

上市公司回购式限制性股票激励效应的研究

——以苏泊尔为例

古丽荪·艾萨¹ 黄小琳²

1. 喀什大学经济与管理学院, 中国·喀什 844000;

2. 中央民族大学管理学院, 中国·北京 100081

【摘要】现代社会快速发展, 人力资本对企业发展的的重要性日益突出。为充分发挥员工的潜力, 推动企业发展, 企业采用股权激励机制来激发员工工作主观能动性, 并解决企业股东与管理层之间的委托代理问题, 更好的实现企业战略目标。目前市场中较大部分企业都采用定向增发的限制性股票来实现股权激励, 而浙江苏泊尔股份有限公司(本文简称苏泊尔)则采用回购式限制性股票, 并取得比较好的激励效果。因此, 本文探讨该公司回购式限制性股票激励的具体实施过程及其取得的效应。

【关键词】激励效应; 限制性股票; 苏泊尔

Research on the Incentive Effect of Repurchase Restricted Stocks in Listed Companies

——Take Supor as an example

Gulisun Aisa¹, Huang Xiaolin²

1. School of Economics and Management, Kashgar University, Kashgar, 844000, China

2. School of Management, Minzu University of China, Beijing 100081, China

[Abstract] With the rapid development of modern society, the importance of human capital to enterprise development has become increasingly prominent. In order to give full play to the potential of employees and promote the development of the enterprise, the enterprise adopts the equity incentive mechanism to stimulate the subjective initiative of the employees, and solve the principal-agent problem between the enterprise's shareholders and the management, so as to better realize the enterprise's strategic goals. At present, most of the enterprises in the market use privately issued restricted stocks to achieve equity incentives, while Zhejiang Supor Co., Ltd. (herein referred to as Supor) uses repurchased restricted stocks, and has achieved relatively good incentive effects. Therefore, this paper discusses the specific implementation process of the company's repurchase restricted stock incentives and its effects.

[Keywords] incentive effect; restricted stock; Supor

现代科学技术与经济社会发展飞快, 市场环境风云变幻, 人力资本对企业的重要性逐渐体现出来, 企业对股票激励关注度随之增加。国家有关部门在股票激励方面的政策也逐步完善, 《公司法》和《证券法》等有关法律法规, 就上市企业股权激励的具体操作提出要求, 而我国证监会、国资委、财政部等有关部门也针对上市企业在股票激励方面的具体实施出台有关的监管办法来完善股权激励制度, 为上市企业合法合规进行股权激励提供保障, 进一步推动我国股权激励的发展。根据同花顺发布的数据显示, 2022年5月25日为止, 2022年发布股权激励公告的企业有352家, 而其中又有近83.8%的企业通过股票进行股权激励, 标的物为股票的295个企业中通过回购式限制性股票进行股权激励的企业仅有几十家。本研究正是以苏泊尔回购式限制性股票激励为研究主题, 基于委托代理与信号传递等理论, 从财务效应、市场效应等方面分析回购式限制性股票激励给企业带来的效应。

1 文献综述

关于企业信息披露与股权激励的研究, Aboody E和Johnson B. W (2014) 通过研究发现, 由于信息不对称普遍存在于股东与企业管理者之间, 股票激励并不能从根本上解决委托代理问题。汤建洋和黄东风 (2018) 通过实证分析, 发现对企业信息透明度的提升作用方面, 股权激励对民营企业的作用更强, 国有企业受到的作用相对较弱。

关于股票激励与企业业绩的关系, 部分学者的结果表明二

者之间存在显著关系。范晓旭 (2018) 以我国沪深两市上市企业在2013年至2015年间的的历史数据为样本进行实证分析, 结果表明企业管理者的股权激励与企业绩效之间是显著正相关的。叶鹏和刘禄宾 (2016) 以上交所八十家实施了股权激励的上市企业为样本通过因子分析与面板模型, 发现股权激励对上市企业的业绩存在显著正相关性, 且激励效果表现出滞后性。

当前学术界在企业经营业绩与股票回购之间的关系未形成统一结论, 既有研究指出股票回购对企业超额收益有正向作用, 也有研究指出股票回购对企业超额收益有负向作用, 还有研究认为没有显著作用。关于限制性股票激励的研究, 当前学者们大多集中在定向增发, 对于回购式限制性股票激励的研究相对较少, 且现有研究的案例多是医药行业企业。

2 案例分析

2.1 回购式限制性股票计划实施

苏泊尔经过近三十年的发展, 已经成为我国, 乃至世界炊具研发领域的重要制造商, 成为我国厨房小家电产品的领先品牌。为了促进公司建立、健全激励约束机制, 充分调动公司高层管理人员及员工的积极性, 公司在2013年开启了第一次限制性股票激励计划, 并在2017年发布了第二次限制性股票计划的有关公告。此文以苏泊尔公司2017年的第二次限制性股票激励计划作为研究对象。

2017年8月29日, 公司发布了限制性股票激励计划的议案, 激励对象为公司的董事、高级管理人员以及相关员工共有

189人。限制性股票的解锁条件为考核期4年内,每个考核年度的净资产收益率不低于18%,同时要达到个人层面绩效考核。激励计划授予的股票,从授予日开始需要满十二个月,且激励对象满足了相应的解售条件后获授股票才能在后续的四十八个月内,按照10%、20%、30%和40%的比例分四次进行股票解锁。

2.2 财务效应分析

2.2.1 盈利能力分析

本文以2012-2021年间公司的销售净利润率和净资产收益率来对比分析股票回购前与股票回购后盈利指标的变动。



图1 苏泊尔2012-2021年销售净利润率

由上图来看,2012-2021年间,苏泊尔的销售净利润率表现很稳定,2013年以前苏泊尔的销售净利润率保持在8%以下,2017年其销售净利润率持续增长,最高为2020年的9.91%。2017-2021年间,苏泊尔的销售净利润率虽然小幅降低,但整体保持增长。与行业均值对比来看,苏泊尔的销售净利润率表现明显优于行业均值。由此可见,限制性股票激励计划有效提升了苏泊尔公司的销售净利润率。

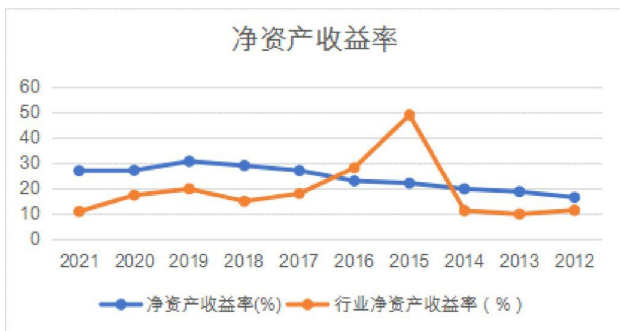


图2 苏泊尔2012-2021年净资产收益率

由上图来看,2012-2021年间,苏泊尔的净资产收益率表现优秀,尤其是2017年之后,在行业净资产收益率走低的情况下,苏泊尔的净资产收益率逆势走高。与2013-2017年的第一次回购式限制性股票激励相比,公司计划实施第二次限制性股票激励计划后,公司净资产收益率表现更好,涨幅趋势比第一次回购是限制性股票激励计划实施期间更明显。由此可见,限制性股票激励计划保障了苏泊尔公司净资产收益率的稳定提升。

2.2.2 偿付能力分析

1) 短期偿债能力

本文以流动比率、速动比率,以及现金比率等三个指标来对比分析限制性股票激励前后公司短期偿债能力的变化。



图3 短期偿债能力指标对比表

公司用自有资金从二级市场回购股票,发现公司2017年的现金比率相比2016年下降了3.17个百分点,但之后开始走高,2019年有小幅下降,是回购预留限制性股票导致,但整体上现金比率表现良好。用自有资金从二级市场回购股票,理论上公司的现金等速动资产大幅减少,其流动比率和速动比率会出现下降,进而影响到公司的偿债能力。但从上表呈现的结果看,苏泊尔公司2017年的流动比率与速冻比率分别为1.95和1.4,与2016年基本保持一直,2019年和2020年则有所上升,提高至1.98、2.01和1.52、1.53。综合以上分析,可以看到苏泊尔在实施激励计划后,其资金的流动性确实受到了影响,但整体上保持高于行业平均水平,公司还是有较强的短期偿债能力。

2) 长期偿债能力

本文以资产负债率和产权比率来分析苏泊尔限制性股票激励从二级市场回购股票前后的长期偿债能力变化。

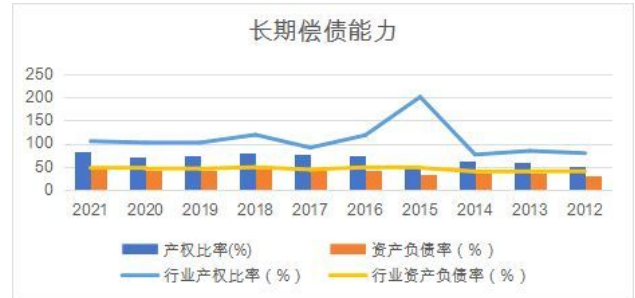


图4 苏泊尔2012-2021年长期偿债能力指标变化趋势

通过上图4可以看到,通过实施两次回购式限制性股票激励计划后,苏泊尔公司产权比率和资产负债率整体上保持增长趋势,苏泊尔的资产负债率从2012年的31.56%上升到2021年的44.9%,相应的苏泊尔产权比率在这十年中从52%上升到82%。但从行业均值看,苏泊尔的产权比率虽然有所增加,但还是远小于行业均值。由此来看,实施限制性股票激励的股票回购后,苏泊尔公司的资产负债率与产权比率提升,其长期偿债能力相对下降,但仍然优于行业水平。

2.2.3 营运能力分析

本文以应收账款周转天数、存货周转天数和总资产周转天数来分析苏泊尔营运能力。



图4 营运能力指标对比

由上表2来看,公司的应收账款周转天数从2013年开始呈上升的趋势,2021年达到近十年最大值41.24。表明苏泊尔在应收账款上的回款周期变长,公司应收账款回款难度增大。公司的存货周转天数则2014年开始呈下降的趋势,落至2021年的59.62天。同时,苏泊尔的总资产周转天数除了2020年出现较大的波动,但整体上呈下降趋势,最低为2018年的199.70天。因此可以说股票激励计划整体上对公司资产管理带来积极影响,公司资产利用效率得到改善。

2.3 市场效应分析

2.3.1 对短期股价的影响

本文将超额收益率和累计超额收益率作为分析指标,对苏泊尔股东财富变化情况进行衡量。为了使短期市场效应达到的

效果更加显著,以第0天为中心(2017年8月31日),向前、向后各延伸十个交易日来构成完整的事件窗口期对超额收益率、累计超额收益率进行计算。



图5 苏泊尔限制性股票激励公告超额收益率及累计超额收益率变化趋势

从超额收益率的表现来看,在事件日之前,苏泊尔的超额收益率呈现下降的趋势。而事件日之后,在 $[0, 1]$ 之间,苏泊尔的超额收益率出现快速上涨。但此后,苏泊尔的超额收益率出现连续波动,在10日时,其超额收益率为-0.44%。从累计超额收益率的表现来看,时间日之前出现连续下降,而第0日开始出现大幅上升,到第3日出现了正值,之后整体上呈继续上升的趋势。综合以上分析,可以总结发现苏泊尔公司的限制性股票激励计划信息公告后,市场收到信息,并对信息做出相应反应,从累计超额收益率的表现看是积极的。表明市场中的投资者们看好公司的潜力,从而推动了公司股价持续上涨。因此可以认为苏泊尔的股票回购符合信号传递假说理论,公司通过回购公告透露了公司的利好信息,推动了股价的上涨,为股东带了财富,增加了股东价值。

2.3.2 对长期股价的影响

苏泊尔在回购式限制性股票激励计划公告后的每日收盘价如下图所示:

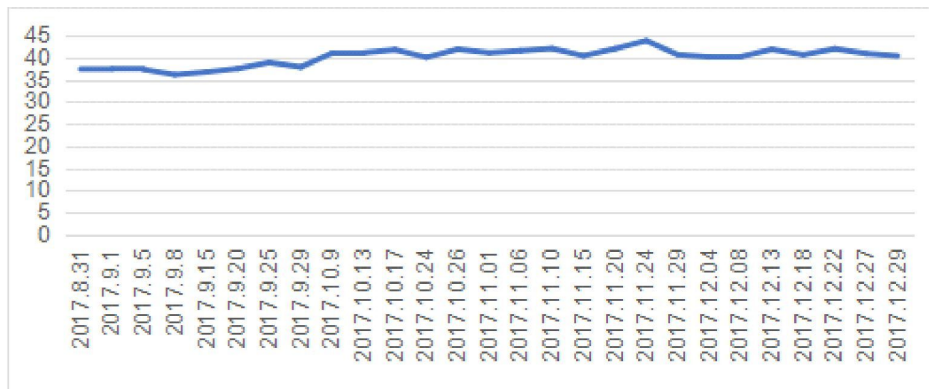


图6 苏泊尔回购式限制性股票激励计划公告后股价走势图

苏泊尔在2017年8月31日发布回购式限制性股票激励计划公告后,公司股价由8月11日的35.36元/股上涨到11月24日的最高点43.8元,之后出现一定的波动,到2017年12月29日时达到40.38元/股,但总体上股价有上升的趋势。其实通过两次限制性股票激励后,苏泊尔股价从2012年最高价17.51元/股上升到2017年的最高价49.80元/股,而公司股价从2018年开始走高,最高位85.7元/股。由此来说,苏泊尔回购式限制性股票激励计划对于股价提升作用在短期内比较有限,但

长期有正的效应。

3 结论

对苏泊尔公司所实施的回购式股权激励方案进行了市场效应分析和财务效应分析后,基于信号传递假说和管理层激励假说理论,获得如下启示:

3.1 动态的业绩考核标准保证了激励作用的持续性

苏泊尔规定只有激励对象的业绩达到或者超过激励计划中提出的指标要求,激励对象才有资格获得授予股票,如果激励对象的业绩超过了基本的触发基数,苏泊尔公司就会采取分段累进方式,按照比例进行提取。因此,当苏泊尔的经营业绩越高,激励对象得到的购股基金就会越高,因而激励对象就会为了获得更多的购股基金而努力,从而提升限制性股票激励计划的作用。

3.2 限制性股票激励向市场传递积极信号

苏泊尔在发布回购式限制性股票激励公告后,该公司的超额收益率与累计超额收益率向好发展,表明市场在收到苏泊尔要实施限制性股票激励计划后,给予苏泊尔的限制性股票激励以积极回应,对公司未来发展看好,从而促使公司股票价格上涨,公司价值提升。而苏泊尔本次限制性股票激励所用股票为公司从二级市场购买,这样的股票回购使市场中投资者了解到该公司的股价被低估,从而改变公司股票价格低迷、表现不佳的现状。

参考文献:

- [1] 汤建洋, 黄东风. 高管薪酬激励、内部薪酬差距与企业信息透明度——基于我国A股上市公司的实证研究[J]. 南方金融, 2019 (01): 72-74.
- [2] 范晓旭. 高管股权激励、研发投入强度与企业绩效——以A股上市公司为例[J]. 商业会计, 2018, 05 (No. 629): 35-39.
- [3] 叶鹏, 刘禄宾. 股权激励与公司绩效的实证分析[J]. 财经界, 2016 (22): 11-12.
- [4] 姜英兵, 屈慧敏. 股票回购的市场时机选择及其影响因素研究[J]. 财务研究, 2015 (4): 78-86.
- [5] 汪小华. 上市公司股权激励计划效果研究——以昆明制药为例[J]. 财会通讯, 2018 (17): 62-66.
- [6] 张丽萍. 股权激励的业绩效应之理论分析[J]. 中外企业家, 2014 (06): 144-145.
- [7] 李斌, 戴夫, 卢蒋运. 运用API法分析上市公司股票回购公告的市场效应[J]. 财会月刊, 2010, 27: 30-32.
- [8] Busch P, Obernberger S. Actual Share Repurchases, Price Efficiency, and the Information Content of Stock Prices[J]. Review of Financial Studies, 2017, 30 (1): 324-362.

作者简介:

古丽赫·艾萨(1994-),女,喀什大学经济与管理学院,研究方向:资本市场;

黄小琳(1978-),女,中央民族大学管理学院教授,研究方向:资本市场。