

股权激励还是员工持股： 基于启明星辰的案例分析

王诗淇 郭奎

摘要：股权激励和员工持股计划两种激励模式既存在相似之处又有差异，选择适合公司自身的激励模式是做好员工激励的第一步。本文以启明星辰信息技术集团股份有限公司为例，比较企业实施两种模式的差异，为其他公司在激励模式的选择和方案设计方面提供参考建议。

关键词：股权激励；员工持股计划；激励模式

中图分类号：F406.15 **文献标志码：**A **文章编号：**1003-286X(2022)24-0025-04

一、引言

股权激励和员工持股计划作为长期激励机制的两种表现形式，在制度要求和激励要素的设计上存在一定差异，进而对激励效果产生不同的影响，如何结合自身实际情况做出准确选择并合理运用一直是国内企业需要认真思考的问题。由于员工持股计划引入到国内的时间较晚，实践经验与推广度均不及股权激励，部分想实施员工持股计划的企业还处在观望之中，因此本文选取较早实施员工持股计划的启明星辰信息技术集团股份有限公司（以下简称启明星辰）作为研究对象，采取对比研究的方法，虚拟其采用股权激励中的限制性股票模式，通过对比其与目前实施的第三期员工持

股计划在激励成本与收益、税收、对象、约束条件和激励效果五个方面的差异，得出员工持股计划更有助于案例公司达成激励目标的结论，并为其其他公司在模式选择与方案设计上提出对策建议。

二、启明星辰不同员工激励方案设计的比较分析

启明星辰成立于1996年，2010年在深圳A股中小板上市，公司致力于信息安全领域，现已逐步发展成国内极具专业实力、拥有完全自主知识产权的网络安全产品、信息安全管理平台、安全服务与解决方案的综合提供商。2020年，公司实现营业收入36.47亿元，资产总额83.67亿元。截至2021年年底，启明星辰共推出了三期员工

持股计划，首期持股计划草案于2015年7月公布，当时正是启明星辰对外扩张收购杭州合众、安方高科的重要时期，在搭配重大资产重组的同时进行拆股，使得募集资金的发行价格为10.79元/股（原发行价格为21.62元/股），再加上当时启明星辰在股票市场上的良好表现，因此第一期员工持股计划取得了较好的效果。2016年，启明星辰收购了赛博兴安，并配套实施了第二期员工持股计划，但相比于第一期，第二期持股计划发行于股市低迷时期，实际收益不及第一期。启明星辰前两期员工持股计划的方案基本一致，特点是价格优惠、覆盖全体员工、不设置业绩考核、按照比例分配收益。然而，考虑到前两期激励方案受制于市场与大盘的整体表现、上市

基金项目：教育部人文社会科学规划基金项目(20YJA630089)；北京市社会科学基金重点项目(19GLA007)

作者简介：王诗淇、郭奎，北京工商大学商学院硕士研究生。

公司减持的窗口期与资产重组的限售期导致操作复杂、流动性差等缺点,启明星辰在相关政策的引导下对前两期员工持股计划进行了改进和完善,制定了第三期员工持股计划,并于2020年9月开始实施。区别于前两期,第三期员工持股计划的创新点是公司回购股票作为部分薪酬发放给核心员工,做成了类似于限制性股票的员工持股计划,不但降低了员工承担的风险,还有效缓解了员工的税负压力。

因此本文以改良后的第三期员工持股方案为研究对象,以假定的同期股权激励方案为对比对象,通过分析两种激励模式下激励成本与收益、激励税收、激励对象、激励约束条件以及激励效果五个方面的差异,综合评价两种模式的优劣势,为企业选择适合自己的激励模式提供参考依据。此外,为了提高假定股权激励方案的可靠性与可比性,本文将参考同行业实施了股权激励的公司山石网科通信科技股份有限公司(以下简称山石网科)的方案。选择山石网科作为参考对象的原因有三:一是该公司与启明星辰同样是从事网络安全产品的生产厂商,在后续的激励效果对比中能够保证同一市场因素的控制变量;二是该公司只实施了股权激励,能够排除同时实施股权激励与员工持股计划而产生的混合效应影响;三是该公司的股权激励与启明星辰第三期员工持股计划均于2020年实施,便于比较。基于此,本文将借鉴参考公司的方案设计,结合启明星辰实施第三期员工持股计划的实际情况,模拟股权激励方案进行对比分析,以下资料均来自于公司公告和年度报告。

(一) 激励成本与收益

无论是股权激励还是员工持股,

表1 员工持股计划与股权激励的成本与收益对比

对比内容	启明星辰第三期员工持股计划	假定的股权激励方案
公司付出的成本(元)	99 981 018.68	/
对公司损益的影响	一般对公司损益无直接影响	确认相关成本或费用,降低收益
激励员工付出的成本(人均/元)	/	204 042.90
激励员工的收益(人均/元)	408 085.79	408 085.79

注:激励员工的人均收益=回购股票总金额/激励总人数(245人),表中数据不考虑员工股份不同、行权时股价变动等因素,估算均值

表2 股权激励税收政策

对比内容 激励方式	股权激励税收政策		股权激励税收优惠政策	
	股票期权	限制性股票	股票期权	限制性股票
适用政策	财税[2005]35号 国税函[2006]902号	国税函[2009]461号	财税[2016]101号	
适用公司	上市公司		符合条件的非上市公司	
纳税环节	行权/转让	解锁/转让	转让	
适用税率	3%~45%/20%	3%~45%/20%	20%	

衡量激励的成本与收益都十分关键,平衡企业付出的成本与员工收益是方案设计的重中之重。就员工持股计划而言,市面上多数公司的资金来源为员工薪酬或者自筹资金,相对来说公司付出的成本较低,但也意味着员工要承担更多的风险,启明星辰前两期员工持股计划便是采取了这种筹资方式。由于员工付出的成本与风险都比较高,所以在这种模式下员工的参与积极性不高,激励效果大打折扣。启明星辰第三期员工持股计划采用在公司股价低点时回购的方式,累计回购股份4 125 184股,成交总金额为99 981 018.68元,虽然公司付出的成本较高,但从员工的收益角度看是零成本、零风险,所以激励效果较第二期有所提升。假定采取股权激励的模式,参照山石网科的限制性股票激励方案,公司向激励对象定向发行股票,员工用合法薪酬或自筹资金进行认购,同时享有股价五折优惠,相当于员工认购4 125 184股普通股需缴纳的总认购款为49 990 509.34元,人

均成本为204 042.90元。虽然有认购优惠政策,但相比于员工持股计划,股权激励方案下员工付出的成本依然很高,在收益相同的情况下,不具备优势(见表1)。

(二) 激励税收

税收问题一直是企业选择激励模式与设计方案的重点考量因素。从目前的股权激励税收政策来看,激励员工在持有股票期权或者限制性股票期间面临着双重税负的压力(见表2),一是在股票期权行权或限制性股票解锁时按照“工资、薪金所得”缴纳个人所得税,适用3%~45%的超额累进税率;二是在股票转让环节,对于高出股票市场价的增值部分,应按20%的比例税率缴纳个人所得税。尽管2016年发布的《关于完善股权激励和技术入股有关所得税政策的通知》(财税[2016]101号)适当延长了上市公司股票期权和限制性股票的纳税期限,但高额的双重税负以及先纳税再转让的资金压力让许多员工望而却步。假定启明星辰采用限制性股票的激励模

表3 启明星辰与参考公司激励对象对比情况

对比对象	激励对象	人员构成	授予数量(万股)	人均授予数量(万股)	占总股本的比例(%)
启明星辰第三期员工持股	核心员工	核心员工 245 人	412.52	1.68	0.46
山石网科限制性股票	董事、高级管理人员、 核心员工	管理层 8 人 核心员工 175 人	管理层 78.82 核心员工 336.18	管理层 9.85 核心员工 1.92	2.30

注：人均授予数量不考虑员工之间的差异，按照员工类别估算均值

表4 启明星辰与参考公司激励约束条件对比

对比对象	锁定期/限售期	解锁比例	业绩考核	
			公司层面	个人层面
启明星辰第三期员工持股	三个锁定期，分别是自标的股票过户至本期员工持股计划名下之日起的 12 个月、24 个月、36 个月	三个锁定期的解锁比例分别为 33%、33%、34%	以 2019 年营业收入为基数，2020 ~ 2022 年的营收增长率不低于 5%、10%、15%	个人绩效考核结果划分为“合格”与“不合格”两个等级，“合格”可解锁相应部分的股票收益，“不合格”不得解锁
山石网科限制性股票	四个限售期，分别是自首次授予之日起 15 个月、27 个月、39 个月、51 个月	四个限售期的解除限售比例均为 25%	以 2020 年的营业收入值为基数，2021 ~ 2024 年的营收增长率分别不少于 25%、50%、75%、100%	个人绩效考核结果划分为 A、B、C、D、E 五个档次，解除限售比例依次为 100%、100%、90%、80%、0

式，由于是上市公司，无法享受相应的税收优惠政策，所以员工在股票解禁以及转让时都要缴纳个人所得税。相比之下，员工持股计划相当于减持，在市场上自由买卖，无需交税。从员工的角度看，无论是股票的取得、持有还是再售环节，几乎都不涉及个人所得税的缴纳，即使是通过公司回购或非公开发行取得的股票，也是按照取得时低于回购价或法定发行价格的差额，按“工资薪金所得”缴纳个人所得税，这在一定程度上可以缓解员工的税负压力，提升员工参与的积极性。

（三）激励对象

股权激励与员工持股计划的实施目的存在本质上的不同，股权激励侧重于激励性，意图在于凝聚核心团队，改善公司的治理结构；员工持股计划则更加注重普惠性，试图建立公司与员工的利益共享机制，提高公司的稳定性。实施目的的差异导致了股权激励和员工持股计划的激励对象侧重不同，一般来说，股权激励面向的是对公司的生产经营起决定性作用的董事、高级管理人员与核心骨干员工，

涉及的员工人数较少。而员工持股计划适用的员工范围更广，市面上有许多员工持股方案是面向全体员工的，实际参与人数较多。启明星辰前两期员工持股计划便是面向包括管理层在内的全体员工，激励人数均超过了 760 人，管理层持股比例较高，以第二期持股计划为例，5 名管理层人员授予的股份占当期员工持股计划总份额的 4%，相比之下，其他员工的人均持股比例较低。改良后的第三期持股计划由于激励对象范围与人数的缩小，人均持股比例相较于前两期的其他员工有所提升。

从表 3 的对比可以看出，不同的激励对象会引发不同规模的股票授予数量，通常来说，对管理层的激励强度会远高于核心员工。以山石网科为参考，管理层的人均授予数量为 9.85 万股，最高可达 12.26 万股，是核心员工人均授予数量的 6 倍多，可见管理层的激励力度之强。若启明星辰采用股权激励方案，参考前两期将管理层纳入激励范围，就可能因总股本 10% 的授予上限而压缩员工的持有数量，

不利于员工与公司利益共享机制的构建，同时员工与管理层的授予差距也可能引发员工的心理失衡，难以建立相互制约机制，违背激励的初衷。

（四）激励约束条件

员工激励的约束条件主要体现在锁定期与解锁条件两个方面，这也是公司为了规避员工短期行为的保障机制。通常来说，约束条件中的锁定期或限售期、解锁比例以及业绩考核是一一对应的。如表 4 所示，启明星辰与山石网科的锁定期、解锁比例和考核指标的选取基本一致，不同的是山石网科的考核标准更加严格，营业收入增长率的指标设置远高于启明星辰，甚至要求四年就实现翻倍增长，这也体现了当前股权激励方案的设计现状。据统计报告显示，多数上市公司在制定股权激励方案时设置了过高的业绩考核标准，部分公司的激励计划因业绩不达标而被迫终止，如万科、苏泊尔等。如果启明星辰采用这种模式，可能因对激励性的高要求提升考核标准，过高的目标导致员工行权得不到保证，得不偿失。

(五) 激励效果

1. 盈利能力分析。从企业效益的角度看,在2015年实施了第一期员工持股计划之后,启明星辰的营业收入增长了3.38亿元(见表5),增幅达到了自上市以来的最大值,随后有所放缓。新冠肺炎疫情发生后,启明星辰2020年的营业收入不降反增,达到了历年最大增长量5.58亿元,主要原因有两点,一是信息技术行业受疫情影响较小,二是改良后的第三期员工持股计划展现出良好激励效果。同时,启明星辰近几年也实现了营业利润率整体上的持续增长,2020年的营业利润率较2012年增长了2.5倍以上。由此可见,启明星辰三期员工持股计划起到了较好的激励作用,公司整体的业绩提升效果显著,盈利能力和稳定性有所提高。从资金使用效率的角度看,在实施了员工持股计划之后,净资产收益率呈现出整体的上涨趋势,2016年与2020年出现的短期下降原因是该公司在2016年收购了赛博兴安90%的股权、2020年可转债转股导致的净资产增加,属于正常现象。因此,在实施了员工持股计划之后,公司自有资本获得净收益的能力有所提高,资金使用效率得到了有效提升。

2. 员工流动性分析。员工流动性在一定程度上可以反映激励计划吸引和挽留人才的效果。根据年报公布的情况,相较于2019年,在2020年实施了激励计划之后,两家公司的员工总人数都有所扩充,体现了良好的激励效果(启明星辰员工总数由4 609人上升至5 381人,山石网科由1 085人上升至1 351人)。理论上说,在实施股权激励之后,管理层的离职情况应有所好转,但就在实施当年山石网科流失了5名管理层人员,其中1人还是

表5 启明星辰2012~2020年盈利能力分析

年份	营业收入(亿元)	营业利润率(%)	净资产收益率(%)
2012年	7.28	6.51	6.49
2013年	9.48	3.86	9.56
2014年	11.96	9.49	12.35
2015年	15.34	9.88	14.94
2016年	19.27	6.90	12.87
2017年	22.79	15.69	16.29
2018年	25.22	22.15	16.47
2019年	30.89	23.97	17.07
2020年	36.47	24.75	15.63

参与了该期激励计划并且授予了12万余股份的董事,这也从侧面证明了股权激励并未有效减少核心员工的离职现象,没有达到挽留优秀人才的效果。如果启明星辰采用股权激励方案,可能会出现核心员工因行权条件过高不堪压力离职的情况。高管的离职还可能引起上下级员工的跟风现象,不利于人才队伍的搭建。

三、对策和建议

(一) 激励模式选择

除了以上列举的五个方面,股权激励和员工持股计划还存在部分差异。例如对损益的影响,一般来说,员工持股计划对公司损益无直接影响,而股权激励适用于《企业会计准则第11号——股份支付》,需要确认相关成本或费用,降低收益;再如管理方式的不同,员工持股计划一般是由公司自行管理或者设置专门的管理委员会,员工不直接参与股权行使,股权激励则直接赋予员工股权,员工可直接行使。当然,不同激励模式各有利弊,企业要做的是结合公司的实际需求与发展目标综合比较,选择合适的激励模式,制定完善的激励方案,切实发挥激励作用,从而实现激励目标。

员工持股计划作为一种新型股权形式有其独特的优势,适合人力资本与研发成本较高的高新技术企业,这些企业可以通过实施员工持股计划吸引并留住核心人才,构建优秀人才团队,助力企业长远发展。因此就启明星辰而言,员工持股计划更有助于其实现“吸引和保留人才,提升公司凝聚力”的战略目标。

(二) 建议

本文借鉴启明星辰的激励方案,为同类型的其他公司提出两点建议:

1. 方案设计坚持政策导向,结合内外部环境。员工持股计划的方案设计首先要遵从合法合规原则。监管的规则往往随着市场的发展而发生变化,公司在制定激励方案时要紧跟制度与政策的要求,在满足监管规则要求的条件下及时作出相应调整与改进。例如证监会、财政部、国资委在2018年11月发布《关于支持上市公司回购股份的意见》,鼓励上市公司回购股票用于员工激励,启明星辰当月便召开董事会讨论此事,随后发布《关于回购公司股份以激励员工的预案》,做到了对政策的快速响应,值得其他公司参考借鉴。其次方案设计要结合内外部环境。股票市场(下转第34页)