

经营者通过股权激励计划仅是实现了自身利益的最大化，上市公司的经营状况并未得到改善，中小股东的利益也不能得到有效保护。

3. 行权条件的设定缺乏弹性。在中捷股份的股权激励计划中，“扣除非经常性损益前后的加权平均净资产收益率不低于10%”和“年净利润增长率不低于15%”是最重要的两个考核指标，这一业绩目标对于企业实施股权激励计划初期的情况而言是较为适当的，符合先进合理性的原则。但企业和市场的情况千变万化，其一是中捷股份在2007年10月12日，向社会公开增发人民币普通股2800万股，导致公司股本增加，降低了本期加权平均净资产收益率，造成公司2007年度扣除非经常性损益后的加权平均净资产收益率仅为9.14%，低于10%，不满足第二期的行权条件。其二是2008年上半年，由于受人民币升值、出口退税政策调整、原材料成本持续上涨、上游产业不景气等因素影响，中捷股份所在行业的营业利润、净利润均较上年同期有大幅度下降，行业的加权平均净资产收益率始终小于10%。中捷股份在该行业中只是处于中游，加权平均净资产收益率、扣除非经常性损益后加权平均净资产收益率要达到10%，有很大的难度。因此，对中捷股份的高管而言，行权条件已经是“跳起来”也摘不到的苹果，股权激励计划也就因此丧失了其应有的激励作用。

4. 行权标准的制定主体不合理。行权标准的制定主体不同，结果也会显著不同。通常的制定主体有董事会和董事会下设的薪酬与考核委员会两种。笔者认为，相比董事会而言，薪酬与考核委员会有更多的时间和精力来研究和制定股权激励计划及行权标准，所以由它来决定行权标准包含更多的合理性，但为保证公正性，该委员会应该由独立董事组成。仔细阅读这3家公司的股权激励计划可以发现，苏泊尔没有在董事会下设薪酬与考核委员会，而是直接由董事会拟定并审议通过公司的股权激励制度及行权标准。另外两家上市公司的薪酬与考核委员会也并非都是由独立董事构成。因此，3家公司的股权激励制度中行权标准的制定程序有待进一步改进。

二、提升股权激励计划有效性的途径

1. 选择行业先进标准作为行权条件。企业可以考虑借鉴宝钢股份公司的方法，与同行业中几家规模相同、前几年业绩表现差不多的企业进行财务指标对比，或者选择行业龙头老大作为行权标准。宝钢股份是首家进行股权激励试点的央企上市公司。在激励股票授予条件上，宝钢股份计划从境内外可比钢铁企业中分别选择不少于5家上市公司作为对标企业，并赋予同等权重来计算净资产现金回报率（即息税折旧摊销前利润除以净资产），作为业绩考核指标，体现了公司立足国内平台、超越国内同行的战略定位。

2. 选择长期化行权标准。在我国上市公司现有的高管人员股票期权试点中，股票期权的行权时间为3~5年，过短的行权时间，不利于发挥股权激励制度的长期激励功能，所以应根据情况延长期权的行权时间。在Murphy（1998）以美国公司为研究对象的样本中，83%的公司设计的行权时限为10年，另外13%的公司设计的行权时限不到10年，还有4%的行权时限超过了10年。

3. 考虑将市值管理模式与综合业绩考核相结合。国外企业对经营者实施股权激励的依据（包括公司股权激励中的行权条件）主要是考虑企业在股票市场上的表现，股票上涨则对管理者实施股权激励，下跌则不给予股权激励。但现阶段我国的股票市场还处在不断的完善过程中，并不能真正反映公司的真实情况，而且股价的变动受国际经济环境的影响较大。如万科考虑到广大中小股东的利益，在行权条件中增加了当年年终股价高于去年同期。孰料2007年股票市场出现了大牛市，股价大涨，2008年则出现了熊市，因此高管行权已无望。虽然它第二年还有一个弥补措施，但能否行权还要依赖于股价的上涨，但可以说，不能行权并不一定是万科管理层的责任，这是其再怎样努力也无法改变的，因而股权激励就失去了它的效应。此外，国外企业对经营者实施股权激励的依据，除包括传统的财务指标外，还增加了各类非财务指标，如经营、顾客和员工等。非财务指标的使用可以促进管理者注重提高公司的全面绩效。因为财务指标是面向过去的，反映的只是去年的绩效，并不能提供创造未来价值的动因，而非财务指标往往是面向未来的，如开发和研制新产品投入市场，用一定的时间建立市场份额，提高对关键顾客的保持力等，这些指标的改善往往需要管理层付出多年的努力，同时一旦上述指标顺利完成，将明显改善公司的财务业绩。因此，笔者建议将市值管理模式与综合业绩考核结合起来考虑。

（《财务与会计》理财版2009.04）

中国证券死刑第一案 给财务人员的启示

一、案情介绍及分析

1. 案情回顾。2005年，中国银河证券北京望京西园营业部原总经理杨彦明被一审法院认定贪污6840多万元且拒不交待赃款去向而获极刑，从而成为我国证券业界被判处死刑的第一人。杨彦明被检查机关指控在1998年6月至2003年8月的5年间，违规从营业部账户内提取7200余万元现金，平均每月取钱10次左右。对于这些资金的去向，杨彦明一概以“记不清楚了，都为公家用了”作答。一审判决后，杨彦明坚称自己只是失职而不是贪污并对贪污6840万元这一项控罪提出了上诉。与此同时，在一审中和杨彦明一同出庭受审的该证券营业部财务经理章蓉，因被认定为在杨彦明贪污过程中未尽到财务主管的监管职责，以“国有公司人员失职罪”被判处6年有期徒刑，一审后章蓉没有提出上诉。根据检方一审时的指控，这6840万元都由章蓉从营业部账户中提现，再交给杨彦明。章蓉供述，杨彦明要钱时就打电话、当面或写条子告诉她，她每次从银行取出现金都是直接送到杨彦明的办公室，少则几万元，多则二三十万元。杨彦明从不说明钱的用途和去向，所有资金运作都不记账，因而没留下任何凭证。这一事实得到了公司另外一名高层管理人员的证言佐证，最终形成了杨彦明贪污巨款的证据链。

2. 财务经理缘何被牵连定罪。原因一,在不完善的财务人员管理体制下,迫于压力不得已而做出犯罪行为。目前,我国证券业基本上都是实行营业部财务经理和电脑部经理委派制,即各个营业部的财务经理和电脑部经理分别由总公司财务部和电脑部派出,银河证券也是采用这种管理体制。这种委派制(或是“垂直”管理体制)一方面加大了财务负责人的权限,另一方面也加大了其责任,从理论上讲有利于加强财务管理。但事实上,“垂”而不“直”的情况比比皆是,因为对财务经理的考核主要还是依据当地营业部的意见,所以财务经理受营业部总经理的影响很大,往往不敢充分行使其权利。本案中,章蓉“被迫”的事实是明显的,所有资金的取出时间、金额和流向均由营业部总经理一人掌握,财务经理在这个过程中只是个跑腿的,只不过因其有监督和管理营业部财务核算、资金安全及财务管理的职责,所以其对杨彦明的贪污行为负有责任。原因二,严重不负责任而导致国家利益遭受重大损失。《刑法》第168条规定,国有公司、企业、事业单位人员失职罪、滥用职权罪(已取消徇私舞弊造成破产、亏损罪名),是指国有公司、企业的工作人员,由于严重不负责任或者滥用职权,造成国有公司、企业破产或者严重亏损,致使国家利益遭受重大损失,以及国有事业单位的工作人员由于严重不负责任或者滥用职权,致使国家利益遭受重大损失的行为。同时,最高人民检察院、公安部《关于经济犯罪案件追诉标准的规定》中对国有公司、企业、事业单位人员失职罪的追诉标准为:(1)造成国家直接经济损失数额在50万元以上的;(2)致使国有公司、企业停产或者破产的;(3)造成恶劣影响的。可见,本案中章蓉受到追诉是符合上述标准的,追究其责任的原因则是“严重不负责任”,并且其造成的损失属“特别重大损失”。同时,依照我国《刑法》的处罚规定,“犯本罪的,处3年以下有期徒刑或者拘役;致使国家利益遭受特别重大损失的,处3年以上7年以下有期徒刑。”章蓉被判处6年的刑期接近于3至7年刑期的上限,可见法院对其“被迫”情节考虑不多,否则一般不会如此之重。

二、启示

1. 完善财务人员垂直管理体制,以从制度上防范恶性案件的发生,同时在客观上起到保护财务人员和强化其职责的效果。对于有较多分支机构或下属子公司的企业而言,总公司的目标和利益往往会与其分支机构或下属子公司的利益产生冲突,常见的如由于考核机制的不科学,下级公司的领导往往会产生造假或挪用甚至贪污资金的企图,而如果没有财务人员的配合是不可能实现的。建立完善的财务人员垂直管理体制,则可以在客观上减少财务人员犯罪的可能性和空间。但在财务人员垂直管理体制或委派制度安排中,必须明确上级公司(或总公司)对分支机构或下属单位财务负责人的业务领导权、薪酬决定权和人事任免权,确保财务人员有一定空间履行其职责。

在完善的垂直管理体制下,委派的财务人员制止不了所在单位负责人违法行为时,可以向上级汇报,这样即使以后发生问题,财务人员的责任也会大大减轻。本案中,如果财务经理章蓉能够及时向上级汇报,其肯定不会被认定为国有人员失职罪。笔者曾亲身接触过这样一个案例:某证

券公司营业部总经理将上千万元的资金伙同银行人员分次转走,并逃至国外,而受总公司垂直管理和委派的财务部经理并未因此而获刑,其重要原因就是他曾向当时到营业部进行常规审计的审计人员反映过该银行存款存在的可疑问题,审计人员则向总公司领导作了反映,因而这种体制客观上起到了保护财务经理的作用。

2. 哪些人应承担刑事责任。承担刑事责任的自然人,包括两类:一是直接负责的主管人员。其要满足两个条件:第一,掌有实际领导权,即是领导班子成员;第二,必须和单位犯罪有直接关系,也就是说在班子成员分工中,其正好分管这一部分。但有一种情况例外,即尽管他分管这部分事务但在作决策时持反对意见,最后没办法只能少数服从多数或服从“一把手”的意见,这个事实只要能够被证明,如办公会议纪要、董事会会议纪要中注明其当时的意见,或未注明意见但拒绝在纪要或决议中签字,则其不会承担责任,因为其并没有犯罪故意,不符合犯罪构成的主观要件。二是直接责任人员。要具备4个条件:第一,是单位内部人员;第二,亲自实施;第三,主观上明知违法;第四,起积极、重要的作用。本案中,章蓉即是被认定为“直接责任人员”而被判处刑罚的。因此,财务人员只要能认清这个问题,就能明白刑事法律是要惩治哪些人,以及如何理解自己的行为可能承担的责任。

3. 重要证据要备份。本案中,财务经理还面对着一个重大“险情”,即营业部总经理不承认章蓉将取出的钱款全部交给了他。事实上,确实存在此种风险,因为二人在资金交接时并没有留下任何书面凭据,并且杨彦明也讲到:“现在没有直接证据证明,这么多钱都给到我手里了。”但是检察官当即以在案笔录为证对其作了反驳:“杨彦明归案后就承认他拿到了钱,而且多次供述非常稳定,这与章蓉等人的证言互相吻合。”可见,检察官反驳杨彦明的证据也只是:第一,杨彦明归案后就承认其拿到了钱;第二,多次供述非常稳定;第三,与章蓉等人的证言相吻合。而如果杨彦明归案后不承认或只承认拿到了其中一部分,那对章蓉极为不利。因为只有口供而没有其他证据的属于“孤证”,并且“孤证”不能被认定。所以,章蓉从一开始就应保留将钱交给杨彦明的证据,这样便会解决潜在的问题。而且重要证据不但要保留还务必要备份,因为越是重要的证据其风险越大,只有备份才能确保万无一失。

4. 法律对财务人员有着强有力的保护,财务人员应遵守职业道德。我国《会计法》考虑到财会人员有切实的难处,在加大单位负责人法律责任以及明确财会人员责任的同时,也明确和加强了对财会人员的保护。如《会计法》第46条规定:“单位负责人对依法履行职责、抵制违反本法规定行为的会计人员以降级、撤职、调离工作岗位、解聘或者开除等方式实行打击报复,构成犯罪的,依法追究刑事责任;尚不构成犯罪的,由所在单位或者有关单位依法给予行政处分。对受打击报复的会计人员,应当恢复其名誉和原有职务、级别。”

同时,《会计法》第48条规定:“违反本法第三十条规定(即任何单位和个人对违反本法和国家统一的会计制度规定的行为,有权检举。收到检举的部门有权处理的,应当依法按照职责分工及时处理;无权处理的,应当及时移送有权处

理的部门处理。收到检举的部门、负责处理的部门应当为检举人保密,不得将检举人姓名和检举材料转给被检举单位和被检举人个人),将检举人姓名和检举材料转给被检举单位和被检举人个人的,由所在单位或者有关单位依法给予行政处分。”《会计法》的这两条规定侧重从规范行政机关、主管单位或领导的角度强调对财会人员的保护,与对财会人员打击报复的惩治共同构成了对财会人员群体特有的保护体系。因而,财务人员应当清醒地看到,国家法律对财务人员依法汇报、报告甚至检举、揭发犯罪行为给予了充分的保护,财务人员在放弃权利的同时更是放弃了职责,这不但会使单位遭受损失,同时也会使自身受到法律的制裁。因此,在越来越完善的法律和制度环境下,财务人员应当勇敢地肩负起应有的职责,这也正是本案例给财务人员的最大启示。

(《财务与会计》理财版 2009.06)

对仁和集团借壳上市的“棋局”分析

一、案例概况

仁和(集团)发展有限公司(以下简称仁和集团)是江西省一家主营医药生产与销售的“中国优秀民营科技企业”。集团总资产为7.1亿元,下属26家子公司,主要业务为OTC药品的生产和销售,并拥有“仁和可立克”、“仁和优卡丹”、“闪亮滴眼露”等知名的医药产品。为解决制约公司发展的瓶颈,公司决定借壳上市。经反复权衡,最终选定了九江化纤股份有限公司。九江化纤股份有限公司(以下简称九江化纤)系由九江化学纤维总厂独家发起、以募集方式设立的股份有限公司,于1996年12月10日在深交所正式挂牌上市。从2003年起九江化纤连续3年出现巨额亏损,被深交所实行退市风险警示,并于2006年4月29日起停牌。仁和集团对借壳上市的棋局进行了缜密的计划和深度的策划,采取步步为营、环环相扣的策略,成功完成了资本市场上的“狩猎之旅”: *ST九化实施了重大资产重组,剥离出原有的化纤类相关资产,同时注入仁和集团的相关产品商标所有权等医药类资产。*ST九化由此转型为一家药品制造与销售企业,控股股东由九江化学纤维总厂变更为仁和集团,公司更名为仁和药业股份有限公司,并于2007年3月29日起恢复上市交易。回顾仁和集团对*ST九化的收购历程,循着*ST九化的债务重组和资产重组轨迹,让我们共同探析仁和集团借壳*ST九化上市的财技之道。

二、案例分析

1. 以拍卖竞价方式,获得控股权。2006年8月28日,江西省高级人民法院委托华通拍卖有限公司公开拍卖*ST九化的国有法人股,仁和集团以3 005万元总价竞得九江化学纤维总厂所持有的*ST九化13 439.52万股国有法人股,取得了其67.16%的股权,一举成为*ST九化的第一大股东。《拍卖成交确认书》的签署,标志着仁和集团成功迈出了借壳上市的关键一步。

评析:仁和集团以拍卖竞价方式获得控股权,这样既可以了解被收购方的实际情况,又能以符合国有资产正常的转让方式实施,如果采取协议转让的方式,国有资产至少要在净资产以上的价格才能够转让,如目标公司盈利能力较强,还需按照目前市场上的市盈率估值。除了评估程序繁琐外,竞争对手还有可能在短时间内判断目标公司的债务和资产质量并参与竞争,仁和集团有可能付出较大的收购代价,甚至丧失收购目标公司的机会。

2. 剥离资产债务,完成资产置换。

(1) 2006年10月8日,仁和集团分别与*ST九化的原大股东九江化学纤维总厂、九江白鹿化纤有限公司等有关各方签署了《借款协议》,仁和集团将向九江化学纤维总厂提供13 752.05万元资金、向九江白鹿化纤有限公司提供7 000万元资金,共计20 752.05万元,用于偿还占用*ST九化的资金。

评析:仁和集团向*ST九化的原第一、二大股东提供资金用于偿还占用*ST九化的资金,一方面使*ST九化收回了原大股东所占用的资金,使公司的资产质量得以提高,另一方面为其今后冲销原计提的坏账准备埋下了伏笔。而一旦冲销对原第一、二大股东所计提的巨额坏账准备,会使公司的管理费用大幅度下降,非经营性收益大幅度提高,从而借此扭亏为盈。

(2) 2006年10月8日,*ST九化与仁和集团签署了《重大资产购买协议》,*ST九化以收到的原大股东九江化学纤维总厂和九江白鹿化纤有限公司的清欠资金购买仁和集团及其实际控制人杨文龙、肖正连持有的江西铜鼓仁和制药有限公司、江西吉安三力制药有限公司、江西仁和药业有限公司各100%的股权以及仁和集团所属的部分无形资产项目。

评析:此项策略使*ST九化的主营业务和结构、主营业务盈利能力与过去相比均发生重大变化,为提升公司的经营业绩打下了良好的基础。如果该公司在今后主营业务利润具有持续性,则说明公司的经营业绩确实得到了实质性提高,同时也是公司综合素质和竞争能力的充分体现,投资者可通过连续考察来判断公司未来的发展前景。

(3) 2006年10月8日,*ST九化与九江化学纤维总厂、纺织集团、海洋纺织、金源化纤四方签署了《资产重组协议》。*ST九化将剥离出来的除部分应收账款外的其他全部资产和部分负债,以零价格出售给这四家公司,其他部分应收账款和无法剥离的负债仍旧保留在上市公司中。

评析:*ST九化以零价格剥离部分资产和债务,使公司甩开了沉重的历史债务包袱,财务状况得以明显改善,资产负债率、股东权益比率得到优化。通过以上剥离化纤类资产、置换入优质医药资产,*ST九化出现了脱胎换骨的变化,并于2007年1月19日更名为仁和药业股份有限公司(以下简称仁和药业),成为仁和集团的控股子公司。

3. 采取要约豁免方式,降低收购成本。2007年1月8日,仁和集团获得了证监会对要约收购*ST九化义务的豁免。这得益于其竞拍成功后所提出的对*ST九化脱胎换骨的重组计划,包括资产重组与债务重组,其中资产重组将剥离*ST九化原有的化纤类相关资产和负债,并将仁和集团的医