

Optimization Research on Executive Equity-based  
Incentive Contract for Listed Companies in China  
After Equity Division Reform

# 股权分置改革后上市公司经理 股权激励合约的优化研究

杨慧辉 著

本书由上海对外贸易学院2010年度优秀学术著作出版资助

本书为上海市教委2010年度创新科研项目“后股权分置时代上市公司经理股权激励合约优化”（项目编号：10YS166）的研究成果

# 股权分置改革后上市公司经理 股权激励合约的优化研究

杨慧辉 著

## 图书在版编目(CIP)数据

股权分置改革后上市公司经理股权激励合约的优化研究/杨慧辉著.  
—上海:上海财经大学出版社,2011.5  
ISBN 978-7-5642-0960-5/F·0960

I. ①股… II. ①杨… III. ①上市公司-股份制-研究-中国  
IV. ①279.246

中国版本图书馆 CIP 数据核字(2011)第 007869 号

☐ 责任编辑 张 健  
☐ 封面设计 张克瑶

GUOQUAN FENZHI GAIGEHOU SHANGSHI GONGSI JINGLI GUOQUAN JILI HEYUE DE YOUHUA YANJIU  
股权分置改革后上市公司经理股权激励合约的优化研究  
杨慧辉 著

---

上海财经大学出版社出版发行  
(上海市武东路 321 号乙 邮编 200434)

网 址: <http://www.sufep.com>

电子邮箱: [webmaster@sufep.com](mailto:webmaster@sufep.com)

全国新华书店经销

上海叶大印务发展有限公司印刷装订

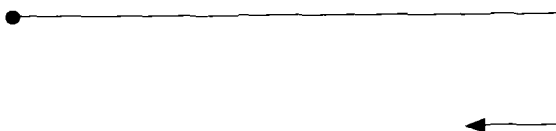
2011 年 5 月第 1 版 2011 年 5 月第 1 次印刷

---

787mm×1092mm 1/16 14.5 印张(插页:1) 251 千字

定价:29.00 元

# 前 言



经理人股权激励是让经理人持有股票或股票期权,将经理人的个人利益与企业利益联系在一起,这一机制有利于降低代理成本和提升企业长期价值,实现剩余索取权和控制权的对应。2005年新公司法和证券法出台后,我国证券交易委员会2006年出台了《上市公司回购社会公众股份管理办法(试行)》和《上市公司股权激励管理办法(试行)》;财政部、国资委2006年9月联合发布了《国有控股上市公司(境内)实施股权激励试行办法》,允许完成股权分置改革的上市公司可依照上述法律规范实施股权激励。那么,股权分置改革后股权激励是否具有激励效应?是否会引发经理人自利机会主义行为?如何借鉴西方经理人股权激励的研究成果,结合我国特有的公司治理结构和证券市场的实际,对我国上市公司的经理股权激励合约进行优化,以达到完善我国上市公司治理结构的目的,这是股权分置改革后经理股权激励在理论上亟待解决的问题,也正是本书研究的意义与目标。

本书在通过实证分析找寻股权分置改革后经理人股权激励存在的问题后,以委托—代理模型为主要工具进行数学建模的定量分析,通过数学推导对股权激励合约中股权激励方式、授予(行权)价格、激励数量以及有效期限四个关键要素进行优化。首先,确定股权激励模型存在最优解,以保证股权激励可以实现其激励作用。其次,分析限制性股票和股票期权两种股权激励方式对不同风险偏好程度(与股东具有相同风险偏好和比股东厌恶风险)的经理人的激励效果。再次,从股权激励对经理人的价值和股东的成本两方面分析最优股权激励合约中激励

数量、授予(行权)价格以及有效期限三个关键要素的确定方法。最后,将债权人的代理成本考虑到最优股权激励模型中,以降低企业总的代理成本,而不是传统的降低股东和经理人之间代理成本而目标构建模型,通过债权人、股东和经理人博弈分析,确定新的股权激励最优合约的特征。

本书的主要分析和结论如下:

1. 对我国企业股权激励的发展历程进行回顾和总结。通过回顾,旨在明确股权分置改革前的股权激励由于股权激励的股票来源受到法律制约、持有股权的不可流通性以及公司治理结构的不完善,与股权分置改革后的股权激励具有本质的不同。

2. 股权分置改革后股权激励正负效应的实证研究。正效应是指股权激励对公司业绩的促进,负效应是指股权激励引发经理人的自利机会主义行为。利用2006~2007年底披露股权激励计划的上市公司为样本的实证分析得出四点结论。第一,股权激励授予后公司的业绩在控制其他业绩影响因素后比股权激励授予前公司的业绩具有统计意义上的显著性提高,这表明股权分置改革后我国上市公司股权激励在统计学意义上具有正效应。第二,股权激励授予后的检验分析表明目前限制性股票激励方式的激励效果大于股票期权激励方式。第三,经理人操纵股权激励计划披露时间和压低计划披露前股价的机会主义行为确实存在。第四,以国有控股上市公司代表的薪酬与考核委员会独立性较高的分组研究验证了薪酬与考核委员会独立性越高,经理人进行压低股权激励授予(行权)价格的幅度越小,这表明薪酬与考核委员会的独立性在抑制股权激励的负效应方面具有举足轻重的作用。

3. 股权激励合约要素的优化研究。以委托—代理模型为主要工具进行数学建模的定量分析后发现一些与现有研究结论不同的新结论。第一,就股权激励方式而言,当经理人比股东厌恶风险时,采用股票期权激励方式比采用无偿赠与经理人限制性股票的激励方式的激励作用强。但当经理人与股东有着相同的风险偏好甚至比股东更偏好风险时,若限制性股票合约中股票的购买价格与股票期权合约中期权的行权价格相等时,在无风险利率、股票波动率等外在因素达到一定条件时,限制性股票合约的激励效果大于股票期权合约的激励作用;若限制性股票是无偿赠与经理人时,在无风险利率、股票波动率等外在因素达到一定条件,限制性股票合约的激励作用小于股票期权合约的激励作用。第二,就授予(行权)价格而言,若采用限制性股票激励,无论经理人的风险偏好如何,授予价格应越高越好。若采用股票期权激励,在限

定其他因素的前提下,股权激励对股东的成本为行权价格的递减函数;而股票期权对经理人的价值与行权价格的函数,随股票波动率的不断增大,从先增后减函数逐渐改变为行权价格的先减后增函数(对与股东具有相同风险偏好的经理人)或递增函数(对比股东厌恶风险的经理人)。这就需要按照股权激励对经理人的价值扣减对股东的成本后余额最大的原则确定最优的股票期权行权价格。第三,对于限制性股票激励,无论经理人的风险偏好如何,锁定期限越短越好。而对于股票期权激励,若经理人与股东具有相同风险偏好,当股票波动率较小时,股票期权激励对经理人的价值扣减对股东的成本后余额随着行权期限的增加呈先增后减的形态,因此,最优的行权期限应为该曲线的最高点对应的期限;但当股票波动率较大时,股票期权激励对经理人的价值扣减对股东的成本后余额随着行权期限的增加呈递减减的形态,行权期限应越短越好。若经理人比股东厌恶风险,股票期权激励对经理人的价值扣减对股东的成本后余额随着行权期限的增加呈先增后减的形态,因此,最优的行权期限应为该曲线的最高点对应的期限。第四,不管是限制性股票激励还是股票期权激励,也不论经理人是与股东具有相同的风险偏好程度还是比股东厌恶风险,授予数量都为股东主观选择的结果。第五,债权人降低代理成本的努力会对经理人的报酬水平和结构产生重要的影响;通过三时两期模型分析发现,当经理人为风险厌恶型时,增加股权激励的数量并不能激励经理人追求风险,降低股权激励的数量,反而会激励经理人追求风险。

4. 股权激励数量(即水平)影响因素的实证分析。这是为了明确激励数量这一模型中分析认为可以由股东主观选择的股权激励合约要素应该如何确定。实证分析结果发现,第一,公司微观因素对股权激励水平的解释力度不强,表明我国上市公司股权激励可能主要受到宏观因素影响;更有可能是我国上市公司股权激励水平的确定不合理。第二,机构投资者、公司债权人对公司股权激励水平的影响微乎其微,这表明上市公司治理结构仍然存在一定的问题。第三,我国上市公司股权激励水平与独立董事的比例呈显著负相关。这表明我国独立董事在降低经理人信息优势地位,监督经理人方面发挥了一定的作用。

基于本书以上的研究结论,提出如下政策建议:

首先,需要完善股权激励涉及的业绩指标。应从公司价值入手,分析财务与非财务指标、会计业绩指标与市场业绩指标,设计一套上市公司股权激励中的业绩指标体系;并且妥善处理在修改和完善股权激励管理办法过程中出现的上市公司因宣布原股权激励方案暂停或撤销导

致的股价大跌,影响股票市场价格机制等问题。

其次,提高资本市场的有效性,使股票价格能够正确反映股票本身的价值,并且通过健全股权激励信息披露制度和建立严格的监管和执法体系,加大对信息披露中违规行为的惩处力度;降低经理人为了达成股权激励的相关业绩条件对财务报告进行舞弊的可能性。

再次,进一步完善公司治理结构。规范公司董事会建设,加强董事特别是独立董事的作用;进一步提高薪酬与考核委员会的独立性;落实监事会对股权激励的监督;建立健全债权人、机构投资者对公司的约束机制。

本书的创新点主要体现在以下几个方面:

1. 本书通过委托—代理模型从定量的角度对股权激励合约进行了优化,明确了股权激励合约中激励方式、激励数量、授予(行权)价格以及期限四个关键要素的最优取值。本书在委托—代理模型的基础上,以  $\max(\text{股权激励的激励效应} - \text{股权激励的成本效应})$  为原则确定股权激励合约要素的最优取值。其中,股权激励的激励效应包括股权激励对努力增进激励(提高产出均值)和追求风险激励(提高产出方差)两方面;股权激励的成本效应为经理股权薪酬成本与企业价值的比例。

2. 本书扩充委托—代理模型的目标函数,并通过股东、债权人以及经理人三者的博弈分析确定最优股权激励合约。传统的委托—代理模型旨在降低股东和经理人之间的代理成本;但现代企业的代理成本除了由于经营权和所有权分离以及信息不对称所引起的股东和经理人之间的代理成本之外,还有债权人与企业的代理成本。经理人股权激励在减少了股东和经理人利益冲突,趋同了两者利益的同时,债权人会要求较高的风险补偿(风险溢价),这将导致负债代理成本上升。这说明经理人的激励结构实际上是由股东和债权人降低各自面临的代理成本的努力所共同决定着。因此,将债权人引入委托—代理模型的目标函数,通过股东、债权人以及经理人三者的博弈分析确定最优股权激励合约,才是比较完整的。

3. 本书对委托—代理模型中经理人比股东厌恶风险的假设进行了修订,分别按照经理人与股东具有相同的风险偏好程度以及比股东厌恶风险两方面来进行股权激励的合约安排。在我国,由于经理人市场的不健全,市场对经理人的约束不强,加上国有企业的经理人一般通过行政任命,多出现“穷庙富方丈”以及“59岁现象”的情况,这表明我国经理人并不像理论上认为的经理人由于其人力资本的专属投资导致其比股东厌恶风险,相反是缺乏约束机制的“人有多大胆,地有多大产”

的偏好风险。因此,有必要区分与股东具有相同风险偏好以及比股东厌恶风险的经理人来进行股权激励的合约安排。

4. 本书打破了西方将限制性股票作为行权价格为零的股票期权的研究惯例,区分限制性股票无偿授予经理人和以一定价格售与经理人两种情况进行分析。按照限制性股票的概念,其可以无偿赠与经理人,也可以一定折扣价格售与经理人;我国目前实施限制性股票激励的上市公司也是两种情况均有。因此,有必要区分限制性股票无偿授予经理人和以一定价格售与经理人两种情况进行分析。

作者

2011年3月

# 目 录

|                               |    |
|-------------------------------|----|
| 前言.....                       | 1  |
| 1 绪论 .....                    | 1  |
| 1.1 问题的提出和选题的意义 .....         | 1  |
| 1.2 股权激励的主要理论基础 .....         | 4  |
| 1.3 股权激励的研究回顾 .....           | 9  |
| 1.4 研究内容和创新.....              | 17 |
| 1.5 股权激励合约内容.....             | 22 |
| 2 我国股权激励的发展历程和现状.....         | 28 |
| 2.1 我国企业股权激励的发展历程.....        | 28 |
| 2.2 股权分置改革后我国上市公司股权激励的现状..... | 36 |
| 2.3 本章小结.....                 | 41 |
| 3 股权分置改革后股权激励的激励效应研究          |    |
| ——来自沪深股市的经验证据 .....           | 44 |
| 3.1 经理股权激励的激励机理.....          | 44 |
| 3.2 经理人股权激励的依据与目标——经营业绩.....  | 49 |
| 3.3 经理股权激励与公司业绩的实证分析.....     | 53 |
| 3.4 本章小结.....                 | 68 |

目  
录

|                                  |            |
|----------------------------------|------------|
| <b>4 股权分置改革后股权激励下经理人机会主义行为研究</b> |            |
| ——来自沪深股市的经验证据 .....              | 70         |
| 4.1 如何最大化股权激励薪酬 .....            | 71         |
| 4.2 薪酬委员会的独立性 .....              | 73         |
| 4.3 股权激励下经理人机会主义行为的理论分析 .....    | 78         |
| 4.4 股权激励与经理人机会主义行为的实证分析 .....    | 85         |
| 4.5 本章小结 .....                   | 101        |
| <b>5 股权激励的最优合约研究 .....</b>       | <b>103</b> |
| 5.1 最优股权激励合约的存在 .....            | 103        |
| 5.2 限制性股票激励的最优合约 .....           | 108        |
| 5.3 股票期权激励的最优合约 .....            | 117        |
| 5.4 股权激励方式与激励效应 .....            | 124        |
| 5.5 最优股权激励合约下的合约要素分析 .....       | 130        |
| 5.6 资本结构对最优股权激励合约的影响 .....       | 143        |
| 5.7 本章小结 .....                   | 153        |
| <b>6 股权激励水平影响因素研究 .....</b>      | <b>156</b> |
| 6.1 股权激励水平影响因素的理论分析 .....        | 156        |
| 6.2 股权激励水平影响因素的实证分析 .....        | 165        |
| 6.3 本章小结 .....                   | 175        |
| <b>7 股权激励合约优化的政策建议 .....</b>     | <b>177</b> |
| 7.1 进一步完善与股权激励相关的政策和法律规范 .....   | 177        |
| 7.2 加强资本市场基础制度建设 .....           | 180        |
| 7.3 经理人市场建设 .....                | 182        |
| 7.4 完善公司内部治理结构,提高薪酬委员会的独立性 ..... | 183        |
| <b>结论与展望 .....</b>               | <b>186</b> |
| 研究结论 .....                       | 186        |
| 研究局限与未来研究方向 .....                | 190        |
| <b>附录 .....</b>                  | <b>192</b> |
| 附录 1 股权分置捆绑股权激励的上市公司明细 .....     | 192        |

|      |                                       |     |
|------|---------------------------------------|-----|
| 附录 2 | 2006. 1. 1~2008. 12. 31 披露股权激励的上市公司一览 | 197 |
| 附录 3 | 样本公司时间窗口内的日超额收益的描述性统计                 | 203 |
| 参考文献 |                                       | 205 |

## 1.1 问题的提出和选题的意义

### 1.1.1 问题的提出

现代企业制度最根本的特征是所有权与经营权相分离形成的所有权和控制权的分离。企业的所有者委托经理进行经营和管理决策,从而形成典型的委托—代理关系。然而,企业的所有者与经理之间的目标函数通常并不相同,他们在追求自身效用最大化的过程中存在着利益冲突;并且经理人的行为企业所有者无法直接观察,双方存在信息不对称。这就出现了所有者和经理之间的委托—代理问题,企业的所有者如何促进经理人努力工作以实现企业价值的最大化。监督与激励制度是解决代理问题的主要方法,近年来在西方发达国家所推行的股权激励计划就是解决所有者与经理代理问题的一种激励制度。

股权激励(Equity-based Incentive)就是让经理持有股票或股票期权,依照“努力决定业绩,业绩决定股价,股价决定报酬”的原理,将经理人的个人利益与企业利益联系在一起,降低股东和经理人的代理成本,提升企业的长期价值。这种新型的激励合约首先诞生在美国,20世纪90年代以后,北美公司在实践中开始普遍采用这种新式的激励合约,并很快在世界范围内推广。美国高管人员的报酬中,来自以股票期

权计划为主的股权长期激励机制的收益在总收入中的比例一直稳定在 20%~30% 之间,1997 年曾高达 28%。《财富》杂志排名居前的 1 000 家美国大公司中,90% 以上已经实施了股票期权计划;资产达到 10 亿美元的大公司中,78% 以上用某种形式的股票支付董事的报酬<sup>[133]</sup>。在实务界大量采用股权激励计划的同时,理论界对股权激励合约的制定以及对经理人持股效应的研究,也成为 20 世纪 90 年代以后最为引人注目的课题之一。但自 2001 年下半年以来,美国连续爆出安然、世通等大公司的假账丑闻,使人们不禁产生这样的疑问:美国的股权激励制度还有效吗?假账丑闻在短短数月集中暴露,绝不是一种巧合。在美国,几乎 100% 的高科技公司、大约 90% 以上的上市公司都实行了股权激励制度,获得公司股权的高层经理为了让其股权收益最大化,一个有效的途径就是抬高股价。当然,如果公司经理人依靠真实的业绩推高了公司股价,他们由此获得高回报无可厚非,但在抬高公司股价的动力下,经理人不惜通过盈余管理的方法甚至是非法手段如做假账来操纵公司股价。期权激励机制被利用和滥用,这就是股权激励这一理论上激励相容的机制设计会因经理人的机会主义行为而归于无效的负面效应。据英国《金融时报》的调查,美国 2001 年以来破产的 25 家大企业中,高级管理人员通过出售所持股票共获得 33 亿美元的收益。其中,环球电信的创始人温尼克高居榜首,获 5 亿多美元的收入。虽然公司破产了,但经理人的利益在短期内已经得到了实现。这样,旨在把经理人的利益和股东利益捆绑在一起的股权激励计划就失去了它原本的意义。因此,大量学者开始将股权激励的研究重心转移到其负面效应,特别是经理人利用其信息优势所引发的新的机会主义行为上来。

我国从 20 世纪 90 年代就引入了股权激励制度,一方面在实务界进行了尝试,另一方面理论界也就股权激励的理论、原理进行了分析,并以经理人持股表征股权激励程度,对股权激励与企业价值的关系进行了经验数据的检验。但由于我国《公司法》、《证券法》的制约,股权激励的股票来源以及获赠股票的可流通性都受到了很多限制,因此,股权激励在实务界的实施大多采用了变通的现金支付方式,而非真正的股份支付方式,这成为我国理论界进行股权激励与企业价值之间的实证检验得出不相关或者相关性不高的主要原因。

2005 年新《公司法》和《证券法》出台后,我国证券交易委员会于 2006 年出台了《上市公司回购社会公众股份管理办法(试行)》和《上市公司股权激励管理办法(试行)》,财政部、国资委 2006 年 9 月联合发布了《国有控股上市公司(境内)实施股权激励试行办法》,这些法规允许

完成股权分置改革的上市公司可依法实施股权激励,股权激励的股票来源以及获赠股票流通性的法律障碍已经清除。那么,如何运用委托代理理论,在企业价值最大化的财务目标下,充分考虑经理人行为偏好、风险偏好,对股权分置改革后的股权激励的合约进行优化,是我国股权激励亟待解决的一个问题。要解决这一问题,首先必须通过上市公司的经验数据进行验证明确股权分置改革后股权激励是否具有促进公司业绩的作用(正效应)以及是否引起经理人新的机会主义行为(负效应)。找到问题,才能有的放矢地对股权激励合约进行优化,通过制度安排扬长避短,使股权激励的正效应发挥最大,将负效应降低至最小。

本书就从股权分置改革后股权激励合约的优化为切入点,通过我国股权分置改革后披露并实施新型股权激励的上市公司作为样本,检验我国股权分置改革后股权激励的正负效应,找出股权分置改革后股权激励存在的问题。在此基础上,建立数学模型,通过推导确定股权激励的最优契约;并结合外部环境,明确外部宏观因素对股权激励合约的影响,对股权激励合约进行优化,达到股权激励相容的真正目的。

### 1.1.2 选题的意义

中国的股权激励,经历了从计划经济体制向市场经济体制转型的特殊过程。从1999年8月中共十五届四中全会报告首次提出“股权激励”到国有上市公司股权激励试行办法的实施,已经7年。前期的股权激励<sup>①</sup>限于中国特殊的产权体制和很不完善的证券市场,以及上市公司本身治理结构水平的限制,多数成效不大且尚不规范。2005年开始的股权分置改革为股权激励的实施彻底扫清了制度层面的障碍。它为市场定价机制的完善创造了基础条件,使证券交易价格能够动态反映企业的市场价值,为检验公司业绩提供了一个客观平台。而2005年出台的新《公司法》和《证券法》为企业实施股权激励制度扫除了法律上的障碍,证监会2006年1月出台的《上市公司回购社会公众股份管理办法(试行)》和《上市公司股权激励管理办法(试行)》和财政部、国资委2006年9月联合发布的《国有控股上市公司(境内)实施股权激励试行办法》明确了经理人股权激励在完善上市公司治理结构中的重要作用,指明了经理人股权激励实施、管理的具体方法。随着政策环境的逐步完善,在现有法律规定下,完成股权分置改革的上市公司采用了限制性股票、股票增值权、股票期权等不同的股权激励方式,开始选定激励对

股权分置改革后上市公司经理股权激励合约的优化研究

象进行股权激励;如何确定股权激励的最优安排,以优化上市公司治理结构,降低上市公司总的代理成本,达到公司价值最大化的财务目标,对我国上市公司股权分置改革后新的股权激励的有效实施具有重大的意义。

本书通过对我国股权分置改革后实施经理人股权激励的上市公司进行实证检验,以经验数据说明了我国上市公司股权激励的效应(包括业绩增进的正效应和引发新机会主义的负效应),明确了我国目前经理人股权激励存在的问题。本书在综合考虑经理人股权激励的对象、激励方式、经理人风险偏好、公司代理成本的构成等因素后,通过数学推理确定了最优股权激励的激励方式、激励数量、行权(授予)价格以及期限关键要素,这对上市公司以后如何确定股权激励方案中的各个关键要素,确保股权激励真正发挥激励作用,并抑制经理人的机会主义行为,具有一定的借鉴意义。并且,本书的研究将有助于国资委、证监会、交易所等政府部门从宏观经济和发展战略的角度制定更好的股权激励的指导方针和政策,从而促进中国上市公司经理人激励的有效发展和中国资本市场的日臻完善。

## 1.2 股权激励的主要理论基础

### 1.2.1 新制度经济学对于经济人行为假定的修正

自20世纪六七十年代以来,以科斯为代表的新制度经济学派异军突起,以制度作为研究对象。新制度经济学的理论体系主要有交易费用理论、产权理论、制度变迁理论和制度与经济增长理论等,这些理论是现代社会市场经济条件下,西方发达国家普遍推行股票基础报酬机制的主要思想理论基础。

新制度经济学对新古典经济学经济人行为假定进行了修正。新古典经济学体系是建立在关于经济人行为的两大基本假定基础上的。第一个基本假定是经济人追求自身利益最大化,第二个基本假定是经济人行为的完全理性。

新制度经济学家首先认为,人类行为的动机是双重的,一方面人们追求财富最大化,另一方面人们又追求非财富最大化<sup>[125]</sup>。人类历史上制度创新的过程,实际上就是人类这种双重动机均衡的结果。制度

在塑造人类的双重动机方面起着至关重要的作用。

新制度经济学家对新古典经济学中的经济人自利行为假定所作的第二点修正涉及人与环境的关系,即有限理性假定<sup>[125]</sup>。有限理性概念最先由赫伯特·西蒙<sup>[124]</sup>提出,经由威廉姆森<sup>[115]</sup>引入新制度经济学文献,成为经济组织分析的基本假定之一。该假定表明,人是想把事情做得最好,但人的智力是一种有限的稀缺性资源。决策者通常不可能想象出其决策所面临的全部备选方案,也不具备关于未来各种可能性及其后果的完备知识和预见。因此可以推论,所有复杂的协议、契约或合同都是不完全的。此外,新制度经济学家更强调有限理性的一些特殊表现,如信息不对称和私人信息的重要性。所谓信息不对称,是指不同经济当事人在签订和实施契约的过程中关于相关事件、行为的信息是不对称的,一方比另一方拥有更多的信息和知识,也可以说一方拥有不被另一方知道,要获知也必须付出相当费用的私人信息。实际上,不仅存在信息不对称,而且人们还可以通过欺骗、偷窃、说谎等隐瞒信息手段获利。也正是理性的有限性,人们不可能判断一个人的自利行为是否为损人利己行为,并对此做出迅速的反应。这样,凭借说谎、欺骗、毁约等不正当手段牟取私利的行为就可以得逞。所以,人们需要设立多种制度安排来规范人的行为,建立良好的秩序。新制度经济学正是在人的有限理性这一前提下分析制度的功能、构成及其运行的。

新制度经济学关于人行为的第三个假定是机会主义行为倾向假定,即人具有随机应变、投机取巧,为自己谋取更大利益的行为倾向。这一概念是威廉姆森首创的。按照威廉姆森<sup>[116]</sup>的定义,机会主义是指人们一种狡诈的自私自利的行为倾向,例如故意扭曲事实真相、误导、隐瞒、迷惑他人和浑水摸鱼<sup>[3]</sup>。人在追求自身利益时会采用非常微妙和隐蔽的手段,会耍弄狡黠的伎俩,只要周围的环境和条件允许,这些倾向就会转化为具体行动。人的机会主义行为倾向也是人类社会各种制度产生的一个重要来源。通过设定各种制度安排约束人的行为,可以在一定程度上约束人的机会主义行为倾向。

正是基于新制度经济学对人的行为假定,才产生了委托—代理问题,也才形成了解决股东和经理人之间的委托—代理问题的激励与约束的研究。

### 1.2.2 契约理论

企业的契约理论由科斯<sup>[42]</sup>首开理论研究的先河,之后由阿尔钦、

德姆塞茨、威廉姆森、詹森、麦克林、利兰、派尔、张五常、格罗斯曼、哈特、霍姆斯特姆、泰若勒、哈特、莫尔、阿根廷、博尔腾、杨小凯、黄有光等学者加以拓展。根据学者们研究的思路,可以将企业的契约理论分为交易费用理论和委托—代理理论两个主要分支,其中,交易费用理论侧重于研究企业与市场的关系,如企业存在的原因、企业的边界等;委托—代理理论侧重于研究企业内部的权力结构与代理关系。但它们都遵循企业是一系列契约的联结这一共同的思想,也正是在此意义上,两者都称为企业的契约理论。

亚当·斯密(1776)<sup>[123]</sup>最早观察到股份公司中存在的委托—代理关系,但经典的委托代理问题由 Berle 和 Means 于 1932 年在其著作《现代公司与私有财产》中提出。他们指出,从私人业主制企业到股份制企业的转变,公司制度本身并没有提供一种内在激励机制,促使经理人自觉维护所有者利益<sup>[25]</sup>。此后,由两权分离带来的代理成本问题,成为委托—代理理论研究的中心问题。

委托—代理关系是两权分离的现代企业产权关系的必然产物,为了解决委托—代理关系导致的委托代理问题,经济学家投入了巨大的努力。他们提出解决这一问题最容易的办法是加强对代理人行为的监督,以抑制代理人的机会主义动机,但这首先要解决如何使监督者有充分激励去行使监督的职责。Alchian 和 Demsetz(1972)<sup>[10]</sup>通过团队生产理论提出需要赋予监督者一种剩余索取权<sup>①</sup>,实际上也就赋予了他最充分的监督激励。巴泽尔<sup>[126]</sup>进一步发展了 Alchian 和 Demsetz 关于剩余索取权的思想,他认为在生产过程中,谁对总产品的贡献最难测度,谁就应拥有剩余索取权,雇用和监督其他成员。

由于单纯的监督并不能完全解决委托—代理问题,经理人总能利用他们的信息优势使所有者的监督变得无所作为,况且监督需要付出很大的成本。Jensen and Meckling (1976)<sup>[87]</sup>从激励角度发展了 Alchian 和 Demsetz<sup>[10]</sup>的理论。他们认为解决代理成本的办法是让经理人成为完全的剩余权益的拥有者,把所有者的利益与经理人的利益统一到一起。霍姆斯特姆和泰若勒(1989)<sup>[24]</sup>认为激励比监督更重要,并提出了利用权利安排与要素贡献估价相联系的思路。由此人们想到了从利益分配机制上作改革,将股权引入经理人薪酬体系中来,经理人通过持有企业股权(包括股票、限制性股票、股票期权等)的形式,来分享

① 剩余索取权就是对总产品扣除了所有签约要素的报酬之后的剩余收益(通常表现为利润)的占有权。