股票期权的利弊分析及其启示

Analyzing the advantages and disadvantages of stock option &inspiring

上海期货交易所博士后科研工作站　　张灿

摘要：股票期权作为一种激励机制，国外十几年的成功实践表明，它在激励企业经营者、减少代理成本、改善治理结构、促进稳健经营等方面的巨大优越性。但是最近频频曝光的财务丑闻，没有约束的股票期权制度，被认为是其根源之一。因此，在看到股票期权的积极作用的同时，我们也要看到它的另一面——过度激励的股票期权制度，对市场、经济的巨大破坏作用。同时，我们可以从中得到一些有益的启示，不断完善我国正在探索的股票期权计划。

关键词：股票期权　正负面效应　完善　启示

在西方发达国家，企业经理人的薪酬结构较以往有了较大变化，以股票期权为主体的薪酬制度已经取代了以基本工资和年度奖金为主体的传统薪酬制度。股票期权作为一种长期激励机制，在激励企业经营者、减少代理成本、改善治理结构、促进稳健经营等方面的巨大优越性，已经成为不争的事实。十几年来美国等西方发达国家在这方面的成功实践，也充分证明了这一点。但是，从去年年底至今，美国上市公司财务造假案频频曝光。其中，对公司经理人实施薪酬性股票期权制度缺乏有效的约束，被认为是造成美国公司造假案不断的根源之一。我国目前在国企改革中，正探索性地实施股票期权计划，在借鉴成功经验的同时，为了避免出现这类案件的发生，应对股票期权制度作一详尽的研究，以不断完善正在实施的股票期权计划。

一、股票期权与现代公司治理

企业是一种代替市场来协调生产的组织，反映着一定的契约关系。企业已由最初的所有者控制演变为现代的公司制，现代公司制企业是通过“公司治理结构”（Corporate Governance）进行统治和管理的。所有者和经营者身份的分离，从而导致企业的所有权和经营权的分离，这是现代公司产权关系的特征。

所有权和经营权的分离，为经营者在企业的经营活动中替自己谋私利，提供了可能。如果所有者和经营者的利益不一致，特别在所有者对经营者的经营决策缺乏有效控制和约束的情况下，作为代理人的企业经营者面临为人（企业所有者）还是为己的道德选择。如果经营者完全以所有者的利益为价值取向进行经营决策，那么毫无疑问，企业经营活动的根本目标

就是企业利润的最大化。但如果经营者完全以个人私利为价值取向进行经营决策，那么经营者的个人目标将取代利润最大化目标而成为企业经营活动的根本目标。为了避免委托代理过程中的道德风险的产生（出现“内部人”控制），完善现代公司中所有者和经营者之间的制衡关系，一直就成为建立现代企业制度的核心。

最近十年，发达市场经济国家的理论和实践显示出以股东中心即增进股东价值(shareholder value)的公司理念越来越成为主流的趋向，薪酬激励成为公司治理机制中的重要组成部分。在好的公司治理结构中，必然有精心设计的激励机制，用以协调所有者和经营者之间的矛盾，使二者利益趋向一致，达成追求股东价值最大化的目标。并且，它是由所有者的真正代表运用薪酬手段来保证激励的兼容性的，促使被激励者按照激励者的要求去活动。以股票期权为主体的薪酬制度，已经取代了以基本工资和年度奖金为主体的传统薪酬制度，最大限度地做到了激励和约束的兼容。有统计资料[1]显示，全球前 500 家大工业企业中，有89%的公司已经向其高级管理人员采取了股票期权报酬制度。

这种管理层激励方案，不但改变了经理阶层的报酬形式，而且还让管理者意识到实现企业的经营目标也是个人利益之所在；新型的报酬形式，也改变了管理者与股东之间的关系，管理者和股东站在了同一条战线上，管理者与公司融为一体，风雨同舟，并对公司的未来充满信心。

二、股票期权的正面效应分析

在传统薪酬制度下，经理人的收入与股票市值不存在相关性，不存在长期激励，经理人通常不能从公司的长期发展中获取收益。而股票期权制度能够使经理人员享受公司股票增值所带来的利益增长并承担相应的风险。在经理人看来，最重要的不是已经实现的收益，而是他们持有的未行权的股票期权的潜在收益，从而可以实现经理人利益的长期化。对实行股票期权计划的企业，可以产生以下的正面效应：

1、降低公司的委托——代理成本

由于股东和经理人存在着信息不对称，而且股东和经理人的追求目标存在着差异，如果激励制度不到位，就可能会出现经营者滥用职权、或者在其位不谋其政，抑或风险经营造成亏损，损害了所有者的利益。通过股票期权，将经理人的薪酬与公司长期业绩或者某一长期财务指标更为紧密地结合在一起，使经理人能够分享他们的工作给股东带来的收益，股东自然就不必时刻监督经理人。另外，由于企业支付给经理人的仅仅是一个期权，是一种不确定

[1] 资料来源：国际货币基金组织，2001，《世界经济展望》，中国金融出版社

的未来收入，是将来预期财富以期权的方式转移到经理人手中，在期权执行过程中始终没有现金流出，对公司的现金流量不产生任何影响。因此，引入经理人股票期权可以有效地解决经营者和企业所有者之间的利益平衡问题，实现了企业经营者和所有者利益实现渠道的一致性，从而使得经营者的“黑箱操作”变成“蜂箱操作”，有效地降低了企业的代理成本。

2、促使管理层注重股东价值

实行股票期权制度，将使企业所有权结构发生重要变化，原先支薪的经营管理人员正逐渐成为企业的重要股东。由于管理层的持股，管理层自然会将其自身利益和其他股东利益紧密地联系起来，促使管理层更多地关注股东价值和公司的长远发展。90 年代以来，股东价值最大化已被普遍接受为衡量管理层业绩的基准，并且被越来越多地运用于评介整个公司的每一个活动，使企业出现了降低运营成本、简化组织结构、注重核心竞争优势、分析非盈利业务等经营趋势。股票期权以股价长期升值所产生的差价作为对企业家人力资本的补偿，从而使企业家的才能作为生产要素参与企业利润分配，将股东利益和管理者的利益紧密地联系起来，实现了管理者和股东之间的“激励相容”（Incentive Compatibility）。

3、降低企业直接激励的成本

当高层经营管理人员被授予股票期权时，公司支付给高层经营管理人员的仅仅是一个期权，公司并没有现金流出，股东的激励成本就是给予经营管理人员分享股价上涨的权力，但是股价上扬是股市运作的结果，因此现有的股东可免于承受直接激励成本。换句话说，期权就是“公司请客，市场买单”。

4、有利于矫正经理人的短视行为，培育出“职业经营者”阶层

经理人的短视心理是经理人员在任期有限和在传统薪酬制度下追求实现自身利益最大的一种心理行为。股东关心的是公司未来长期时间内的现金流量，而经理人员在传统薪酬制度下关注的只是其任期内现金流量和经营业绩，于是就产生不利于股东和企业长期发展的视野偏差问题。其中原因之一就是他们的收入是基于本年度或上一财政年度的财务数据，而会计数据本期只记入长期投资项目的支出，其结果必然对现任经营者的收入产生不利影响；而由于时滞原因，长期投资项目的收益将被记入下期的会计数据，有利于其继任者。美国学者 Bechow 和 Sloan、Murphy 的研究证实了这一点。而在股票期权制度下，经理人在退休后或离职后仍会继续拥有公司的期权或股权（只要他没有行使期权及抛售股票），会继续享受公司股价上升带来的收益，这样出于自身未来利益考虑，经理人员在任期间就会与股东保持视野上的一致性，致力于公司的长期发展。有些企业还规定，企业经理人在离开企业后的一定时期内不得抛售股票，这更加迫使经理人与所有者的联系更密切，有效地规避了企业经理人

的短期行为。

5、吸引并稳住更多高层次人才

在经营者报酬结构中，股权报酬比现金报酬的激励效果更优。企业家和高级人才作为社会的稀缺资源，企业委托人要使用这一资源就要支付较高的成本。如果还是采取像过去发工资和奖金这样的现金型报酬制度，无疑难以吸引或稳住更多企业所需要的高级人才。而如果采用像股票期权那样的激励制度，不但可以降低企业成本，而且可以吸引并稳定人才。同时，股票期权是以股权为纽带，通过股票期权制的附加条款设计，联结经营者与公司的关系。国外通行的做法是规定股票期权授予几年之后方可行使，并且在未来期权持续期内，按均速或非均速分期分批行使。这样，经营者若在期权持续期内离开公司，将丧失部分尚未行使的剩余期权。这无疑加大了经营者离职的机会成本，因而成为稳定与约束公司经营者的‘ 金手铐 ”。

正是由于股票期权作为一种长期激励机制，实现了公司治理的帕累托改进，使得公司得到了长足的发展。美国的统计数据显示，截至 1998 年，美国 45%的上市公司使用了股票期权计划，而在 1994 年这个比例金为 10%。对美国 38 个大型公司期权实行的情况分析表明，所有公司业绩都能大幅提高，资本回报率三年平均增长率由 2%上升到 6%，每股收益三年平均增长率由 9%上升至 14%，人均创造利润三年平均增长率由 6%上升到 10%。

三、股票期权的负面影响

股票期权计划在美国普遍采用，其它国家如英国、法国等也纷纷效仿。股票期权计划似乎完全解决了企业经营者与所有者之间的激励不相容问题，股票期权计划也使众多企业经营者一夜之间成为百万富翁。但股票期权制的激励作用也给企业带来了巨大的风险：高层管理人员为了保证公司股票的持续上涨，不计后果地虚假做账，经营者片面追求股票升值的收益，可能导致企业经营的短期行为。结果，去年底美国安然破产案发生；前不久，美国世界通信的假账丑闻又暴露在光天化日之下；事隔几天，另一知名大公司施乐又曝光新的丑闻——连续 5 年夸大营收 60 亿元。在今年第一季度，美国证券交易委员会就调查了 64 宗会计和财务报告案。如此多的财务造假案，许多专家认为与股票期权的过渡激励有关。

根据《商业周刊》调查，美国最大的 365 家公司中，1998 年收入最高的 CEO 收入（主要是经营者股票期权收益）增长了 36%，高于同期美国标准普尔 500 指数的 26.7%；而遗憾的是，上市公司的盈利水平并没有与 CEO 们的收入同步增长，甚至出现了 1.4%的下降。于是，股票期权激励制度就产生了问题：如果 CEO 们一半以上的收入靠股票激励，难免导致高层管理人员以股票市场价格为指南针，通过财务造假，刺激股票在二级市场上的表现，从

而通过行权，获得高额收入。因此，股票期权作为一种激励制度，也不可避免地产生了负面效应：

1、带来经理人对股东的欺骗现象

高级管理人员对期权的一切期望都建立在公司效益的提高上，尤其是自己能力的基础上。而且，一旦与某公司签约，获得了期权，则在等待兑现期间很可能付出较大的机会成本；另外，公司一般要对股票期权的行权期限、价格、方式等进行约定，尤其是可能附加许多条件，这就意味着，在较长的时期内，分期分批有条件地兑现期权，无形中已把经营者“ 套住 ”。然而股票信息只与大公司顶尖位置上经理人员的报酬有关。对大多数下属部门工作的经理人员来说，他们的价值并不能通过股票市场表现出来，这个问题在大多数企业中是比较明显的。同时，如果在一个企业内部普遍实施股票期权，即股权是分散的，则可能削弱其激励作用而带来其他负面影响，如由于道德风险而导致过度“ 在职消费 ”的存在。在公众参股的公司中，经理可以欺骗股东以至于使他们相信股票期权是一种“ 廉价 ”的报酬方式，而分散的股东常常对这种需要付出巨大成本的制度设计处于“ 盲视 ” 状态。

2、激化企业内部矛盾

由于实行了经理人股票期权制，美国 1980 年经理们的收入只是一般员工的 42 倍，1992 年这种差距扩大到 157 倍，目前美国大公司总经理的平均工资要高出普通员工 419 倍。在日本，1986 年公司经理平均收入只是员工收入的 10 多倍，1992 年这种差距已经扩大到 32 倍。经济利益的悬殊直接打击了一般员工的积极性。因此，股票期权计划在激励经理层积极性的同时，也拉大了与普通员工收入的差距，加大了高层经理管理企业的难度，加剧了其与员工之间的矛盾。而且，企业借款回购股票，兑现经理人员的股票期权，使原企业债权人的风险随之增加。美国强生公司总裁 Ralah Larsen1998 年的总收入是 6947 万美元，其中期权收益为 6684 万美元，占其总收入的 99%；美国通用电气公司总裁 Jack Welch1998 年的总收入超过 2.7 亿美元，其中期权收益占 96%以上，工资和奖金两项合计所占的比例还不到 4%。1998 年，迪斯尼公司的总裁艾斯纳，其工资加奖金总计不过是 576 万美元，但是股票期权则为他带来了将近 5.7 亿美元的收入。美国最大的网上拍卖公司 eBay 的技术骨干韦布所获得的薪酬是：年薪 45 万美元+雇用签约奖金 10 万美元+保持网络畅通奖金 30 万美元+股票期权 50 万股。如果按当时 eBay 每股 180 美元的市场价格来计算，单股票期权一项就价值 9000 万美元。就整个企业界而言，20 世纪 90 年代是企业老总叱咤风云的年代。公司高级主管特别是大公司总裁天文数字的收入成了社会各阶层茶余饭后的热门话题。可以说股票期权制不可避免地造成了各利益集团矛盾的激化。

3、掩盖了利润的真实情况

股票期权成本并未充分反映在企业损益表中，因此很难说明企业利润的真实情况。伦敦一家研究机构对会计报表中作为附注的期权成本进行分析，得出了令人吃惊的结论：在 1998 年的会计年度中，美国企业的利润大约高估了 50%，慷慨奉送期权的高科技企业情况尤其严重。全球含金量最高的企业微软公司，1998 年公布的利润是 45 亿美元，但若是扣除当年支付期权的成本以及流通在外的期权，该公司实际亏损数额惊人。格林斯潘认为，在 1995－2000 年中，由于美国企业没有将股票期权记入企业账目，使美国企业赢利增长被高估了 2.5%，加大股市泡沫成分，这种局面有必要整顿。

4、股市泡沫掩盖了真实业绩

股票价格最具灵活性，股票价格涨上天都有可能，而这时公司高级主管可以按照原先规定的价格买进，而股票价格的涨落有时与经营业绩并无关系。适逢经济欣欣向荣，股市牛气冲天，价格一路飙升，这些并非在企业经理控制范围之内，抑或是其单方面努力的结果。

最早研究股票期权制度的经济学家墨菲的一项研究表明，没有直接的证据可以证明经理高薪与企业股票的表现之间存在必然联系。当然，股票期权制确实起到了提高某些企业赢利能力的作用，但其中不乏借助市场外界因素作用而轻松渔利的企业。企业应根据经理的经营业绩兑现股票期权，经理只有当企业股价超出同行业平均水平时，才有权获得或兑现股票期权。

5、所有者转嫁风险难度加大

实行股票期权制的目的，就要使经理人因持有企业股票而增大收入风险。从理论上讲，这样做似乎能使经理和企业的业绩紧紧相连。然而，事实并非完全如此，在股市低迷甚至低于股票期权的事先敲定价格时，某些企业采用重新定价的方法来保证经理人员的积极性及其切身经济利益。据美国一家公司统计，目前经理人员出售的股票超过以往任何时候，经理每季度脱手一部分股票已是平常之事。企业对经营者期权重新定价的做法，实际上使得企业经理和所有者之间利益平衡成了一句空话，所有者无法像经营者那样，可以轻松转嫁股价下跌的风险。所以，一般公众急于入市之际，也是高层经理悄然撤离之时。

四、股票期权的完善及其启示

近来，发生在美国的一系列财务造假案使曾经被荣誉光环笼罩着的安然、环球电讯等巨人轰然倒下，在全美乃至世界范围内引发了对于公司治理缺陷、法律和监管漏洞、会计审计准则、中介机构职业道德的大讨论，尤其是对曾经被公认为极大的促进了美国经济发展的经

理股票期权制度产生了极大的争论。我们认为美国接二连三曝光的财务丑闻并非是股票期权的错。违背股票期权原理的计划设计，在设计、实施过程中监管的失效，各类中介机构的失职，公司治理的缺陷最终导致了这一恶果。

1、财会、审计制度上的漏洞严重

目前，美国社会各界较为一致的看法有以下几个方面：一是美国财会、审计制度上的漏洞，严重影响了对上市公司的监管力度。审计机构职责不明确，一方面负责审核上市公司的账目，另一方面又经常为同一家公司提供财会咨询服务，而这种咨询服务是有报酬的。这样一来，审计人员不仅忽略他们作为监督者的角色，反而受利益驱动，去讨好迎合上市公司，以谋取更多的咨询服务费，从而导致会计公司同上市公司串通一气、互谋好处。

2、过度激励与诚信不足

股票期权已成为 90 年代以来美国最流行的激励机制。这种做法被认为能解决所有者和经营者之间的利益冲突，使经营者将自身利益与公司长远利益紧密结合在一起。实际上，这种想法未能充分考虑到负面效应，因为即使经营者持有股票，也不能保证他追求公司整体利益或者全体股东利益，而不是个体利益。何况股票期权是以获得股票升值的好处为目的的，只有当到期日股票价格高于期权的执行价格，执行期权才有利可图，股票价格越是高于期权的协定价格，执行期权盈利就越多，于是高层经理抬高股价的动机就越强烈。近来年美国大公司 CEO 的收入在大幅度上涨，从 15 年前的最高为 2000 万美元上升到了 2001 年的 7 亿多美元，达到令人咋舌的地步，其中绝大部分来自股票期权收入。可见，股票期权成为高层经理发财致富的重要手段，也是导致财务造假的第一动力。

另一方面，由于资本主义商业道德的堕落，许多中介机构丧失了公正披露信息的职业道德，协助上市公司造假。本来，经理人员就有操纵盈利数据的巨大动力，而没有诚信的中介机构对财务造假就起了推波助澜的作用。

3、董事会形同虚设，内控制度不健全

如果企业内部有完善的监督机制，那么，造假行为会在刚露出苗头时就被遏制住。而在内部监督机制中起决定性作用的是严格履行职责的董事会。

（1）虽然很多公司聘请了独立董事，其中不少是社会名人（当然是借助名人效应来扩大自己的影响），但这些董事有的对经营管理一窍不通，根本不可能勤勉尽职，有的因各种原因完全丧失了独立性。在美国，每四家公司中就有一家公司的独立董事成为本公司的顾问、律师或为本公司提供经纪或投资银行业务，从本公司赚取大量的咨询费和其他收入。在此情况下，独立董事已不再“独立”。

（2）很多公司的董事会成员直接参与经营管理，董事长兼任公司 CEO 的情况也不在少数。当监督者与被监督者角色重合时，所谓有效监督就变成了一句空话。而失去监督的权利一旦膨胀，其后果将是难以估计的。近些年来，由 CEO 起决定作用的董事会不仅有经营决策权、红利分配权，而且还握有制定自身报酬的权力。就在安然公司亏损严重的 2001 年，该公司高层经理从公司领取了至少 1000 万美元的奖金。董事会地位和作用的变化为高层经理追求自身短期利益的最大化提供了方便条件，成为财务造假事件有增无减的根本原因。

这些问题表明美国的公司治理与财会制度必须改革，而且从目前形势来看，财会改革涉及的问题是多方面的。

（一）股票期权的完善

1、美国国会参议院和众议院分别通过了各自的旨在打击财务欺诈活动的公司改革法案。该法案限制了会计公司为被其审计的公司提供咨询服务，禁止公司为高级管理人员和董事提供个人贷款，并针对金融分析人员做出了一些新的规定以防止利益冲突。

2、许多美国大公司都在反思股票期权制度，寻求新的、能长远地既调动管理层和员工积极性、又维护股东利益的薪酬奖励机制。例如，波音公司发行一种“业绩股”。只有当本公司股票在市场上连续５年涨价１０％后，“业绩股”持有人才能将其转换成市场上流通的普通股。再如，尤尼莱弗公司发行的股票期权只有公司的股东收益水平连续３年达到可口可乐、雀巢、宝洁等２０家知名大企业的中位数水平时才可兑现。

3、公司股票期权将列入经营开支。国际会计标准委员会已通过一项改变股票期权记账方式的草案，要求该机构管理国的上市公司从２００４年起把公司股票期权列入经营开支。该草案的目的是增强公司收入报告的真实性和准确性。在最近不断出现的美国公司欺诈案中，很多公司没有把股票期权列入经营开支，因而夸大了公司收益。目前，可口可乐公司已率先宣布自愿采取新的会计方式。

4、美着手起草期权费用新规定。美国财务会计标准委员会（FASB）已经着手提议新的会计规定，指导公司将员工股票期权计入费用。这份草案将为公司提供三种期权费用化的方式，以代替现在唯一的一种方法。这三种将雇员股票期权作为费用入账的备选方式如下：第一种为现有方法，即对过往的期权不予追溯。自决定将雇员股票期权记为费用的财政年度的首日起，公司将雇员股票期权计入费用项目；第二种方法，自决定将雇员股票期权作为费用入账的财政年度的首日开始，公司将当年新发放的雇员股票期权，以及那些尚未转换为股票的期权计入费用项目；第三种方法，公司必须重新公布前 3 年的财务报告，以体现其间雇员股票期权对收益的影响，并将前年度尚未行使的期权入账。

新的规定保留了原先的自由度。上市公司仍然可以从上述三种方式中任选其一将期权作为费用入账，或是在财务报告的附注中注明期权的理论价值。

5、加快立法，重铸美国企业诚信。6 月 29 日，布什总统呼吁通过新的法律，加强公司道德观念，重振美国企业的诚信形象。同时还声称，不能容忍公众的信心再次遭受践踏，联邦政府将严惩违法者，以保证投资者对美国企业维持高度信心。

（二）对我国的启示

股票期权制，是西方发达的市场经济国家对经理进行激励和约束的一种重要的、行之有效的制度。尽管它仍旧有不断发展、完善的必要，存在着这样或那样的问题，但我们绝对不能因为他的不完善之处，而否定经理股票期权制本身，特别是当我们在国企改革、探索和研究对国有企业经理人员进行激励和约束的机制的时候，股票期权制将公司经理的薪酬与公司长远利益联系起来，减少经理短期行为和机会主义倾向，调动经理积极性，防止和减少经理经济犯罪、企业经济效益滑坡和国有资产流失等问题，是一种必然的选择。当然通过美国曝光的几个财务造假案，我们既看到了股票期权制度对促进企业快速成长、激励公司管理层的积极作用，又认清了其作为双刃剑的另一面：滥用股票期权对股东利益、公司价值乃至整个证券市场的巨大破坏作用。

同时，以股票期权制度为核心的激励制度的建立和完善，是一项系统工程，经济体制、公司治理模式、市场竞争机制和企业类型等方面的差异，要求不同企业的股权激励机制也必然是不同的。由于国情、地理位置、历史及文化等诸多因素的影响，我国不能盲目照搬西方大公司期权实施方式的做法，但是仅仅因为两、三家西方著名公司滥用股票期权而彻底否定股权激励积极作用，同样是因噎废食的短视行为。

实施股票期权激励需要一定的环境条件，特别是在目前我国上市公司法人股结构不健全，股票市场缺乏效率的情况下，要充分发挥股票期权激励还有一定的困难，加快各项制度建设是上市公司实施股票期权激励的前提和基础。

1、建立有效的证券市场

主要目标是使股票的价格反映企业的实际经营信息，进而反映出经营者的努力程度。目前我国证券市场信息披露法规还不健全，相关监管部门执法力度也较弱，资本市场受噪音交易影响较大。上市公司和中介机构共谋为上市公司操纵利润、出具虚假财务报告，欺骗投资者的事件时有发生。直接后果是使股市不可能客观地反映企业的经营业绩，推行股票期权也就失去了客观评价的基础。加大执法力度，强化对上市公司和中介机构公开披露信息的虚假性、严重误导性或重大遗漏方面的法律制裁，严厉打击幕后交易，规范股票期权的评估机制。

2、完善公司实施股票期权的内部监督

增强董事会的独立性，实施股票期权计划的上市公司的董事会中，至少有 2 名以上的独立董事，以增强董事会的独立性，监督公司中股票期权的合理发放。

建立相对独立的薪酬委员会。薪酬委员会的职责为，确定上市公司高管人员与核心技术人员的股票期权等薪酬的发放计划；薪酬委员会中独立董事为薪酬委员会的当然委员，独立董事占薪酬委员会委员的总数比例不得少于 2/3。

还有就是建立上市公司独立监事制度。规定公司监事会中至少有 2 名以上的独立监事，独立监事不兼任薪酬委员会的委员。监事会负责监督股票期权计划的实施，包括监督薪酬委员会的组织管理工作、公司及员工绩效考评的公正性、股票期权计划是否按照内部规定的程序执行等。监事会应当定期向股东大会汇报股票期权计划的监督过程中发现的问题。

3、加强对信息披露和对中介机构的监管

证券监督部门要对上市公司高级管理人员的持股、薪酬等方面的信息披露提出更高的要求，同时对独立的律师事务所、会计事务所和资产评估等社会机构帮助实施的股票期权计划进行监督。

4、加快建设完善的经理市场

我国的经理市场还不健全，经理在我国还是一种稀缺性资源，很多经理人员并不是通过市场竞争来选择，而是依赖行政路径。我国现有上市公司大多数法人治理结构不完善，公司的股东大会、董事会、决策管理机构和监事会构成的内部治理机制作用有限，很难保证真正具有经营才能的人管理企业。

完善经理市场，要从制度上承认经理人的功能和地位，加强经理控制权激励。我国的国企改制的公司中，控制权的转移、股票的再转让和经理市场不具有相关性。部门主管对经理的任命不完全参考其经营业绩。由于经理人员的升迁不能由资本市场上股票价值的升降来决定，股票期权也就无法达到激励经理人员将自身利益与企业长期利益相“捆绑”，追求双赢的目的。为此，应进一步深化国企体制改革，完善企业产权结构，逐步弱化政府对企业行为的行政干预，尽量按照市场经济的要求，改革经理人的选拔、聘用机制，强化市场在配置人口资源和决定人才价格上的作用，为推行股票期权创造良好的环境。

5、切实加强社会信用建设，逐步在全社会形成诚信为本、操守为重的良好风尚。加快建立企业、中介机构和个人的信用档案，社会各相关部门通力合作，在全社会建立一套信用监控机制。在宏观上，政府制定各种诚信经营的政策、法律、法令、法规，保证企业诚信经营有章可循。要加大舆论宣传，在整个社会倡导诚信经营观念，弘扬诚信经营精神，鼓励诚

信经营行为，提高诚信经营水平，反对非诚信经营现象。在微观上，必须看到全社会企业诚信经营的实现，是通过一个个企业来完成的。为此，必须对企业实施诚信教育，培训其职业操守。这样在全社会形成一种倡导诚信的氛围，杜绝经济生活中出现形形色色的造假案。

参考文献：

何浚，1998，《上市公司治理结构的实证分析》，《经济研究》，第 5 期

科斯，1999，《契约经济学》，经济科学出版社

叶永刚等，2000，《股票期权》，武汉大学出版社

虞俊健，2000，《股权激励》，上海远东出版社

张剑文，2001，《公司治理与股权激励》，广东经济出版社

张维迎，1999，《企业理论与中国企业改革》，北京大学出版社

Brian J. Hall, Kevin J. Murphy, 2000.Stock Options for Undiversified Executives

Brian J. Hall, Kevin J. Murphy, 2000.Optimal Exercise Prices for Executive Stock Options

Steven Huddart, Jane Saly, 1999.Valuing the Reload Features of Executive Stock Options

（该文发表在《管理现代化》2003 年 1 期）