

新三板股权激励研究报告（数据超全版）

1、摘要

激励“千军易得，良将难求”，伴随着市场竞争日益加剧，企业为吸引和留住人才、充分发挥人才的潜力，采取了各式各样的激励手段和措施。而股权激励作为一种重要且有效的激励手段，目前越来越受到企业的重视与采纳。通过股权激励，公司可以建立一套较为完善的与激励对象实现利益捆绑、双方共赢的长效激励机制，实现人力资源与物力资本完美结合，达成个人与企业共同发展、持续双赢的目的。广证恒生认为，如何选择一套适合公司发展的股权激励方案是一个极具现实意义的课题。

激励近 20 年来，股权激励得到了广泛推行和迅猛发展，据美国《财富》杂志公布的数据，全球 500 强中已有超过 85% 的企业实施了股权激励。不仅仅是大型成功企业，如今新三板挂牌企业的股权激励方案也开展得如火如荼。2015 年以来，实施股权激励的新三板企业数量呈现一个加速上涨的态势，在股权激励的选择上也玩出了“新花样”。

激励学术界认为，股权激励的实施对公司有“积极效应”和“消极效应”两种影响，对于处于成长期的中小企业而言，股权激励“积极效应”占据主导地位，并且其重要性愈发凸显。新三板的企业大多是处于成长期的中小企业，人才在这类企业的竞争中发挥着极其重要的作用，因此广证恒生认为挂牌企业选择适合自身发展的股权激励方案可以吸引与稳定高管和核心员工，意义重大。历史上股权激励实现

公司与激励对象共赢的案例不胜枚举，阿里巴巴集团通过股权激励将财富效应覆盖到公司员工的同时，公司也逐步成为具有千亿市值的“电商巨无霸”。适合公司的股权激励计划的顺利实施，不仅可以提

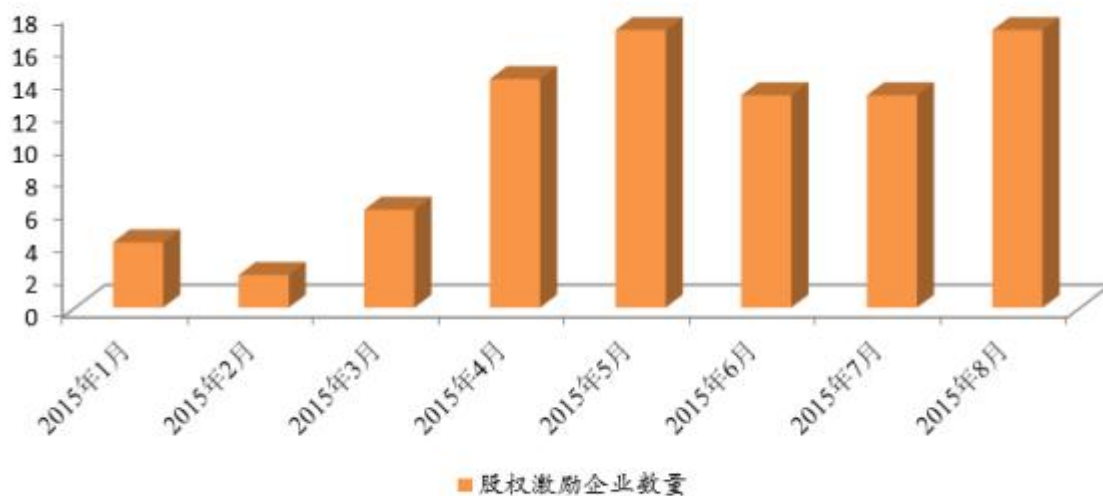
高激励对象的福利、吸引和留住优秀人才，而且对公司本身的业绩增长和市值增长也有显著的积极作用。

激励股权激励花样百出，因“需”而异。通过研究大量的统计案例，广证恒生发现以下六种方法——股票期权、限制性股票、员工持股计划、股票增值权、虚拟股权、激励基金——出镜率最高，最受欢迎，实用性最强。这几种激励方法应该怎么用？各有什么优缺点？不同方法之间究竟有什么区别？企业应该如何选择适合自己的激励方法？下文我们将通过详细的案例为您一一解答！

2、实施股权激励的新三板企业数量呈现加速增加趋势

激励数据显示实施股权激励的新三板企业数量呈现加速增加趋势。根据 2015 年 1 月 1 日至 2015 年 8 月 31 日挂牌企业发布的公告，广证恒生统计发现共有 82 家新三板挂牌企业公布股权激励方案(有些企业实施两种股权激励方案)，其中有 38 家企业为做市转让，44 家企业为协议转让。随着新三板市场的不断发展以及企业家对股价激励作用的愈加重视，广证恒生认为新三板企业实施股权激励的数量将会继续保持快速的上升趋势。

图表1 实施股权激励的新三板企业数量呈现加速增加趋势

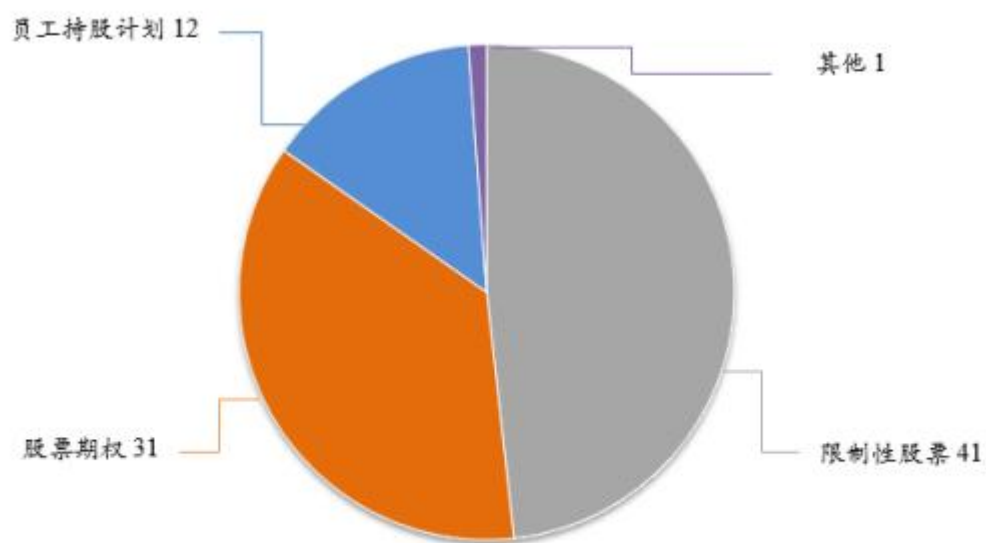


数据来源：wind 广证恒生

新三板研究极客

这 82 家公布股权激励的新三板挂牌企业中，采用限制性股票激励方式的企业最多，共有 41 家企业选择限制性股票的激励方式。广证恒生认为目前诸如限制性股票、股票期权和员工持股计划等规范类股权激励方法依旧是新三板企业的主流模式。不过最近“新花样”也逐渐被采用，例如精冶源首次采用虚拟股权激励方案。随着新三板企业数量的增多和股权激励逐步普及，新三板将来在股权激励方式选择上不排除会出现“百花齐放”的盛况。

图表2 采用限制性股票激励方式的新三板公司最多



数据来源: wind 广证恒生

新三板研究极客

3、理论依据

激励针对“实施股权激励究竟会对公司产生什么样的影响”这一命题，目前学术界主要有“积极效应”和“消极效应”两派观点。“积极效应”认为，实施股权激励主要具有激励作用、约束作用和提高员工福利、吸引留住人才三个方面的积极效应。“消极效应”则认为，股权激励的实施会带来增大管理层盈余管理行为的概率、增大财务造假的可能性以及增加公司的代理成本的消极效应。

激励【积极效应】

激励(1)激励作用

激励股权激励可以使管理者以股东的身份参与公司的经营决策，分享公司的剩余价值，有效的将管理者的利益与股东的利益结合在一起，激发管理者努力提高公司绩效，实现股东权益的最大化。激励 Hall 和 Liebman 选取了 500 家美国上市公司作为研究样本，研究发现实施股票期权激励的公司比那些没实施股票期权激励的公司绩效要高，并且股票期权所占比例的提高，会导致公司业绩大幅度的上升，股东财富明显增加，可以看出股权激励具有明显的激励作用。

激励(2)约束作用

激励股权激励通过授予公司管理者一部分股权，使管理者成为股东，在享有公司剩余价值的分配权的同时也承担公司的经营风险，这样就约束管理者努力工作，避免经营亏损，同时，股权激励是一种长期的激励机制，管理者只有在一段时期内完成经营业绩才会得到激励收入，也约束管理者在一段时期内努力工作，不会随意的离职等。激励 Becker 研究发现增加管理人员的股权份额，会使他们的利益与股东的利益相结合，约束管理人员努力经营，进而提高公司的绩效;Mehran 等学者针对 2005 年至 2010 年 150 家美国制造业企业研究发现：随着 CEO 所持股份的增加，企业绩效也在随之增加，两者呈正相关走势，CEO 持股有利于提高企业的绩效，可以看出股权激励的约束作用显著。

激励(3)提高员工福利作用

激励股权激励使公司管理者在一定程度上享有公司发展带来的收益,分享公司的剩余价值,另外,股权激励的一些约束条件例如工作年限的要求和行权期等,有利于吸引并留住高素质人才。

激励 Hillgeis 研究发现,随着管理层持股比例的增加股东的回报率也增加,即管理层持股比例公司股东回报率正相关;Towerperrin 等学者认为,在股权激励趋向中长期的大背景下,大多数国家的管理者由于股权激励的实施薪酬得到的增加,股权激励具有提高员工福利的作用。

激励【消极效应】

激励(1)增加委托代理成本

激励实施股权激励的目的是管理层和股东的利益保持一致、减少委托代理成本,但实施股权激励不足或激励过度都可能增大代理成本。

激励 Fam 等学者认为经营者持股量增长到有足够的投票权时,可能会滥用控制权来谋取自身利益最大化,其结果可能会导致公司价值降低,而持股量较少也会降低其积极性。

激励(2)财务造假,掩盖真实利润

激励实施股权激励会加重业绩转移和会计造假双重风险。

激励 David 等学者研究发现，在股权激励计划预备实施之前，公司经营者可能会通过降低公司收益率压低股价；而在实施股权激励计划之后，公司收益率上升，促使股价回升，从而获得超额收益；另外公司经营者可能会在会计帐簿上使公司经营业绩达到原本没有实现的业绩标准，从而获得并兑现数额巨大的股票股权，这类通过数字游戏使股价虚假最大化的恶性循环在现实中非常普遍。

激励(3)控制权削弱

激励如果没有良好的制度约束，公司在外部经理人的帮助下是实现公司价值最大化后，公司随之也变成了 CEO 实际所拥有。

激励 Morck 指出现代公司治理失败的一个主要原因就是公司治理体系中董事会成员和其他管理者对 CEO 的忠诚超过了对股东的忠诚以及对法律的服从。

激励虽然实施股权激励的结果可能会对公司产生两种截然相反的效应，但是对于处于成长期的中小企业而言，股权激励“积极效应”占据主导地位，并且其重要性愈发凸显。张宏敏等通过对 63 家上市公司在 2006 年至 2010 年的数据分析，研究表明：对于处于成长期的公司，在实施股票期权激励后，激励效果显著。新三板挂牌企业大多为处于成长期的高新技术企业，人才在这类企业的竞争中发挥着极其重要的作用，通过选择合适的股权激励方案，在吸引与稳定高管和核心员工的同时，对挂牌企业的业绩提升与长远发展都具有积极影响。

激励论文引用来源：【1】Hall B.J., J.Liebman. Are CEOs Really Paid

Lile Bureaucrats [J]. Quarterly Journal of Economics, 2010, (113): 653-691.

【2】Becker, Performance Pay and Top—management Incentives
[J]. Journal of Political Economy, 1975(2), 210-225. 【3】
Mehran.H.G,NoglerandK.Schwartz.CEO Incentive Plans
and Corporate Liquidation Policy [J]. Journal of Financial Economics,
2011(4):43-47. 【4】Karl V., Ownership and Firm Value in emerging Markets
[R]. SSRN working paper, 1999, 1-67. 【5】Hillgeist.S. Stock Option
Incentives and Firm Performance [J].Corporate Governance,
2012(12):361-372. 【6】Fama E, Jensen M . Separation of Ownership and
Control [J]. Journal of Law and Economics, 1983(26) : 301- 325. 【7】David
F Larcker, Scott A Richards on. How Important Is Corporate Governan
ce[J]. Journal of Accounting Research, 2004(42) : 625- 658. 【8】Randall M.
Behavior Finance and Corporate Governance Independent Directors and
Non-executive Chairs [R] .NBER Working Paper, 2004.

4、他山之石，可以攻玉

激励以阿里巴巴为例，从公司创立的第一天起，马云就建立了一套共享机制，通过员工持股计划的股权激励方式，让所有最终成果都由股东和员工一起分享，公司逐步成为中国最具影响力的互联网公司之一，也是全球著名的 B2B 电子商务集团，上市后公司“遍地”百万富翁。1999 年 9 月，马云带领下的 18 位创始人发布了首个网上贸易市场“阿里巴巴在线”，正式成立了阿里巴巴集团。创业之时，阿里巴巴就注重员工股权激励，公司股权已随同工资、奖金和福利一起，成为了阿里巴巴集团员工待遇的一部分;9 月 19 日公司在美 IPO 之时，公司股票的发行

价已经高达 68 美元，持股员工市值也水涨船高，2 万名员工中有 1 万多名员工是公司股东，上市之后都变成千万以上的身家。这种“财散人聚”式的股权分享方式，将财富效应覆盖到公司员工的同时，阿里巴巴集团也逐步成为具有千亿市值的“电商巨无霸”。阿里巴巴公司管理层表示，“‘客户第一’和‘团队合作’是我们企业价值观中最根本的两点。在公司里，员工就是我们的客户，公司有今天的成绩，我们非常乐意与他们一起分享成功。”

激励通过股权激励实现公司与激励对象共赢的例子数不胜数，这些成功的案例告诉我们：适合公司的股权激励计划的顺利实施，不仅可以提高激励对象的福利、吸引和留住优秀人才，而且对公司本身的业绩增长和市值增长也有显著的积极作用。

挂牌企业如何选择适合自身促进成长的股权激励“催化剂”是个意义重大的命题，欲知股权激励的六种常用方略，各种股权激励方式有何异同，新三板明星企业如何巧用股权激励，请看《善用股权激励，助力企业腾飞(下)》。

附录：

1、股权激励方略

一：股票期权

“股票期权”指股份公司赋予激励对象购买本公司股票的选择权，具有这种选择权的人，可以在规定的时期内以事先确定的价格(行权价)购买公司一定数量的股票，也可以放弃购买股票的权利，但股票期权本身不可转让、抵押、质押、担保和偿还债务。股票期权实质上是公司给予激励对象的一种激励报酬，该报酬能否取得完全取决于以经理人为首的相关人员能否通过努力实现公司的激励目标(股价超过行权价)。在行权期内，如果股价高于行权价，激励对象可以通过行权获得市场价与行权价格差带来的收益，否则将放弃行权。

通过实施股票期权的股权激励方案，可实现经营者与所有者利益的一致性，锁定期权人的风险，降低激励成本、吸引留住人才;不仅如此，股票期权的激励方式激励力度较大，模式相对公平。然而，股票期权的激励方式存在纳税和股票跌破行权价的双重损失的风险，可能引起经营者的短期行为的缺陷。总的来说，股票期权的股权激励方式适合那些初始资本投入较少，资本增值较快，在资本增值过程中人力资本增值效果明显的公司，例如高科技行业。

【新三板案例】

2014 年 12 月 26 日，新三板挂牌企业楼兰股份(430657)发布公告，披露公司股票期权激励计划：

为了充分调动核心技术人员积极性，留住优秀人才，考虑到公司自身资本增值较快，同时为降低激励成本，公司决定以 6.60 元/股的价格针对 19 名核心技术人员发行了 72 万份股票期权，涉及的普通股数量约占总股本 3500.05 万股的 2.06%;公司规定自股票期权授予日起二十四个月，自授予日起至满足行权条件后 10 个工作日可以开始行权，授予日为激励计划经公司股东大会审议通过之日。公司还做了行权考核：(1)公司最近一个会计年度财务会计报告未被注册会计师出具否定意见或者无法表示意见的审计报告。(2)股票期权有效期内，激励对象研发工作有重大技术突破，并由此显著降低公司产品成本，而且经董事会组织评定通过。

楼兰股份是一家专注于汽车营销领域的咨询服务企业集团，以车联网技术研发与应用为发展方向，目前能提供分销管理、客户关系管理、IT 系统建设及咨询、数据传输和分析等整体解决方案，主要应用在汽车产业中的汽车销售及汽车后市场服务领域。广证恒生认为此次股票期权激励计划激励模式选择恰当，楼兰股份是属于高科技行业，其注册资本约为 2.17 亿元，公司 2014 年年报显示：公司归母净利润 3123.70 万元，同比增长 2873.24%，资本增值很快;公司 2014 年研发费用高达 4363.26 万元，环比增加 69.09%，针对研发技术人员的投入不断增加，公司注重人力资本增值，因此公司较为适合股票期权激励计划。由于该激励方案的时间比较晚，因此，目前还不能评估该激励计划是否成功有效。

二：限制性股票

“限制性股票”是指挂牌公司以低于二级市场上的价格授予激励对象一定数量的本公司股票，激励对象以自筹资金购买公司股票。限制性股票一般会设定股票锁定期，在公司业绩达到预先设定的考核指标后，方可按照约定的期限和比例将股票进行解锁。

限制性股票的激励方案实施过程中，激励对象以较低价格购买，激励力度较大；此外，限制性股票的激励方式可激励经营者关注公司的长期增长。美中不足的是，限制性股票的激励方式存在业绩目标和股价的科学确定困难、公司对激励对象约束困难的缺点。整体而言，限制性股票的激励方式通常适用于业绩不佳、处于产业调整过程中或初创期的挂牌公司。

【新三板案例】

2015年5月26日，新三板挂牌企业新科生物(430175)发布公告，披露公司限制性股票激励计划：

为补充公司流动资金，优化公司财务结构，同时为了充分调动中高层管理人员及核心技术(业务)人员的积极性，激励中高层管理人员及核心技术(业务)人员关注公司的长期增长，达到长期激励的效果，公司决定以3元/股的价格(当时股票价格为6元/股)针对60名公司高管和核心技术(业务)人员发行了266.67万股票限制性股票，涉及的普通股数量约占总股本7653.46万股的3.48%；激励对象持有的限制性股票分四次解锁，锁定期分别是自授予日起满12个月、24个月、36

个月和 48 个月，锁定期满后激励对象可分别解锁(或由公司回购注销)占其获授总数 10%、20%、30%和 40%的限制性股票。此外，公司还做了行权考核：

(1)2015-2018 年的 4 个会计年度均以 2014 年净利润为固定基数，净利润增长率分别不低于 20%、40%、60%、80%。(2)根据《科新生物限制性股票激励计划实施考核管理办法》，激励对象上一年度绩效考核合格。

新科生物是一家自身免疫性疾病诊断试剂盒供应商，公司的主营业务为自身免疫性疾病体外诊断试剂的研发、生产、销售及生物技术服务。广证恒生认为，此次限制性股票激励计划激励模式选择恰当，公司 2015 年 4 月 17 日披露的《新科生物：重大资产重组报告书》显示，公司现金购买曹健荣、张誌持有的金豪制药合计 85%的股份，进一步扩大业务领域与市场份额，推动公司主营业务的发展，因而在公司进行开拓业务、产业升级之时采用限制性股票激励计划较为合理。由于该激励方案的时间比较晚，因此，目前还不能评估该激励计划是否成功有效。

三：员工持股计划

“员工持股计划”(Employee Stock Option Plan, 简称 ESOP)是指通过让员工持有本公司(股票或期权而)使其获得激励的一种长期绩效奖励计划。在实践中，员工持股计划往往是由企业内部员工出资认购本公司的部分股权，并委托员工持股会管理运作，员工持股会代表持股员工进入董事会参与表决和分红。

通过员工持股计划的激励模式，可以实现利益捆绑，提升公司竞争力，还可以提供新的市值管理工具，促进公司股价上涨;不足的是，这种激励方式扩充股市增

量资金的作用有限，而且可能会危及到二级市场投资者的利益。整体来看，这种激励方式适用于进行重组活动的挂牌公司，或是需要融资的挂牌公司。

【新三板案例】

2015 年 1 月 23 日，新三板挂牌企业联讯证券(830899)发布公告，披露公司第一期员工持股计划(草案)：为了实现股东与经营管理层及公司全员之间的利益捆绑，增强公司凝聚力与竞争力，公司决定以 1 元/份的价格向包括公司董事、监事、高级管理人员和其他员工(共不超过 1025 人)发行了不超过 8,345.36 万份员工持股计划份额，资金总额不超过 8,345.36 万元，此员工持股计划设立后委托资产管理公司管理，并全额认购由资产管理公司设立的专项资产管理计划的次级份额。该资管计划认购公司标的股票的价格为 1.46 元/股(当时股票价格为 6.60 元/股)，资管计划所获标的股票的锁定期为 12 个月，存续期为 24 个月。

方法联讯证券是一家集营销、咨询、客服、IT 于一体的金融机构。广证恒生认为，此次员工持股计划激励模式选择恰当，公司可通过员工持股计划的激励方式进行融资，采用员工持股计划激励模式较为合理。此次联讯证券以员工持股计划实施股权激励，开创了券商股权激励的先河。联讯证券此次股权激励计划委托中信信诚管理，全额认购启航 1 号资管计划的次级份额，绕开了对从业人员的持股限制，并实现了所持股份的市场化投资运作。联讯证券的股权激励计划，再次体现了新三板市场得天独厚的制度红利，未来新三板将继续扮演改革试验田的角色，更多创新试点之举将在新三板市场破局。由于该激励方案的时间比较晚，因此，目前还不能评估该激励计划是否成功有效。

四：股票增值权

“股票增值权(SARS)”指公司授予经营者一种权利，如果经营者努力经营企业，在规定的期限内，公司股票价格上升或公司业绩上升，经营者就可以按一定比例获得这种由股价上扬或业绩提升所带来的收益。收益为行权价与行权日二级市场股价之间的差价或净资产的增值，激励对象不用为行权支付现金，行权后由公司支付现金、股票或股票和现金的组合。

这种激励模式简单易于操作，股票增值权持有人在行权时，直接对股票升值部分兑现，而且审批程序先对简单，无需解决股票来源问题。但是，由于激励对象不能获得真正意义上的股票，从而激励的效果相对较差，并且难以保证奖励公正。此外，这种激励方式易导致公司现金支付压力较大，因而股票增值权的激励方式较适合现金流量比较充裕且比较稳定的公司。

【主板市场案例】

2010年11月19日，正泰电器(601877)发布公告，披露公司股票增值权激励计划：

为充分调动公司高管的积极性，同时配合公司股票期权激励计划的有效实施，考虑到公司自身现金流量较为充裕且相对稳定，公司决定以 22.43 元/份(当时价格为 14.97 元/股)的行权价格向 1 名公司的外籍董事兼副总裁发行 20 万份股票增值权;此次激励计划有效期为自股票增值权授权日起 7 年，自授权日起满 24 个月，激励对象应在未来 60 个月内分四期行权。公司还做了行权考核：(1)归属于上市公司股东的净利润及归属于上市公司股东的扣除非经常性损益的净利润

均不得低于授权日前最近三个会计年度的平均水平且不得为负。(2)激励对象在授予考核及等待期内考核合格，并在行权年度的上一年度绩效考核合格。

正泰电器是低压电器市场的龙头企业，在低压电器行业已有近 25 年的经营积淀，主要从事配电电器、终端电器、控制电器、电源电器、电子电器五大类低压电器产品的研发、生产和销售。广证恒生认为此次股票增值权激励计划激励模式选择恰当，公司此次股票增值权激励计划与股票期权激励计划同时制定，由于政策限制，非中国国籍的高管无法纳入公司股票期权激励计划，而通过股票增值权可弥补这方面的缺陷，实现两种激励制度互补；公司年报显示，公司 2009 年经营活动产生的现金流量净额为 11.04 亿元，2008 年与 2007 年分别为 3.68 亿元和 5.46 亿元，现金流量比较充裕且比较稳定，因此公司较为适合股票期权激励计划。

2011 年 6 月 10 日，公司首次授予股票增值权 20 万份；2013 年 10 月 28 日，由于激励对象绩效考核均达到考核要求，满足行权条件，第一个行权期内可行权的股票增值权 5 万份；2014 年 11 月 10 日，第二个行权期内可行权的股票增值权 5 万份，合计 10 万份。行权期内，根据公司年报，2011 年公司营业收入 82.88 亿元，同比增长 30.75%，归母净利润 8.24 亿元，同比增长 29.10%；2012 年公司营业收入 107.03 亿元，同比增长 10.13%，归母净利润 12.61 亿元，同比增长 41.07%；2013 年公司营业收入 119.57 亿元，同比增长 11.71%，归母净利润 15.41 亿元，同比增长 22.21%；2014 年公司营业收入 127.67 亿元，同比增长 6.78%，归母净利润 18.33 亿元，同比增长 18.88%，可以看出采用股票增值权激励后，公司业绩有较大提升，激励效果明显。

五：虚拟股权方

法“虚拟股权”是指公司授予激励对象一种“虚拟”的股票，如果实现公司的业绩目标，则被授予者可以据此享受一定数量的分红，但没有所有权和表决权，不能转让和出售，在离开公司时自动失效。这种分红权本身不具有法律地位，实质是股东与管理层之间的一种契约关系。在虚拟股权持有人实现既定目标条件下，公司支付给持有人收益时，既可以支付现金、等值的股票，也可以支付等值的股票和现金相结合。虚拟股权是通过其持有者分享企业剩余索取权，将他们的长期收益与企业效益挂钩。

虚拟股权的激励方式具有内在激励作用与一定约束作用的优点，并且具备不影响公司的总资本和股本结构的优势;但这种方式可能会引起过分关注企业短期利益，也易导致公司现金支付压力较大。因此，虚拟股权的激励方式适用于现金流量较为充裕的挂牌公司。

【新三板案例】

2015年5月6日，新三板挂牌企业精冶源(831091)发布公告，披露公司虚拟股权激励计划：

为鼓励员工为公司长期服务，考虑到自身较为充裕的现金流量，公司决定针对公司高管、中层管理人员、业务骨干以及对公司有卓越贡献的新老员工等实施本次虚拟股权激励计划，本计划的有效期限为三年，即2015年-2017年，虚拟股权的授予数量，根据虚拟股权激励对象所处的职位确定股权级别及其对应基准职位股数(经董事会表决同意后基准职位股数可按年度调整)，根据个人能力系数和本

司工龄系数确定计划初始授予数量，根据年终绩效考核结果确定当年最终授予虚拟股权数量。此外，公司还做了行权考核：(1)年度净利润增长率不低于 20 % (含 20 %)。(2)激励对象在公司的历史发展中做出过突出贡献，公司未来发展亟需，并在年度工作中表现突出。精冶源是一家集建筑材料、耐火材料科研开发、产品生产、产品销售于一体的专业公司。广证恒生认为，此次虚拟股权激励计划激励模式选择恰当，公司年报显示，2013 年期末现金余额 137.09 万元，同比增长 22.58%;2014 年期末现金余额 165.70 万元，同比增长 20.88%，可以看出公司现金流量较为充裕，因此采用虚拟股权激励计划激励模式较为合理。此次虚拟股权激励计划开创了新三板虚拟股权激励计划的先河，因其创新性的采用虚拟股权给予员工分红权的设置而显得格外引人注目。由于该激励方案的时间比较晚，因此，目前还不能评估该激励计划是否成功有效。

六：激励基金

“激励基金”是指当公司当年业绩达到考核标准时，按一定比例从净利润或净利润增量中提取一部分作为激励基金，分次发放给激励对象，要求激励对象全部或部分或配比一定比例自筹资金自二级市场购入本公司股票并锁定一定期限，达到留住人才、长期激励的效果。

激励基金的激励方式较为规范，操作性强，并且具有长期激励约束作用与滚动激励约束作用。然而，在激励基金的实施过程中，难以保证业绩目标确定的科学性，激励成本也较高，存在可能造成公司支付现金的压力的缺陷，故激励基金较适用于业绩稳定型的公司。

【主板市场案例】

2006年4月28日，上市公司万科A(000002)发布公告，披露公司限制性股票激励计划(实为激励基金激励计划)：为吸引与保留优秀管理人才和业务骨干，增强公司竞争力，实现长期激励的效果，考虑到公司自身业绩较为稳定，公司决定以当年净利润净增加额为基数，根据净利润增长率确定提取比例，在一定幅度内提取激励基金，当净利润增长率超过15%但不超过30%时，以净利润增长率为提取百分比、以净利润净增加额为提取基数，计提当年度激励基金；当净利润增长比例超过30%时，以30%为提取百分比、以净利润净增加额为提取基数，计提当年度激励基金；计提的激励基金不超过当年净利润的10%。激励计划期限通常为两年，最长不超过三年(仅当发生补充归属时)。公司还做了行权考核：(1)公司年净利润(NP)增长率超过15%；(2)全面摊薄的年净资产收益率(ROE)超过12%；(3)公司如采用向社会公众增发股份方式或向原有股东配售股份，当年每股收益(EPS)增长率超过10%。

万科A是中国最大的专业住宅开发企业，中国大陆首批公开上市的企业之一，在多年的经营中，公司产品始终定位于城市主流住宅市场，主要为城市普通家庭供应住房。广证恒生认为，作为激励基金股权激励第一股，此次激励基金激励计划选择恰当，也是认同度最高的方案。万科A作为中国住宅开发龙头企业，其业绩一直较为稳定，激励方案制定之时，公司2005年年报显示：公司营业收入105.59亿元，同比增长37.71%，经营业绩良好，因而按业绩完成与增长幅度提取基金符合广大股东的利益；激励基金通过预提方式也可以有效避免股价波动，避免因当期提取当期购买股票导致市场短期预期造成股价大幅波动，另一方面也

可以确保高管业绩与当期股价收益挂钩，具有较好的约束与激励作用，因此公司较为适合股票期权激励计划。2008 年 9 月 13 日，此次激励基金股权激励实施完成。行权期内，除 2008 年因金融危机影响外，公司业绩均得到较大的提升，公司年报显示：公司 2006 年全年实现营业收入 179.18 亿元，同比增长 69.70%，归母净利润 22.98 亿元，同比增长 70.17;2007 年全年营业收入 355.27 亿元，同比增长 98.27%，归母净利润 48.44 亿元，同比增长 110.81。可以看出采用激励基金股权激励后，激励效果明显。

股票来源问题。			
虚拟股权	(1) 不影响公司的总资本和股本结构;	(1) 可能引起过分关注企业短期利益;	现金流量较为充裕的挂牌公司。
	(2) 具有内在激励作用;	(2) 公司现金支付压力较大;	
	(3) 具有一定约束作用。	(3) 约束作用有限。	
激励基金	(1) 较为规范，操作性强;	(1) 难以保证业绩目标确定的科学性;	业绩稳定型的公司
	(2) 具有长期激励约束作用;	(2) 激励成本较高，不能减轻公司支付现金的压力。	
	(3) 具有滚动激励约束作用。		

2、慎思明辨 Q&A

Q1：股票期权与限制性股票是目前股权激励的两种最主要的方式，二者主要有什么区别？

A1：两者的主要区别体现在三个方面：(1)权利义务的对称性不同。股票期权是典型的权利义务不对称激励方式，期权持有人只有行权获益的权利，而无必须行权的义务;限制性股票的权利义务则是对称的，股票价格的涨跌会增加或减少激

励对象的利益。(2)激励与惩罚的对称性不同。股票期权并不具有惩罚性，股价下跌或者期权计划预设的业绩指标未能实现，受益人只是放弃行权，并不会产生现实的资金损失。而限制性股票则存在一定的惩罚性。在激励对象用自有资金或者公司用激励基金购买股票后，股票价格下跌将产生受益人的直接资金损失。(3)激励力度的区别，就同样数量的股票期权和限制性股票而言，期权的激励力度弱于限制性股票。因此，股票期权较适应于初始资本投入较少，资本增值较快，在资本增值过程中人力资本增值效果明显的公司，例如高科技行业;而限制性股票适用于业绩不佳、处于产业调整过程中或初创期的挂牌公司。

Q2: 股票增值权与虚拟股权均适用于现金流量较为充裕的挂牌公司，那么在股权激励模式的选择与操作上有何差别呢？

A2: 股票增值权的持有者在行权时，直接对股票的升值部分要求兑现;虚拟股权不仅可获得股价升值收益，而且可以据此享受一定数量的分红权。相对而言，虚拟股权的激励力度会更大一些，在高科技企业如 IT 业中采用较多。股票增值权通常在以下三个条件下使用：(1)股票激励计划可得股票数额有限;(2)股票期权或股票赠予导致的股权稀释太大;(3)公司为封闭公司，没有股票给员工。

Q3: 虚拟股权与股票期权有哪些异同点？

A3: 相同点：两者有一些类似的特性和操作，如激励对象和公司在计划施行前签订合约，约定给予虚拟股权的数量、兑现时间表、兑现条件等;不同点：虚拟股权并不是实质性的股票认购权，而是将奖金延期支付，并且为了防范可能面临

的现金支付风险，采用虚拟股权激励计划时一般会设立专门的基金。3、 实践出真知相较于上市公司，新三板公司在实施股权激励时定人、定量、定价、业绩考核、退出机制的处理等方面存在较大的技术处理空间，方案设计也更为灵活。下面，广证恒生将与您分享新三板公司在股权激励的实践过程中需要重点关注的要点。

【名家之言】

广东中科招商副总裁朱为绎：新三板挂牌公司进行股权激励很有必要，挂牌前和挂牌后均可实施，但考虑到支付费用巨大，不建议做市之后进行；股权激励的过程中要确认管理费用并计入非经常性损益，因此对扣非后的净利润没有影响；股权激励时涉及个人所得税的问题，需与激励对象交代清楚。

骏汇股份董事长谢晋斌：新三板公司挂牌做市前没有公允价值，股权激励应以间接持股为主，大股东可以先建立，然后逐渐在任何时间节点都可以给后续新进的员工做一个股权激励；新三板公司股权激励不适合限制太严，激励制度不能完全照搬主板，要有创新与可持续性，激励的股份支付应与年利润挂钩。

伯朗特董事长尹荣造：伯朗特挂牌新三板可达到三个目的：第一，规范企业的治理结构；第二，合法合规经营；第三，学习华为任正非，通过股权激励，实现工者有其股。在所有股权激励方式中，考虑到新三板企业的需要较长时间发展，因此伯朗特更加倾向选择时间较长的激励方式，最终选定 1 块钱一股，5+3 锁定的限制性股票激励方式。

达美盛董秘兰斌：员工的创造力需要通过股权激励来激发，企业需要选择恰当的激励时间点，思考为何实施股权激励;前期建议选择限制性股票的方式，达到区域性覆盖的目的，覆盖范围建议 15%-30%之间;做市后建议选择股票期权的方式，建议每年增发 2%的股份进行股权激励。

【定人】

激励对象的选择通常是依据职级、工作年限及对公司利润的贡献高低等因素来确定，激励对象一般主要为公司的决策层与核心骨干，有时是全体员工。

【定量】

总量方面，挂牌公司股权激励总量一般占公司股权总量的 5%-10%，最终将综合激励效果测算与股东释放意愿，确定适当的股权比例用于激励对象;个量方面，基于“二八原则”，核心对象重点激励，真正做到激励的公平性，避免大锅饭或搭便车现象，在个量具体分配的过程中需要综合考虑公司自身状况决定的重要要素，如业绩贡献度，岗位，司龄等。

【定价】

一般激励对象受让股权的价格由企业自身决定，实践中主要有以下四种方式：

(1)零价格转让：即无偿赠送。

(2)每股净资产：以每股净资产的价格转让或在此基础让给予一定折扣转让。

(3)做市价：对于做市商企业，权益定价可以依照做市商的报价进行。(4)协议定价：采用发行或转让双方协商定价的方式。

【业绩考核】

(1)公司层面：较为常用的业绩考核指标主要包括：净利润增长率、净资产收益率(ROE)、营业收入增长率、每股收益。

(2)个人层面：根据实际情况选取合适的考核指标对激励对象个人进行绩效考核，经常使用的考核指标有 KPI 指标、满意度指标等。

【退出机制】由于挂牌公司的股权流动性相对较弱，为保证达到预期的激励效果，应当设置激励对象的退出机制。激励对象的股权原则上不对外转让，退出时由公司或大股东出资回购或转让给其他的激励对象。股权激励计划实施后，激励对象可能会因各种原因要求或被要求退出，公司应当根据不同情况以事先约定的定价机制处理激励对象所持的激励股权。结 语

新三板是高新技术或新兴业态企业主导的市场，这类企业更多是靠人才的竞争，而灵活有效的激励制度，对稳定高管和核心员工具有积极作用，挂牌企业如何选择适合促进自身成长的“催化剂”是个意义重大的命题。近期新三板公司出现了高

管离职潮，股权激励的重要性愈发凸显，广证恒生希望将来每家挂牌企业在不断地探索中找到适合促进自身成长的股权激励“催化剂”，在企业内部产生积极的化学反应，实现人尽其才，物尽其用，提升企业的竞争力。