# 股权激励计划盘点

陈 欣

(华南理工大学工商管理学院 广州 510640)

【摘要】本文通过对我国上市公司股权激励计划实施方案的研究,发现股权激励计划有三大特征,即激励计划以期权为主、行权条件主要考虑财务绩效,而且大多数期权计划通过股利政策修改行权价和行权数量。

【关键词】股权激励计划 股票期权 行权价调整

近几年,股权激励已经成为高管薪酬的重要组成部分,研究也认为股权激励有利于降低代理成本,提高股东价值,因此公司推出股权激励方案时市场通常会做出积极反应。但是,所有权和控制权的分离导致管理者与外部股东存在潜在的利益冲突,管理者基于自身利益最大化,有可能操纵股权激励收益,损害股东利益。本文通过对我国上市公司股权激励计划方案实施过程的研究,发现股权激励计划存在三大特征,即激励计划以期权为主,行权条件主要考虑财务绩效、大多数期权计划通过股利政策修改行权价和行权数量。

## 一、股权激励方案实施情况

自 2003 年 3 月底至 2011 年 3 月底, 沪深两市共有 334 家公司推出或计划推出股权激励方案。按照证监会一级行业分类,电子信息业有 47 家公司推出股权激励计划,占 2010 年全行业上市公司总数约 30%, 这与行业的经营风险以及高科技人才的关键作用有关。其他股权激励较为集中的行业有生物医药制造业以及高端设备制造业。中小板公司有 116 家推出股权激励计划,2009 年才开始设立的创业板公司, 已有 24 家也推出了股权激励方案。

根据聚源数据库的《股权激励一览》,以首次信息发布日期为准,2003 年仅东阿阿胶推出了股权激励方案, 目前仍在实施中。2004 年没有公司推出股权激励计划,而 2005 年则有 47 家公司推出股权激励计划, 其中包括广受关注的金发科技。一般股权激励计划有效期为 5 年,加之外部环境的变动导致许多激励计划最终未能实施,这 47 家公司的股权激励目前

---

是盈余管理产生的根源。这一观点的最大缺陷在于,不能解释非公司制企业为何也存在盈余管理现象。因为独资、合伙等非公司制企业的建立并不依赖于特定意义的委托代理关系,兼具所有者身份的管理者基于债务契约动机(如获得银行贷款)和政治成本动机(如合理避税)也会进行盈余管理。因此,委托代理关系不是盈余管理产生的根源。正是由于现有盈余管理定义中主体的残缺误导了部分人,使他们误认为委托代理关系是盈余管理产生的根源。有人把契约摩擦和沟通阻滞作为盈余管理产生的两个前提,认为如果委托人与代理人之间没有契约摩擦,他们的沟通是完全透明的,委托人可掌握并充分使用信息,盈余管理就不再发生。这一观点的错误同样是未考虑不依赖于管理者与股东之间的委托代理协议而存在的非公司制企业中也存在盈余管理行为。

## 二、盈余管理定义新解

通过上述分析,笔者认为盈余管理的定义是:管理者或所有者在不违反一般公认会计原则的前提下,通过会计方法或构建真实交易活动来调整会计信息以实现个人利益或企业价值至满意程度的过程。具体而言:

**1.** 盈余管理的主体包括公司制企业中的管理者和非公司制企业的所有者(经营管理者);盈余管理的载体(形式主体)是企业。

**2.** 盈余管理的对象是会计信息而不单纯是会计盈余,因为对会计盈余的调整必然涉及其他信息的变化。

**3.** 盈余管理的手段包括会计手段和真实交易两种,在不同的会计环境下,盈余管理的主体会有不同偏好。

**4.** 盈余管理合法的依据是一般公认会计原则,因为会计准则并非在所有企业中执行而且会计准则只是盈余管理的一种工具,这样与主体相对应。

**5.** 由于主体是有限理性的,不可能做出最优的决策使个人利益或企业价值最大化; 公司制企业中管理者个人利益与企业价值有时一致、有时冲突,非公司制企业中所有者个人利益与企业价值一致。

正确认识盈余管理的定义是开展盈余管理研究的第一步,盈余管理定义的正确、全面与否所产生的后续影响是一系列的,特别是对正确理解盈余管理产生的根源。盈余管理研究的最终目的是提出切实可行的盈余管理防范和治理措施,理论研究是政府部门决策的参考和依据,因此从这一点讲,科学认识盈余管理定义具有深远的理论意义和广泛的现实意义。

### 主要参考文献

**1.** 陆建桥.中国亏损上市公司盈余管理实证研究.会计研究,1999;9

**2.** 秦荣生.财务会计新课题:盈余管理.当代财经,2001;2

仅农产品和深振业实施完成。2005年底证监会发布《上市公司股权激励管理办法》,我国上市公司的股权激励制度进入加速发展阶段,如表所示。总体来看,仅6.8%的公司完成了期权激励计划,而超过19%的方案由于环境变化或者核心人员离职而被终止,尤以2008年为甚,由于股票指数大跌,大部分公司的行权价甚至高于当时的股价,成了价外期权,因此很多股权激励方案被终止。但是当公司股价逐步上升后,大部分公司又重拾股权激励计划。如中集集团,2008年的股权激励方案由于股价大跌被终止后,2010年公司又提出了一个包括181名高管和核心人员、有效期长达10年的激励计划。从表中可以看出,2009年后股权激励计划开始加速,2011年第一季度就有36个股权激励预案/意向被提出。

**2005~2011年3月股权激励计划实施状况**

| 年份 | 数量 | 实施完成 | 否决/未实施终止 | 实施中 | 意向/预案 |
|---|---|---|---|---|---|
| 2005 | 47 | 2 | 3 | 8 | 34 |
| 2006 | 105 | 11 | 16 | 15 | 63 |
| 2007 | 23 | 1 | 6 | 3 | 13 |
| 2008 | 66 | 2 | 41 | 10 | 13 |
| 2009 | 30 | 4 | 6 | 7 | 13 |
| 2010 | 75 | 6 | 2 | 16 | 51 |
| 2012 | 36 | | | | 36 |
| 合计 | 382 | 26(6.8%) | 74(19.4%) | 59(15.4%) | 223(58.4%) |

注:公司数量的确定以首次信息发布日为准。

## 二、股权激励计划实施特点及存在的问题

**1.** *激励计划以股票期权为主。*从激励模式来看,上市公司较多选择股票期权作为标的物(208家,占62.27%),《上市公司股权激励管理办法》对股票期权的行权价与有效期进行了规定。即行权价不得低于股权激励计划公布前一个交易日股票收盘价或者前30个交易日公司股票均价的较高者。股票期权的有效期从授权日计算不得超过10年。从实施情况来看,上市公司均能遵循该规定。另外,55家公司采用限制性股票方式进行激励,其中包括无偿奖励2家,按公告前20个交易日均价的50%确定行权价的有20家,另有6家按照公告前20个交易日均价的一定折扣确定行权价。行权价普遍较低反映了限制性股票有向高管派送红包的嫌疑,常被市场认为是"金手铐"。5家公司使用股票增值权的方式进行股权激励,这些公司是因为同时发行H股或者对外籍高管进行激励。

激励方案的股票来源中,44家公司采用存量股票,占13%;244家公司采用发行股票方式,占73%;另有14家公司采用回购股票方式,但其中有5家的方案未实施即被终止。上市公司一般通过定向发行授予激励对象股票,其中有202家采用股票期权方式,另42家采用限制性股票方式。

由于行权价格的计算是基于公告前的交易价格,因此管理层可能对股权激励计划进行时机选择。当市场处于整体弱势而长期看涨时,就是推出股权激励计划的好时机。2006年中国股市结束了长达5年的熊市开始上涨,当年推出的股权激励计划的公司就高达105家。2007年股市出现泡沫,大多数股票出现过高估值,当年推出的股权激励计划就只有23家,且最终只有一家实施完成,3家正在实施中,其余均停留在预案阶段或者被终止。

**2.** *行权条件主要考虑财务绩效。*行权条件是股权激励计划的核心,也是市场判断公司实施股权激励计划动机的重要依据。如果公司提出了较低的行权条件,通常被认为向管理层派送红包,或者带上"金手铐"。如果公司提出了较高的行权条件,市场则认为管理层对公司前景有信心,或者能够督促管理层更努力地工作,实现公司业绩的增长,这样的股权激励计划通常会反映到股价的上涨上。就样本公司来看,有175家公司规定了具体的行权条件,其他公司主要是处于意向/预案阶段。整体来看,净利润增长率、净资产收益率和营业收入增长率是最主要的财务指标。净利润增长率的要求差异较大,如康得新要求2011~2013年增长率分别达到119%、185%和270%,而另一家中小板公司英威腾要求2011年净利润增长率不低于10%。金地集团则要求扣除非经常性损益后的净利润不得低于授予日前三年的平均水平。另有40家公司还要求未被出具无法表示意见或否定意见的审计报告,激励人员未因违法违规被处罚,且考虑非经常性损益,如华海药业。由此可见,上市公司股权激励计划的行权条件差异极大。有些公司特别是创业板公司,如果股权激励计划设置过低,很可能存在向管理层输送利益的问题,而管理层的确也可能通过股利政策等手段操纵行权价。

**3.** *存在操纵行权价的问题。*《上市公司股权激励管理办法》第二十五条规定,上市公司因标的股票除权、除息或其他原因需要调整行权价格或股票期权数量的,可以按照股票期权计划规定的原则和方式进行调整。而从聚源数据库《激励计划要素变动》来看,的确有为数不少的公司通过送转派调低行权价格。117家公司发布了股权激励计划的变动公告,其中因派现需调整行权价格的有23家,标的股票送转的有15家,送转并派现的有39家。因送转派需要调整行权价格的公司占了样本数的66%。公司管理层很可能通过送转派调低行权价,而市场通常对送转派做出积极反应,或者调低的股价造成投资者的"价格幻觉",从而提高股权激励收益。例如双鹭药业的股权激励计划,2006年推出时行权价格为9.83元/股,经2007、2008年两年送转和2009年派现,其行权价已经调整为2.74元/股。而双鹭药业的股价从发布信息时的2006年2月底的9.02元,到2007年底的61元,目前约在49元的价位。其管理层自2009年8月解禁开始,已经实施四次方案,每股赚取的差价达到15~20倍。如此巨大的利益诱惑下,管理层更可能把精力放在如何操纵行权价上,因此未来的股权激励规范应当考虑约束管理层的送转派行为,尤其是处于高速成长期或需大量外部融资的创业板和中小板企业更应如此。

## 主要参考文献

**1.** Lazear E.. Output-based Pay: Incentives, Retention or Sorting?. Research in Labor Economics, 2004;23

**2.** 肖淑芳,张超.上市公司股权激励、行权价操纵与送转股.管理科学,2009;22