

## 摘要

在现代企业中由于企业所有权和经营权的分离使现代企业的出现了委托代理问题，委托代理问题看似简单，其实会对企业的经营管理产生比较大的影响。因此当前在公司治理方面当前研究的主要方向就是如何能够尽量减少机构之间的冲突。目前人们普遍认为，除了建立强有力的管理机制外，进行有效的奖励机制是减少机构之间冲突的重要工具。现有研究聚焦于薪酬合同、晋升激励、股权激励等，主要探讨如何有效缓解代理问题，因为薪酬契约以及提升等激励措施的短期性质使管理层容易滋生短视行为，而股权激励作为长期激励机制已成为缓解代理矛盾的重要机制。股权激励主要是以主人翁感激励为目的，以激励为目的分配一定数量的公司股份，以促进激励的股东与受益者之间的利益趋同，最终实现股东财富增值和公司长期发展目标。

目前，越来越多的中国上市公司实施了股权激励计划，从行业来看，实施股权激励的公司大多是软件服务、电子元器件、机械工程、生物医药等行业。其中，在生物医药行业实施股权激励的公司大多是制药公司或生产医疗器械的公司。因此本篇文章选取了实施了股权激励的医疗器械制造业中的企业的杰出代表——健帆生物。健帆生物历经多年的发展，已经成为了一家专门从事血液疾病相关的医疗器械研发、生产和销售上市公司。为实现降低经营成本、完善企业治理、提高企业业绩以及帮助公司留下核心人才等目的，2016年，健帆生物首次颁布限制性股票激励计划，并成功实施。在之后的几年中企业趁热打铁，多宣告实施股权激励，截止到2021年一共宣告了五次股权激励的实施。那么，健帆生物股权激励的实施究竟是否促进了企业的发展、是否达到了其实施激励的目的，以及多次的股权激励对企业绩效又有何影响还需进一步研究。

本文基于股权激励与公司业绩相关理论的系统结合，利用健帆生物的相关财务和非财务数据进行深入研究，并且在财务绩效研究中引入了经济增加值来对其创利能力进行分析，研究健帆生物股权激励对其绩效产生了怎样的影响。

关键词：股权激励；医疗器械；企业绩效；经济增加值

## Abstract

In modern enterprises, the separation of ownership and management rights has led to the emergence of principal-agent problems. Although the principal-agent problem may seem simple, it can actually have a significant impact on the operation and management of enterprises. Therefore, the main direction of current research in corporate governance is how to minimize conflicts between institutions. At present, it is widely believed that in addition to establishing strong management mechanisms, effective reward mechanisms are important tools for reducing conflicts between institutions. Existing research focuses on salary contracts, promotion incentives, equity incentives, etc., mainly exploring how to effectively alleviate agency problems. The short-term nature of salary contracts and incentive measures such as promotions makes it easy for management to breed short-sighted behavior, and equity incentives, as a long-term incentive mechanism, have become an important mechanism to alleviate agency conflicts. Equity incentives are mainly aimed at providing ownership incentives, allocating a certain amount of company shares for the purpose of incentives, in order to promote the convergence of interests between incentivized shareholders and beneficiaries, and ultimately achieve shareholder wealth appreciation and long-term development goals of the company.

Currently, more and more Chinese listed companies have implemented equity incentive plans. From an industry perspective, most of the companies implementing equity incentives are in industries such as software services, electronic components, mechanical engineering, and biopharmaceuticals. Among them, most companies implementing equity incentives in the biopharmaceutical industry are pharmaceutical companies or companies producing medical devices. Therefore, this article selects Jianfan Biotechnology, an outstanding representative of enterprises in the medical device manufacturing industry that have implemented equity incentives. After years of development, Jianfan Biology has become a listed company specializing in the research and development, production, and sales of medical devices related to blood diseases. In order to reduce operating costs, improve corporate governance, improve corporate performance, and help the company retain core talents, Jianfan Biology issued the Restricted stock incentive plan for the first time in 2016 and successfully implemented it. In the following years, companies took advantage of the hot iron and announced the implementation of equity incentives. As of 2021, a total of five equity incentives had been announced. So, further research is needed

to determine whether the implementation of equity incentives for Jianfan Biotechnology has promoted the development of the enterprise, achieved the purpose of implementing incentives, and what impact multiple equity incentives have on the performance of the enterprise.

This article is based on a systematic combination of equity incentives and company performance related theories, using financial and non-financial data from Jianfan Biotechnology for in-depth research. Economic value added is introduced to analyze its profitability in financial performance research, and the impact of Jianfan Biotechnology's equity incentives on its performance is studied.

**Keywords:** Equity incentive; Medical device manufacturing industry; Enterprise performance; Economic value added

## 目录

|                            |    |
|----------------------------|----|
| 摘要 .....                   | I  |
| Abstract .....             | II |
| 第一章 绪论 .....               | 1  |
| §1.1 研究背景与研究意义 .....       | 1  |
| §1.1.1 研究背景 .....          | 1  |
| §1.1.2 研究意义 .....          | 2  |
| §1.2 国内外文献综述 .....         | 3  |
| §1.2.1 股权激励实施动因相关研究 .....  | 3  |
| §1.2.2 股权激励模式相关研究 .....    | 4  |
| §1.2.3 股权激励与企业绩效相关研究 ..... | 4  |
| §1.2.4 文献评述 .....          | 6  |
| §1.3 研究内容与方法 .....         | 6  |
| §1.3.1 研究内容 .....          | 6  |
| §1.3.2 研究方法 .....          | 7  |
| §1.4 论文的创新 .....           | 7  |
| 第二章 概念界定及理论基础 .....        | 8  |
| §2.1 概念界定 .....            | 8  |
| §2.1.1 股权激励的内涵 .....       | 8  |
| §2.1.2 股权激励基本要素 .....      | 8  |
| §2.1.3 企业绩效概述 .....        | 9  |
| §2.2 理论基础 .....            | 10 |
| §2.2.1 人力资本理论 .....        | 10 |
| §2.2.2 委托代理理论 .....        | 10 |
| §2.2.3 利益相关者理论 .....       | 11 |
| 第三章 健帆生物股权激励案例介绍 .....     | 12 |
| §3.1 健帆生物基本情况 .....        | 12 |
| §3.1.1 公司简介 .....          | 12 |
| §3.1.2 股权结构 .....          | 12 |
| §3.1.3 竞争优势分析 .....        | 13 |
| §3.2 健帆生物股权激励实施动因 .....    | 14 |
| §3.2.1 建立健全公司长效激励机制 .....  | 14 |
| §3.2.2 吸引和留住人才 .....       | 14 |
| §3.2.3 保持经营业绩持续快速增长 .....  | 15 |
| §3.2.4 提升公司管理水平 .....      | 15 |

|                               |    |
|-------------------------------|----|
| §3.3 健帆生物股权激励实施情况 .....       | 16 |
| §3.3.1 两次限制性股票激励计划 .....      | 16 |
| §3.3.2 三次股票期权激励计划 .....       | 17 |
| §3.3.3 历次股权激励的特点 .....        | 19 |
| 第四章 健帆生物股权激励实施对企业绩效影响分析 ..... | 21 |
| §4.1 传统财务绩效分析 .....           | 21 |
| §4.1.1 股权激励前后总体财务绩效变动 .....   | 21 |
| §4.1.2 股权激励对偿债能力的影响 .....     | 22 |
| §4.1.3 股权激励对盈利能力的影响 .....     | 24 |
| §4.1.4 股权激励对营运能力的影响 .....     | 26 |
| §4.1.5 股权激励对成长能力的影响 .....     | 28 |
| §4.1.6 传统财务绩效总结 .....         | 29 |
| §4.2 基于 EVA 的财务绩效分析 .....     | 30 |
| §4.2.1 税后营业净利润 .....          | 30 |
| §4.2.2 资本总额 .....             | 31 |
| §4.2.3 加权平均资本成本 .....         | 32 |
| §4.2.4 经济增加值计算 .....          | 34 |
| §4.2.5 经济增加值综合分析 .....        | 35 |
| §4.3 非财务绩效分析 .....            | 38 |
| §4.3.1 人力资本分析 .....           | 38 |
| §4.3.2 创新研发能力分析 .....         | 41 |
| 第五章 健帆生物股权激励研究结论与启示 .....     | 43 |
| §5.1 研究结论 .....               | 43 |
| §5.2 研究启示 .....               | 44 |
| §5.2.1 灵活选择激励模式 .....         | 44 |
| §5.2.2 实施连续性的激励方案 .....       | 45 |
| §5.2.3 设置合理的考核指标 .....        | 45 |
| §5.2.4 广泛的激励覆盖范围 .....        | 46 |
| §5.3 研究不足与展望 .....            | 46 |
| 参考文献 .....                    | 48 |
| 致谢 .....                      | 51 |
| 作者在攻读硕士期间的主要研究成果 .....        | 52 |

## 第一章 绪论

### §1.1 研究背景与研究意义

#### §1.1.1 研究背景

现代的企业制度随着社会经济的不断发展也正朝着更加成熟化、科学化的方向发展。在现代企业之中普遍存在着经营权和所有权分离的特点，虽然两权分离的实行是社会主义市场经济条件下建立现代市场制度的前提，且其在企业中有发挥着优化资源配置，提高资源利用率的作用。随着企业的发展，两权分离所带来的问题也逐渐进入大众视线，在企业内部所有者与经营者之间由于信息获取的不对称等因素而导致的委托代理问题，已成为现代企业不可调和的矛盾。在上述现代企业所处的大环境之中，股权激励计划应运而生。

股权激励计划是目前比较受欢迎的一种公司治理实践方法，也是发达国家的公司中最取得效果比较好的激励制度之一。股权激励给予了企业内部员工共同分享公司利润的权利也给予他们了解公司财务和活动的权利。通过制定一项股权激励计划，企业可以建立起长效激励体系，使得企业员工能够真正获得企业发展带来的财富。同时，企业员工参与股权激励计划，促使员工能够为了实现行权条件而为企业绩效提升做出贡献，进而激发员工工作活力、提高工作效率及质量工作质量，最终实现企业业绩的增长。股权激励是公司治理制度的一个重要组成部分，是现代企业制度的一项基本内容。实施股权激励计划能在企业与员工之间形成利益共同体，能够有效的调动起员工的工作积极性激发他们的创造力，促进企业发展目标的实现。对上市公司来说，股权激励计划是通过建立一种长效的激励机制，来持续吸引外来人才以及留住本企业内部优秀人才。实施股权激励后，企业员工的态度和行为可能会产生很大程度的转变，从而对公司的生产力水平和财务状况产生积极影响。现代股权激励制度最早出现在人们的视线中是在 1952 年，辉瑞制药推出了股权激励计划，可以说这是在世界范围内的股权激励计划的首次发布，虽然辉瑞的这次股权激励计划的目的是为了激励管理者，但在实践中，客观上来说公司高层管理人员的长远利益与公司的长远利益关联度很强。

股权激励涉及到公司的治理、企业的融资等层面，无论在哪方面都是个绕不开的话题。其所承接的企业控制权结构、激励模式、绩效考核、持股平台等问题，不仅是上市过程中受到重点关注的环节，同时也在全方位地塑造企业各自的生存形态。此外，股权激励的实施使企业将相关股份分配给管理层、核心技术人员等，以便与股东共同分享利润、承担风险。股权激励巧妙地将委托人的利益与受托人的利益结合起来，使

受托人能够更多地考虑股东的利益，在一定程度上减轻委托代理的利益冲突。

近年来，从初创企业到上市公司，越来越多的企业开始实施对员工的股权激励。股权激励一方面可以减少企业的现金压力，另一方面，公司与员工之间的关系可以重新定义，员工成为公司的“股东”，公司和员工成为利益共同体，这有助于公司的凝聚力，有助于公司的长期稳定发展。

### §1.1.2 研究意义

虽然近年来我国对股权激励制度的重视程度有所提高，但与国外一些企业相比还是有很大差异的，国内市场监管当前稳定性也较低，所以不同的各种原因使得国内股权激励制度缺乏完整性，所以对本文的研究对企业股权激励的应用起到了如下的意义。

#### (1) 理论意义

现有的股权激励的相关研究中，股权激励对企业绩效是否产生影响，产生的影响是否都是积极的，这是很多学者当前研究的两大问题。很多学者选择实证研究来证明股权激励与企业绩效的关系，但是在股权激励实际实施过程中，会受到很多方面的因素的影响，有一定的特殊性，仅仅靠实证研究很难得到全面且准确的分析。此外，由于企业实际情况各不相同，还需要结合案例分析股权激励方案的实施过程与效果，以进一步验证其有效性。因此，本文选取健帆生物作为案例公司，通过对案例公司股权激励方案实施动因、内容及效果的分析，可以更好地了解健帆生物股权激励方案取得了什么样的效果，是对后续上市公司股权激励理论研究的有效补充。

#### (2) 现实意义

在现代企业中股权激励的应用非常广泛，其理论内容也日渐丰富和完善，很多企业自从股权激励实施以来，之前存在的委托代理问题确实有所减少。相对于发达国家来说我国股权激励的发展起步较晚、较为滞后，有很多企业所实施的股权激励计划并没有按照预想的目标完成，没有达到理想的效果甚至有的企业股权激励计划以失败而终止。当前，针对股权激励与企业绩效的研究大多都只针对企业某一次股权激励计划的研究，或者是将已经实施激励计划的企业与其行业均值作对比以此来分析股权激励的影响，但是这一方法存在一定的局限性，因为行业内企业良莠不齐相关财务指标相差很大，因此两者并不具备可比性。本文在分析传统财务指标时对健帆生物这一公司实施股权激励前后的财务指标进行了详细分析，以此来得出股权激励的影响，使分析更加真实客观。希望能够对健帆生物所处行业的激励制度有一定的了解，并为今后企业实施股权激励制度提供一些启示。

## §1.2 国内外文献综述

### §1.2.1 股权激励实施动因相关研究

通过阅读总结股权激励实施动因相关研究,发现多数学者认为企业实施激励股权的动因主要涉及优化企业管理、引进留住人才、打造利益共同体三个因素。在优化企业管理方面,股权激励可增强管理层对企业的控制力和经营决策自主权,提升管理效率,推动企业的科学发展;同时,股权激励也能降低管理层的代理成本,使其更关注企业长期利益,从而有助于优化企业管理;在引进留住人才方面,股权激励有助于吸引新的人才力量和留住原本优秀人才,实现人力资本的优化配置。从构建利益共同体方面来看,通过股权激励,可以使企业管理者和股东之间形成一种长期的利益共享机制。本文通过整理关于股权激励实施动因相关研究总结出促使企业实施股权激励的动因主要有以下几个方面。

#### (1) 优化公司治理

魏贤运(2013)<sup>[1]</sup>通过实证分析得出,国有上市公司和股权集中度较高的上市公司在激励方案实施后改善公司的治理水平的力度更大,之后王秋霞(2015)<sup>[2]</sup>在研究关于股权激励的动机时提出,企业实施激励计划的主要动机是协调企业管理者和股东的利益,将两者的利益联系起来,减少信息不对称,创造优良的管理环境,为公司的发展做出贡献。许娟娟等人(2016)<sup>[3]</sup>认为,企业在实施股权激励后,员工的工作积极性得到了很大的提高,除此之外公司治理的质量经营业绩都得到了提升。

#### (2) 引进和留住人才

宗文龙等人(2013)<sup>[4]</sup>提出企业可以通过股权激励,达到激发员工创造力、吸引人才留在公司、为公司提升更大价值的目的,陈芳(2016)<sup>[5]</sup>进行假设有三种激励同等的动机,分别是:激励员工、吸引员工和资金约束。实验结果显示,股权激励与吸引员工和资金约束的关联度都很高。此外周云波、张敬文(2019)<sup>[6]</sup>认为,上市公司将企业高层管理人员纳入股权激励计划的激励范围中,不仅能够提高资本市场对公司的关注度,促进企业融资,而且能够吸引企业外部人才加入公司,从而提高企业的人才潜力,留住核心员工,优化企业员工结构。

#### (3) 形成利益共同体

严明珠、吕长江(2011)<sup>[7]</sup>通过对我国上市公司中已实施股权激励的企业进行研究,发现企业实施股权激励的原因主要包括两点,其一是解决股东和管理层之间委托代理问题,将两者的利益进行捆绑,促进企业可持续发展;其二吸引外部优秀人才的同时留住企业现有人才,为企业人才储备提供保障。焦婕(2018)<sup>[8]</sup>通过对采用股权激励的动机进行研究,由此得出企业股权激励对员工来说是为了激发他们的职业热情、

增加他们的归属感以及建立员工与公司之间的纽带，降低员工流失的风险。田丽秀（2019）<sup>[9]</sup>通过研究发现股权激励有缓解委托代理问题的作用，将管理层股东利益进行捆绑有利于企业的快速发展。

### §1.2.2 股权激励模式相关研究

激励模式的选择是确保股权激励计划顺利实施的一个重要因素，股票期权和限制性股票是目前运用最多的两种模式。赵祥功和俞讳（2011）<sup>[10]</sup>分别从管理者与投资者的角度来对比股票期权和限制性股票这两种激励模式发现，管理者更喜欢限制性股票，而从市场投资者的角度来看，他们更喜欢股票期权模式。Brtyan 等（2015）<sup>[11]</sup>比较两种激励模式即限制性股票和股票期权—后发现研究和创新类的大多数公司使用限制性股票作为激励，因为它们规模小，增长潜力大；相反，大多数大型的传统公司则使用股票期权作为激励模式。罗豪（2016）<sup>[12]</sup>认为股权激励模式的选择是基于公司的整个发展过程。在未上市阶段，应采用虚拟股份模式，而在上市后，应采用限制性股票和基于股票价值的股票期权，以达到最高的激励效果。李小娟（2017）<sup>[13]</sup>研究发现，股票期权这种模式可以尽可能减少高层管理人员的短视行为，如管理者的过度投资等行为。国外学者 Wanrong Hou 和 Abdul Rasheed（2020）<sup>[14]</sup>对于一些公司，研究了限制性股票和股票期权对公司投资规模和业绩的影响，发现这两种激励措施都对公司业绩有积极影响，其中股票期权的影响更大。而李珍（2021）<sup>[15]</sup>以 2015 年至 2019 年中国 A 股上市公司为案例，研究不同的股权激励模式对公司业绩产生的不同影响，发现与股票期权相比限制性股票对公司业绩的影响更显著，因此得出结论限制性股票是最佳的激励模式。从国有与非国有企业分别来看郝帅龙（2018）<sup>[16]</sup>调查发现，国有企业更喜欢股票期权，而上市的非国有企业更喜欢限制性股票。田国双、齐英南（2018）<sup>[17]</sup>研究发现，在实施股权激励时，激励模式的选择对公司业绩有不同的影响，通常来说限制性股票比股票期权有更好的效果。此外国外学者 Laux V（2015）<sup>[18]</sup>通过对几个实例的分析，得出任一单一的股权激励模式都不利于企业整体利益的提升，只有在股票期权与限制性股票相结合的情况下，才能有效地激发企业的经营者，使其为企业创造出到最大的效益。国内学者董岳磊（2018）<sup>[19]</sup>也得到了类似的结论，他从三个层面研究了股权激励模式：市场效率、经营业绩、人才和创新，从而得出结论，股票期权和限制性股票的组合具有最显著的激励效果。

### §1.2.3 股权激励与企业绩效相关研究

在股权激励对实践中的作用的研究过程中公司是一个不可或缺的着眼点，而公司业绩则是对其进行效果分析的一个重要组成部分。当前，已有文献对股权激励与企业

绩效之间的关系进行了广泛的探讨，但由于受到研究主体差异的影响，出现了两种完全不同的观点。

(1) 股权激励对企业绩效有正向作用

有很多国内外专家学者通过研究表明股权激励对提高公司绩效具有促进作用。FsloElieze 和 Shivdasani (2014)<sup>[20]</sup>、Himmelberg (2020)<sup>[21]</sup>对大量上市公司的股权激励实施情况进行实证研究，发现股权激励与公司的绩效之间存在着正相关的关系。Andrew K.Prevoost (2013)<sup>[22]</sup>企业如果能够实施合理的适合本公司的激励方案，那么激励计划就能发挥出提升员工的工作积极性与降低公司债务成本的作用。同时 Steven (2014)<sup>[23]</sup>认为引入股权激励可以在一定程度上分散管理层规避内部控制的风险，从而有助于公司的稳定。周嘉南 (2014)<sup>[24]</sup>、林萍，刘雅玲 (2017)<sup>[25]</sup>、崔玉瑶 (2018)<sup>[26]</sup>通过对我国上市公司的研究，发现股权激励与企业绩效之间的关系呈现明显正向相关。Sun Y.S.等 (2017)<sup>[27]</sup>认为企业在实施股权激励后员工对企业的认同感以及为企业创造价值的意愿得到了增强，继而对公司业绩产生积极作用。田国双等人 (2018)<sup>[28]</sup>研究发现各种形式的股权激励模式均对企业绩效尤其是财务绩效产生了正向影响。谢修齐 (2019)<sup>[29]</sup>认为股权激励对企业长期绩效有积极效果。张劲松等 (2020)<sup>[30]</sup>发现无论是激励型股权激励方案对处于成长期的上市公司有显著的正向影响。Mieszko Mazur (2019)<sup>[31]</sup>研究发现，股票期权与公司的经营绩效有着直接的联系。企业实行股票激励，能够改善企业的经营绩效。周菲 (2019)<sup>[32]</sup>、谢嗣胜 (2021)<sup>[33]</sup>不仅通过实证研究发现，实施股权激励会推动企业的研发水平提升，通过研发水平的提升会提升企业竞争力，增加企业营收，提高企业绩效。

(2) 股权激励对企业绩效无作用或产生副作用

此外也有很多国内外专家学者认为股权激励对企业绩效并未产生任何作用甚至会产生副作用。国内学者陈文强 (2010)<sup>[34]</sup>认为，公司股价容易被操纵，短期内的市场价值也不能完全代表公司的内在价值，股权激励对企业绩效的影响效果还有待观察。Xiao—feng Hui (2013)<sup>[35]</sup>、Christopher 等人 (2013)<sup>[36]</sup>、Grill (2016)<sup>[37]</sup>在调查了多家上市公司后发现，股权激励与公司业绩之间并不存在明显的相关关系，也没有对公司业绩造成任何影响。丁荣清、李志平 (2014)<sup>[38]</sup>结果表明，通过股权激励可以明显提高公司业绩的概率并不高，因此可以说，与股权激励公司的业绩之间并没有明显的联系。陈文强 (2017)<sup>[39]</sup>将股权激励与目前在我国上市公司中所存在的“一股独大”现象相联系，得出结论：如果大股东参与进来，将会使他们的挖空行为更加严重，从而对公司业绩造成不利的影 响。同时王文娇 (2019)<sup>[40]</sup>也发现，当股权激励的力度过大时，更易对公司业绩造成负面影响。武帅帅 (2019)<sup>[41]</sup>由于证券市场的不健全，股票价格无法很好地反应企业的实际价值，所以很难充分地实现股权激励的作用。

以上内容仅为本文档的试下载部分，为可阅读页数的一半内容。如要下载或阅读全文，请访问：<https://d.book118.com/767052061165006140>