

內地股權激勵與內部人控制

企業管治



何順文

內地正在出台的《國有控股上市公司股權激勵辦法》，最快將在本周末出台。目前基本內容已經基本確定，該管理辦法的核心規定為：股權激勵對象長期激勵與其價值（收益）原則上不超過薪酬總體水平的百分之三十；實施股權激勵的前提條件，除已經完成股權分置改革外，尚須滿足公司治理結構規範、近三年無財務違法違規行為和不良紀錄等必要條件；在上市公司全部有效的股權激勵計劃所涉及的目標的股票總數上，辦法規定累計不得超過公司股本總額的百分之十。

背景影響效果

根據上述規定，目前已經上報股權激勵方案的部分國有控股上市公司，將不得不重新擬定激勵方案，再次上報內地證監會審核通過。因為所有公司的激勵方案都須要在正式文件出台後，按照新的管理辦法製作。而激勵方案的申報程序也將明確為：首先為上市公司董事會的薪酬委員會通過，然後報董事會通過，在徵詢國有控股股東同意後，最後由股東大會表決通過。而整個國有控股公司的實施步驟順序也將基本按照先境外後境內、先上市後非上市、先多元化後全資、先試點再推開的方式進行。

根據美國有關的實證研究數據，實施股權激勵計劃的公司比未實施股權激勵計劃的同類公司收益率平均高兩個百分點。但是對於內地大量國有上市公司而言，不同行業和政府背景將明顯影響公司的激勵效果。對於行業壟斷性明顯、制度性約束強的大型國有企業，如幾大電信、電力、鋼鐵和國有銀行，由於企業負責人由中央政府直接任命而非市場化產生，同時業績受國家政策影響巨大，所以從政府政策出發，管理層不可能得到很多的股權激勵，以「官本位」為基本價值取向的激勵模式將很難改變。

這一點在早前海外上市並設計了相應股權激勵計劃的中石化、中銀香港的董事長，於轉任中央政府部級官員時，主動放棄自己名下的激勵股權即得到了證明。從另一個角度講，即使激勵足夠多，管理層也很難在短期內完全按市場化行為來大幅度改善企業經營效率。相對而言，地方性政府對自身控制的公司的管理層激勵措施將更為有效，因為相比而言，管理層的薪酬也處於較低水平，所以進一步激勵的動機和效果最高。而在行業競爭性強、制度性約束弱的中小國有企業，則可能出現因股權激勵而使企業在短期內出現超常規的增長。

如何避免管理層操控收益

其中激勵效果最明顯的企業將是來自於行業競爭尚未進入白熱化，但企業在人員、技術、設備或其他資源上具有一定優勢的國有企業，如尚未完全開放的零售、中小銀行、券商、機械、精細化工等行業的龍頭企業。這些國有企業因長期在市場競爭中拚殺，其經營者的市場價值更容易定價，從根本上也適合股權激勵這種激勵模式。最近在本港上市的內地招商銀行即是顯例，招商銀行的高管股權激勵計劃就在等待這一管理辦法出台而未能在其上市時同時推出。

在內地大力推動國有控股公司的股權激勵之時，如何避免這一制度設計存在的負面作用，也成為一個不能迴避的問題。從具體技術上講，管理層可以採取「壓緊彈簧」的方式操縱股權激勵收益，即在股權激勵計劃準備實施前，公司經營者通過釋放利空消息等降低公司收益率、壓低股價，而在實施股權激勵後，使公司收益率上升，促使股價回升，從而獲得超額收益。更有甚者直接進行

內地國有上市公司實際存在的控制權分布狀況。名義上，內地國有控股公司都有直接的控制股東，即一個典型的經營性的國有企業、單純的國有控股公司或是一個國有資產管理部門。但因為眾所周知的國有股東的所有者缺位問題，內地國有上市公司的內部人控制相當嚴重，至少在不涉及及國有股權轉讓等根本問題上，內部高管基本決定了企業的各種決策，實際上享有公司控制權。

因此，與歐美巨型公共上市公司的經理人內部控制類似，如何規避和監督內部管理者利用股權激勵向自己輸送利益，成為內地上市公司股權激勵制度設計所不能不予認真對待的問題。從根本上講，需要拆解廣泛存在的單一國有大股東「一股獨大」的局面，以培養和建立上市公司股權結構中的制衡機制，亦即通過上市公司股權結構更趨分散，讓更多的國有投資主體和其他有實力的投資者成為上市公司的較大股東。公司控制權在股東層面上的重新分配，將有效削弱和剝奪內部人對於公司的實際控制權，從而在根本上消解股權激勵產生負面消極作用的制度基礎。

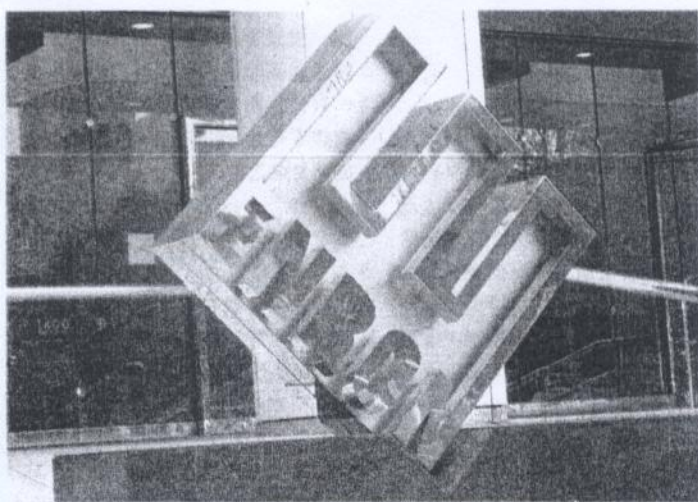
何順文 浸會大學工商管理學院院長兼教授
李元莎 浸會大學工商管理學院博士研究生

「會計造假」，從而獲得並兌現數額巨大的股票期權。「英隆醜聞」即是前車之鑒。

由此，不能不提及



招商銀行的高管股權激勵計劃未能在其上市時同時推出 (彭博圖片)



「英隆醜聞」充分示範了公司管理層如何直接進行「會計造假」以兌現大額股票期權 (彭博圖片)