

# 寻找真正受益于股权激励的公司

● 股权激励对于公司真正价值的体现来源于其所引致的成长性与其他同期、同行业类似公司的差异性,而这种差异性才应该是股权激励所真正值得关注的,也是其得以产生的根源所在。  
 ● 总结上市公司公布股权激励方案前后的股价表现以及内的投资逻辑可以发现,股权激励对于股价刺激效应的分阶段作用表明,目前伴随着股指水平的不断上升,短期通过寻找潜在的实施标的衍生的投资价值存在风险。  
 ● 从长期来看,由股权激励方案所提升的管理层与股东利益一致衍生的与其他公司的成长性差异将赋予其一定溢价,而对于这种成长性差异的评价我们主要从上市公司所属行业以及自身成长性两方面综合辨别。  
 ● 结合相关研究员对于重点公司的评价,我们认为电子行业的士兰微、机械设备仪表子行业航天军工的西飞国际、食品饮料行业的伊利股份、信息技术业的用友软件通过股权激励所带来的上市公司成长性差异效果相对更为明显。

□长江证券

对于上市公司实施股权激励计划有着太多的遐想空间,包括未来业绩稳定增长的承诺以及股东、管理层利益趋于一致的预期等,但是无论是从理论还是现实的角度来看,股权激励对于上市公司的激励效应都应该针对公司所属行业、具体激励方案有所差异。

考虑到中国目前的资本市场依然处于完善阶段,非有效市场的信息不对称仍旧比比皆是,因此,与其在朦胧中寻找上市公司是否会实施方案的可能性,倒不如进一步转换我们对于股权激励概念的投资思路,结合上市公司、所属行业以及公布方案中所明确的业绩增长,辨别其差异成长性所带来的投资价值。

**一、显现的预期成长性差异才是股权激励投资思路的根本**

在股指总体不断创新出新高的同时,上市公司推行股权激励的速度却呈现出明显的放缓,刚刚过去的2月份成为近一年《上市公司股权激励管理办法》颁布以来,唯一一个没有上市公司股权激励计划出台的月份。

不过,类似于我们对资本市场将逐渐成为中国经济重要组成部分的认同,对作为证券市场尤其是位于牛市当中的产物——股权激励也有着更多期待,只是我们需要转换对于这种期待所衍生增值的投资思路。

**1、股权激励对于上市公司**的正向激励效应分析

现代企业理论和国外实践均证明,股权激励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等方面起到非常积极的作用。具体分析,主要表现在三个方面:股权激励的推出有利于完善上市公司治理结构,薪酬委员会对于公司效益的贡献将会逐渐显现,而上市公司的经营业绩有望获得持续稳定发展;有利于人才战略的实施;有利于增强投资者对上市公司业绩的信心,促进证券市场的稳定和发展。

**2、股权激励背景下的上市公司“安全边际”并非永恒**

正是基于股权激励对于上市公司的种种正向激励效应,投资者普遍地对实施股权激励的

上市公司有着众多追捧。一个基本的内在逻辑就是无论激励标的是股票期权亦或是股票都存

在一个初始价格,而管理层受益空间就来自于此后公司经营业绩支撑的股价与这个价格的差额,因此这个初始价格就是公司股价今后的“安全边际”。然而,股权激励对于上市公司的激励效应也不光是正面的,潜在的巨大收入可能诱使管理层片面追求股票价格上涨,容易引发道德危机,并导致经理人间接的操纵股票期权,如安然通过财务造假获取股权激励收益。

3、股权激励赋予公司的真

实投资价值在于预期成长性差

异的明确性

虽然由于目前我国资本市场仍处于一个需要不断完善

的非有效市场,信息不对称因素使得我们无法从持续跟踪上市公司的一举一动以及相应可能存在的道德风险,但是起码我们可以明确的是,股权激励的投资逻辑不应该仅仅局限于由实施股

权激励衍生的稀缺性溢价。

或许借鉴微软公司的全员

期权激励计划能够给予我们更

为广阔的投资思路。微软是第一

家用股票期权来奖励普通员工

的企业,创立了一个“低工资、高

股份”的典范。微软公司雇员拥

有股票的比率比其他任何上市

公司都要高,在全球IT行业持

续向上的时候,微软运用这种方

法吸引并保留了大量行业内的

顶尖人才,大大提高了公司核心

竞争力,使公司持续多年保持全

行业领先地位。可见,股权激励

对于公司真正价值的体现来源

于其所引致的成长性与其他同

期、同行业类似公司的差异性,

而这种差异性才应该是股权激

励所真正值得关注的,也是其得

以产生的根源所在。

**二、寻找真正受益于股权激**

励的上市公司

1、股权激励对于上市公司

股价的分阶段刺激作用

总结上市公司公布股权激励

方案前后的股价表现以及内

在投资逻辑可以发现,考虑到股

权激励对于上市公司而言能够

真正起到正向激励作用,上市公

司股价表现一般会体现为以下

四个阶段:

第一阶段,股价上涨快于行

业平均水平;对于上市公司实施

股权激励潜在可能性的追逐使

得其股价涨幅明显快于行业类

的相关公司;第二阶段,股价涨

幅弱于行业平均水平;由于前期

股价涨幅偏大,按照《上市公司

股权激励管理办法》(试行)的规

定,以股票期权作为激励标的物

的行权价格不得低于公布前一

日公司标的股票收盘价和公布

前30个交易日内的公司标的股

票平均收盘价两者之间的较高

者,所以,第一阶段股价的快于行

业平均水平;对于上市公司实施

股权激励潜在可能性的追逐使

得其股价涨幅明显快于行业类

的相关公司;第二阶段,股价涨

幅弱于行业平均水平;由于前期

股价涨幅偏大,按照《上市公司

股权激励管理办法》(试行)的规

定,以股票期权作为激励标的物

的行权价格不得低于公布前一

日公司标的股票收盘价和公布

前30个交易日内的公司标的股

票平均收盘价两者之间的较高

者,所以,第一阶段股价的快于行

业平均水平;对于上市公司实施

股权激励潜在可能性的追逐使

得其股价涨幅明显快于行业类

的相关公司;第二阶段,股价涨

幅弱于行业平均水平;由于前期

股价涨幅偏大,按照《上市公司

股权激励管理办法》(试行)的规

定,以股票期权作为激励标的物

的行权价格不得低于公布前一

日公司标的股票收盘价和公布

前30个交易日内的公司标的股

票平均收盘价两者之间的较高

者,所以,第一阶段股价的快于行

业平均水平;对于上市公司实施

股权激励潜在可能性的追逐使

得其股价涨幅明显快于行业类

的相关公司;第二阶段,股价涨

幅弱于行业平均水平;由于前期

股价涨幅偏大,按照《上市公司

股权激励管理办法》(试行)的规

定,以股票期权作为激励标的物

的行权价格不得低于公布前一

日公司标的股票收盘价和公布

前30个交易日内的公司标的股

票平均收盘价两者之间的较高

者,所以,第一阶段股价的快于行

业平均水平;对于上市公司实施

股权激励潜在可能性的追逐使

得其股价涨幅明显快于行业类

的相关公司;第二阶段,股价涨

幅弱于行业平均水平;由于前期

股价涨幅偏大,按照《上市公司

股权激励管理办法》(试行)的规

定,以股票期权作为激励标的物

的行权价格不得低于公布前一

日公司标的股票收盘价和公布

前30个交易日内的公司标的股

票平均收盘价两者之间的较高

者,所以,第一阶段股价的快于行

业平均水平;对于上市公司实施

股权激励潜在可能性的追逐使

得其股价涨幅明显快于行业类

的相关公司;第二阶段,股价涨

幅弱于行业平均水平;由于前期

股价涨幅偏大,按照《上市公司

股权激励管理办法》(试行)的规

定,以股票期权作为激励标的物

的行权价格不得低于公布前一

日公司标的股票收盘价和公布

前30个交易日内的公司标的股

票平均收盘价两者之间的较高

者,所以,第一阶段股价的快于行

业平均水平;对于上市公司实施

股权激励潜在可能性的追逐使

得其股价涨幅明显快于行业类

的相关公司;第二阶段,股价涨

幅弱于行业平均水平;由于前期

股价涨幅偏大,按照《上市公司

股权激励管理办法》(试行)的规

定,以股票期权作为激励标的物

的行权价格不得低于公布前一

日公司标的股票收盘价和公布

前30个交易日内的公司标的股

票平均收盘价两者之间的较高

者,所以,第一阶段股价的快于行

业平均水平;对于上市公司实施

股权激励潜在可能性的追逐使

得其股价涨幅明显快于行业类

的相关公司;第二阶段,股价涨

幅弱于行业平均水平;由于前期

股价涨幅偏大,按照《上市公司

股权激励管理办法》(试行)的规

定,以股票期权作为激励标的物

的行权价格不得低于公布前一

日公司标的股票收盘价和公布

前30个交易日内的公司标的股

票平均收盘价两者之间的较高

者,所以,第一阶段股价的快于行

业平均水平;对于上市公司实施

股权激励潜在可能性的追逐使