

雏鹰农牧股票期权激励计划失效分析

袁振兴 许静 付思思 贾飞宇

摘要：公司所有权与经营权的分离是股票期权激励产生的原因和源条件，股票期权为解决公司委托代理关系主契约的衍生契约，在解决代理问题过程中自身也会产生合同的不完全性。本文以公开资料为依据，分析了雏鹰农牧集团股份有限公司的股票期权行权条件的设计及其激励效果。分析结果表明，公司的所有权与经营权“黏合”不仅导致了大股东而不是经营者主导股票期权制订过程，采取措施提高股票期权的行权门槛，产生新的代理问题，而且使股票期权失去了激励的源条件，股票期权业绩考核指标与激励对象不再相关，最终导致股票期权激励效应难以发挥。

关键词：股票期权；代理问题；股权激励

股票期权是为解决代理问题而衍生出来的一种薪酬激励契约，但股票期权作为一种契约具有不完全性，在制定和执行过程中，激励主体与被激励对象之间也会产生代理问题。在所有权与经营权分离的假设下，委托人与代理人的信息优势方是代理人——管理者，其主导契约的签订与执行，可能产生管理者损害股东利益的情况；在所有权与经营权统一的情况下，信息优势方是大股东，主导着契约的签订与执行，可能产生大股东损害管理者利益的问题。本文拟从分析雏鹰农牧集团股份有限公司（以下简称雏鹰农牧）的权力配置和代理问题入手，研究该公司股票期权激励计划的行权条件，分析其股票期权激励计划无果而终的原因，以期为准实施股权激励计划的企业提供借鉴。

一、雏鹰农牧代理问题分析

（一）雏鹰农牧的股权集中度

股权集中度决定了公司的基本权力配置，不仅对企业的行为与最终价值产生影响，也会影响股票期权契约的合理性。从表1雏鹰农牧的股权结

表1 雏鹰农牧股权结构情况表

| 股东姓名 | 股东性质 | 持股比例 | | | |
|---------------------------|-------|-----------------|-----------------|-----------------|----------------|
| | | 2010年 12月31日 | 2011年 12月31日 | 2012年 12月31日 | 2013年 9月30日 |
| 侯建芳 | 自然人 | 46.42% | 46.42% | 46.44% | 46.44% |
| 侯五群 | 自然人 | 3.45% | 3.45% | 3.45% | 3.45% |
| 侯斌 | 自然人 | 3.37% | 3.37% | 3.37% | 3.37% |
| 杨志英 | 自然人 | 3.00% | 2.77% | 0.92% | |
| 林玲 | 自然人 | 3.00% | 1.65% | | |
| 深圳市万胜投资管理有限公司 | 非国有法人 | 2.25% | | | |
| 中国平安保险股份有限公司—传统—普通保险产品 | 国有法人 | 2.11% | | | |
| 王全贵 | 自然人 | 1.95% | 1.52% | 1.31% | 0.9% |
| 侯杰 | 自然人 | 1.84% | 1.84% | 1.84% | 1.84% |
| 侯建业 | 自然人 | 1.84% | 1.84% | 1.84% | 1.84% |
| 中国建设银行——银华核心价值优选股票型证券投资基金 | 非国有法人 | | 2.28% | 3.0% | 4.79% |
| 合计 | | 69.23% | 65.14% | 62.17% | 62.63% |

构上来看，侯建芳持有雏鹰农牧46%以上有表决权的股份，与其家族成员侯杰、侯斌、侯五群、侯建业四人合计持有公司50%以上有表决权的股份，且这些股份都是具有表决权的非流通股股份。只有在2013年，中国建设银行——银华核心价值优选股票型证券投资基金成为该公司的第二大股东，

也仅持有4.79%的股份。侯建芳是该公司的第一大股东，而侯氏家族绝对控制该公司，可见该公司的股东不再同质，而有了大、小股东之分，其利益形成的途径也产生了差异甚至冲突，两者之间的代理问题不可避免。

（二）雏鹰农牧的董事会和管理层构成

公司董事会与管理层的构成可以从另一个角度看到公司治理结构中的权力配置状况。在董事会和管理层的构成方面,2010年至2013年侯建芳始终为董事长兼首席执行官(或总经理),侯五群为副董事长兼副总裁(副总经理),李花为董事、总裁(或常务副总经理)。可见,公司是典型的大股东控制的家族式治理结构,且所有权与经营权没有分离。作为大股东、董事长和首席执行官(或总经理)的侯建芳,其在股票期权制订和执行过程中既有权力优势,又有信息优势,所以大股东——侯氏家族主导了雏鹰农牧股票期权契约的制订与执行。

由此可见,与所有权和经营权相分离下的股东与管理者之间的代理问题不同,雏鹰农牧的主要代理问题是大股东侯氏家族与小股东、管理层(不含侯氏家族)之间的代理问题。

二、行权条件的设计:考核指标与行权价格

(一) 股票期权契约的考核指标

雏鹰农牧的股票期权采用了“股东净利润增长率”和“加权平均净资产收益率”两个财务考核指标。考核标准是:以2011年归属于上市公司股东扣除非经常性损益后的净利润为基数,2012年至2014年度归属于上市公司股东净利润增长率分别不低于10.00%(含)、37.50%、71.88%;每年扣除非经常性损益后加权平均净资产收益率不低于15.00%。从激励主体——侯氏大股东的角度而言,适当提高行权“门槛”可能会提高对管理层的激励,增加自己的收益。在股票期权契约中的行权条件已定的情况下,执行契约之前,提高考核基期的净利润基数和在执行契约过程中降低利润都将提高行权的“门槛”。在雏鹰农牧的公告中,笔者发现公司以下事项将影响行权门槛:

1. 公司自2009年以来,进行了大规模的在建工程投资,2011年和2012年新增重大在建工程分别是上一年新增金额的194.94%和243.53%,这些项目绝大部分为生产性项目,且工期至少为一年。这至少有两方面的意义:第一,大规模的生产性固定资产投资在未来可以提高公司的生产能力,是公司的长期战略行为,反映了大股东提升公司未来价值的愿望;第二,这也意味着在形成生产能力时,如果提高的生产能力不能通过市场转化为利益,产生的大量折旧费用会减少利润。事实上,生产性固定资产通过市场转化为利润的能力在最初的1~2年内往往是有限的。这样侯氏家族既为公司的未来发展打下了物质基础,同时又提高了被激励对象——管理层的行权“门槛”。另外,公司2011年在建工程转入固定资产的金额为102 115 838.52元,比2010年转入的金额102 350 524.01元低0.23%,仅占上年新增在建工程的42.45%;2013年在建工程转入固定资产金额为710 976 674.04元,比2012年提高了596.25%;指标“本期转入固定金额/(在建工程期初额+本期增加在建工程额)”从2010~2012年分别为33.28%、15.30%和41.64%。值得注意的是2011年度这一时间基点,它是行权条件考核指标计算的基础,控制2011年(包含2011年)在建工程转入固定资产的金额,可以减少折旧计提额,提高2011年的净利润,而基期利润的提高将提高行权条件;2012年以后大量在建工程转入固定资产将增加折旧费用,从而又降低了行权期(2012~2014)内的净利润。提高考核指标基期的净利润和减少行权期的净利润都将提高激励主体——大股东的激励效用。

2. 公司2011年1月1日将生产性生物资产——种猪的预计使用寿命从

3年变更为4年。这一政策变更将使公司每年增加利润610万元,提高了2011年的净利润水平,提高了行权“门槛”。对于2012年以后的影响虽然无法估计,但对于大股东来说,提前提高行权“门槛”比以后降低执行股票期权契约过程中费用承担更少的风险,从而产生大股东的优势。

(二) 行权价格的选择

雏鹰农牧股票期权行权价格是依据下述两个价格中的较高者确定的:(1)股权激励计划草案摘要公布前一个交易日的雏鹰农牧标的股票收盘价24.51元/股;(2)股权激励计划草案摘要公布前30个交易日内的雏鹰农牧标的股票平均收盘价24.67元/股。公司最终确定了首次授予股票期权的行权价格为24.67元。笔者以公司草案公布前1日2012年1月17日为T=0,在时间窗口[-7,+7]内,雏鹰农牧股票的收盘价由2012年1月6日的22.42元/股,涨到了2012年1月17日的24.51元,涨幅为9.32%。而在同一时间窗口内,中小板综合指数的收盘点位从2012年1月6日的4 596.95点涨到2012年1月17日的4 791.85点,涨幅为4.24%,这个涨幅远低于雏鹰农牧。公司股票价格的提高可能受到了公司股票政策的影响。2010年至2012年,公司每股现金股利分别是0.45元、0.45元和0.2元,连续分配股利向市场传递了利好,会引起股价上涨。

三、股票期权计划无果而终及其原因分析

2013年8月28日,经公司董事会审议决定,注销公司全部297名激励对象已获授的第一个行权期对应的258.82万份股票期权(占全部297名激励对象已获授股票期权数量的40%)原因是没有达到公司《股权激励计划》的规定行权条件,而导致没有达到行

权条件的深层原因是什么呢?

(一) 股票期权的激励性——成本与收益的权衡

激励主体采用股票期权的方式对管理者的激励成本可分为两部分:一是股票价差,即行权日的股票市场价格与行权价格之间的差,这是股票期权激励的机会成本。二是激励对象行权后可能给大股东带来的股权稀释,这是隐性成本。激励主体的收益也由两部分组成:一部分是公司收到的被激励对象按行权价格购买标的股票的价款;另一部分是由于股票期权的激励性而增加的企业价值,这一部分在股票期权契约制订时,通过约定考核条件和行权价格等来体现。

根据《企业会计准则第22号——金融工具确认和计量》中关于公允价值确定的相关规定,需要选择适当的估值模型对股票期权的理论价值进行计算。雏鹰农牧选择了Black-Scholes模型来计算期权的理论价值,并于2012年1月18日用该模型对首次授予的211.20万份(不包括预留部分)股票期权的理论价值进行了预测算(授予时进行正式测算)。假定所有激励对象全部行权,计算得出公司首次授予的股票期权的公允价值如表2所示。

假设全部激励对象均符合本激励计划规定的行权条件且在行权期内全部行权,根据上述测算,需要摊销的股票期权成本为2 030.90万元。期权费用的摊销会对公司的经营业绩造成一定的影响。预计各年分摊费用明细如表3所示。

根据现行《企业会计准则第11号——股份支付》的规定,在等待期每年分摊的期权费用一方面计入公司的管理费用,另一方面计入公司的资本公积。如果达不到行权条件不能行权,已计的期间费用和资本公积也不再转回。2012年雏鹰农牧将有824.31

表2 公司首次授予的股票期权的公允价值表

| 项目 | 第一个行权期 | 第二个行权期 | 第三个行权期 | 合计 |
|-----------------|--------|--------|--------|----------|
| 每份股票期权公允价值(元/份) | 8.08 | 9.89 | 11.39 | -- |
| 股票期权份数(万份) | 84.48 | 63.36 | 63.36 | 211.20 |
| 期权总成本(万元) | 682.60 | 626.63 | 721.67 | 2 030.90 |

表3 预计各年分摊费用明细 单位:万元

| 项目 | 2012年 | 2013年 | 2014年 | 2015年 | 合计 |
|---------|--------|--------|--------|-------|----------|
| 分摊的期权费用 | 824.31 | 781.40 | 345.00 | 80.19 | 2 030.90 |
| 合计 | 824.31 | 781.40 | 345.00 | 80.19 | 2 030.90 |

万元的期权费用计入管理费用和资本公积,表面看来降低了公司的净利润,也会降低净利润增长率,但公司净利润的减少并不会减少大股东的真实价值,对侯氏家族而言无疑提高了以后行权期的行权条件和激励程度。

若被激励对象行权,公司总股本将增加,并获得融资现金流入,这可看作是大股东的一项资本收益。按照激励对象全部行权测算(不包括预留股份),公司获得资金的最大金额为5 210.30万元(211.20×24.67),能够缓解公司资金紧张的局面。此外,在第一个行权期(2013年5月9日至2014年5月8日)大股东的机会成本(行权价与市场价之差)为2 293.1452万元,这同时也是被激励对象的收益。在被激励的董事、核心管理人员中最多的可获收益35.44万元,而其2012年的实际年薪为18.35万元,显然期权收益额对被激励对象有一定的激励作用。另外,根据该公司股票期权激励计划,公司通过向被激励对象定向发行股票作为激励计划的股票来源,若被激励对象行权,将稀释原有股东的控制权。由于第一期行权的股票只有258.82万股,占公司总股本(2012年12月31日)的0.48868%。这个比例对大股东并不构成威胁,可以忽略不计。

从收益和成本分析上看,如果公

司股票期权计划能够顺利实施,无论是对激励主体——大股东还是对被激励对象——管理层都有较高的激励效用,然而,该公司的股票期权激励计划为何无果而终呢?

(二) 股票期权激励计划无果而终——激励源条件的丧失与激励对象的错配

通过对雏鹰农牧的资料分析,笔者认为有以下几个原因:

1. 股票期权产生的基本条件是股权高度分散,所有权与经营权分离,管理者拥有公司的经营决策权,于是公司的业绩与被激励对象——管理者的行为产生相关性,股票期权具有了激励作用。然而雏鹰农牧的所有权与经营权“黏合”在一起,侯氏家族集所有权与经营权于一体,完全主导了公司的经营及股票期权的制订与执行,管理层作为被激励对象既没有与激励主体谈判的能力,又没有公司的经营决策权,这让其沦为“提线木偶”,从而使被激励对象的行为与公司的业绩不再相关,对公司的经营业绩也不敏感,股票期权产生激励作用的源条件丧失。这是股票期权丧失其应有的激励作用的根本原因。

2. 所有权与经营权的“黏合”导致股票期权激励对象的错配,使激励主体与被激励对象都失去认真预测股票

期权所依赖的未来公司经营业绩的动力,从而使股票期权条款设计缺乏科学性与合理性。在雏鹰农牧2011年度报告中的分析中,认为公司“2012年、2013年的生猪供应完全取决于2011年的母猪补栏情况”,2011年生猪市场中母猪补栏没有像仔猪大幅度上升,由此预测2012年的生猪存栏、出栏、供应情况也将会低于预期,而猪价将高于预期,预计2012年、2013年生猪市场盈利水平会略低于2011年,但高于2010年,而且有可能创历史上盈利时间最长、盈利水平较高的一个盈利期。不难发现,公司对未来盈利的预测主要依据母猪的补栏情况。但2012年的实际盈利并没有像预测的那样乐观,2012年上半年生猪价格低于预期,下半年仔猪价格市场行情低于预期,且仔猪销量占公司产品比重较大,并受饲料原料价格上涨、公司营销费用增加等因素的影响。也就是说,公司业绩大幅下降的原因是行业周期、价格、成本、产品结构和营销费用增加所致,而这些因素应该是经营者进行分析预测时应考虑的常见变量。这说明公司的预测并没有被置于战略地位,股票期权作为一种解决代理问题的机制和激励形式,激励主体与被激励对象双方都没有精心设计,所以基于预测的股票期权条款与现实相差甚远,股票期权变得不能执行。

3. 大股东机会主义行为在所有权与经营权“黏合”时变得可行。大股东利用在股票期权制定过程中的主导作用,提高行权“门槛”使得激励效应下降。虽然我们并没有找到该公司股票期权没有执行与提高行权“门槛”的必然关系,但是确实看到了大股东提高行权“门槛”的行为。这将对以后股票期权的行权产生影响。

四、启示

1. 所有权与经营权分离的公司比所有权与经营权“黏合”的公司更适合股票期权激励。股票期权发挥效用的源条件是所有权与经营权的分离,当所有权与经营权分离时,公司权力被配置给管理者,管理者主导股票期权契约,被激励对象——管理者对公司的经营政策与财务政策拥有决策权,这样,被激励对象的行为才能与激励指标具有相关性,股票期权的激励效用才会产生。

2. 股票期权契约条款的制定与执行是契约主导方对其成本与收益权衡的结果。股票期权契约是为解决委托代理问题主契约的衍生契约,本身也存在契约不完全性问题,在制订和执行契约过程中存在“机会主义倾向”,契约主导方在实现其收益最大化时,必然也会付出代价。股票契约最终条款的形成是收益与成本权衡的结果,如果不考虑盈余管理等因素,这一结果将是“自我”形成的过程。

(本文获得国家社科基金<12BJY016>和河北省科技计划项目<134576209D>的资助)

(作者单位:河北经贸大学会计学院)

责任编辑 陈利花

主要参考文献

[1] 辛宇,吕长江.激励、福利还是奖励:薪酬管制背景下国有企业股权激励的定位困境——基于泸州老窖的案例分析[J].会计研究,2012,(6):67~76.

[2] 余应敏,智海玲.从国美控制权之争看股票期权的治理作用[J].财务与会计(理财版),2010,(12):24~26.

法规资讯

财政部《关于征收工业企业结构调整专项资金有关问题的通知》(财税[2016]6号) 2016年1月19日

财政部 国家税务总局《关于员工制家政服务营业税政策的通知》(财税[2016]9号) 2016年1月18日

中国证监会《公开发行证券的公司信息披露内容与格式准则第38号——公司债券年度报告的内容与格式》、《关于公开发行公司债券的上市公司年度报告披露的补充规定》(中国证券监督管理委员会公告[2016]3号) 2016年1月17日

财政部 国家档案局《关于印发<会计师事务所审计档案管理办法>的通知》(财会[2016]1号) 2016年1月11日

国家税务总局《关于进一步加强出口退(免)税事中事后管理有关问题的公告》(国家税务总局公告2016年第1号) 2016年1月7日

中国证监会《上市公司大股东、董监高减持股份的若干规定》(中国证券监督管理委员会公告[2016]1号) 2016年1月7日

财政部 国家发展改革委《关于提高可再生能源发展基金征收标准等有关问题的通知》(财税[2016]4号) 2016年1月5日

国务院《关于促进加工贸易创新发展的若干意见》(国发[2016]4号) 2016年1月4日

国务院《关于整合城乡居民基本医疗保险制度的意见》(国发[2016]3号) 2016年1月3日