效的国企雇员，尤其是高级管理人员的激励约束机制。

围绕这一认识，我们在改革中实验了许多新的方法，其中以仿效西方发达国家股票期权制度设计推行的武汉、上海的期股革命方式最为引人注目。在西方发达国家，特别是在美国，股票期权制度早已是一种非常成熟的企业雇员长期激励机制。早在 70 年代，为解决高级经理人员激励问题，美国企业就开始了股票期权制度建设的探索。如今，在全美所有上市