

聚焦 FOCUS 股权,你到底激励了谁?

2008年至2012年已实施股权激励的253家样本数据显示:

激励难达初衷 股权激励股亟待“涨”声

郑雅斌

股权激励因有着明确与良好的预期,犹如上市公司成长路上的一缕阳光,给公司高管、股东及二级市场的投资者带来财富增长希望。

在良好预期下,A股市场的股权激励是否产生了真正有效的激励作用?是否如预期所想,发布激励的上市公司业绩确实呈现良好增长,同时为投资者带来较大的收益空间呢?如果是,那究竟谁是股权激励最大的受益者呢?是股东、高管还是二级市场交易者呢?2008年至今实施股权激励的253家公司样本数据给了我们一个答案。

发行激励者日增 实施激励者较少

股权激励共有董事会预案、股东大会通过、实施这三个主要阶段。实施过程是其中耗时最久的,公司一般会分为三到五个阶段进行分年次实施。在这三个阶段中,会出现由于上市公司叫停实施计划,终止股权激励等情况。股权激励叫停带有利空性质,很可能在叫停后导致股价短线下跌行情,因此有否真实实施,是观察激励效果的首要问题。

观察2008年以来的股权激励措施,发行激励的公司呈现逐渐增多趋势,自2008年至2012年11月中旬,每年采用股权激励的公司数量分别为78、36、81、140、132家。就真正实施计划的公司数量而言,2008年以来每年分别仅有23、22、60、86、62家公司实施了计划,2008年虽然有较多公司计划开展股权激励计划并发布预案,但最终实施比例仅有29%,2009年至2012年间,实施公司的数量占比分别是74%、57%、47%、47%。

介入时点成投资关键 公告后持有半年收益最佳

激励方案落实之后,激励公司对二级市场投资者而言是否是有价值的投资标的,是最重要的问题。也就是说,激励是否对二级市场投资者生效。

由于预案和股东大会之后,激励能否实施尚存在较大的不确定性,这个时候买入股票的投资者,假设不幸遇到了终止实施的情景,不仅难以看到公司的成长计划,同时可能由于终止公告发布时间过晚,造成资金长时间的无效占用。统计发现,发布预案但还未实施的公司期间收益普遍不高。数据显示,若持有约半年时间,所有股票中能够战胜指数的比例不超过35%,与沪深300指数比较基本不存在超额收益;如持有半年时间,公司的激励计划还没有兑现,股价则有较大下跌风险,平均来看相对沪深300指数有近20%的最大跌幅;能够战胜指数的公司在较差情景下甚至不超过25%。这一数据说明,过早地参与股权激励事件的投资机会,会因不确定性过高,带来较大的投资风险。

对近几年实施激励公司的总体收益统计分析,在公司发布实施公告后一年以内的股价走势,若持有三个月时间,股票平均能够获取相对沪深300指数约10%的超额收益。综合来看,股票战胜沪深300指数是大概率事件,约有55%以上的股票能够跑赢指数。数据显示,在一年持有期中,投资者有机会获取相对沪深300指数约15%的超额收益,且跑赢大盘的股票比例较高,约占55%-60%左右。由于股权激励的本质,是督促高管推动公司的长期发展,理论上公司应该具有长期成长空间,股价也应该呈现长期投资价值,所以投资者不妨可以考虑持有股票较长时间,如一年。同时,将买入时点延迟到实施公告披露之后,可确保资金收益具有一定的安全边际。

从收益层面上,近2008年以来的整体情况具有较好表现,那么从公司发展角度来看,是不是也有同样表现?如公司市值是否扩大,净资产收益率(ROE)是否有一定增长呢?

市值增长比例偏低 股东激励未获大范围成功

2008年以来,市场各大指数较

一份股权激励的核心是什么,这需要从股权激励的本质上去思考。股权激励实际上是一种产业资本与金融资本的互动,其基本路径则是通过激励管理层创造业绩进而为股东创造财富。其中,股东激励的目标是,股东利润最大化、市值最大化;管理层激励的目标是,通过有效的管理、运作,使得激励有效。激励最终能增加自身的财富。

如果说股权激励是一种规则,规则背后就体现出动机、策略甚至博弈。2008年以来的数据为我们提供了考察股权激励的真实样本,让我们从市场层面去思考股权激励带给投资的现实意义。



峰值区下跌60%,同期进行股权激励的公司,市值实现增长的比例在32%,说明股权激励虽然并没有大范围成功,但在市场整体市值不断萎缩的过程中,还是有一些激励计划确实起到了作用。

从市值平均增长比例来看,在-1%左右,这个数值相对市场跌幅而言小得惊人。主要原因是,在一些激励起到作用的公司中,个别公司市值扩大非常显著,拉高了增长的均值。如2008年实施股权激励的得润电子,市值增长约340%,2010年实施激励的大华股份,市值增长约280%。从企业盈利情况分析,由于2012年年报尚未披露,我们不考虑2012年的净资产收益率(ROE),在此之前约50%的公司实现ROE增长,平均增速约为2%,盈利略有提高。

激励力度倚高管 折价发行难见激励作用

纵观历史上公司常用的激励数量占流通A股比例,绝大多数分布在6%以下,有少数公司激励数量流通股比例的8%-10%。可以明确看出,激励股票数量高(占流通股比例在6%-8%)的公司,其股价启动更快。持有三个月时间,超额收益可以达到10%,且战胜指数的概率在50%以上。而激励数量少的公司,持有三个月时间,相对于同期指数并没有贡献显著超额收益,仅有约40%的股票跑赢大盘。

从股价走势的持久力观察,激励力度大的,长期超额收益约有40%,且战胜比例维持在55%以上。虽然激励力度较小的公司平均来看也达到了25%-30%左右的超额收益水平,但是能够战胜指数的概率却远远不如前者。买入激励数量小股票的投资者,他们挑中价值公司的概率就不那么令人满意。

股权激励在给予高管授予股票时,会根据当时的股价设置高管买股票的价格,一般而言,倾向于在当前价格的基础上降低一定比例的折价。自2006年以来,折价发行的公司比例每年都超过50%。这种折价发行,看起来是为高管收益提供了安全边际,而实际上,高管真正拿到激励的股票尚需约一年或一年以上时间,获得股票后,还会有锁定期的限制禁止高管立刻卖出股票,由此,高管需要等待超过一年半的时间才能够将收益现金化。所以,激励价格的折溢价水平并不能立刻反应激励作用。

预案发布与股权激励真正实施之间,存在一定时间间隔,观察发现,2008年、2011年和2012年呈现明显的激励价格高于股价的趋势。这三年中,在激励计划发布初期,都是折价发行,而经历了一年的系统性下跌,最终均表现出股价不敌系统性风险,跌破激励价格的局面。这就说明,在熊市中,二级市场投资者对于股权激励信心不足,并不认为股价有足够动力涨过激励价格。

系统性风险成达摩克利斯之剑

那么,在实施公告披露之后,股权激励公司是否能够提振投资者信心,同时激励高管层呢?

2008年,投资这类股票的绝对收益为-53%,当年沪深300指数跌幅-65%,可见在实施公告落实之后,股价相对市场而言跌幅较少,有一定超额收益存在。激励发挥了一定作用,虽然并没有为高管和股东带来真正收益,但参

郑雅斌

股权激励公司数量在随着市场发展不断增多,投资者参与难度在增大,必须对股票进行进一步筛选。我们认为投资者可以从激励计划的实施情况、激励的行权难易度着手。我们认为,激励计划的行权难易度也是一个非常好的筛选指标。

这里的行权难易度针对股票类型的激励,指的是授予股票的条件;针对期权或股票增值权类的激励,指的是行权条件。无论哪一类型的激励,都需要仔细考察条件设置中各类财务指标的要求。一般而言,上市公司倾向于从以下几个指标对激励对象进行限制:净资产收益率(ROE)、资产收益率(ROA)、净利润增速、主营业务收入增速等。这

谢祖平

大智慧股权激励板块统计显示,近年来推出股权激励计划的上市公司已近300家,股权激励板块指数2008年12月31日为2977.79点,2012年12月12日收盘指数处于4667.53点,近4年以来涨幅为56.74%,而期间上证指数1820.81点到2082.71点累计涨幅仅有14.83%,股权激励板块表现强于同期上证指数表现。

根据关于“您认为在二级市场投资股权激励概念股能获得超额收益吗?”的调查结果,选择“能”、“不能”和“说不清”的投票比例分别为27.45%、52.23%和20.32%,超五成投资者表示股权激励概念股并不能获取超额收益。造成这种结果的主要原因,可能在于投资者未能把握好操作的节奏,虽然股权激励板块整体表现强于大盘,长期持股将获取相对于大盘的超额收益,但若介入时点不对或买卖频繁,反而可能造成投资的亏损。

观察最近推出股权激励计划的上市公司索菲亚、广联达、高新兴以及亚盛集团等股价表现看,相关公司股价均出现一定程度涨幅,且目前市场整体估值水平相对较低。您认为2000点位置是投资股权激励概念股的好时点吗?”的调查结果,其中选择“是”、“不是”和“说不清”的投票比例分别为33.43%、52.14%和14.43%。显示,投资者似乎并不认同目前股权激励概念股的投资机会,超五成投资者认为时机未到,究其原因可能在于对市场走势仍存谨慎,操作上也相应采取保守策略。不过,在选择股权激励股时投资者的倾向性较明显,在投资股权激励股时,您会侧重公司的哪些条件?”的调查结果,投资者选择“经营业绩”、“流通盘”、“新投资项目”、“股权激励价”和“其他”的投票比例分别为49%、67%、7.12%、12.06%、4.65%和26.50%,不难看出,投资者普遍看好的还是上市公司未来的经营业绩,而近期推出股权激励计划的永新股份、康得新在行权期的业绩方面也给出了较高的业绩提升门槛。

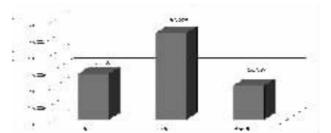
最后,根据关于“您觉得投资股权激励股最好的激励对象应该是谁?”的调查结果,其中选择“董事、监事”、“高级管理人员”、“核心技术(业务)人员”和“其他员工”的

投票比例分别为7.60%、21.84%、42.17%和28.40%。从调查上看,投资者认为股权激励应该主要涉及公司的核心技术(业务)人员以及高级管理人员,而将董监事作为实施股权激励的对象则赞同率最低。

当前,上市公司股权激励计划是A股市场关注的亮点之一,在选择股权激励股作为投资标的时,首要的还是要看上市公司的经营情况,以及相关公司的估值水平,尽可能选估值在同行业中低估的品种。此外,虽然近期市场处于反弹过程中,但表现较为抢眼的主要是前期的超跌股,相比之下部分强势股则出现补跌的走势,故在选择时仍应尽量回避强势股,以规避其可能存在的补跌风险。

(作者系大智慧研究员)

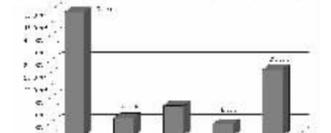
一、您认为二级市场投资股权激励概念股能获得超额收益吗?



二、您认为2000点位置是投资股权激励概念股的好时点吗?



三、在投资股权激励股时,您会侧重公司的哪些条件?



四、您觉得投资股权激励股最好的激励对象应该是谁?



数据来源:大智慧投票箱

与其中的二级市场投资者,倘能做空更有利可图。2009年市场上涨,股权激励策略涨幅为249%,大幅跑赢指数。2010年沪深300指数有一定跌幅,但是策略取得了正收益41%。2010年基本处于震荡行情之中,这种时候没有全方位下跌风险,激励的作用就非常好好地得以体现。激励的受益者,不仅仅是公司大股东,得到激励股票的高管,同时,二级市场投资者也可以享受到公司成长带来的股价上涨。2011年和2012

年以来的情况却不容乐观,在今年的行情中看不到激励计划起到的作用。

以上情况与最近几年长期宏观经济、市场环境没有明显反转有一定关系,若经济大环境长期不利,高管在看不到明显上升通道的时候,股价已下跌破激励价格,那么高管难以寻找到有效措施促进公司业绩成长,尤其近年来资金面紧张,民营企业难有大作为,激励难达初衷。

(作者系海通证券研究员)

从行权条件和时点挑选股权激励股

郑雅斌

些指标必须达到要求后,激励的股票或者期权才能够授予激励对象如公司高管或是员工等。大家可选择条件设置相对而言更严格的公司作为投资标的,如果条件设定非常容易实现,那么公司高管不需要付出过多努力就可以达到目标获得激励,股价也不会有太多表现。只有当条件设置真正有鞭策作用,高管需要进行更多努力促进公司发展,激励计划才有意义,对二级市场投资者而言也更具有参与价值。数据显示,行权容易的公司,一年以内至多跑赢指数不到10%,一般超额收益在5%左右,而行权更严格的公司,一年时间基本上能够有20%左右的超额收益。

股票筛选后有了可以买入的投资标的,需要考虑的就是何时买入。有两个

较好的介入时机参考:第一个买入点是在实施公告公布之后两个月。我们研究发现现在公告公布日附近,股价表现平平。这很可能是源于信息不对称导致有投资者提前布局,公告公布后是这类投资者的出货期,所以建议大家规避这个阶段。二个月之后,股价呈现企稳态势,开始贡献超额收益。第二个买入点在奖励股票上市解锁之前出现。股权激励给与激励对象限制性股票或是股票期权,无论哪一种方式,当激励对象获得股票后,都会通过锁定期(一般为半年或一年)限制高管立刻卖出股票获利,一旦股票解锁,激励对象才能兑现奖励成为“活钱”,都可兑现。历史规律显示,股价在即将到达解锁日时会有一波最终的冲刺行情。(作者系海通证券研究员)