

股权的分法

企业即将上市，总想着给高管骨干分点儿股权，一来赶时髦，二来可以留住人才。但是面对当前层出不穷的股权激励方案，哪个能达到我们想要的效果？本文教你从三方面来判断，对股权激励方案作出一个合理评估。

第一个问题，给谁股权？

首先，对企业核心竞争力以及构成核心竞争力环节的人力资源的判断，是我们思考股权激励方案的基础。

但企业对这一点的认识，往往是不准确的。有的企业“评选”出企业创业元老给予股权，有的仅根据管理团队的级别、员工就职年限来给予股权。

还有的企业，实际上是对一些薪酬已超过行业标准的高管追加了胡萝卜，没有和构成企业核心竞争力的骨干匹配。例如，某软件企业原计划给予负责软件销售的副总裁大量股权。但经过我们的调查发现，得益于企业开发的软件在相关市场上的强势地位，负责销售的副总裁其实已经获得超过同行的薪酬和奖金收入。而真正软件研发核心人员的薪酬水平却落后于同行，如果不进行股权激励，就存在着人才流失的严重隐患。

其次，企业应该预留一定的股权激励空间。

在对企业现有管理团队进行评价时，有可能发现企业存在人才短板。这涉及到引入新团队成员，以及现有团队是否需要替换的问题。

例如，一家电气设备企业完成股权激励后，市场发生转变，才发现自身销售能力不足，需要引入更加优秀的销售人才，但此时企业股权激励空间已经接近用尽（涉及大股东的控股地位问题），困难重重。

企业在进入上市轨道后，对规范企业治理需要引入的运营总监、财务总监、董事会秘书等人才，也要预留股权激励空间。例如鼎晖入股俏江南后，引入了前麦肯锡全球董事合伙人魏蔚加盟俏江南担任 CEO，张兰随后将俏江南 4.7% 的股份，以 1508 万元的价格转让给了魏蔚在香港注册的公司。

企业战略边界划分也是一个重要考虑因素。企业未来发展要重点进入的领域，往往是需要进行人才激励的领域，需要在股权激励设计时预留开放性的空间。

第二个问题，给多少股权？

这需要结合目前拟激励员工的薪酬体系与市场上同岗位员工薪酬水平的比较，结合公司自身股权价值及其变动趋势，来确定股权支付的数量。

很多企业家将股权按照上市后可能的价值来决定支付高管股权的数量，似乎给予了较大的激励。实际上，无论企业是否上市，股权激励都是一种行之有效地将管理层和大股东利益相结合的方式。对企业来说，股权授予时的理性价值评估十分重要，否则就是画饼充饥。

例如一些拟在海外上市的企业在股权激励时，给高管动辄数百万股，貌似金额巨大，其实占比甚小。而企业在上市前再一缩股，高管持股比例将进一步被稀释。

对于公司上市前的股权价值，创投机构的入股价格是个有力参照。但是，金融投资者和企业高管的持股在性质上是不同的。金融投资者拥有更多权利（对企业业绩成长或一定期限内未完成上市的约定），对应的入股价格在一定的竞争环境下更高，所以不能以绝对价格来看股权的价值。

我们仍以鼎晖入股俏江南约 20 亿元的估值来计算，4.7%的股份价值为 9400 万元，相当于张兰整整向魏蔚让利近 8000 万元。但鼎晖作为金融投资者拥有诸多权利，并且其入股对于公司的法人治理进行了较多约定，在一定期限内俏江南未能上市情况下的回购，也会有详细安排。但是，高管的股权，可能很难有和鼎晖相同或相似的保护权利，其持股价值自然不能和鼎晖进行简单的绝对值上的类比。

第三个问题，怎么给？

首先谈谈“持股平台”。

在设计具体实施方案时，很多企业家都希望设计一个“持股平台”来实现相关业务骨干的间接持股，以避免企业上市后核心骨干出售股权套现的局面。

但是，这种方案不能让核心骨干的股权直接体现在上市公司层面，限制了他们的财富变现能力，也就削弱了股权激励计划的激励作用。同时，持股平台的法人治理结构往往没有上市公司完善，这也削弱了员工通过持股平台持有公司股权的积极性。

公司制的持股平台也增加了税负。从这个角度讲，“有限合伙制”可能是一种比较好的持股平台。

其实中小型企业自身的法人治理结构非常重要，核心骨干直接持有股权，对完善法人治理本身就是促进作用，再通过复杂的“持股平台”并不合适。

上市后要避免核心骨干出售股权套现，有更加完善的股票期权的激励方式。目前，上市公司高管一过锁定期就用各种办法套现，很多是由于资本市场“估值错位”造成的，而非所谓高管直接持股。另一方面，企业上市后企业家如果不能充分发挥上市公司的制度优势，建立现代企业制度吸引更多的人才，那么即便使用复杂的持股平台也不能避免人才流失的局面。

第二，我们再看看其他复杂的设计方案。

比如，有的企业设计了包括虚拟股权、实体股权在内的复杂方案，以及复杂的虚拟期权行权、转股办法，还有所谓虚拟股权持股前的分红办法。

实际上，“虚拟股权”是在我国现有公司法体系下无法公开授予“认股期权”的情况下的一种变体。设置所谓虚拟股权的分红机制，实际又成了企业给高管发奖金的一种计算方式。但这样复杂的设计，一般高管和员工很难理解。越是难以理解和计算的股权激励方式，激励的效果越难体现。

最后，我们谈谈如何降低方案的执行成本？

在股权激励的具体方案出来后，还要结合税收政策、会计准则要求、企业上市的时间节奏、证监会的有关上市监管要求等进行修订，以降低执行成本。

涉及股权激励的股份支付，主要有两种形式：一是原有股东持有的股份低价转让给高管和核心骨干（现有股份的低价转让）；二是高管、核心技术人员以较低价格向企业增资。但向公司高管和核心骨干转让股权，或者增资的定价如果低于公允价值，则企业应该按照股份支付的相关要求进行会计处理，将相关的差额计入企业的管理费用。

例如，深圳瑞和建筑装饰股份有限公司的案例：2009年7月，公司的一个股东，将其30%的股权分别转让给两个主体。一个是邓本军等47位公司管理层及员工，以2400万元受让了20%股权。另一个是嘉裕房地产，以2000万元受让了10%的股权。

注意，这两个主体受让股权的价格是不同的。若按转让给嘉裕房地产的价格来计算，转让给邓本军等管理层及员工的股权价格应为4000万元（ $2000/10\% \times 20\%$ ），和实际价格2400万元之间，相差了1600万元。这对公司产生了什么影响呢？公司在招股书中称“由于实施股权激励增加管理费用1600万元”。

这些管理费用的增加，降低了公司的利润。特别是在上市前一年进行此项安排，将会对股票发行定价产生不利影响。

另一方面，如果降低创投机构的入股价格，虽然可以避免产生这一管理费用，但企业价值被低估，也会失去部分利益。

事实上，计划在一年内启动上市申报的企业，往往会选择安排高管持股，放弃创投入股。这对创投机构来说，无疑是丧失了一个投资机会

实际上，企业完全可以在专业机构指导下设计出合法合规的方案，低成本地对高管实现股权激励。一个比较好的方案就是，先让创投和高管以相同的价格入股，这就避免了产生管理费用的问题。然后，再让创投机构以较高的价格增资，补偿之前企业价值被低估的损失。

例如，2010年8月19日，“湖北华昌达智能装备股份有限公司”的前身“华昌达机电有限公司”召开股东会，分别与公司高管及核心骨干谢、李树辉等20人签订《投资协议》，与上海嘉华、天津博观、广州基石三家创投机构签订《增资扩股协议》，根据2009年公司经审计的净利润约1500万元，以增资后股本15倍市盈率为作价依据，对有限公司进行增资。gPH创富志-最佳商业模式设计与案例分享平台-《创富志》杂志官方网站

由于此次高管增资和三家创投机构入股是同股同价，避免了股权激励时给高管和核心骨干的股权价值与市场公允价值差的问题。

2010年10月28日，股改完成后的华昌达公司再次与广州基石签订《增资入股协议》，按照公司2010年预测净利润3000万元为计价依据，以投资后约17倍市盈率定价，增资入股近6000万元。

因此，在实施股权激励计划时，设计出令人信服的市场公允价格，是解决股份支付相关费用问题的关键，但这恰恰是难点。

华昌达公司的方案，利用创投机构入股价格的变化，巧妙地起到了激励公司高管和骨干的效果。■

作者为基石资本合伙人

本刊专栏作家袁同舟点评：关于给谁股权的问题，在实践中存在各种具体情况。例如大股东对团队的历史承诺、横向之间的攀比、对公司历史上功臣的忠诚（可能他们当前已不构成企业核心竞争力）等，这些价值如何体现？在传统文化背景下，这些问题还是需要考虑的。

给多少股权的问题，文中思路不够明确。从给的绝对值到相对值，从责、权、利平衡到挖人才的对价谈判，给多少始终是利益的焦点。

怎么给的问题在文中回答的很彻底，相信对大家都有启发。

金杜律师事务所合伙人周蕊点评：

1、给谁股权真的是创始人心里最清楚的事情，但也是很难处理的事情。曾经就有企业家朋友讲过，股权激励本来是好事，但是如果没有操作好，好事就变成了坏事。

2、股权激励实际上解决的是三个群体的问题。一个是企业创业元老的功劳兑现问题。一个是目前公司骨干的持续激励问题。最后一个，是公司未来可能需要引进人才的激励问题。如何解决好这三个群体的关系，确实不是特别容易。

3、至于在激励中持有股权的主体，目前已经上市的企业中无非三种类型：1）自然人直接持有拟上市公司股份。2）由有限责任公司直接持有拟上市公司股份，作为员工持股或高管持股的载体。3）以有限合伙作为组织形式，成立员工持股公司或高管持股公司，由该有限合伙企业直接持有拟上市公司股份。后两种方式，均可以解决为未来引进人才预留一定股权激励空间的问题。另，有限合伙方式成为持股主体已经有了先例，如江西博雅生物制药股份有限公司。

4、所谓虚拟股权、虚拟期权等，是指只给被激励者分红，而没有给其实际股权。并且，在工商部门办理变更登记成为实名股东之前，从严格角度讲，仅是一种公司股东将自己从公司分得的红利，按照承诺比例分配给被激励者的过程。以本人之愚见，不涉及股权问题，仅是利益的再次分配。

5、股份支付是近年来中国资本市场上最热点的问题之一。最为代表性的处理案例，就是文中的深圳瑞和建筑装饰公司。股份支付执行中有几个问题值得关注和研究：1）给被激励者的以往薪酬，是否构成公司人力成本的转移？2）什么价格可以作为公允价值，是同一时点进入的投资人，还是6个月之内的投资人？以本人之愚见，遵守法律规定是必须的，但确实需要根据实际情况进行合理的认定。否则对于企业上市，特别是创业板企业上市，会带来非常不利的影响。