给股权难激励的尴尬

□穆林娟　张晓璇

（北京工商大学商学院 北京 100048）

摘要：股权激励作为一种长期激励制度在上市公司越来越受到重视，本文采用案例分析的方法，通过对合康变频股权激励方法的分析，发现很多创业板公司存在给股权难激励的尴尬，创业板上市公司高管人员股权激励的长期效应不显著，我们分析了原因并给出建议。

关键词：股权 激励 创业板

创业板正式推出后，众多创业板公司高管的离职成为热议的焦点。相比商业模式、核心技术等决定要素，团队同样至关重要，而设计完善、实施合理的股权激励无疑是激发团队活力的引擎，创业板上市公司股权激励掀起高潮。但是股权激励的效果却差强人意，本文拟以合康变频推出的股权激励计划为例，探讨创业板公司如何推出卓有成效的股权激励计划。

一、案例企业——合康变频股权激励概况

合康变频股权激励计划披露，公司将授予高级管理人员、核心技术（业务）人员共 34 人累计不超过 314.9 万股限制性股票，占公司已发行股本总额的 2.62%，授予价格仅为 22.39 元，是草案公布前 20 个交易日公司股票均价的 50%，股票来源为公司向激励对象发行股份。其中，董事杜心林、张涛和叶斌武分别获授 70 万股、60 万股和 35 万股，财务总监、董秘王冬获授 45 万股，其他 30 名核心技术与业务人员共获授 104.9 万股，4 名高管获授股票占本次授予的限制性股票总数的 66.69%。

按照此方案，此次股权激励计划的有效期为自股东大会通过之日起 6 年，公司向激励对象授予限制性股票之日起 1 年为禁售期，禁售期内，激励对象获授的股票被锁定，不得转让；禁售期后为解锁期，若达到计划规定的解锁条件，激励对象可分四次申请解锁：授予日后的第一个周年日、第二个周年日、第三个周年日和第四个周年日后可分别解锁当次获授标的股票总数的 25%，解锁后的标的股票可依法自由流通。解锁期的任一年度公司绩效条件未达到解锁条件的，这部分标的股票可递延到下一年，在下一年达到解锁条件时解锁。若下一年仍未达到解锁条件，该部分股票不再解锁，公司有权回购并注销该部分股票。

股票获授者要想解锁，必须达到一定的业绩条件，一是以 2009 年净利润为固定基数，公司解锁日上一年度经审计的净利润较 2009 年度的净利润年复合增长率达到或超过 30%；二是解锁日上一年度的净利润不低于授予日前最近三个会计年度的平均水平且不得为负；三是 2010 年、2011 年、2012 年、2013 年公司净资产收益率分别不低于 8%、10%、11%、12%。若公司发生再融资行为，则融资当年及下一年指标值以扣除融资数量后的净资产及该净资产产生的净利润为计算依据。

然而在这样一份股权激励计划推出前夕，公司两位核心技术人员相继递交了辞呈，而且上述两位人员没有原始股，无法辞职后套现，创业板公司遭遇“给股权难激励”的尴尬。

合康变频透露，公司两位核心技术人员辞职的理由是“家在异地无法照顾家庭”，但这种理由显然站不住脚，辞职的两位核心技术人员可能认为公司股权激励的力度不够，没有平衡到历史业绩和职位发展，也就是说，两位核心技术人员辞职的最终原因是其股权激励计划设计上的不合理，没有达到激励的目的。

股权激励的推出，是将激励对象的报酬与公司的业绩挂钩，达到一定的业绩就给予激励对象相应的股权，期间附带部分约束条件，最终达到公司业绩增长和激励对象报酬提高的双赢局面。但合康变频遭遇的尴尬表明，股权激励对公司并非完全起到正面的效果，如果处理不当，可能会使股权激励的目的从最初的“财散人

?1994-2015 China Academic Journal Electronic Publishing House. All rights reserved. http://www.cnki.net

聚”走向其反面:“财散人散”乃至“财未散人先散”。

二、激励效果的成因分析

缘何股权激励没有起到激励的效果?

(一)对核心技术人员的激励程度不够

根据合康变频公布的资料,公司的核心技术人员只有2位,而本次股权激励草案中计划首次授予4名高级管理人员标的股票210万股,占本次授予的限制性股票总数的66.69%,占合康变频股本总额的1.75%。管理人员拿走66.69%后,其核心技术人员在高管层股权激励份额里分得多少显而易见。作为公司的核心技术人员,也很难会愿意继续留在这样的公司。

推行股权激励的本意是让公司员工和企业、股东的利益趋向一致并且分享企业未来发展的成果。从全世界范围来看,对于高成长且处于初创阶段的企业来说,股权激励是一种通行做法,也被证明有较大正面作用。

合康变频作为一家高成长的高科技企业,整个行业有一定成长性,其留住人才的动力理应更大。此前,由于创业板推出的速度超过预期,合康变频在上市前来不及完成核心员工的普遍持股,所以持股的管理层及员工比较少。这次进行股权激励,一是说明公司高管、员工对公司未来成长性有信心;二是为了让更多员工能分享到未来企业成长的成果,安下心来更加努力工作,实现与企业共同长期发展。总之,实施股权激励的目的就是要留住核心人才并吸引更多人才,实现公司的持续稳定发展。这对公司股东包括中小股东而言,也是非常有利的。合康变频推出股权激励计划的初衷是好的,然而,设计条款上的不合理性却导致其股权激励计划很难留住人才,难以达到激励的目的。

(二)公司存在股权激励前后业绩变脸的嫌疑

公司股权激励股票解锁条件中对净利润的要求为:以2009年净利润为固定基数,公司解锁日上一年度经审计的净利润较2009年度的净利润年复合增长率不低于30%。值得注意的是,生产高压变频器的同行业公司2010年基本保持50%以上的业绩增速,而合康变频该年前三季净利润增幅仅为21%。由于激励对象想兑现收益必须“加把劲”,加上自激励实施之日起利好释放不断,合康变频2010年第四季度股价翻番。究竟是激励提升了绩效,还是绩效遭遇了人为压低?合康变频的例子告诉我们,要分辨这点其实不难。一看基本面,如果公司正处于行业上升期,以往业绩都不错,在推出股权激励之前收入突然陷入低谷或者期间费用突然大幅增加,造成净利润严重下滑,那十有八九在藏利润。二看时点,如果股权激励的时点恰好是在业绩突然变差、二级市场股价出现较大幅度调整之后,且股权激励预案公告之后,业绩逐渐提升,利好不断公布,藏利润的动机多半也表露无遗。

激励前后利润变脸,这样的账面游戏成为股价兴风作浪的催化剂,在高管和机构沉醉于非正当的双赢时,其他中小股东还在被公司业绩虚假增长的幻象所蒙蔽,他们充其量仅是失而复得,根本没有享受到高管们在“激励”之下勤勉尽责所带来的额外红利。

(三)是否存在为高管“送红包”的嫌疑

有些人认为创业板公司的行权条件定的较低,有为高管“送红包”的嫌疑。然而从合康变频股权激励行权条件来看,要完成这些指标非常有挑战性。净利润年复合增长率达到或超过30%,是在扣除了每年行权成本摊销之后得出的数据。如果不扣除则每年净利润复合增长率要接近50%,并且要连续四年完成该指标,这对公司而言也是不容易的。这几年公司发展速度非常快,2009年合康变频净利润已经超过7 000万元,以此为基数要求持续每年接近50%的高成长,这对竞争激烈的制造业公司而言,已经很有挑战性了。

笔者认为,在衡量创业板公司行权指标时,不能以绝对数字一刀切看待。如果公司在上市之前规模比较小,净利润比较少,而所处的行业增长速度又非常快,则可以设立相对高的指标。反之,一些企业本身基数已经很大,且所处的行业增速较慢,则完成相同指标的难度并不一样。所以,市场要具体个案具体分析,根据企业规模、企业所处的行业、宏观经济环境和宏观政策等来综合衡量。

三、案例给我们的启示

资本市场一直对股权激励持正面肯定的态度,股权激励计划的推出经常迎来股价的上涨。但已有的案例表明,股权激励计划是一把“双刃剑”,一方面可以推动公司业绩增长和激励对象回报增长,另一方面计划不当则可能会造成企业内讧,技术人员出走,高管辞职套现等问题的出现。因此,要辩证地看待上市公司特别是创业板公司推出的股权激励计划,因为股权激励计划也可能会出现相反的结果:核心人员出走,公司业绩下滑。因此,我们给出创业板公司如下建议:

(一)构建整体人才、薪酬策略,确定核心骨干

从人力资源管理的角度来看,人才策略包括对人才的“选、用、育、留”四个环节。其中的留是指激励与保留,即要建立完善的薪酬福利体系及多元化的激励手段以吸引和保留核心人才的需求。因而,企业需要对核心人才加以界定并且建立匹配的薪酬策略,其中既包括对其总体薪酬的水平定位,也包括总薪酬中固定薪酬、绩效奖金、长期激励收益各部分的构成比例确定。

在整体的人才策略与薪酬策略下,企业可以更加准确地着手搭建对核心人才的长期激励机制。从实践来看,通常有四种类型的核心人才是需要进行长期激励。第一类是其决策将对企业的业绩发生深刻和长远影响的

?1994-2015 China Academic Journal Electronic Publishing House. All rights reserved. http://www.cnki.net

职位，如高层管理人员等；第二类是企业核心业务发展所需要的关键人才，拥有知识产权、特殊技能的人才，具有市场稀缺性，如核心技术人员；第三类是易产生内部人控制问题的职位，如某分支机构负责人或控制业务重要环节的人员；第四类是业绩表现具有滞后性的重要职位，需要通过一定时间周期才能体现，如项目投资负责人。

（二）根据公司和激励对象需求，选择恰当激励方式

长期激励的方式包括很多种，通常市场所熟知的有股票期权、限制性股票、员工持股计划、经营层持股等。这一类方案的特点是，激励对象在达到公司约定的条件后，可以一定的对价获得一定数量的公司股份。激励对象成为公司股东后，与原股东有了共同利益，会倍加努力地去提升公司的业绩。

在有的情况下，股东对股权稀释会有抵触，以股权结算的长期激励就不太适用了，而像股票增值权、虚拟股票计划、利润分享计划、延期支付、业绩单元则具备一定的可行性。这一类方案的特点是激励对象在达到公司约定的条件后，公司直接以现金与激励对象结算，股本结构不发生变更，原有股东股权比例不会造成稀释，但公司要承担现金形式的成本支出给激励对象。

对创业板上市公司来说，它们中的大多数处于发展阶段，现金流并不特别充裕，在股权稀释与现金支付均不可行的情况下，长期激励也并非无计可施。公司选择什么样的激励方式，是要看公司的实际情况，也要结合激励对象的特定需求而定。

（三）匹配公司发展，选择恰当激励时机

公司发展有几个关键节点，包括公司初设立、增资扩股（引进私募战略投资者）、股份制改造、IPO 等，在不同节点进行长期激励，其效果是大不同的。

例如可以在公司成立之初即开始第一轮的股权激励计划，之后分数次向公司的核心技术、销售、管理骨干不断地授予股权。或者是建立一年一次的常规授予机制，每年均按单位出资额作价人民币 1 元的价格对管理人员和中、基层骨干人员进行增资扩股。

当然，公司不能在伴随着上市重组、审计、资产评估等一系列的工作重头戏之中，匆匆上马长期激励项目。由于上市节点的迫近，增大了长期激励实施的困难。“突击入股”情况的发生，会向投资者传递的信息是“造富”而不是激励，将影响到资本市场对公司的认可度。

（四）确定授予价格与授予额度

对很多公司而言，激励力度是一个难以拿捏的问题。授予价格过低或额度太多，公司或股东的激励成本过高，会带来高管“暴富”的嫌疑；反之，激励对象的获益空间降低，对激励计划不够重视，也起不到激励的效果。如何寻找良策？

首先是授予价格的确定。公司在不同时点的股权价值不同，授予对象的价格也有所差异。从实践来看，上市前的长期激励，股权授予价格通常是以股本面值、每股净资产、第三方估值、私募价格或者预期的 IPO 价格等作为参照。一般是越早期的授予，价格越低，未来上市后的增值空间也就更大。但由于早期公司发展前景不明，激励对象入股的风险较大，这种情况下为了稳定核心人才，股东无偿赠予的居多。一旦上市计划明确，激励对象入股的风险较小，价格就相对较高。

其次是授予额度的确定。这需要综合考虑激励对象在公司的服务年限、岗位职级、业绩表现、未来发展潜力等，确定不同的激励力度。在同一公司从高管到核心员工的授予中，长期激励的额度可以达到数十倍乃至上百倍、千倍的量级差异，一般最低的员工可以为千余股，最高的能达数十万乃至上百万股，远高于固定薪酬的差异度。这一情况也体现了对重点核心人才倾斜的人才策略与薪酬策略。在实践中，具体的激励力度差异性要根据公司的整体策略，也要结合企业文化环境而定。

（五）注意激励与约束的对等

长期激励计划的一个重要特性在于激励与约束的双向平衡，激励对象获得长期激励收益的前提就是要满足一定的条件。在实践中，通常包括时间约束条件和业绩条件。

创业板公司在约束条件上多表现为前置条件，即激励对象满足一定的工作年限、一定业绩条件即可获得认购公司股票的权利。但近九成企业却忽略了其获授股票后的约束条件，普遍以上市为节点，承诺上市后 12 个月内不抛售，之后即可获得自由交易转让的权利。这一安排并不妥当。创业板上市只是万里长征第一步，如果对激励对象持股不设约束条件，强大的获益导向会促使其抢风抛售，甚至套现离职，对企业发展是有害的。

因此，公司应对后置约束条件进行详细的设计。即未来上市之后，满足一定的业绩条件，分批逐步允许其抛售获益，并在任期间强制保留一定的持股比例。J

（注：本文系北京市教委项目“企业价值链成本战略驱动因素分析”的阶段性成果，项目编号：SM201110011003；教育部人文社科项目“会计与投资者保护”资助，项目编号：PHR20100512；北京市属高校人才强教深化计划“高层次人才资助计划”资助）

参考文献：

1.顾斌，周立烨.我国上市公司股权激励实施效果的研究［J］. 会计研究，2007，(2)：79-84.

2.王华，黄之骏.经营者股权激励、董事会组成与企业价值——基于内生性视角的经验分析[J].管理世界，2006，(9).

3.胡阳，刘志远，任美琴.设计有效的经营者持股激励机制——基于中国上市公司的实证研究[J].南开管理评论，2006，(5).

?1994-2015 China Academic Journal Electronic Publishing House. All rights reserved. http://www.cnki.net