

对经理人员实行股权激励的理论与实践分析

黄慧馨, 伍利娜

(北京大学 光华管理学院, 北京 100871)

摘要:对经理人员进行股权激励具有较为完善的理论基础。对目前我国经理人员对激励方式的偏好与选择进行实践研究证明:对经理人员实行股权激励具有重要的意义;在现阶段的激励效果还受到我国资本市场的弱有效率、经理人员收入偏低、中国特有的文化传统等因素的影响。在现阶段,企业对经理人员实行股权激励要注意自身的条件并选择恰当的形式。

关键词:经理人员; 股权激励; 实践研究

中图分类号: F279.23

文献标识码: A

文章编号: 1009-3370(2005)02-0037-04

现代企业制度要解决的主要问题之一就是激励问题,即在制度上协调员工、经营者与所有者之间的目标不一致与利益冲突,并最终解决企业发展的根本动力问题。

在过去的20年间,西方企业的激励制度出现了一些积极的变化,最明显的就是对经理人员实行股权激励(如股票期权计划),这些激励方式在西方的实践中取得了巨大的成功。这一现象在国内的理论界与实务界引起了广泛的关注:对我国的经理人员实行股权激励是否也会取得同样的效果呢?

本文将从理论与实践两方面对这一问题进行探讨。

一、对经理人员实行股权激励的理论分析

现代公司制度建立以后,公司内部的高级管理人员与公司股东之间存在的委托-代理关系导致了公司具有决策权的高级管理人员与公司股东之间一种固有的利益冲突,即:在公司高级管理人员的个人利益与股东利益出现冲突时,高级管理人员可能会牺牲股东利益以牟取私利;在公司的长远利益与个人短期利益之间出现冲突时,高级管理人员可能会为了个人的短期利益而牺牲公司长远利益。

解决委托-代理关系所产生的这种高管人员与股东之间利益冲突有两种思路,一是设计出一些操作方案来解决这一问题。通常采用的方法是建立一套符合股东利益的业绩评价指标体系,并使高级管理人员的报酬与这些指标相联系。另一种思路是:消除这种问题产生的根源,从而不让这种问题产生。具体的作法就是让管理人员也成为股东,其原理在于:把管理人员拉到股东的这条船上,让管理人员与股东一样关心“船”的安危、行驶状况与发展的航向。对经理人员实行股权激励就是第二种思路的产物。具体的形式有经理人员持股、期权与股票期权等。

对企业经营者实行股权激励的主要理论基础包括人力资本的相关理论与企业家的剩余索取权与剩余支配权分配理

论。

现代人力资本理论认为,人力资本是一种“主动资产”,是由产权所有者完全控制,其特点决定了与之相关的企业契约(这里主要是指企业的所有者与具有决策权的高管人员之间的契约)不可能在事先规定一切,而必须保留一些事前说不清楚的内容由激励机制来调节。这就是说,人力资本需要激励,激励的内容是把人力资本开发利用的信号(现时的或预期的),传导给有关的个人(比如经理人员),由相关个人决定在何种范围内、以多大的强度来利用其人力资本。也就是说,人力资本的努力供给是由激励机制的安排和执行来决定的。激励不足,人力资本就会努力不足,人力资本的产权就处于“残缺”状态。周其仁教授说:“人力资本的运用只可激励而无法‘挤榨’”。尤其是对经理人员来说,其才能属于个人,才能的发挥甚至事后都难以监督和计量,如果激励不足,经理人员的才能就会“供应不足”,或供应质量不高。

因此,如何激励经理人员充分发挥其才能就变得至关重要了。人力资本理论中提出的解决方案之一就是使经理人员拥有剩余索取权与剩余支配权。剩余索取权和剩余支配权体现着企业契约人对企业剩余的占有和控制权的分配。在收益分配的优先序列上,剩余索取权体现为对剩余收益与剩余财产的“最后的索取”;控制权主要表现在拥有投票权上,拥有投票权也就拥有契约中没有说明的事情的决策权。

企业家的剩余索取权与剩余支配权分配理论认为:建立在契约基础上的企业经营目标是剩余最大化。因为任何一种出资者与经营者的契约都是事前的,它只能预见到一些约定的因素和可预见性事件带来的收益,对于不确定性因素导致的结果则是无法预见的,即留给企业经营者的寻求剩余的范围通常是不可预见的,需要留给他们去挖掘其潜力以尽可能地增加企业“剩余”,也就是说,企业得到的剩余要取决于经理人员非常规性的挖掘和开创性的努力。激励效果越好,剩余就可能越大。因此,在现代企业中,剩余最大化是最有效率的。

收稿日期:2005-03-03

作者简介:黄慧馨(1964—),女,副教授,博士。Email:hhx@gsm.pku.edu.cn

在一个没有经营者剩余索取权和剩余支配权的企业契约中,这种最大化率一般不太可能产生,因为它忽视了对产生和创造剩余的直接承担者的激励。

这种理论还认为:现代股份公司是能力与财力之间的一种合作,最优的安排一定是经理与股东之间的剩余分享制,这种分享制是股东剩余索取权和剩余支配权的一种让渡,其具体的主要体现形式之一就是让经营者持有公司的股份,目的是调动经理人员的工作积极性,

二、对我国经理人员实行股权激励的实践分析

从前面的理论分析上看,对企业的经理人员实行股权激励对于解决现代企业中的委托-代理问题、很好地激发企业高管人员开发其潜能具有重要作用。从国外的实践情况来看,这种激励方式也取得了巨大的成功。那么,将股权激励引进我国,是否也能很快地从根本上解决经理人员的激励问题、解决我国建立现代企业制度以后的委托-代理问题、解决经理们决策过程中可能产生的短期利益与长期利益之间的矛盾等问题?企业经理们对股权激励方式的认可程度如何呢?

为了回答这些问题,本文采用问卷调查与分析及对六家民营企业的企业家访谈的方式对现阶段的股权激励的实践效果进行了考察。

(一)问卷调查及其分析

调查问卷一共有将近300份,是作者用一年多的时间通过各个行业和企业的高层经理培训班上搜集的,因此保证了被调查的对象都是企业的中、高级管理人员,反映的是企业中高级管理人员的真实看法。问卷调查的目的主要是了解企业的经理人员对股权激励方式(包括股票期权方式)的认可程度如何,了解经理人员对股权激励与现金激励方式的偏好程度如何。

1、问卷分析结论之一:股权激励对企业中、高级管理人员具有激励作用

调查问卷首先对我国经理人员对股权激励的接受与认可程度进行了调查。涉及的5个问卷问题是:

您是否同意下列说法(1为不同意,7为完全同意):

1、公司的中层以上干部应持有公司的股份 1 2 3 4 5
6 7

2、持有公司股份以后的收入一定会增加 1 2 3 4 5
6 7

3、股票期权是指可以在若干年后(如五年)按照目前的股票价格买入本公司股票的权利。

(1)干部持有股票期权后,会更加努力地工作; 1 2 3 4
5 6 7

(2)会更愿意留在本公司; 1 2 3 4 5 6 7

(3)会更多地考虑公司的长期利益而非短期利益。1 2 3
4 5 6 7

对这一问题回答的情况是:

表1 经理人员对股票激励方式的认可程度

同意程度	人数				
	第1问	第2问	第3问	第4问	第5问
1	3	13	1	4	0
2	0	0	1	0	1
3	3	9	2	6	3
4	4	21	8	8	2
5	9	12	5	14	9
6	11	13	18	16	10
7	51	13	46	33	56
均值	6.1	4.4	6.1	5.6	6.4

可以看出,目前国内企业的中、高层管理人员中,对于股权激励方式的接受与认可程度均比较高。被调查者中有大多数认为企业的经理人员应持有公司股份,这样会使他们更加努力地工作、会更多地考虑公司的长远利益。而且,从问卷中还可以看出:被调查者认为管理人员应持有公司股份的原因不是因为他们认为持有股份一定会增加收入。这说明被调查者对于股权激励方式的长期激励作用是比较清楚的。

2、问卷分析结论之二:股权激励的长期激励作用是有限的

调查问卷对经理人员对于股权激励(包括股票期权)和现金的偏好程度进行了调查,有效样本为247个。调查的情况如表2和表3所示。

表2 经理人员对现金、股票及股票期权激励方式的偏好情况

	现金	股票	股票期权	其他
选择的人数	138	46	25	38
所占的比例	55.9%	18.6%	10%	16%

表3 经理人员对薪酬形式的选择(偏好现金还是股权)

薪酬形式	选择人数	比例
1年薪	13	0.0526
2利润包干,超过部分归个人	3	0.1417
3年薪+效益工资	91	0.3765
4将年薪与效益工资中的一部分换成股票期权	98	0.3968
5其他(视情况定,等)	10	0.0324

从被调查者对这两个问题的回答中可以看出:尽管大多数回答者认为股票期权对中、高级管理人员具有激励作用,但是,如果当他们面临可选择的情况(比如,他们知道:他们可以在通过努力而在将来从持有的股权中得到好处,也可以在现在通过一定的“败德”行为而获取现金收益)时,将近56%的回答者都会选择“在现在获取现金”,而只有28.6%的人愿意选择股权(包括股票与股票期权)。同时,调查结果也表明被调查者对薪酬形式多样化是偏爱有加的。值得注意的是,选择“年薪加效益工资”与“利润包干”形式的比例超过了50%,这从另一个方面显示了现阶段被调查者对现金激励方式的偏好。

实行股权激励的重要目的之一,是希望能让企业的经理人员(决策者)在长期利益与短期利益发生冲突时,选择长期利益而不是短期利益。但从这次问卷调查的结果来看,在我国,股权激励的长期激励效用是十分有限的。被调查者只是在没有其他可选择的条件下才会选择股权激励方式。

(二)对六家企业高层管理人员的访谈

为了更近距离地了解企业高级管理人员对股权激励的认可

程度以及企业实行股权激励的情况,我们访问了宁波、杭州等地六家民营企业的总裁或高级经理,并就企业中、高层管理人员持股以及企业实行股票期权等方面的内容访问了他们。访谈的对象均为各企业(或企业集团)的董事长或总裁或是高级经理。

引人注目的是,在这六家被访问的公司中,已经有五家实行了持股制度,但这些企业实行的持股制度并不全是针对经营管理者的,或者说并不全是为了激励经理人员的。其中有两家企业实行的是“对企业创立时的在册人员实行持股制度,而在企业创立之后进入企业的人员则没有。”可以说,这种持股制度不是作为激励制度,而是作为一种奖励制度存在的;另外有一家企业则只对从事科研工作的人员实行科研项目的“持股”制度,即完成某个科研项目后,研究人员可以按一定的比例(以“持股份额”表示)分享项目产生的效益。只有另外的两家企业的持股制度是针对经理人员,目的是对经理人进行激励。

关于对企业的管理人员实行股权奖励的问题,六位被访问者异口同声地表示“是十分重要的”,“这会让持股人把公司的事情当成自己的事情,全身心地投入到工作中”,“促使干部能积极努力地工作,并留住一些重要的人才。”同时,被访问的高层管理人员也提到了以下几个方面的看法:

(一)给经理层的股份必须建立在一定的评估基础上。比如:中层以上的干部的业绩是在连续几年都达到一定的标准后,可以给予一定的股份;

持股并不一定会产生作用。比如:如果经理人员本身就能力不足,这种激励是没有用的;另外,如果经理人员对目前的报酬已经满足了的话,股权也未必起到长期激励的作用。

不能将持有股份作为提高经理层收入的手段,因为就收入而言,给股份不如一年给50万元合算。

而对于股票期权,尽管原因不同,但几位被访问的总裁与经理人员都表现出共同的冷淡态度。其中一位总裁表示:只有在目前的生活条件很好的前提下,管理人员才会对期权感兴趣。“比如说我,”他说,“等我有别墅和奔驰车以后,才会愿意通过持有股份来关心未来的利益,否则我会愿意拿现金,而不是什么股票期权。”还有一位被访问者在谈到股票期权的长期激励作用时坦言:“在长期利益与短期利益中间,我会选择短期利益。因为长期利益在现在看不到,也不确定,拿到手的

才是真实的。”另有一位总裁在谈到股票期权通常行权期在五年、十年,从而能使高级经理人员更多地考虑企业的长期利益时,哈哈笑道:“对我们来说,三天是短期,三个星期是中期,三个月就是长期。我们采用的作法是:只要你作出了业绩,就马上给奖励。”“很多人都等不了三年五年的,也不愿意等。”

(三)结论

从这次问卷调查及企业高级管理人员访谈的结果来看,在现阶段,对中国企业管理人员的股权激励的作用要弱于现金的激励作用,这表明在中国,股权激励的长期激励效果还不尽如人意。

本文认为,从调查与访谈的情况来看,这种现象存在的原因主要有三个:

一是总体来看,经理们的收入水平不高。在企业经理阶层收入不太高、生活水平还没有到达一定水准的情况下,经理人员更偏向于首先改善目前的状况而不是考虑增加五年、十年后的财富水平。

二是与中国特殊的文化内涵与文化传统有关。中国的传统文化中,有“钱不回家便似无”、“今天的1元钱比明天的2元更现实”的色彩。

三是与中国经济与企业所处的发展阶段有关。比如,中国资本市场是弱有效率的市场(陈小悦,1999年;靳云汇,2001年),这使得资本市场上的价格不能充分体现相关的信息,从而使经理人员对于通过“提高企业的业绩→股价升高→本人持股获取收益”的报酬模式不抱期望。而这种报酬模式正是股权激励方式对经理人员产生激励作用的机理。

因此,就现阶段的国内企业来说,那些企业经理人员收入较高、现代企业制度比较健全的公司,可以针对高级管理人员选择一定形式的股权激励模式(比如经理人持股,或者期权。而股票期权的有效实行要较多地依赖于有效率的资本市场,因此,其激励的有效性可能会比较低),而对于那些经理人员收入水平不高、企业发展不够成熟的企业来说,盲目使用股权激励方式就很可能不能达到激励的目的。对于这些企业来说,如果股东们认为给经理人员授予了一定的股权就能消除他们可能存在的“败德”行为与经营目标与经营行为短期化的问题,那股东们就错了。

参考文献:

- [1] 黄文锋.对人力资本与股票期权制的新思考[J].贵州财经学院学报,2002(3).
- [2] 郭小兵,杨有振.对我国“股票期权”热的冷思考[J].山西财经大学学报,2002(6).
- [3] 叶旭全.股票期权制理论与实务指南[M].企业管理出版社,2000.
- [4] 张湛彬.股票期权与国有企业激励制度[M?J?]. 2002.
- [5] 陈清泰,吴敬琏.股票期权实证研究[M].中国财政经济出版社,2001.
- [6] 勇宁.股权激励:走过的步伐和未来的路[N].证券导报,2001.12.15.
- [7] 张剑文.公司治理与股权激励[M].广东经济出版社,2001.
- [8] 胡继之,于华,冯娟.高级管理人员薪酬结构中的股票期权[R].深圳证券交易所研究报告,1999.
- [9] 李增泉.激励机制与公司绩效:一项实证研究[J].上市公司,1999.10.
- [10] 陈清泰,吴敬琏.美国企业的股票期权计划[M].中国财政经济出版社,2001.
- [11] 周春喜.上市公司经理股票期权激励机制研究[J].财经论丛,2002.3.

Theory and Practice of Executive Stock Ownership Stimulation

HUANG Hui-xin WU LI-na

(School of Guanghua Management, Peking University, Beijing 100871)

Abstract: Executive stock ownership stimulation is based on well-developed theories. The research on China's executives' preference and choice on stimulation mode shows that the Executive Stock Ownership stimulation is of great importance. But the present stimulation effect of executive stock ownership is still restrained by weak capital market, lower revenues of managers and unique traditional Chinese cultures. At present, enterprises should consider their own conditions and choose appropriate way when they adopt executive stock ownership stimulation.

Keywords: Executives; Executive stock ownership stimulation; Practice study.

(上接第26页) 产品只在银行和第三方之间进行交易,避免了因出售资产而导致的客户关系的破坏。

我国商业银行还是一个相对封闭的系统,呆、坏账数额巨大,信用集中化程度比较高,企业以间接融资为主要融资方式,信用风险比较集中,一旦一个产业发生违约,往往会出现

连锁反应,迅速波及到其他行业。在我国加快金融改革的同时,大力发展衍生产品市场,推出适合我国商业银行和投资者特点的信用衍生产品,一定会大大地提高银行业的风险管理能力、降低信用风险。

参考文献:

- [1] Part2: The First Pillar - Minimum Capital Requirements.
- [2] Kay Giesecke(2004), 'Credit risk modeling and valuation: An introduction'. Working paper.
- [3] Credit Risk Valuation: Methods, Models, and Applications[M]. Springer, 2001.
- [4] 冯嗣全, 欧阳令南. 新巴塞尔资本协议与我国商业银行风险管理[J]. 2003, 4. 金融教学与研究.
- [5] 武剑. 中国银行业实施内部评级法的前景分析与策略选择[J]. 2003. 3-4. 国际经济评论
- [6] 王松奇, 张云峰等. 银行风险管理[M]. 2004. 2. 中国金融出版社
- [7] 喻平. 信用衍生产品的功效及在我国的发展前景[J]. 2003, 10. 金融论坛.

IRB Approach and Credit Risk Management in China Commercial Bank

ZHANG Ran, HOU Guang-ming

(School of Management and Economics, Beijing Institute of Technology, Beijing 100081)

Abstract: Since 1990s when the Credit Risk Management of China Commercial Banks have made great achievements, there have existed many problems in this field. For instance, there is no mature risk management techniques and no independent risk management department and full time risk manager that can manage the credit risk and shoulder the responsibility of risk management independently. So the gap between China's present ability and the requirement of IRB is very big. In order to adapt the IRB requirement of Basel II and to improve the ability of credit risk management, China commercial banks has to manage to establish a data base, develop credit risk model, speed up financial reform and create a good environment for credit derivatives market.

Keywords: Internal Rating Based Approach (IRB); Credit risk; Risk management; Commercial bank.