

5年170个方案 股权激励想说爱你不容易

证券时报记者 李 坤

股权激励作为引入我国资本市场的一项重要变革,曾受到上市公司以及资本市场的热切期待和热烈追捧。如今5年过去了,推行和实施股权激励的公司数量并不多,仅有不到10%的公司推出过股权激励方案,其中只有三分之一的方案得到实施。在资本市场上,投资者对股权激励的狂热追捧也有所消退。这项被称之为将经营层与上市公司股东利益牢牢捆绑在一起的制度有点备受冷落的意味。

5年仅170个方案

国内最早研究股权激励问题的专家和君创业总裁李肃认为:“上市公司管理层天生具有推行股权激励的强烈动力。”但是现实表明,上市公司推行股权激励的动力并不那么充足。

WIND统计显示,自2005年7月1日金发科技发布A股市场第一个股权激励预案以来,近5年间沪深两市总共推出170个股权激励预案,推出预案的公司总数占目前A股上市公司总数比例不到10%。而且这些预案中只有约三分之一最终获得实施,合计54家。通过股东大会但尚未实施的9家、终止方案的64家,其余43家仍处于预案阶段,但多数已经基本作废。

从年份来看,自2005年首份股权激励预案推出以来,上市公司推出股权激励预案的数量存在很大的波动性。2005年共有7家,2006年为40家,2007年为9家、2008年为73家、2009年为28家、2010年目前为止为13家,整体上表现为先逐年升温而后逐渐降温的态势。

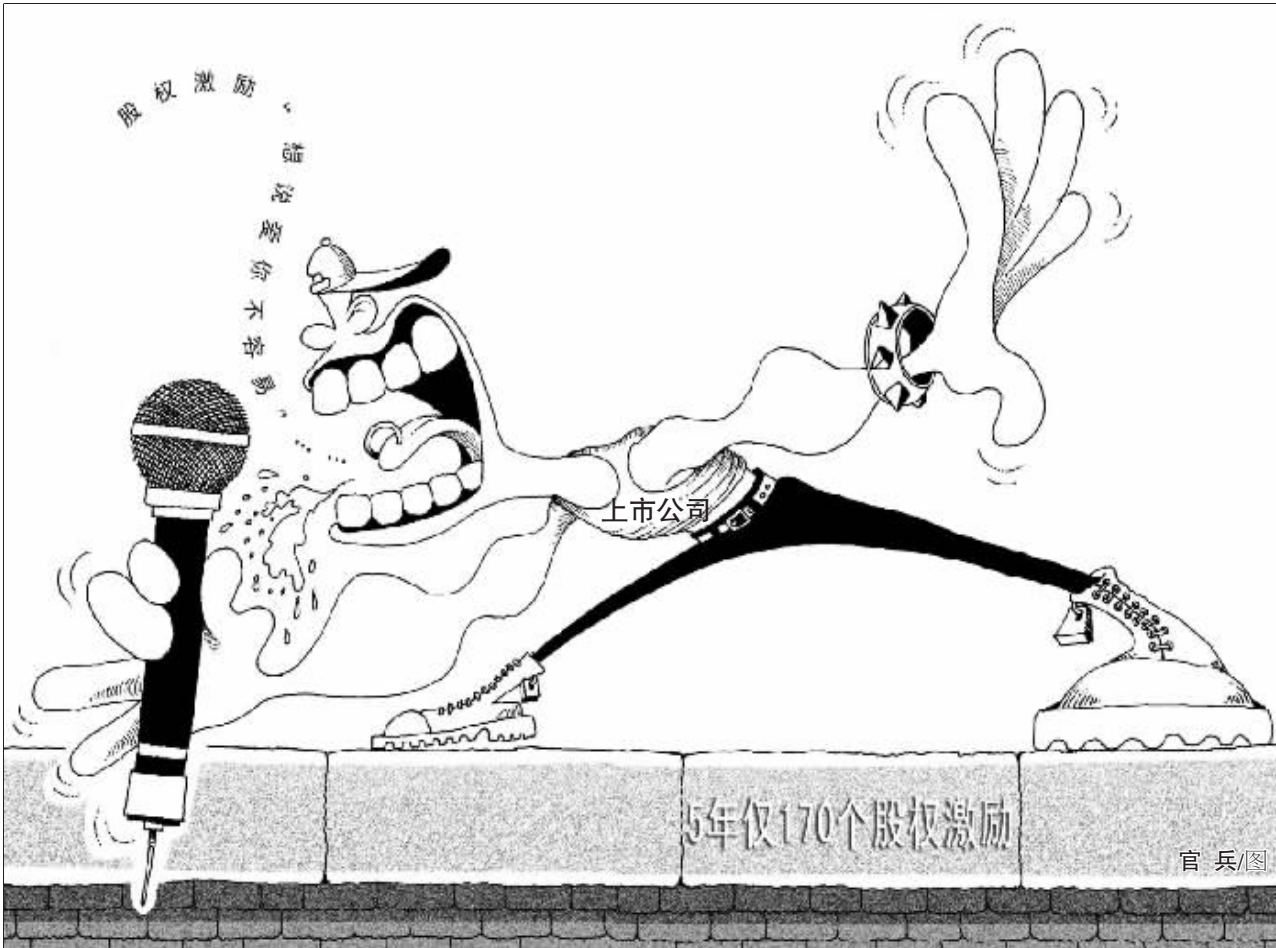
股市的周期性是影响上市公司股权激励方案推出的一个重要原因。”李肃认为,从利益最大化的角度来看,上市公司高管一般会选择在股市周期的低点、公司股价处于低估时推出股权激励方案。

这一点从统计数据得到了印证。2007年A股市场一路上涨并最终创下了历史最高点,当年上市公司股权激励的推出数量最少,仅有9个股权激励预案推出。相反,2008年是A股市场下跌幅度最大的一年,但也是上市公司推出股权激励预案数量最多的一年,共有73个预案出炉。

股市周期变化不仅对股权激励预案推出有影响,而且对股权激励的实施也有重要影响。公开资料表明,由于股价下跌太快,下跌太猛,很多股权激励预案还没有来得及进入后续程序就已经失去了效果。如名流置业2008年4月11日推出股权激励的行权价为12.32元/股,但是到2008年9月27日名流置业宣布终止股权激励时,除权后的股价已经跌至3.40元/股,复权价约为5元/股,已经大大低于行权价格。当年类似的案例还有很多,因此2008年不仅是上市公司推出股权激励方案最多的一年,也是方案被迫终止数量最多的一年。

监管过严?

监管层对上市公司推出股权激励的监管日益加强,是导致A股市场实施股权激励的上市公司数量不多的另一个重要原因。”一位不愿意具名的人



士认为。

据记者了解,目前我国对上市公司股权激励行为进行规范的主要包括证监会于2006年初出台的《上市公司股权激励管理办法》(试行),以及随后2006年3月财政部、国资委联合出台的《国有控股上市公司(境内)实施股权激励试行办法》,2008年5月和8月份证监会相继出台的《股权激励有关事项备忘录》1-3号文。上述人士认为,这些规定中的有些内容大大抑制了上市公司管理层进行股权激励的动力,尤其是抑制了国有控股上市公司管理层进行股权激励的动力,国有控股公司进行股权激励的数量明显偏少。比如国资委要求“激励对象长期激励预期价值或收益占薪酬总体水平的比重原则上控制在30%以内”等等。

另外,该人士认为,备忘录3中规定“不允许大股东直接向管理层转让股份作为激励”,直接就堵死了上市公司进行股权激励的一道门。首先这项规定意味着采取这种方式进行股权激励的公司所做的方案基本作废,同时这种规定也增加了股权激励的复杂程度。

记者调查发现,备忘录1、2、3发布之后确实有一批上市公司因股权激励不符合规定要求而终止或者重新修订了方案。不过,据记者对2008年

以及之前推出的预案分析,在上市公司中采取大股东转让股份方式进行股权激励的并不多。2005年至2008年9月期间,只有13家公司采取了这种股权激励方式。其中金发科技、中信证券、格力电器等8家公司在该规定出台前得到全部实施,深振业部分实施,后续方案终止。在备忘录公布后仍未实施的方案要么按规定进行了修订,要么终止了股权激励计划。

上述人士则认为,备忘录3中的规定对于国有控股企业有意义,但是对于民营上市公司来说则增加了民营上市公司推行股权激励的复杂程度。

备忘录中关于不允许对上市公司监事进行股权激励的条款在中国当下的公司治理状态下,也成为抑制上市公司进行股权激励的重要因素。因为该规定会使监事阻挠经营层推出股权激励。

李肃认为,由于上市公司的管理层天生就具有进行股权激励的动力,对其推动股权激励的行为进行约束和规范非常必要,可以防止在股权激励方案设计中侵害中小股东的利益,尤其是对股权激励设置业绩门槛非常必要,因为在2005年推出的一些股权激励方案中多数没有业绩要求。

但是李肃同时认为,监管层在规范上市公司的股权激励行为的过程中有些条款确实抑制了上市公司管理层推动股权激励的动力,值得斟酌。比如名义上,我国的股权激励政策属于备案制,上市公司董事会通过股权激励预案后向证监会递交备案材料,只要20个工作日内证监会未提出异议的,即可召开股东大会投票表决该方案是否可行。但是在实际操作过程中,从预案出台到最后实施的时间通常要六七月。

新年新变化

2010年推出的股权激励方案运作实施的时间明显缩短,这是值得关注的新气象。”长城证券并购部总经理尹中余向记者表示。记者也发现,以前上市公司从股权激励预案推出到进入实施阶段一般所需时间在半年左右,但是今年推出的13个预案中目前已经有2家公司进行到实施阶段,2家通过股东大会,所需时间不超过3个月

时间。

李肃认为,这些新推出的方案表明经过多年的实践,我国上市公司进行股权激励的尝试进入了良性循环阶段。首先表现为上市公司对于监管规则的理解更为透彻、股权激励方案的合规性大大提高,因不合规要求而终止股权激励的案例大大减少;而且值得关注的是一些公司的股权激励预案中设置的业绩门槛也非常高,这对于被激励对象和上市公司以及广大投资者来说都是一件好事。其次,从这些公司股权激励的进展速度来看,也表明监管层的监管效率在提高。这对于众多民营上市公司推进股权激励来说是一项利好。

不过,也有投资者对目前股权激励中设置的高业绩门槛表示怀疑,认为预案设置的业绩目标太高,上市公司很难实现。记者采访发现,持有这种观点的投资者不在少数。而且值得关注是,与之前二级市场持续热捧股权激励不同的是,除了极少数公司的股价在预案推出前后大涨之外,今年推出股权激励的上市公司股价要么毫无反应,要么见光死,如杭萧钢构、石基信息、顺络电子、长园集团、泸州老窖、光明乳业、金地集团、华海药业、武汉凡谷、卧龙地产、七匹狼等等。

平安证券一位不愿意具名的分析师则认为,不是上市公司的业绩门槛设置太高导致投资者不再追捧股权激励方案,而是这些公司股价目前估值太高,失去了追捧的价值。

投资者,尤其是机构投资者对股权激励其实非常看重。”尹中余认为市场不再追捧股权激励概念股票并不能否认股权激励对上市公司业绩的促进作用。

从最早实施股权激励的金发科技、农产品、中信证券、格力电器、新大陆等公司最近几年的业绩来看,除了中信证券受证券市场周期性影响波动较大外,其他公司的业绩变化比较平稳,最为突出的是格力电器近4年来连续保持了快速增长,营业收入、净利润、每股收益每年都持续增长,其中营业收入从2006年的264亿元上升到2008年的422亿元,净利润2006年的从6.92亿元上升到2008年的19.67亿元。

上市公司要根据自身特点设计股权激励——访和君创业总裁李肃

证券时报:影响上市公司推进股权激励的因素有哪些?

李肃:影响股权激励主要有5个方面因素,一个是股市周期,它决定何时推出股权激励方案。一般而言,最理想的状态就是在股价低谷期推出股权激励方案,在股价高位阶段实施行权,这样经营管理层获得的利益最大。因此在选择推行股权激励的时候,最好在股价的低谷期。实践中,上市公司也是这样选择。

第二个因素是团队动力,即实施股权激励的业绩门槛高低。业绩门槛越低上市公司进行股权激励的动力就越足。反之,就会降低。

第三个因素是股民心理,即上市公司股东对股权激励方案的评价,它主要与上市公司的市值增值权相关。如果股东认为未来股价将上涨,那么股东就会积极购买公司股票,推动股价上涨,从而有利于股权激励方案实施行权。

第四个因素是制度变革,也就是当股价极度低迷的时候,管理层采取MBO(管理层收购)而形成的激励。

第五个因素是并购,上市公司控股权的并购过程中发生的对经营层的激励,也就是并购方为了保证并购活动平稳、顺利实现而给予现有管理层的经济补偿或者奖励。这些都是一般意义上影响上市公司进行股权激励的因素,有些方面并不适用我国现行的监管规则。

证券时报:在设计股权激励方案时上市公司应该考虑哪些因素?

李肃:首先上市公司要分析自身所处的行业特点。如果公司属于周期性比较强的行业,可能选择在股价低估期推行期权形式的激励方案比较好;如果属于业绩优良的成长性公司,选择股票增值权或者提取奖励基金购买股份的方式更为恰当。其次,对于股市周期要有所判断,避免在股市的最高点推出方案。另一个重要方面是对于管理团队内部的奖励分配原则要做合理的设计,保证激励对整个团队产生激励作用,而非只对极少数进行激励,破坏经营团队的团结。此外,还要考虑是否合规、合理等因素。总体而言,股权激励方式没有优劣之分,而在于设计时要与公司的发展战略、目标相匹配。

证券时报:您如何看待股权激励在我国的发展前景?

李肃:从今年前三个月的情况来看,A股市场上将迎来一个新的股权激励热潮。今年前三月推出的股权激励预案数量已经达到2009年的一半,而且股权激励预案中涉及的激励股份数量和期权数量合计数是去年同期的11倍,达到2.23亿股/份。这些信息表明,上市公司进行股权激励的热情正在回升。从部分方案的推进速度来看,监管层对预案的监管效率也在提高。这些都表明我国的股权激励已经进入一个新的良性循环阶段,未来将成为上市公司的主流趋势,经营团队的激励机制、对上市公司业绩的促进作用都会发生质的变化。

股权激励是把双刃剑 冷冷也无妨

证券时报记者 李 坤

不看不知道,一看下一跳。近5年时间整个A股市场只有约3%的公司实施了股权激励,实现了上市公司管理层利益与广大股东利益的“完美”捆绑结合。

这样的数据或许在很多人眼中都感觉不可思议。作为一项对上市公司长远发展具有重大影响的政策措施,股权激励对投资者和管理层都有利,但是主动进行股权激励的公司为什么这么少呢?是什么因素阻碍了上市公司推行股权激励的步伐?

在采访过程中,还没有等记者发问,被采访者就自动抛出了类似的问题。在他们看来,目前A股市场上上市公司数量已经超过1700家,这样的股权激励数量实在是太不正常,上市公司应该更加广泛地推行股权激励,才能促进资本市场长期繁荣和发展。

对于股权激励在A股市场进展缓慢的原因,被访者普遍认为,2008年的大熊市是一个重要原因,但是更重要的原因是监管层过于严厉的监管。具体表现就是国资委、财政部联合推出的《国有控股上市公司(境内)实施股权激励试行办法》极大的抑制了国有控股上市公司进行股权激励的动力,导致整个股权激励出现“国退民进”的现象。2008年证监会出台的《股权激励有关事项备忘录》1-3号文又增加了民营上市公司进行股权激励的难度。

但是不进行监管约束是否可行呢?是否一定会实现理想中的“管理层利益与股东利益的完美结合”?从最早推行股权激励文化的美

国来看,股权激励并非那么完美无缺。比如2000年爆发的安然事件就是过度激励的结果,管理层为了兑现高额股权激励不惜铤而走险、制造虚假的财务数据欺骗广大投资者。再如2008年金融危机爆发后,围绕着AIG等公司高管在危机爆发后领取的高额股权激励在美国引发广泛的质疑和抗议,也引起全世界对大公司高管高额股权激励文化进行反思。可见,放松监管并不能自动带来二者利益的完全一致化,监管确有必要。尤其是中国上市公司普遍存在一股独大的现象,如果缺乏必要的外部约束和监管,股权激励可能最终演变成上市公司内部控制者获取更多个人利益的一种工具,中小股东和上市公司的利益遭受损失。这样的案例并不鲜见。

其次,股权激励在我国推行的历史并不长,不论是监管层还是上市公司本身都还处于借鉴他国经验的摸索过程中,而且管理层的监管措施一直都落后于上市公司的股权激励实践活动。

因此,笔者认为,在当前股权激励神话被打破,股权激励政策仍处于摸索阶段的情况下,上市公司股权激励的推行放缓并非是一件坏事。随着上市公司和监管层对于股权激励问题的理解加深,上市公司推行股权激励也将水到渠成。毕竟推行股权激励并不是为了追求拥有其形式,而是为了真正实现“管理层利益与股东利益一致”,实现上市公司长远利益的最大化。

■记者观察