

# 政策红线多 沟通链条长 实施过程难 激励力度小 上市国企股权激励困局待解

□本报记者 刘兴龙 任明杰

## 知易行难依旧

2014年5月21日，招商地产酝酿多年的股权激励计划“一剑终磨成”。但“霜刃未曾试”，便被业界指称行权业绩门槛低，有可能造成国有资产流失而引发持续争议，国泰君安更是因此提示该股权激励计划面临后续审批风险。

“招商地产的股权激励可以说是‘起了个大早，赶了个晚集’。”有“股权激励专卖店”之称的上海荣正投资咨询有限公司董事长郑培敏告诉中国证券报记者，“2005年股改启动之时，深交所便建议招商地产应该做股权激励，然后他们就找到我们进行咨询。但是，多年以来，招商地产的股权激励无数次启动，又无数次被打回去，反反复复，现在终于艰难分娩，却仍然遭到市场非议。可以说，招商地产正是近十年甚至十几年来国企股权激励艰难长征的真实写照。”

改革开放之初，国企改革便被提上议程，而探索国有企业经营者的激励约束机制，激发国企的活力成为国企改革的主要议题之一。从1987年底国有大中型企业普遍实行承包制，到1994年前后开始提出对国有企业经营者实行年薪制，再到1996年股权激励的雏形“期权制”的出现，对国企经营者激励约束机制的探索一直没有停止。

1999年，党的十五届四中全会通过的《中共中央关于国有企业改革和发展若干重大问题的决定》提出积极探索资本、技术等生产要素参与收入分配的办法，国有股权激励再进一步。“在所有生产要素中，管理要素就是企业家，技术要素就是科技人员，也就是从政策上明确了国企股权激励的合法性。”郑培敏表示。

股权激励的政策出台后，相关的法律法规也是呼之欲出。2000年，国务院十五个部委组建由陈清泰为组长、吴敬琏为总顾问的“中国企业家激励与约束机制研究”课题组。与此同时，中国证监会、财政部分别起草《上市公司股权激励管理办法》。但是，当时由于《公司法》和《证券法》没有进行相应的修订，加之国企改革遇到困难，股权激励作为一种更激进的改革措施被搁置下来，这一《管理办法》也未能推出。国企股权激励迅猛发展的势头在一段时期内进入政策空白期。

直到2005年股权分置改革的启动，国企股权激励终于又迎来难得的契机。“在当时，为增强上市公司进行股权分置改革的意愿，监管层搬出了‘胡萝卜加大棒’的政策，‘大棒’指的是不股改则不准再融资，‘胡萝卜’便是股权激励。我记得当时第一批试点股改企业之一的清华同方之所以申请试点，原因之一就是全流通之后，公司的期权激励等计划能够得到实施。”郑培敏表示。

2005年12月31日，《上市公司股权激励管理办法（试行）》出台；2006年1月1日，与之配套的修订后的《公司法》和《证券法》也正式实施；随后，2006年3月和10月，《国有控股上市公司（境外）实施股权激励试行办法》（8号文）和《国有控股上市公司（境内）实施股权激励试行办法》（175号文）先后出台。

“在当时，很多国企等待股权激励已经很多年，所以一下子有了法律法规的依据之后，很多国企高管感觉国企股权激励的‘春天’终于来了！”一位北京地区的国企上市公司董秘告诉记者。

2006年，便有14家国有上市公司公告了股权激励计划，而从该年实施股权激励的9家国有上市公司来看，有5家已经行权，从收益统计情况来看，具有“国企股权激励第一股”之称的双鹭药业2009年8月19日首次行权的收益率达到了1045.92%，伊利股份、辽宁成大、泸州老窖、博瑞传播首次行权的收益率也分别为143.40%、225.52%、237.95%、136.90%。国企股权激励的“春天”仿佛真的来临。

但是，8年之后，人们才发现，国有上市公司股权激励在2006年的“春天”是如此短暂。从2006年至今已经公告股权激励的604家上市公司来看，国有上市公司87家，只占总比例的14%。特别是在股权激励高峰的2011年、2012年和2013年，公告股权激励的上市公司分别达到113家、101家和127家，同期，国有上市公司只有8家、11家和8家。

2014年9月2日，在由中国证券报主办的“上市公司员工持股与股权激励高峰论坛”上，众多政府官员、上市公司高管和业内专家围绕员工持股和股权激励展开了激烈讨论。在非公开场合的交流中，众多民企上市公司的高管无不对股权激励充满期待，国企上市公司的高管却是眉头紧皱。

在本次论坛的会场外，上述国企上市公司董秘遇到同来参会的一位同行业民企竞争对手的董秘，他告诉中国证券报记者，“我们两家是直接竞争对手，但人家是民企，已经做过两期股权激励，我们还想比照着人家做股权激励，但他们是国企，股权激励都筹划了四五年，什么时候能出来还说不好，出来什么样子更不好说。国企不像民企那样想做就做，国企在做股权激励的时候障碍很多，让人纠结的地方也很多，前段时间招商地产的股权激励就很能说明情况。”

“与民营上市公司相比，国有股权激励之所以如此之少，主要是因为国有上市公司受到证监会和国资委的双重监管。在这种状况下，国有上市公司实施股权激励的业绩要求更为苛刻，方案设计约束条件更多，激励对象的收益设置了明确上限，从而给国有上市公司实施股权激励带来非常大的困难和阻力。”郑培敏表示。



## 政策框架待革新

8年前，国企股权激励是作为股权分置改革的配套措施，开始在上市公司之中得以实施。时过境迁，市场环境和薪酬水平早已发生了巨大变化，国企股权激励原有的政策框架也变得不合时宜。

国企股权激励力度小、难度大，在很大程度上沦为“鸡肋”，那么国企股权激励还有没有必要做呢？9月2日参加“上市公司员工持股与股权激励高峰论坛”的众多国企高管在接受中国证券记者采访时表示，即使有这么多困难，但国企股权激励仍然“很有必要”。

从中国海诚的实践来看，其第一期股权激励在2012年3月份实施，到2014年3月份解锁，两年的时间里，154个激励对象中只有一人离职，股权激励在一定程度上起到了“金手铐”的作用。

“而且，我们在做第二期股权激励时，也充分考虑到有些第一期激励对象表现特别优秀，得到了升职或者更好的发展平台，所以又把他们纳入到第二期股权激励计划中。我觉得股权激励对我们的企业发展来说还是很有帮助的，虽然不能说发展完全靠股权激励，但它起码起到了正面的辅助作用。”马志伟表示。

同时，对于中国海诚这样处于充分竞争性行业的科技型企业来说，股权激励已经变得“非做不可”。“对于很多科技型企业来说，股权激励已经不是简单的‘金手铐’，而是如果没有股权激励，根本就吸引不了人才。而且，在科技型企业中，股权激励已经形成多米诺骨牌效应，别人都做了你不行吗？”郑培敏表示。

这也很大程度上能够解释为什么目前已经公告股权激励的上市公司都集中在创业板以及中国海诚所在的中小板的原因。在这种情况下，多位接受中国证券报采访的国企高管和业内专家呼吁，在设置国企股权激励的行权指标和股权激励红线时切忌“一刀切”。

一位正在筹划股权激励计划的上市公司高管表示，“作为国企上市公司，我们希望能够享受与民企一样的‘国民待遇’。如果是不同的待遇，我们希望能够进行划分，比如垄断性的国企，我们认为加一些限制条件是应该的，但我们公司是处在充分竞争型的行业中，跟民企公平竞争，实行股权激励还要设置一些民企不存在的红线，这对我们来说就显得不公平。所以，虽然都是国企，我们还是希望能够根据不同的国企性质实行不同的政策，而不是‘一刀切’。”

当然，对于国资委来说，其在审批国企股权激励时也有着自己的难处。“一管就死，一放就乱”，这一矛盾也决定了国资委在审视国企股权激励时必将更加谨慎。长期来看，国企股权激励之路注定不会一帆风顺。

“虽然国资委设置的很多红线显得很苛刻，但从国资委的角度讲，它也是要鼓励先进的，比如‘75分位’的红线，前国资委主任李荣融在任时就强调央企要做到行业前三名。所以国资委在设置这些红线时也有自己的原则和逻辑在里面。再鉴于以往国企改革中的一些教训，所以从国资委的角度考虑，它宁可少做一点，保证做的都能经受住考验。”郑培敏表示。

专家建议，国企股权激励政策的调整需要解决三方面问题：没有人格化出资人、沟通链条长、激励力度不足。首先，目前如火如荼推进的国企改革给予了解决没有人格化出资人的机遇，通过混合所有制改革，引入民营资本和境外投资者，利用产权多元化的经营格局，来加快包括股权激励在内的经营决策效率。其次，沟通链条长的问题有望得到缓解，据悉，国务院国资委正在研究把国企股权激励的审核备案权限下放到各地国资委，相关法律法规有望年底颁布，只是审核备案权限包含哪些内容，政策红线是否有所调整还都是未知数。此外，激励力度不足的问题十分突出，也是当前亟待解决的核心问题。

专家强调，要想解决激励力度不足，现有的国企股权激励政策红线必须打破。首次实施的股权数量原则上不超过股本总额1%；股权激励收益占薪酬总额水平不得超过40%；股权激励计划股票总数累计不得超过公司股本总额的10%……以上这些股权激励的政策要求已经无法适应当前的市场竞争环境。与民营企业相比，国有企业必须提高管理效率，完善资源配置体制，这需要配以必要的、合理的激励机制。（本报记者陈光、万晶对本文亦有贡献）

## 多条红线制约

行权就差点因为触及40%的红线而流产。

“而且，这条红线在实践中的操作性也不强，包括证券登记公司，它也没办法配合来实施。再者，超出40%的部分怎么捐？捐给谁？这些都很难操作。因此，40%的红线更多的是一只‘纸老虎’。”郑培敏坦言。

除了40%的红线以外，国有上市公司在实施股权激励方面还面临着种种红线。按照2006年9月国资委和财政部联合出台的《国有控股上市公司（境内）实施股权激励试行办法》（175号文）规定，上市公司首次实施股权激励计划授予的股权数量原则上应控制在上市公司股本总额的1%以内。

“但是，我们是设计院改制上市的公司，对人力资本的依赖非常大，全公司四五千人，而市值又是央企上市公司中比较小的，1%的比例根本就不够分。”中国海诚董秘胡小平告诉中国证券报记者。

“为此，经过中国海诚的数度努力，其两期股权激励的比例分别达到3.50%和3.89%。但是，即使如此突破性的进展，仍然难以满足中国海诚对股权激励的需求。中国海诚表示，结合公司的特点和发展，前两期股权激励的力度仍显不足，所以公司未来不排除做第三期股权激励计划的可能性，但是他们很快将面临另外一条红线：‘175号文’规定，上市公司全部有效的股权激励计划所涉及的股票总数累计不得超过公司股本总额的10%。但与1%的红线尚可突破相比，这条红线眼下看起来难以突破。

“两次行权之后我们授予的总比例已经达到了7.39%，离10%的红线已经不远了。但是，作为我们这样性质的企业，股权激励不仅是金手铐，而且

是吸引人才的必要手段。我们很希望这条红线将来能够破除，否则只能通过定增或者并购的方式来扩大股本以增加股权激励份额。”胡小平表示。

除了在股权激励的设置上有着条条红线外，国企股权激励在业绩目标上更是布满红线，其行权的业绩条件十分苛刻：“171号文”规定，上市公司授予激励对象股权时的业绩目标水平，应不低于公司近3年平均业绩水平及同行业平均业绩（或对标企业50分位值）水平。激励对象行权时的业绩目标水平，应结合上市公司所处行业的周期性，在授予时业绩水平的基础上有所提高，并不得低于公司同行业平均业绩（或对标企业75分位值）水平。

“我们是唯一一家轻工行业设计院上市公司，在中国资本市场上找不到完全对标的公司，所以我们后来就选了建筑行业的一些公司进行对标。但这样一来就有很多不合理的地方，比如像铁路建设，也是建筑行业子行业，但它实质上还是相对垄断的行业，跟我们这种充分竞争性行业的性质是不一样的。再比如设计院上市公司也有化工行业的，但跟轻工也不是一个行业，我们也要跟它对标。”中国海诚董事会办公室主任马志伟向中国证券报记者表示。

国企股权激励的行权条件之高，在与民企对比时则更为直观，蒙牛在所有制性质变更前后的股权激励则对这一点进行了充分阐释。2009年7月，尚属民企的蒙牛授出行权价18.54港元，共计8880万份购股权，公告仅8天即遭遇否决；被叫停四个月后，依靠到中粮的蒙牛11月重新推出行权价24.40港元共计8903万份购股权。然而，行权价格由当时的18.54港元提高到24.40港元，股权激励门槛明显提高。

## 漫长沟通链条

报主办的“员工持股与股权激励高峰论坛”上，隶属于广州市国资委管辖的广州浪奇总经理陈建斌坦言，“我们每过一个槛，条件都要往上提，导致最终股权激励的行权条件比较高。包括营收、净利润都是同比增长30%以上，并加入了跟市值挂钩的指标，要求当年最后收盘的价格要比上一年增长10%以上，还不能低于同期。我们的股权激励是2012年7月授予，2013年是第一个行权期，但因为条件比较高，没有能够行权，所以比较遗憾。”

“地方国企在向上申报股权激励方案的过程中，一方面会被层层加码，业绩指标不断上提；另一方面则会在人员范围和股票数量上进行缩减，股权激励的难度更大，所以我们看到，相对于央企，地方国企实施股权激励的和达到行权条件的案例都要少得多。”郑培敏表示。

沟通链条和实施周期长也导致了国企股权激励往往错过最佳时机，招商地产第一次股权激励折戟沉沙便由此导致，“股权激励的实施条件是‘两低’——业绩低、股价低。但以招商地产为例，2005年就开始沟通，沟通到2007年时大盘已经是6000点，这时候实施股权激励还有意思吗？”郑培敏告诉记者。

不过，据了解，目前国务院国资委正在研究把国企股权激励的审核备案权限下放到各地国资委，相关法律法规有望年底颁布，地方国企股权激励条例有望在一定程度上得到缓解。记者注意到，今年8月29日，广汽集团股权激励计划收到广东省国资委批复，随后的9月1日便获得证监会无异议备案，已经不需要再上报国务院国资委，从而成为了这一政策落地的第一例。

但是，郑培敏表示，从整体来说，国企股权激励沟通链条长的问题在未来仍然难有大的改观，因为国企股权激励存在一个根本性的问题——没有人格化的出资人。

与央企相比，地方国企往往要经过当地国资委、省国资委和国务院国资委的层层审批，沟通和实施难度则更大。在9月2日由中国证券