

学校编码: 10384

分类号 _____ 密级 _____

学号: 14320051300852

UDC _____

厦 门 大 学

硕 士 学 位 论 文

我国上市公司虚拟股票期权激励机制研究

——基于 EVA

Study on incentive mechanism of phantom stock option in

Chinese Listed Companies —— Based on EVA

杨胜乐

指导教师姓名: 于艳萍 副教授

专 业 名 称: 劳动经济学

论文提交日期: 2008 年 4 月

论文答辩时间: 2008 年 5 月

学位授予日期:

答辩委员会主席: _____

评 阅 人: _____

2008 年 4 月

厦门大学学位论文原创性声明

兹提交的学位论文，是本人在导师指导下独立完成的研究成果。本人在论文写作中参考的其他个人或集体的研究成果，均在文中以明确方式标明。本人依法享有和承担由此论文产生的权利和责任。

声明人（签名）：

年 月 日

厦门大学学位论文著作权使用声明

本人完全了解厦门大学有关保留、使用学位论文的规定。厦门大学有权保留并向国家主管部门或其指定机构送交论文的纸质版和电子版，有权将学位论文用于非赢利目的的少量复制并允许论文进入学校图书馆被查阅，有权将学位论文的内容编入有关数据库进行检索，有权将学位论文的标题和摘要汇编出版。保密的学位论文在解密后适用本规定。

本学位论文属于

1、保密（ ），在 年解密后适用本授权书。

2、不保密（ ）

（请在以上相应括号内打“√”）

作者签名：_____

日期： 年 月 日

导师签名：_____

日期： 年 月 日

摘要

对管理层的激励问题历来是理论界和企业界研究的主要课题。股票期权是典型的长期激励措施，具有传统薪酬制度无法比拟的优越之处，相对有效地降低了股东——经理之间的委托代理成本，解决了企业“内部人控制”问题，将经理人员的长期薪酬与公司股东的长期利益保持一致。但由于股票期权的激励作用会受到股市有效性的很大影响，因此，基于目前我国股市的弱式有效性，笔者提出了用虚拟股票期权代替股票期权，并引入经济附加值（EVA）的绩效考核指标体系，对经理人员的工作绩效进行合理考核，构建了一种新型的企业经理人员激励机制——基于 EVA 的虚拟股票期权激励机制模式。

如何有效的设计虚拟股票期权的激励方案，是虚拟股票期权的核心问题。本文从虚拟股票期权激励机制的设计目标及原则入手，逐一对激励的对象与数量、期权的估值、奖励基金的提取、“内部价格”与行权价格的确定、各交易环节、期权的管理进行了详细的分析与设计，并将虚拟股票“内部价格”与 EVA 的环比增长相结合，将虚拟股票期权激励基金提取的比例与期权的公允价值相挂钩。

最后，通过对我国山东高速股份有限公司实行虚拟股票期权的实践效果进行分析，进一步论证了虚拟股票期权在我国实施的可行性和必要性，并且对该计划提出了富有建设性的改进意见。

关键词：虚拟股票期权；经济附加值；内部价格

Abstract

The incentive mechanism of executives has always been a main issue in academic and business circle. Stock option is a typical long-term incentive mechanism whose advantages traditional compensation system could not match. It relatively and effectively reduces the commission-agency costs between shareholders and executives, solves the “internal control” problem and makes the long-term interests of executives and shareholders keep consistent as much as possible. However, the incentive effect of stock option is greatly impacted by the effectiveness of stock market. In view of the weak stock market in China, this paper advises that stock option should be replaced with phantom stock option, introduces the economic value added (EVA) performance evaluation index system, and builds a new incentive model of phantom stock options based on EVA.

How to design an effective incentive mechanism of stock option is a core issue of phantom stock options plan. This paper starts from the objectives and principles of phantom stock option, and makes a detailed analysis and design of awarded targets and number of PSOP, the stock option evaluation, the extraction of incentive fund, the determination of “internal price” and excise price, transactions procedure in PSOP and the management of PSOP. In the same time, this paper combines the “internal price” and the growth rate, connects the extraction rate of incentive fund and the fair value of the stock option.

Finally, this paper analyzes the practical effect of phantom stock option plan in the high-speed Co., Ltd. Shandong, further demonstrates that the feasibility and necessity of the phantom stock option plan in our country, and put forward a number of constructive suggestions.

Key words: Phantom stock options; Economic value added; Internal price

目 录

第一章 导论	1
第一节 选题的背景与意义	1
第二节 股权激励理论基础	3
第三节 股权激励文献综述	6
第四节 研究思路与框架	11
第五节 创新与不足	12
第二章 虚拟股票期权相关概念的界定及有效性分析	13
第一节 虚拟股权激励相关概念界定	13
第二节 虚拟股票期权的有效性分析	16
第三节 本章小结	22
第三章 虚拟股票期权计划中 EVA 绩效评价指标的引入	23
第一节 EVA 绩效评价指标	23
第二节 EVA 指标同现有财务指标的比较分析	24
第三节 EVA 指标的成本与效用分析	26
第四节 本章小结	29
第四章 虚拟股票期权激励机制的设计	31
第一节 激励对象与数量的确定	32
第二节 虚拟股票期权估值及奖励基金的提取	35
第三节 虚拟股票期权“内部价格”与行权价格的确定	41
第四节 虚拟股票期权激励计划的交易环节	43
第五节 虚拟股票期权的管理	47
第六节 本章小结	52
第五章 我国企业实施虚拟股票期权计划的案例分析	53
第一节 企业背景及激励方案介绍（山东高速 PSOP）	53
第二节 企业虚拟股票期权计划实施效果分析	56
第三节 企业虚拟股票期权计划的建议	58
参考文献	60
后记	63

Contents

Chapter1 Introduction.....	1
1.1 Background and significance of this research	1
1.2 Theoretical basis of stock option.....	3
1.3 Literature review of stock option	6
1.4 Ideas of research and structure of this paper	11
1.5 Innovations	12
Chapter2 Definition of concepts and effectiveness analysis	13
2.1 Definition of relevant concepts of PSOP	13
2.2 Effectiveness analysis of PSOP.....	16
2.3 Summary	22
Chapter3 Index of EVA performace evaluation.....	23
1.1 Index of EVA performace evaluation.....	23
1.2 Comparative analysis of EVA index and financial index	24
1.3 Cost-utility analysis of EVA index.....	26
1.4 Summary	29
Chapter4 Design of PSOP incentive mechanism	31
1.1 Incentive target and numbers	32
1.2 Valuation of phantom stock option and Extraction of incentive fund.....	35
1.3 The determination of "internal price "and excise price	41
1.4 Transactions procedure in PSOP	43
1.5 Management of PSOP	47
1.6 Summary	52
Chapter5 Case analysis on PSOP in China	53
1.1 Business banckground and incentive programme.....	53
1.2 Analysis of effectiveness of PSOP.....	56
1.3 Suggestions	58
Reference.....	60
Postscript	63

厦门大学博硕士学位论文摘要库

第一章 导论

第一节 选题的背景与意义

人类自从进行生产经营以来，伴随着所有权和经营权的分离，所有者和经营者逐渐开始分化为具有不同目标函数的利益集团。伴随着企业的不断发展，一些经典理论（如委托代理、产权激励理论）也得到空前进步。继而出现的“产权经济新概念”，又把产权概念提升到了“使用消费某些资产，从这些资产中取得收入和让渡这些资产的权力或权利的总和”的高度，从而股权激励应运而生。

股权激励，在西方又称为股权薪酬（Stock-Based Compensation），是产权激励的一种形式，指以企业发行的股份或相似的权益性工具为支付手段的薪酬。股票期权制度使管理层的个人收益成为公司长期利润的增函数。管理层不仅要关心公司的现在，更要关心公司的未来。两者之间的逻辑关系可以用下述链条来表示：管理层股票期权计划给予管理层期权——管理层努力工作，实现企业价值最大化——企业股价上升——管理层行使期权获益。

股票期权是典型的长期激励措施，具有传统薪酬制度无法比拟的优越之处。在 20 世纪 80 年代后期，股票期权薪酬开始在美国兴起，上世纪 90 年代末达到高潮。在标准普尔 500 公司中，1998 年有 97% 的公司向其高管人员授予了期权，而 1992 年这一比例是 82%。此外，标准普尔 500 公司中的 CEO 们在 1998 年获授期权的价值（以授予日期权价值计算）占总薪酬的比例是 40%，而 1992 年这一比例仅为 25%。股票期权日益成为公司高级雇员重要的薪酬形式。

股票期权可以有效的降低股东——经理之间的委托代理成本，解决“内部人控制”问题。公司股东与经理人之间是一种委托——代理关系。公司股东为了监督代理人的行为，必须付出相应的成本。由于信息不对称，在股东和代理人之间的博弈过程中，股东无法对管理层进行有效监督，这就导致“内部人控制”等问题的产生。而股票期权制度通过将管理层的薪酬与公司的长期业绩结合起来，让经理人分享剩余索取权，实现经理人决策行为的长期化，从而降低代理成本。并且由于经理人的利益与股东长期利益的一致性，“内部人控制”问题便迎刃而解。

但是，辩证唯物主义的“两点论”告诉我们，股票期权不可能是完美无缺的。股票期权制度的理论前提是，业绩与股价存在高度相关。然而，这种高度相关的

证券市场只存在于强式市场中，在现实生活中，证券市场大多是弱式市场，在弱式市场和半强式市场中，股价与公司业绩并不完全相关。有研究表明^①，美国股市仅仅达到了弱式有效，但也有研究认为美国股市已经达到半强式市场。金融投资领域的泰斗巴菲特在被问及股票期权制度问题时，说：“是的，这是企业界干的最愚蠢的事情之一，但是我们没有办法。”“如果股市很旺，没有大脑的人也会获利。即使你的能力十分低下，但当利率大幅下调时，你根本无需提高企业的水平就能赚到大钱……在这种情况下，谁也不应该得到奖励”。^②我国有学者研究认为，我国股市甚至连弱式有效都不具备^③。也有人认为，我国股市已具备弱型效率^④。不管结论如何，都达不到投资人和企业经理人之间的完全信息对称，业绩与股价之间的相关也是不完全的。

虽然关于股票期权的争论很多，但是还没有哪一个国家愿意离开这一制度。为了消除股票期权的缺陷，西方发达国家的企业进行了大量积极有益的探索，提出了掉期期权、业绩股份、虚拟股票期权、虚拟股票、影子股票等激励方式。在我国，股票市场还是一个新兴的市场，这个市场是弱效率甚至是无效率的，股价同公司的经营业绩相关程度很低。因此，基于目前我国实行股票期权的政策环境、外部市场、内部管理等方面都处于发展和完善阶段，完全照搬实施国外股票期权激励的时机还不成熟。结合我国的实际情况和对股权激励机制本身进行深入而全面的分析，在当前我国资本市场等诸多股票期权发展所需环境不太完善的背景下，笔者认为：设计出一套比较系统、切实可行的股权激励方案——虚拟股票期权计划，才具有重要的现实意义。

不管是股票期权还是其衍生形式，在授予时都要涉及到对公司业绩的评价问题。该业绩的评价是决定是否授予、如何授予的重要依据。评价虽然是针对过去，但其指向却是面向未来的。股价与收益作为两种主要的业绩评价指标，其作用历来引起争论^⑤。所以，在设计虚拟股票期权计划方案时，应该以公司“内部因素”来衡量公司的经营业绩和评价高管人员的个人表现，来确定虚拟股票的内部价格。于是，本文中笔者引入了基于经济附加值（EVA）的绩效考核指标和方法。

作为股票期权的一种衍生和变通形式——虚拟股票期权，在国外的应用已经

^① 胡朝霞. 中国股市弱式有效研究, 投资研究[J]. 1998年第1期, 第29页。

^② 胡俞越. 经理层革命[M]. 北京: 中国财政经济出版社, 第165~166页。

^③ 俞乔. 市场有效、周期异常与股价波动[J]. 经济研究, 1994年第9期。

^④ 陈小悦等. 中国股市弱型效率研究[C]. 中国会计问题国际研讨会论文集, 第41~57页。

^⑤ Willian Scott: Financial Accounting Theory[M]. Prentice-Hall International, Inc, 1997: 276~278。

比较成熟。我国从上世纪 90 年代开始便引入了股票期权制度，并且也取得了一定的效果。但是，基于目前我国的经济环境以及制度约束，股权激励的发展受到一定限制。于是，在诸多不成熟因素影响的情况下，虚拟股票期权激励机制的适时引入，不失为一条可行之道，如 1999 年“上海贝岭”（600171）的虚拟股票期权案例曾一度成为佳话。

第二节 股权激励理论基础

一 委托——代理理论

委托——代理理论指出：由于委托人与代理人的目标函数不一致以及信息不对称，会导致代理人的懒惰及机会主义行为，使激励——约束代理人成为必要。企业被视为一系列契约的组合，这种契约用来描述与交易相关的未来可能状态及每种状态下契约各方的权力和责任。在这种契约下，一个人或更多的人（委托人）会聘用另一人（代理人）代表他们履行某些职能，包括把某些决策权托付给这个人（Jensen, 1998），这就形成所谓的委托——代理关系。

代理理论认为，在理性经济人假设的前提下，委托人（股东）和代理人（经营者）都会追求自身效用的最大化。由于属于不同的利益阶层，所站的角度不同，便产生了委托人的目标与代理人行为目标的不一致性；由于代理人的行为和努力程度难以观察，他在最大限度增进自身效用时，就可能会做出不利于委托人的行为，这就产生了所谓的“道德风险”，表现为“偷懒”和“机会主义”两种现象。为了解决这一问题，使代理人的行为不偏离委托人的利益最大化目标，委托人就必须设计一种激励——约束机制，激发管理层的积极进取精神。

在现代公司制企业中，由于所有权与经营权的分离，企业经营者或经理就是企业所有者即股东的代理人，掌握企业的控制权来经营管理企业。但以哈特为代表的现代契约理论进一步提出了不完备契约的概念，认为人是有限理性的，在信息不对称的情况下，受到未来的不确定性等因素的影响，一个完全的契约是不可能的和不现实的。因此，德姆塞茨等人认为，要防止代理人偷懒现象的发生，就要使企业的剩余分配最大可能地同经营者的努力相对应。对经营者而言，最有力的激励就是让代理人拥有企业经营的部分剩余索取权，让经营者与股东共同分享剩余并分担风险，而不是仅领取固定工资。经营者股票期权就是这样一种旨在解

决委托人和代理人矛盾的制度安排,它使经营者的补偿收入与企业的经营业绩相挂钩,以股票增值使经理获取企业的部分剩余索取权,从而使委托人与代理人即股东与经理的目标函数趋于一致,形成利益与风险的共同体,降低代理成本,实现对经营者的长期激励并促进企业的长期发展。

二 激励理论

激励理论按其研究的层面可分为内容型激励与过程型激励理论。内容型激励理论,也被称为需要理论,主要包括:马斯洛(A. H. Maslow)的层次需求理论、麦格雷戈(Douglas Mc Gregor)的X理论与Y理论和赫茨伯格(Fredrick Herzberg)的激励——保健理论等。

内容型激励理论中以马斯洛(A. H. Maslow)的层次需求理论最广为人知。亚伯拉罕·马斯洛(A. H. Maslow)在1943年出版的《调动人的积极性的理论》一书中提出了层次需求理论。他认为,需求是人类行为的积极的动因和源泉。需求引起动机,动机驱动行为。因此,弄清了人类的基本需求结构或层次,就可使得“经理人股票期权激励及其保障机制研究”很好的说明、解释、预测和控制人类的行为。每个人都有五个层次的需求,按照由低到高的顺序依次为:生理需求、安全需求、社会需求、尊重需求和自我实现需求。当某一种需求没有满足的时候,人们就会去追求它,产生一种内驱力。另外,他还将五种需求划分为高和低两级。前两个层次是低级需求,后三个层次是高级需求。高级需求通过内部得到满足,低级需求则主要通过外部得到满足。需求层次理论简单明了,富于逻辑性,从而受到大家欢迎,但是由于缺乏实证支持,从而存在一定的局限性。

双因素理论是美国心理学家赫茨伯格于1959年提出来的,全名叫“激励——保健因素理论”。传统理论认为,满意的对立面是不满意,而据双因素理论,满意的对立面是没有满意,不满意的对立面是没有不满意。因此,影响职工工作积极性的因素可分为两类:保健因素和激励因素,这两种因素是彼此独立的并且以不同的方式影响人们的工作行为。所谓保健因素,就是那些造成职工不满的因素,它们的改善能够解除职工的不满,但不能使职工感到满意并激发起职工的积极性。它们主要有企业的政策、行政管理、工资发放、劳动保护、工作监督以及各种人事关系处理等。由于它们只带有预防性,只起维持工作现状的作用,也被称为“维持因素”。所谓激励因素,就是那些使职工感到满意的因素,惟有它们

的改善才能让职工感到满意，给职工以较高的激励，调动积极性，提高劳动生产效率。它们主要有工作表现机会、工作本身的乐趣、工作上的成就感、对未来发展的期望、职务上的责任感等等。

过程型激励理论主要包括强化理论、目标设置理论、期望理论与公平理论等，其中最具影响力的理论是期望理论。在马斯洛和赫茨伯格研究的基础上，美国心理学家维克多·弗鲁姆（Victor Vroom, 1964）在其《工作与激励》一书中提出了期望理论。期望理论认为，当人们预期某种行为能带给个体某种特定的结果时，而且这种结果对个体具有吸引力时，个体就会倾向于采取这种行动。它包括三项变量：期望或努力——绩效的联系，即个体感觉到通过一定程度的努力而达到工作绩效的可能性；手段或绩效——奖赏的联系，即个体对于达到一定的工作绩效后即可获得理想的奖赏结果的可能性；效价或奖赏的吸引力，即如果工作完成，个体所获得的结果或奖赏对个体的重要性程度，与个人的目标 and 需求有关。因此，这种理论的关键在于要弄清个人目标与以上的三种联系。

作为以上三种种广为人知的理论，它们都对现实的激励契约设计具有重大的指导意义。层次需求理论指出了不同人有不同的需求，应当根据个体的真实需求来设计不同的激励方案。经理人的需求主要集中于：社会需求、尊重需求和自我实现需求等。他们渴望通过努力取得业绩，渴望得到社会的承认，渴望实现自我。让经理人参与企业剩余收益分享，体现了对人力资本能力的尊重，体现了经理人作为一个阶层对社会的贡献所得到的承认。将对经理人的这种需求的满足（奖赏），与股东价值的增加（目标）联系起来，再通过资本市场完成激励过程，就是管理层股票期权激励机制的完整思路。

三 人力资本理论

人力资本（Human Capital）是指通过对人力资本投资而形成的体现于人身上的能够带来价值增值的生产知识、技能和良好的身心素质的价值。人力资本的特殊性在于，人力资本不是指人本身，而是指人具有的知识、技术、能力和良好的身心素质等质量因素。但是人力资本又与人的身体不可分，活的肉体是人力资本的唯一载体。因此，在现代企业中，存在着以所有者所拥有的财务资本和以经营者所拥有的人力资本两种资本。人力资本的根本特征是能够带来价值增值。舒尔茨（1971）认为：“人力资本是一种严格的经济学概念……它之所以是一种资

本是因为它是未来收入或满足、或未来收入或满足的来源。”在企业的两种不同资本中，人力资本保证了企业中非人力资本的保值、增值和扩张。既然我们承认经营者具有人力资本属性，也就必然承认经营者所具有的人力资本价值和由此所拥有的产权，并以此作为虚拟股票期权激励机制的核心，就明确了虚拟股票期权激励机制的作用机理。

虚拟股票期权计划作为一种激励机制，是对劳动和知识的尊重，能够充分调动人力资本的积极性和创造性。虚拟股票期权是让异质型人力资本^①参与剩余索取权的分配，是对传统薪酬制度的变革，是对异质型人力资本产权价值的确认。虚拟股票期权计划让人力资本所有者拥有企业的虚拟股票，使其成为企业的虚拟所有者，从而对于人力资本所承担的风险进行了补偿，并实现了让人力资本所有者自己监督自己的目的，解决了人力资本使用权和所有权分离所产生的使用价值“折扣”问题。虚拟股票期权计划通过收益与股票“内部价格”挂钩、报酬与时间挂钩的方法，使人力资本收益与企业价值紧密相关，从而，使人力资本所有者和企业所有者目标一致^②。

第三节 股权激励文献综述

一 国内研究现状

在实施股票期权制度的必要性研究上，我国学者张维迎（1995）^③从企业成员的“权重”角度阐释了经营者最适于拥有剩余索取权。剩余索取权应尽可能分配给企业最重要、最具有信息优势、最难以监督的成员，因为如果不给他们正式的剩余索取权，他们所拥有的非正式的权利会导致资源配置更大程度的扭曲。叶陈刚、李相志和闫爱明（2007）^④认为股票期权和控制权的边际效用都是递减的。在效用相等的情况下，股票期权效用是可以对控制权效用进行替代的，这也就意味着在企业经营者股票期权效用不断增加的同时，可以减少企业经营者对控制权效用的需求。因此，如果能合理利用企业经营者股票期权激励方案对企业经营者

^① 人力资本的边际受益呈现出从缓慢增长到快速增长到递减最后直至为零的动态发展变化过程。因此我们把人力资本具有边际受益递增的部分称为异质型人力资本，边际受益具有递减的人力资本成为同质型（普通型）人力资本。在本文中我们采用高中及高中以上的劳动者的人力资本存量来度量异质型人力资本。
<http://baike.baidu.com/view/542644.htm>

^② 蔡启明、钱焱. 股票期权理论与实务[M]. 上海: 立信会计出版社, 2004年3月第1版, 第26页.

^③ 张维迎. 企业的企业家—契约理论[M]. 上海: 上海人民出版社, 1995年第1版, 第132页.

^④ 叶陈刚、李相志、闫爱明. 股票期权激励及其对控制权激励的替代分析[J]. 财会月刊, 2007年7月.

进行激励,在维持企业经营者激励效用不变的前提下,可以优化激励机制结构。这对提高企业经营效果、保护股东权益、完善公司治理结构、促进现代企业制度的建立,都具有重要的现实意义。

在股票期权激励计划与公司绩效相关性的实证研究中,一直存在着两种截然不同的结论。一方面,周建波、孙菊生(2003)^①考察了经理持股动态变化的原因及其后果。通过分析34家上市公司2001年的数据,他们发现对于成长性较高的公司,经理持股的增加对于公司每股收益的增加具有显著积极的影响。研究的实践性结果表明,经理持股的激励功能表现出强烈的时间特征,经理持股与公司业绩的关系随着时间的推移不断强化。但是,上述研究在模型的建立上对控制变量的考虑还是有所欠缺,他们没有考虑公司行业属性对经理持股激励功能的影响。谢军(2006)^②随机抽取深圳证券交易所上市的309家上市公司的2003年的数据,通过检验经理持股与公司绩效(净资产收益率)的经验关系,计量了经理持股的激励功能。研究发现,经理持股对公司绩效具有显著的积极影响;即使在控制了经理现金报酬、企业规模和行业属性的影响之后,这种显著性仍然存在。

而另一方面,在谌新民、刘善敏(2003)的研究结论中,他们通过调查了1036家上市公司管理层的任职状况、报酬结构与企业绩效之间的经验关系,表明经理持股与企业业绩存在显著弱相关关系,两职兼任的管理者持股与经营业绩不存在显著的相关关系。他们对公司规模和行业效应的控制是通过对各个亚样本(按规模和行业分组)分别进行计量分析来实现的。李玲(2006)^③选取了我国的实际数据为样本,运用实证分析验证我国上市公司不同类型管理层薪酬和持股与企业绩效之间的关系,结论表明,我国上市公司管理层薪酬和持股激励效应存在着较大的行业性差异,并提出不同行业企业应该根据自身特点选择不同的薪酬激励和股权激励,使其激励效应最大化。

在对我国企业实施股票期权的制度环境进行的研究中,孙建强、马利敏(2005)^④专门研究了我国民营企业实施股票期权制度的障碍问题。他们认为,我国民营企业在实施股票期权制度上,不仅存在外部环境障碍:如资本市场有效性弱、相关法律法规不健全、没有开放的职业经理人市场等,而且自身也存在障

^① 周建波、孙菊生. 经营者股权激励的治理效应研究[J]. 经济研究 2003 年第 5 期.

^② 谢军. 公司内部治理机制的透视[M]. 北京: 人民出版社, 2006 年 8 月第 1 版, 第 124 页.

^③ 李玲. 管理层薪酬和持股激励效应的行业性差异分析[J]. 中央财经大学学报, 2006 年第 4 期.

^④ 孙建强、马利敏. 民营企业实施股票期权的思考[J]. 商业研究, 2005 年第 8 期.

碍,如民营企业上市的少,企业管理上难以实现制度化,家族式的管理则限制了经理人的选择范围。

在实施股票期权计划各种模式的比较研究中,刘鹏(2001)^①通过对国内实行股票期权各种模式的利弊进行比较,指出在我国目前条件下,实行虚拟股票期权模式是比较理想且比较现实的选择。蔡辉、葛继红(2004)^②通过分析实行股票期权激励方案在公司治理结构方面的要求以及我国上市公司实行该激励方案遇到的障碍,提出了可以用虚拟股票激励方案替代股票激励方案的观点,并分析了在我国上市公司中实行的可行性。谭轶群、刘国买(2006)^③分析了亚式期权的激励特性及其对经理人员的激励作用。通过与标准期权的对比研究发现,亚式期权^④价值对股票价格的敏感性(用 delta 系数表示)大于标准期权,对股票价格波动率的敏感性(用 vega 系数表示)小于标准期权。他们认为,采用亚式期权有利于激励经理努力工作,提高公司经营业绩,推动股票价格上涨抑制经理冒险投机行为。

二 国外研究现状

在使用股票期权激励的必要性和可行性的研究中, Berle , Means (1932)^⑤在分析了美国 200 多家大公司的所有权结构后,得出公司所有权结构的广泛分散和只拥有少量股权的管理层对公司具有控制权,是现代公司的两大特征,认为在所有权与控制权分离的情况下,公司资源可能被用来最大化管理层的利益而不是股东的利益。Jensen, Meckling (1976)^⑥提供了一个有关经理持股激励功能的经典分析,他们的核心思想是,经理持股比例的增加会减轻代理冲突(源于经理与股东的利益背离)所造成的复利损失。如果经理拥有企业剩余索取权的 100% 的话,其管理行为的最优决策就处在这么一个均衡点上:企业资源的额外一元钱的支出所带来的边际效用(金钱和非金钱)等于额外一元钱购买力的边际效用。

^① 刘鹏. 构建中国式股票期权激励模式[J]. 中外企业文化, 2001 年第 11 期.

^② 蔡辉、葛继红. 我国上市公司虚拟股票期权激励方案研究[J]. 现代管理科学, 2004 年第 4 期.

^③ 谭轶群、刘国买. 亚式期权激励特性及其对经理的激励效用分析[J]. 武汉理工大学学报(信息与管理工程版), 2006 年第 4 期.

^④ 亚式期权实际上是对标准期权的一种创新,与标准期权的共同点在于它们都只允许其投资者在到期日执行期权合约,不同的是亚式期权的损益取决于有效期内的作为标的资产的股票价格的算术平均值或几何平均值。因而,亚式期权有明显的路径依赖特征,该特征也导致其定价远比标准期权复杂。

^⑤ Adolf A. Berle and Gardiner C. Means: The Modern Corporation and Private Property [M]. New York: Harcourt, Brace & World, [1932] 1968.

^⑥ Jensen, M. C., and W. H. Meckling: Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Cost and Ownership Structure[J]. Journal of Financial Economics, 1976(3), 305-360.

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.

厦门大学博硕士论文摘要库