

华兰生物首次股权激励 是激励还是福利

牛彦秀 李昊坤

2006年股权分置改革结束后,股票全流通为股权激励的实施打开了方便之门,为提升业绩、降低股东对企业高管的监督成本,越来越多的企业开始尝试股权激励形式。华兰生物工程股份有限公司(简称华兰生物)作为血浆制品行业的龙头企业,于2013年5月29日发布了股权激励计划,该计划究竟是激励还是福利?本文以其为研究对象,以管窥豹,洞察我国企业目前实施股权激励的现状及存在的问题,并提出建议对策。

一、案例简介

华兰生物是从事血液制品研发和生产的国家级重点高新技术企业。2013年5月29日,华兰生物发布《限制性股票激励计划(草案)》,拟以定向发行新股的方式向32名激励对象授予518万股限制性股票,占公司股本总额的0.90%,授予价格为12.29元/股(授予价格依据激励预案首次公告前20个交易日公司股票均价24.57元/股的50%确定)。该激励计划锁定期共计48个月,分三次解锁,即授予日12个月后至24个月,可对所获限制性股票总数的30%行权;授予日24个月后至36个月,可解锁总数的30%;剩余的40%于授予日36个月后至48个月全部解锁。

华兰生物此次激励的行权条件为:(1)以2012年净利润作为固定计算基数,2013年、2014年、2015年公司净利润增长率分别达到或超过35%、58%、80%;(2)2013年、2014年、2015年公司加权平均净资产收益率分别不低于10.5%、11%、11.5%;(3)行权日上一年度归属于上市公司股东的净利润及扣除非经常性损益的净利润均不得低于授予日前最近三个会计年度的平均水平且不得为负。

2013年7月23日,华兰生物又通过了《限制性股票激励计划(草案修订稿)》,激励对象、行权条件、行权价格未有实质性变化。2013年8月29日,华兰生物召开董事会会议,以

派发股息为由,将每股限制性股票的授予价格由12.29元调整为12.19元。

二、案例分析

华兰生物对外公布的财务报告显示,2010年、2011年、2012年连续3年业绩大幅度下滑。2013年5月29日,华兰生物采取股权激励形式试图调动管理团队的积极性,以促进公司的长远发展。然而,此次股权激励究竟是激励还是福利,尚待进一步分析。

(一) 股权激励计划的合理性

通过分析发现,华兰生物此次对管理层股权激励的比例适当。根据华兰生物公布的历年财务报告可知,其每年分给股东的红利约占净利润的20%左右,此次股权激励计划欲分给管理层的份额约占净利润的4%。从有关分析可得知,如果股东红利占比延续,管理层2013年后的每年拟分红比例约在4%左右,远远低于股东的分红比例,管理层分红约占股东分得红利的1/5,因此激励力度合理。

(二) 股权激励计划的不合理之处

1. 限制性股票的解锁期时间过短。限制性股票多被认为具有双重目的,即既能激励高管又能留住高管,且留住高管是基础。然而,华兰生物这份留人计划的解锁期最长为48个月,高管在得到股票的一年后便可以陆续行权,分三次解锁。在如此短的限制期内,企业几乎无法实现留人的目的,这与限制性股票激励方式的初衷相违背。

2. 行权条件缺乏激励性。华兰生物此次的股权激励看起来是为了扭转连续3年的利润下滑而实施的,但是经过分析发现,此次股权激励的行权条件缺乏激励性。以2013年为例,其要求以2012年净利润为基准,2013年净利润增长率达到或超过35%的条件下就可以行权。华兰生物2012年的净利润为3.14亿元,这意味着公司2013年净利润达到4.2

亿元即可行权。那么，4.2亿元的考核指标对管理层来说是否具有挑战呢？实际上，华兰生物是于2013年5月底定出行权条件的，而该公司2013年第一季度已实现净利润1.3亿元，这已成为既定事实。分析华兰生物2009年至2012年第一季度和全年净利润的相关数据可得知：华兰生物近3年业绩大幅度下滑，净利润从2010年的6.9527亿元降至2012年的3.1403亿元，但全年净利润与第一季度净利润的比例却比较稳定，且该比例在近3年处于非常低的水平。华兰生物在已知2013年第一季度净利润为1.3亿元的情况下，制定的行权条件为4.2亿元，全年净利润与第一季度的净利润比值为3.2倍，仍处于较低水平。这说明管理层通过维持现状就有希望达到4.2亿元的净利润目标，而无需积极采取措施。换句话说，该行权条件的设置并没有起到激励的目的。

此外，行权条件要求2013年、2014年、2015年公司加权平均净资产收益率分别不低于10.5%、11%、11.5%。然而华兰生物在授予股权激励计划的前5年净资产收益率分别为22.09%、19.75%、32.09%、16.34%、12.05%，均已超过12%，因此，从该指标来看，也显示不出任何激励性。

3. 股权激励计划与重大利好消息同时发布。众所周知，2013年3月我国爆发了H7N9禽流感病毒，而华兰生物于2013年5月28日发布公告称其已取得了H7N9流感疫苗研发用的毒株，这对业绩连续3年下滑的华兰生物而言实为重大利好，意味着华兰生物的业绩势必会有上升的趋势。然而，仅隔1天，华兰生物便发布了股权激励计划草案，这不得不让人怀疑华兰生物有借助利好消息操纵授予价格的嫌疑。

（三）股权激励计划的本质

股权激励计划本为缓解代理冲突带来福音，其根本和前提就在于必须具有激励性。但此次华兰生物的股权激励方案本质上不像是激励而更像是福利。

首先，华兰生物选择了限制性股票实施激励，却设置了短暂的解锁期，这不得不让人怀疑公司是为了更低的行权价格，从而使管理层行权时获得更大的价差。根据《中国证监会关于股权激励有关事项备忘录1号》的规定，限制性股票的发行价格（即行权价格）不低于定价基准日前20个交易日公司股票均价的50%。于是，华兰生物选择限制性股票，行权价格从24.57元/股（通过网易财经提供的华兰生物历史交易数据计算得到，为华兰生物选择股票期权的行权价格）降至12.29元/股，得到了更低的且不违反法律规定的行权价格。后来华兰生物更是以派发股息为由，将每股限制性股票的授予价格由12.29元调整为12.19元，其目的显而易见。

其次，高管在得到股票的一年后便可以陆续行权，且行权条件不具有挑战性，这都表明此次股权激励行为并不能激励管理层努力去扭转业绩连续下滑的局势，而是变相在给予

经营者福利。

最后，华兰生物选择在重大利好消息公告之时发布股权激励计划，这一方面意味着股价会呈现向上波动趋势，另一方面降低了管理层完成指标的难度。可见，该激励计划为管理层考虑得较为周全，其名为激励，实为福利。

三、对策建议

（一）应合理界定股权激励不同类型的选择标准

目前我国上市公司采用的股权激励方法主要包括股票期权、限制性股票和股票增值权三种，这也是制度上所允许的。然而，在对上市公司2010-2012年股权激励情况分析后可得知，我国上市公司近几年对限制性股票的选择倾向逐年增大，2012年选择限制性股票的家数已经超过股票期权，居于各股权激励方式之首，这不得不令人怀疑企业更多的是利用此种激励形式来得到更低的行权价，以达到发放福利的目的。如果此种行权价再配之不具挑战性的行权条件，那么，限制性股票无疑便失去了激励作用，反而成为企业发放零税负福利的渠道。

为了遏制这种现象的蔓延，笔者认为，有关部门应合理界定股权激励不同类型的选择标准。具体而言，由于股票期权是指上市公司给予管理层在一定期限内以事先约定的价格购买公司普通股的权利，同时，中外学术界已有充分的文献实证检验了在完美市场下企业的业绩与企业股价之间存在正相关关系，所以，股票期权的行权条件理论上应与公司股价直接相关，对股价不需要打折。但考虑到我国资本市场目前仍不够健全，这会在一定程度上致使企业业绩与股价之间不存在关联性，因此股票期权适用于愿意发行新股且资本市场对企业经营优劣的反应较为敏感的企业。而股票增值权则通常与认购权配合使用，其中股票增值权无须实际购买股票，因此也无需增发股票，不会摊薄股东权益，管理层可以直接就期末公司股票增值部分（期末股票市价一约定价格）得到一笔报酬。因此股票增值权适用于想要实施股权激励却又不愿意发行新股或发行新股成本过高的企业。限制性股票的目的则具有双重性，激励的同时更关注留住有才能的高管，因此理应具有较股票期权和股票增值权更低的行权价，它应是一种更长期的激励方式，应与高管的工作年限和业绩同时绑定使用，且要求的工作年限不宜过短，适于企业在意图挽留人才的情况下采用。

综上，国家政策中应规定不同种类股权激励方式的最低使用标准。股票期权和股票增值权根据企业自身情况可以沿用目前我国证监会规定的两年最低行权限制期，但限制性股票为了留住人才应与其不同，应当适当延长锁定期。经实证检验，吕长江(2009)得出五年是比较恰当地划分激励型和福利

我国上市银行股权再融资行为分析

——以民生银行为例

胡燕 田天 ■

随着《巴塞尔协议Ⅲ》的出台,我国银监会对我国上市银行制定了更为审慎的监管标准,更新了资本要求、杠杆率、贷款拨备率、流动性覆盖率和净稳定性资金指标四项要求,从而促使我国上市银行为保障其信贷扩张和利润增长开始进行股权再融资。中国民生银行股份有限公司(简称民生银行)从2011年1月起历经了预案发布、停止实施、预案修订等一系列过程,于2013年2月完成了历时两年的再融资计划,其过程在我国上市银行再融资案例中具有典型性。本文对民生银行股权再融资行为进行分析,并得出几点启示。

一、股权再融资方案的基本内容

2011年1月7日民生银行董事会决议通过了《2011年度非公开发行股票预案》,并于当日停牌一天。1月11日公布简式股权变动报告。但1月25日又召开董事会临时会议,停止

型公司的标准。同时,由于我国宏观政策以五年为一个计划周期,所以企业也常以五年为周期进行长期规划,因此,如果企业采用限制性股票形式激励,其限制期限至少应为五年。

(二) 应明确管理者股权激励收益的最高分配标准

企业无论选择何种股权激励形式,其基本目的是激励企业管理层努力工作,以提高企业业绩、增加股东价值,因此激励力度应有上限规定,否则管理层股权激励收益若超过股东分红收益,便会本末倒置。所以,应当明确规定管理者股权激励的最高比例必须由股东大会讨论通过,并且证监会应对企业激励力度进行审查,至少管理层收益分配比例不能超过股东收益分配比例的2/3。

(三) 应制定恰当的行权条件指标

理论上讲,股权激励的行权条件定量指标必须与市场股价挂钩。但目前我国普遍运用非市场指标(如净资产收益率等)来评价公司业绩,主要原因之一是,我国的资本市场不够健全,股价的波动与公司业绩常常不相关。但市价指标的引

实施原定向增发方案,根据公告,其再融资方式由A股非公开发行调整为A股发行可转债加H股增发。4月16日股东大会通过新的再融资决议。2012年3月30日获我国证监会批复并于2012年4月2日H股增发上市。2013年2月8日A股可转债获我国证监会批复并于2013年3月13日正式发行。自此民生银行的再融资方案实施完成。经计算,此次民生银行最终共募集资金合290亿元人民币(其中200亿元为可转债,90亿元为H股增发)。

从以上过程可以看到,民生银行的再融资之路可谓一波三折,经过修改,最终以A股发行可转债加H股增发代替原来的定向增发方案,方才实施了此次股权再融资计划。民生银行两次股权再融资方案的主要内容见表1。

二、股权再融资方案分析

入具有限制企业高管进行非正常盈余管理的作用,因此建议采用净资产收益率和股价双重指标做为行权条件。考虑到股价的资本市场现状,结合有关学者的研究成果,建议采用股权激励计划公布前30个交易日的平均收盘价和前1日的收盘价中较高者作为行权价格,以此可以降低股价波动对行权价格的影响。

(四) 应规定激励发布时间

证监会应当对企业首次公布股权激励计划草案摘要的时间进行限定,如果企业公布重大利好消息之前推出了股权激励计划,应要求其适当提高授予价格,只有这样才能防止管理层通过有意选择激励方案推出时间从而操纵授予价格的行为。在实践中,企业多是踩着规定的边缘在做事,因此相关规定必须细化。■

(作者单位:东北财经大学会计学院/中国内部控制研究中心)

责任编辑 刘黎静