

从行权标准看民营上市公司股权激励制度的有效性

钱陆君 徐群娜 陈洁琼

资金与人才的缺乏是民营企业发展面临的两大瓶颈，在知识经济时代，民营企业人才资源匮乏问题尤显突出。据调查，民营企业近几年的人才流失率达30%以上，浙江一些医药生产企业的人才流失率竟达70%。民营企业人才流失的一个重要原因是其制定的管理人员薪酬制度具有短期化倾向。虽然民营企业上市后职业经理的薪酬制度开始从短期激励向短期激励与长期激励方式相结合的方向转变，不少民营上市公司也已开始尝试使用股权激励方式来激励高级管理人员，但较高的人才流失率表明其设计的股权激励机制尚有不合理之处。本文拟从行权标准视角对此问题进行讨论。

一、股权激励制度中的行权标准问题分析

行权标准在上市公司股权激励制度设计中具有基础性地位。过低的行权条件对于提升企业业绩毫无作用，甚至可能会沦为高管变相从上市公司掏钱的工具；过高的行权条件会降低高管人员努力工作的内在动力。浙江是民营企业分布最为广泛的地区，其发布股权激励计划的公司共有10家，其中，已正式实施股权激励的只有中捷股份、伟星股份和苏泊尔3家，且形式都为股票期权。本文拟以实施股权激励的3家浙江民营上市公司为例，分析其股权激励制度。3家公

司的股权激励计划和行权条件比较如表1、表2所示。笔者认为上述三家民营上市公司的股权激励制度存在以下缺陷。

1. 部分指标设定过低。苏泊尔的股权激励计划规定“行权前一年公司加权平均净资产收益率达到10%以上”，而2006年和2007年该行业的加权平均净资产收益率为10.88%，已经超过了10%，因此苏泊尔规定的行权条件实际上低于同行业的平均水平。对于苏泊尔来说，虽然2008年人民币升值速度加快可能会对公司的出口造成一定压力，且原材料价格上涨、人力成本增加又会对公司带来成本上涨压力，但是苏泊尔作为国内炊具行业的龙头之一，目前产品已远销美洲、欧洲及东南亚许多国家，其经营业绩在国内行业内排名前列，管理层并不需要付出多大的努力就可满足行权要求，因此其设计的股权激励计划对

管理层的激励作用较为有限。

与苏泊尔相比，伟星股份有过之而无不及。伟星股份规定的行权条件是“上一年度加权平均净资产收益率不低于10%”和“上一年度扣除非经常性损益后的加权平均净资产收益率不低于10%”。由于公司2003年至2005年的加权平均净资产收益率和扣除非经常性损益后的加权平均净资产收益率都远大于10%，且考虑到纺织配额限制取消后，中国纺织服装业将迎来一个前所未有的发展机遇，伟星股份也将享受到纺织行业带来的巨大发展机会，因此，笔者认为，2006年伟星股份在制定股权激励计划时将“上一年度加权平均净资产收益率不低于10%”作为行权标准有标准过低之嫌。同样，伟星股份规定的另一个条件“以2005年净利润为基数，两个会计年度(2006、2007年)净利润年复合增长

表1 股权激励计划比较

相同点		股权激励计划比较		
		中捷股份	苏泊尔	伟星股份
激励方式为股票期权；激励计划有效期为自股票期权授予日起5年，股票来源为向激励对象定向发行公开股票。				
标的股票总数		510万股(占股本总额的3.71%)	600万股(占股本总额的3.41%)	608万股(占股本总额的8.13%)
行权价格		6.59元	7.01元	9.06元
不同点				
授权日		2006年7月24日	2006年7月18日	2006年10月27日
行权开始日		授予日1年后	授予日1年后	授予日2年后
行权情况		2008年2月22日，统一行权80%股票期权，即636.48万股，行权价4.02元。	一期20%的股票期权达到行权条件，但还未行权。	未到期

表2 行权条件比较

相同点	1.满足2006年1月4日正式颁布的《上市公司股权激励规范意见》试行规定的基本要求,激励对象上一年度绩效考核合格; 2.分期分批行权; 3.上一年度扣除非经常性损益前后的加权平均净资产收益率均不低于10%; 4.都有以2005年年末为固定基数的净利润指标。苏泊尔和伟星股份净利润年复合增长率分别为10%和25%;中捷股份的年净利润增长率不低于15%,如第二年没达到,第三年较第一年的增长率不低于25%也可。
不同点	中捷股份 激励对象可以分两期行权。授权日后第二年可以开始行权占总量80%的股票期权,第三年可以开始行权占总量20%的股票期权。
	苏泊尔 1.公司每股收益以2005年年末为固定基数,净利润年复合增长率达到10%以上; 2.激励对象可以选择在股票期权的有效期内分三期行权或一次全部行权。满一年后,首次行权不得超过其获授的股票期权数量的20%,第二次行权必须在距第一次行权满一年后,行权数量不得超过第一次行权后剩余期权数量的50%,第三次行权必须在第二次行权满一年后。
	伟星股份 激励对象可以分两期行权。授权日两年后第一次行权,不超过获授股票期权的50%;激励对象可以在第一次行权的十二个月后对剩余可行权的股票期权进行行权。

率超过25%”也是不难实现的。由于企业2004年的净利润增长率达25.10%,2005年更是达43.62%,因此,根据企业前几年的发展趋势,有理由预测2006、2007年公司的净利润仍能保持快速增长。实际上,公司2006年和2007年的净利润分别达到了78.42%和74.02%。

民营上市公司设置如此低的行权标准,其动因之一可能是为了保证股权激励能够顺利实施,管理者能够获得行使股票期权的权利。但是这种歪曲股权激励本意的激励方式不仅不能发挥其长期激励的作用,反而可能成为公司高管侵害外部投资者利益的工具。

2. 行权标准存在短期化倾向。3家民营上市公司的股权激励计划均是与上一个年度的经营业绩对比。如中捷股份规定“激励对象上一年度绩效考核合格;上一年度加权平均净资产收益率不低于10%;上一年度扣除非经常性损益后的加权平均净资产收益率不低于10%”,仅对“上一年度”的业绩有要求,这样不能形成长期有效激励。如果中捷股份2007年扣除非经常性损益后的加权平均净资产收益率达到10%,那么2008年公司业绩是否下滑和高管薪酬就没有关系了,因为高管这一期的股权激励计划行权标准已经全部达到。可以看出,由于行权标

准设置得不合理,股权激励计划只能起到了一两年的短期激励效果。

股权激励时间过短造成的后果是经营者很可能采取短视行为,只注重发行股票期权前上市公司的经营状况,甚至利用会计政策的漏洞夸大其经营业绩,从而使得公司股价的波动受到非企业自身经营状况因素的影响,这时上市公司的股价将不能真实体现上市公司价值的增长。上市公司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

破解紫金矿业盈利之谜

叶建华 杜智勇

紫金矿业集团股份有限公司(简称紫金矿业)经过15年的发展,销售收入从1993年的592万元猛增到2007年的140亿元,增长近2364倍,净利润则从55.1万元增至35亿元,增长近6352倍。这种超常规的发展速度使其被誉为中国“黄金第一股”。本文拟以该企业的盈利能力分析为出发点,综合相关信息揭示该企业的发展轨迹及盈利之谜,希望能为投资者进行理性投资和企业健康发展提供科学可行的思路。

一、案例概况

1. 公司情况介绍。紫金矿业主要从事以黄金为主导产业的矿产资源的勘探、

采矿、冶炼及矿产品销售。按2007年黄金产量排名,公司在世界主要黄金矿业公司中位居第10位。除黄金外,公司还拓展了铜、锌等其他有色金属领域,其子公司阿舍勒铜业已经成为中国第5大铜精矿生产商。截至2007年紫金矿业的黄金、铜、锌和铁储量分别为638.19吨、937万吨、319万吨和1.68亿吨。2008年4月,公司在上交所首次公开发行并上市面值为0.1元的A股,发行价为7.13元,较其同日H股价格溢价4%,市盈率高达40倍,甚至高出截至发行日沪市二级市场平均37.45倍的市盈率,如此高的发行价并没有削弱投资者对其股票的热捧,首日上市交易最高股价一度达到21.6元,成为我国名副其实的“黄金第一股”。

2. 盈利能力状况分析。山东黄金、灵宝黄金、中金黄金和紫金矿业均为国内知名黄金企业,主业基本相同,但资产规模悬殊。基于此,笔者选取了这四家公司2002~2007年的毛利率、净资产报酬率两个相对指标进行对比分析,并综合其他信息以对紫金矿业的盈利能力做出客观评价。

从表1可以看出,2002~2007年紫金矿业每年的毛利率都很高,均值为47.51%,远高于同行其他企业,这说明紫金矿业的利基较好,盈利能力强,具有龙头或明星企业的特征;其净资产报酬率的均值为16.19%,在行业内处于中上等水平,而标准差为3.79%,在行业内最小,这说明紫金矿业的收益情况很稳

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长期期的行权时间。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。

(作者单位:浙江工商大学)

责任编辑 陈利花