

权益“窟窿”，还能大幅增厚重组后公司的每股净资产。

三、借“实壳”上市的绩效测算

1. 借壳上市的总体绩效。从信息公告效应看，凯诺科技股票停牌前20个交易日公司股票累计超额收益率为-6.51%，停牌期间上证综指的收益率为1.17%，借壳上市公司公告发布后首个交易日公司股票的超额收益率达9.94%，复牌后20个交易日的累计超额收益率高达61.25%，反向购买的市场反应极为积极，短期市场反映良好。

从持股收益率看，停牌前公司股票价格收于3.1元，重组信息公告之后股票价格进入上升通道，重组完成日股价已攀升至9.75元，持股收益率达214.52%。同期上证综指收益率为-3.31%，股东持股超额收益率达到217.83%，为股东提供了短线投机交易的机会。

同时，本文通过比较凯诺科技备考财务报表和2013年年报数据，来考察反向购买交易对上市公司财务绩效的影响，相关数据如表2所示。数据表明，借壳上市使上市公司的经营规模和会计利润实现了数倍增长，财务实力也有了较大幅度的提升。只是由于海澜之家支付的对价高达384 615.38万股股份，导致公司股本增长了594.82%，每股收益仅增长50%，每股净资产则下降了62.57%。

2. 借“实壳”与“净壳”绩效差异。由于反向收购交易于2014年3月才完成，本文只对交易完成时的财务绩效进行比较分析。研究方法是假设按账面价值置出凯诺科技全部非货币性资产和负债使其成为只有货币资金的“净壳”，根据2013年年度报告测算出借“净壳”的相关财务数据，与借“实壳”的数据进行比较，结果如表3所示。测算数据表明，海澜之家和凯诺科技双方业务的有效整合、优势互补和资源共享，不仅提高了公司的经营水平和盈利能力，还增强了抗风险能力，提升了公司价值创造能力，较借“净壳”的财务绩效好。

由于无法模拟海澜之家借“净壳”上市的股价走势，难以进行两种模式下市场绩效的比较。根据赵宇龙、王志台研究结论：在中国资本市场上，投资者对上市公司股票估价锁定于公司名义会计收益。表3数据显示，无论是公司的净利润，还是每股收益和净资产收益率，借“实壳”绩效均好于借“净壳”。由此可以推定，海澜之家借“实壳”上市的市场绩效也优于借“净壳”模式。

四、启示

凯诺科技不是一家ST公司，而是一家经营业绩稳定、财务状况良好的公司，且其业务资产与海澜之家资产具有较高关联度和一定的整合价值。因此，选择借“实壳”上市的市场绩效和财务绩效均优于借“净壳”模式。案例在壳公司的定位和借“壳”模式的选择上，值得借壳上市的后来者参考借鉴。

1. 壳公司的定位：ST公司&非ST公司。寻找理想的壳公司是成功借壳上市的关键。通常，借壳方会在连续亏损或陷于财务危机的ST公司中，寻找那些股本规模不大且相对集中、资产关系简单且隐藏陷阱较少的上市公司作为壳公司。海澜之家的案例表明：在长期低迷的资本市场上，拥有

一定规模优质资产的借壳公司，可以将壳公司定位视野拓展至非ST公司。一些股本规模不大、业绩平淡、行业增长乏力，且难以依靠自身力量完成战略转型的非ST公司，大股东可能会基于实现强强联合和获得财富增值的考虑将其作为壳公司出让。而且在市场低迷时期，这类壳公司的市值不大，被借壳后摊薄效应较小，是较为理想的借壳目标。值得一提的是，在中国资本市场上，众多的ST公司由于市场的借壳预期，股价常被过度“透支”，往往高于那些经营业绩平淡、财务状况良好的非ST公司。因此，在“熊市”，一些小市值的非ST公司更多地被借壳。

2. 交易模式的选择：“实壳”&“净壳”。在借壳上市过程中，是否需要将壳公司处理成为不含业务资产和负债的“净壳”，在很大程度上取决于壳公司的状态。如果壳公司存在较大的经营亏损或债务，历史遗留问题较多，应选择借“净壳”以规避反向购买法下合并报表商誉的确认及隐藏的各类“陷阱”。如果壳公司为经营业绩平淡的非ST公司，财务状况良好、经营资产的整合价值较大，以借“实壳”为宜。因为借“实壳”上市，不仅没有需要填补的财务“窟窿”，还能获取壳公司价值低估的财务利益和双方经营业务的协同效应，反向购买法下的合并商誉也不高，甚至可能为“负”。

（《财务与会计》理财版2014.10）

永新股份复合式股权激励计划分析

黄山永新股份有限公司（简称永新股份）创建于1992年，主要经营经营真空镀膜、塑胶彩印复合软包装、药品包装材料、多功能高阻隔薄膜等高新技术产品。自2005年实施股权分置改革以来，永新股份发展迅速，营业收入由股改前的4.9亿元增加到目前的16亿元。公司之所以能够发展迅速，与公司先进的管理技术、创新的制度设计以及员工的智慧是分不开的，而公司实施的股权激励制度就是其中重要的动力之一。本文拟通过对永新股份实施复合式股权激励计划的过程进行介绍，分析其产生的效应，并提出相应的改进对策，以期更好地解决股权激励中的相关问题。

一、背景和过程

1. 股权激励实施的背景分析。随着我国经济的蓬勃发展和人民生活水平的日益提高，包装消费的总量不断增加，人们对包装产品的需求也趋于多元化和健康化，这为包装业的发展提供了良好的契机。但同时，国内包装行业也存在一定的劣势。例如，包装产品种类贫乏，功能单一，技术水平落后，区域发展不平衡等等，这对包装业的发展提出了一定的挑战。面对这种状态，如何吸引高素质的人才并留住他们，成为企业良好发展的关键。为留住员工，尤其是优秀的技术人员和管理人员，永新股份实施了一套符合公司现状的股权激励计划。

2. 股权激励实施状况分析。2006年，公司开始实施首期（2007～2012年）股权激励计划。该激励计划包括首期限制性股票激励计划和首期股票期权激励计划两部分，即复合式股权激励。

限制性股票激励计划是在满足授予条件下,在年度股东大会审议通过经审计的财务报告决议公告日,按考核年度净利润净增加额的一定比例提取激励基金,并自公告日起3个月内从二级市场回购本公司股票,在限制性股票获取完毕后1个月内无偿奖励给激励对象。授予条件要求达到的业务指标为:考核年度净利润年增长率超过10%,且考核年度上一年净利润年增长率为正;起始年度至考核年度每年加权平均净资产收益率不低于10%。本次限制性股票的激励对象是公司中层管理人员、由总经理提名的业务骨干和卓越贡献人员,包括年度十佳员工、优秀研发技术人员、优秀营销员、优秀基层管理者、单项优秀奖获得者、十佳员工提名获得者等。

首期股票期权激励计划涉及的标的股票数量共400万股,是公司向激励对象定向发行的,占到当时公司股本总额的4.28%。股票期权激励计划分3次实施,激励对象分别于2008年、2010年和2012年行权,每次行权的前提是达到行权的条件,并且任何一名激励对象获授可行权数量不超过该次实施可行权数量总额的10%。第一次行权条件为:2006年净利润较2005年增长超过10%,且2006年加权平均净资产收益率不低于10%;第二次行权条件为:2008年净利润较2007年增长超过10%,且2006~2008年每年加权平均净资产收益率都不低于10%;第三次行权条件为:2010年净利润较2009年增长超过10%,且2006~2010年每年加权平均净资产收益率均不低于10%。股票期权激励计划的激励对象主要是在公司领薪的董事、监事、高级管理人员和其他中层管理人员。

企业若没有达到限制性股票激励的授予条件,那么企业则不能回购股票无偿给予激励对象。同样若企业业绩不符合股票期权激励的行权条件,激励对象则无权行权。

由于永新股份发展态势稳定,且业绩突出,首期股权激励计划得到了完整的实施,激励对象也都得以行权。公司共有499名员工获授了限制性股票。其中,296名年度优秀及先进等特定人员获授数量占授予总数的32.32%,203名中基层管理人员及由总经理提名的业务骨干和卓越贡献人员获授数量占授予总数的67.68%。另有62名激励对象被授予了股票期权。其中,董事、监事、高级管理人员共获得的股票期权占可行权数量总数的45.40%,其余部分授予了其他中层管理人员。

二、实施复合式股权激励计划分析

1. 实施复合式股权激励计划的成效。由于永新股份处于成长期,且地处中部,地理位置相较于东部沿海地区存在一定的劣势,难以吸引和留住人才,加之国内包装行业产品单一,结构不合理,更新换代慢,缺乏创新,产品的技术水平落后,研发能力不足,这就对技术型的人才具有强烈需求。同时,先进的技术人才和业务骨干是当前社会人才市场最主要的争夺对象。因此,永新股份采取限制性股票的长期激励制度,对公司先进特定人员、中基层管理人员和业务骨干等进行激励,激励对象自获授限制性股票之日起1年内不能转让,否则,如果激励对象辞职或者被开除,则失去了这份

既得收入。这样便可以防止人才流失,留住人才。

股票期权激励制度的激励对象主要是董事、监事、高级管理人员和中层管理人员,是公司授予激励对象在未来一定期限内以预先确定的价格和条件购买公司一定数量股份的权利。它实际上是一种选择权,可以看做是一项看涨期权,若公司股价上涨,高于预先确定的价格,那么激励人员可以选择行权,通过抛售获利,若公司股价下跌,低于预先确定的价格,那么激励人员有权放弃行权的权利,不予处置。股票期权制度将公司管理者的利益与公司长期利益联系在一起,管理者通过努力经营,制定可以使公司长期优良发展的战略,提升公司价值,同时自己也能够获利,从而实现“双赢”。

永新股份在激励计划的6个年度,公司的业绩都达到了授予条件,激励对象得以行权。这一方面反映了激励制度对公司经营的促进作用,另一方面也反映了良好的业绩维护了公司和股东的共同利益,激励并吸引了更多的人才为公司的发展做出贡献。可见,永新股份创造性地将限制性股票和股票期权结合起来,形成复合式股权激励机制,具有明显的特征和优势:

(1) 扩大了激励对象的范围,有利于人才队伍的稳定。股票期权主要针对的是公司的中高层,而考虑到技术人员在永新股份的重要作用,实施限制性股票的方式,可以将激励对象更多地集中到核心技术人员和业务骨干等范围内,“优秀员工”等非关键岗位的员工也同样可以获得限制性股票。同时,将员工利益(而不仅仅是高管利益)和公司价值挂钩,更有利于提高公司的技术水平。

(2) 兼顾到了公司的长期和短期利益。本次股权激励计划历时6年,每个考核年度都会依据业绩是否“达标”来决定限制性股票的授予与否,而股票期权则分3次行权。这样在绩效考核的基础上,形成了兼顾长短期利益的激励模式,更有利于公司的长久发展。

(3) 充分结合自身行业特点,实现了两种股权激励方式的优势互补。永新股份一直注重技术研发和产品创新,如何同时对技术人员和高管进行激励,是激励方法选择的重要依据。每种股权激励方式都各有优势和劣势,了解自身所需后,将适合公司发展的激励方式结合在一起,可以最大程度地发挥整体的正面效应。

2. 实施复合式股权激励计划存在的问题。从长期来看,限制性股票激励和股票期权制度的同时实施既可以吸引留住人才,又能激励约束人才。但是,这种复合型的股权激励制度也引发了一些问题。

(1) 由于权利义务的对称性不同,造成两种激励方式下激励对象所承受的权利不平衡。限制性股票的权利和义务是对称的,股票价格的涨跌会影响激励对象的收益,股价下跌,会使激励对象产生损失,甚至在授予条件没有满足的前提下无法获得股票,有一定的惩罚性。而股票期权的权利义务不对称,激励对象有获利的权利,没有行权的义务,即如果股价下跌,激励对象可以选择不行权,不会产生损失。因此,复合股权激励制度对两类激励对象的激励强度不同:对技术人员、业务骨干起到了激励和稳定的作用,而对高管和中层管理人员的激励强度相对要弱一些。

(2) 限制性股票和股票期权带来的收益不平衡。公司 2012 年限制性股票激励计划的实施使用资金 594 万元, 回购股份 43 万股, 激励对象 499 人。2012 年股票期权计划的行权数量是 274 万股, 远多于限制性股票的股数, 行权价是 2.88 元/股, 激励对象 62 人。限制性股票是一种线性激励, 风险较小, 而股票期权是凸性激励, 风险较大, 受益机会也较大。因此, 当公司业绩良好, 股价持续攀升时, 对于两种激励方式的激励对象, 股票期权激励方式得到的收益更多。

(3) 有些中层管理人员得到双重激励, 造成新的收入不平衡。通过永新股份限制性股票激励名单和股票期权激励名单的对比, 可以发现, 有一些中层管理人员同时获得了两种方式的激励。随着公司业绩的不断提高, 公司股价不断上升, 这种情况下对于同为中层管理的其他人员来说, 收入差距就会越来越大。

(4) 尽管公司已经扩大了激励对象的范围, 但从公司股票期权的行权可以看出, 公司董事、监事和高管获得的人均股票期权数量远多于其他激励对象。这样又会进一步拉大公司内部收入差距。

三、复合式股权激励制度的启示及改进对策

1. 复合式股权激励制度的启示。永新股份实施的将限制性股票和股票期权结合的复合式股权激励制度, 不仅可以达到优势互补的效果, 还可以扩大激励范围, 强化对个人层面的考核, 避免搭顺风车的行为, 这对于实施单一股权激励的企业是有一定启示作用的。任何一种激励方式都是同时具备明显的优缺点的, 如何扬长避短, 又能将优势发挥到极致, 仅仅采用一种激励方式是不容易做到的。因此, 对于采用单一股权激励的公司, 可以通过分析行业类型、企业发展阶段以及企业的发展重点等特征, 来选择合适的股权激励组合方式, 以增强激励效果。

2. 改进对策。目前来看, 永新股份公司限制性股票激

励还存在一定的问题。因此, 公司应该对股权激励制度进行调整, 同时合理运用股票期权激励制度, 并完善公司的薪酬制度。

(1) 关于股权激励制度的调整。由于限制性股票和股票期权的同时实施会对同一层级的员工造成收入的不平衡, 有些中层管理人员同时获授了两种股权的激励, 因此针对所要激励的所有中层管理人员, 要以平等的方式进行激励, 可以根据企业的需求, 只授予他们一种激励股票或期权, 以避免因待遇差别带来的消极行为。

(2) 关于股票期权的运用。永新股份股票期权的授予引发了收入的不平衡。在以后制定股票期权计划时, 公司应该注意平衡各方的收入, 同时也可将业务骨干和优秀职工并入激励对象, 鉴于这些人员已获得了限制性股票, 因此可以授予他们少量的股票期权份额, 这样可以起到更好的激励和约束效果。另外, 公司应该减少高管人员一次性获得股票期权的数量, 进一步增加中层管理人员的获授比例, 缩小收入差距, 调动中层管理人员、技术人员和核心人员的工作积极性, 避免因待遇不公产生消极情绪。公司要根据现实生产经营条件和市场环境, 设定股票期权的授予条件, 引导员工积极工作, 根据贡献大小获取行权的权利。

(3) 完善公司的薪酬制度。鉴于公司的业务重心仍然是产品技术含量的提升、产品种类的开发和产品结构的创新, 公司可以针对科研人员和技术人员制定新的工资标准, 以激发他们的积极性, 同时吸引新的人才。公司可以在原有星级员工评比计划基础上, 设置对业务骨干和卓越贡献人员的薪酬方案, 将他们的收入与公司的业绩紧密挂钩。例如, 当达到公司的绩效指标后, 公司从中拿出一定比例的资金作为额外津贴。同时, 公司可以针对特定的人员设置一些标准进行评分, 以评价他们对公司的贡献, 将达标的人员列入享受津贴的范围, 再根据他们的得分多少进行排序, 获得相应的津贴。

(《财务与会计》理财版 2014.10)

2014年度主要会计类书目检索信息

序号	书名	作者	出版社	出版时间	字数
1	中国注册会计师行业发展报告 2014	余蔚平 陈毓圭	立信会计出版社	2014.10	10 000
2	耦合视角下的企业智力资本贡献论	李经路	中国财政经济出版社	2014.04	253 000
3	广东省农村集体经济组织会计科目表、固定资产分类表及折旧办法讲解	广东省财政厅	中国财政经济出版社	2014.04	290 000
4	企业产品成本核算: 新制度与案例	《企业产品成本核算》编写组	中国财政经济出版社	2014.05	423 000
5	企业专利诉讼战略研究	黄颖	中国财政经济出版社	2014.05	166 000
6	电子商务信用评价与治理研究	陈显友	中国财政经济出版社	2014.05	150 000
7	利益相关者视角下企业社会责任问题研究	张兆国	中国财政经济出版社	2014.05	190 000
8	资本结构调整研究	陈雪琴	中国财政经济出版社	2014.05	220 000
9	注册会计师业务指导目录(2014年)	中国注册会计师协会	中国财政经济出版社	2014.05	200 000