

学校编码: 10384

分类号 _____ 密级 _____

学 号: 9815023

UDC _____

学 位 论 文

国有企业经营者激励与股票期权研究

徐 卫 东

指导老师姓名: 廖 泉 文 教 授

申请学位级别: 硕 士

专 业 名 称 : 工 商 管 理 (MBA)

论文提交时间: 2001 年 11 月

论文答辩时间: 2001 年 12 月

学位授予单位: 厦 门 大 学

学位授予日期: 2002 年 月

答辩委员会主席: _____

评 阅 人: _____

2001 年 11 月

内 容 摘 要

2001年11月10日，中国正式加入WTO，加入WTO后国有企业将面临巨大的挑战。伴随国际经济竞争的加剧，经济全球一体化日趋明显，国与国、公司与公司之间的竞争实际上已演变为制度的竞争，公司治理结构的竞争。在我国经济由计划经济向市场经济过渡的过程中，国有企业改革面临的最大问题是如何建立真正意义上的现代企业制度。因此，产权制度的改革、企业内部激励制度的建立势在必行。

在公有制经济下，我国企业的激励机制，特别是国有企业的激励机制，长期以来一直未能得到重视。随着经济改革的不断深入，我国资本市场、产品市场的不断完善，职业经理人市场的逐步建立，实施经营者股票期权制度将是国有企业公司治理重要组成部分。

本文共分七章，从国有企业经营者激励问题的引出与研究、股票期权制度的理论基础及相关内容、我国国有企业经营者激励机制面临的困境、国有企业股票期权制度的实践、发展与完善等方面，对我国国有企业经营者激励和股票期权制度进行了一系列的阐述。

第一章是国有企业经营者激励问题的引出与研究，从中国国有企业经营者的腐败现象及“冯根生难题”引出了国有企业经营者激励问题，并对国有企业经营者的激励需求作出分析。

第二章至第三章，是股票期权制度的理论研究，从委托-代理理论、企业风险承担理论、人力资本产权理论为出发点来对股票期权制度进行系统的阐述。

第四章，主要研究我国国有企业经营者激励机制面临的主要困境，进一步证明了国有企业实行股票期权制度的现实迫切性。

第五章到第六章，分析国有企业实施股票期权制度的内外部条件及国有上市公司股票期权制度的实践。

第七章，分析我国国有企业实施股票期权的现状，找出目前面临的主要问题及对今后的展望。

关键词： 企业经营者 股票期权 激励机制

目 录

引 言	1
第一章 国有企业经营者激励问题研究	2
第一节 国有企业经营者激励问题的引出.....	2
第二节 国有企业经营者的腐败现象.....	2
第三节 “冯根生难题”	3
第四节 “知识型员工” 的激励分析	4
第二章 股票期权制度实施的三个理论基础	6
第一节 委托-代理理论	6
第二节 企业风险承担理论.....	10
第三节 人力资本产权理论.....	12
第三章 企业经营者（经理）股票期权制度	14
第一节 广义股票期权制度和经理股票期权制度.....	14
第二节 经理股票期权的进一步说明.....	15
第三节 股票期权的国际经验.....	17
第四节 股票期权制度给予企业带来的好处.....	18
第四章 国有企业经营者激励报酬机制主要面临的困境.....	21
第一节 国有企业经营者模糊身份下的激励机制和毁灭机制	21
第二节 目前分配制度无法解决的问题	23
第三节 国有企业经营者激励机制低效的原因分析	25
第五章 国有企业实行股票期权制度的条件	27
第一节 实施股票期权激励需要的内部条件.....	27
第二节 实施股票期权激励需要的外部条件.....	29
第三节 国有企业经营者人力资本产权的归属性和交易性.....	31

第六章	国有上市公司股票期权制度的实践	34
第一节	国有上市公司的多重委托-代理问题	34
第二节	国有上市公司股权结构缺陷.....	34
第三节	上市公司经理人员持股及薪酬状况调查.....	35
第四节	上海贝岭股份有限公司实施股份期权的规划.....	43
第七章	我国股票期权制度理论与实践的发展和完善	47
第一节	中国特色的股票期权制度	47
第二节	目前股票期权制度实践中面临的主要问题	50
第三节	经营者股票期权制度的发展与完善	52
参考文献	54
后 记	56

引 言

如果在前几年我们听到美国企业的总经理每年可以获得几千万甚至几亿美元的收入时，我们可能会觉得不可思议：一个高级打工者怎么有可能获得这么高的收入呢？

现在，人们知道了，其根本的原因在于经营者股票期权制度的实施。

美国是最早实行股票期权制度的国家，战后美国经济的高速发展和实行经营者股票期权制度是分不开的。从 20 世纪末开始，全球高科技企业发展迅猛，带动了全球经济的快速发展，其中尤以美国为最。综观美国高科技产业发展过程，不难发现，有二个重要因素在起推动作用：一是风险投资，另一个就是股票期权。

在我国，最近几年关于股票期权制度的研究及报道越来越多，股票期权制度的实施将成为经济体制改革、建立现代企业制度的一部分。随着我国经济的高速发展，股票期权制度正逐渐进入我们的社会经济生活。目前已经有上海、北京、武汉、南京等地开始进行股票期权制度的实践。但是，由于政策的限制、市场的非理性、观念等原因，目前我国实施的股票期权并不是真正意义上的股票期权。

虽然股票期权制度已经开始试点，但目前我国还没有建立一套完善的股票期权操作制度。目前在实施股票期权制度中，基本上借鉴的是国外的制度及理论。由于国情的不同，我们应该找寻一种适合中国国情的股票期权激励及约束机制。

2001 年 7 月初，财政部紧急叫停亚泰国有股期权，从 6 月 28 日到 7 月 3 日，亚泰集团约 90 位高管人员仅仅作了 6 天的股票期权梦终于破灭。国有企业股票期权的实施应按照现有政策及经济水平稳步进行，任何急躁冒进的行为都会承担相当高的风险。股票期权制度的实施困难与希望并存，只有正确地研究国有企业的特点并按照现代企业制度的要求对于经营者进行激励分析，才能找寻一种适用于中国国情的股票期权制度。

第一章 国有企业经营者激励问题的引出及激励分析

第一节 国有企业经营者激励问题的引出

中国实行改革开放已经 20 多年，在这些年中，我国国民经济得到了巨大的发展，国内经济正从计划经济向市场经济过渡。党的十四届三中全会通过的《中共中央关于建立社会主义市场经济体制若干问题的决定》，明确了我国国有企业改革的方向是进一步转换企业经营机制，“建立适应市场经济要求，产权清晰、权责明确、政企分开、管理科学的现代企业制度”。国有企业建立现代企业制度的改革，最本质的内容是按照现代市场经济的要求，重新确立国家和企业的产权关系，建立企业法人财产权，将企业资产的控制权从政府转移到企业的经营者（厂长、经理）手中，使得企业真正成为“自主经营、自负盈亏、自我发展、自我约束”的市场竞争主体。现代企业制度就是要解决：一个是激励机制问题，再一个就是经营者的选择机制问题。从某种意义上看，我国以建立现代企业制度为方向的国有企业改革，实际上是社会主义经济中的一场“经理人员的革命”。

但是，由于传统的计划体制思想仍然深深地影响着企业的行为，因此“一只眼睛看市场，一只眼睛看市长”的观点指导着中国企业的经理们。在国有企业内部普遍缺乏必要合理的经营者激励和约束机制，但同时，由于企业的经营者又是理性的“经济人”，具有自己的私利和欲望，因此他们的行为极易受到扭曲。因此，在现实中逐渐出现越来越多的问题，下面我们主要来看一下以下的二种典型现象。

第二节 国有企业经营者的腐败现象

前几年，我们经常可以看到，很多国有企业的成功的经营者，在职期间为企业作出了巨大的贡献，获得了众多的荣誉，临近退休利用职务之便侵吞国家财产、大捞一把，最终走上了违法乱纪的道路，这就是中国国有企业较为普遍的腐败现象。

最近几年，随着经济的高速发展，企业家的腐败现象越演越烈，主要表现有

二个趋势：第一，对象越来越年轻化。早几年，“59岁现象”是国有企业经营者典型的腐败现象，但现在腐败者的年龄段有不断扩大的趋势。改革开放的不断深入将一些年轻有为的经理人推到了国有企业高层经营者的位置，面对市场的各种诱惑，在追求巨大物质利益的驱使下，年轻的经理经常迷失方向，最终走到了法律的对立面；第二，腐败的方式越来越多种。以前国有企业经营者的腐败行为往往是比较直接的，即利用自己的职权直接侵吞国有企业的资产。现在国有企业经营者腐败的方式已经千变万化。很多国有企业的经营者把自己在国有企业的经历当作是以后“下海”前的一种无风险投资，资本的积累、市场的建立、操作的经验全部可以预先操练、熟悉、巩固，一旦时机成熟，毅然“下海”，马上就成为一个成功的私营企业主。更有甚者，由于监控的不够，在职期间就身兼数职，既是国有企业的经营者，又是私营企业的所有者，并且这二家企业的业务是完全一致的。

在经济社会中，企业家是理性的“经济人”，尤其在我们这样一个经济不太发达、制度不太完善的国家，企业的经营者面对的是未来收益机制的空缺，个人的养老问题、子女的就业问题、如何保证高尚生活品质的稳定延续等等成为了最现实的问题。在这个时候，企业的经理们考虑的往往不再是企业的发展、命运，而是将主要精力放在自己的退路上。在其工作时间内，利用职权大肆侵吞国家财产，最终走上了不归路。

上述现象在中国的出现绝对不是局部的、偶然的，这种现象的产生不仅断送了一大批优秀企业家的前程，而且给我国的国有企业带来了巨大的伤害，最终将影响到经济改革的顺利进行。在经济运行过程中，有没有一种新的制度或政策，来防止这种现象的进一步扩大并减少这种现象的发生，保证企业所有者或股东的权益不受损害，同时又可以保证经营者的利益、激发经营者更好发挥自己的潜能为企业作出贡献，从而达到双赢的目的？

第三节 “冯根生难题”

冯根生，杭州正大青春宝集团公司总裁，全国首届优秀企业家，全国首届“五一”劳动奖章获得者。1972年，冯根生接收了原杭州胡庆余堂一个只有26万元固定资产的驴皮膏车间，带领员工书写“青春宝”的创业史。“青春宝”在没有

要国家一分钱的情况下，经 26 年奋斗发展成为拥有 7 亿元资产并享誉国内外的现代化中药企业集团。

1996 年 10 月 6 日，正大青春宝集团董事会全票作出一项决定，从公司 1.5 亿元的净资产中划出 15% 作为个人股卖给职工，实行员工持股计划。根据董事会的改制方案，公司总裁冯根生至少应该认购 2% 的股份，合计 300 万元。然而冯根生十分难堪，因为他根本不可能有这么多钱来购买股份。

“青春宝”的辉煌是全体“青春宝人”艰苦创业的结果，毫无疑问，冯根生的贡献是不可磨灭的。那么在这次股份制改革中，冯根生的价值如何客观公正地体现呢？

冯根生和全国一大批国有企业的优秀经营者一样，多少年来不计个人报酬，把发展民族工业作为自己的毕生追求。但眼下他的确难于决策：企业家在将国企发展壮大后，是不是该拥有一笔属于自己的财产？如果可以，那么这笔财产应该有多大？企业家对此是否拥有所有权和使用权？企业家的价值能否货币化？能否折成股份入股？是一味奉献下去放弃改制机会，还是制定相应政策，处理好经营者同所有者的收益分配，进一步推动企业发展？冯根生在寻求答案。

第四节 “知识型员工”的激励分析

“知识型员工”是美国学者彼得·德鲁克提出的，指的是“那些掌握和运用符号和概念，利用知识或信息工作的人”。一般来说，“知识型员工”指的是企业内部的高层主管。国有企业的经营者是典型的“知识型员工”。企业之间的竞争，知识的创造、利用与增值，资源的合理配置，最终都要靠知识的载体——“知识型员工”来实现。“知识型员工”的特点，用一句话来概括就是：作为追求自主性、个体化、多样化和创新精神的员工群体，激励他们的动力更多的来自工作的内在报酬本身。

著名经济学家马斯洛认为，激励有五个层次：由低到高分别是生理需要、安全需要、社会需要、尊重需要和自我实现需要。当一种需要得到满足后，另一种更高层次的需要就会占据主要地位。如果希望激励某人，就必须了解此人目前所处的需要层次，然后着重满足这一层次之上的需要。

知识管理专家玛汉·坦姆仆经过大量研究后认为，激励“知识型员工”的前

四个因素分别为：个体成长（约占总量的 34%）、工作自主（约占 31%）、业务成就（约占 28%）、金钱财富（约占 7%）。因此，同其他类型的员工来比，“知识型员工”更加重视能够促进他们发展的、有挑战性的工作，他们对于知识、对个体和事业的成长有着持续不断的追求。他们要求给予自主权，使之能够以自己认为有效的方式进行工作，并完成企业交给他们的任务，获得一份与自己贡献相称的报酬并使得自己能够分享自己创造的财富。显然，对于他们来说，金钱在今天择业中也不是最重要的，公平才是最重要的。

激励中的一个重要因素是个人对于报酬结构是否觉得公平。一个人对所得到的报酬是否满意，是通过公平理论来说明的。著名经济学家斯达西·亚当斯提出，员工首先考虑自己收入与付出的比例，然后将自己的收入-付出比与相关他人的收入-付出比进行比较，如果员工认为自己的比例和他人相同，则为公平状态；如果感到两者的比例不相同，则产生不公平感。

从玛汉·坦姆什的研究成果看，对“知识型员工”的激励，不能以金钱刺激为主，而应从其发展、成就和成长为主，并按照公平原则给予利益的补偿。也就是说，必须注重长期效应，把企业经营者的发展、成就和企业的长期发展结合起来。

在激励方式上，现代企业强调的是个人激励、团队激励和组织激励的有机结合，在激励的时间效应上，把对“知识型员工”的短期激励和长期激励结合起来，强调激励手段对于员工的长期正效应。在激励报酬设计上，当今企业已经突破了传统的事后奖酬模式，转变为从价值创造、价值评估、价值分配的事前、事中、事后的三个环节出发设计奖酬机制。国有企业股票期权制度的设计正是基于了这个出发点，把企业经营者个人的自我实现和企业的长期发展结合，同时在经营者个人自我实现的同时，在经济收益上给予有效的保证。

第二章 股票期权制度实施的三个理论基础

第一节 委托-代理理论

一、企业的契约理论

经济学家科斯开创的企业理论被称为“企业的契约理论”(the contractual theory of the firm)(Coase 1937),这一理论的要义可以用如下三句话来概括:第一,企业的契约性(the contractual nature of the firm);第二,契约的不完备性(或不完全性)(the incompleteness of the contracts);第三,由此导致的所有权的重要性(relevance of ownership)。

现代企业理论的一个基本命题是,企业是一系列契约的组合,是个人之间交易产权的一种方式。将企业解释为契约至少有两个重要含义。第一,作为签约人的企业参与者必须对自己投入企业的要素拥有明确的产权(财产所有权)。这一点意味着,明确的产权是企业存在的前提,没有个人对财产(包括物质资本和人力资本)的所有权,就不可能有真正意义上的企业;第二,企业是由不同财产所有者组成的,企业所有权显然不等于财产所有权。财产所有权是交易的前提,企业所有权是交易的方式和结果。

一个完备的契约指的是这样一种契约,这种契约准确地描述了与交易有关的所有未来可能出现的状态,以及每种状态下契约各方的权力和责任。对比之下,如果一个契约不能准确地描述与交易有关的所有未来可能出现的状态以及每种状态下契约各方的权力和责任,这个契约就是不完备契约。

财产所有权与产权是等价概念,指的是对给定财产的占有权、使用权、收益权和转让权,而企业所有权指的是对企业的剩余索取权(residual claim)和剩余控制权(residual rights of control)。剩余索取权是相对于合同收益权而言的,指的是对企业收入在扣除所有固定的合同支付(如原材料成本、固定工资、利息等)的余额(利润)的要求权。企业的剩余索取者也即企业的风险承担者,因为剩余是不确定的、没有保证的,在固定合同索取被支付之前,剩余索取者是什么也得不到的。剩余控制权指的是在契约中没有特别规定的活动的决策权。

如果契约是完备的,就不存在所谓的剩余索取权和剩余控制权,从而也就不

存在所谓的企业所有权问题。这是因为，一个完备的契约意味着所有的收益权和控制权都合同化了，没有剩余存在。正因为企业的契约是不完备的，才出现了企业所有权问题。进一步，契约的不完备性不仅意味着所有权问题的存在，而且意味着谁拥有所有权是重要的，企业所有权安排是所有参与人之间讨价还价的结果。

二、委托-代理理论的产生

在现代企业制度下，组织形式正发生巨大的变革。由于所有权和经营权的分离，支薪经理逐步取代所有者掌握企业的日常经营工作。拥有所有权的股东和掌握控制权的经理之间效用目标具有差异性，支薪经理所追求的目标是个人效用最大化，而经理效用最大化和股东利益最大化往往是不相一致的。经理不是企业的所有者，有可能利用手中的职权，以牺牲企业利润、损害股东的利益为代价，追求个人效用的最大化。为解决股东和经营者二者利益上的矛盾，激励和约束经理人员为股东的效用目标而努力，20世纪70年代，西方经济学家提出了委托-代理理论。

委托-代理理论认为，在社会分工日益广泛和深入的社会中，委托-代理关系是普遍存在的。在现代经济学中，委托-代理关系被视为一种契约。在这种契约下，一个人或一些人（委托人，principal）授权另一个人（代理人，agent）为委托人的利益从事某项活动，这不同于一般的雇佣关系，委托人授予代理人相当大的自主决策权，而且委托人很难监视和控制代理人的活动。在现代市场经济中，委托-代理关系大量地表现为股份公司中资本所有者和企业最高决策者（董事会或总经理）之间的关系。同时它也普遍存在于所有的组织和合作性活动中，存在于每一个管理层次上。现代代理理论主要研究现代企业中所有者与董事会和经理人员之间的委托-代理关系。对经理人员的激励与约束的研究，成为代理理论或激励理论研究的主体。

三、委托-代理理论的数学模型

我们设定委托人的效用函数为 U_1 ，代理人的效用函数为 U_2 ，代理人带来的绩效为 Q ，代理人的努力程度为 A ，委托人监督代理人的成本为 C ，委托人给代理人的报酬为 Y ，在经营过程中外界的状态变量为 I 。那么代理过程中的产出函

数为 $Q=Q(A, I)$ ，表示代理人的绩效由代理人的努力程度 A 和外界状态变量 I 所决定；代理人的报酬函数为 $Y=Y(Q)$ ，表示代理人的报酬取决于他的经营业绩。

假定委托人提出的报酬方案 Y 是给定的， I 的值对于代理人来说是可观察的。因此代理人的行为可以表示为 $A' = B(I, Y, C)$ ，其中 A' 是代理人效用 U_2 最大化时的最佳投入水平，它是状态变量 I 、委托人所付报酬 Y 和所支出监督成本 C 的函数。代理人的效用目标为： $\max U_2(Y, A, I, C)$ ，对于代理人来说努力程度 A 是可控的，它要视 Y 、 I 和 C 的情况而决定；委托人的效用目标为： $\max U_1\{[Y(Q), Q, A', I] - c\}$ ，说明委托人的效用水平是对代理人支付的报酬、代理人的经营业绩及最佳投入水平、外界状态变量这些因素相互作用之和减去监督成本之差的最大值。其中除报酬方案 $Y(Q)$ 和监督费用 C 以外，其余变量都是委托人不可控制的。因此，对于委托人来说，要解决的关键问题是如何确定对代理人的报酬形式 $Y(Q)$ 以及监督代理人方案及预算 C ，才能激励约束代理人采取最佳行为 A' ，以达到委托人自身效用最大化。另外，还有一个约束条件： $Y(Q) \geq U_2'$ ，即委托人给予代理人的报酬不能低于代理人可以从其它委托人提供的可供选择的同类任务中获取的最低报酬 U_2' ，即代理人的机会成本问题。

四、代理问题及代理成本

(一) 代理问题

代理问题主要是指在所有权与经营权的分离过程中，由于经营者与股东的利益存在一定的差异性，因此经营者在进行决策时就不是以股东利益最大化为最终目的，而是以自身利益最大化为最终目的，这样做的结果将会使得股东权益受到损害。

(二) 代理成本

代理成本是指委托人为了减少因代理问题而产生的损失所付出的成本，它包括委托人对代理人激励、监督、调整费用和剩余损失。一般来说，委托人要想在零成本下确保代理人采取使委托人效用最大化的决策是不可能的。即使每个代理人主观上想去这样做，但是由于事物发展的不确定性、可变性，代理人的决策也会偏离委托人效用最大化目标，这种偏离导致的委托人效用水平下降的货币等值，被称作为剩余损失，这也是代理成本的组成部分。

代理成本的大小跟经营权和所有权的分离程度有关，而后者又与股权的分散程度相关。股权越分散，经营权与所有权的分离程度可能性就越大，委托人的监督费用和可能的剩余损失也就越大。另外，委托-代理层次越多、范围越大，谈判和监督的费用就越高，代理成本相应越高。如果代理成本超过一定限度，那么委托人就会减少监督力度甚至放弃监督，从而公司可能出现“内部人控制”现象。在“内部人控制”的情况下，企业的经营目标主要受到经理人员意志与行为的影响，所有者对于企业的经营处于失控状态，面临很大的经营风险。

五、代理问题的解决途径

（一）让代理人成为剩余索取权的拥有者

代理成本来源于经营者不是企业剩余索取权的完全拥有者这样一个事实。如果让经营者成为完全的剩余索取权拥有者，可消除或减少代理成本，但这受到经营者自身财富的限制，举债筹资也许有所帮助。然而举债筹资可能导致另外一种代理成本。因为在有限责任制度下，经理会投资于风险过大的项目，成功了自己能获得更大的利润，失败了他可以让债权人去承受损失。当然这种损失，经理也要承担一部分，因为债权人也有其理性预期。因此，均衡的企业所有权结构是由股权代理成本和债权代理成本之间的平衡关系来决定的。让经营者（代理人）拥有剩余索取权，是降低代理成本的根本途径。

（二）利用市场竞争机制约束经理行为

在市场经济中，即使在所有权与控制权分离的情况下，由于存在着经理市场、产品市场和资本市场的竞争，经理所受到的压力是多方面的，这种压力使经理不敢过于偏离委托人的目标而为所欲为，从而使代理成本被限制在某一限度内，不可能无限制地增长。

（三）设计有效的激励约束方案

激励约束方案的设计，一是要依据企业经营业务的特点，决定是选择依据效果的合同还是选择依据行为的合同，二是要依据代理人的效用函数制定报酬合同。对于委托人来说，只有了解代理人的效用函数，才能投其所好有的放矢地调整对代理人的激励和约束条件，在尽可能满足代理人各项要求的同时实现委托人的效用目标。在委托人与代理人签订合同并实施之后，委托人必须对代理人的工作实施有效的监督和准确地评价，这是委托人对代理人实施奖惩决策的依据，从

而构成对代理人有效激励和约束的重要环节。只有有效地监督，才能防止代理人的欺诈或偷懒，只有准确评价，才能赏当其功、罚当其过，使奖惩真正起到激励约束作用。

(四) 改进和完善公司治理结构、强化股东对董事会的约束机制

在现代公司治理结构中，股东对董事有选举和罢免权，而董事会对经理有任免、监督和奖惩权。如果这种机制运转正常，则可起到对经理人员有效的激励约束作用。

第二节 企业风险承担理论

一、委托-代理带来的风险

在委托-代理关系下，委托人和代理人由于自身利益的影响，具有不同的追求目标。由于目标的差异性，决定了二者对于风险的态度也不相同。从机制上分析，代理人可能尽量避免风险，委托人则希望代理人能够敢于冒风险并承担风险，以实现其最大收益。

尽管代理人与委托人在追求目标与对待风险的态度方面存在差异，但如果信息对称、契约完全，那么风险对于委托人是存在的。在信息不对称的情况下，由于契约是不完全的，因此委托人是否面临风险则完全依赖于代理人的道德自律。对于委托人来说，由于代理人存在“道德风险”的可能性，即代理人在最大限度增进自身效用时有可能做出不利于委托人的行为。

这个“道德风险”主要表现在两个方面：一是偷懒行为，即代理人所付出的努力小于其所获报酬；二是机会主义行为，即代理人所付出的努力是为了增加自己而不是所有者的利益。

二、激励和风险的最优替代

激励问题是现代经济学的核心。有效的报酬结构能产生强大的激励效应，它也是现代企业的特征之一。一方面最优风险分担要求给经理提供固定报酬，另一方面委托-代理理论要求将经理报酬和经理的努力直接挂钩，但是由于经理投入的不可观察性和不可证实性，同时受到外部不确定因素的影响，这种最佳状态往往无法实现，因此，经理报酬只能和可测度的业绩指标相联系。

在一个典型的委托-代理问题中，所有者雇佣经理为他经营企业。按照前面的假设，企业的绩效 Q 取决于经理的努力程度 A 及外界的状态变量 I 。根据假设，经理对于努力的选择只有他自己才能观察到，因此一份使经理的报酬 Y 为努力程度 A 的直接函数的合约是无法强制执行的。相反，经理的报酬必须和已经实现的利润联系在一起，即 $Y=Y(Q)$ 。

这一模型提出了激励和风险分担之间的经典性替代。一方面，为激励经理努力工作，必须对他进行“高能”的激励，也就是说，使得 Y 对 Q 非常敏感；另一方面，为保护经理免遭风险，也有必要对他进行“低能”激励，也就是说，使得 Y 对 Q 不敏感。

依照委托-代理理论进一步分析，风险和激励的最优替代是：代理人增加了两类约束，第一类约束是代理人可能有其他机会获得某一保留效用水平，即为其他委托人服务的成本，委托人必须保证代理人至少能得到这一保留水平，这一类约束被称为参与约束；第二类约束是激励一致性约束，在委托人选择的激励方案既定的情况下，代理人将选择对自己最有利的行动方案，委托人无法直接决定代理人的行动，他只能通过激励-报酬机制的选择来影响代理人的行为。

三、报酬结构和业绩指标的选择

在现代企业中，经理的报酬由固定和变动的两部分组成。美国高级经理的报酬一般主要包括薪水、奖金及与股票有关的奖励组成。薪水是预先确定的，并在一年时间内是不变的。奖金的金额通常根据短期绩效（如本年的会计利润）来确定。与股票相关的奖励是长期的，这种激励与股票的市场价值联系在一起。

股东追求财富的最大化，在股票上的体现是股票市场价值的最大化。把对经理的激励与股票价值联系在一起，可以有效地保证双方利益。按照强式有效市场假设，一个有效的资本市场能够有效地传递信息，股票价格充分反映了每个市场参与者的私人信息。根据这一假设，市场对于企业各种变化的反应是衡量企业在创造价值的过程中努力投入的最好指标。在这种条件下，激励方案的设计应使企业的股票市场价值最大化。

但是，现实中的市场并没有达到如此理想的境界。中国的市场基本处于弱型有效及半强型有效之间，企业经理和投资者之间存在者信息的不对称性。企业经理对于自身企业赢利能力的了解多于市场，在这种情况下，股票的市场价值不能

准确反映企业的实际价值。而且股票价格受到企业业绩以外的其他因素的影响，如凯恩斯所说的“动物精神”、政治和其他宏观经济因素等。这些系统风险是股票价值信号中噪音的主要来源，对企业来说是不可控制的，会进一步削弱股价反映企业业绩的敏感程度。而且，在激励唯一由股票价值决定的情况下还会出现新的道德风险问题。经理可以通过对投资对象的选择来左右市场对企业前景的推断，如减少在人力资本和 R&D 上的投资，增加在市场可观察到的项目上的投资。

股票价格作为业绩指标具有一定的局限性，企业在设计经理报酬方案时也可以采用会计赢利作为业绩指标。股票收益只是对未预料到的企业业绩的测度，而会计赢利则是可衡量已预期到的绩效和未预期到的绩效。但是，与股价指标相比，会计赢利所反应的各种因素更易被经理所操纵。在采用会计指标的情况下，当经理的奖金达到上限时，他们会调低帐面赢利水平；当企业的赢利水平低于领取奖金所需的最低赢利水平时，经理们也会调低帐面利润。短期的会计指标无法克服经理们玩数字游戏的问题。如果采用长期的会计标准来决定报酬，会计指标可能比股价指标更加有效，因为在长期内，会计业绩指标中的一些噪音会逐渐消失。

会计赢利指标和股价指标的采用以及两者在经理人员报酬方案中的相对权重问题的关键，还在于两者在业绩测度上的准确性，这便是信息揭示原理。

从以上分析可以看出，经理激励报酬的最佳设计涉及风险分担合约和激励合约之间的平衡，而激励合约的有效性又取决于绩效指标揭示信息的效率。

第三节 人力资本产权理论

人力资本产权是人力资本所有者为获得收益对自己所拥有的人力资本加以利用或处置的权利，包括人力资本的占有权、使用权、处置权和收益权等。与物质资本产权相比，它的特殊之处在于：人力资本是一种“主动性资产”，它天然归个人所有（周其仁，1996），人力资本产权一旦受到伤害，人力资本就会急剧贬值，甚至降低到零。这一特征就决定了对人力资本所有者只能激励而不能压榨。随着现代市场经济的发展，人力资本在企业价值创造中的地位和作用日益突出，特别是企业经营者，要承担市场开拓、技术创新、管理创新和制度创新的重任，他们是企业的核心资源，是“唯一性资源”。他们的积极性、创造性的发挥，将直接影响到企业其他资源功能的发挥，其人力资本的质与量无疑会关系到企业竞

Degree papers are in the "[Xiamen University Electronic Theses and Dissertations Database](#)". Full texts are available in the following ways:

1. If your library is a CALIS member libraries, please log on <http://etd.calis.edu.cn/> and submit requests online, or consult the interlibrary loan department in your library.
2. For users of non-CALIS member libraries, please mail to etd@xmu.edu.cn for delivery details.

厦门大学博硕士学位论文摘要库