

从国内上市公司案例 谈股权激励方案制订策略

■ 张 弘 孙小丽

《上市公司股权激励管理办法(试行)》(以下简称《管理办法》)出台后,各利益主体的积极性空前高涨。截至2006年10月中旬,共有181家上市公司在股权分置改革方案中提出了股权激励的设想,其中49家有相对明确的方案;在《管理办法》出台之后,27家公司公告了股权激励计划方案,并已有超过10家公司成功实施。分析这些股权激励案例的细节,对拟实施股权激励的上市公司具有较大的借鉴意义。

合理界定企业性质是关键

目前,国内上市公司实施股权激励的政策依据分别为中国证监会发布的

《管理办法》和国务院国资委与财政部联合下发的《国有控股上市公司(境内)实施股权激励试行办法》(以下简称《试行办法》)。在上一制度中,国有控股上市公司实施股权激励存在更为严格的条件与程序,事实上,目前除与股权分置改革方案捆绑进行股权激励的案例外,绝大部分国有控股上市公司的股权激励在《试行办法》出台之前被暂停,而且绝大多数国有控股上市公司的股权激励草案面临着修改。其中,上海家化股权激励虽然按《管理办法》完成了公司内部审定、中国证监会无异议等相关程序,但却被国资管理部门叫停,核心原因就是政策存在较大差异。

从两大政策的差异上看,国有控股上市公司在实施股权激励过程中面临着更多的约束,其灵活性要远低于民营上市公司、国有非控股上市公司,对管理层的激励力度也要小很多。

因此,上市公司在制定股权激励方案时,首先要清楚地界定自身的企业性质。不过,对于国有股东持股比例偏低的企业,其性质却难以界定。以伊利股份的股权激励方案为例,公司总裁可以获得行权价为13.33元/股的1500万份股票期权,以22.83元/股为测算基准,其全部期权可净获利1.425亿元,这一受益程度无疑大大高于“薪酬总水平的30%”。但是,伊利股份前10大股东中,国有股东只有3家,即:公司第一大股东“呼和浩特投资有限责任公司”,持股比例仅为9.97%;第二大股东“呼和浩特市启元投资有限公司”,持股比例3.32%;第四大股东“呼和浩特市华世商贸有限公司”,持股比例2.16%。当然任何一家公司均不足以称为“控股”,而且三家持股比例之和也不足16%,是否应界定为“国有控股”在政策上未能明确。虽然随着上市公司股权的分散,未来可能以较少的股份就“控制”或“影响”一个企业,但缺乏企业性质的政策度量准绳,使伊利股份此时的性质很难判定。

表1 股权激励两大主要制度之间的部分重要差异

	《管理办法》	《试行办法》
适应对象	国有控股上市公司之外的企业	国有控股上市公司
审批程序是否需要报国资部门	未明确	需要
激励股份是否可以来源于大股东	未明确	不可以
首次激励计划的比例	无限制	原则上不超过总股本的1%
激励对象受益程度	无限制	因股权激励所产生的收益不得高于薪酬总额的30%
实施股权激励时对董事会中外部董事的要求	未明确	外部董事占董事会成员50%以上
实施股权激励时对薪酬委员会构成的要求	未明确	100%由外部董事构成
授权日与行权日之间的时间间隔	不低于1年	不低于2年
限制性股票禁售期	有要求,但未明确	每期所授予限制性股票,其禁售期不低于2年
限制性股票禁售期之后的解锁期	有要求,但未明确	解锁期不低于3年,并原则上采取均速解锁

如果伊利股份被界定为“国有但非控股”，则其激励计划具有“合法性”；若界定为“国有控股”，必然要修改方案。因无法界定企业性质，其股权激励方案的“合法性”就无从判断，伊利股份的股权激励已事实上被暂停。

选用业绩指标要合理

股票期权曾被认为是经理人的金手铐，用捆绑在一起的利益关系把经理层和公司股东利益最大化的目标联系在一起。但是，即使在推行股权激励最成功的美国证券市场，也出现了上市公司高层管理人员采用违规手法虚报营业收入和利润的丑闻，其中以安然事件最为典型，客观现实使证券监管部门加强了股权激励的事后检查。中国证监会在《管理办法》中规定，如果上市公司的财务会计文件有虚假记载的，负有责任的激励对象自该财务会计文件公告之日起12个月内由股权激励计划所获得的全部利益应当返还给公司；因虚构业绩、操纵市场或者进行内幕交易，获取不正当利益的，中国证监会依法没收违法所得，对相关责任人采取市场禁入等措施；构成犯罪的，移交司法机关依法查处。制度虽对虚构业务面临的重罚有了明确规定，但对具体业绩指标的选用并无更细致的说明。于是，我们在实践案例中发现：即使不通过虚假业绩，仍然存在较多“操控业绩条件”的合法策略。目前，各公司对业绩条件的规定千差万别，其中“净资产收益率”、“净利润增长率”、“股价增幅”是常用指标，有的还将这些指标综合采用，以应对上市公司、各类别股东对自身利益的不同诉求。

在农产品股权激励案例中，除第一大股东之外的其他原11家非流通股股东将其持股的50%（共2 620万股）作为股改对价划至由深圳国投代持的

股权激励专户，作为股权激励的股票来源，此后激励对象有权以3.5元/股的价格认购该部分股票，但激励对象必须分三年支付每股0.8元的风险保证金，且业绩条件必须达到“2005、2006、2007年各年的净资产收益率分别不得低于2.5%、4.5%与6%”或者“三年累计净利润不得低于18 200万元”，否则不仅无法为激励对象计提“业绩奖励基金”，同时激励对象还要被没收风险保证金。这个案例采用“净利润”作为核心业绩指标。理论上讲，非经常性损益不利于真实、公允地反映公司正常盈利能力，农产品就因其投资的金信信托停业导致2005年业绩未达到股权激励条件，2006年上半年更因计提金信信托6 000万元投资损失而出现1 700万元亏损。因此，基于“净利润”的业绩指标体系使农产品面临着较为被动的局面。但是，这种指标体系存在的缺陷也可能被部分公司管理层利用，即：当管理层发现当年净资产收益率或净利润达不到约定条件时，就通过溢价出售公司所拥有资产或下属公司股权来提升利润。此时对股权激励出现种种质疑的声音，就在所难免。当然也有不少案例选用了较为严格的业绩条件，鹏博士的股权激励方案就比较典型。按鹏博士的股权激励计划，授予激励对象从2007年开始的3年中每年按6.56元行使400万股认股权的股权激励计划，而业绩条件为“2006、2007、2008年各年的净利润、加权平均净资产收益率分别较2005年增长100%、300%与600%”。其中，净利润按“经审计的扣除非经常性损益前的净利润、扣除非经常性损益后的净利润”孰低原则来确定。

除此之外，在业绩增长的确方式上，各方案也存在明显不同。既有将每年的业绩指标采用固定值的（如农产品），也有采用定比增长率的（如鹏博士

和上海家化），还有采用环比增长率的（如泸州老窖方案中，要求2007、2008年净利润环比增长率不低于30%，晨鸣纸业提出未来几年的复合增长率不低于20%，类似的案例包括万科等）。笔者认为，上述三种业绩增长确定方式都具有其合理性，但对持续成长的企业而言，采用环比增长率可能更易被股东所接受。

因此，合理选用业绩指标体系，并选定适合于企业自身的业绩增长确定方式，不仅能真实反映管理团队为获得股权激励而做出的努力，也更能得到监管部门与投资者的认可，这是方案成功的重要因素。

股权激励要追求多赢

股权激励案例中，有的方案在表决中被否决，有的方案被要求修改后重新提交决议，也有公司董事会提交方案被否决而大股东提交方案被通过的情况。笔者认为，这些现象的出现，可能与方案中利益的天平过多地偏向某些利益团体有关。就某公司董事会通过但被股东大会否决的股权激励方案来看，方案规定当年度净利润增长高于6%之后可以提取激励基金，并同时对该计提比例给予了一个“逐级累进”的机制，结果当净利润增长6%时，增长部分的33%可以计提为管理层的激励基金；当净利润增长18%时，增长部分的100%被计提为管理层的激励基金。因此按该方案，利润增长率越高，股东所获得的利润增长反而可能更少。最后，大股东提出的“以扣除非经常性损益前后的净利润孰低为净利润基准，当其增长高于6%时，可按增长部分的25%计提激励基金”议案获得通过。

股权激励要实现多赢而不要单赢，从原则上讲是非常容易的，但操作上如何在股东与管理层之间、在激励

对象与非激励对象之间、在各激励对象之间形成平衡关系,却并无统一的准绳。以激励对象之间的获授股权数量为例,中捷股份的股权激励全部授予了公司高管,其最高为97.5万份,最低为52万份,10名激励对象之间的差距较小;伊利股份董事会通过的股权激励方案中,总裁获授1500万份,3位总裁助理各获授500万份,其余2000万份授予了29名业务骨干,激励对象之间的差异较大。就受益对象而言,既有激励对象仅限于管理层的,也有激励对象扩大的案例。如招商银行拟推出的股票增值权激励方案中,激励对象仅限于行长、副行长、行长助理与董事会秘书;上海家化的激励对象扩大到中层、业务与技术骨干,并为新引进人才预留股份;深南玻的激励对象达到420人,占到5137位员工的8.18%;在中兴通讯的股权激励案中,3435名激励对象可以获授4798万股,人均1.4万股,激励对象数量创下沪深两市之最。

由于各公司在行业特性、竞争状况、盈利能力、管理者作用等方面存在显著差异,要准确评价授予数量是合理激励还是过度分配以及准确划定激励对象范围存在一定难度。不过,就国有控股上市公司而言,普遍趋于相对更大一些的激励范围。笔者认为,只要以企业与员工均能和谐发展为原则,只要能经过合法的决策与审批过程,均可能成功实施股权激励。

行权操纵宜有度

激励对象是否愿意行权及行权后自身的收益如何,取决于行权价的确定、股价的高低及行权时间窗等多个因素,其中股价是最关键的因素,于是如何“合法操纵”或“合法影响”股价就成为激励计划设计与实施所必须关注的内容。《管理办法》与《试行

办法》都规定,股票期权行权价格按“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或前30个交易日内的公司标的股票平均收盘价孰高”原则确定。部分公司的管理层为了获得有利的行权价格,在出台股权激励计划时,可能人为地将最近一个季度甚至当年的业绩降低,给市场造出业绩下滑或业绩未达预期的假象,人为压制股价并使其走低,以保障管理层可以在较低价位行权,然后报出正常业绩,并设法拉高股价,从而获得巨额盈利。美国也存在类似的案例,据对美国股权激励的一项研究显示,有超过23%即2000家美国公司可能在1996~2005年间故意操控股权激励行使日期,即曾将行使日期追溯至过去某时,或者定于公司股价处于低位的时候,以确保高层能通过行使期权获得厚利;自美国证交会在2002年8月收紧相关披露条例后,约10%的认股权行使日期仍出现类似操控情况。此类现象已引起证券监管部门、司法部门的关注,二者可能会联手打击涉嫌进行股权激励欺诈的公司。

就已成功实施股权激励的国内上市公司案例来看,大部分是以股权激励计划出台时间附近的价格作为各期的固定行权价,如双鹭药业行权价为9.83元,鹏博士的行权价为6.56元,中捷股份的行权价为4.92元。但是以“限制性股票”作为长效激励方案的万科,在股票归属到个人名下时设计了“股价上升”前提,即“只有当T+1年的股价均价高于T年,当期激励基金所购买股票才能全部一次性归属激励对象;如果不满足上述条件,则要求T+2年均价必须高于T年;否则应归属的股份必须出售,并将资金返还公司”;广州国光在授予股票增值权时作出了“股价上升达不到一定标准,将给予激励对象罚款”的约束。从股价现实可操控性上讲,万科的规定远较《管理办法》

严格,也更难操纵,因为其测算依据为年度均价(操纵一时股价易、操纵一年股价难)。

激励程序有创新

二十世纪90年代以来,由高管自己决定自己薪酬(激励自定)受到股东的广泛质疑,美国上市公司普遍成立了由独立董事控制的薪酬委员会,专门负责公司高管的薪酬问题。国内上市公司薪酬委员会制度的建立,是证券监管制度所要求的,但监管制度并未对其具体职能及运作程序作出系统规定,因此,我国上市公司虽然普遍拥有薪酬委员会这一机构,但缺乏行之有效的运行机制,薪酬委员会事实上成为现有董事会控制下的一个特定的分支机构。于是,董事会激励自定的制度缺陷被越来越多地提及。但笔者在实践中发现,多家公司对这点并不以为然,认为即使是董事会制定的股权激励政策,虽在董事会内部得到通过,但仍要获股东大会、证监会的批准,并非“一言堂”。但也有观点认为董事会可能存在误导、或者刻意引导的情况。

在股权激励实施案例中,笔者注意到伊利股份董事会在2006年4月20日通过其股权激励计划之后,因股权激励涉及到的潘刚等4名董事未回避表决并全部投了赞成票,结果被质疑董事会审议程序违规,公司被迫于2006年4月28日再次召开董事会重议该股权激励方案,且相关人士采取了回避制度。类似的情况并不只在一家公司出现过,但因其涉及份额相对小得多,未再次审议就直接进入股东会阶段。

不过,最近出现了将审议事项分拆的创新趋向。浙大网新2006年10月10日的董事会公告称,董事会审议了《公司股票期权激励计划(草案)》的议案,表决结果如下:“(1)关联董事A回避表决,以10票同意、0票反对、0票

弃权审议通过了A获授220万股股票期权的议案；(2)关联董事B回避表决，以10票同意、0票反对、0票弃权审议通过了B获授210万股股票期权的议案；……；(47)以11票同意、0票反对、0票弃权，审议通过了张永键获授20万股股票期权的议案”，该激励计划事实上被拆成47个分类审议项。这种情况正在演化成为一种普遍现象，按此创新模式不仅有效处理了激励程序瑕疵，而且激励方案不被通过的可能性也很小。

长期激励方案的适用性选择

目前国内上市公司采用的长效激励计划包括：计提业绩奖励基金、授予股票期权、授予股票增值权、授予限制性股票等，其中也有多家公司采用了基于上述几种基本模式的组合激励计划。就国内的政策环境而言，企业选用股权激励或是其他长效激励模式，都不存在实施与理论上的根本

性障碍。但是，不同的选择却有着不同的功效与适应性：首先，计提业绩奖励基金是以前就一直采用的激励模式，但这种激励模式具有短期性或阶段性特征，比较适合作为长效激励机制计划中的重要组件，用来解决或部分解决激励对象的资金来源问题。同时，这种模式是非上市公司最主要的选择，因为此类企业股权方案难以实现其价值，而且定价困难。其次，股票增值权是最为简单的一种模式，也是不少公司乐于采取的一种长效激励模式。这是因为股票增值权的持有者在行权时，可以直接对股票的升值部分要求兑现，激励对象不存在资金压力；而持有股票期权，行权则必须购买股票。但是，股票增值权的激励对象不能获得真正意义上的股票，激励的效果相对较差，而且由于以股价(可以变相采用其他价格基准)来决定激励对象的收益，已出现过公司高管层与少数机构投资者合谋操纵公司股价的案例。更重要的是，增值权本身是

现金差价，需要公司通过现金工资成本去支付，且激励资金来自企业自身而非市场，因而会增加财务成本和现金流出。另外，股票增值权一旦行使，激励作用将立即消失。因此，这种模式较适合现金流量比较充裕且稳定的企业。再次，限制性股票与股票期权，其结果均是通过“股票”为纽带将激励对象与公司的长远发展捆绑在一起，成为一副长期的“金手铐”。股票期权给予了激励对象一种选择权，但是，对处于成熟期或增幅放缓的企业而言，激励对象可能会对股价的上升缺乏足够的信心，采用股票期权的激励效果就远不如限制性股票；反过来，对处于高速成长期的公司，股价可能大幅上升，对激励对象而言意味着股票期权将拥有更高的收益。

(作者单位：联合证券研究所)

责任编辑 刘莹

● 链接

股票增值权 (Stock Appreciation Rights 或SARs) 也称虚拟股票，是一种与股东价值增长挂钩的虚拟股权激励模式，激励对象即股票增值权的持有者在未来一定的时间和条件下，因公司业绩提升、股票价格上涨等因素，可以获得行权价与行权日二级市场股价之间差价的收益，增值收益以现金支付。由于授予的股票只是作为计算被授予人收益的一种依据，是一种虚拟的股票，所以在某种程度上，股票增值权是一种“影子期权”。

股票增值权起源于美国，它作为一项规范的激励机制创新，已在西方国家不少上市公司得到成功实践和推广。其设计原理与股票期权近似，但差别在于：在行权时，经营者并不像认购期权形式下要购入股票，而是针对股票的升值部分要求兑现。股票增值权不是以增加股票发行为前提，因而不会对公司的所有权产生相应的稀释，也不会产生无投票权的新股票持有者。

股票增值权的行权期一般超过任期，由于短期内不能行权，这有助于约束高层管理人员的短期行为，激励高层管理人员决策时的长期行为。实施股票增值权计划，可以使高层管理人员的利益同公司价值(股票市价)增长挂钩，承担与股东利益一致的风险与收益，促使高层管理人员的目标与股东的目标最大限度地保持一致，从而保证公司的持续稳定增长。