

我国上市公司股权激励模式实证研究

□ 张磊

(厦门大学 经济学院 福建 厦门 361000)

摘要：基于我国上市公司股权激励问题，本文以已完成股权分置改革国内上市公司股权激励方案为例，研究其股权激励模式。实证分析了我国股权激励的基本模式，股权激励方案的特点，多层次激励体系的建立等问题。

关键词：上市公司 股权激励 模式研究

一、问题的提出

2006年1月，《上市公司股权激励管理办法（试行）》（下称《办法》）的正式出台。根据中国证监会颁布的证监公司字[2005]151号的规定，只有完成股权分置改革的上市公司，才能按照《办法》的要求实施股权激励，监管部门的意图非常明显，拟通过对股改后G股公司管理层的股权激励推动股权分置改革。显然，无论从流通股股东还是从非流通股股东的角度看，要在股改后实现“双赢”，双方所持股票股改后的价值都应大于股改前的价值，股改后的价值取决于股票的市场价格，而股价的高低又取决于公司的绩效，公司业绩是管理层工作努力的结果。

公司管理层（经理人）和股东实际上是一个委托代理的关系，股东委托经理人经营管理资产。但事实上，在委托代理关系中，由于信息不对称，股东和经理人之间的契约并不完全。股东和经理人追求的目标是不一致的，股东希望其持有的股权价值最大化，经理人则希望自身效用最大化，因此股东和经理人之间存在“道德风险”，需要通过激励和约束机制来引导和限制经理人行为。为了使经理人关心股东利益，需要使经理人和股东的利益追求尽可能趋于一致。对此，股权激励是一个较好的解决方案。通过使经理人在一定时期内持有股权，享受股权的增值收益，并在一定程度上承担风险，可以使经理人在经营过程中更多地关心公司的长期价值。此外，企业家人力资本的专有性决定了管理层至少部分掌握了企业的剩余控制权，如果通过设计合理的激励机制，赋予其剩余索取权，就能在一定程度上解决剩余控制权和剩余索取权相分离产生的矛盾，使管理层的目标函数与股东的目标函数尽可能地达到内在的一致。因为在不同的激励方式中，工资主要根据经

理人的资历条件和公司情况预先确定，在一定时期内相对稳定，因此与公司的业绩的关系并不非常密切。奖金一般以财务指标的考核来确定经理人的收入，因此与公司的短期业绩表现关系密切，但与公司的长期价值关系不明显，经理人有可能为了短期的财务指标而牺牲公司的长期利益。但是从股东投资角度来说，他关心的是公司长期价值的增加。尤其是对于成长型的公司来说，经理人的价值更多地在于实现公司长期价值的增加，而不仅仅是短期财务指标的实现。

由此可见，股权激励是上市公司股权分置改革后必须面对和解决的课题。

二、我国目前股权激励的基本模式

1. 业绩股票激励模式

业绩股票是指公司根据业绩水平，以股票作为长期激励形式支付给管理层。公司在年初设定业绩目标，如果年末未达到目标，则公司为管理层提取一定的激励基金用以购买本公司股票。《公开发行证券的公司信息披露规范问答第2号—中高层管理人员激励基金的提取》为提取激励基金提供了法律依据。其规定：“公司能否奖励中高层管理人员，奖励多少，由公司董事会根据法律或有关规定做出安排”。

在这种模式下，公司通常以净资产收益率作为提取激励基金的业绩考核标准。当公司净资产收益率达到预定标准时，公司提取激励基金购买股票。当净资产收益率每增加一定比例，公司相应采用比例或累进的形式增加激励数量。股改后G华发公告的管理层激励方案是最为典型的“业绩股票”模式。根据G华发的激励方案，在2005~2009的5年间，以公司净利润年复合增长率8%为考核指标，超出部分将提取45%作为该年度的奖励基金，该奖励基金大部分将用于从二级市场购买公司股票，来对公司管理层、员工进行激励，并按有关规定执行禁售期，使激励对象尤其是公司高层管理人员长期持股。根据G农产品公布的股权激励管理办法及实施细则，G农产品的方案实际也是“业绩股票”的模式，将以净资产收益率为评价标准采用“超额累进”方式来计提激励基金，但与G华发的不同之处在于用于激励股票的来源，G华

发将以上市公司名义从二级市场回购,而G农产品则是由上市公司向股改前的非流通股股东收购。另外,根据G宝胜的公告:公司在上年度经营实现盈利(弥补以前年度亏损后)的基础上,根据上年度净利润及净资产收益率等盈利指标来决定提取激励基金。尽管G宝胜未公告其激励基金的用途,我们估计G宝胜也将和G华发一样将大部分激励基金用于回购公司股票后奖励给管理层。

2. 股票期权激励模式

股票期权模式是给予管理层在未来某一特定日期内以特定价格购买一定数量的公司股份的选择权。持有这种权利的管理层可以按照该特定价格购买公司的股份,这一过程叫做行权,此特定价格被称为行权价格(Exercise Price)。股票期权是公司无偿赠与管理层的一种权利,而不是一种义务,管理层也可以选择购买股票。但股票期权本身不可转让。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管理层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。

股票期权模式是欧美广泛的股权激励模式,但由于目前国内证券市场关于股票期权制度的滞后,A股上市公司成功实施的比较少,股权分置改革中G韶钢推出的股票期权方案最为接近完全意义上的股票期权。根据该方案,韶钢集团承诺将从向流通股股东支付对价后所余股票中,以自获得上市流通权之日起12个月后可减持的总股本的5%的股份,计6705.6万股,作为公司中、高层管理人员股权激励计划的股票来源。行权期为韶钢集团所持股份获得上市流通权之日起12个月后的两年内。行权价格为下列价格(除权除息则相应调整)的较高者:①3.77元(公司2004年度利润分配方案实施后,2005年3月31日的每股净资产调整值);②股权激励计划草案摘要公布前一日的公司标的股票收盘价;③股权激励计划草案摘要公布前30个交易日公司标的股票平均收盘价。上述股票期权方案尽管其股票来源不属于《上市公司股权激励管理办法(试行)》规范的回购和定向增发,但其股票期权计划的具体内容并不违反《上市公司股权激励管理办法(试行)》及相关法律法规的规定,因此,也是典型的股票期权激励方案。

3. 虚拟股票激励模式

虚拟股票是指公司在期初授予管理层一定数量的虚拟股票单位,并以授予时股票的二级市场价格(或一定程度折扣)作为将来的行权价。若将来股票市场价格高于行权价,管理层将获得虚拟股票溢价带来的收入,这一收入由公司支付。在这种方式中,管理层并不真正持有股票,有效地解决了美式股票期权中的股票来源问题。

“上海贝岭”的“虚拟股票计划”是采用这一激励模式的典型代表。此外,“中国石化”和“建设银行”借H股发行之际实施的股票增值权计划也是类似的一种方式。中国石化将股份增值权授予公司的高级管理人员,行权价为IPO发行价。行权时,公司将

按行权时H股市价与行权价的差额乘以行权的股票增值权数量,扣除所得税后支付给股票增值权授予人。

这种方式与业绩股票模式在激励效果上的最大区别在于:业绩股票模式使经营者真正持有股票,一旦将来股票下跌,经营者会承受一定损失,因此有一定约束作用。而后者由于经营者不实际持有股票,一旦下跌,其可以选择不行权而避免任何损失,因此是一种纯激励的方式。

4. 复合股权激励模式

复合模式是指综合采用多种股权激励的模式。以吴忠仪表(000862)为例,吴忠仪表同时实施了股票期权、期股和员工持股计划。采用“期权+期股”的组合激励约束机制,期股激励是指公司和经理人约定在将来某一时期内以一定价格购买一定数量的股权,购股价格一般参照股权的当前价格确定。同时对经理人在购股后再出售股票的期限作出规定。期权、期股所需股票渠道是:期权所需股票来源为二级市场流通股或公司定向增发的新股,期股所需股票来源为公司定向增发新股和国有股转让。公司每年利润增长率和净资产收益率都应达到一定水平,否则被授予人也不准行权。实施结果是,国家持股比例由47.37%降低到30%。

三、股权分置改革上市公司已披露股权激励方案的特点

《办法》是推进股权激励的首次规范,其间仍有部分规定缺失或不尽详实。如在何种条件下可以对上市公司董事、监事、高管以及其他人员实施股权激励,在《办法》中仅提出了“绩效考核”这一条件,但“绩效考核”是考核盈利水平、资产增值、股东价值增长或是总资产增长,却未予以界定,这为制定上市公司股权激励计划留下了较多的可操作空间,股权激励方案可以有较多的创新之处,也需要更注意平衡各方的利益及关注点。通过分析股改公司已通过的股权激励方案,我们发现以下特点:

1. 股票来源渠道简单

非流通股大股东支付对价后的股票中分割出一部分股票,是目前股改公司股权激励之股票主要来源。目前仅华侨城的股权激励方案不是流通股既得利益的重新调整。

这种情况的出现,是大股东给予的补充对价,或者让利,也是我们估计与操作简便有关。虽然与《办法》不尽一致,但如果股改之后大股东仍采用此种模式来激励管理层,我们不能排除其合理与合法性(只要非流通股股东单方面同意)。

2. 定价方式种类繁多

按《办法》规定,行权价格不应低于下列价格较高者:①股权激励计划草案摘要公布前一个交易日的公司标的股票收盘价;②股权激励计划草案摘要公布前30个交易日内的公司标的股票平均收盘价。

《办法》确立的行权价格确定机制,是与市价为基准,与净资产无直接关系。但是在《办法》出台之前,不少公司采用与净资产挂钩来确定行权价,对市净率较高的公司,按净资产来确定行权价对激励对象更加优惠;另外,采用固定行权价格的公司所占比例也比较高(也存在该价格低于市价的现象)。

由于不少方案的定价方式与市价的结合不够,可能存在按《办法》规定进行调整,除非其价格本身不低于市价。

3. 行权标准差异较大

《办法》规定,激励股权是指激励对象按照股权激励计划规定的条件,从上市公司获得的一定数量的本公司股票。但从目前的激励方案来看,主要取决于“业绩是否达标”。但是在业绩标准的选择上,差异较大。除传统观念上的净利润外,净资产增值率也是可以参考的指标,其中G恒丰股权激励制度中就有规定“在2000年至2007年期间由控股股东对公司高级管理人员实施净资产增值奖励,具体数额为年净资产增值额8%,该部分奖励由公司控股股东支付”。但是,目前还未见到以股价作为业绩考核的成功案例。

G柳化激励方案提出原则性意见“公司全体非流通股股东承诺,当公司盈利能力增长超过一定幅度时启动管理层股权激励计划”;G综超提出“如果公司无法达到既定业务指标,非流通股股东向流通股股东追送一定股份;如果业绩达标,则追送部分作为管理层股权激励的股票来源”,等等案例,均不同程度地说明这一现象。

4. 股票行权方式相近

一次授予可行权额度,分期分批行权是大部分股权激励方案的共同特征。如在农产品股权激励案中,规定“管理层分三年以每股3.5元获得所授期股”;深纺织、G特发、深深房,其所获股权也是在三年内分批行权。新大陆股权激励案中,共授予管理层1500万股的股权激励额度,规定分3年每年行权500万股。

四、多层次股权激励模式的探索

1. 上市公司层面的股权激励

根据《办法》第十一条的规定,拟实行股权激励计划的上市公司,可以根据公司实际情况,采取回购或定向增发的方式获得股票对管理层进行激励,该条规定解决了在新《公司法》及《上市公司股权激励管理办法(试行)》正式生效前,上市公司本身无法获得对管理层进行股权激励的股票来源问题,使得上市公司对管理层的激励成为可能。前文所述的我国目前四种管理层激励的基本模式都属于上市公司本身对管理层直接或变相的股权激励。上市公司本身通过回购或定向增发等方式获得股票后对管理层进行股权或期权激励是国际上最通行的方式。上市公司通过向管理层定向增发进行激励的模式今后将有相当大的发展,特别是国有控股的上市公司。

从最近的实践看,股权分置改革中G韶钢推出的股票期权方案最为接近完全意义上的股票期权模式。股改后G华发管理层的激励方案是最规范的上市公司本身对管理层进行股权激励的方案,符合目前的法律法规,最具有可操作性,而G农产品的方案中,上市公司拟收购后用于股权激励的11家法人股股东各自拥有股份的50%部分,占到了农产品股份总数的6.76%,不符合新《公司法》第143条“公司收购本公司的用于股权激励的股份数量不得超过已发行股份总额的百分之五”的规定。

2. 上市公司股东层面的股权激励

直接转让上市公司股权需履行的信息披露复杂,容易受市场的关注,有时会对公司的股价甚至经营造成不良的影响,因此,有些情况下也可以通过将上市公司母公司的部分股权转让给管理层的方式进行间接的股权激励,这种模式更多情况下变成了管理层对上市公司的MBO。用该种模式进行管理层的案例是G华泰,山东华泰纸业股份有限公司的实际控制人大王镇政府与上市公司管理层人员分别签订了《股权转让协议》,拟将其持有的公司控股股东华泰集团有限公司60%的股权转让给李建华、王洪祥、吴克孟、朱万亮、李刚等19名管理层人员。由于G华泰完成股改后华泰集团有限公司的持股比例由39.91%将到27.90%,G华泰的这次实际为MBO的管理层激励,还很好地规避了要约收购的义务。

3. 上市公司子公司层面的股权激励

上市公司通过向管理层转让部分盈利能力强的子公司股权进行股权激励应该说是一种非常易于操作的方式,特别是在管理层受让股权比例不大的情况下。目前A股市场通过受让上市公司重要子公司股权达到较高比例实现管理层激励,比较典型的案例是长春高新(000661)案例。

五、结论

本文所研究的主体是上市公司股权激励模式。在对股权激励的理论机制进行阐述的基础上,通过已公布股权分置改革公司的管理层激励方案的实证研究,分析了目前我国股权激励的四种基本模式:业绩股票模式、股票期权模式、虚拟股票模式和复合股权激励模式,以及股权激励方案的一些可供借鉴之处:相当多G股公司股权激励的股票来源于非流通股股东出让部分股权;行权价格定价方式繁多,固定行权价、以净资产为基础确定行权价是两种主要模式,这与《办法》规定不一致,强化激励的同时,也在加强对管理层的约束;激励股票授予与否决定于业绩是否达标,业绩标准有采用净利润、净资产增值率,采用股价挂钩仍未见成功案例。

《办法》的推出,在股票来源、股份比例、激励计划细则等方面都有了切合实际的规范,扫清了部分基础性障碍。但实施激励的公司比例和推进进程远低于境外上市公司,而且大部分拟实施股权激励的公司,其股份仍来源于大股东的股权的出让,不能不说是“权宜”性的操作。不过,随着国内股权分置改革的不断深入,法律法规的健全,税收优惠政策的安排,企业经营环境的不断改善,股权激励将越来越规范,并发挥出独特的作用。□

参考资料:

- [1] 国有股权期权激励不是造富运动[EB/OL]. 中财网,2006-2-7.
- [2] 股权激励方式花样繁多[EB/OL]. 新华网,2002-03-20.
- [3] 股权激励关键要规范[N]. 上海证券报,2005-11-18.
- [4] 如何使用股权激励模式管理团队[EB/OL]. 金泉网,2005-11-16.