

# 国企再掀员工持股热 投资尚需精挑细选

□本报记者 毛万熙



CFP图片 制图/尹建

上海医药、中国建材、绿地集团、海螺水泥……多家国企近期纷纷表示要探索员工持股、推出激励方案,让人目不暇接。业内人士指出,员工持股并不是一个新事物。辅以资本市场与国资国企的其他配套改革,此次掀起的员工持股热潮或成为扰动相关上市公司股价的因素。 2.0版”员工持股方案有可能提振哪些公司的业绩?从历史数据看,投资者应着重关注公司治理完善规范、处于完全竞争性领域、行业环境较佳的相关上市公司。投资者需 眺肥拣瘦”,小心筛选后再下手布局。

## 股权激励效果有限

员工持股并非新鲜事,多年前便被引入国企改制过程,还出现过管理层收购的试点尝试,但由于国有资产流失的争议,最终被有关部门下文叫停。此后,员工持股逐渐淡出国改改革的舞台,上市国企在股权激励的框架下还偶有尝试。据Wind统计,A股国有控股上市公司共981家,占上市公司总数的38.7%,而自2005年至今,上市国企共出台95件次股权激励方案,仅占上市公司全部股权激励方案的13%。

这些持股计划究竟效果如何?中国企业研究院首席研究员李锦表示,过去几年已采取股权激励方案的国有上市公司中,收效甚好的寥寥无几。

资本市场体制不健全是影响实施效果的一大因素。北京师范大学公司治理与企业发展研究中心主任高明华指出,我国资本市场信息披露制度尚不健全,股价显示不出上市公司的真实绩效,使激励效果打了折扣。资本市场的法规

也存在漏洞,如《公司法》规定公司高管任职期间每年转让的股票不得超过其所持有本公司股票总数的25%,该规定对高管辞职后抛售股票无约束作用。

实际数据也表明,股权激励不如看起来那么美。选取2006年至2010年间实施股权激励计划的82家包含国企在内的上市公司(剔除金融类、ST、\*ST、数据缺失等公司),根据其年报进行各项指标统计可发现,激励计划公告日的前十个交易日与后四个交易日平均超额收益率可保持正值,并且实施计划之后的第一年总资产收益率和净资产收益率均呈现较快的上升趋势,但在第二年和第三年两个指标便均出现下降,而这些公司的股权激励计划有效期多为5-10年。

也就是说,无论经济大环境怎样,股权激励能够支撑上市公司业绩加足马力跑上一段时间,短期内能带来股东财富的增加,但长期效果并不显著。

## 持股范围得到规范

包括员工持股在内的新一轮国企改革被资本市场寄予厚望。重启的员工持股试点与过去相比,打上了两个新标签,一是混合所有制企业,二是管理层和企业骨干持股,范围得到限定和规范。

“2005年之前的员工持股甚至现在的一些股权激励案例中,持股的面太广,内部持股的差距没有拉开。可以说是人人持股、平均持股,激励成为一种福利,失去了其本义,激励效果不大。”天强管理咨询公司总经理祝波善称。此轮改革鼓励关键岗位的经营管理者、核心技术人员和业务骨干持股,新一轮员工持股将以更严谨、更科学的方法重启。

不过,员工持股的具体形式与以前相比未发生脱胎换骨的变化。从各级国资管理系统透露出的方案来看,不少国资委重启的员工持股将考虑在混合所有制企业中允许员工个人出资入股或以投资公司、股权信托、有限合伙企业等方式持股。

员工持股公司、信托公司持股等乍看之下像新名词,其实也属于“朝花夕拾”,过去或多或少尝试过。刚刚公布激励计划的绿地集团采取的就是员工持股方式,绿地集团管理层43人出资10万元设立格林兰投资,通过一系列复杂的“有限合伙人”安排代持了3759.74万元的绿地员工持股权,格林兰投资控制了28.83%的绿地股份。

信托公司持股也不如听上去那般神秘,这种方式就是企业将员工的购股资金作为信托财产委托给信托机构,依据委托人确定的管理方式或信托公司代为确定的管理方式管理和运用信托资金或信托财产,员工股权可以在内部按照既定规定进行转让、继承、回购等行为,至此完成持股计划。

尽管具体形式会沿袭以往模式,但业内人士指出,辅以资本市场与国资国企的其他配套改革,员工持股除了作为短期催化剂之外,未必不能构成长期支撑股价的利好因素,推出相关计划的公司仍是资本市场不可错过的盛宴。

## 三维度考察投资标的

有业内人士表示,从历史数据观察,面对不断抛出员工持股“2.0版”的国有上市公司,投资者着重关注的标的应满足公司治理完善规范、处于完全竞争性领域、行业外在环境较佳等标准。

为给持股计划留有充分的考察期限,选取2006年至2011年期间实施股权激励的国有上市公司作为样本,剔除停止实施与财务造假者,共有格力电器等24家公司,2006至2011年的六年间各有6.1、4.3、6.4家公司实施股权激励计划,每年均有分布,其中15家处于制造业、3家处于房地产业。

统计显示,在这些公司中,烽火通信等14家公司在激励方案实施前后即出现股价上涨。南天信息等12家公司在方案实施后的两年间股价呈“倒V型”,股价上涨了5至20个月后就进入下跌通道,这些公司主要落在通信技术行业和各类制造业。

上述公司的表现已算不俗。华菱钢铁等7家公司在公告后出现了长时间股价下降,其中西藏城投与华侨城的股

价短暂冲高后即开始下跌,天地科技与中国南车在实施持股计划的两年后股价仍未有起色。这些企业多属于重工业、房地产业、食品业,其中钢铁等周期性行业出现较长时间的整体过剩。

有两家公司在实施后的两年间保持股价一路上扬,分别是上海家化与双鹭药业,分属化学制品制造业和医药制造业。这两家公司均处于完全竞争性领域,并且股价有坚实的业绩支撑:二者的营收与净利润在实施的第一年至第三年连续快速上涨。另外二者在体制机制上市场化程度较高,公司治理较为规范,上海家化更在2011年成为上海国资委主导改制的第一家国企,整体出售给平安集团。

从理论上来说,技术/智力密集型企业也值得关注。祝波善指出,从现代企业的角度,人力资源管理将过渡到人力资本管理,可资本化的人力资本主要指科研、创意、设计等企业当中能够作为重要生产要素的骨干人员。未来实施员工持股的国企将更加集中在科研院所、高新技术上市公司等。

## 三方论剑员工持股

### 专家建议注重细节设计

□本报记者 毛万熙

股权激励被普遍认为是股东给企业员工定制的一副“金手铐”,是激励更是约束。那么员工持股究竟应该是哪一类员工的“金手铐”?民企等战略投资者认为把国企高管与企业紧紧“铐”在一起才放心;对多处于中层的技术业务骨干而言,持有股份较少,激励作用有限,同时他们更希望实行市场化的薪酬分配制度;专家指出,搞形式主义的员工持股是一种国有资产流失,应控制员工持股范围。

### 民营:“铐”住高管才放心

在实行混合所有制的国企中,推进高管持股的热情高涨。安徽某省属大型企业负责人表示,其所在国企在积极引进战略投资者。“民企投了那么多钱进来,当然希望用股权把我们高管与企业的利益紧紧绑在一起,这样他们才放心。”

如果说民营在实行混合所有制的国企中获得控制权是确保投资回报的第一道保险,允许高管持股则加上了双保险。娃哈哈董事长宗庆后表示,要吸引他与国企“混合”,首先要允许民营控股,便于真正改善国企机制。其次,为解决所有者缺位的问题,国企改革最好的办法是员工持股。“把大家的利益联在一起,企业搞得越好,员工也能分红,能增加收入,这样大家的积极性就调动起来了。”

面对“金手铐”的制约,国企高管则心不甘情愿。从中国建材董事长宋志平两会前“将重点推动员工持股”的表态,到绿地董事长张玉良两会后谈论绿地员工持股平台格林兰,再到上海医药董事长楼建波上周称“上半年推出股权激励方案”,国企对员工持股的热情持续高涨。

“员工持股平台是现代企业发展、国企改革的重要基本制度,把管理层团队、骨干员工与企业的持久经营紧紧结合在一起。”张玉良认为,“一个

企业短期利益与长期利益可能是有矛盾的,我们的经营团队既是打工者,也有作为投资者的话语权,对长远发展看得更多,团队也更持久、更平稳。”

### 骨干:期待薪酬制度市场化

除了国企高管,员工持股多涉及处在中层的“核心技术人员和业务骨干”,事实上这是一个比企业高管庞大得多的群体。

“能对我们实行股权激励是锦上添花,有福利大家当然来者不拒,但意义不大。能算作骨干的人那么多,平均到每个人分到的股份实在有限,激励作用更有限。”央企新兴际华集团下属某三级企业的中层领导唐清娜(化名)表示。她从业二十年,获多项国家级荣誉,是该企业不折不扣的轧钢技术骨干。

“僧多股少”是把持股范围扩大到中层的国企普遍面临的现实。不过,对于中层的“骨干”们来说,最渴望的不是股权,而是更有竞争力的薪酬。理论上说,股权激励的方式也并非对所有员工都适用。业内专家指出,股权激励属于可变的风险薪酬并且须延期支付。高管风险承受能力较强,可适当提高股权在薪酬中的比例,使其与股东利益相一致。而对于中层员工,高风险的股权在总体收入结构中则不宜占比过高。

使薪酬制度市场化是比推行员工持股更为紧迫的任务。唐清娜介绍,其所在企业中层待遇还凑合,就算与更大的国有钢铁公司比差别也不大,但和“体制外”一比就失去了竞争力。“现在企业竞争挺厉害,我们也从外边招聘一些中层,招聘时可能许了高薪,但事实上我们央企有很多束缚,一些承诺做不到,而民企说给多少钱就能给多少钱,所以这种人不太容易留住。”

唐清娜表示,如果员工的基薪与绩效薪都没有向市场看齐,即使给分点股权还是比不上民企的收入。这种因薪资吸引力不足导致的人才流失

### ■ 他山之石

## 国企激励方案应对症下药

在我国,部分国企经营者既可得到行政级别的晋升,又可有公司股权,而多数海外国家对国企员工的激励方式相对单一,针对性较强。借鉴西方国家有益经验,我国国企推行股权激励时,须同时改革国企经理人员的人事制度。

发达国家对国企员工的激励方式大致可分为两种类型,一类是公务员式,一类是市场化方式。公务员模式主要适用于国家独资、非竞争性领域的国企,管理人员等同于公务员,激励手段也遵循公务员体制,不实行股权激励。而对于有私人资本参与的国家控股公司,则采取与民企类似的激励方式,股权激励被普遍使用,政府主要通过选派代表以股东的身份参与企业的经营管理。

在德国,国企包括两类:一类不具有法人资格,不独立核算,由预算管理局直接管理;一类是具有法人资格的企业,采取股份公司形式。第二类国企占多数,政府部门只是作为股东参与企业的经营和管理,通过派驻

监事会的政府代表来控制监事会。对第一类非法人国企不实行股权激励,具有法人资格的国企其股权激励机制和私人企业基本相同。

在日本,国企主要分布在铁路、邮政、电信、基础设施等公共事业以及金融、烟草、盐业等行业,国资管理模式是集权式。在进行民营化改革前,国企实行的是行政机关直接经营。政府主管部门决定企业的人事任命,国企工作人员受国家公务员法的约束,不适用股权激励。尽管各个企业有独立核算的财务会计制度,但在财务处置上受到政府的严格控制和监督。尤其在企业预算的制定、执行、结转以及资金的筹措、使用等方面,均需得到主管大臣的许可。企业利润需全部上缴国库,未经批准企业不得动用,亏损由政府弥补。

在新加坡,主要通过国有控股公司管理国资,由淡马锡代表政府履行出资人的职责,接受财政部监管,定期向财政部提交报告。淡马锡公司董事会目前共由10名董事组成,其中4

名为政府公务员,另外6名为企业界人士。新加坡的国企普遍适用股权激励机制。

在瑞典,国企高度面向市场,普遍施行股权激励机制。政府对国企进行间接管理:一是税收调节,二是投资基金调节,三是工资调节,即政府规定工资增长幅度不能超过受外国竞争威胁的产业生产效率增长与国际市场价格上涨之和。对工资上涨幅度的控制是通过谈判形式进行的。

业内人士认为,借鉴西方国家有益经验,中国国企推行股权激励时,须同时改革国企经理人员的人事制度,对于竞争性行业,取消行政任命制,高管的权责确定、选聘、升迁、调动等和公务员体制脱钩,薪酬体系向职业经理人靠拢,建立适应现代企业制度的绩效考核体系,打通国企高管人力资源供需和中国业已存在的职业经理人市场通道。对于非竞争性行业,可实行类似政府机构内部的管理制度,严格限制股权激励的使用。(本报记者 毛万熙)

## 北京股权交易中心有限公司

北京股权交易中心有限公司(www.bjotc.cn)是在国家有关金融管理部门的指导下,由北京市政府批准设立,专门为北京地区企业特别是中小微企业提供融资服务的私募市场,是多层次资本市场的重要组成部分,其主要职能是为北京地区非上市企业股权、债权和其他权益类产品的登记、托管、结算等提供场所、设施和服务,组织和监督交易活动,管理和发布市场交易信息,监督管理挂牌企业和会员中介机构,做好投资者适当性管理,为企业进场挂牌提供咨询等综合服务。根据工作需要,面向社会公开招聘副总经理1名,现公告如下:

### 一、招聘职位职责

落实国家和北京市关于登记托管方面的政策规定,制定完善北京股权交易中心登记托管部门的基本工作制度规定;负责企业股权和北京股权交易中心发行交易产品的登记、托管、清算交收工作,做好登记托管企业拓展与服务、合格投资者关系与服务等工作;负责北京股权交易中心固定收益产品和创新产品的研发、发行备案审核和市场开发等工作。

### 二、任职资格条件

具有较突出的工作业绩,熟悉现代企业管理,有较强的决策判断、组织执行和沟通协调能力,处理复杂问

题和突发事件能力,开拓创新精神和市场意识强;具有履职所需的金融理论知识和专业素养,熟悉国家相关金融政策法规,熟悉首都金融要素市场和交易场所建设、高技术发展和科技金融等工作;身体健康。

年龄在50岁及以下,即1963年4月15日(含)以后出生;具有研究生及以上学历或相关高级职称;具有金融领域管理和经营的工作、任职经历;在北京市属国有企业工作的报名人员,应现担任市属国有企业领导班

子职务,或担任市属国有企业中层正职领导职务满1年,即2013年4月(含)以前任职,或担任市属国有企

### 三、招聘程序

招聘工作主要程序为网络报名、资格审查、甄选评估、考察聘用等。

### 四、报名时间和方式

报名时间:2014年4月15日至4月25日(每日工作时间为9:30-17:30)。

报名人员通过登陆北京招聘网(www.gongzhao.net)进行报名,报名政策咨询电话:66290230,网络技术支持电话82449071。

北京股权交易中心有限公司  
二〇一四年四月十五日

## 公开招聘副总经理公告