

商业贸易行业专题研究

管理层激励对股价的刺激作用 ——并没有看上去那么美

商业贸易行业证券分析师：田慧蓝

证券投资咨询执业资格证书编码：S0980510120019



国信证券经济研究所

Guosen Securities Economic Research Institute

主要观点

- 我们认为市场对管理层激励有两大迷思
 - 一激励就上涨，即认为出台股权激励方案就能刺激股价
 - 管理层激励方案出台后，有利于保持股东利益一致
- 我们与市场不同的观点在于
 - 由于监管部门对上市公司管理层激励出台的文件均是原则性文件，上市公司设计方案的弹性非常大，只有见到具体方案后才能确定是否对股价有刺激作用
 - 管理层激励其实是大股东，管理层，小股东之间三方博弈，有些公司设计的方案对大股东有利，有些方案对管理层有利，三者之间利益并没那么容易达成一致，三方利益若想一致需要讲究设计的艺术。
- 实证表明股权激励对业绩提升有效，但股权激励与股价上涨之间并不存在充分必要关系。
- 若公司股价低于股权激励行权价，公司基本面确实良好，能够行权的概率大，股权激励设计方案合理，此时买入有很好的安全边际。结合近期零售行业出台股权激励方案的公司，我们认为苏宁电器相对更具投资价值。

内容目录

1

管理层激励基本模式

2

案例分析

3

近期零售行业股权激励方案分析

管理层激励的四种基本模式

模式	定义	已有案例
股票期权	指上市公司按照规定的程序授予本公司及其控股企业员工的一项权利，该权利允许被授权员工在未来时间内以某一特定价格购买本公司一定数量的股票	万科，苏宁，报喜鸟，富安娜
限制性股票计划	指公司在授予日向激励对象授予一定数量的本公司股票，但授予的股票在禁售期内不得出售。需要满足解锁条件后，才能解锁出售。	上海家化，山河智能
股票增值权	指公司授予激励对象在未来某一时期以预先确定的价格和条件直接获得股票增值的权利。	广州国光
奖励基金	指公司按照税后利润的一定比例计提激励基金，用于奖励中高层管理人员。	新华百货

- 上述“某一特定价格”被称为“授予价”或“施权价”，即根据股票期权计划可以购买股票的价格，一般为股票期权授予日的市场价格或该价格的折扣价格，也可以是按照事先设定的计算方法约定的价格：“授予日”，也称“授权日”，是指公司授予员工上述权利的日期：“行权”，也称“执行”，是指员工根据股票期权计划选择购买股票的过程；员工行使上述权利的当日为“行权日”，也称“购买日”。

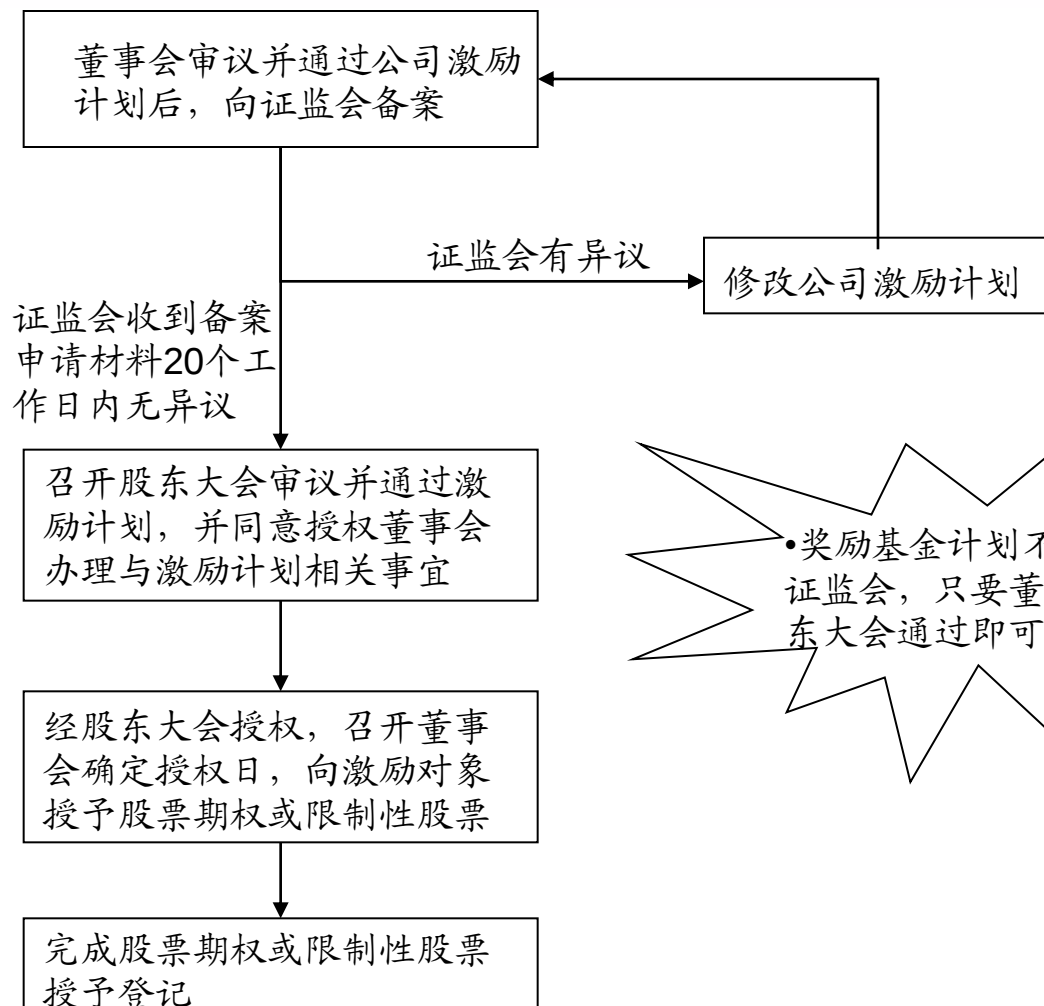
管理层激励的四种基本模式的差异（一）

	行权价格确定	行权指标设定	时间安排
股票期权	行权价格不应低于下列价格较高者：（一）股权激励计划草案摘要公布前一个交易日的公司标的股票收盘价；（二）股权激励计划草案摘要公布前30个交易日内的公司标的股票平均收盘价。	- 绩效考核指标应包含财务指标和非财务指标。 - 原则上实行股权激励后的业绩指标（如：每股收益、加权净资产收益率和净利润增长率等）不低于历史水平。 - 股票期权等待期内各年度归属于上市公司股东的净利润及归属于上市公司股东的扣除非经常性损益的净利润均不得低于授予日前最近三个会计年度的平均水平且不得为负。	股票期权授权日与获授股票期权首次可以行权日之间的间隔不得少于1年。
限制性股票	发行价格不低于定价基准日前20个交易日公司股票均价的50%	同上，另限制性股票锁定期内，各年度归属于上市公司股东的净利润及归属于上市公司股东的扣除非经常性损益的净利润均不得低于授予日前最近三个会计年度的平均水平且不得为负。	有禁售期和解锁期，但期限多长无特别要求
股票增值权	与行权价无关	无考核指标	无特别要求
奖励基金	与行权价无关	有考核指标	无特别要求

管理层激励的四种基本模式的差异（二）

- **股票增值权与奖励基金体现为现金，与股票期权和限制性股票计划有本质不同。**股票增值权计划并非真正购买股票，而是将授予的股票增值部分以现金形式给予激励对象。奖励基金也是直接给激励对象现金。
- **股票期权与限制性股票计划获得股票的时间点不同。**股票期权是授予购买权利，但真正获得需满足条件后行权时才能取得；限制性股票计划是直接授予股票，但并不表示立马能将股票出售，需过了禁售期，满足相关条件后才能解锁真正获得。在会计处理上，限制性股票在完成授予后，公司的注册资本即增加，而股票期权只有在行权后，公司的注册资本才相应增加。
- **在行权价格设定上，限制性股票的发行价格更有弹性。**限制性股票发行价格不低于定价基准日前20个交易日公司股票均价的50%，而股票期权激励价格是在草案摘要公布前一个交易日的公司标的股票收盘价与草案摘要公布前30个交易日内的公司标的股票平均收盘价。
- **在时间安排上，股票期权有行权等待期和行权期，**证监会要求授权日与获授股票期权首次可以行权日之间的间隔不得少于1年。**限制性股票计划有禁售期和解锁期，但在多长时间合适的安排上均无指定要求。**
- **行权指标设定上，目前的文件给出的均是原则性条款，并无特定要求。**

上市公司通过股权激励计划的流程



• 奖励基金计划不需要上报证监会，只要董事会和股东大会通过即可。

内容目录

1

股权激励基本模式

2

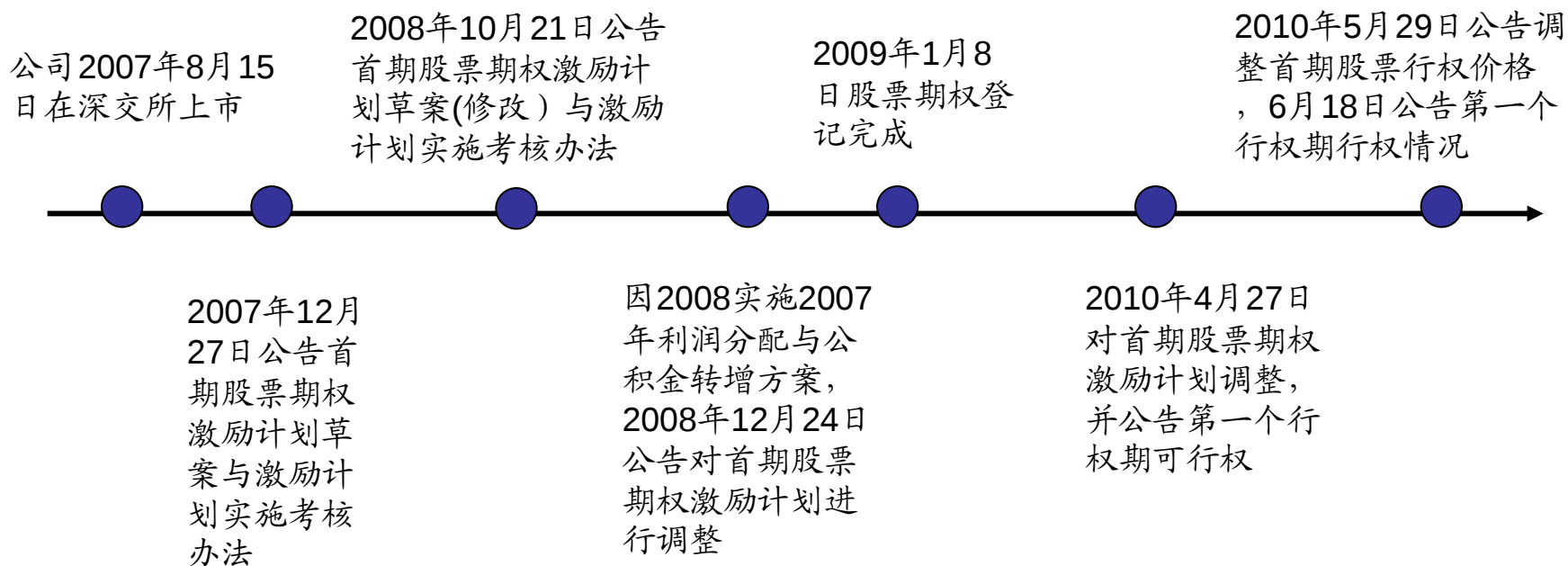
案例分析

3

近期零售行业股权激励方案分析

案例分析一：股票期权（报喜鸟）

- 报喜鸟于2010年6月18日完成第一个行权期的股票行权，经历了完整的历程，案例分析更具代表性



案例分析一：股票期权（报喜鸟）具体方案

股票期权数量	920.4万份，占总股本的9.59%，无预留股份。	
行权价格	32.6元	
授权日	2008年12月15日	
行权条件	行权期	绩效考核目标
	第一个行权期	加权平均净资产收益率不低于10%，以2007年净利润80,033,527.87元为基数，2008年净利润增长率不低于15.90%，即不低于92,755,597.51元。
	第二个行权期	加权平均净资产收益率不低于10%，以2007年净利润80,033,527.87元为基数，2009年净利润增长率不低于26.43%，即不低于101,187,924.55元。
	第三个行权期	加权平均净资产收益率不低于10%，以2007年净利润80,033,527.87元为基数，2010年净利润增长率不低于36.97%，即不低于109,620,251.60元。
有效期	自股票期权授权日起五年时间。	

说明：报喜鸟股票期权有效期内发生资本公积转增股本、派发股票红利、股份拆细或缩股、配股、派息等事宜，股票期权数量及所涉及的标的股票总数和行权价格将做相应的调整。

行权安排	2009.12.15-2011.6.14	2011.6.15-2012.12.14	2012.12.15-2013.12.14
	可行权30%	可行权30%	可行权40%
	第一个行权期	第二个行权期	第三个行权期

案例分析一：股票期权（报喜鸟）具体方案所作调整

- **2008年12月15日** ----2007年分配方案每10股派发1元人民币现金红利，以资本公积金每10股转增10股，行权数量由920.40万份调整1840.80万份，行权价格由32.60元调整为16.25元。
- **2008年12月22日** ----鉴于部分激励对象因辞职、离职等原因，不再符合公司股票期权激励计划的授权条件，调整后的公司首期股票期权激励计划实际授予激励对象1777.80万份股票期权，占公司目前总股本19200万股的9.26%。
- **2009年6月17日** ----2008年度分配方案，每10股派现2元、以资本公积转增3股，授予激励对象股票期权总数调整为2311.14万份，占总股本的9.26%，行权价格调整为12.35元
- **2010年4月27日** ----鉴于部分激励对象因辞职、离职等原因，不再符合公司股票期权激励计划的授权条件，调整后的公司首期股票期权激励计划实际授予激励对象1954.16万份股票期权，占公司目前总股本28968万股的6.75%
- **2010年5月26日** ----鉴于公司2009年度利润分配方案，每10股派发现金红利人民币1.50元（含税），股票期权行权价格调整为12.2元。

案例分析一：股票期权（报喜鸟）第一个行权期行权情况

- 第一个行权期：2009年12月15日至2011年6月14日止，可行权数量为586.248万份
- 行权登记日：2010年6月11日
- 行权价格：12.20元
- 行权人数与数量：
 - 首期股票期权激励计划第一个行权期可行权激励对象名单，共有120名激励对象可行权。
 - 本次可行权的120名激励对象中，共有63名向公司董事会提交了行权申请，其余57名激励对象放弃了本次行权。最终行权份数为406.7524万份。
- 行权股份上市流通安排：
 - 本次激励对象行权所获股份为有限售条件的流通股。本次行权股份上市时间为2010年6月21日。但按照相关规定。本次激励对象所获股份将按照规定锁定六个月，实际可上市流通时间为2010年12月21日。
 - 且流通数量为激励对象本次行权股份总量的25%。激励对象在任职期间每年转让其通过公司股权激励计划获得的股份不超过其所持有的通过股权激励计划获得的股份总数的25%。
- 行权业绩条件：
 - 2008年度，公司扣除非经常性损益后的加权平均净资产收益率为20.95%，高于首期股权激励计划所设定的10%，满足条件。
 - 以2007年净利润80,033,527.87元为基数，2008年净利润为122,904,976.96元，超过首期股权激励计划设定的92,755,597.51元；增长率为53.57%，高于首期股权激励计划设定的15.90%，满足条件。

案例分析一：股票期权（报喜鸟）股票期权行权费用与税收支出

- 公司股票期权费用按照期权授予日的公允价值，计入各年度成本或费用，且该成本费用应在经常性损益中列示。

以2008年12月15日为公司首期股票期权激励计划授权日，各期行权费用（单位：万元）

2008年	2009年	2010年	2011年	2012年	2013年	合计
20.44	490.58	418.94	418.94	352.04	199	1971.58

• 税收支出

- 股票期权形式的工资薪金应纳税所得额=（行权股票的每股市场价-员工取得该股票期权支付的每股施权价）×股票数量
- 认购股票所得（行权所得）的税款计算。员工因参加股票期权计划而从中国境内取得的所得，按规定应按工资薪金所得计算纳税的，对该股票期权形式的工资薪金所得可区别于所在月份的其他工资薪金所得，单独按下列公式计算当月应纳税款：应纳税额=（股票期权形式的工资薪金应纳税所得额/规定月份数×适用税率-速算扣除数）×规定月份数
- 上款公式中的规定月份数，是指员工取得来源于中国境内的股票期权形式工资薪金所得的境内工作期间月份数，长于12个月的，按12个月计算；上款公式中的适用税率和速算扣除数，以股票期权形式的工资薪金应纳税所得额除以规定月份数后的商数，对照税率表确定。
- 转让股票（销售）取得所得的税款计算。对于员工转让股票等有价值证券取得的所得，应按现行税法 and 政策规定征免个人所得税。即：个人将行权后的境内上市公司股票再行转让而取得的所得，暂不征收个人所得税；个人转让境外上市公司的股票而取得的所得，应按税法的规定计算应纳税所得额和应纳税额，依法缴纳税款

案例分析二：限制性股票（上海家化）

- 使用限制性股票激励方案的上市公司不多，上海家化于2010年6月18日完成第一批限制性股票解锁，经历了完整的历程。

公司2006年7月24

日公告限制性股票激励计划，9月5日修订，后因条件不成熟取消

2008年4月24日公告限制性股票激励计划实施

2008年12月3日股权激励预留股份授出公告

2010年3月12日，连续3次公告回购并注销部分股权激励股票通知债权人

2010年5月21日，关于注销已回购股权激励的公告

2007年12月27日公告限制性激励计划草案修订稿

2008年5月22日公告股权激励新增股份登记完成

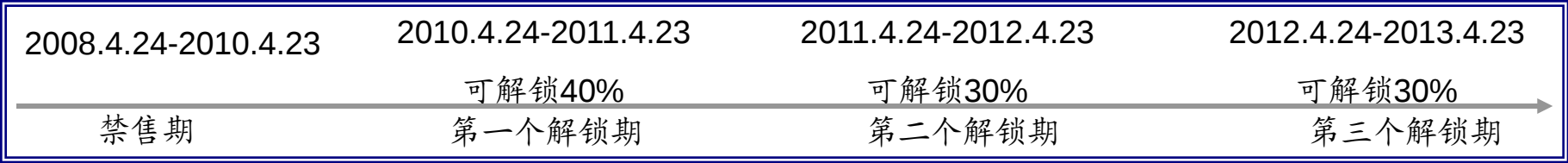
2009年1月6日股权激励预留股份等级完成公告

2010年4月24日，关于股权激励第一次解锁的公告

案例分析二：限制性股票（上海家化）具体方案

限制性股票激励计划授予数量	560万份，其中预留30万股，占总股本的3.19%。
行权价格	8.94元
授权日	2008年4月24日
授予业绩条件	公司2007年度净利润不低于9220万元，扣除非经常性损益的净利润不低于8448万元
解锁业绩条件	公司上一年净资产收益率不低于10%
有效期	自股票期权授权日起五年时间。包括禁售期2年和解锁期3年。授予日起2年，为限制性股票禁售期。禁售期内激励对象所获限制性股票将被锁定不得转让。禁售期满次日起的3年为限制性股票解锁期。计划设定三个解锁日，分别为禁售期满的次日及该日的第一个，第二个周年日。

• 股东大会审议批准本计划后至本计划限制性股票过户期间，公司发生派息，送股，转增，配股等影响公司总股本数量或直接影响股票价格的情况时，公司对限制性股票的授予价格和额度按比例作相应的调整



案例分析二：限制性股票（上海家化）方案调整情况

- **2008年5月26日** ----鉴于公司2007 年度分配方案，每10 股派发1.5 元人民币现金红利，以资本公积金每10 股转增2股，授予股票数量由560万份调整672万份，授出价格由8.94元调整为7.33 元。
- **2008年12月2日** -----鉴于2007年业绩符合条件，预留的36万股继续授出。授出价格仍为7.33 元，解锁期与前一批一致，分别为本次授出的36 万股限制性股票中14.4 万股可在2010 年申请解锁，10.8 万股可在2011 年申请解锁，10.8 万股可在2012 年申请解锁。
- **2009年5月** -----鉴于公司2008年利润分配方案，以资本公积金每10股转增5股，每10股派息2元，授予股票数量由672万份调整为1008万份，授出价格由7.33元调整为4.75元
- **2010年3月12日** ----鉴于公司有5 名激励对象由于个人原因辞职，公司董事会决定回购并注销上述已获授但尚未解锁的全部股权激励股票，数量为178913 股，总价款为人民币682607.5 元。
- **2010年4月** ----鉴于公司2009年度利润分配方案，向全体股东每10股送红股3股，每10股派息3.5元，授予股票数量由1008万份调整为1310.4万份，授出价格由4.75元调整为3.38元。
- **2010年4月24日** -----公司可解锁的股权激励股份数为12,925,087 股。

案例分析一：限制性股票（上海家化）第一次解锁情况

- 第一个解锁期：2010年4月24日-2011年4月23日
- 解锁数量：股权激励股票的40%即521.9175万股
- 解锁业绩条件：公司满足上一会计年度净资产收益率不低于10%的解锁条件。
- 解锁股份上市流通安排：上市流通时间为2010年4月28日。根据公司章程，激励对象在任职期间每年转让其所持有的本公司股份不得超过其所持有的本公司股份总数的25%。

案例分析二：限制性股票（山河智能）

- 2010年7月28日公司董事会审议通过《湖南山河智能机械股份有限公司限制性股票股权激励计划（草案）》及《湖南山河智能机械股份有限公司限制性股票股权激励计划实施办法》等相关事项，并上报中国证监会备案。

- 2010年12月3日公司第二次临时股东大会审议通过了前述股票期权激励计划相关议案。本次股票期权激励计划授予条件已满足。

- 2010年12月30日公司验资完成，完成授予

2010年11月16日公司董事会审议通过了《湖南山河智能机械股份有限公司限制性股票股权激励计划（修订稿）》等相关事项，该修订稿已经中国证监会上市公司监管部审核无异议。

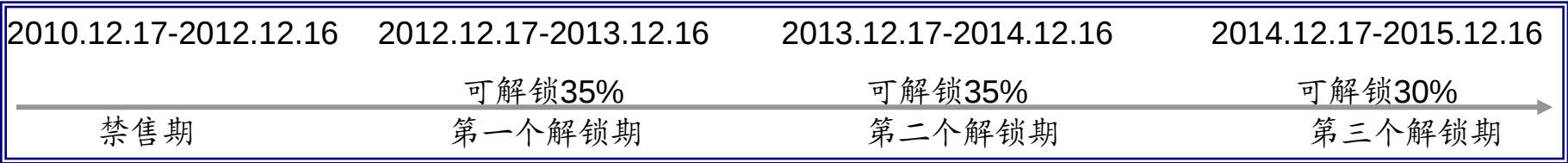
- 2010年12月18日公司召开董事会确定授权日，并向激励对象授予

案例分析二：限制性股票（山河智能）

授予数量	1000万份，其中预留100万股，占总股本的2.43%。
行权价格	限制性股票计划草案摘要公告日前20个交易日公司股票均价（【14.20】元）的50%，即7.10元
授权日	2010年12月17日。
授予业绩条件	限制性股票股权授予年度前一个会计年度公司净利润值不低于上年同期的【130%】，且加权平均净资产收益率不低于上年同期的【130%】。公司2009年扣除非经常性损益后归属于上市公司股东的净利润为8599万元，比上年增加71.27%，且加权平均净资产收益率为8.45%，比上年增加84.50%，均达到股权激励计划授予条件。
解锁业绩条件	第一次解锁期（禁售期满后第一年）的业绩考核条件：公司净利润值不低于上年度的【120%】，且加权平均净资产收益率不低于上年度的【120%】；
	第二次解锁期（禁售期满后第二年）的业绩考核条件：公司净利润值不低于上年度的【120%】，且加权平均净资产收益率不低于上年度的【120%】；
	第三次解锁期（禁售期满后第三年）的业绩考核条件：公司净利润值不低于上年度的【120%】，且加权平均净资产收益率不低于上年度的【120%】。
禁售期条件	本激励计划授予的限制性股票股权禁售期为二年，禁售期内需满足公司净利润的复合增长率不低于【20%】。如禁售期内未达到上述条件，相应限制性股票股权由公司回购注销。
有效期	自股票期权授权日起五年时间。包括禁售期2年和解锁期3年。授予日起2年，为限制性股票禁售期。禁售期内激励对象所获限制性股票将被锁定不得转让。禁售期满次日起的3年为限制性股票解锁期。

案例分析二：限制性股票（山河智能）具体方案

预留100万股的 实施计划	授予时间	在本激励计划获得股东大会批准后的一年内招聘或由董事会确认获授预留限制性股票股权的激励对象。
	禁售期	自董事会确定的预留限制性股票股权授予日起【2】年内为禁售期。
	解锁期	禁售期后的【3】年为解锁期。
	授予条件，解锁条件，禁售期条件及各种程序	均与本激励计划中非预留的900万股限制性股票股权一致。



案例分析二：限制性股票（山河智能）财务处理

- 1,000万股限制性股票股权应确认的总费用 = 每股限制性股票股权的公允价值 × 1,000万股
- 每股限制性股票股权的公允价值 = 授予日股票价格 - 授予价格
- 经测算，授予日限制性股票的公允价值总额预计为7100万元，预计五年限制性股票激励成本合计为7100万元

各期行权费用（单位：万元）

2010年	2011年	2012年	2013年	2014年	合计
1875.37	1875.37	1875.37	1047.04	425.79	7100

小结：上海家化与山河智能两家方案对比

- 上海家化的授予条件和解锁条件比山河智能更简单与容易。山河智能除了授予条件与解锁条件外，在禁售期内也有相关业绩条件，但证监会就此并无特别规定。
- 两家都分别将禁售期设为2年，解锁期设为3年，整个激励计划有效期为5年，但证监会就此并无特别规定。
- 价格上，由于上海家化计划出台较早，当时是以9折价格定下行权价，山河智能价格确定为5折
- 总体而言，我们认为山河智能的限制性股票计划条件更完整和苛刻。
- 但从两家不同的限制性股票计划可见，在授予条件，解锁条件甚至禁售期与解锁期的设置上均由公司自行设定，证监会并无特别要求，故条件设置的宽松与严苛，可看作是股东与被激励对象之间的博弈。

案例分析三：股票增值权（广州国光）

股票增值权计划简述	• 公司股票增值权计划授予部分高管20万份股票增值权，在授权日后三年内每12个月执行一次增值权收益或罚款 • 如执行日前30个交易日广州国光平均收盘价（执行价）高于股票增值权基准价，即激励计划首次公告前30个交易日的平均收盘价(9.25元)，每份股票增值权可获得每股价差收益； • 如价差为负，则以价差总额的二分之一平均分12个月扣罚该高管执行日后的下月开始的连续12个月工资；实施扣罚后，该高管的该连续12个月的每月实领工资不得低于有管辖权的人民政府或劳动部门规定的当地企业最低工资标准；不够扣罚部分不结转扣罚其之后的工资，但将结转并从其剩余期的股票增值权收益中（如有）扣除。 • 执行股票增值权对应的价差收益或扣罚计入公司当期损益。 • 股票增值权有效期内，广州国光因资本公积转增股本、派送股票红利、配股、股票拆细或缩股、派息等发生股票价格除权等变动，股票增值权数量不变，但执行价应做反向复权等调整
授予数量	20万份
授权日	2006年9月13日
股票增值权基准价	9.25元
股票增值权执行价	执行日前30个交易日广州国光平均收盘价

案例分析三：股票增值权（广州国光）第一次股票增值权执行情况

- 2007年9月13日为股票增值权首次执行日，执行日前30个交易日（自2007年8月1日至2007年9月12日的30个交易日）公司股票平均收盘价为13.57元/股，按照激励计划规定做反向复权后的执行价为27.54元/股。执行价与基准价差额为18.29元/股，股票增值权激励对象8名合计享有16万份股票增值权，拟执行奖励合计292.64万元。
- 股票增值权执行日前30个交易日公司股票平均收盘价的反向复权价的计算依据和具体计算过程如下：
广州国光2007年9月13日前30个交易日平均收盘价为13.57元/股，在2006年4月11日公司公告激励计划确定股票增值权基准价格后至2007年9月13日，公司共实施了两次资本公积金转增股本并派现的方案，分别是以2006年5月12日为股权登记日实施的每10股转增6股，并每10股派发现金2元的方案，以及以2007年6月7日为股权登记日实施的每10股转增2.5股，每10股派发现金红利1.25元的转增并派息方案，据此，执行价按以上公式做二次反向复权。
- 第一次反向复权为对2007年6月7日实施的2006年度分红派息及资本公积金转增股本后的复权价：
 $13.57 \text{ 元/股} \times (1 + 0.25) + 0.125 \text{ 元} = 17.09 \text{ 元/股}$ ；
- 第二次反向复权价为对2006年5月12日实施的2005年度分红派息及资本公积金转增股本后的复权价：
 $17.09 \text{ 元/股} \times (1 + 0.6) + 0.20 \text{ 元} = 27.54 \text{ 元/股}$

案例分析三：股票增值权（广州国光）第二次与第三次股票增值权执行情况

- **第二次股票增值权执行情况**

- 2008年9月13日为股票增值权第二次执行日，执行日前30个交易日（自2008年8月4日至2008年9月12日的30个交易日）公司股票平均收盘价为5.99元/股，按照激励计划规定做反向复权后的执行价为12.68元/股。
- 根据激励计划，公司股票增值权基准价为9.25元/股，执行价与基准价的价差为3.43元/股，则股票增值权激励对象可获得每份增值权价差收益奖励3.43元，8名股票增值权激励对象合计享有16万份股票增值权，拟执行奖励合计54.88万元。

- **第三次股票增值权执行情况**

- 2009年9月13日为股票增值权第三次执行日，执行日前30个交易日（自2009年7月31日至2009年9月11日的30个交易日）公司股票平均收盘价为11.39元/股，按照激励计划规定做反向复权后的执行价为28.14元/股
- 根据激励计划，公司股票增值权基准价为9.25元/股，执行价与基准价的价差为18.89元/股，则股票增值权激励对象可获得每份增值权价差收益奖励18.89元，8名股票增值权激励对象合计享有16万份股票增值权，拟执行股票增值权奖励合计302.24万元。

- **三次股票增值权共授予8名激励对象649.76万元**

- **税收问题。**股票增值权被授权人获取的收益，是由上市公司根据授权日与行权日股票差价乘以被授权股数，直接向被授权人支付的现金。上市公司应于向股票增值权被授权人兑现时依法扣缴其个人所得税。股票增值权某次行权应纳税所得额=（行权日股票价格-授权日股票价格）×行权股票份数。股票增值权个人所得税纳税义务发生时间为上市公司向被授权人兑现股票增值权所得的日期

案例分析四：奖励基金

公司名称	奖励方案
新华百货	•根据《奖励基金管理办法》，2006-2008 各年度的奖励基金计提方式如下： 1、2006 年度奖励基金：以2006 年度净利润为基数，按照10%的比例计提； 2、2007、2008 年度奖励基金：以当年净利润增加额为基数，按照以下比例计提： (1) 年净利润增长率为10%---15%(含15%)，按照30%的比例计提； (2) 年净利润增长率为15%---30%(含30%)，按照40%的比例计提； (3) 年净利润增长率为30%(不含30%)以上，按照50%的比例计提。 3、公司在年度股东大会审议通过公司年度报告后的一年内根据《奖励基金管理办法》将提取的奖励基金发给激励对象本人。 4、奖励基金分配方案为： (1) 2008 年分配2006-2007 年度提取的奖励基金总额的85.5%； (2) 2009 年分配2006-2007 年度提取的奖励基金总额的14.5%及2008 年度提取的奖励
欧亚集团	•自2010年起，公司对高级管理人员、所属分、子公司班子成员及公司机关中层管理人员以激励基金的方式实施中长期激励。 •提取的中长期激励基金作为管理费用计入当期成本。 •激励基金的计提条件：公司年度利润增长率达到5%，可计提激励基金。具体计提标准为：公司年度利润增长率达到5%，按利润的3%提取。年度利润增长率超过5%部分，每超1%，按利润的0.5%追加提取，以此类推。 •最后该方案未被通过

新华与欧亚两家奖励基金方案对比：欧亚集团的奖励基金方式对管理层更有吸引力，更激进

新华百货奖励基金测算

	•归属于母公司净利润	•净利润同比增长率	•净利润增加额	•奖励基金提取比例	•奖励基金提取数量	•奖励基金发放数量
•2006年	•5773万	•44.83%	•-----	•10%	•577万	•不发放
•2007年	•7659万	•32.66%	•1926万	•50%	•963万	•不发放
•2008年	•10804.5万	•41.07%	•3145.5万	•50%	•1572.75万	•(577+963) *0.855=1316.7万
•2009年						•(577+963)*0.145+1572.75=1796万
2006-2008三年合计						•3112.7万

按照新华百货利润增速以欧亚奖励方式发放的奖励基金测算

•2006年	•2007年	•2008年	•2006-2008年合计
•1322.88万	•1289.01万	•2272.73万	•4884万

也有部分上市公司将几种激励方式结合起来

公司名称	实施状态	奖励方案
华菱钢铁	已经实施	奖励基金+限制性股票计划
新中基	不确定	股东捐赠1500万予管理层
永新股份	已经实施	奖励基金+限制性股票计划+股票期权计划
武汉健民	通过股东大会	奖励基金+限制性股票计划
昆明制药	通过股东大会	奖励基金+限制性股票计划
大众公用	停止	奖励基金+限制性股票计划
抚顺特钢	董事会未获通过	奖励基金+限制性股票计划
正邦科技	停止	奖励基金+限制性股票计划
方圆支承	停止	奖励基金+限制性股票计划
万科A	已经实施	奖励基金+限制性股票计划
宝钢股份	停止	奖励基金+限制性股票计划

- 需要说明的是06年前制定的限制性股票计划，公司可以零元发行价格转让给管理层，08年之后证监会文件规定不得低于定价基准日前20个交易日公司股票均价的5折。所以很多公司采用奖励基金+限制性股票计划，先给管理层奖励基金，再由管理层和公司按1: 1的比例出资购买限制性股票

案例分析五：奖励基金+限制性股票计划（万科）

万科2006-2008年限制性股票激励计划简述	• 公司采用预提方式提取奖励基金奖励给激励对象，激励对象授权公司委托信托机构用预提的奖励基金于当年购入公司流通A股股票，等待期结束后，在公司A股股价符合指定股价条件下，信托机构在规定期限内将本计划项下的信托财产过户至激励对象个人名下，其中股票以非交易过户方式归入激励对象个人账户。采用独立运作的方式在规定的期间内用上述奖励基金购入本公司上市流通A股股票并在条件成就时过户给激励对象。
奖励基金提取方式	每一年度奖励基金以当年净利润净增加额为基数，根据净利润增长率确定提取比例，在一定幅度内提取。详情如下： (一) 当净利润增长率超过15%但不超过30%时，以净利润增长率为提取百分比、以净利润净增加额为提取基数，计提当年度奖励基金； (二) 当净利润增长比例超过30%时，以30%为提取百分比、以净利润净增加额为提取基数，计提当年度奖励基金； (三) 计提的奖励基金不超过当年净利润的10%。
奖励基金提取条件	每一年度奖励基金的提取需达成一定的业绩指标条件：每一年度奖励基金提取以公司净利润增长率、净资产收益率、每股收益增长率作为业绩考核指标，其启动的条件具体为： (一) 年净利润（NP）增长率超过15%； (二) 全面摊薄的年净资产收益率（ROE）超过12%； (三) 公司如采用向社会公众增发股份方式或向原有股东配售股份，当年每股收益（EPS）增长率超过10%。除此之外的情形（如采用定向增发方式实施重大资产购并、换股、引进战略投资者，配售转债和股票衍生品种等）则不受此限制。

案例分析五：奖励基金+限制性股票计划（万科）

奖励基金预提方式	公司于T-1年度股东大会审议通过T-1年度报告及经审计的财务报告决议公告日（首年2006年为限制性股票激励计划获得通过的股东大会决议公告之日），以上一年度的净利润净增加额为基数，按30%的比例预提当年激励基金，并根据激励对象的授权，委托信托机构在激励基金预提后的40个属于可交易窗口期的交易日内，以预提的激励基金从二级市场上购入万科A股作为股票激励计划授予的基础。如果公司T年业绩指标达到要求，则公司上一年度预提的激励基金少提或多提的差额进行调整，以符合上一年度实际应提取的金额，同时预提下一年度激励基金
限制性股票归属方式及条件	当期归属：在等待期结束之日（即T+1年年报公告日），限制性股票必须满足以下条件才能以当期归属方式全部一次性归属激励对象：（PriceA为T年全年万科A股每日收盘价的向后复权年均价，PriceB为T+1年全年万科A股每日收盘价的向后复权年均价） PriceB > PriceA。 补充归属：因未达到当期归属条件而没有归属，限制性股票可延迟大约一年至T+3年起始10个交易日内进行补充归属，但必须同时满足下列两个条件：（PriceC为T+2年全年万科A股每日收盘价的向后复权年均价） （一）PriceC > PriceA； （二）PriceC > PriceB。
限制性股票份额分配	董事长的分配额度为当年度股票激励计划拟分配信托财产的10%；总经理的分配额度为当年度股票激励计划拟分配信托财产的7%。其他激励对象分配方案确定方法如下： 董事、监事的分配方案由股东大会决定；未担任董事的高管人员的分配方案由董事会决定；未担任董事、监事及高管职务的激励对象的分配方案由总经理决定，报薪酬与提名委员会备案。所有分配方案需经监事会核实。

小结：大股东，管理层与小股权的利益若想取得一致需看方案设计的艺术性，管理层激励是否能刺激股价上涨要看具体方案才能确定

激励方式	形式	对管理层的作用	对业绩释放刺激作用	对业绩提升作用
股票期权	股票	有牵制性	管理层有动力调节业绩	有提升作用
限制性股票计划	股票	有牵制性	管理层有动力调节业绩	有提升作用
股票增值权	现金	直接	促进管理层直接释放业绩	提升不明显
奖励基金	现金	直接	促进管理层直接释放业绩	有提升作用

- 股票期权，限制性激励计划，股票增值权计划和奖励基金四种形式，我们认为各有利弊，没有哪种绝对好。
- 大股东，管理层与小股权的利益若想取得一致需看方案设计的艺术性，由于相关文件均是原则指导，激励计划差别可非常大，如案例所示即使同是限制性股票计划，方案差异也较大
- 管理层激励是否能刺激股价上涨要看具体方案才能确定。
- 方案中的行权或解锁条件的设定，奖励人员范围，时间期限，价格设定是方案设计中的关注重点，也是方案设计艺术性所在。

内容目录

1

股权激励基本模式

2

案例分析

3

近期零售行业股权激励方案分析

零售业是竞争非常激烈，市场化程度较高的行业，但管理层激励严重不足

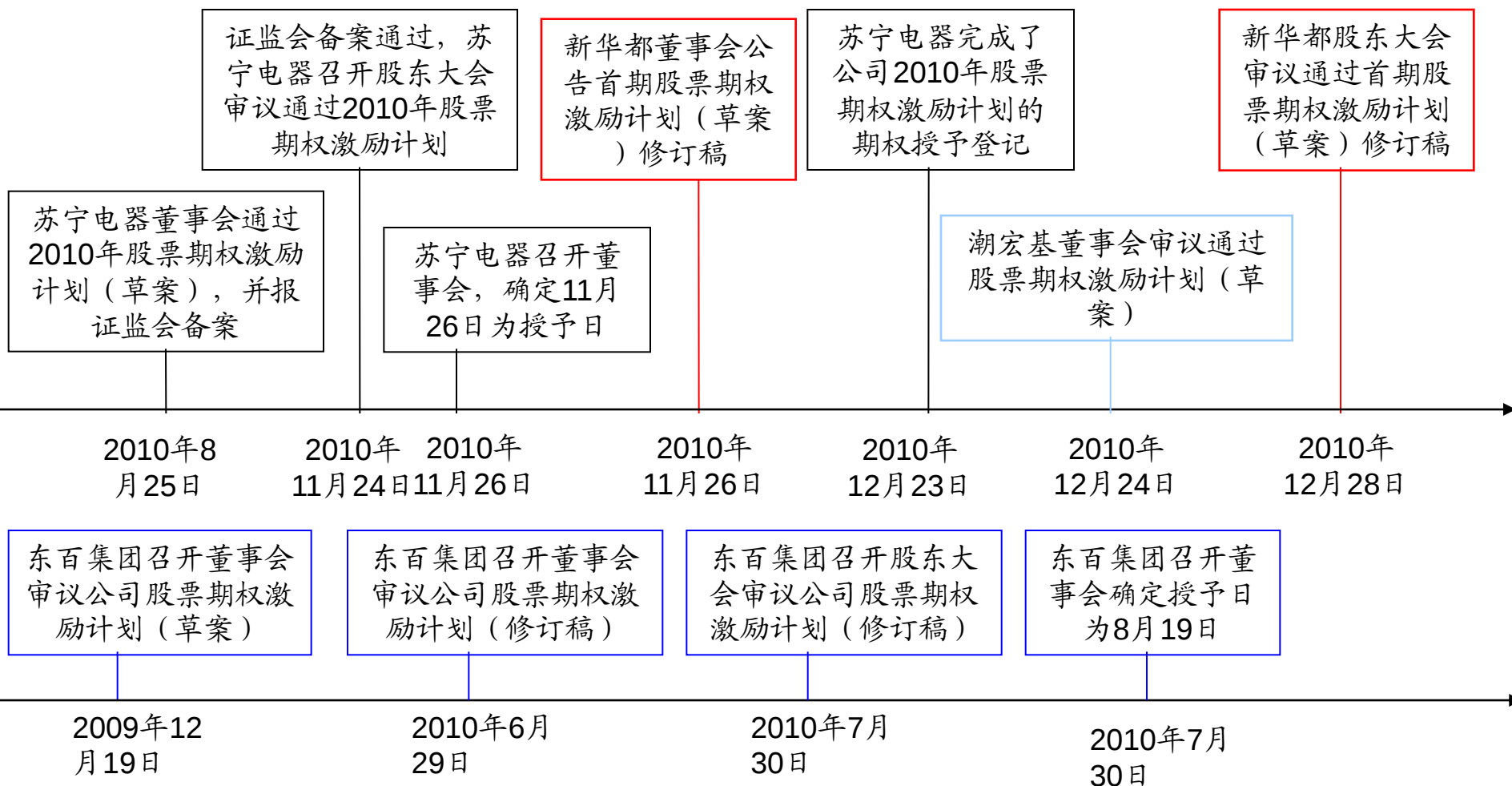
- 据申万分类，零售上市公司共69家，去掉ST公司，仅有13家有管理层激励（含IPO持股），占比仅为19%

上市公司	激励方式
通程控股	管理层持有母公司股权
友阿股份	管理层持有母公司股权
天虹商场	管理层通过壳公司间接持有上市公司股权
东百集团	向高管定增股票期权
大商股份	管理层持有集团公司股权
成商集团	向高管定增股票期权
苏宁电器	向高管定增股票期权
步步高	管理层持有母公司股权
新华都	向高管定增股票期权+管理层自然人上市直接持有股权
爱施德	管理层自然人上市直接持有股权
永辉超市	管理层自然人上市直接持有股权
潮宏基	向高管定增股票期权
海宁皮城	管理层自然人上市直接持有股权

特别说明

- 新华百货奖励基金仅为2006-2008年度
- 欧亚集团奖励基金计划没有通过

近期零售业有苏宁电器，新华都，潮宏基，东百集团公告了股权激励方案。



苏宁电器股票期权激励计划方案关键点

授予日	2010年11月26日				
行权价格/授予数量	14.5元/8649万份（占公司总股本的1.21%）				
行权条件 （归属于上市公司股东净利润以扣除非经常性损益前后孰低者为计算依据）	2010 年度销售收入较2009 年增长率不低于20%，且归属于上市公司股东的净利润较2009 年度增长率不低于25%；				
	2011 年度销售收入较2009 年复合增长率不低于20%，且归属于上市公司股东的净利润较2009 年度复合增长率不低于25%；				
	2012年度销售收入较2009 年复合增长率不低于20%，且归属于上市公司股东的净利润较2009 年度复合增长率不低于25%；				
	2013年度销售收入较2009 年复合增长率不低于20%，且归属于上市公司股东的净利润较2009 年度复合增长率不低于25%；				
行权有效期	自股票期权授权日起5 年				
行权费用安排	2010年	2011年	2012年	2013年	2014年
单位：万元	1454.25	16966.55	11256.52	6755.65	3031.47
根据股权激励简单测算EPS	0.52	0.65	0.81	1.02	n/a
市场预测平均EPS	0.58	0.74	0.93	1.1	na

2011.11.26-2012.11.25

2012.11.26-2013.11.25

2012.11.26-2013.11.25

2012.11.26-2013.11.25

可行权25%

可行权25%

可行权25%

可行权25%

第一个行权期

第二个行权期

第三个行权期

第四个行权期

新华都股票期权激励计划方案关键点

授予日	还未确定		
行权价格/授予数量	16.53元/777.15万份（占公司总股本的4.847%）		
行权条件（净利润是指扣除非经常性损益后的净利润，加上“非流动性资产处置损益，包括已计提资产减值准备的冲销部分，偶发性的税收返还，减免和计入当期损益的政府补助，但非主业相关定量持续补助	公司2011年度经审计加权平均净资产收益率不低于13%； 公司2011年度经审计主营业务收入较2009年度增长率达到或超过56.3%； 公司2011年度经审计净利润较2009年度增长率达到或超过96.2%。		
	公司2012年度经审计加权平均净资产收益率不低于13.5%； 公司2012年度经审计主营业务收入较2009年度增长率达到或超过120.2%； 公司2012年度经审计净利润较2009年度增长率达到或超过151.1%。		
	公司2013年度经审计加权平均净资产收益率不低于14%； 公司2013年度经审计主营业务收入较2009年度增长率达到或超过189.8%； 公司2013年度经审计净利润较2009年度增长率达到或超过221.3%。		
行权有效期	自股票期权授权日起4年		
	2011年	2012年	2013年
根据股权激励简单测算EPS	0.84	1.08	1.34
市场预测平均EPS	0.80	1.06	1.45
2011年年报公告日后的第二个交易日的12个月内，与授予日隔12个月，可行权30% 2012年年报公告日后的第二个交易日的12个月内，可行权30% 2013年年报公告日后的第二个交易日的12个月内，可行权40% 第一个行权期 第二个行权期 第三个行权期			



东百集团股票期权激励计划方案关键点

授予日	2010年8月19日				
行权价格/授予数量	10.88元/1032万份（占公司总股本的3.008%）				
行权条件 （净利润指扣除非经常性损益后归属于母公司所有者的净利润）	2010年净利润均不低于授予日前最近三个会计年度的平均水平且不为负，且归属于母公司所有者的净利润较2009年增长率不低于20%				
	2011年净利润均不低于授予日前最近三个会计年度的平均水平且不为负，且归属于母公司所有者的净利润较2009年度复合增长率不低于20%				
	2012年净利润均不低于授予日前最近三个会计年度的平均水平且不为负，且归属于母公司所有者的净利润较2009年度复合增长率不低于20%				
行权有效期	自股票期权授权日起4年				
行权成本安排	2010年	2011年	2012年	2013年	合计
单位：万元	9,786,064.04	25,184,457.20	14,091,245.54	5,733,174.64	54,794,941.42
根据股权激励方案简单测算EPS	0.29	0.35	0.42	0.50	
EPS市场平均测算	0.38	0.49	0.62	0.74	
2011.8.19-2012.8.18 2012.8.19-2013.8.18 2013.8.19-2014.8.18 可行权30% 可行权30% 可行权40% 第一个行权期 第二个行权期 第三个行权期					

潮宏基股票期权激励计划方案关键点

授予日	还未确定		
行权价格/授予数量	37.32元/360万份（占公司总股本的2%，首次授予325万份，预留35万份）		
行权条件（“净利润”与“净资产收益率”指标均以扣除非经常性损益前后孰低者作为计算依据）	公司2011年度经审计加权平均净资产收益率达到或超过9%； 公司2011年度经审计净利润较2009年度增长率达到或超过50%；		
	公司2012年度经审计加权平均净资产收益率达到或超过10%； 公司2012年度经审计净利润较2009年度增长率达到或超过90%；		
	公司2013年度经审计加权平均净资产收益率达到或超过11%； 公司2013年度经审计净利润较2009年度增长率达到或超过150%；		
行权有效期	自股票期权授权日起4年		
	2011年	2012年	2013年
根据股权激励方案简单测算EPS	0.70	0.89	1.17
EPS市场平均测算	0.89	1.19	1.56

首次授权日起12个月后的首个交易日至24个月内的最后一个交易日，可行权30%

第一个行权期

首次授权日起24个月后的首个交易日至36个月内的最后一个交易日，可行权30%

第二个行权期

首次授权日起36个月后的首个交易日至48个月内的最后一个交易日，可行权40%

第三个行权期



四家股票期权激励计划方案对比

- 从业绩条件看，以复合增长率考量，苏宁要求最高。
- 从行权期安排，苏宁最长有4个行权期
- 最快能行权的是东百集团
- 以当前价格来看，仅考虑股权激励简单测算EPS，苏宁估值最便宜
- 目前除了新华都跌到授予价外，苏宁与潮宏基在授予价之下徘徊了一段时间，东百集团在授予价边缘徘徊
- 综合而言，从方案自身到公司基本面对比，我们认为仅从股权激励这个维度考虑的话，苏宁电器相对更有投资价值

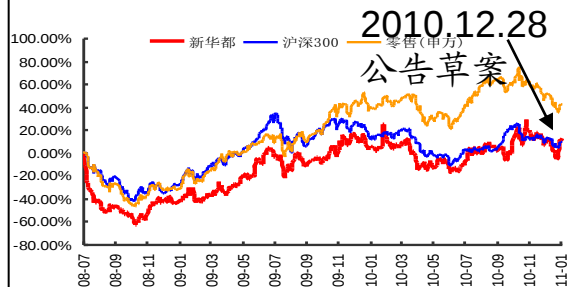
	业绩考核指标
苏宁电器	09年至2013年净利润复合增长率25%
新华都	09年至2013年净利润复合增长率22%
东百集团	09年至2012年净利润复合增长率20%
潮宏基	09年至2013年净利润复合增长率11%

总结

- 股权激励对股价的刺激作用没有市场以为的那么简单，只要公司有股权激励方案就是一个百分百的正面刺激因素。
- 股权方案设计事关大股东，管理层，小股东三方利益，有些方案偏向大股东不利于管理层（如业绩设计条件过于严苛或不现实或锁定期过长，有些方案有利于管理层获得(如业绩设计条件较低)，要想三者达成一致，需要方案设计有高明的技巧。
- 在税收方面，对股权激励对象征收个人所得税的法规已经非常完整，想避税非常难。授予价格与行权日价格两个价格对应纳税所得额会有影响，上市公司有在公告方案前与公告行权日前压低股价的动力，但从过往数据来看，市场如果知道上市公司有想法，想打压股价很难。
- 考虑到股权激励方案设计分寸不好把握，而且上市公司有动力为了股权激励调节业绩。我们更愿意上市公司使用类似新华百货奖励基金的方式，对业绩释放促进作用既直接又明显，不用与公司博弈。

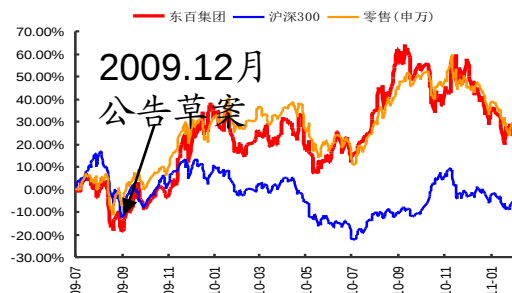
附录：具有管理层激励方案公司的市场表现（一）

•图1：新华都上市以来市场表现



•资料来源：wind

•图2：东百集团公告方案以来市场表现



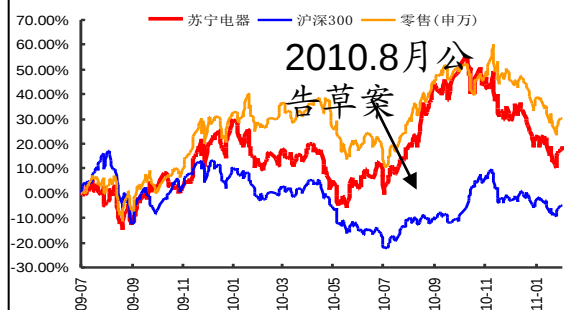
•资料来源：wind

•图3：潮宏基上市以来市场表现



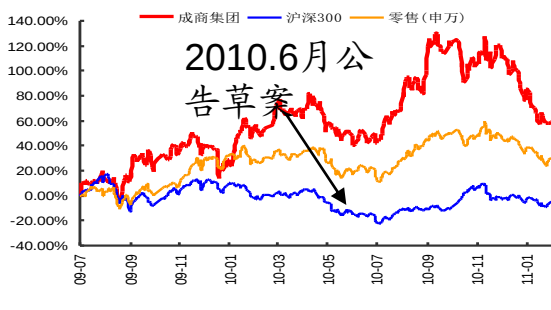
•资料来源：wind

•图4：苏宁电器公告方案以来市场表现



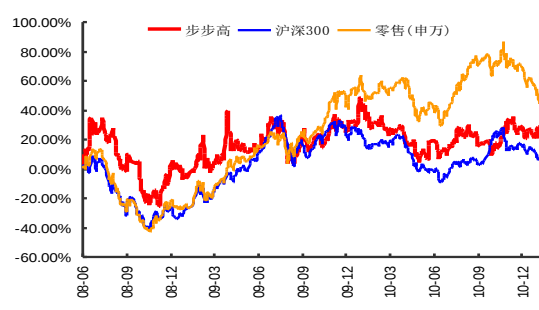
•资料来源：wind

•图5：成商集团公告草案以来市场表现



•资料来源：公司公告，国信证券经济研究所收集

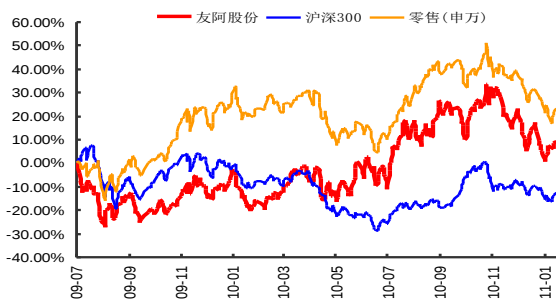
•图6：步步高上市以来市场表现



•资料来源：公司公告，国信证券经济研究所收集

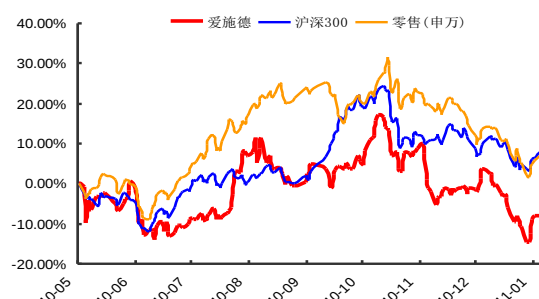
附录：具有管理层激励方案公司的市场表现（二）

•图7：友阿股份上市以来市场表现



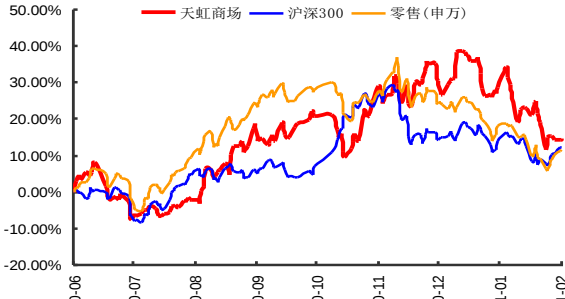
•资料来源：wind

•图8：爱施德上市以来市场表现



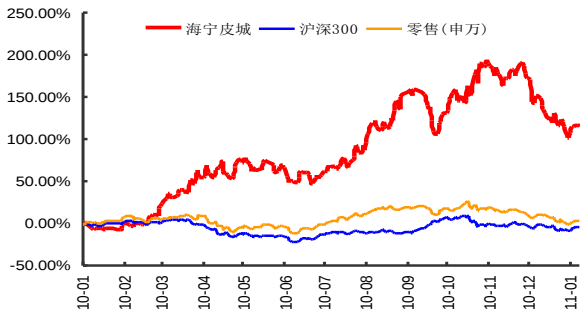
•资料来源：wind

•图9：天虹商场上市以来市场表现



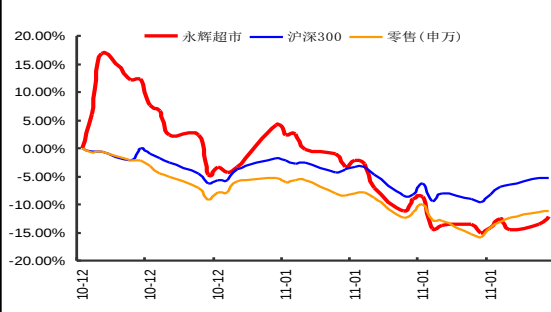
•资料来源：wind

•图10：海宁皮城上市以来市场表现



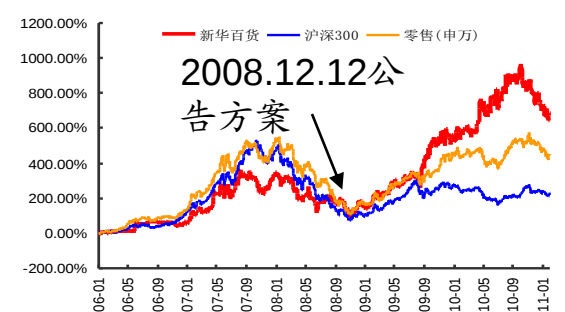
•资料来源：wind

•图11：永辉超市上市以来市场表现



•资料来源：wind

•图12：新华基金方案公告以来市场表现



•资料来源：wind



国信证券经济研究所

Guosen Securities Economic Research Institute

全球视野 本土智慧
GLOBAL VIEW LOCAL WISDOM

