

解析内部职工持股计划制度设计

王晋斌

(中国人民大学农业经济系 100872)

内容提要: 本文认为要理解能否持续运作的内部职工持股计划(ESOPs), 必须仔细解析 ESOPs 各个交易主体的动机、交易流程以及 ESOPs 信托(或我国的职工持股会)所具有的投资权利。基于分析参与 ESOPs 交易的各个重要主体可能的所得和所失, 本文认为能够持续运作的 ESOPs 制度设计的关键是: 尽可能减少交易主体能够预期到的财富转移, 基于各个交易主体的利益要求和利益保护, 依据可遵循的法律或其他契约文件, 让各交易主体不断地摩擦、互动与分享信息, 以使制度朝着各个主体认同的方向逼近。

关键词: ESOPs 财富转移 利益协调

一、引言

从 1992 年 5 月 15 日国家体改委《股份有限公司规定意见》正式对定向募集公司和社会募集公司的内部职工持股作出规定, 到 1998 年 12 月 25 日中国证监会终止上市公司内部职工持股的实施, 短短 6 年半的时间, 一个在西方社会正式发展了 26 年之多(以美国 1974 年的《雇员退休收入保障法》(ERISA) 为时间基准)的制度安排, 为什么在中国的上市公司中这么快就夭折了呢? 这一事件要求我们深入思考: ESOPs 是为什么而产生的, 即参与 ESOPs 的各个交易主体的目的是什么? 这一制度安排是如何运作的? 参与 ESOPs 交易的各个利益主体如何扮演自己的角色以及主体利益是如何得到协调和保护? 我国企业现阶段的 ESOPs 这一制度安排的规则是不是存在某些问题? 要回答上述问题, 必须仔细解析 ESOPs 各个交易主体的动机、交易流程以及 ESOPs 信托(或我国的职工持股会)所具有的投资权利。对交易主体动机的分析在于阐明交易主体参与 ESOPs 的态度, 以及对设计这种制度安排所体现出来的权利要求。交易流程实质上是交易规则的具体化, 对交易流程中所体现出来的交易规则的解析, 是理解各个交易主体在参与 ESOPs 即时和未来交易收益权利的关键。本文依据这样的分析思路, 以全球视角并忠实于国内外这一制度安排的过程本身来解析这一制度设计。

二、解析 ESOPs 的模型构造

对参与 ESOPs 交易的主体动机、交易流程以及 ESOPs 托管所具有的投资权利的解析要基于实证方法, 因为动机的最终体现要基于各个具体的交易流程以及 ESOPs 托管投资的规则。各个交易流程事后的结果可以映射出初始的动机, 以及各个交易主体在参与该交易所具有的达成交易规则的条件。从国内外 ESOPs 交易的具体情况来看, 每一个 ESOPs 的设计都应是一个定身打做(Custom-tailored)的计划。企业可以创立一个作为雇员退休的 ESOPs, 也可以出于保证商业运作的连续性、融资、提高雇员的动力和增加员工的凝聚力而设计 ESOPs。在设计时, 要依据企业要求的特殊问题逐步进行检测, 如谁参与该计划? 股票如何分配? 什么样的授权计划被采用? ESOPs 的分配如何管理? 投票权如何行使? 等等。在所有的中, 核心的问题有三个: 企业绩效、财富转移和

关于规则对未来投资权利的重要性的论述, 参见唐寿宁(1999)。

利益协调。因此,对这三方面的探讨有助于我们较为充分地理解参与该计划各个主体的所得和所失,这也是理解该计划能否持续运作的关键。

进一步假设:如果参与 ESOPs 的各个主体都能够预期到该计划能够给企业绩效带来较大的改进。那么,所有参与交易的各个主体都能够从该计划中受益,即使初始交易的安排可能造成某些明显的财富转移,但交易的制度安排还是要相对容易。问题的关键是:实行 ESOPs 并不一定能够导致企业绩效的改进,而且国内外大量的实证依据表明了 ESOPs 与企业绩效之间没有相关性。因此,在各个交易主体不能够预期到一定从该交易所带来企业绩效的改进中受益时,初始交易中会导致即时或预期的财富转移,以及实行该计划后交易主体自身投资利益的保护,就成为整个制度能否持续运行的关键。下面本文就这两个核心问题展开讨论。

由于企业雇员是实行 ESOPs 最重要的主体,本文从雇员参与该计划财富的所得和所失入手,把 ESOPs 复杂的过程抽象为:

$CF = f(\text{政府、雇主、雇员、中介、ESOPs 托管})$

CF:表示参与 ESOPs 最重要主体——雇员现金流的所得和所失,包括初始交易安排的即刻现金流(如企业资产价格的可能低估)和未来现金流预期的贴现(主要是 ESOPs 托管所得的股利和资本所得)。CF 的值取决于所有参与该交易主体的行为,包括政府、雇员、雇主、中介和 ESOPs 托管规则。

这是一个复杂的组合,任何一个变量所采用的交易规则都会影响雇员所得和所失。因此对每一个主体行为的仔细分析,即对每一个交易主体所采用的交易或投资规则的理解,都是解析 ESOPs 制度安排所必须的。本文下面将基于美国和中国 ESOPs 的实证依据来解析这一模型的一般含义。

三、财富转移与利益协调:对 ESOPs 制度设计的解析

(一)财富转移与利益协调:美国 ESOPs 的实证依据

1. 财富转移

尽管实行 ESOPs 的形式多样,但从交易主体入手具有一般性。从美国的情况看,交易主体包括:政府、雇主、雇员、金融机构和市场(非本公司的投资者)、信托基金会以及 ESOPs 的利益行动团体。下面逐一分析。

(1) 政府

美国税法规定,参与 ESOPs 雇员达到公司员工比例的 30%,可以享受到政府所规定的税收优惠,包括:ESOPs 捐赠的税收免除,一个公司支付 ESOPs 借贷的本息可以享受税收扣减,具体依据公司税收等级而定,一般为 34%,这实际上减少了公司融资成本;ESOPs 支付给雇员的股票红利或用红利归还 ESOPs 的贷款可享受税收扣减,这与原来的融资相比增加了公司的现金流,以至于享有“最后的公司融资手段”之美誉(ESOPs Associations, 1999)。可见,政府作为 ESOPs 的支持者采取的是一种让利行为,以鼓励实行 ESOPs 的公司雇员比例达到比例要求,使雇员持有的股份大到足以保护自己利益,形成其所谓民主的社会投资群体。政府让利,也即增加了政府财政负担。美国政府财政每年要为此支付数千亿美元的支出,这也是 20 世纪 80 年代末期以来美国国内一些政治家要求取消或减少该计划的巨额税收优惠的理由,但由于 ESOPs 有自己的强大的游说集团(ESOPs Associations, 2000),上述反对意见一直没有得到法律的认可。

从政府的收益来看,ESOPs 创造了就业机会,并有利于社会稳定,在达到政府所期望的社会财富分配结构和形成目标性的投资秩序上,ESOPs 起到了一定的作用。

(2) 雇主

实行 ESOPs 的公司,一般认为其雇主享受到了政府税收优惠的好处,增加了财富。但雇主财富转移的具体情况难以一概而论。在上市公司中,尽管在实行 ESOPs 时,股票的价格可以依据市场价格而定(如不得低于股票市场上价格的 85%),初始的捐赠数目和贷款数目也比较固定,但目前及

未来税收优惠的好处及其以后在各个新股东之间的分配一般要取决于企业未来可分配的现金流量,即要取决于企业未来的绩效(当然,也包括反并购并保持控制企业等其他方面的好处),而未来企业的绩效是不确定的。对实行 ESOPs 的非上市公司来说,财富的转移要取决于 ESOPs 的每一个具体步骤。如独立信用机构对企业资产评估的准确性;雇员与雇主之间信息的对称程度,如果在公司信息上,雇员比雇主了解得少,雇员在讨价还价的过程中就会处于劣势;当雇员达到公司规定年限或退休离开公司时,员工股票的回购是否会造成财务风险等等,难以一概而论,但可以肯定 ESOPs 不是一种预期非常明确的捐赠行为(Frank Amato, 1998)。

(3) 雇员

雇员的财富所得直接体现在就业上,实行 ESOPs 意味着雇员成为企业资产的所有者,工作岗位的归属性和稳定性都会得到提高,但参与该计划具体收益的现金流难以确定。因为这要取决于当前支付的部分购买现金、雇员作为新股东未来所得红利的贴现及享受税收优惠的贴现、未来公司回购的价格水平或在二级市场上卖出的价格水平等等,而这些因素中的大多数存在很大的不确定性。

(4) 中介机构和非本公司投资者

参与 ESOPs 独立信用的中介机构主要有资产评估机构和提供贷款的金融机构。前者依据市场公平交易原则来收取服务费用,并对自己出具的具有法律责任的文件承担被诉讼的风险。后者则依据交易双方达成的借贷资产利息进行交易。由于参与 ESOPs 的公司还在还贷利息上享受税收优惠,因此,在一定程度上是政府减少了机构的信贷风险,但这种减少是非常明确的:只有税收激励政策,除此之外,不存在其他任何形式的担保或隐含担保。对公司外部投资者来说,参与 ESOPs 股票交易,其财富转移完全依据具体的市场交易情况,他可以在二级市场上购买实行 ESOPs 的上市公司的股票,也可以从 ESOPs 信托中购买符合该计划交易条件的 ESOPs 的股票,不存在直接的、明确的财富转移。

(5) 信托基金会之行为可能引起的财富转移

在美国,ESOPs 所有的资产必须存放在 ESOPs 信托基金会之下。该基金由 3—5 人组成,其中包括 1 个或 1 个以上的雇员,由董事会任命,负责管理基金。该基金可能引起的财富转移主要体现在两个方面:一是基金财富本身的实际运作可能引起的财富转移。基金财富本身的实际运作是否遵循美国信托法所要求的谨慎人规则是判断该基金管理者是否会遭到诉讼的主要标准。实际上管理者也会受到其他原因的诉讼,但管理者也有自己的保护措施(见下文的分析)。二是投票权可能引起的财富转移。在投票权上,美国实行 ESOPs 的公司员工一般享有股份收益权和投票权,但只有在公司资产出售、并购、重大财务调整上,才有投票权,在董事会选举、高级经理人员的聘用一般不参与表决,原因是“现代公司的管理需要专业知识”。近些年来,对于公司内部的基金会,雇员担心其不能遵守信托责任,并可能成为雇主的工具,因此,越来越多的 ESOPs 的赞助者倾向于外部信托,或银行或投资公司。

2. 利益行动团体及利益协调

(1) ESOP 协会

美国公司的 ESOPs 能够良好运作并享受到政府的税收优惠,与其自身的行动团体密切相关。ESOPs 的利益行动团体是 ESOPs 协会(ESOPs Associations),它是一个非赢利性的组织。ESOPs 协会的作用主要体现在两个方面:第一是 ESOPs 技术交易方面。它为企业创建 ESOPs 提供全方位的技术咨询和指导、员工培训、为 ESOPs 引荐(企业可自愿选择)合格的机构(如贷款机构、资产评估机

美国的雇员持股计划一般要求员工在 7 年内买完所持有的股份。在这之后,对员工股票,公司必须有两次买入期权的义务(2 年以内),如果这一期间,员工不卖出自己的股份,那么,到 55 岁员工所持的股份资产的 25% 可以多元化,即投资到符合信托责任所要求的其他资产上,到 60 岁,这一比例可以达到 50% (该投资规则 1986 年 12 月 31 日起有效)。

构、信托机构)、建立自己的联络网络、公布 ESOPs 信息,并形成了 ESOPs 员工的货币储蓄者联姻计划,等等。该协会通过有关 ESOPs 技术交易方面的工作,努力使 ESOPs 成为美国人家喻户晓的一种制度安排,成为美国社会经济结构的一个重要组成部分。第二是成立了自己的政治利益行动团体——ESOPs 协会领导下的 ESOPs 政治行动委员会(ESOPsPAC)。自 1988 年始,ESOPsPAC 直接与华盛顿官员联系,支持许多赞同 ESOPs 的在职政客和政治候选人。只要赞同能够改善 ESOPs 境况的立法,或只要承诺一旦当选就支持或改善 ESOPs,或投票反对削减 ESOPs 之立法者,或公开申明赞同 ESOPs 的政客都将得到 ESOPs PAC 的赞助。当然,优先获得赞助的主要是参议院金融委员会、参议院劳工与人力资源委员会等与 ESOPs 立法相关的政客。ESOPs PAC 是一个两党参与,在 ESOPs 协会领导下的独立基金,接受 ESOPs 赞助者的捐助,任何宗旨的捐助都受欢迎,从 1 美元到 1000 美元不等。如果一个捐助者每年的捐助都达到 1000 美元,就成为 ESOPs 协会高级俱乐部成员。时至今日,ESOPs PAC 成绩非凡,在众议院中有 25% 的议员公开赞同创建更多的 ESOPs,并建议通过法律来实现这一目标(ESOPs Association,2000)。可见,ESOPs 协会作为 ESOPs 参与者的利益行动团体,极大地增加了雇员集体谈判的能力。这还体现在有利于 ESOPs 的相关立法上。

(2) 律师

在 ESOPs 的实施过程中,律师秉承职业要求,真实提供将创建的 ESOPs 的具体条款及具有 ESOPs 特征的正式计划文件。在此之前,必须由评估机构提供已完成的、正式的资产评估报告书。律师及相关机构由企业自由选择并雇用,也可以由 ESOPs 协会推荐,然后由企业雇用。律师以忠实有关 ESOPs 法律为准绳,不偏袒任何一方利益,收取服务费用,并对自己出具的具有法律效力的文件承担被诉讼的责任。

(3) 信托责任、企业董事(理事)和高级职员的责任保险

ESOPs 的资产都存放在信托基金会的名义之下,该信托基金会只为该计划的参与者及受益人的利益服务,必须按照计划文件谨慎从事。由于是董事会任命基金管理者,有关规则规定该计划的受托个人对任何违反信托责任所造成的该计划参与者的任何损失负责。因此,一个受托人可能被要求用个人的财富去补偿不当买卖股票给该计划参与者造成的损失。同时,雇员可以对公司董事及高级人员进行诉讼,而公司董事及高级人员的反诉讼通常要花费很大一笔费用(很容易超过 10 万美元),这对他们来说(特别是对一些小企业的董事及高级人员),可能是灾难性的。因此,大多数董事会通常要求为董事及高级人员建立保险。

(二) 财富转移和利益协调:中国 ESOPs 的实证依据

1. 财富转移

我国国有企业的 ESOPs 的主要参与者是政府、企业管理者和企业员工、市场(中介)以及职工持股会。下面逐一分析。

(1) 政府

中国企业内部职工持股计划的试点,在公布的正式相关文件中,政府几乎没有什么优惠,比如税收或银行贷款等等。政府或相关管理部门对内部职工持股的管理是相当严格的,因为管理部门首先要保证国有资产不能流失。从转轨经济的过程来看,管理部门与实行 ESOPs 的企业相比,在信息的交流上处于劣势,同时由于社会中介机构的发展受到限制,中介人员本身的技术素质不高,资产评估中介市场纪律约束力弱,往往造成了资产评估的不准确,结果尽管国有股份卖给了个人,变了现,但国有资产确实流失了。更早些时期,比如在 20 世纪 80 年代末期,由于无法可依,内部股

从 1978 年,ESOPs 协会直接对联邦立法展开工作,节省了 ESOPs 赞助者大约 400 亿美元的费用(ESOPs Associations,2000)。有关 20 世纪 80 年代以来美国的 ESOPs 协会在立法上所取得的胜利,参见 ESOPs Associations (2000)。也有一些特殊情况的例外,如深圳市对困难企业内部股的红利,经批准后可以享受税收优惠。

外流、人头股等形式造成了明显的国有资产流失。实际上在 20 世纪 90 年代中期以前,由于资产评估缺乏公正性,企业与评估机构串谋来掠取国有资产并不罕见。因此,后来政府加强管理是为了确保国有资产不流失。加强管理是理性的选择,也可能是受到了传统管理惯性的影响,但一个问题是各地区、各部门的管理办法并不统一,甚至在某些重要条款上存在很大的差别,如代表职工利益的持股会分别由不同的主管部门来管理。这种严格的管理和规定一方面造成了 ESOPs 的行业和地区差异,难以在大范围内形成职工自己的利益团体和职工自己的投资群体;另一方面由于资金来源单一和资金用途过于狭窄,ESOPs 成为一个简单的企业与职工之间的买卖行为,没有形成具有一定实力的机构投资者,变成了一种相当封闭的交易行为。这两方面的原因导致 ESOPs 参与者未来的预期相当简单,即在这次交易的时点上要能够看得见的好处。对有上市预期的公司员工来说,有压低资产定价的倾向。而对于不能够上市的企业来说,利用自己的信息优势,尽可能地压低国有企业资产价格便成为参与该计划的重要动机。这也是早期甚至现在国有资产流失的深层原因。其实对于政府来说,只要保证资产能够公平交易,其余的让参与该计划的企业自己去发挥其主动性和创造性就可以了。因为政府既然不存在让利,保证国家利益不受损失就应该是实行该计划的首要任务,同时国家完全可以决定哪些行业或企业不能实行 ESOPs。政府这种主要基于市场价格的交易行为也许会有利于员工自己去决定参与还是不参与、参与的比例如何以及形成何种未来的公司治理结构等等。从这一点上看,没有及时培育或引进资信评估类中介,让中介来公平评估国有资产,恐怕是政策设计过程中一个值得深刻反思的问题。

(2) 员工(企业管理者和普通员工)

对内部职工股没有上市可能的公司来说,内部职工持有的股份是由内部职工主要以现金,再加上其他自己必须归还借贷的资金购买的。资产评估的准确性决定了财富转移的程度。如果资产价格能够比较准确地反映资产的实际价值,初始交易的时点上,可以说不存在财富转移,只是每个该计划参与者的资产组合种类发生了变化,未来财富的转移也难以确定,但目前尚未有这方面的实证资料。但如果国有资产低估了,财富在该计划的初始交易时点上就由国家流向了个人。在内部股退出机制上,目前各地试点企业存在较大的差别,有的有回购规定,有的没有明确的回购规定,如北京市规定符合转让条件的内部股只能在本企业员工之间转让,价格按照上年度每股净资产确定。对能够上市的内职工股来说,大多数实证研究都表明了具有较大的福利效果。这种财富的转移主要由国家转向企业 ESOPs 的参与者(假设存在资产低估),再由市场投资者转向内部持股者(价差)。但卖出内部股的员工,绝大多数并没有返回市场,也就没有形成股票市场交易的投资者。

(3) 市场(中介)

在这里,市场主要是指非本企业的投资者,在二级市场上参与内部职工股交易的投资者,其财富转移(赢利或损失)完全基于自己的独立信用,因此,在那一交易时点上不存在明确的财富转移。中介的费用也是基于交易双方的意愿达成,当然要基于“三公”原则,如果这样的话,中介收取费用并承担自己出具的具有法律效力的文件遭到被处罚的风险。实际上,由于中介的管理还需要改进,市场纪律的约束力弱,有时甚至会存在串谋现象,结果,中介和内部持股者都会多多少少得到国有资产的一部分。

2. 利益保障与协调

(1) 职工持股会

目前各地试点企业的职工内部股都由持股会统一管理,好像结束了托管人不统一的局面,有利于规范内部职工股的运作。但各地、各行业的持股会并没有一个统一的管理机构,有的属企业工会领

北京、上海、深圳、济南以及外经贸部等地区 and 行业的内部职工持股的规定有较大的差别。具体的规定可参见管延斌等(1999)。

导,并要接受更高级工会的批准,如济南市试点企业的内部职工持股会。有的由市政府或区、县政府的有关部门直接管理,如上海市的内部职工持股会。外经贸企业要接受外经贸管理。这些不同的管理机构代表不同的地区或行业利益,难免产生一些冲突。比如,按照这些规定来理解,一个在某地的外经贸企业的内部职工持股会是不是要接受本地管理部门或外经贸部指定的管理部门的双重领导呢?此外,企业工会领导下的持股会是代表参与该计划的员工,还是代表企业的全体员工呢?从职工持股的比例来看,绝大多数企业内部职工持有的股份低于20%,一般在10%左右。较低的持股比例难以从根本上提高职工对企业的关切度和参与度。上述诸因素造成职工持股会难以在公司治理结构中发挥有效的作用,参与该计划的职工难以在更大范围内形成自己的利益保护群体,投资权益也就难以得到较好的保护。

从持股会的资产运作空间来看,投资运作的空间小,难以达到资产的多元化组合。内部股资产运作的管理者也是员工,他们以自己的资产对持股会承担有限责任,持股会以其有限资产对企业承担有限责任,这实际上是持股会理事会成员以自己的资产对整个企业内部股资产承担有限责任。这样看来,对持股会资产投资方向的严格限制起到了防止持股会管理者在管理内部股资产上可能出现的道德困境问题,但这样严格的限制也减少了职工股分散风险的可能,加大了职工的风险。而且,如果企业不能分红的话,职工股收益的风险就更大。

(2) 律师

在市场经济条件下,律师以自己的专业技术和对法律准确的理解为促使交易公正的进行,因而扮演了重要的角色。但ESOPs是一项极为复杂的交易行为,涉及许多环节,仅仅把希望寄托在律师身上是不明智的。某些行业部门采用的主律师制度实际上体现了行业利益的分割。ESOPs需要更多的具有市场资格的机构参与,只有利益互不关联的参与者,才有最大的可能来避免不正当的财富转移,使交易各方面都有权力去仔细评估自己的所得和所失是否匹配。从这一点来说,未来要培育、发展更多的具有独立信用的中介机构去参与该计划。比如,在信托整改后,是否可以让信托机构来从事职工内部股的托管呢?当然,这需要相关的法律基础和政策支持,但有一点必须受到重视:员工自己花钱买来的股票有权选择自己的受托人,而对受托人的法律、法规监督则是保证受托人按照委托人意愿行事的基本约束,这需要在未来的相关立法上仔细研究。

四、若干值得思考的结论

从上述分析,可以得出几个值得进一步思考的结论:

1. ESOPs是一个非常复杂的制度安排,ESOPs涉及到许多交易主体。每一个主体都应该有自己的利益保护措施,并尽可能依据专业知识来明确各自的利益和责任,协调财富转移过程中的矛盾,从而使ESOPs能够持续运作。

2. 美国的ESOPs形成了或壮大了遵循美国信托谨慎人规则的市场投资主体,即ESOPs信托基金或外部信托机构。美国ESOPs制度安排的一个重要含义在于:该制度安排引起的未来财富转移的预期不是明确的。尽管ESOPs都是为了某一特定企业解决某一特定问题而设计的,目的虽然明确,但未来的财富分配状况要依据一个长时期内(5—7年以上)该制度的实际运作状况,财富转移

上海市工会(1997)等的调查反映了这一问题:职工对持股会理事长表示满意的占调查人数的60.3%,职工认为理事会成员能真正代表会员利益的只占50%,明确认为理事会不能真正代表会员利益的占8.8%。职工认为建立持股会以后,企业领导对职工更尊重了的占40.9%,认为没有多大变化的占50.4%。绝大多数企业的理事会和理事长都没有建立起与广大职工的沟通制度,职工也尚未能把自己对企业的关心、建议很好地传达给公司的经营决策层。同时,持股会在董事会的代表与职工的持股数明显不成比例的企业占36.67%。

上海市工会(1997)的调查发现,在32家企业中有11家没有分红,但分红企业的分红率还是比较高的,21家企业的平均分红率为15.4%。

的预期是不明确的。各个利益主体依据自己的利益要求,依据可遵循的法律或其他契约文件,不断的摩擦、互动与分享信息,以使制度朝着各个主体认同的方向逼近。

3. 大约 10 年多的中国改革过程中试点企业的内部职工持股制度安排变化很大,管理部门没有统一的政策指导。在市场化改革过程中,各地区、各行业本着各自的利益,在企业内部职工股规定上存在相当大的差别。因此,作为代表员工利益的持股会并没有形成统一的利益行动团体,没有能够很好地发挥其保护员工利益的应有作用,如持股数目与进入企业董事会的人员不成比例、各地对持股会的管理存在一些明显的差异等等。作为员工自己支付全部货币所购买的股份,是应该由政府管理部门、行业管理部门来管理,还是由员工自己来全权管理是未来一个值得重视和研究的问题。员工自己全权管理需要培育自己的利益行动团体,并妥善处理与工会的关系。工会代表所有员工的利益,而持股会只代表持有企业股份资产的员工的利益,这个问题必须在未来加以解决,以避免两者之间的利益冲突。

4. 与企业内部人相比,中国转轨时期的管理部门在企业内部职工持股制度的安排上不具有信息优势,主要通过严格的管理来弥补信息上的不足,ESOPs 的发展轨迹说明这样的政策需要改革。参与者(特别是一般职工)用现金购买公司股份,在政府不存在让利的前提下,由于一些与股份收益相关的重要制度安排存在缺陷,产权预期收益的维度(或产权的不完整性)变得狭窄了,那么在实行该计划时,参与者利用自己对企业的信息优势来低估企业资产就成为必然。参与者期望利用目前的差价(国有或集体资产低估的价值)来补偿未来自己产权收益维度变小的损失。实际上,正是参与者持有的企业股份的产权收益维度不足,利益的补偿就在所难免,比如准许上市、利用自己的信息优势低估国有资产来获取初始价差就是两种最明显的利益补偿方式。利益补偿和产权维度的权衡体现了 20 世纪 90 年代以来中国 ESOPs 制度安排变迁过程中主体利益摩擦的整个动态过程。

5. 中国未来的 ESOPs 制度安排的改进应该在产权维度和利益补偿上作明确的选择。作为管理部门只要保证国有资产不受损失,在该计划的交易中抓住企业资产评估的公正性与准确性这一环节就可以了,其余的可以让参与者自己去选择。因为未来中国的市场整合度会越来越高,计划经济体制下的某些管理思维和方法难以适应市场经济下交易主体所要求的利益自主互动和协调。对同一个制度安排实行不同的管理办法其结果也许不能够很好地保护参与者的利益。同时,管理部门如要想推进 ESOPs 的发展,应该明确统一的利益刺激规则,如税收优惠。

6. 对中国的 ESOPs 制度设计的解析体现了这样的含义:当管理部门在要实行的制度安排上不具有信息优势时,不要设计参与者预期比较明确的政策。一旦参与者对某项制度未来的收益有较为明确的预期,初始的制度安排肯定会不利于管理者,因为在初始利益格局已定的条件下,任何一项制度安排不可能在初始的时点上让所有的参与者都受益。制度设计者要让该制度的参与者在制度未来的运作过程中通过自己广泛的参与度来获取可能的收益,在不想让利的制度安排中这一点是十分重要的。

参考文献

- 管延斌,徐永前,1999:《职工持股制度与主协调律师制度》,经济科学出版社。
上海市工会,1997:《1700 名持股职工调查》,《焦点》第 7 期。
唐寿宁,1999:《个人选择与投资秩序》,社会科学出版社。
王晋斌,李振仲,1998:《内部职工持股计划与企业绩效——对西方和我国企业案例的考察》,《经济研究》第 5 期。
ESOPs Associations,1999—2000,Various Publications。
Frank Amato,1998,“Facts and Myths:ESOPs bank on bright future financial strategy leads to business”,*The Business Journal*,November 27.

(责任编辑:裴 边)(校对:子璇)