

本书力主对现代企业的长期激励制度——股票期权进行重新审视

张红凤 孔宪香 / 著

STOCK OPTION SYSTEM

股票期权制度

——理论·实践·反思

Theory · Practice · Rethinking



经济科学出版社

股票期权制度

——理论·实践·反思

张红凤 孔宪香 著

经济科学出版社

责任编辑：吕 萍 于海汛

责任校对：徐领弟 杨 海

版式设计：代小卫

技术编辑：李长建

股票期权制度

——理论·实践·反思

张红凤 孔宪香 著

经济科学出版社出版、发行 新华书店经销

社址：北京海淀区阜成路甲 28 号 邮编：100036

总编室电话：88191217 发行部电话：88191540

网址：www. esp. com. cn

电子邮件：esp@ esp. com. cn

北京耀华有限公司印刷

永明装订厂装订

880 × 1230 32 开 10.5 印张 280000 字

2003 年 12 月第一版 2003 年 12 月第一次印刷

印数：0001—4000 册

ISBN 7 - 5058 - 3939 - X / F · 3242 定价：19.80 元

(图书出现印装问题，本社负责调换)

(版权所有 翻印必究)

图书在版编目 (CIP) 数据

股票期权制度：理论、实践、反思 / 张红凤，孔宪香
著. —北京：经济科学出版社，2003. 12
ISBN 7 - 5058 - 3939 - X

I. 股... II. ①张... ②孔... III. 持股公司 - 企业
管理 - 激励 - 研究 IV. F276.6

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2003) 第 115721 号

序

世界上存在两种市场经济：资本主义市场经济和社会主义市场经济。同样，世界上存在两种现代企业制度：资本主义现代企业制度和社会主义现代企业制度。两种市场经济有某些共同特点，但是，二者存在着本质区别。同样，两种现代企业制度存有某些共同特点，但是二者也存在本质区别。我国国有企业和集体企业是社会主义企业。作为现代企业，社会主义企业和资本主义企业的经营方式和管理方式存在某些相同或相似之处。但是，作为社会主义企业，我国国有企业和集体企业有自己的一系列本质特征。例如，生产资料公有制，按劳分配，生产经营活动受社会主义基本经济规律支配，企业领导人和职工之间的关系是平等和合作的关系，企业实行民主管理，等等。这一切，都是社会主义企业区别于资本主义企业的所在。也正是这一切，体现了社会主义基本制度的要求。然而，我国原有的社会主义企业缺乏有效的激励和监督机制。如何建立并逐步改进和完善激励和监督机制，是国有企业和集体企业当前普遍面临的一个重大问题。在探索社会主义公有制企业的激励和监督机制的过程中，可以而且也有必要借鉴资本主义企业的有关机制。

股票期权制度在西方国家被认为是可以解决现代企业中委托—代理问题的有效的激励制度，近些年来曾得到较快的发展。但是，实践证明，它是一把双刃剑。一方面，由于代理人的所得与代理人的努力程度和实际业绩的相关度较高，它可能成为对作为所有者代

理人的经营者或管理者努力管好企业的激励机制；另一方面，由于存在严重的内在缺陷，它在一定条件下可能异化成为作为所有者代理人的经营者或管理者损害所有者利益的“激励机制”。

对于股票期权制度这把双刃剑，我国有的学者缺乏全面的认识，只看到有激励作用的一面，只看到一些成功的案例，便将其神化，把它看做是一副有效的锁住经营者或管理者的“金手铐”。似乎只要实行了股票期权，股份公司就没有搞不好的。一时间，股票期权万能论便在国内广泛流行起来。在这种理论的误导下，股票期权制度在一些地区和部门便一哄而上。

当美国公司财务丑闻敲响了股票期权制度的警钟时，当曾经因实施股票期权制度而走向成功的微软公司和花旗集团先后宣布废弃股票期权制度时，人们开始对股票期权制度进行质疑。应该说这种质疑是积极的、有意义的，有了质疑，才有更深刻的思考，才会有全面的认识，而不是盲从和照抄照搬。

对股票期权制度，就像对西方经济理论和政策一样，应当采取辩证的观点，进行全面的分析，力戒片面性，不要采取“不是肯定，就是否定”的简单做法。

在美国公司财务丑闻曝光以及微软公司和花旗集团先后宣布废弃股票期权制度以来，我国国内还没有一本专著对股票期权制度进行客观、全面、系统的研究，而《股票期权制度——理论·实践·反思》一书的出版，填补了这一空白。本书对股票期权制度的研究是较为全面的，既考察了它的积极作用，又考察了它的消极作用；既对这一制度进行批判和分析，又对这一机制进行了借鉴和吸收。因此，这部著作不仅有相当的学术价值，而且有重要的现实意义。

该书在以下几个方面颇有特色：

第一，理论体系完整。该书的框架结构由理论篇、实践篇和反思篇三部分组成。这些内容既有相对独立性，又相互联系，融为一体，从而形成了比较完整的理论体系。

第二，态度比较客观。该书分析股票期权制度在技术层面上的有用性，在特定条件下的实用性；结合国外的实践，特别是结合美国公司财务丑闻来分析股票期权制度的内在缺陷，提出了改进思路；认识到公司治理结构、外部监管体系、会计制度等方面存在的问题使股票期权制度的内在缺陷更加突出或使其失效；认为这一制度的内在缺陷的克服有赖于建立合理的公司治理结构、完善的外部监管体系、严密的会计制度，该书在这三个方面进行了前瞻性的研究。

第三，重视理论的应用。该书注重对现实问题的考察，对我国股票期权实施情况进行了大量的调查研究。在此基础上，对我国股票期权的实践问题作了较为系统的阐述，并提出政策建议。

第四，有一定的创新性。如在提出股票期权制度改进思路时，作者吸收国外前沿的有关研究成果，在消化吸收的基础上给出自己的观点。本书还创造性地提出了股票期权制度对企业而言不仅仅是一项激励制度，而且还是一种有效的融资方式。

总之，由青年学者张红凤和孔宪香主笔的《股票期权制度——理论·实践·反思》一书，是在美国财务丑闻曝光以及微软公司和花旗集团宣布放弃股票期权制度之后系统地重新审视股票期权制度的一部力作。该书的出版将会对股票期权制度在我国的研究与应用，特别是对国有企业的激励约束制度的构建产生积极的作用。



2003年10月2日于人大静园



一、本书研究的意义

一个国家和地区要想取得健康、快速、持续的经济的发展，一般需要依托、培养成功的企业。而企业要想走向成功，必须设计一套可以保证企业资源（最终可以归结为人力资源和物质资源，或人力资本和物质资本）充分利用的制度。但随着古典企业制度向现代企业制度的演进，随着企业中所有权与经营权的分离，委托—代理问题日益严峻，与此相关联的后果是经营者的道德风险和企业资源的大量浪费。因此，如何设计一项制度来解决因委托—代理问题所带来的后果就成为经济学家和实践家们关注的焦点问题。在理论研究和实践检验当中，激励性股票期权制度曾经被认为是解决该问题的一副“良药”，并因此在近一二十年中获得迅猛发展，在西方国家的企业中日益受到了推崇，《商业周刊》甚至认为美国 20 世纪 90 年代的经济繁荣在一定程度上是由于股票期权（ESO）魔法般的刺激。

但正所谓“成也萧何，败也萧何”，正当人们为股票期权制度高唱赞歌之时，股票期权却遭遇到了空前的质疑，其诱因就是震惊世界的美国财务丑闻。就在美国还没有完全清除 2002 年度财务丑闻的恶劣影响时，2003 年财务丑闻又有向全球蔓延之势。当时光进入 2003 年的下半年，对股票期权制度质疑的阴影并未得到消除，

反而因原先曾使用股票期权而走向成功的微软公司和花旗集团先后宣称将废弃股票期权制，这股对股票期权制度能否继续成为企业的有效长期激励制度的质疑之风愈演愈烈，甚至有人将其视为一块“鸡肋”，大有将其“全盘否定”之势。在这样的背景下，应该如何看待股票期权、我们的科研人员有没有必要继续研究、我国的企业有没有必要继续引进这项制度等等的一系列问题摆在了我们面前。

本书认为对于一项制度的否定正如对一项制度的肯定一样，不能轻易地主观地做出，而应由实践去决定。毋庸置疑，财务丑闻的爆发，股票期权制度是原因之一，而这又源于它是一把双刃剑，其激励的背面是严重的内在缺陷。但财务丑闻爆发的诱因有很多方面，不能把它完全归咎于股票期权。而且，微软、花旗的放弃，也不表明该制度不再符合现代企业的激励要求，而是启示我们要正确认识和对待股票期权。所以本书提出要客观地重新审视股票期权制度，第一，在理论上要充分认识它有着其他激励制度所没有的内在的激励逻辑；第二，在实践中，要看到这项产生并成长于西方国家的股票期权制度在引入我国时，因为许多的假设前提改变了，所以制度本身及其作用也发生了变形；第三，要站在反思的角度，看到该项制度本身有内在缺陷，而这些缺陷在一定程度上成为诱发财务丑闻的原因，因此要使股票期权成为有效的激励制度要对其制度本身不断地加以改进。同时要看到财务丑闻的爆发和股票期权制度的失败也是因为公司治理机构不完善、外部监管不力、不合理的会计制度造成的，所以股票期权的制度构建也要依赖于这三个方面的逐渐完善。同时股票期权制度对于企业来说，也不仅仅是激励制度，而且还是一种融资方式，这也是它值得进一步发展的理由。而且对于我国而言，随着现代公司制度的建立和资本市场的迅速发展，委托—代理问题将日益突兀，而在解决这个问题上，股票期权制度有着其他激励制度和约束机制无法比拟的优点，所以股票期权制度可能会在一定程度上成为我国企业的有效解决委托代理问题的方案，

因此有学者指出股票期权问题也将是我国证券市场管理当局不久就会遇到的问题。因此我们认为进一步研究和重新审视股票期权制度是有着非常重要的意义,从微观层面上事关企业的兴衰,从宏观层面上事关整体国民经济的增长与发展。

二、基本框架和主要内容

鉴于上述原因本书共分三篇:理论篇、实践篇、反思篇。

上篇:理论篇。在这一部分,我们首先对股票期权进行有关的知识性介绍,包括股票期权的概念界定,股票期权制度的激励与运行机理,股票期权的种类及繁衍形式,国外股票期权的历史沿革和变迁过程。然后从经济学分析的角度来探讨股票期权制度的理论基础。一般认为委托—代理理论就是股票期权制度的理论基础。本书支持这一观点,但同时本书认为这只是理论基础的极小部分。我们的观点是:1. 现代企业理论为股票期权制度的实行提供了深厚的理论基础。本书把委托代理理论、信息经济学和产权理论三种理论与企业交叉的部分作为现代企业理论的构成部分,然后共同作为企业股票期权制度的理论基础;2. 人力资本理论乃至 20 世纪 80 年代兴起的新经济增长理论(即人力资本增长理论)对企业股票期权制度提供了充分的理论依据。而人力资本本身所具有的特别属性(专有性、内在的可控性和外在的难监测性、人力资本的协作性等)决定了劳务契约的不完备性,而股票期权制度则是根据人力资本的特殊属性和企业制度演进的要求所设计的一个有效的制度,以确保人力资本充分发挥作用,并最终填补劳务契约的“漏洞”;3. 制度理论也为企业股票期权制度提供了理论基础。从制度变迁的内因和外因角度来讲,股票期权就是关于激励性薪酬分配制度的创新,其内因在于企业内部的原有的分配制度、激励制度不适应企业蓬勃发展的需要;外因在于所有者、经营者的追求自身利益最大化的动机。从制度安排与经济绩效角度来讲,无论是新制度经济学

关于制度安排与经济绩效的论述，还是马克思主义经济学关于产权制度的论述，都可得出结论：要明确界定人力资本的产权。而股票期权制度正是对人力资本产权的一种确认。

中篇：实践篇。股票期权在国外已实行了几十年，虽然近期的财务丑闻充分暴露了其缺陷，但几十年的实践表明，其实施效果相对其他激励方式还是比较突出的。因此，股票期权的国际经验对我国企业激励制度的构建仍然有重要的借鉴意义。作为一种能够整合所有者与经营者利益的薪酬性激励制度，在我国既有其实施的必要性，也有可行性。它可以克服“内部人控制”失控问题；可以克服因收入分配制度滞后而带来的企业经营者的行为异化；能够留住和吸引人才；有利于国有资本结构的调整，等等。而我国目前正在进行的国有企业分配制度改革和国有资产管理体制改革，则为我国实施股票期权提供了有利条件。但也应看到，我国在实行股票期权的外部条件上如法律法规、股票市场、经理人市场、思想观念等方面还存在一定的障碍，我们针对以上问题，提出相应的解决办法。

股票期权被引入我国企业是在 20 世纪的 90 年代，目前仍然处于试点期。为了符合我国的相关法律规定，我国的股票期权计划都因时因地设计，因此与国外的股票期权计划有许多差异。我国试点中的股票期权计划大致有海外上市公司实行的标准的股票期权计划、员工股票期权计划、武汉式期权、虚拟股票期权、股票增值权、股票期权 + 期股模式和股权奖励 + 期股 + 股票期权等几种模式。当然，我国实行的股票期权与国外相比，有很大的不同，我国的股票期权激励更多采用的是期股，是一种股票化了的奖金，与严格意义上的股票期权计划还有差距。结合我国股票期权制度的实践，我们将中外股票期权制度做了一个比较分析，并指出我国试点当中存在的一些问题，如在激励对象、资金来源、行权价格、绩效考核、授予数量、税收政策、会计处理、国有资产正在流失或有流失的潜在可能性等方面存在一定问题。为此我们提出了解决方案。总之，通过总结国内外的实践经验，我们指出，在目前条件下，我

国推广股票期权制度，还需要进一步采取规范试点、逐步推广的办法，不能跟风。要区分不同类型的行业、企业，选择性地推广股票期权制度；对于一个企业而言，选择激励制度要适时而动，顺势而为。

下篇：反思篇。股票期权作为一种薪酬性激励制度，在2002年美国爆发公司系列财务丑闻后，不断受到质疑。而2003年由美国向欧洲、韩国等国家蔓延的公司丑闻和近期的微软公司、花旗集团宣布放弃股票期权制将这股质疑风推向高潮。而我们认为要客观认识股票期权制度。第一，我们论述了股票期权制度的内在缺陷。股票期权制度是一把“双刃剑”，其激励的背面是内在缺陷，这些内在缺陷表现在：它并不能避免新的道德风险的产生；它的制度设计忽视了人的风险特征；它的会计处理规定不当；该制度的核心假设——股票价格能真实反映公司业绩——不符合经济现实；可能引发公平与效率问题；激励作用的发挥有赖于企业的发展阶段以及当时股市环境的好坏；等等。有些缺陷在一定条件下可能会异化成经营者损害所有者利益的“激励机制”，从而成为财务丑闻的诱因。但上述缺陷可以通过制度的重新设计和同其他激励手段的相互配合而在一定程度上得到克服，从而使之重新成为一项有效的激励制度。但这还需要一定的条件，那就是在企业制度层面上要改进公司治理结构，加强内部监管；同时要加强外部监管和会计制度的改进，这样的结果不仅使之成为一种有效的激励制度，而且还会使它成为一种有效的自律制度。进而，我们扩展了思维，认为对企业而言，股票期权制度不仅仅是一种激励制度，而且还是一种融资方式。所以接下来我们沿着既定的逻辑考察股票期权与公司治理结构、股票期权与外部监管、股票期权与会计制度、股票期权与融资。在具体的制度改进上，我们吸收了国际上关于股票期权业绩衡量和行权价格确定方面最前沿的研究成果，如罗伯特·S·卡普兰和戴维·P·诺顿创立的绩效测评体系——综合平衡计分卡（Balance Scorecard）与霍尔和墨菲将经理人的风险规避度引入行

权价格确定模型中的最优行权价 (Optimal Exercise Prices) 等。而且还大胆地提出了另一条完全彻底改变股票期权的关键性设计, 不再将业绩衡量、期权价值的测定与市场股价的涨跌挂钩, 从而切断经理人通过有利的地位或占优的信息来操纵股价或转移风险的渠道的思路。第二, 在股票期权与公司治理结构这一章, 我们着重分析了财务丑闻暴露出来的公司治理的漏洞, 如过于狭隘的股东至上主义理念; 独立董事不独立; 滥用权益类激励计划易形成对虚假信息的激励; 高度集中于董事会和个人的决策权, 缺乏有效的监督约束等等, 然后在此基础上提出建立股票期权正常运作的有效公司治理的对策, 并分析了健全和完善我国公司治理结构的启示。第三, 分析了外部监管对股票期权制度有效发挥作用的意义。外部监管主要涉及证券市场参与者的监督、来自财经媒体的监督、来自主管部门的行政监管和来自法院的司法监管等。在这诸多方面我们提出了有意义的见解。第四, 我们在系统阐述西方国家关于股票期权的会计准则和关于股票期权的会计确认、计量与披露问题的基础上, 找出股票期权制度设计中的会计制度的漏洞, 并结合我国的实践提出了我国股票期权相关会计制度的建议。第五, 我们从企业理财的角度重新审视股票期权制度。即从人力资本和物质资本的二重资本结构出发, 从定性和定量两方面, 阐述股票期权制度不仅可以独立地或同其他融资手段结合起来以更低的资本成本为企业筹集有形的货币资本, 而且还可以为企业筹集无形的人力资本, 增加企业的总价值。因此它是企业的一种有效的融资方式。

我们最终的结论是: 在制度设计改进的基础上, 在内部公司治理结构完善和外部监管有力以及会计处理稳健的条件下, 这项制度仍是一项有效的激励制度; 在此条件下, 它还可能是一种自律制度和融资方式。这是股票期权制度值得进一步发展和在我国推进的理由。

三、基本假设和研究方法

(一) 本书遵循的基本假设

传统主流经济学建立在完全信息、完全理性和零交易费用假设之上,在这种假设下出现的是新古典的最大化均衡。但越来越多的经济学家,特别是近年来逐渐活跃的新制度经济学家,逐渐认识到这些假设严重地脱离现实,不能准确反映人们的行为,从而建立在该假设基础上的结论与现实相比更是大相径庭,于是就出现了对传统主流经济学的基本假设的修正。我们吸收经济学领域内的这一最新发展成果。本书采取以下假设:

一是假设经济主体是“有限理性”(Bounded rationality)。“有限理性”的概念最初来自于哈伯特·西蒙(Harbert Simon)。西蒙“从人的意识、决策环境与人的能力、决策目标等方面否定了‘完全理性’假设,论证了‘有限理性论’”。^①该思想逐渐被一些经济学流派所接受。在这里我们也接受这个基本假定。

二是假设信息不完全(Imperfect information)。现实生活中市场主体不可能占有完全的市场信息,而其中参与经济活动的各方所掌握的信息不一致的情况(这种情况被称为信息不对称)尤为突出,即一般会存在着信息优势方和信息劣势方,如企业所有者为信息的劣势方,企业的经营者和员工为信息的优势方。

三是假设现实世界是一个交易成本(Transaction cost)为正的的世界。这种思想首先由科斯在1937年提出。由于信息不完全、交易成本为正,也由于人的意识和能力是有限的,再加上不确定性,经济当事人难以搜集全部的信息去解决市场的最优问题,从而新古典经济学的最大化均衡无法实现。当人们追求不到最优的效

^① 黄少安:《产权经济学导论》,山东人民出版社1995年版,第50页。

果，就只能转而求其次而追求次优的效果，力图以较小的经济代价去追逐和获得自身较大的经济利益，即他们的经济行为受谋求自身利益较大化或成本较小化的目标支配。当然，从主观上讲，这些经济当事人仍然想以最小的代价获得最大的利益，所以本书中有时涉及经济当事人的行为没有严格按照次优的原则，仍是沿用了最优原则。

正是这三个假设决定了我们要考察的经济系统中充满了不确定性，经济当事人必须设计思想和行为规则以作为决策的基础。

（二）本书主要采用的研究方法

首先，采用实证分析（Positive analysis）和规范分析（Normative analysis）相结合的方法。例如，在对股票期权制度的国外经验和我国目前试点情况进行分析时采用了实证分析方法，回答了股票期权制度“是什么”的问题（特别值得强调的是，我们采取了实证分析方法对我国股票期权的试点情况进行了实地考察和书面调查）。但对我国现行股票期权存在的问题及对策和对股票期权的内在缺陷进行分析时，则采用了规范分析方法，对企业股票期权实施的经济后果进行了“好”与“不好”的判断，回答了股票期权“应该是什么”的问题，并提出解决方案。

其次，综合运用静态分析（Static analysis）、比较静态分析（Comparative static analysis）和动态分析（Dynamic analysis）方法。例如，我们指出，在企业授予受益人股票期权时，企业一般事先制定一定的授予标准即规定的计算公式，然后根据受益人的岗位或业绩情况，按既定的公式计算出应该授予的数量，这就采用了静态分析方法；而不同的受益人由于其岗位或业绩不同，授予的股票期权数量也就不同，比较不同受益人（也可以是不同企业之间）获得股票期权数量大小时，就使用了比较静态分析。而在描述股票期权的激励运行机理时，把时间因子引入模型中，建立了一个动态的衡量受益人的收益大小的模型。

此外，还采用制度分析法、案例分析法、比较分析法以及理论与实际相结合分析法。例如在分析激励性股票期权制度是如何产生时，就将制度因素引进我们的分析框架；在具体分析国内外股票期权的实施情况时，我们运用了案例分析方法；为了设计出更符合我国实际的激励制度，我们对国内外股票期权制度的实施采取横向比较方法；坚持理论为实践服务的原则，特别在考察我国股票期权制度的实施情况和问题的时候更做到了这一点。



作者简介

张红凤，中国人民大学经济学博士研究生、中共山东省委党校青年教师，主要从事西方经济学和外国经济思想史的研究与教学工作。近年在《光明日报》、《经济学动态》、《经济理论与经济管理》、《经济学家》等报纸、学术期刊发表论文20余篇，参与并主持国家级、省部级研究课题多项。曾荣获山东省党校系统优秀科研成果一等奖、山东省委党校优秀科研成果一等奖等多项奖。