

中国上市公司高管股票期权 激励有效性研究

Research on Effectiveness of
Top-Management Stock Option Incentive on
Listed Companies in China

朱敏 张宏敏 屈增龙 著



西南财经大学出版社

国家自然科学基金资助, 编号: 71
西南财经大学出版基金资

中国上市公司高管股票期权 激励有效性研究

Research on Effectiveness of
Top-Management Stock Option Incentive on
Listed Companies in China

朱敏 张宏敏 屈增龙 著



西南财经大学出版社

图书在版编目(CIP)数据

中国上市公司高管股票期权激励有效性研究/朱敏,等著. —成都:西南财经大学出版社,2014.1

ISBN 978 - 7 - 5504 - 1216 - 3

I. ①中… II. ①朱… 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(2013)第 235060 号

中国上市公司高管股票期权激励有效性研究

Zhongguo Shangshi Gongsu Gao guan Gupiao Qiquan Jili Youxiaoxing Yanjiu



责任编辑:汪浦波

助理编辑:李婧 植苗

封面设计:杨红鹰

责任印制:封俊川

出版发行	西南财经大学出版社(四川省成都市光华村街55号)
网 址	http://www.bookej.com
电子邮件	bookej@foxmail.com
邮政编码	610074
电 话	028 - 87353785 87352368
照 排	四川胜翔数码印务设计有限公司
印 刷	郫县犀浦印刷厂
成品尺寸	148mm × 210mm
印 张	7.125
字 数	175千字
版 次	2014年1月第1版
印 次	2014年1月第1次印刷
书 号	ISBN 978 - 7 - 5504 - 1216 - 3
定 价	38.00元

1. 版权所有,翻印必究。
2. 如有印刷、装订等差错,可向本社营销部调换。

前 言

股票期权激励 (Stock Option Incentives) 是为了解决现代股份公司制度中最基本的股东与经营层 (CEO) 之间的委托代理关系而产生的现代长期激励模式。随着中国市场经济的发展、技术创新的不断加快以及证券市场的不断壮大, 这一国外普遍采用的管理层激励方式也逐渐被我国理论界重视, 并在国有企业改制和其他所有制企业实践中得到实施。近年来实施的效果、规模、方法及国家有关政策引起了较多争议, 但基本上只停留在概念和意识形态观念上以及个别企业的实验过程中, 缺乏整体的数据资料分析。近年来, 在国家有关转换经济增长模式的思想指导下, 股票期权激励模式正在得到社会及政府有关部门的认可。本研究是国内首次在国家自然科学基金资助下, 通过实证分析方法对我国上市公司高管股票期权激励有效性进行的研究, 希望研究结果能为国家有关部门了解国有及民营企业高管股票期权激励的有效性、实施状况和特点, 进而为制定相关政策提供重要的支持和参考。

2005 年起, 中国上市公司开始股权分置改革, 以解决困扰中国股市的制度性缺陷——全流通问题, 使得在中国上市公司中实施真正意义上的股票期权激励成为可能。这一时期《中华人民共和国公司法》(以下简称《公司法》)、《中华人民共和国

证券法》(以下简称《证券法》)等法律法规的制定,为股权激励制度的实施扫除了最为关键的法律障碍,中国证券监督管理委员会(以下简称“证监会”)、国务院国有资产监督管理委员会(以下简称“国资委”)先后出台的《上市公司股权激励管理办法》、《国有控股上市公司(境内)股权激励试行办法》、《国有控股上市公司(境外)股权激励试行办法》、《2006 新企业会计准则第 11 号——股利支付》、《关于个人股票期权所得征收个人所得税问题的通知》等一系列配套规定为实施股权激励提供了直接的操作依据。

本研究以现有已经采用股权激励计划的上市公司作为对象,研究这些公司实施股权激励的效果,分析影响中国上市公司实施股权激励的效果的主要因素及现有实施股票期权激励的上市公司所处制度基础的实施细则问题,为建立和完善中国上市公司股权激励制度环境、运行规范提供有力的现实理论支撑、实证研究经验和政策细则的研究建议。

本研究采用了理论分析与文献分析、实证研究与政策建议相结合的研究方法,定量研究与定性研究相结合的研究方法;运用 EViews 统计分析软件、EXCEL 数据处理软件对搜集的数据进行整理、计算,描述性统计分析,进而研究变量、回归实证模型,分析主要成分、检验假设,并根据参数统计量做出实证分析结论;结合实证定量的研究结论,对股权分置改革后中国上市公司实施股票期权激励的制度基础进行理论、比较分析,从会计、税收、监管方面提出了政策建议。

第一章绪论主要阐述了本研究的背景及意义。

第二章对股票期权激励的委托代理理论等制度经济学激励理论、人力资本激励理论和管理激励理论进行了系统梳理和整合互补分析,介绍了将在本研究实证分析中运用的 Black - Scholes 的期权定价模型。

第三章全面重点综述回顾了国内外股票期权激励、高管薪酬激励研究文献和成果,从中梳理出中国上市公司股票期权激励研究存在的盲点和主要问题。

第四章简要阐述了中国上市公司股权激励实践的演变历程和发展现状,总结出实践过程中面临的制度、法律、环境方面的问题。

第五章在对股票期权理论回顾、总结,文献回顾、综述,中国股权激励演变历程和现状进行系统的梳理分析基础上,提出了中国上市公司股票期权激励有效性研究的整合分析框架,包括三个层层递进的实证分析子框架和政策细则研究分析框架。

第六章是本研究实证分析的第一层次子框架,即股票期权、市场风险与股权性质与中国上市公司高管现金薪酬实证分析,基于对股权分置改革以后,2006—2008年A股上市公司的公开披露的数据对实证模型的假设进行了检验。

第七章在第六章证实了高管薪酬与公司绩效间显著正向相关关系基础上,展开了股票期权薪酬绩效敏感度和股票期权薪酬与现金薪酬比例的第二层次实证分析。首次对中国上市公司实施的股票期权计算了基于Black-Scholes的股票期权薪酬绩效敏感度、股票期权薪酬与现金薪酬比例,并对各种可能影响股票期权激励效果的因素进行了相关性分析。

第八章基于前两个层次实证分析研究发现股权性质对股票期权激励的影响作用下,设计了第三层次股票期权薪酬授予比例及行权有效期与股权性质实证分析。

第九章结合第六、七、八章三个层层递进实证分析研究结果,针对中国上市公司对股票期权激励计划的实施与运行中遇到的当初设计规范时未预估到的各种政策细则问题,从会计、税收、监管三方面进行深入探讨,提出了有理论依据、关联性和操作性强的建议。

本研究的特点主要体现在以下几方面：

第一，针对中国上市公司实施股票期权激励计划的中国特色、演变历程和实施现状，提出对中国上市公司股票期权激励有效性的研究框架：股票期权激励的有效性包括通过经验数据检验的实证研究，即激励效果研究；通过股票期权激励的制度性基础分析政策细则分析总结，即制度基础研究；激励效果研究与制度基础研究相辅相成，形成对具有中国特色股票期权激励有效性研究的有机结合。

第二，针对中国上市公司股票期权计划的实施，首次提出了薪酬绩效敏感度（PPS）和股票期权薪酬与现金薪酬比例（BSV-W）测量模型，并对其进行了实证相关性分析，得出影响中国上市公司股票期权激励效果的主要因素为市场风险、成长性机会、资本结构、现金流、机构持股集中度、股权集中度、股权性质的结论。

第三，首次提出股权性质在上市公司股票期权激励计划中的重要影响，对计划实施指标的显著作用；并对股权性质进行细分，进一步通过实证模型对该影响予以验证和衡量。

第四，通过假设和检验发现中国上市公司的股票期权激励正在行使着双重作用：一方面起着委托人对代理人的激励和约束作用；另一方面，授予高管人员的股票期权同样也表现为一种给予高管人员的利益，既包括对过去劳动努力程度的一种奖励，也包含为了使高管薪酬与国际相衔接的公平心理效应。

第五，在实证研究的基础上，针对中国上市公司股票期权激励实践在会计、税收、监管政策实施细则方面遇到的问题，提出了基于理论分析且操作性强的建议。包括如何避免企业对通过会计手段利用股票期权计划在年度间调节利润，如何避免对个人和企业的重复课税，降低股票期权激励效果；如何提高对企业实施股票期权计划的监管效率。

作者希望对股票期权薪酬激励有效性的研究结论能为我国上市公司开展股权激励运作提供有效的探索,提醒实践者在日后的实施过程中,充分认识到市场风险、成长性机会、资本结构、现金流、机构持股集中度、股权集中度、股权性质这些因素对股权激励效果的显著影响;监管部门能够进一步规范与股权激励相关的会计准则具体要求,防范主客观利润调节;关注与股权激励相关的企业所得税、个人所得税重复课税、高额征税问题,修订课税环节和课税额度,凸显激励目的;制定与股权激励相关的监管实施细则,提高监管执行力,完善实施股权激励政策的制度基础。

由于时间和能力的限制,书中的不到之处敬请学术同行和社会各界予以指正。我们相信随着研究的深入,通过社会及企业的努力,造就更多的企业管理人才,企业高层管理激励模式也将更为完善,企业精英阶层的创新劳动努力将会有力地推动所在企业的发展,一大批企业精英阶层的努力将推动经济增长模式的转换和经济的发展,为社会带来巨大的财富增量,这正是研究者希望看到的。

朱敏 张宏敏 屈增龙

2013年12月

目 录

1	绪论 / 1
2	股票期权理论 / 4
2.1	基本概念界定 / 4
2.2	委托代理理论等制度经济学激励理论 / 8
2.3	人力资本激励理论 / 14
2.4	股票期权激励的管理学人性理论阐释 / 15
2.5	股票期权的定价模型 / 22
3	股票期权激励效果文献综述 / 27
3.1	国外股票期权激励文献的主要观点 / 28
3.2	国内高管薪酬激励影响因素及激励效果 / 36
4	中国上市公司股权激励演变历程及现状 / 44
4.1	中国股权激励实务演变历程 / 44
4.2	中国股权激励实施环境演变及现状 / 47

4.3	中国上市公司股权激励现状 /	57
5	中国上市公司股票期权激励有效性研究 /	60
5.1	国内外股票期权激励效果研究视角 /	60
5.2	中国上市公司股票期权薪酬激励有效性 /	65
6	股票期权、市场风险与股权性质影响下的中国上市公司高管现金薪酬分析 /	72
6.1	研究前提与文献分析 /	72
6.2	研究假设 /	76
6.3	研究样本及变量数据 /	79
6.4	模型设计与检验结果 /	84
6.5	研究结论 /	90
7	中国上市公司股票期权薪酬绩效敏感度和股票期权薪酬与现金薪酬比例影响因素分析 /	92
7.1	研究前提与文献陈述 /	92
7.2	研究假设 /	98
7.3	研究样本及变量数据 /	104
7.4	模型设计与检验结果 /	114
7.5	研究结论 /	127

8 中国上市公司股票期权薪酬授予比例、行权有效期与股权性质相关性分析 / 130

8.1 研究假设 / 131

8.2 研究样本及变量数据 / 134

8.3 模型设计与检验结果 / 138

8.4 研究结论 / 144

9 中国上市公司股票期权激励制度基础政策建议 / 146

9.1 中国股票期权激励会计政策细则探索 / 146

9.2 中国股票期权激励税务政策建议 / 155

9.3 中国股票期权激励监管政策建议 / 167

参考文献 / 171

附件 / 191

1 绪论^①

股票期权激励 (Stock Option Motivation) 最早起源于 20 世纪 50 年代的美国,是为了解决现代股份公司制度中最基本的股东与经营层之间的委托代理关系而产生的现代长期激励模式。随后该模式传到其他发达国家,到 20 世纪 90 年代已成为全世界现代股份制公司中应用最广泛、操作性最强的公司 CEO 长期激励制度。随着中国市场经济的发展、技术与管理创新的不断加快以及证券市场的不断壮大,这一国外流行的激励方式也逐渐被国内理论界重视并在实践得到实施。20 世纪 90 年代初期,有关员工持股的计划就开始在一些城市的企业尤其是新兴的高新技术企业中酝酿、推行。1997 年,作为一种内部激励措施,部分省市的公司开始实施具有股权激励性质的改革试点。

但是早期股权激励试点,由于历史原因造成的中国资本市场的股权分置问题,无法真正实施股票期权激励。我国的股权分置即是人为地将上市公司的股份划分为国有股、法人股、流通股,使得中国的资本市场无法实现股份全流通,也就无法将股票期权作为长期激励模式授予公司的经营层。制度性的缺陷导致中国资本市场不成熟,法律规定也限制了在上市公司实施

① 国家自然科学基金项目资助,劳动资本化:企业家及其他创新劳动激励模式探索,编号:70472081。

真正的股票期权激励，所以虽然早期的试点积累了一些经验，取得了一定的成就；股权激励方式的实施还仅限于讨论、试点的探索阶段，没有得到广泛的推广和应用，已实施的股权激励计划也与国际通行的方案有所差别，都是在现有法律规范空隙下对真正意义的股权激励计划进行的改良。

为了解决由于历史原因造成的我国上市公司股权分置问题，根据沪、深股市资料可以知道，2005年4月在中国上市公司开始实施的股权分置改革（即上市公司股份全流通改革）开始进行试点，2005年8月全面推开，2006年年底，除去ST和ST*的公司以外，2005年5月以前上市需要进行股权分置改革的公司中已有92%通过并已经实施了股改方案。2005年4月以来的股权分置改革使我国上市公司的股权开始进入全流通时代，使我国资本市场的所有基本功能得以正常发挥，也使我国上市公司对高管进行股票期权激励成为可能。

2005年开始，中国上市公司开始了股权分置改革，股改解决了困扰中国股市的制度性缺陷——全流通问题，使得在中国上市公司中实施真正意义上的股票期权激励成为可能。新的《公司法》、《证券法》等法律规定的突破，为股权激励制度的实施扫除了最为关键的法律障碍，证监会、国资委先后出台的《上市公司股权激励管理办法》、《国有控股上市公司（境内）股权激励试行办法》、《国有控股上市公司（境外）股权激励试行办法》、《2006新企业会计准则第11号——股利支付》、《关于个人股票期权所得征收个人所得税问题的通知》等一系列配套规定为实施股权激励提供了直接的操作依据。

截至2008年9月30日，沪、深股市资料显示^①，股权分置改革时期，先后在股权分置改革方案中提出股权激励方案，以

^① 本部分对股权激励的所有统计数据均来自WIND（万德）资讯数据库。

及股权分置改革后上市时直接提出股权激励方案的上市公司共有 130 家, 占在沪深两市上市的 1601 家公司的 8.12%; 可见股权激励目前在中国上市公司中应用得还不是非常广泛, 然而, 不考虑股权分置改革前实施股权激励的试点公司, 采取股权激励方式的上市公司逐年表现出了大幅递增的趋势。

130 家提出股权激励的上市公司中, 采用股票期权激励方式的有 97 家, 占已提出股权激励方案上市公司总数的 74.62%; 采用股票激励方式的有 30 家, 占已提出股权激励方案上市公司总数的 23.08%; 采用股票增值权激励方式的有 3 家, 占已提出股权激励方案上市公司总数的 2.31%; 可见, 授予股票期权和授予股票是目前中国上市公司进行股权激励的主要方式, 而股票期权激励则是最主要的方式。

以往对我国上市公司高管薪酬股权激励与公司业绩、股东财富的研究都是在制度不健全、法律未规范的试点基础上进行简单的案例分析研究, 所使用的数据均是来自 2005 年或以前的数据, 然而 2005 年的股权分置改革已经使我国的上市公司进入了全新的历史时期, 同样也为我国上市公司高管薪酬激励的研究提出新的研究需要。

本研究的目的是, 以现有已经提出股权激励计划的上市公司作为对象, 研究这些公司实施股权激励的效果, 探索影响中国上市公司实施股权激励效果的因素; 发现现有实施股票期权激励的上市公司遇到的政策相关问题, 为建立和完善中国上市公司股权激励制度环境, 使之运行规范提供有力的现实理论支撑, 并通过实证研究, 对我国公司实施股权激励制度的基础政策提出有实用价值和社会基础的建议。

2 股票期权理论

2.1 基本概念界定

2.1.1 期权

期权——要界定股票期权，必须要界定期权，因为股票期权首先是一种期权，而且是一种特殊的期权。期权（Option）的定义有很多，基本上都是大同小异，本研究借用夏普和亚力山大（Sharpe & Alexander, 1998）的解释，期权是两个人（包括法人和自然人）之间的一种合约，其中一个人授予另一人在未来某个确定的时期内以某一确定的价格购买某种给定资产的权利。同样，期权合约也可以授予另一个人在某一特定时期内以某一确定的价格出售某种给定资产的权利。期权是由于对未来市场的不确定性风险的规避而产生的一种金融衍生工具（Financial Derivatives Instruments），其内在价值是指合约所涉及的资产的市场价值。

简单地说，期权就是一种选择权：买卖双方达成的契约，一方为该契约的买者，得到一种权利，为此需要付出特定的价格；另一方为卖者，承担一种责任，并得到相应的报酬。期权与普通的商品买卖所不同的最大特点在于，期权的购买者在某

个时期内有权选择买或不买，而这个权利的价格恰恰就是期权的价值；也就是说，期权合约最终行权与否取决于买方，买方为了在某一时期内获得决定交易与否的权利所付出的代价就是期权的价格。

从期权的定义可以发现，每一期权合约都包括了四个概念：标的资产（Underlying Assets）、期权行权价（Exercise Price）、数量（Quantity）和行权时限（Expiration Date 或 Expiry Date）。标的资产就是合约约定买卖的资产。期权行权价就是指在行使期权时，用以买卖标的资产的价格。数量就是合约中明确规定的合约持有人有权买入或卖出标的资产的数量。行权时限或到期日就是每一期权合约具有有效的行使时限，一旦超过这一时限，期权合约即失效。按照期权持有者执行期权的时间来划分，在到期日前任意时点（包括到期日）都可执行的期权成为美式期权；只能在当日执行的期权称为欧式期权。按照合约权利的不同，期权可以分为认购期权和认沽期权。认购期权（call）是指，合约持有人有权利但无义务在规定的时间或之前按指定的价格买入特定数量的某种标的资产。认沽期权（put）是指，合约持有人有权利在规定的时间或之前按预定的价格沽出（售出）预定数量的某种股票。

2.1.2 股票期权

股票期权就是标的资产为股票的期权合约。具体讲就是，给股票期权的持有者以权利（而不是义务），按特定的价格，在一个既定的日期或之前，买进或卖出某一特定的股票。该权利是股票期权的卖方授予的，以得到由买方所支付的一定数量的权利金作为回报。股票期权是较早出现的期权产品，在1973年，美国成立了芝加哥期权交易所。股票期权最早是作为金融衍生产品在期权交易所，按标准化、规范化的方式以公开竞价

的方式进行交易的合约。随着股票期权的发展，它逐渐应用到对现代两权分立企业的员工激励领域，而且主要应用在现代企业高管人员的激励中。

股票期权激励——是指企业的所有者向包含经营者在内的员工提供的一种在一定时期内按照某一既定的价格（行权价）购买一定数量的本企业的股票，以获得行权当日股票市场价格和行权价格之间差价收益的权利。在行权之前，被授予股票期权激励的员工没有任何收益；行权时，如果企业股票价格上升，其收益是行权时市场价与行权价的差额；如果企业经营不善，股票价格下跌，低于行权价，则对被授予人没有任何收益可言。典型的股票期权激励环节如图 2.1 所示。

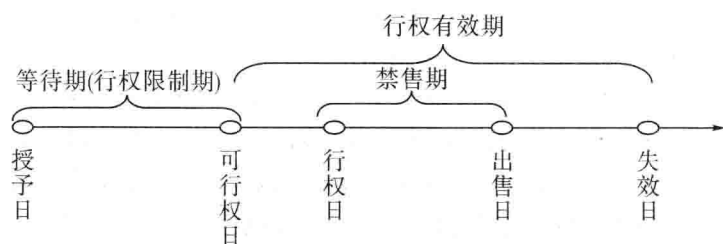


图 2.1 典型股票期权激励环节示意图

本研究所指的股票期权专指对企业或公司高层管理人员授予的股票期权激励^①。股票期权是公司与管理层达成的契约，公司是股票期权的卖方，高管人员即股票期权的买方。高管人员得到该契约赋予的权利，该权利是有价值的，但是公司是无偿授予该权利给高管人员的，对高管人员来说是免费获得的；

^① 在没有特别说明时，本研究提到的“股票期权”，均指公司所有者对高管人员授予的股票期权激励；公司和企业是同一概念，高管层、高管人员和经营者、经理层、经理人是“代理人”的同一个概念；股票期权薪酬激励、股票期权薪酬是“股票期权激励”的同一概念。