

# 构建激励约束机制 与企业产权改制并行

——吴忠仪表的“期权+期股+员工持股公司”模式探讨

特约撰稿 汤谷良 龙 丽

## 案例简介：

“吴忠仪表模式”是以党的十五届四中全会决定为指导，在对国外期权理论、契约理论以及产权理论进行深入研究的基础上，运用系统论、数学和实证等方法，设计的一套关于上市公司员工激励——约束机制和国有股减持的方案。其内涵是通过建立分配上的激励——约束机制和产权的重新划定，即：股票期权+股票期股+员工持股公司受让国有股权，达到转换企业经营机制、对企业现有人才进行有效激励与约束和更广泛地吸引人才，使经营者更关心企业长远发展。它主要通过股票期权、股票期股（以下简称期权、期股）和员工持股公司三种方式的有机结合来具体操作。

## 要点包括：

（一）期权、期股受益人。吴忠仪表期权、期股方案初次仅限于公司决策层、经营管理层、主要研发人员和关键岗位人员，具体人员由董事会决定。

（二）期权、期股行权条件。期权机理是价格激励，只要二级市场股票价格高于期权行权价格，被授予人就会主动行使期权，但为了使公司股票二级市场价格与公司发展水平正相关，方案中还规定：从期权赠与与到期行权这段时间，公司每年利润增长率和净资产收益率都应达到一定水平，否则即使二级市场价格高于行权价格，被授予人也不准行权。而股票期股是公司约定被授予人将其薪酬的一部分按约定价格（行权价格）购买本公司股票的行为，被授予人在公司规定的期限以后可将其持有的期股逐步变现。即期股资金是被授予人本来的薪酬部分，只要公司董事会确定了被授予人的行权资格，被授予人就可以行权。

（三）期权、期股所需股票来源渠道。期权所需股票来源渠道为二级市场流通股票或公司定向增发新股；期股所需股票来源渠道为公司定向增发新股和国有股转让。

（四）期权、期股股票数量的确定。影响期权股票数量的主要因素是公司发展水平，即期权股票数量应与公司利润

增长率正相关。由此每年公司赠与的期股数是动态的，个人获得的期股数量也是动态的。

（五）期权、期股行权价格确定。根据期权、期股所需股票来源渠道不同，期权、期股行权价格也将不同。行权价格在理论上讲应尽可能与二级市场价格接近，但如果在成熟的证券市场中，股票二级市场价格与其自身价值差较大时，为了保护被授予人的利益，期权行权价格应取二级市场价格和其真实投资价值的较小者；同时为了保护原有股东的利益，行权价格应大于每股净资产值。

如果行权价格的确定是采用定向增发新股方式，则行权价格等于增发新股价格；如果采用国有股转让方式，每股净资产值是确定行权价格的主要依据。

（六）期权、期股授予和行使。吴忠仪表期股拟采用的行权方式是在期股授予的第三年允许期权持有者行权最多量为第一年执行期股的20%，第四年可行权的最多量是第一年执行期股的50%，第五年以后可行权最多量为第一年执行期股的全部股权。

期权的行权方式是在期权赠与的第三年允许期权持有者行权最多量为第一年赠与期权的20%，第四年可行权最多量为第一年赠与期权的50%，第五年必须将第一年赠与的尚未行权的期权全部行权完毕，否则将失去行权的权利。

（七）国有股减持方案。吴忠仪表国有股减持设计方式是：期股计划+员工持股公司受让国有股。员工持股公司是以上市公司员工为发起人，以货币或实物作价出资，采取发起设立方式设立的一个新的规范股份有限公司。由员工在公司岗位重要性、学历（职称）、工龄和职龄等因素综合确定每一发起人可认购的股份。设立员工持股公司的主要目的是通过以企业法人形式受让部分上市公司的国有股份，从而实现员工间接持有上市公司股份。设计方案为：国家持股比例由47.37%降低到30%，即国有股由9 000万股减持到5 700万股；三年期股计划所需股份+员工持股公司受让国有股份合计占现有股本比率为17.39%，即3 300万股。届时

国家是第一大股东,员工持股公司为第二大股东,这一变化有利于在公司建立有效的监督——约束机制,由于员工持股公司的参与可以改变原来存在的国有资产管理缺位问题。在公司运作过程中,由于第一、第二大股东的优势地位,还可以避免市场中的恶意收购。

(资料来源:《中国证券报》2000年4月12日)

## 案例点评:

我国国企改革历经多种方案甚至制度性的变革、探索,取得了巨大的成就,但历史遗留问题并没有得到根本解决,现阶段国有企业所有者缺位,高层管理人员激励不足,约束不力,企业员工工作努力程度与收入没有直接联系,等等这些问题不仅使得国有企业整体蹒跚不前,而且严重制约着国企上市公司更好地参与市场竞争。因此,从长远制度设计考虑,我们必须切实面对国企改革和建立有效的激励——约束机制这两大现实难题。吴忠仪表模式在理论上和实际探索中给我们提供了一个新的参考,并试图通过期股计划+国有股减持方式来达到股权重组与有效激励并行的双重目的。

### 一、吴忠仪表模式设计的理论基础

一直制约和困扰着中国企业持续发展的问题就是如何激励企业家的创业和守业,如何设计一套有效的长期激励约束模式。激励约束机制本身存在三要素:主体、内容方式与对象,即由谁激励,如何激励,激励谁?那么企业改制的关键问题就在于三者是否能够并行推进。因此,如何全面地、多手段地解决企业员工的激励约束问题成为当前迫在眉睫的一个重要问题。

(一)国有企业激励——约束机制的建立首先应解决监督主体虚位问题。

我国上市公司大部分由国企改制而成,上市公司的股权相对集中于国家,但由于行使国家股东权力的政府机构并不是真正“人格”意义上的股权所有者,其对自己的决策不承担任何责任,因此往往导致监督虚位。中小股东由于信息的非对称性和持有股份数过小的限制,其真正拥有的只是公司的股票,而不是公司的经营决策权,因此对上市公司的监督力也较差。公司员工名义上是企业的主人,但实质上不享有公司的决策监督权。即使在实行了内部职工持股的企业中,企业职工的处境和企业外部的小股东也并没有什么差别。可见,名义上的多元监督,造成的实际结果是谁都难以实施监督。那么,在进一步的改制中,要解决企业员工的激励问题,首先就得解决监督主体虚位的问题。

(二)激励手段的选择应立足于长期激励,将被授予人的收益与被授予人努力程度、公司未来经营业绩挂钩。

根据保险收入和风险收入最佳匹配的激励原则,经营

者的报酬结构要多元化;即包括固定收入(如固定工资或底薪部分),也包括风险收入(如奖金、股票形式);即含有现期收入,也含有远期收入(如股票期权、退休金计划等形式)。设计整套的激励方案的要点在于不同形式的收入对企业家人行为具有不同的激励约束作用,能保证企业高层经理人员行为的规范化、长期化。因此,我们应当重视对激励手段的选择,特别是长期激励的研究和探索。吴忠仪表在此运用了期权与期股两种手段。

股票期权是指公司赠与被授予人在未来规定时期内以约定价格(行权价格)购买本公司流通股的选择权。被授予人可以行使该种权利,也可以放弃这种权利。由此可见,股票期权方案的机理是价格激励,对被授予人只有激励作用而没有约束作用,其激励的逻辑是:期权提供期权激励——被授予人努力工作——公司股价上升——被授予人选择行权获得收益。

股票期股是公司约定被授予人将其薪酬的一部分按约定价格(行权价格)购买本公司股票的行为,被授予人在公司规定的期限以后可将其持有的期股逐步变现。不同于期权,期股计划既有激励作用,又有约束作用,由于期股是被授予人本来的薪酬的一部分,如果公司二级市场股价高于行权价格,被授予人就获得了超过计划薪酬的收入,但如果公司二级市场股价低于行权价格,被授予人就发生了薪酬损失。因此,期股在被授予人薪酬中所占的比重越大,其激励——约束效果就越显著。但公司实行期股计划的前提条件就是要实行年薪制,并确保期股的可变现性。

(三)扩大激励范围,兼顾新老职工持股问题。

现代市场竞争机制中,企业的竞争优势来源于管理效率、团队精神、技术进步和制度创新,企业高层管理人员在协调整合企业资源过程中有着不可替代的作用,但企业的普通员工对于企业价值的增加起着决定性作用。因此,激励机制设计的着眼点不应仅局限于高层经理人员,更应扩展至对企业发展具有贡献的每个人。并且由于公司的某些投资项目收益回报期较长、企业基层员工流动性较高、激励报酬结构多元化要求等特点,面对基层人员的激励机制应可兼顾公司新老职工的合理持股问题。

### 二、吴忠仪表模式的特色

(一)以产权改制为基础,结合建立员工激励约束机制并行推进。

吴忠仪表改制不是一次单纯的产权改革,而是着眼于公司的长期稳定发展所进行的全方位改革。在股权结构重组的基础上对公司决策层、经营管理层、主要技术人员和关键岗位人员制定、施行相应的激励约束计划,充分调动各个层面的积极性,从而推动公司发展战略、管理制度、经营机制等方面作出相应的深层次改革。

(二)建立了完整的期权及期股计划各个要素的量化关系数学模型。

在方案设计中,充分借鉴了国外成熟的期权理论,从期权期股机理分析、股票来源渠道不同对公司及利害关系人的不同影响分析、股票数量的确定、行权价格的确定,均作了数学上的定量分析,建立了一套完整的期权及期股计划各个要素的量化关系数学模型。

(三)通过“期股账户”实行期股计划与国有股减持相结合。

通过期股和以全体员工为发起人的以发起设立方式设立的股份有限公司受让国家股(或法人股)组合方式,一方面实现了国家股的逐步减持,是国有股权减持和上市公司股权重组的一种新方式,另一方面把国有股权作为期股股票来源,通过在公司内部设立一个“期股账户”,将期股计划和国有股减持方案有机结合起来。具体操作是,先将国有股转让到“期股账户”,其所有权仍属国家,再通过施行期股计划,将被授予人的薪酬部分转入“期股账户”,行权后股票所有权转移到行权人的股票账户,国家得到股权转让资金(行权人的薪酬部分),从而实现了国有股逐步减持的目的。同时,为了保证被授予人的利益,购买期股的资金要锁定在期股账户内,直至满足期股变现的要求。基于这些考虑,期股在薪酬中所占比例及其流动性以及行权价格的确定等就成为期股方案设计的关键问题。

(四)激励和约束相结合。

激励机制的一个难点就是如何防止只有激励而无约束,激励与约束不对称问题。要激励也要有相应的约束、合理的惩罚措施。在实行股票期权计划的企业中,许多经营者把股票期权看作“最后的晚餐”,不吃白不吃。吴忠仪表模式考虑到这一点,设计了期权+期股的双重长期激励计划,激励与约束相融。

### 三、吴忠仪表模式实施中将面临的问题

“吴忠仪表模式”是否能解决被授予人的长期激励——约束和降低委托代理成本问题,转换企业经营机制,并对其他上市公司具有借鉴意义,实施过程中还将面临一些问题:

1、市场评价机制与业绩考评基准存在缺陷。期权、期股的实行取决于二级市场的股票价格,而我国目前的股票价格无法真实反映企业的业绩。在激励机制设计中,为了使公司股票二级市场价格与公司发展水平正相关,吴忠仪表方案规定:从期权赠与日到期行权这段时间,公司每年利润增长率和净资产收益率都应达到一定水平,否则即使二级市场价格高于行权价格,被授予人也不准行权。这部分地解决了股票价格走势与公司业绩脱节的问题。但是计算利润增长率和净资产收益率指标中的利润内涵究竟是什么?会计利润、经济利润还是EVA(经济增加值),这些并没有明确

规定。如果选用会计利润作为考核依据,这又可能使经营者利用会计报表操纵利润。可见,激励机制要想如愿发挥本来的目的,首先依赖于一个高度有效、结构合理的股票市场为依托,其次是正确合理的业绩考评,仅仅靠简单的会计利润指标是不能作为评价标准的,必须建立一整套科学的、完善的业绩评价体系,并且能够包含非财务状况因素,例如技术的提高、顾客的满意度、组织或雇员的认同等。

2、行权价格的确定是否合理。方案规定:期股计划如果采用国有股转让方式,每股净资产值是确定行权价格的主要依据。在我国一般而言,每股净资产账面值是远远低于市价的,以这种较低的价格作为期股作价的基础,能不能达到预期的激励效应似乎还存在一定的问题。而对于期权的行权价格确定,如果资本市场比较完善,二级市场价格可以作为行权价格的确定依据;而如果资本市场不完善,行权价格的确定就不能仅仅以股票价格作为参照物,而要综合考虑企业每股净资产值、企业所处行业发展前景、企业真实投资价值、宏观经济波动周期、通货膨胀、利率水平等因素。

3、收益人范围的确定。股票期权发展初期,其受益人主要是公司的高级管理人员。近年来的发展趋势是受益人范围扩大到本公司、本公司母公司或者子公司(在此,子公司的定义是母公司持有的普通股票权的股票数占该公司发行在外股票总数的50%以上,实现绝对控股。)的所有全体雇员。吴忠仪表期权、期股方案初次仅限于公司决策层、经营管理层、主要研发人员和关键岗位人员,具体人员由董事会决定。其理论依据就是这些员工对于企业价值增加具有较大贡献。但实际操作中如何划分主要与次要、关键与非关键?标准尺度如果取决于董事会,会不会为企业内部管理者权力之争提供新的工具?另外,作为共同为公司创造价值的普通员工以及子公司的经营者,如果在激励机制的变革中,得到的是收益的极大不平等,这可能会加大企业改制的阻力,甚至可能基于不平衡心理(“我劳动,他得益”),激励机制反而产生负面影响。因此,必须扩大被激励的对象范围,通过设计合理的奖励等级来激励不同的企业员工,达到改制的目的。

4、期权、期股数量的确定。吴忠仪表根据公司利润增长率、公司董事会确定的参与期权计划的人数,由岗位重要性、学历(职称)、工龄和在本公司任职年限综合确定个人综合测评系数,按被授予人的考评系数来计算期权、期股的发放数量。但在实际工作中还有一些因素必须综合考虑:第一,这些系数的确定有可能存在主观判断的不公正性和不可操作性,比如考评系数是由谁来评,是熟悉被授予人工作情况的部门员工、还是没有利益关系的企业董事会,亦或像西方国家的流行做法一样建立薪酬委员会。第二,作为风险收入部分,在企业员工收入中的“度”为多少才能达到激励效果。如果比例过高,员工的基本薪酬偏低,而风险预期太

# 试析我国管理会计研究 与国际惯例的差距

李守明 董琼慧 唐有瑜

管理会计是20世纪初伴随着泰罗的科学管理思想的产生而产生的,并随着经济的发展在企业中逐步得到推广、应用和发展。我国对管理会计的应用是在70年代末和80年代初随着西方管理会计理论的传入而开始的,在企业中应用的历史并不长。总体看,由于各种原因,目前管理会计在我国的理论研究及应用上是不尽如人意的。本文试图从认识、内容、组织三个方面来分析我国管理会计研究与国际惯例之间存在的差距,并总结现阶段我国企业应用管理会计的特色,以期研究寻找一条理论与实践并重的可行之路。

## 一、认识上的差距

管理会计自产生以来已有将近一个世纪的历史,并从20世纪50年代以来得到了迅速的发展,它不断吸收现代管理科学和相关学科的研究成果,内容逐步完善,应用范围逐步扩大,作用越来越明显。现代管理会计在西方已成为一门

系统的、规范的、相对独立而又不断发展的学科。然而在我国,管理会计自引进以来并未真正被人们所接受,在企业中尚未得到深入广泛的应用,甚至学术界对管理会计的定位还存在多种争议。

1、存亡之争。管理会计能否作为一门独立的学科而存在,一直是国内学者争议的话题之一。有的学者认为,“管理会计实际上应是财务管理学的一个分支,具体可称为财务决策学或财务控制学,而不是管理会计学……管理会计学可不必单独成科。”有的学者则认为,管理会计应该单独成科。从管理会计对会计学的贡献来看,现代管理会计的出现,使得已有500年发展史的现代会计,似乎成了一门新兴科学,使得传统会计从“记账一报账型”转化成“计划一控制型”,对会计学的发展做出了巨大的贡献。从管理会计内容来看,它完全冲破了传统会计条条框框的束缚,广泛吸收了现代行为科学、管理科学、现代数学和系统理论的基础理

远(吴忠仪表的行权方式最早也要第三年),对员工不但没有激励作用,反而引致抵触情绪;如果比例过低,员工得到的风险收入可能低于其付出努力的机会成本,同样也起不到应有的激励作用。第三,员工的薪酬结构比例、薪酬数量的确定不仅要根据企业的业绩和员工的努力,还要考虑劳动力市场上同类人才的报酬、公司所在行业的特征、公司在行业中的地位、公司的发展阶段等外部因素进行综合评定,达到激励员工并招揽更优秀人才的目的。

5、采用期权、期股计划后对公司财务与会计的影响。如何在传统的财务报告中反映和体现报酬计划的实施状况和对公司收益的当期影响、股权比例的变动造成的股票价格稀释效应;如何考核报酬计划是否达到预期效果以及相背离的程度;在哪些情况下应对报酬计划进行调整、修正;以及如果企业采用股票回购方式发放股票期权,财务会计以及现行的法律法规所面临的诸多问题,这些都会对传统的企业财务与会计在理论和实践两方面带来巨大的冲击。

6、公司经理选择问题。吴忠仪表模式只是试图解决对高层管理人员和技术骨干的激励约束问题,其并不能解决人才的选择问题。目前相当一部分的国有企业的经营者仍由行政任命,没有经过市场的评判和检验,缺乏压力和危机意识,这是与期权、期股的本质要求格格不入的。从这一点出发,我们必须建立健全内部法人治理结构,培育经理市场,建立有效的业绩考评体系,形成一种公平的、竞争性的人才的筛选、淘汰机制,保证真正有能力的人成为企业家。

7、建立、完善有关法规。由于法规往往具有一定的滞后性,目前我国实行期权、期股和员工持股公司受让国有股计划还没有法律、行政法规和有关部门的规定。实施这些计划需要政府哪些有关部门审批,怎样的审批程序才能使之合法化等问题,包括有关的税收政策也尚不明确,需要有关部门在借鉴国际成熟经验基础上,尽快出台相关政策、法规。

责任编辑 王教育