

# 创业板IPO中的盈余管理： 股权激励理论与案例研究

黄新炎

现代公司所有权和经营权的分离导致股东和管理层的利益存在一定的冲突，为了减少由此带来的损失，需要对管理层实施一定的激励措施，目的是让管理层拥有一定的剩余索取权，使其与委托人的利益趋于一致，减少代理成本，从而有利于实现企业价值最大化。具体而言，可以给予管理者一定股权或者以股权为基础的薪酬。在国外，对高管实施股权激励已经非常普遍，甚至成为报酬的主要方式，CEO的天价报酬也主要来自股票期权。大约超过一半的美国上市公司采用以股票期权为主的激励方式；而在我国，股权激励随着证监会2006年1月4日《上市公司股权激励管理办法（试行）》等法规的颁布才逐步推开，但发展速度却很迅速，截至2010年11月底，实施股权激励方案的A股公司已

达217家。

据Wind数据统计，自2009年10月创业板启动到2010年11月底，共有141家公司登陆创业板，已有15家上市公司公布了股权激励方案（预案）。因此，亟需对创业板公司股权激励情况进行相关研究。现有的国内外研究文献表明，实施股权激励的上市公司普遍存在盈余管理行为。Qiang Cheng和Terry D.Warfield(2005)、Bin Ke(2004)、伯恩斯和肯迪亚(Burns和Kedia,2006)研究发现，股权激励导致管理层进行盈余管理。肖淑芳等(2009)、耿照源等(2009)、胡国强等(2009)等指出，国内实施股权激励的公司也存在盈余管理行为。然而，上述文献却鲜有涉及到我国创业板公司IPO之前的股权激励行为中的盈余管理行为，主要原因是创业

板设立时间相对较短，上市之前的相关资料缺乏等。因此，研究创业板IPO过程（“IPO过程”并无明确定义，一般指IPO前后一段时间，本文中定义为申报报表开始年度到上市当年）中的盈余管理就显得十分必要。目前，创业板公司普遍未将IPO之前的股权激励按照公允价值确认为费用，这是否属于盈余管理行为，对创业板公司的成长性有何影响？这些问题都值得深入研究。

## 一、创业板公司上市前的股权激励情况

创业板上市公司大多属于具有一定创新能力的中小民营企业，人才相对缺乏，薪酬待遇相对不高，为留住核心技术人员及高级管理人员等，相当一部分的创业板公司在IPO之前采取了不同形

以现金股利的方式分配给股东，那么，可以用于支付现金股利的现金数额 $=114.63-51.08=63.55$ （亿元），每股增加分配现金股利 $=63.55/9.44=6.73$ （元/股），增加分配现金股利之后的净资产余额 $=146.52-63.55=82.97$ （亿元），净资产收益率 $=45.53/82.97=54.88\%$ ，净资产收益率增加 $=54.88\%-34.82\%=20.06\%$ 。

从上述分析可以发现，茅台公司如果改变过于保守的理财行为，无论将闲置现金用于生产性投资，还是改变公司

资金来源结构，还是将闲置现金以现金股利的方式分配给股东，均可以提高公司的盈利能力，增加公司价值，为股东带来更多的财富。比较上述三方案，最佳方案应是为公司闲置的现金资产寻找有利的投资机会，其次是改变公司的资金来源结构，最后是将闲置的现金以股利形式分配给股东。当然，上述三方案都是从最极端的方面来考虑问题，其目的不外乎是认清公司理财中存在的问题。在实际中，需要对这些方案进行综合运

用，以求得更佳方案。

需要指出的是，本文对茅台公司理财行为的建议仅是方向性的，计算的假定前提不一定与实际情况相符，计算的结果也不一定十分精确，只是说明公司现行的理财行为对公司价值和股东利益的影响，寻找使公司价值和股东财富最大化的理财方案。

（作者单位：深圳大学财会学院）

责任编辑 李斐然

式的股权激励。截至2010年5月底,创业板上市公司有86家,在上市前已经实施了股权激励的公司有45家,占比达52.33%(21世纪经济报道 2010.6.22)。

这些公司实施股权激励的方式主要有两种:一是向管理层及核心员工增发新股,即公司以一个较低的价格向管理层及核心员工定向增发股票,实现共同持股;二是大股东向管理层及核心员工转让老股,即公司的大股东或重要股东以一个较低的价格向管理层或核心员工转让部分股票,达到共同持股的目的。然而在实施过程中,公司发现个人直接持股方式存在一些不利影响,如股份解禁后高管套现离职、“巨富”后的工作积极性不高等。为了克服这些弊端,出现了一些新的激励方式,如设立管理层持股公司或有限合伙公司为激励平台,实现间接持股等。在此情况下,公司可以控制管理层的股份套现时间,绑定管理层利益与公司利益,有利于公司的长期发展。

上述股权激励的股份定价主要有以下三种情况:一是以注册资本/原始出资定价,该价格一般低于公司账面净资产,如莱美药业;二是参考账面净资产定价,如神州泰岳:“本次增资扩股价格为2.5元/股,系以公司2008年年末经审计的净资产值扣除2008年度现金分红后的金额为基础,经各方友好协商确定”;三是参考公司盈利情况以及激励因素,如立思辰。

创业板公司对上市前激励股份设置的限售条件主要有两种:一是公司法等法规规定的条件,包括所有股份自上市之日起一年内,不转让或者委托他人管理其直接或间接持有的公司股份,也不由公司回购该股份;一年禁售期满后,在担任公司董事、监事或高级管理人员的任职期间,每年转让的股份不得超过本人所持有公司股份总数的百分之二十五,在离职后半年内不转让所持有的公司股份。二是特别条款。截至2010年6月21日已上市的创业板公司中,大

部分没有特别条款,但也有少数公司对股份上市时间实施了特别限制/承诺,包括在不违反法规的前提下,将流通数量与业绩增长挂钩;延长锁定期等。①对流通数量附加业绩增长条件。如莱美药业规定:如公司能在2009年12月31日以前上市,在2011年、2012年的上市流通数量为莱美药业上市前其持有的莱美药业股份数乘以莱美药业前一年经审计的扣除非经常性损益后的净利润增长率(如果扣除非经常性损益后的净利润增长率为零或负,当年上市流通的股份为零),自2013年1月1日起,其持有的莱美药业股份可以全部上市流通;机器人(300024)也有类似条款。②延长锁定期。如神州泰岳(300002)股份的锁定期延长为3年。

研究创业板公司IPO之前的股权激励行为对公司利润/盈余管理的影响存在一定难度,原因主要有以下两方面:一是确认股份价值存在难度。创业板公司上市前处于成长阶段,经营风险相对较大,发展较快,行业和经营模式差异较大,而且是非公众公司,因此很难合理地确定股份价值;二是部分公司的股权激励具有多重目的。除为了吸引人才、留住人才、激励人才以换取职工的服务外,还有公司股权激励兼顾了管理层过去的奉献(特别是对一些创业元老的补偿)。因此,将激励股份价值全部计入当期费用,存在争议和不合理之处。

## 二、会计准则变迁及分析

股票期权起源于20世纪50年代的美国。初始主要是用来应对当时的高税率,同时实施股票期权能够协调管理层与股东利益,减少管理层的代理成本,进而提升公司价值,因此逐渐得到推广,但在相当长的时间里,股票期权费用却得不到确认。当安然公司高管利用虚假利润以执行其股权激励计划的丑闻出现后,期权费用确认问题引起了社会的广泛关注。著名的信用评级机构标准普尔宣

布,其评价上市公司投资价值时将剔除股票期权费用,引入“核心盈利”概念。随后,国际会计准则理事会于2004年2月发布了《国际财务报告准则第2号——以股份为基础支付》,要求将企业所有以股份支付为基础支付都作为费用处理。FASB在2004年年底也发布了修订后的SFAS123,要求企业按照公允价值法处理包括股票期权在内的所有股份支付;欧盟委员会于2005年2月批准欧洲采用同样的处理方式,颁布了IFRS2,并将其生效日期追溯调整到2005年1月1日。至此,对股票期权采取公允价值计量并进行费用化处理已成为国际趋势。

根据我国《企业会计准则第11号——股份支付》的规定,对股份支付,包括创业板IPO过程中的股份激励,确认费用需要符合三个条件:一是股份支付是企业与职工或其他方之间发生的交易;二是股份支付是以获取职工或其他方服务为目的的交易;三是股份支付交易的对价或其定价与企业自身权益工具未来的价值密切相关。根据以上规定,创业板公司与员工之间的股份交易,如果是用于股权激励的目的(包括激励/补偿员工过去的贡献)且购买价格低于市场价格,则说明实质上是购买员工服务或奖励员工的目的,应视同购买员工服务确认为当期费用。如没有明确激励目的,在没有充分的例外证据的情况下,若购买价格低于公允价值,则实质上是股权激励,也应视同购买员工服务确认为当期费用(如果有确切证据证明为权益性/资本交易,则可不计入费用)。《企业会计准则第11号——股份支付》规范的是企业与职工之间的股份支付行为,创业板公司大股东或重要股东为激励目的向员工转让股份,从形式上看并不严格符合股份支付准则的要求,但笔者认为,从实质来看,如果转让价格低于公允价值,则应该适用股份支付准则,原因如下:大股东转让股份实质上是大股东代为激励员工,替公司承担服务费用,为公允地

反映公司的费用和真实盈利能力,应视为大股东捐赠,确认上述股权激励费用和同等金额的资本公积。

从创业板公司招股书披露来看,大部分公司的股权激励价格明显低于市场价格,实质上符合股份支付的确认条件,如立思辰(300010)为吸引高级管理人员加盟,价格为外部投资者的60.57%;网速科技为了保证公司核心团队的稳定性,价格为1元/出资额。根据研究和调查,目前创业板公司没有按照会计准则规定将IPO之前的股权激励按公允价值确认为费用(笔者抽查了15份招股书、咨询了4家主要会计师事务所,并咨询了相关监管机构,确认到目前为止,尚未有创业板公司按照会计准则确认股权激励费用)。

### 三、股份支付对IPO公司盈余的影响:以创业板XYZ公司为例

#### 1、公司基本情况

XYZ公司主要从事IT系统集成及运营维护等,公司2006、2007、2008、2009年收入分别为1.88亿元、4.43亿元、5.19亿元、7.23亿元,利润总额分别为2195万元、9067万元、12417万元、30041万元,连续4年保持了高速增长。

#### 2、股权激励情况

根据招股书披露,公司于2007~2009年间,对管理层实施了两次股权激励。①2007年5月,公司考虑到核心员工A、B、C、D作为中层管理人员和核心技术人员对公司发展做出了重要贡献,公司主要股东决定通过科技公司和徐某出让股权给上述人员来实施股权激励。此次股权转让综合考虑了公司净资产状况、受让方在公司担任的角色及其对公司的贡献度以及股权激励的作用等因素,经各方协商一致,股权转让价格最终定为1元/股。②2009年3月18日,公司向主要的中层管理团队、技术人员和业务骨干定向增发3632000股,

每股认购价格为2.5元,增资的主要目的是“为使公司主要的中层管理团队、技术人员和业务骨干充分分享到公司发展的成果,留住对公司发展发挥过重要作用的人员,坚定其对公司未来发展的信心。”

#### 3、对公司利润的影响

根据会计准则规定,“对于授予后立即可行权的换取职工提供服务的权益结算的股份支付(例如授予限制性股票的股份支付),应在授予日按照权益工具的公允价值,将取得的服务计入相关资产成本或当期费用,同时计入资本公积中的股本溢价”。上述股权激励行为对公司利润的影响情况如下:

(1)2007年5月的股权激励。此次向员工A、B、C、D以1元的价格转让合计1295520股。根据会计准则规定,上述股权激励要以公允价值计量并计入当期费用。在没有合适的评估方法的情况下,可以采取如下方式估值:按照2006年每股收益1.02元(2194.66万元/2159.2万股)以及当时8倍市盈率来估算(考虑到增长因素,这个价格是较为保守的),股权价值达到每股8.16元,上述股权激励应确认费用总额为927.59万元(129.552×7.16),占2007年利润总额的10.23%。

(2)2009年3月股权激励。此次向中层管理团队、主要技术人员及业务骨干转让股权按照会计准则的规定,应该按照公允价值计入费用。因公司随后引入了外部投资者,本文拟参考外部投资者价格进行估值:公司于3月18日确定股权激励价格为2.5元;随后的5月18日,有2家外部投资者向公司增资480万股,协议价为13.2元;在只有2个月时间间隔的情况下,笔者认为外部投资者价格可以作为公允价值的参考价,采用如下方式估算应确认的费用:外部投资者价格-期间平均每股损益-股权激励购买价格,其中:期间每股损益=2009年1~6月净利润/6月30日股本×2个月/6个月=117021191/94800000×2/6=0.41

元;按照上述公式计算,用于激励股权的每股应确认费用金额为10.29元(13.2-2.5-0.41);因此,上述363.2万股权激励股权应计费用3737万元,当期利润总额应减少3737万元,占2009年利润总额的比例为12.4%。此外,如按照2008年每股收益1.4元(12054.8/8636.8)及8倍市盈率计算,2008年年底每股价值将达到11.2元,考虑到期间利润增长及启动上市等因素,则2009年3月每股估价12.79元或5月估价13.2元是相对合理的。

### 四、结论与建议

从本文的分析及案例中可以发现,我国创业板上市公司在上市前实施股权激励的行为比较普遍,但均没有按照会计准则规定确认为费用,对公司利润影响较大,存在较明显的盈余管理行为。创业板公司在IPO过程中表现出高成长性,一方面市场优胜劣汰的结果,另一方面也与公司盈余管理存在一定的关系。上述股权激励没有按照公允价值确认为费用就是一个重要的盈余管理方式。此行为扭曲了会计信息的真实性,人为地提高了公司的业绩和成长性,不利于证券监管部门的监管和投资者的决策,降低了市场资源配置的效率,甚至可能会给利益相关者带来损失。因此,在创业板上市公司执行《企业会计准则第11号——股份支付》时,要求公司确认股权激励费用以真实地反映公司经营业绩,对促进资本市场健康发展具有重大意义。

(作者单位:财政部科研所)

责任编辑 李斐然

