

股权激励:市值管理新趋势

中国上市公司市值管理研究中心

上市公司股权激励的现实意义

中国资本市场近年来呈现出了一道引人瞩目的新景观:越来越多的上市公司推出并实施股权激励计划。

透过股权激励走热这道风景线,人们可以强烈地感受到,我国上市公司市值管理新一波大潮正迎面而来。中小板和创业板的快速发展将越来越多的民营企业带进了资本市场,民营上市公司与生俱来的、明晰的所有者结构,与全流通时代强烈的市值财富意识产生共鸣,推动上市公司市值管理进入一个新的阶段:旨在解决经理层动力问题的股权激励获得空前推广,越来越多的上市公司,其中不乏国有控股上市公司,将其作为一把核心利器,开展市值管理,促进股东价值最大化。

股权激励是现代企业制度建设的深化。 市值管理是中国资本市场告别股权分置、进入全流通时代以后,上市公司全体股东利益意识和市值意识觉醒的一个必然产物。在全流通时代,市值取代净资产,成为资本的新标杆。围绕这一新标杆,上市公司展开了一场管理革命,从目标导向的升级到利润到市值到商业模式的优化,从内在价值的打造到市场价值的实现,从内生性能力的增强到外延式发展的完成,从收购与兼并到增减持与回购,从媒介关系管理到投资者关系管理,等等。但是,市值管理的核心基础在于上市公司价值创造能力,而这又取决于经理层的凝聚力和努力程度。于是,股权激励因为其无与伦比的激励与约束功能,成为当前上市公司充分调动经理层积极性、有效开展市值管理一个新的的重要手段,这一新趋势将对中国资本市场的健康发展产生积极而深远的影响。

按照制度经济学而非传统古典经济学的分析逻辑,现代企业尤其是上市公司不再是一个存在唯一利益的黑箱子,而是一个透明的在众多利益格局的复杂机器,设计稍有不慎就会影响这架机器的高效运转,其中,大小股东之间以及所有者与经营者之间的利益设计,对上市公司的健康发展至关重要。如果说股权分置改革是理顺大小股东之间利益关系的一个调节器,那么,股权激励机制,作为现代企业制度建设的深化,它在协调所有者与经营权的关系,即股东与经理层之间利益关系的一把连心锁。

股权激励是市值管理践行手段的丰富。 股权激励作为上市公司开展市值管理的一把利器,既是上市公司市值管理实践不断丰富的一个标志,也是上市公司市值管理不断深化的一个必然产物。

市值管理是中国资本市场进行全流通时代后,上市公司经营理念的一次重大升级,即从利润导向升级为市值导向,市值成为企业的终极经营目标,利润目标则成为了服务于市值目标的子目标。市值管理是中国上市公司对海外成熟市场上上市公司价值管理的一种中国式的承继与发展,契合了中国证券市场自身不成熟的特点。因此,市值管理最近几年在中国上市公司中的全面探索,既有对成熟市场价值管理经验借鉴,又有中国式的创新。

从发展脉络上说,中国上市公司市值管理的探索,经历了从2006至2007年牛市时股权激励、资产注入的冲动,到2008年熊市时先减持后增持、回购、债权融资的尝试,再到后来对高溢价的追求、商业模式的优化、媒体关系的重视和股权激励的兴起等。一句话,上市公司通过探索种种有利于提高价值创造能力和提升公司溢价水平的可行路径,同时,顺应市场牛熊交替的周期选择合适的价值经营策略,开展中国式的市值管理,以最大限度地提升公司的市值,为股东创造更多的财富和提供更高的回报。

在市值管理的探索过程中,多数上市公司逐渐认识到,影响上市公司市值的因素多种多样,有财务指标层面的,也有非财务指标层面的,有公司内部的,也有公司外部的,有今天的、也有明天的,但核心基础在于公司的赢利能力及其成长性,即公司的

价值创造能力,而赢利能力的增强、成长性的改善,又取决于企业经营者的素质与努力程度。而一家上市公司要留住和吸引优秀的经营人才、充分调动经理层的积极性,成为行业佼佼者,股权激励就是一种必然的选择。可以说,股权激励成为上市公司开展市值管理的一把利器,股权激励是上市公司市值管理深化的必然产物。

中国上市公司市值管理研究中心的一项研究成果显示,推行股权激励的上市公司其市值表现明显强于其它上市公司。相关性分析及回归分析结果表明,股权激励与公司市值呈明显的正相关,并且其市值效应平均高出同类公司23个百分点。

从国际经验来看:美国95%以上的上市公司都实行了股权激励;欧洲多数发达国家推行股权激励的上市公司比例超过80%;在亚洲,股权激励在香港、新加坡等地区十分普遍。国际著名管理咨询机构麦肯锡通过对美国38家大型企业建立股权激励机制前后的业绩变化进行研究,实施股权激励后公司的投资资本回报率、每股收益、员工人均创利三项指标均有大幅提升。公司赢利能力的提升,在成熟市场就意味着市值的增长。

股权激励是上市公司市值考核的必然要求。 没有考核就没有管理,考核是导向目标的指挥棒。有什么样的考核,就有什么样的结果。全流通时代,市值是上市公司的终极经营目标,市值考核就成为上市公司开展市值管理的一个必然要求。尽管目前上市公司股权激励考核的主要是净利润和净资产收益率等显性的业绩指标,而公司市值没有增长或小幅增长的话,激励对象就无法从股权激励中获益,而且激励对象获益的多少取决于市值增长的程度。因此,股权激励显性的是业绩考核,隐性的是市值考核。

股权激励考核的双重性,正体现了市值管理的两大支柱:价值创造和价值实现。内在价值是市值的基础,股权激励显性的业绩考核,就在于激励上市公司经理层的业绩层最大限度地提升公司的赢利能力及其成长性,为公司的市值增长打下坚实的市值基础。显性的业绩考核是一票否决,如果考核不达标,激励对象就无从行权或解锁,即使公司的市值有较好的表现也无从获利。这一显性要求保证了公司市值的增长必须建立在牢固的内在价值的基础上。股权激励隐性的市值考核,就在于激励上市公司经理层在打造公司内在价值的同时,必须同时重视公司内在价值的揭示,使内在价值充分地表现为公司的市值,从而实现股东价值的增长。这一隐性要求保证了激励对象获利的前提条件必须是股东获利在先。因此,从市值管理的角度讲,股权激励的双重考核是一种令人惊叹的精妙设计,股权激励确是市值管理的一把利器。

上市公司股权激励的前景展望

我国上市公司的股权激励近年来取得了较快的发展,实践中也对提升上市公司业绩、完善上市公司治理和促进上市公司市值增长初步显示了积极的作用,但与成熟市场上市公司股权激励实施情况相比,不论是在股权激励实施的普及性、股权激励方案设计的科学性,还是在股权激励实施的积极作用等方面,仍存在相当差距。但是,鉴于未来可期的中国经济和资本市场的快速发展、人们对制度力量认识的不断深化市场竞争的愈益激烈,以及股权激励法规的日益完备和实践经验的日益丰富,作为上市公司开展市值管理、提升股东价值重要手段的股权激励,预计今后十年将迎来一个快速发展时期,呈现以下五大走势。

上市公司股权激励覆盖率将大幅提高。 根据两个交易所披露的发展计划,“十二五”期间,沪深两市每年新上市公司为400家(60家沪市主板、150家深中小板、200家创业板)。依此测算,到2015年底,中国上市公司有望达到4000家。新上市公司运营机制新,历史包袱轻,中小

企业多,特别是民营企业多,对股权激励的推行冲动较大,操作程序较简,面临难度较小,它们的到来将给股权激励进一步升温。在新上市公司、民营上市公司的带动下,老上市公司、国有控股上市公司的股权激励也将趋于活跃。

截至2011年3月31日,沪深两市共有上市公司2151家,其中实施股权激励的123家,我国上市公司股权激励的覆盖率为5.72%。2011年一季度推出股权激励计划的上市公司有36家,年化测算约150家,按照目前这样的推进速度,今后五年里将有750家上市公司推行股权激励计划。如果考虑到上市公司基数不断扩大的现实和股权激励热度不断升温的趋势等客观因素,这个数字有望挑战1000家。我们预计,五年后,即到2015年底,加上已经实施股权激励的公司,股权激励将覆盖1100多家上市公司。届时,我国上市公司股权激励的覆盖率将提高到25%以上,缩小与发达国家的差距。目前,发达市场上上市公司股权激励覆盖率为80%-90%。

国有控股上市公司股权激励将趋于活跃。 在股权激励方面,国有控股上市公司在经过前几年的“冲动”之后,现在处于“低调期”,由于各种原因,实施股权激励的积极性不如中小企业和民营企业。我们预计,未来几年,国有控股上市公司实施股权激励将趋于活跃。其依据主要有三:

首先,国有控股上市公司实施股权激励的外部条件业已具备。随着中国经济市场化水平的不断提高,国企改革日益深化,国企股权激励法律法规体系的逐渐完善,国企实施股权激励舆论环境的日趋宽松,国有控股上市公司加快实施股权激励的外部环境将会变得更加有利。

其次,国有控股上市公司面临的市场竞争日趋激烈。国有控股上市公司面临的市场竞争压力既有内部机制问题,也有来自中小企业、民营企业,以及外资(国)企业的外部竞争。后者在股权激励方面积极进取,咄咄逼人,对国有企业的市场、人才压力都空前增大,如果国有控股上市公司不在激励机制有所创新,人才流失、技术流失、市场流失现象将会更加突出。

第三,国有控股上市公司实施股权激励已有成功案例可循。国有控股上市公司股权激励经过近几年的探索,已经有了一批成功的案例,知名企业如中信证券、招商银行、青岛海尔、中国南车等,已经成功实施了股权激励,并取得了明显的效果,无论在市值增长方面,还是在业绩提升方面,都比股权激励之前有明显的改善。这些成功案例,对于后来者是一种鼓励和示范。

上市公司股权激励考核将更趋科学。 通过近年来的实践与探索,上市公司股权激励的考核设计正在逐步完善,未来随着更多的上市公司推出股权激励,我们更预计,上市公司股权激励的考核将更趋科学,表现在四个结合上:

其一,考核条件的设计将既考虑公司自身业绩的纵向绝对增长,也结合行业标杆或中值的横向相对比较。纵向的绝对增长是对公司业绩逐年提高的必然要求,横向的相对比较是提升公司行业地位的竞争要求,也是考虑行业冷暖变迁的现实需要,这样的结合,才能更有效地调动上市公司激励对象的积极性,提高考核条件设定的科学性。

其二,考核条件的设计将既包含对公司业绩的整体达标要求,也考核每个激励对象的差异化绩效达标条件。公司业绩的整体达标,是公司股东对整个经营团队经营绩效的必然要求,是保证公司股东价值最大化的前提条件。每个激励对象的差异化绩效达标,既是防止整体达标、大家均享的大锅饭现象,也是为了防止由于出力不出力致使整体不达标的出现。

其三,考核条件的设计将既包含传统的财务业绩指标,也纳入反映股东价值的市值指标。现在,上市公司股权激励的考核指标主要是财务业绩,如净利润的增长、净资产收益率等,这是公司提升价值创造能力的必然要求,是公司内在价值的基础。但是,在全流通后的市值管理时代,只有内在价值的要求显然不够的,上市公司的内在价值还必须充分地体现为外在的市值,这是股东财富增长的必然要求。只有市值增长了,股东财富才能增长。因此,对市值指标的考核,尤其是目前阶段对相对市值指标的考核,是上市公司市值管理的必然

要求。

其四,考核条件的设计将既包含传统的中国企业考核要求,也将积极借鉴和应用国际通用的考核指标。西方成熟市场已有几百年的发展历程,西方上市公司的股权激励也有60多年的发展历史,积累了丰富的激励与考核经验,值得中国上市公司学习与借鉴。如在业绩考核方面,可以借鉴引入考虑了资本成本的EVA指标,以便敦促公司经理层更好地提升现有资本使用效率,而不是一味地贪大求全;如在市值考核方面,可引入总股东回报指标,以反映股东持有公司股票的投资回报率,促使经理层更多地关注公司市值的增长和对股东的分红回报。

考核条件的四个结合,将使中国上市公司股权激励的考核走单一走向立体、从一刀切走向差异化、从注重价值创造走向既注重价值创造又注重价值实现、从国内走向国际,概而言之,考核将更趋科学。

上市公司股权激励形式将日趋丰富。 在股权激励的方式上,上市公司近几年来使用较多的是股票期权和限制性股票两种。最近,有的上市公司根据公司的具体情况采用了股票期权和限制性股票相结合的方式,还有的上市公司采用了提取激励基金进行现金奖励的方式,也有上市公司采取了提取激励基金回购公司股票赠予激励对象的方式。我们预计,上述四种方式的自由组合将越来越多,上市公司股权激励的形式日趋丰富。

股权激励形式组合上的探索,一方面契合了公司的具体情况,另一方面也丰富了中国上市公司股权激励的方式,为后来者提供了可供借鉴的经验。相信未来十年,随着中国证券市场的不断发展,越来越多的个性化的上市公司走进资本市场,中国上市公司的股权激励方式将趋于多样化,股票期权、限制性股票、现金激励和提取激励基金回购股票等方式将呈现越来越多的自由组合。

上市公司市值管理的成效将更为显著。 上市公司实施股权激励,是希望通过激发核心团队的敬业精神和创新欲望等,达到提升公司业绩、完善公司治理和促进公司市值的增长的目标。实践中,股权激励也确实发挥了上述作用。预计随着股权激励方案设计的更趋科学性,股权激励成功案例的增多,股权激励产生的积极效果会更明显,进一步促进企业经营业绩的提升,进一步促进公司治理的完善,进一步促进股东价值的创造,进一步促进公司市值的增长。

总之,未来五到十年,在中国经济持续快速增长的大背景下,中国上市公司的股权激励将会有有一个量的飞速扩张与质的大幅提升,这对于进一步提升中国上市公司的质量和促进证券市场的健康和可持续发展,将产生深远的影响。

上市公司股权激励的对策

迅猛发展的股权激励大潮,对我国证券市场来说,既是机遇,也是挑战。机遇体现在,如果把握得好,股权激励的健康发展有利于进一步完善我国上市公司的公司治理,有利于提升我国上市公司的经营业绩,有利于提升我国上市公司市值,从而提高股东投资回报,提高我国证券市场的投资吸引力,促进证券市场更快更好地发展。挑战体现在,股权激励在我国还是一个新生事物,股权激励本身也是一个复杂的系统工程,涉及法务、会计、税务、人事、金融工作、业绩考核、市值管理等各个方面的知识与经验,也涉及股东、经理层、员工、投资者等各个相关方面的利益,如果某一个环节把握得不好,就有可能把股权激励这件好事办砸了。这就要求相关各方,包括证券监管部门、国资管理部门、上市公司、股权激励对象和中介服务机构等,各司其职、各尽其责,从而形成合力,促进我国上市公司股权激励的又快又好发展,把我国资本市场的发展提升到一个更高的发展阶段。

证券监管部门:当好裁判员。作为上市公司股权激励的监管部门,中国证监会应当当好股权激励的裁判员,保证比赛的公平、公开和公正。具体来说,应做好以下三个方面的工作:一是继续完善股权激励的法律法规,为股权激励的健康发展提供法律保障。在认真总结近年来上市公司股权激励实践的基础上,在认真分析宏观经济环境和公司治理结构已经发生

变化的情况下,做好相关法律法规的完善和细化,其中尤其要根据股权激励实践中出现的新情况、新问题、新变化,对股权激励相关法律法规进行补充和修订,尽可能把相关规定具体化,做好“失”、“小”法规和“新”、“旧”法规的衔接。

二是提高股权激励的无异议备案效率,为股权激励的市场化发展创造宽松环境。现在对股权激励实施的无异议备案制,应该说比对IPO、上市公司再融资和重大资产重组实施的核准制相对进步多了,但由于股权激励的实施对时效的要求较高,实践中少数上市公司曾经因为监管部门的无异议备案时间过长,错过了股权激励的最好时机;同时,随着上市公司对股权激励对象的范围、考核条件的设定、激励方式的选择有更深的了解和理解,监管部门应更多地听取上市公司的声音,以提升股权激励无异议备案效率和市场化水平,为股权激励的快速发展创造宽松的环境。

三是加强股权激励的监管,防止股权激励实施过程中的种种违规违法行为。上市公司股权激励实施后,众多的激励对象在考核达标后就变成了公司股票的持有者,由于激励对象均是公司的高层管理者、中层管理者或公司的核心骨干,是公司内幕信息的核心知情人,面对股票市场的巨大利益诱惑,难免会出现少数人违规违法,通过内幕交易等谋取不法利益。对此,监管部门要加大对激励对象持股的监管力度,尤其是对目前未纳入法规规定的中层管理者或公司的核心骨干的股票增减持管理,尤其需要给予重点关注。

国资监管部门:当好出资人代表。 国资委作为国有控股上市公司的出资人代表和事实上的“大股东”,是股权激励的推动者或批准人。因此,对国有控股上市公司实施股权激励,做到既要放得开,又要管得严”。

放得开是指作为国有控股上市公司的出资人代表,国资委要着力完善国有控股上市公司的激励机制,针对国有控股上市公司经理层动力不足、人才流失的现状,通过解放思想,主动鼓励国有控股上市公司实施股权激励,对国有控股上市公司实施股权激励在激励人数、范围、额度、比例、考核指标等方面,做出更加多可行的安排,优化上市公司薪酬与激励机制,以充分调动激励对象(包括高层、中层管理者及核心员工)的积极性,全面提升国有控股上市公司的竞争力和经营绩效;同时,国资委要加大对市值管理的宣传和推广,增强国有控股上市公司的市值意识和股东意识,甚至必要时引入市值考核,将隐性市值考核变为显性市值考核,最终实现股东价值的最大化,实现国有资产的最大限度的保值增值。

管得严是指国有控股上市公司的最终控制人,国资委要严把国有控股上市公司股权激励的质量关,通过严格审核国有控股上市公司股权激励方案中的激励对象、激励额度与额度分配是否合理、考核条件是否严格以及考核程序、授予价格、行权或解锁期限是否合理等关键要素,保证国有控股上市公司股权激励能真正发挥其正面作用,防止内部人控制或变相福利,甚至违规操作,从而损害国有股东和中小投资者的利益。

上市公司:当好时代幸运儿。 股权激励在中国证券市场的兴起是必然趋势,决不是偶然的,是全流通时代上市公司开展市值管理、提升公司竞争力、实现股东价值最大化的一个重要手段和必然选择,是证券市场的发展给每个上市公司提供的一个大好机遇。对每个上市公司来说,面对股权激励大潮,不是要不要股权激励的问题,而是一个如何抓住机遇,根据自身情况如何做好股权激励的问题。

上市公司实施股权激励是需要具备一定前提条件的,如健全的公司治理、完善的业绩考核等。对于那些目前还不具备股权激励条件的上市公司来说,要通过股权激励相关法律法规的深入学习和研究,全面寻找公司存在的差距,听取大力健全公司治理、完善公司人力资源制度和业绩考核机制,尽快弥补这些差距,为公司能够推出股权激励创造必要的条件。

对于那些目前已具备条件但还未实施股权激励的上市公司,要在认真学习股权激励的相关法律法规,尤其是要深入研究其它已实施股权激励公司的成功经验与失败教训的基础上,在相关咨询顾问的帮助下,精心出一套设计适合公

司情况的科学的股权激励方案,并选择一个合适的时机,推出股权激励计划,股权激励计划在得到监管部门无异议备案之后,精心组织实施,充分发挥股权激励的正面作用。

对于已经推出股权激励方案,不要把推出股权激励作为市值管理的终点,而要及时发现和解决股权激励方案实施中出现的问题或情况,确保股权激励的顺利实施,防止中途夭折;对于已经完成股权激励的上市公司,要在全面总结前次股权激励成功经验和不足的基础上,做好第二次或第三次股权激励的准备,并在合适的时机予以推出,确保新的股权激励比以前的股权激励发挥出更大的积极作用。

激励对象:扮好双重角色。 上市公司股权激励的对象一般是公司的核心经营者,包括高层管理者、中层管理者和核心员工。在没有股权激励之前,往往被称为“高级打工者”。成为股权激励对象之后,这一切就有了改变,股东与经理层身份“合二而一”,利益关系“合二而一”,因此,激励对象就要像股东一样思考与行为,为公司的长远发展而努力。

首先,作为上市公司经营者,激励对象要尽责尽职地完成企业的经营目标,实现考核达标。表面上看,股权激励是股东对经理层的“授予”,实际上股权激励是对激励对象经营努力的一种业绩回报,是“理所应得”,但前提是完成考核目标。因此,经理层一定不能摆错位置,以为自己将要或已经是股东了,就在经营方面“偷工减料”,而必须要靠真实的业绩和市值增长,为股东创造价值,同时也为自己获得激励。

其次,作为上市公司的股东或潜在股东,激励对象要真正发扬企业家精神,正确处理利益与事业的关系。不能为了考核达标,一味追求短期经营绩效,结果损害上市公司的长远发展,最终也损害了自身的长远利益。更不能出现“有激励才动,没激励不动”的不良现象。

第三,作为上市公司的投资者,激励对象切忌见利忘义,从事内幕交易等违规行为。作为上市公司的内幕知情人,激励对象比其它任何人对公司经营情况和未来发展有更多和更深的了解,有更多从事内幕交易的巨大诱惑。面对巨大的利益诱惑,激励对象一定要守住道德底线,更要守住法律红线。切忌在二级市场上违规,寻求不正当利益甚至触犯刑律,最终可能落个人财两空、身陷囹圄。

中介机构:当好服务员。 由于股权激励的设计与实施是一个专业性很强的工作,我国上市公司股权激励的迅猛发展也给专业股权激励咨询中介机构提供了一个巨大的市场和良好的发展机遇。面对突如其来的股权激励大潮,相关中介机构要通过专业水准的提高、服务能力的增强,既能满足上市公司的需求,高质量地完成受托人之托;又能维护法律法规的尊严,保证上市公司股权激励沿着健康的轨道良性发展。

股权激励专业咨询服务是一个巨大的市场,股权激励领域专业难度高,涉及面广,只靠上市公司本身“小而全”的应对能力,难以全面完成和解决法务、财务、人力资源、考核、融资等诸多问题,这就产生了对高端服务业的专业需求,催生了一个专业的股权激励咨询服务行业。

股权激励专业咨询服务是一个巨大的挑战。面对庞大的市场需求,股权激励专业咨询服务机构确实有一个适应和熟悉的过程,需要付出艰辛,不能尽快成长,但专业团队的建设也不需要一蹴而就,“平中学,学中干”或者是进入这个领域的必由之路。股权激励专业咨询服务机构应认真研读相关法律法规,认真理解各项法规规定的应有之义;了解整理股权激励几年来的案例,从中找出规律性的经验;认真研究国外的先进经验,找出能为我所用的参考资料;认真与上市公司沟通与磋商,听取第一线公司真实的声音;认真研究可行性强的实施方案,汲取以往的经验教训,力争自己设计的方案顺利推出、顺利实施。

面对巨大的市场与巨大的挑战,股权激励专业咨询服务应始终牢记提高服务的专业水平,提高上市公司的信任度,在做好的基础上做大做强,既是股权激励大发展的需要,也是自身发展的保证。