

国内上市公司股权激励的新探索

张 弘 孙玉霞

近年来,以股票期权计划、限制性股票为代表的长期激励机制的发展非常迅速,已对以基本工资和年度奖金为核心的传统薪酬体系产生了巨大的冲击。良好的股权激励机制可将股东利益、公司利益和经营者个人利益结合在一起,既有助于减少管理者的短期行为,使其更加关心企业的长远发展;也有助于克服部分公司的过度分配倾向及“60岁现象”等。2005年年底证监会推出的《上市公司股权激励管理办法(试行)》(以下简称《办法》),是对上市公司长效激励的规范,高级管理人员薪酬结构将因此发生重大改变。

早期的国内上市公司股权激励探索

股权激励制度在境外被普遍采用,但国内仍未广泛推广。由于政策不明朗,上市公司股权激励进程缓慢。截至2003年年底,仅有112家上市公司公告采取或拟采取相关激励措施,占当时所有上市公司的8.72%。这一比例较全球500强企业施行股权激励的比例要低很多。回顾近年来股权激励制度在国内的实践,对管理层的股权激励大致可分为几种模式:

1、期股奖励模式。期股奖励模式在目前国内上市公司中比较流行。其特点是,从当年净利润或未分配利润中提取奖金,折股奖励给高层管理人员。如电广传媒从年度净利润中提取2%作为董事会成员、高层管理人员及

有重大贡献的业务骨干的激励基金,用于为激励对象购买公司流通股,并做相应冻结,离职半年后可以抛出。目前采用这种模式的还有金陵股份、光明乳业、泰达股份、佛山照明等上市公司。

2、股票期权模式。股票期权模式在国际上使用最为广泛,但由于目前国内证券市场在股票期权制度上的滞后,A股上市公司成功实施的比较少,仅有部分在港上市的企业,如联想集团和方正科技等,成功实施了股票期权制度。

3、股份期权模式。早期我国绝大多数企业在当时的法律框架内均不能解决“股票来源”问题,因此一些地方采用了股份期权模式的变通做法。该模式实际上是股票期权的改造模式,又称“北京期权模式”。其特点是:经出资人或董事会同意,高管可以群体形式获得公司5%~20%的股权,其中董事长和经理的持股比例应占群体持股数的10%以上。经营者欲持股就必须先出资,一般不得少于10万元,经营者所持股份额与其出资额的比例按1:4确定,三年任期届满且完成协议指标,再过两年后可按届满时的每股净资产变现。“北京期权模式”的一大特点是推出了“3+2”收益方式,即企业经营者在三年任期届满后,若不再续聘,须对其经营方式对企业的长期影响再做两年考察,如评估合格才可兑现其收入。

4、虚拟股票期权模式。虚拟股票

期权不是真正意义上的股票认购权,它是将奖金延期支付,并将其转换成普通股票。这部分股票享有分红、转增股等权利,但在一定时期内不得流通,只能按规定分期兑现。这种模式是针对股票来源障碍而进行的一种创新设计,暂时采用内部结算的办法操作。虚拟股票期权的资金来源与期股奖励模式不同,它来源于企业积存的奖励基金。上海贝岭股份有限公司、早期的联想集团就是这种模式的代表。

5、年薪奖励转股权模式。这种模式由武汉市国有资产控股公司设计并推出,又称“武汉期权模式”。武汉市国有资产控股公司所控股的上市公司原来实行企业法人代表年薪制,年薪由基薪、风险收入、年功收入、特别年薪奖励四部分组成。在这种模式下,70%风险收入转为股票期权(另外30%以现金形式当年兑付),国资公司按该企业年报公布后一个月的股票平均市价为激励对象购入该公司流通股。同时,与国资公司签订股票托管协议,这部分股票的表决权由国资公司行使,需在第二年经对企业业绩进行评定后按比例逐年返还给企业经营者,返还后股票才可上市流通。“武汉期权模式”本质上也是一种期股奖励模式。

6、股票增值权模式。股票增值权不是真正意义上的股票,没有所有权、表决权、配股权。这种模式直接拿每股净资产增加值来激励其高管人员、技术骨干和董事,无需报财政部、证监会等

机构审批，只要经股东大会通过即可实施，具体操作方便、快捷。三毛派神曾采用此模式，通过模拟认股权方式，以公司股票在年末比年初净资产的增值价差的一定比例作为激励。

近期股权激励新政策

国内上市公司早期对股权激励的探索，基本上是以个案为主，取决于地方政府对政策的“开放”程度，大多数采取了一条较为迂回曲折之路。中国证券市场股权分置改革的全面推开，以及《办法》的正式出台，扫清了国内上市公司推行股权激励部分基础性障碍。首先，解决了股权激励的股票来源问题。国外企业用于实施股票期权的股票来源有库存股票、股票回购、增发新股，这些渠道以前在我国都受到限制。《办法》中确定了以“向激励对象发行股份、回购本公司股份，法律、行政法规允许的其他方式”作为股票来源，这一渠道与国际通行作法基本一致，解决了股权激励最重要的股票来源问题。其次，明确了认购资金来源。《办法》出台之前，曾有过借助上市公司资源来实施股权激励的案例。此次出台的《办法》明确规定：上市公司不得为激励对象依股权激励计划获取有关权益提供贷款以及其他任何形式的财务资助，包括为其贷款提供担保。第三，细化了激励计划具体内容。《办法》要求激励计划至少包括获授对象、获授时间、行权时间、行权价格、禁售期、出售条件等要素，对激励对象、行权时间、行权价格、禁售期等也有明确的规定。美中不足的是，《办法》对出售条件、行权方式等未能进一步明确。第四，对持股比例有了适度界定。《办法》规定持股比例不得高于10%。持股比例过高易引致争议或“眼红”，过低则可有可无。综合来看，《办法》解决了股权激励的一些基础性障碍，对推动上市公司实施股权激励起到了至关重要的作用，但是部分细节、配套政

策或措施仍需进一步完善(如关于股权激励的税收政策等)。

股改公司股权激励实践

早在股改试点阶段，股权激励计划就受到多家股改公司的青睐，除韶钢松山外，同期推出股改“搭售”股权激励计划的还有中信证券、恒生电子、金发科技、农产品等。进入全面股改阶段后，又有津滨发展、新大陆、深纺织、特发信息等公司推出了类似计划。但是，在股改进程中的股权激励相当敏感，还未有相关配套制度，因此轴研科技在股改中推出股权激励计划之后，于2005年9月24日公告取消，并称在股改完成之后根据相关政策与管理制度的再推出，多家公司也采取了相似的举措，也有不少公司在股权改革方案中直接称“在股改完成之后，择机推出股权激励方案”。可以预计，随着股权分置改革的完成，上市公司股权激励也将全面铺开。

(一) 现有股权激励的特征

值得注意的是，目前已完成或正在进行股改的公司，其股权激励方案与《办法》中的规定有较明显的区别，核心区别在于股票来源。股改公司之股权激励，大部分来源于“非流通股股东”的承诺，即“股改完成之后，非流通股股东将其一部分股份以比较优惠的价格出售给激励对象”，这是既得利益的调整，而不是来源于“上市公司”，由于不涉及流通股股东的利益调整，操作方便也易于施行，特别是对某些股东结构简单、持股相对集中的上市公司更是如此。但是这种做法只是“权宜之计”，激励对象为上市公司创造价值，不能只由少数股东来“买单”。过渡到《办法》所要求的行为规范，将是上市公司股权激励全面铺开之后的必然趋势。但是，分析现有股权激励的特征对下一步制定股权激励方案仍具有较高的参考价值。

1、股票来源已突破《办法》之规

定。《办法》规定的上市公司股权激励的来源，包括回购股份、向激励对象发行新股及法律、行政法规允许的其他方式。就已实施股权分置改革的上市公司的股权激励方案来看，早期方案中的股票来源均采用了“其他方式”。如：G东华、G恒生、七喜控股、G韶钢、G中化、G士兰微、G新大陆等公司的激励股票来源于第一大(非流通)股东；G金发的激励股票来源于第二大(非流通、个人)股东；农产品的激励股票来源于除第一大股东之外的其他所有非流通股股东所持股份的50%；丽江旅游、G柳化、G中信、G综超等公司的激励股票来源于所有非流通股股东；只有G华侨城的激励方案是向激励对象发行认股权证，授权激励对象可以按7元/股的价格认购5000万股新股。因此，早期股改公司的激励方案中，从大股东支付对价后的股票中分割出一部分股票，是股权激励之股票的主要来源。目前政策上暂未禁止这种来源的合法性，但对国资公司控股的上市公司而言，还有待国资委相关办法的进一步明确。

2、定价方式种类繁多。《办法》规定，行权价格不应低于下列价格较高者：(一)股权激励计划草案摘要公布前一个交易日的公司标的股票收盘价；(二)股权激励计划草案摘要公布前30个交易日内的公司标的股票平均收盘价。《办法》确立的行权价格确定机制，是以市价为基准的，与净资产无直接关系。但在《办法》出台之前，不少公司采用与净资产挂钩的方式来确定行权价，对于市净率较高的公司而言，这种方式对激励对象更加优惠，如G新大陆、G中信、G金发、丽江旅游等；G韶钢采用了市价与净资产孰高原则；G华侨城、G综超、G中化则事先固定了行权价。由于不少方案的定价方式与市价的结合不够，可能需要按《办法》规定进行调整，除非其价格本身不低于市价。

3、预交风险抵押金是获得激励股权的前提。按农产品的股权激励方案，

公司管理层要取得股权，必须达到既定的业务目标，同时还须分三年支付每股0.8元的风险保证金。相似的情况出现在G特力，该公司规定“管理层每年在实施股权激励计划之前必须按预计出售价格的20%预先向公司交纳风险责任金，如不能完成董事会制定的业绩考核任务，则交纳的风险责任金不予退还，由公司享有”。另外，深深房、G特发、深纺织、广聚能源等公司也有类似规定。笔者认为，预交风险抵押金有助于增强投资者及国有资产管理部门的信心。

4、限制性股票的授予取决于业绩是否达标。《办法》规定，限制性股票是指激励对象按照股权激励计划规定的条件，从上市公司获得的一定数量的本公司股票。但从目前的激励方案来看，限制性条件还是来源于“业绩是否达标”，如G柳化激励方案提出原则性意见：“公司全体非流通股股东承诺，当公司盈利能力增长超过一定幅度时启动管理层股权激励计划”，G综超提出“如果公司无法达到既定业务指标，非流通股股东向流通股股东追送一定股份，如果业绩达标，则追送部分作为管理层股权激励的股票来源”，等等，均不同程度地说明了这一现象。但是在业绩标准的选择上各公司差异却较大。除传统观念上的净利润外，净资产增值率也是可以参考的指标，如G恒丰股权激励制度中就规定“在2000年至2007年间由控股股东对公司高级管理人员实施净资产增值奖励，具体数额为年净资产增值额的8%，该部分奖励由公司控股股东支付”。但是，目前还未见到将“股价达到某一价位”作为业绩考核的成功案例。

5、一次授予分期行权。一次授予可行权额度、分期分批行权是大部分股权激励方案的共同特征。如农产品股权激励方案规定“管理层分三年以每股3.5元获得所授期股”；深纺织、G特发、深深房也规定管理层所获股权

在三年内分批行权；新大陆股权激励方案中，共授予管理层1500万股激励额度，规定每年行权500万股。

6、未行权期权的分红权归属多未界定。对未行权期权的分红权归属，大部分案例均未规定。但G恒生提出：控股股东划出400万股用作期权激励，不再享有该部分股票的分红权，不论该部分股票是否行权，该部分股票的分红用于员工的特别激励。

(二)股权激励方案新动向

1、限制性股票将成为长效激励的重要选择。在国内股改上市公司的管理层激励方案中，万科首次提出了限制性股票激励，即当净利润增长达到15%及以上，同时净资产收益率不低于10%时，激励对象将获得限制性股票。该股票来源于二级市场，而激励对象认购该等限制性股票的资金来源于公司利润增长部分计提的部分奖励基金(当净利润增长达到15%及以上时，对净利润增长部分按净利润增长率计提激励基金；如果增长率低于15%，则不得计提激励基金)。限制性股票的提出，是现实的需要，它易于操作，便于定价，较少引致投资者的争议；同时它也是理论上的需要，因为目前对股票期权定价方式的争议和对其财务处理上的不同看法，使推进过程存在一定障碍。另外，从境外公司的实践上看，对持有人而言，限制性股票较股票期权具有更高的稳定性，更有助于长期激励效应的发挥，因此境外上市公司采用限制性股票作为长效激励的案例正在不断增加。

2、信托公司等中介机构发挥着越来越重要的作用。分析已推出的股权激励方案，不少公司将其激励股份托管在信托投资公司名下，如万科、农产品等。其中，万科授权信托投资公司以奖励基金为限，为激励对象统一从二级市场购入万科的A股普通股，再在上市公司业绩达到预定目标之后，由信托投资公司将这些股份量化并归属到

激励对象；在农产品的激励方案中，除第一大股东之外的所有原非流通股股东，将其50%的股份共计2620万股作为股权分置改革对价统一划至深圳国际信托投资公司，作为管理层激励的股票来源。由于《办法》规定上市公司不得为激励对象提供财务上的支持，因此，借助于信托投资公司为代表的中介机构提供曲线的财务安排，是一种现实选择。

3、股票增值权激励模式具有极为重要的推广价值。万科的限制性股票激励方案存在着两个重要前提：一是公司有较好的盈利能力；二是股东相对分散，缺乏大股东的阻碍，易于提出并推行。于是，不少中小规模、业绩偏差但有改进机会的公司提出了对股票增值权的现实需求，采用股票增值权激励模式，一方面解决了激励对象的资金来源问题，同时也没有动大股东的奶酪。

首个“吃螃蟹”的是广州国光，在授予激励对象行权价格为10.8元/股、有效期为5年的888万份股票期权(股票来源为公司向激励对象定向发行888万股)的同时，还计划授予部分高管(共9名)20万份股票增值权。按该方案的规定，股票增值权在授权日后3年内每12个月执行一次增值权收益或罚款，如执行日前30个交易日广州国光平均收盘价(执行价)高于激励计划公告前30个交易日平均收盘价(基准价)，即9.25元/股，每份股票增值权可获得每股价差收益，来源为公司未分配利润。但是，如价差为负，则以价差总额的1/2平均分12个月扣罚上述高管自执行日后的下月开始的连续12个月工资。股票增值权是一种额外的现金激励方式，有助于推动管理层把公司经营好以促进股价稳步上扬，最终通过执行价高于基准价而使管理层从价差中获益。这种模式具有极为重要的推广价值。

(作者单位：联合证券研究所
北京信息科技大学)
责任编辑 刘莹