

Study about the Issue of Executives Equity Incentives Restriction

Tiankun Fang, Cheng Zhao

Shenyang Aerospace University College of Economics and Management, Shenyang

Email: fangtiankun@163.com

Received: May 18th, 2011; revised: Jun. 20th, 2011; accepted: Jul. 1st, 2011.

Abstract: Equity incentives for executives is an effective long-term incentives method, which to mobilize the enthusiasm of senior executives, and executives can give full play to help companies develop better, making the win-win situation with the company and executives. But faced with the temptation of huge profits, some executives have chosen to resign cash. This article describes the status of executives' equity incentives, analyzed some problems of executives' equity incentives, and made some improvement proposal for executives' equity incentive restriction.

Keywords: Equity Incentives; Executives Resign Cash; Equity Incentives Restriction

高管层股权激励约束问题研究

方天堃, 赵 成

沈阳航空航天大学经济与管理学院, 沈阳

Email: fangtiankun@163.com

收稿日期: 2011年5月18日; 修回日期: 2011年6月20日; 录用日期: 2011年7月1日

摘 要: 股权激励是一种对高管进行有效的长期激励方式, 借此调动高管积极性, 充分发挥高管的才能帮助公司更好的发展, 使得高管与公司共赢。但是面对暴利的诱惑, 一些高管选择了辞职套现。本文介绍了我国高管层股权激励现状, 分析了高管层股权激励中存在的问题及问题产生的原因。结论认为, 股权激励制度应当注重约束与激励并存, 对高管层股权激励约束的问题, 提出一些针对性的改善建议。

关键词: 股权激励; 高管辞职套现; 股权激励约束

1. 引言

股权激励是通过股权的形式来分配收益, 用以激励公司员工(主要是企业的高级管理人员)使他们能够以股东的身份参与企业决策、分享利润、承担风险, 从而增强他们的积极性, 勤勉尽责地为公司的长期发展服务, 同时也能使企业获得更多利益的一种长期激励方式。根据现代激励理论, 股权激励是适合现代企业长期发展的激励手段, 是一种有效的长期激励方式。从国外的经验和实践情况来看, 股权激励能够对于改善公司治理结构、降低代理成本、提升管理效率、增强公司凝聚力和市场竞争力起到非常积极的作用。通常情况下, 股权激励包括股票期权(Stock Options)、员工持股计划(Employee Stock Owner Plans, 简称 ESOP)和管理层收购(Management Buyout, 简称 MBO)等。本文以我国中小创业板上市企业高管层辞职套现现象

为切入点, 对高管层股权激励的约束问题进行研究。

2. 我国高管层股权激励现状

实施股权激励制度是现代企业人才激励体系中不可或缺的重要环节, 建立股权激励机制是国内企业应对人才竞争的迫切需要。我国从上世纪九十年代开始逐渐引进股权激励机制, 同时 2005 年股权分置改革的完成也为我国上市公司推行股权激励提供了良好的契机, 掀起了我国上市公司高管股权激励热潮。

受到股市行情的影响, 由于监管不力, 近两年多来出现了很多上市企业高管频频辞职套现的现象。例如, 原延华智能董事兼副董事长胡美珍于 2008 年 6 月 18 日辞职, 在 6 个月“禁售期”过后, 随即在 2009 年 1 月、2 月期间将其持股的一半(537 万股)予以急速抛售, 之所以未全部抛空, 原因在于其曾承诺离职半

年后的十二个月内转让公司股份不超过其所持股票的50%。而在第二轮解禁期过后，胡在2010年12月和2011年1月期间再度出手减持。延华智能2011年一季度报告显示，胡美珍已将所有持股减持完毕，套现离场。上市企业高管辞职套现尤其是在中小创业板更为引人注目。如原本身兼赛为智能董事、副总经理及董事长秘书的周嵘，持股绝对数列所有离职高管之首，周嵘于2010年4月8日辞职离任，其减持动向更为人关注。在巨额收益诱惑之下，周嵘选择了快速变现。2011年1月28日和2月15日，周嵘通过大宗交易分别减持100万股，成交均价分别为21.42元/股和22.78元/股，累计套现4420万元。据披露，自2009年10月创业板开板至2010年9月13日，共有30家创业板公司51名高管辞职，占创业板1809名高管的2.81%。这么多昔日全力辅助公司上市的核心骨干纷纷向上市公司提出辞呈发人深省。自2010年11月以来，随着59家创业板公司高管已过股权锁定期，至2011年3月，四个月时间里，实际涉及高管减持的公司25家，占比超过四成。在高管净减持的25家公司中，有16家公司股价低于创业板指数。高管辞职套现使得投资风险加大，这将直接导致股民对股市特别是中小创业板将成为“套现板”的担心。这样的结果也违背了对公司高管进行股权激励的初衷。

由于创业板大多都是成长型的公司，对技术创新、人才资源非常倚重，高管离职可能会带走一部分资源，对公司发展不利。创业板高管批量辞职既影响公司成长的稳定性，也在某种程度上伤害投资者对创业板高管的信任，动摇对创业板市场的信心。与此同时，创业板企业高管辞职减持行为则会加剧解禁压力、加大相关个股的波动。公司对高管进行股权激励是为了让高管充分发挥自己的能力帮助公司更好的发展，让高管与公司实现双赢，但是面对暴利诱惑，部分上市公司高管已经把公司发展置之脑后。高管为了自身利益最大化而辞职套现严重损害了公司及其股东的利益，所以上市公司特别是中小创业板公司高管层股权激励的约束问题就显得尤为重要。

3. 高管层股权激励存在的问题

企业发展到一定程度，股权激励的双刃剑效果就会显现。由于作为代理人的高管层机会主义倾向，可

能造成高管层因谋取个人利益最大化而偏离股东和企业利益最大化原则，给出资者(股东)造成损失。目前我国资本市场还很不成熟，在股权激励的过程中仍然存在很多问题亟待完善。

3.1. 股权激励方案中的公司绩效考核体系不够健全

首先我国有些中小板上市公司并没有设立薪酬委员会。我国公司的绩效考核体系很少涉及非财务指标，外界多以股票市价来衡量一个企业的价值。而我国资本市场不够完善，违法违规现象比较严重，所以财务指标是最容易被高管人员等激励对象所操纵的，他们为了自身利益，可以利用职务之便和技术之便人为调整财务考核指标。实施股权激励的高管收入也取决于股价价格变动。这种背景下，难免会出现上市企业高管追求单一的股票市价的高水平以获取不正当的高薪，损害企业其他股东的利益。仅仅依靠财务指标来衡量公司绩效以及高管层的业绩是不合理的，使得高管只注重短期目标，不考虑公司的长远利益与可持续发展。

3.2. 信息披露制度不健全

中国内地的上市公司存在着一些特殊性，比如缺少透明度和对财务内容的充分披露，而在国外是要求信息披露到达标准才可以上市。由于我国上市公司高管人员薪酬结构不合理、形式不具有灵活性，导致对我国上市公司高管人员薪酬披露未予以足够重视，在对高管进行股权激励时的持股增股信息，以及持股增股实施的前后过程，持股比例和减持股的信息没有进行及时披露或者根本就没有披露。这样造成的严重的信息不对称，增加了股民等投资者的投资风险。

3.3. 内部治理结构的不完善

在中小企业板上市公司中，两职分离程度较低，部分公司的董事长同时兼任总经理，有些公司在经理人市场上聘请专业的职业经理人管理公司。企业创始人“一股独大”的现象还是比较突出，许多企业仍然没有脱离家族管理的模式，治理架构不完善。同时董事会设立存在缺陷，独立董事部分失职；真正意义上的经理人持股比例还比较低^[1]。公司治理中“内部人控制”现象严重，股东大会职能被弱化，使得公司治

理中的股权激励机制丧失应有的效力。导致了上市公司的决策权集中在董事会或小部分高管手中，实施股权激励成为了“自己激励自己”，为了实现自身利益最大化，大股东与高管串通，他们在设计股权激励方案时往往站在少部分人利益上，有的股权激励规模过大，超出了公司的承受能力。中小股东持股比例较低而且分散，缺乏监督和约束内部人的动力和手段。这样的治理结构缺乏有效的权利制衡机制，使得高管和大股东的决策难以受到有效的约束与监督，严重损害了中小股东的利益。

3.4. 相关法律法规约束机制不够完善

目前我国证券市场相关法律法规不够健全。国外成熟的证券市场监管机制比较成熟，监管力度较强，市场化程度高，政府的监管手段结合市场的力量对上市公司构成极大的约束，一旦上市公司出现违法违规，处罚严厉。我国证券市场规范化与国际接轨是今后发展的主题，国内市场的监管将是一个逐步加强的过程。对于国内公司而言，始终有地缘优势，政府始终以保护和作为主题。

我国职业经理人市场发育不健全，缺乏一套完整的市场约束体制和法律约束，职业经理人的素质和道德上还不能尽如人意。从公司章程制度上，对高管层监管不够，缺乏相应的约束条款。例如，创业板公司上市前股改时，大都实施了高管股权激励，但在公司章程或股权激励计划中，大都未设置长期化的后置约束条款。上市前，由于股份不能流通，不会出现辞职减持问题；但上市之后由于股票市值以几何级数倍增，高管股份已高达几百万、数千万甚至上亿，股权激励短期化的弊端开始显现，诱发个别高管出现辞职减持动机。

现行法律法规对上市公司任职高管减持要求较多，而对高管辞职，特别是辞职后转让减持本公司股票的限制较弱，创业板高管为套现而辞职并不触犯法律。这给创业板公司高管“离职套现”打开了方便之门。例如，《公司法》规定在职高管每年转让的股票不得超过所持股票总数的25%，对于何时转让也设置了较多的约束。这些约束对在职的企业高管转让股票套现虽能起到一定的限制作用，但是高管一旦辞职即可突破“在任职期间”限制。而《证券法》和《上市公司董事、监事和高级管理人员所持本公司股份及其

变动管理规则》等法律法规也规定，高管离职半年内不得转让本公司股票，这种规定限制期较短，辞职半年后即失去限制效力，使得高管离职半年后即可全部转让股票。

4. 基本结论与建议

借鉴国外企业实施股权激励制度的成功经验，结合我国引进实施股权激励实践中出现的问题，通过分析其原因，得出的基本结论是：实施股权激励制度必须注重约束与激励并存。

针对我国上市企业高管层股权激励存在的问题提出以下几点改善建议：

4.1. 完善公司治理结构

与国外公司相比我国中小板部分上市公司治理结构不够完善。股权激励制度是公司治理结构的一部分，完善的公司治理结构是股权激励机制发挥作用的重要前提，也为股权激励的实施创造良好的内部环境。因此，要改善上市公司的董事会结构，董事长与总经理要严格分设，防止“两权合一”，以此形成制衡作用并保证董事会的独立性。进一步完善监事会制度和严格独立董事制度，应适当增加董事会中熟悉企业业务独立董事的比例，并充分发挥其作用^[1]。对董事会及高管的重大决策的合法性、公平性、独立性和有效性进行监督，并不断完善外部监督。对独立董事也应建立激励约束机制，增强其责任感，使其更好的发挥在公司治理中的作用。要求每一个上市公司都要有薪酬委员会，增加薪酬委员会的独立性^[2]，增加独立董事在薪酬委员会中的比例。有了完善的公司治理结构可以对高管的不规范行为进行约束和预防。

4.2. 健全高管业绩考核办法

薪酬委员会在高管股权激励的计划及实施中，要放弃单纯以财务指标作为评价高管及经理人经营业绩的根本做法。国外在制定业绩考核指标时除了重视财务上的指标外还比较重视高管的个人领导和经营能力，主要涉及7个方面：提出战略性方针；展示领导能力；主动改进管理；组织和带动经营团队情况；创造合适的组织环境；进行有效的外部宣传；进行企业业绩的监控、评价及提出正确的对策等^[3]。我国上市

公司薪酬委员会在设立业绩考核指标时可以结合自己公司的实际借鉴国外经验,设计一个综合的指标,制定一套完整的数据库和完善的考核评价体制,对所有高管人员的经营管理能力、经营业绩等做出科学、客观的评价,从而确定其相应报酬,防止股权激励不足或者激励过大起不到激励效果。

4.3. 制定科学合理的股权激励方案,采用多种激励工具的组合

所有上市企业最好实施股权结构多元化,提高股权激励机制的强度及有效性,在制定股权激励方案时要平衡好企业短期利益和长远利益的关系。在美国三分之二的上市公司调整了长期激励计划,考虑采用特殊的“挽留人才”奖金,更加侧重于采用与服务期挂钩的全值式股票,减少长期激励的参与范围;日本的做法是把在公司的服务年限与薪酬挂钩。所以国内可以将股权激励计划与公司的发展战略相结合,结合公司发展现状,确定股权激励的目的、目标,制定科学合理的股权激励方案,并在不同的时期调整激励目标,使激励对象的行为与公司的战略目标保持一致,从而有效地提高激励对象的工作积极性,更好的为企业服务,促进企业的可持续发展^[4]。同时,企业应建立合理的激励对象行权或退出约束机制,避免出现企业高管在获得股票或股权后不思进取,或者不考虑公司利益只顾个人利益而辞职套现,影响企业发展的现象。

在设计股权激励工具方面,可以引进国内动态股权激励模式逐渐取代股权激励,即采取股权、分配和岗位对业绩变化动态联动的方式;使用基于绩效的工具和多种股权工具的组合,注重从薪酬结构多元化实现高管激励机制,创造强烈的归属感。这一机制有三个方面,即基于业绩的薪酬机制、基于权利的股权机制和基于价值的期权机制,并且在方案设计上注重短期、中期和长期激励的制衡。股权激励机制的核心是赋予公司高管强烈的归属感,通过多种激励工具的综合使用,激发其做强做大企业的动力,达到个人与公司双赢的局面。

4.4. 健全职业经理人市场,加强对管理层的制度约束

国外很多国家的职业经理人市场已经相当成熟,这也对高管产生了相当大的约束力,再加上证券市场

相关的法律约束一般不会出现高管在公司上市即套现。经理人市场活跃使得公司可以在很广的范围选择更合适的经理人,职业经理人一旦被解雇,向外界传递的信息就是其工作不称职,其人力资本就会随之极大贬值,以后他要再谋得经理的职位就非常困难了^[5]。我国要加快培育职业经理人市场,使之形成流动约束,建立信用记录制度,形成记录高管非规范行为的档案。中介机构从高管的受聘史和受聘业绩史来客观的评价其道德及能力,使高管对自己的行为负责和接受市场约束,形成自己的“行规”^[6],对高管进行有效的约束。

在对企业高管进行约束时应该鼓励高管对股票长期持有,对取得的股票设定强制持有有一定期限的条款安排,限制离职高管减持股份。可以要求高管在公司上市之前签订承诺书,承诺不论是否辞职,其减持股票的时间不得少于基本任职年限。监管部门在审核创业板公司时,可将此条款设为优先考虑上市的前置条件。对高管减持股份的比例应当逐年增加,而非目前的平均分配。目前欧洲的做法是在行权和售出之间设置更长的绩效区间(如5年),更长的留任时间长度(如2年),英国提高了长期激励比例和递延比例,并由董事会来决定。美国波音公司在2003年发行的“业绩股”,只有当本公司的股票在市场上连续5年涨价10%，“业绩股”的持有人才能将其转换成市场上流通的普通股。这样有效地防止了上市即套现的现象。

4.5. 加大管理层股权激励过程中信息披露

完善的信息披露制度可以减少投资者和经理人员之间的信息不对称。及时准确地向广大投资者披露相关信息,使投资者跟管理者掌握同样的信息,从而形成对管理层的约束,防止高管利用信息不对称谋取私利。在增加管理层持股比例的同时,要求企业不仅披露实施管理层持股后的信息,包括激励对象、授予价格、行权条件和业绩评价方法等内容,而且要求披露实施前和实施过程中的信息,尤其是要加强高管减持本公司股票的信息披露,要求公司高管在职期间减持股票需提前进行信息披露。由此引导上市公司修改公司章程,延长持股高管辞职后的限售期限,使辞职高管减持节奏不能显著优于在职高管。

4.6. 完善国家相关法律体系

从公司上市审批和股票发行制度上,要吸收国外上市公司好的做法,着手推进改革。完善上市公司的相关法律、信息披露和其他司法要求。保证创业板上市企业质量,特别是要严格对公司进行审核,防止造成股价严重高估,进而减少由于创业板企业股票高估而造成高管辞职套现。提高上市审核机构人员专业技能和道德素养,监管机构应该跟踪研究企业价值,对价格负责,买入、卖出价格不经研究或者故意虚报价格应该给予严惩。国家立法部门应借鉴国际经验并根据我国实际情况,完善股权激励的系列法律法规,从公司法、证券法、税法及相关会计准则等多方面、多角度入手,对在股权激励实施中不正当行为加强监管并予以严厉处罚,完善上市公司股权激励的信息披露等具体要求。同时应该对高管股权激励机制设置价格、期限等后置约束条款,减少高管层辞职套现给上

市公司带来的影响。细化高管的诚信义务与法律责任,在法律上加大惩罚力度和强度,增加违法违规成本,从而提高对高管的约束力,保障股权激励实施效果的安全、稳定、高效。

参考文献 (References)

- [1] 刘运国. 中小企业板上市公司管理层股权激励与公司业绩相关性研究[D]. 苏州大学, 2009.
- [2] 范慧. 高管股权激励与约束问题研究[J]. 经营管理者, 2009, 13: 103.
- [3] 刘燕斌, 李明甫. 国外企业高管薪酬研究与借鉴(下)[J]. 中国劳动保障, 2009, 3: 61-62.
- [4] 张宇. 股权激励实施过程中的问题及对策[J]. 经济师, 2009, 9: 94-95.
- [5] 马静婷, 桂剑国. 国外职业经理人激励与约束机制对我国的启示[J]. 当代经济, 2009, 6: 60-61.
- [6] 任明利. 职业经理人激励与约束机制若干问题研究[J]. 特区经济, 2007, 12: 211-213.