



股权激励与公司治理

案例分析与方案设计

公司治理的一个核心问题,是经理层的激励。经理股票期权和员工持股所代表的股权激励是近年来我国企业的通行做法。本书对我国企业(上市公司和非上市公司)的各种股权激励做法进行了详尽分析,这构成了本书的45个案例。在此基础上,分析了企业股权激励的动机、方案设计中的关键难点、常见问题以及股权激励的有效性。

李曜著 ▶▶

上海远东出版社

股权激励与公司治理

案例分析与方案设计



李曜著

机械工业出版社

股权激励是我国企业改革,尤其是完善上市公司治理结构所面临的重要问题。这一问题的提出和解决直接影响着我国长期形成的企业家和企业职工的传统价值观,影响着上市公司内部分配关系和企业持续稳定的增长。本书立足中外企业股权激励的具体案例,并进行相应的方案设计,贯穿了作者对股权激励从原理到实践深入、有益的研究,为我国企业的改革和发展提供了宝贵的实践准则。

——中远发展股份有限公司副董事长、中远置业集团有限公司总裁 徐泽宪

如何探索 and 解决现代企业制度中存在的代理成本高和管理低效问题,是当前深化企业改革绕不过去的坎。本书作者在系统理论和现有政策研究的基础上,深入企业进行多种案例调研,总结了我国股权激励制度试点和政策变迁的脉络,研究了进一步推进股权激励的多种途径。该书见解客观新颖,有着独特的风格,堪称我国股权激励制度研究的力作,对广大企业和制订政策的部门而言将有莫大的帮助。

——上海市政府经济体制改革办公室企业处副处长 杜新慧

作为专注于推动股权激励实践的专业机构,我们一直对该领域的相关研究十分关注。李曜博士的这本新作在同类书籍中独树一帜,尤其在理论与案例的结合方面颇有新意,既有国际惯例,更结合中国实际和特色,是我们实务操作过程中一本难得的参考书。该书的成功出版亦将对我国股权激励事业的发展有巨大的推动作用。

——上海荣正投资咨询有限公司总经理 郑培敏

ISBN 7-80661-139-8



9 787806 611395 >

ISBN 7-80661-139-8

F·95 定价: 28.00元

股权激励

公司治理的一个核心问题，是经理层的激励。经理层薪酬和员工持股所代表的股权激励是近年来我国企业通行的做法。本书对我国企业（上市公司和非上市公司）的各种股权激励做法进行了详尽分析，这构成了本书的45个案例。在此基础上，分析了企业股权激励的动机、方案设计中的关键难点、常见问题以及股权激励的有效性。

公司治理

案例分析与方案设计

李曜著

上海远东出版社

股权激励与公司治理 案例分析与方案设计

著 者/ 李 曜

责任编辑/ 罗淑锦

装帧设计/ 戚亮轩

版式设计/ 李如琬

责任制作/ 晏恒全

责任校对/ 吴明泉

出 版/ 上海远东出版社

(200336) 中国上海市仙霞路 357 号

<http://www.ydbook.com>

发 行/ 新华书店上海发行所

上海远东出版社

排 版/ 南京展望照排印刷有限公司

印 刷/ 上海长阳印刷厂

装 订/ 上海长阳印刷厂

版 次/ 2001 年 11 月第 1 版

印 次/ 2001 年 11 月第 1 次印刷

开 本/ 850×1168 1/32

字 数/ 379 千字

印 张/ 16.25

插 页/ 4

印 数/ 1-3100

ISBN 7-80661-139-8

F·95 定价: 28.00 元

序 言

公司治理运动在全球范围内被广泛地关注,与人力资本理论有很密切的关系。有一种观点认为:公司治理运动兴起的根本原因就是対人力资本在现代企业中作用的再认识。因为在现代经济中,人力资本在企业价值创造中的作用,如果不是比物质资本更为重要,也至少是一样的,因此企业的所有权惟一地归物质资本的出资者即股东所有,企业的全部利润归股东所有,这样的企业治理结构安排是不符合现代经济特征的。这种理论观点的政策主张是人力资本应该参与企业的股权分割和利润分配。在其影响下,人们开始重新审视企业的治理结构,从而对一些基本问题产生了疑问:企业为谁而存在?企业的目的是什么?企业内部和外部的运转机制如何才能保证其目的的实现?经理、董事和股东之间的委托代理关系的链条如何才能坚固?怎样避免经理和员工的“内部人控制”?等等。这些问题尚无一致认识和公认的解决办法。

如果按照上述人力资本理论的观点来看待公司治理结构的问题,那么这些问题的回答就是让经理和员工持

N Δ 1070

有企业股权。但是,人力资本又如何入股呢?管理才能、技术专利等如何量化入股?这是一个非常具体且困难的操作问题,实践中也远远没有得到解决,这种人力资本入股的复杂性、非量化性和物质资本入股的简单性、可量化性,是前者在实践中难以推广的一个重要原因。直到目前,人力资本的入股仍然是一个如同哥德巴赫猜想一样的世界性难题。

在上述背景下,股权激励在中国近年来的企业改革中被提出,而且实践的步伐非常快、非常大。本书的主要内容就是明证。如果在人力资本理论的背景下来考察股权激励,把股权激励作为人力资源开发的一种方式来看待,就可以获得一种新的理论研究视角。通过经营者和员工的持股行为,激发人才的创造力,从而使得企业价值增加,实现公司治理的最终目标股东价值最大化。不过这种理论研究视角的创新,在实践中却并不能算作创新。在笔者参加过的多个经理员工持股会议上,最大部分的出席者就是企业的人力资源主管和人事部门经理。

不可否认,用人力资本理论来研究公司治理和股权激励,具有一般适用性。然而,中国企业的股权激励还有其实践中的特殊性。比如,在国有企业中实行股权激励,更多地是从委托代理关系出发,在国有企业所有者——委托人虚置的情况下,以解决对代理人——经理的监督和有效激励问题。又比如在集体企业中搞经营者员工持

股,更多的是为解决产权模糊的历史遗留问题。而在家族企业中的实践,则是家族企业在第二次创业过程中为吸引家族外部的管理技术人才的必然选择,等等。

从我国近年来出台的一系列与股权激励相关的法规政策中,就可以看出实践的发展脉络。

在九届全国人大四次会议通过的《国民经济和社会发展第十个五年计划纲要》中,第十九章“增加居民收入,提高人民生活水平”中有这样一段话,“建立健全收入分配的激励机制,要提高国有企业高层管理人员、技术人员的工资报酬,充分体现他们的劳动价值,可以试行年薪制。对国有上市公司负责人和技术骨干还可以试行期权制。同时要建立严格的约束、监督和制裁制度”。这是最高层对国有企业经营者分配激励制度的最新政策论述。早在1999年9月《中共中央关于国有企业改革和发展若干重大问题的决定》和1999年8月《中共中央国务院关于加强技术创新,发展高科技,实现产业化的决定》中,都提到了对企业管理者和技术骨干施行包括期权在内的股权激励,“允许和鼓励技术、管理等生产要素参与收益分配”。另外关于企业员工持股、经营者期股期权激励,有关政府部门还出台过许多规定。

但是,对股权激励的目的、经营者员工持股与企业价值增长的相关性、企业价值增长的内涵、以建立基于企业价值增长的绩效考核体系为依据来设计经营者员工持股

等等问题的深入理论研究却相对较少。这一方面由于我国的企业界陷于股权激励方案的具体设计之中,政府部门则忙于制定政策,对以上一些最基本的理论问题的认识,却不能说是非常清晰。另一方面国外 20 世纪 90 年代以来兴起的企业价值评估方法如经济附加值(EVA)法和企业绩效考核体系(如平衡计分法)等,都正在引入国内,还没有应用到经营者员工持股激励方面。因此,经营者员工持股与企业价值增长之间,目前还没有建立起有机的纽带联系,实践中许多企业是“为激励而激励”,甚至只有激励没有约束。

由人力资本理论起源的人力资本入股问题,在中国的实践中演化为股权激励问题,中国企业改革的制度变迁过程说明,只有将股权激励纳入到公司治理和企业价值增长的大框架下进行研究,才可以从理论上解决经营者员工持股的动机问题,同时也可以从技术上解决经营者员工持股的合理设计问题。

本书记载下了世纪转折时期中国企业股权激励的步伐,并对这些实践做法进行总结、概括和提炼,同时提供了我们为不同企业咨询形成的一些设计方案,力图在这些案例分析和方案设计中,发现在完善公司治理、促使企业价值增长框架下的股权激励做法的一些规律。可以形象地说,我们正如一只只蜜蜂,从初春田野里采撷来了一朵朵鲜活的花朵,并将其“蜜汁”浓缩在本书这些生动活

泼的案例中,供国有企业、上市公司、民营企业、集体企业等股权激励实践单位汲取营养。

我之所以会从事这样一个研究,除了对问题本身的兴趣之外,也意在探索一种谋生的方式。在西方的管理咨询行业中,从规模上可以划分为8类主要的咨询服务提供者,除了会计咨询公司、IT公司、中小型独立咨询公司、保险精算公司等之外,有两种提供者是以大学商学院为基础的咨询顾问和独立职业者。本书中方案设计的内容,就是笔者作为后两种咨询顾问取得的成果。在股权激励这样一个跨投资银行和管理咨询的特殊领域里,我感到了融会贯通地运用各种知识的乐趣,把法律、财务、金融、管理、经济等领域的理论和实务运用于一个个具体的企业,帮助企业解决他们的难题,那是一种多么快乐的事情!除了向国内从事股权激励研究和咨询的机构和个人学习之外,我也汲取了全球著名的人力资源咨询公司如 Mercer, Hay, Watson Wyatt, Hewitt 等的经验。我知道,在任何一个领域,只有讲求品质,追求成为该领域的世界第一,才能做得最好。当前更是只有拥有国际视野的企业和人才,才可能有更大的生存和发展空间。咨询界同样如此。上面的这些咨询公司已经成为这个领域的翘楚,并在全球范围内开展此项咨询业务。而中国以股权激励所代表的人力资源管理咨询业,才刚刚打开一扇门,天地开阔着呢。

就在本书交付出版的同时,APEC会议第九次年会在上海召开,这次会议的两大主题之一就是人力资源能力建设。APEC 20个成员国的政府首脑、工商领袖们对亚洲太平洋地区的人力资源能力建设包括如中国西部大开发中的人力资源开发等问题展开了讨论。这不禁让我想起国家主席江泽民于2000年11月在文莱首都斯里巴加湾市举行的APEC第八次领导人非正式会议上就“新经济和人力资源开发”的一段精彩的论述。他说:

“世间万物,人是最宝贵的。人力资源是第一资源。实现科技进步,实现经济和社会发展,关键都在人。新机遇、新挑战,新科技、新发展,对人力资源的开发提出了新的要求。亚太地区人力资源丰富,应当好好开发利用。要将人力资源的潜力转化为现实发展的优势,需要采取有效的措施,创造有利于人才辈出、人尽其才的环境,特别是要注重人力资源开发,加快人力资源能力的培育。这对各成员的持续发展至关重要。”

在新世纪刚刚开始的时候,中国和亚太地区对人力资源能力建设的持续重视,正是对本书主题的最好诠释。

李 曜

2001年10月25日



李曜

1970年生。经济学博士，师从著名经济学家陈琦伟先生。曾供职于国泰君安证券公司，从事投资银行业务。现为上海财经大学证券研究中心副主任，副教授。主要研究领域为公司治理、经理层激励、资产证券化和资本市场的金融创新。在国内核心期刊上发表60余篇论文，出版专著3本。领导的“股权激励与公司治理”课题组近年来为数十家上市公司、中小企业提供方案策划和管理咨询业务。

图书在版编目(CIP)数据

股权激励与公司治理：案例分析与方案设计/李曜著.
-上海：上海远东出版社，2001

ISBN 7-80661-139-8

I.股... II.李... III.公司-股份制-研究-中
国 IV.F279.246

中国版本图书馆 CIP 数据核字(2001)第 072106 号

内容摘要

公司治理的一个核心问题,是经理层的激励。经理股票期权和员工持股所代表的股权激励是近年来我国企业的通行做法。本书对我国企业(上市公司和非上市公司)的各种股权激励做法进行了详尽分析,这构成了本书的45个案例。在此基础上,分析了企业股权激励的动机、方案设计中的关键难点、常见问题以及股权激励的有效性。

书中包括了作者领导的课题组为有关上市公司、民营高科技企业、信托公司设计的各种股权激励方案五套。可供各类企业设计实施股权激励方案参考。

本书可作为上市公司、国有企业、民营企业设计管理层股权激励、规范公司治理结构的蓝本,可供投资银行、证券公司、投资咨询、管理咨询机构开展业务时参考,也可作为资产证券化有关培训的教学参考书。

目 录

CONTENTS

序言	1
第一章 经营者员工持股的最先探索	
——内部职工股和公司职工股	1
1.1 内部职工股：让人又爱又恨	2
1.1.1 内部职工股对股市的“抽血”危害	3
案例 1 东方电子（0682）的内部职工股 上市	4
1.1.2 内部职工股发行、上市前的不规范 做法	8
1.1.3 内部职工股引发的腐败现象	9
案例 2 两位部级干部栽倒在康赛集团 （600770）	10
1.1.4 内部职工股形成“一级半市场”	13

案例 3 银河科技(0806)内部职工股的 法庭之争·····	14
1.1.5 内部职工股上市引起股价恐慌性崩盘·····	17
案例 4 大连国际(0881)的连续跌停 事件·····	18
1.1.6 内部职工股与国有股置换·····	23
案例 5 江原石化内部职工股与武汉石油 (0668)国有股的置换·····	23
1.1.7 内部职工股中的“高管股”·····	28
1.2 昙花一现的公司职工股·····	32
1.3 小结: 职工持股呼唤新生·····	34
第二章 职工持股会 ·····	35
2.1 借职工持股会实现股权重组和资产 重组·····	37
案例 6 职工持股会间接控股两家上市公 司——东西大众的职工持股与资 产重组·····	37
2.2 如何界定职工持股会的法律地位·····	45
2.3 持股的出资从哪里来·····	47
案例 7 深圳金地集团(600383)的职工持 股出资解决办法·····	50
案例 8 上海对外贸易中心股份公司下属 金盛公司的职工持股·····	52

案例 9	埃通模式——上海经营者群体 持股及期股实践的先行者	53
案例 10	江苏春兰集团的经营者员工 持股	59
2.4	我国企业职工持股会的现实困境与 结局	62
2.4.1	职工持股的一些负面因素	62
2.4.2	不同企业的职工持股效果截然不同	63
2.4.3	上海市对职工持股会的调查结果	64
2.4.4	职工持股会面临的两种选择	70
2.5	美国 ESOP 组建原因及 ESOP 与企业 绩效关系的考察	71
第三章	自然人作为发起人持股	75
3.1	自然人发起设立上市公司	77
案例 11	第一个吃螃蟹的浙大海纳 (0925)	78
案例 12	隆平高科(0998)与袁隆平 先生	79
案例 13	帝贤 B 创造了个人直接控股上市 公司的先例	81
3.2	创业者“隐藏在背后持股”	82
案例 14	王文京实际控制了用友软件 (600588) 的 5 个发起法人	82

3.3	自然人设立公司通过股权协议转让间接控股上市公司·····	83
案例 15	自然人控股的公司收购上市公司金荔科技(600762) ·····	83
3.4	拟改制上市企业的自然人持股要点·····	85
第四章	管理层员工融资收购悄然兴起 ·····	90
4.1	从宇通客车(600066)的管理层员工融资收购谈起·····	90
案例 16	管理层员工收购宇通客车(600066) ·····	90
4.2	西方 MBO 的定义、特征、类型与绩效·····	95
4.3	管理层员工收购带来的公司治理结构中的利益冲突 ·····	100
案例 17	RJR 的管理层公开收购失败案 ·····	101
4.4	MEBO 在国内的发展 ·····	103
案例 18	MEBO 在粤美的(0527)实现 ·····	109
案例 19	深方大(0055)的“企业核心人收购” ·····	112
案例 20	长沙国有企业的“两个置换”·····	116
4.5	当前国内 MEBO 迫切需要解决的问题·····	119