

股权激励对市值管理的影响及其作用机理

——以恒瑞医药为例

陆正华(副教授), 吴奇治

【摘要】股权激励作为稳定和激励公司高管与核心员工的长期激励机制,日渐成为上市公司市值管理的重要手段之一,但实施股权激励的上市公司却表现迥异。以恒瑞医药2010~2017年实施的三次股权激励方案为例,基于代理人的行为视角,构建“股权激励——代理人行为——价值创造活动与价值实现活动——市值管理”的分析框架,分析股权激励对市值管理的影响及作用机理。结果发现,股权激励既能从产业端帮助企业提升业绩,创造内在企业价值,又能从资本端传递企业价值,从而促进企业的市值管理。

【关键词】股权激励; 代理人行为; 市值管理; 资本市场; 作用机理

【中图分类号】F275 **【文献标识码】**A **【文章编号】**1004-0994(2019)01-0024-9

一、引言

2014年5月“新国九条”明确提出“鼓励上市公司建立市值管理制度”,上市公司市值管理由此成为热门话题。而股权激励被看作缓解代理问题以及稳定、激励公司高管和核心员工的长期激励机制,成为市值管理的重要手段,被越来越多的上市公司采用。2016年7月证监会发布《上市公司股权激励管理办法》,赋予了上市公司自治和灵活决策的空间,极大地推动了上市公司实施股权激励措施。2009年实施股权激励计划的A股上市公司仅有14家,占比仅为0.83%,至2017年则达412家且占比上升到11.88%,股权激励的运用呈现出快速增长的态势。然而,实施股权激励的上市公司却表现迥异,部分上市公司实施股权激励计划后其公司业绩及市值迅速提升,实现了企业和高管的双赢,但也有部分上市公司并未取得预期效果,甚至不得不终止实施股权激励计划。那么,股权激励究竟能否促进企业市值管理?其作用机理又是什么样的呢?

现有文献关于股权激励的探讨主要集中在股权激励与企业经营业绩或企业价值的关系^[1,2]、股权

激励与高管行为的关系^[3,4]以及股权激励对管理层的约束问题^[5,6]这三个方面,也有文献研究了股权激励绩效评价体系的构建^[7],而关于股权激励如何影响企业市值管理的探讨较少,且主要从实证角度分析股权激励对市值管理的影响,无法解答其影响机理的问题。基于此,本文以恒瑞医药2010~2017年实施的三次股权激励方案为例,基于代理人行为视角,从产业端与资本端探讨与构建分析框架,研究股权激励对市值管理的影响及作用机理,并期望通过对恒瑞医药股权激励方案的剖析,为其他上市公司实施股权激励方案提供借鉴。

二、文献回顾和理论分析框架

(一)股权激励与市值管理

市值管理是基于我国弱有效性资本市场提出的概念。鉴于成熟资本市场股票市值能够有效反映企业内在价值,以美国为代表的具有成熟资本市场的国家并不存在市值管理的提法,其学者的研究直接将市值管理放在股东价值管理上。但由于价值管理是市值管理的核心^[8],因而国外关于价值管理的研究成为我国市值管理研究的基石。

股权激励是基于Jensen、Meckling^[1]的委托代理理论建立的一种长期激励方式。关于股权激励对市值管理影响的研究,目前主要有三种基本观点,即正相关论、非线性相关论以及不具相关性论。

正相关论的代表性理论为Jensen、Meckling^[1]提出的“利益汇聚假说”。其主要观点为:股权激励有助于代理人分享公司剩余索取权,使代理人利益趋于一致,激发代理人的积极性,从而降低代理成本,提升企业绩效,进而实现股东价值最大化。管理层持有的股份越多,利益趋同越明显,股权激励效果就越强。Jensen和Murphy^[9]、Hanson和Song^[10]、高雷和宋顺林^[2]等学者的研究结论支持了该观点。非线性相关论的代表性理论为Fama、Jensen^[11]提出的“管理者防御假说”,又称为“壕沟效应假说”。该假说认为,随着管理层所持股份比例的提升,管理层对企业的控制力会增强,而其外界约束程度会减弱,此时管理层更容易谋取个人利益而偏离股东价值最大化这一目标,从而增加代理成本。因此,股权激励与企业价值间可能存在非线性关系,即区间效应。Benson等^[12]及仪垂林^[13]等国内外学者的研究结论支持了该观点。不具相关性论认为股权激励与公司价值间没有显著的相关关系。顾斌和周立焯^[14]、张曦和许琦^[15]等学者的研究结论支持了该观点。

(二)股权激励与代理人行为

股权激励对公司市值或价值的影响实质上是通过影响代理人行为实现的。目前关于股权激励对代理人行为影响的研究可以划分为资产经营和资本市场管理两个领域,其中:对于资产经营的影响主要表现为促进代理人尽职尽责^[16]、促进投资的同时抑制非效率投资^[17]以及诱发和加剧盈余管理^[18];对于资本市场管理的影响主要表现为降低信息披露的代理成本^[19]、引发代理人择时行为^[20]以及财务报表谎报^[21]。

通过以上回顾和分析可以发现,现有关于股权激励与市值管理关系的讨论主要集中在利用二手数据研究股权激励对企业价值的影响上,尚未提供股权激励对企业市值管理作用机理的证据。而关于股权激励对代理人行为影响的研究又单一地从资产经营或者资本市场角度进行分析,并未打通产业端和资本端来进行系统分析。由此,本文基于代理人的行为视角,通过打通产业端和资本端,系统和动态地分析股权激励对市值管理的影响及作用机理,构建了如图1所示的理论分析框架。

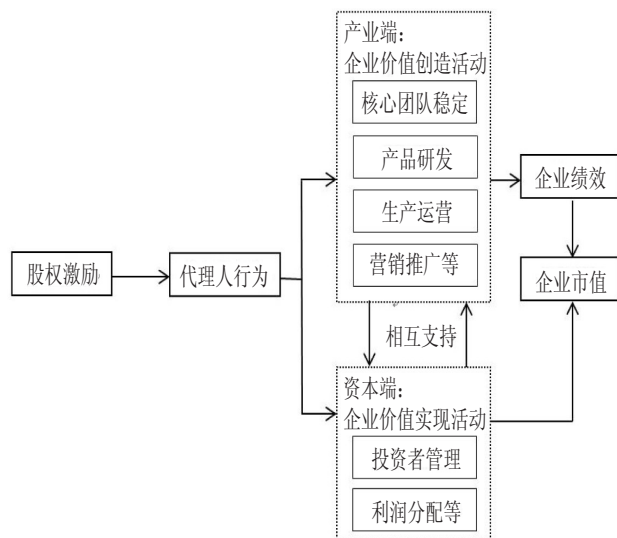


图1 股权激励对企业市值管理的作用机理

三、研究方法及案例介绍

(一)研究方法

本文采用探索型案例研究方法,选取恒瑞医药股份公司作为单一的案例研究对象,原因如下:

第一,恒瑞医药2010~2017年共实施了三次股权激励方案,且其中的两次方案已顺利解锁,能提供在单案例中嵌套多个小案例进行研究的丰富资料。

第二,恒瑞医药首次实施股权激励方案前的发展面临严峻挑战,亟须提升核心竞争力。公司扣除非经营性损益后的净利润增长率由2007年的111.21%降至2009年的2.11%。而自2010年实施股权激励方案以来,公司经营业绩及市值均实现了高速增长,其营业收入从2009年的30.29亿元增长至2016年的110.94亿元,增长了近2.7倍,年复合增速高达20.38%,远高于行业13.20%的平均复合增速。与此同时,公司市值从2010年6月10日发布股权激励预案时的373.4亿元增长至2018年1月24日的2199亿元,增长了近5倍,年复合增速高达26%,远高于行业9%的平均复合增速,一跃成为医药行业市值排名第一的公司。因此,研究其股权激励在公司突破困境实现高速发展中的作用具有实践价值。

第三,通过对整个事件过程的系统研究,能提供更为详实的定性和定量资料以进行分析,有助于动态、完整、深入地分析股权激励对市值管理的影响机理及实际效果。

(二)案例介绍

1. 公司简介。恒瑞医药成立于1997年,2000年

10月在上海证券交易所挂牌上市,是国内最大的抗肿瘤药、手术用药和造影剂研究和生产企业,已形成比较完善的产品布局,是国内医药企业中从仿制到创新的标杆,也是截至2018年1月24日医药行业市值最高的公司。

恒瑞医药成立初期的业务主要集中在仿制药大品种的开发上,通过抢仿奥沙利铂等一系列大品种来实现高速增长,而2008年国际金融危机导致了世界性的经济衰退,引发了跨国医药集团加速抢滩国内市场,极大地压缩了国内医药企业的生存空间,加之国内市场常年过度竞争等多种因素,恒瑞医药的发展面临着严峻挑战。面对日趋复杂的外部形势以及日趋激烈的市场竞争,恒瑞医药急需加速企业科技创新、改进产品工艺、提高产品品质、降低生产成本,以增强市场竞争力,而要想实现这些目标,亟须提高优秀核心团队的积极性。

恒瑞医药推出股权激励方案主要有两个目的:其一,提升薪酬水平,吸引和保留优秀的管理人才和技术(业务)骨干,满足公司发展需求。与同行相比,恒瑞医药公司高管的薪酬较低,存在激励不足的问题。2010年恒瑞医药高管平均薪酬为41.8万元,虽然相对于2009年的33.3万元有了明显提升,但相比于市值相近的同行业企业仍然较低,如同期复星医药及科伦制药的高管平均薪酬分别为63.6万元、57.3万元,而复星医药及科伦制药的总经理薪酬均

为80万元,是恒瑞医药总经理薪酬40万元的两倍。其二,完善目标考核制度,建立并完善公司管理团队和核心技术(业务)骨干的激励约束机制,有效调动管理团队和骨干员工的积极性,促进公司生产经营机制的完善和发展,引导管理层关注企业长期持续发展,确保公司发展战略和经营目标的实现。

2. 恒瑞医药股权激励方案实施情况。恒瑞医药2010~2017年共实施了三次股权激励方案,股权激励方案概况如表1所示。

第一次股权激励方案共授予58名激励对象543万股限制性股票,其中12名为公司董事和高管,授予股份占总授予股份的48.99%,公司核心技术、骨干业务及关键岗位人员共有46名,授予股份占总授予股份的51.01%,授予价格是每股20.28元,为激励计划首次公告日前20个交易日股票均价的50%。

第二次股权激励方案的激励对象范围及激励力度有所扩大,共授予118名激励对象877.25万股限制性股票,同时激励重心更加偏向核心技术及业务骨干,授予股份占比达总授予股份的66.60%,授予价格是每股15.51元,为激励计划首次公告日前20个交易日股票均价的50%经分红调整后的价格。

第三次股权激励方案的激励对象范围进一步扩大,共授予564名激励对象1876.50万股限制性股票,其中技术及业务骨干占69.04%,同时预留了15.99%的股份用于后期激励,灵活性更强。授予价格

表 1 恒瑞医药三次股权激励方案概况

	第一次股权激励	第二次股权激励	第三次股权激励
激励方式	上市公司定向发行限制性股票		
首次实施公告日	2010年6月30日	2014年5月23日	2017年11月25日
激励总数(万股)及占总股本比例	543;72.9%	877.25;58.63%	1876.50;67.34%
激励对象	董事和高管共12名,占48.99%;核心技术、骨干业务及关键岗位人员共46名,占51.01%	董事和高管共13名,占33.40%;核心技术、骨干业务及关键岗位人员共105名,占66.60%	董事和高管共17人,占14.97%;核心技术、骨干业务和关键岗位人员共547人,占69.04%;预留15.99%
有效期(年)	4	4	4
解锁条件	第1~3次解锁,分别要求2010~2012年年度净利润不低于7.00亿元、8.50亿元和10.30亿元,营业收入不低于37亿元、43亿元及50亿元	第1~3次解锁,分别要求2014~2016年年度归属于上市公司股东的扣除非经常性损益的净利润不低于13.5亿元、15.1亿元和17.4亿元,营业收入不低于70.7亿元、80.7亿元及92.2亿元	第1~3次解锁,分别要求以2016年年度净利润为基数,2017~2019年年度实现的净利润较2016年的增长率分别不低于20%、42%和67%
解锁要求	激励对象可分三次申请解锁,分别自授予日起12个月、24个月、36个月后可申请解锁其被授予限制性股票总量的40%、30%、30%		

数据来源:根据公司公告整理而得。

表 2

恒瑞医药三次股权激励方案业绩指标概况

金额单位:万元

股权激励方案	年份	目标收入	实现收入	目标收入增速	实现收入增速	目标净利润	实现净利润	目标利润增速	实现利润增速
第一次	2010	370000	374410	22.15%	23.61%	70000	75544	0.97%	8.96%
	2011	430000	455039	41.96%	50.23%	85000	94040	22.60%	35.64%
	2012	500000	543506	65.07%	79.44%	103000	115140	48.56%	66.08%
第二次	2014	707000	745225	13.98%	20.14%	135000	157293	4.48%	21.74%
	2015	807000	931596	30.10%	50.18%	151000	222397	16.87%	72.13%
	2016	922000	1109372	48.64%	78.84%	174000	263419	34.67%	103.88%
第三次	2017	-	-	-	-	316103	-	20.00%	-
	2018	-	-	-	-	374056	-	42.00%	-
	2019	-	-	-	-	439911	-	67.00%	-

注:收入增速及利润增速指标为与基期对比指标;数据根据公司公告数据整理而得,图3~图5同。

是33.22元,为激励计划首次公布前1个交易日及前120个交易日公司股票交易均价50%的较高者。

由表2计算可知,股权激励方案实施后,公司经营业绩得到大幅改善,企业价值实现快速提升,公司2009~2016年的营业收入复合增速达20.38%,扣除非经常性损益后归属于母公司股东的净利润复合增速达23.78%。其中第一次股权激励方案期间营业收入复合增速达21.52%,净利润复合增速达18.42%,第二次股权激励方案期间营业收入复合增速达21.38%,净利润复合增速达26.80%,增速均远高于行业平均水平,扭转了公司营业收入及净利润增速下降的趋势。

截至2018年1月26日,第一次及第二次股权激励方案已经顺利完成解锁,其中第一次股权激励方案共解锁股票7445461股(受公司发放股票股利及转增影响,由授予时的543万股增至约744.5万股),解锁率为100%;第二次股权激励方案共解锁股票13118775股(受公司发放股票股利及转增影响,由授予时的877.25万股增至约1311.88万股),解锁率为97.10%。相较于两次股权激励方案的高解锁率,激励对象股票解锁后减持的比例却较低,公司高管两次股权激励方案的平均减持股份比例低于20%,通过进一步分析发现,高管减持主要是为第二次股权激励筹备资金,体现出高管对公司价值的认同及对公司未来发展的信心。随着股权激励方案实施后公司业绩及市值的大幅提升,各激励对象获得了丰厚的回报。以2010年实施的股权激励方案为例,以各解锁日的股价计算,58名激励对象三年分别至少可获得2350万元、1970万元和1807万元的溢价收益,人均分别为40.51万元、33.96万元和31.15万元。

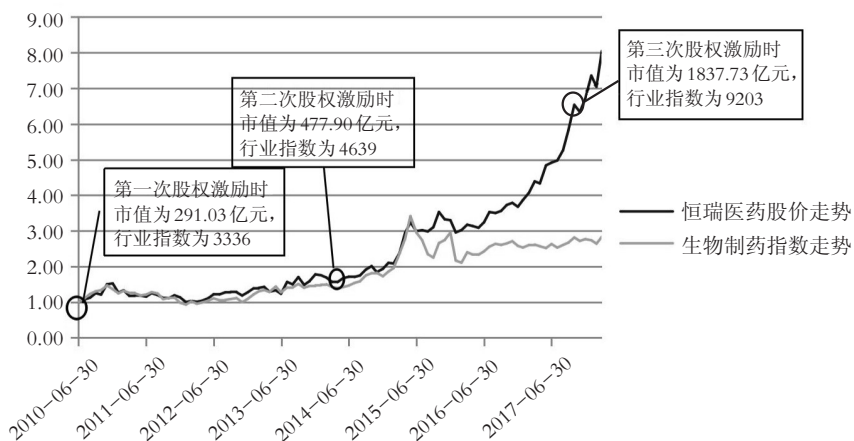
周云曙等公司高管通过三次股权激励更是收获了数千万的财富增值,实现了企业和激励对象的双赢。

四、案例分析:股权激励对公司市值管理的作用机理

恒瑞医药股权激励方案的实施,有效促进了公司的发展,在经营业绩大幅改善的同时,市值也实现了高速增长。公司首次实施股权激励时市值为291.03亿元,实施第二次股权激励时市值增至477.90亿元,复合增速为13.20%,实施第三次股权激励时市值更是快速攀升至1837.73亿元,复合增速高达46.94%,一跃成为行业内市值最高的企业,其表现明显优于行业平均水平(见图2)。那么,恒瑞医药股权激励是如何促进公司市值管理的?结合本文构建的理论分析框架和恒瑞医药案例实践,以股权激励对代理人行为的影响为切入点,打通产业端和资本端,具体分析如下:

(一)产业端:增强企业价值创造能力,构筑市值管理基石

1. 管理层稳定性增强,人才结构实现优化,助力公司持续稳定发展。吸引和保留优秀的管理人才和技术、业务骨干是恒瑞医药实施股权激励的主要目的之一。一方面,恒瑞医药股权激励方案通过分享剩余收益,一定程度上提升了核心团队成员的薪酬水平,而股权激励对象的代表性和示范效应提升了公司对高层次人才的吸引力。同时,通过限制性股票激励实现与核心团队成员的利益捆绑,降低了人才流失风险,提高了核心团队的稳定性。另一方面,公司股权激励计划针对个人的考核指标中增加了对人才引进、培养以及人才保有率等指标的要求,激发了



注:为便于对比,走势数据是以2010年6月30为基期的变化数据;圆圈所示区域为各股权激励方案实施时间节点;数据根据wind数据整理而得。

图 2 股权激励方案实施后恒瑞医药股价走势与行业指数走势

相关岗位人员对人才引进和培养的重视,对核心团队稳定性的提升和员工结构的优化起到了较大的促进作用。恒瑞医药股权激励方案实施后,高管层表现出较高的稳定性,人才结构持续优化。

(1)公司高管层稳定性较高。从2010年股权激励方案实施以来的三届管理层中(截至2017年12月31日),认购股权激励限制性股票的董事和高管于任期内离职的仅有1人,任期结束后离职的也仅有1人,综合离职率低于5%,而周云曙等10余位董事和高管在公司的平均任期更是长达近15年。

(2)公司人才结构持续优化。硕士及以上高层次人才从2009年年报公布时的147人、占比3.81%,提升至2016年年报公布时的1378人、占比达10.89%,员工素质显著提升。而2016年年报公布时,市值排名第二的复星医药的硕士及以上高层次人才占比仅为5.92%,行业平均仅为5.39%。股权激励实施后,恒瑞医药对人才的吸引力增强。优秀管理团队及高层次人才是公司战略实施和经营发展的核心力量,核心团队的稳定以及人才结构的优化无疑为公司未来保持良好业绩和持续发展提供了有力保障。

2. 持续加大研发投入,调动研发人员的积极性,构筑企业技术创新优势。恒瑞医药股权激励方案有效地吸引和留住了优秀研发人才,为公司“科技创新”战略提供了充足的人才储备。同时,股权激励方案对高管、研发核心骨干等在研发体系构建、研发成果等方面提出了明确的考核指标要求,充分调动了高管和研发核心骨干在完善研发体系、建设研发人才队伍以及进行产品研发等方面的积极性和创造

性,不断提高创新的质量和层次,为企业构筑起技术创新优势,提升了企业的核心竞争力。

股权激励方案实施后,公司持续加大研发投入,坚持每年投入销售额10%左右的研发资金,重点加强抗肿瘤药、手术麻醉用药、造影剂等研发以及重大疾病治疗等方面的科研实力,搭建起一支拥有2000多人的研发团队,并在美国、日本和中国多地建有研发中心。公司已有近200个仿制药品种获批临床或生产,对仿制药进行了大量储备。在创新药的开发上,已有两个创新药上市,并基本

形成了每年都有创新药申请临床,每2~3年都有创新药上市的良好发展态势。公司创新模式逐步走向源头创新,技术创新能力在国内名列前茅,研发团队的实力较强。恒瑞医药基于技术创新优势构筑起的核心竞争力及企业研发的新产品能提高企业的毛利,进而促进公司股东报酬率的提升。

3. 完善生产运营机制,提升管理效率,显著提高股东权益报酬率。恒瑞医药紧密结合生产运营目标设置股权激励考核指标体系,激励管理层以提升管理效率。管理层在管理上以规范管理、提高效率为出发点,逐步完善适合企业快速发展需求的管理体系;在生产上以质量为依托,注重完善质量管理体系,通过加强新产品工艺过程控制、风险管理等确保产品质量,同时通过采购新设备、改进旧设备及生产技术等持续提升生产的自动化、智能化水平,取得了良好成效。经计算可知,公司扣除研发费用影响后的股东权益报酬率(ROE)有明显提升,2007~2009年,扣除研发费用影响后的平均ROE为29.77%,而在第一次股权激励期间(2010~2012年)及第二次股权激励期间(2014~2016年)分别增至31.17%和30.23%,股东权益报酬率得到提升,体现出公司生产经营机制得到完善和发展、公司治理得到改善。

经表3计算分析发现,恒瑞医药股东权益报酬率的提高主要依靠销售净利率的稳步提升。公司的平均销售净利率由2007~2009年的20.77%增至2010~2016年的21.65%,说明公司的盈利能力显著提升。同时,股权激励后公司的权益乘数有所降低,偿债能力有所增强。但随着公司规模快速扩张,公

表 3

恒瑞医药主要财务指标概况

年 份	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
销售净利率	14.29%	21.23%	18.21%	22.89%	20.18%	20.67%	21.18%	20.83%	21.11%	23.87%	23.74%
销售毛利率	80.55%	83.14%	83.25%	82.71%	83.83%	82.77%	83.99%	81.33%	82.38%	85.28%	87.07%
销售费用率	39.16%	40.73%	40.35%	44.42%	42.86%	42.02%	43.05%	37.96%	38.17%	37.84%	39.23%
管理费用率	12.44%	12.43%	14.29%	14.39%	8.10%	7.86%	6.57%	9.55%	10.89%	10.22%	9.75%
总资产周转率	1.04	1.13	1.12	1.15	1.09	1.04	1.01	0.95	0.91	0.91	0.86
固定资产周转率	3.27	4.39	5.14	6.43	6.23	5.80	5.36	5.00	5.59	6.68	7.16
流动资产周转率	1.65	1.61	1.57	1.64	1.46	1.35	1.32	1.25	1.18	1.12	1.07
存货周转率	3.35	3.10	2.89	3.09	3.43	3.29	2.73	3.02	2.68	2.55	2.47
应收账款周转率	9.70	6.89	4.60	4.13	3.71	3.77	4.03	4.13	4.44	4.79	5.02
资产负债率	13.69%	18.90%	10.20%	11.13%	10.80%	9.12%	7.64%	7.82%	8.77%	9.91%	10.16%
流动比率	6.17	4.21	6.76	6.63	7.46	8.69	10.26	9.76	10.08	8.90	8.35

注:管理费用率为扣除研发费用影响后的管理费用率,数据根据wind数据整理而得,黑体指标为关键指标。

司的资产营运效率有所降低。进一步分析发现:

(1)公司的销售毛利提升,管理费用降低,助力公司的销售净利润稳步提升。公司的平均销售毛利率由2007~2009年的83.03%增至2010~2016年的83.81%,2016年公司销售毛利率更是高达87.07%,远高于61.12%的行业平均水平,说明恒瑞医药市场竞争力有所增强。公司的平均管理费用率则由2007~2009年的13.70%降至2010~2016年的8.99%,远低于19.52%的行业平均水平。而销售毛利率的稳步提高及管理费用的有效控制,得益于公司创新药和仿制药新产品带来的高毛利以及生产管理体系的不断完善,体现了股权激励的成效。

(2)关注公司的长期稳健发展,资产负债率持续降低。实施股权激励后,恒瑞医药的资产负债率有所降低,平均资产负债率由2007~2009年的13.41%降至2010~2016年的9.17%,保持较低水平,且90%以上的负债为应付账款等经营类流动负债,同时其流动比率、速动比率等短期偿债能力指标有所提高,平均流动比率由2007~2009年的5.87增至2010~2016年的9.07,说明公司抗风险能力有所增强,股权激励后管理层更关注公司持续、稳定的发展。

(3)受产品线延伸及销售网络扩张影响,公司的总资产周转率有所降低。实施股权激励后,公司的固定资产营运效率有所提升,而总资产营运效率的降低主要是流动资产营运效率降低所致。股权激励实施后恒瑞医药应收账款周转率的下降趋势得到改变,回款能力有所增强。虽然因受企业产品线延伸以及销售网络持续扩张的影响,存货等流动资产规模快速扩大,导致存货周转率有所降低,但产品线延

伸及销售网络的布局为企业持续增长提供了动力和保障。

4. 促进营销体系建设,优化产品结构,稳步提升销售业绩。恒瑞医药作为销售和研发双轮驱动型企业,其股权激励方案十分重视企业品牌建设、产品推广、销售业绩等市场表现。恒瑞医药三次股权激励方案的激励对象中业务骨干占比均超过三分之一。销售业绩指标、销售网络建设、销售人才培养和储备、品牌推广活动等考核亦成为诸多高管考核指标体系中的重要指标。股权激励方案实施后,恒瑞医药管理层积极完善销售网络建设,拓宽销售渠道,优化产品结构,持续推进“国际化”布局,并借助股权激励加强销售人才队伍建设,打造过硬的销售队伍,做细做透市场,实现了公司销售业绩的稳步提升。公司营业收入从2009年的30.29亿元增长至2016年的110.94亿元,增长了近2.7倍,年复合增速达20.38%,扣除非经常性损益后的净利润更是止住了增速下滑的趋势,从2009年的5.82亿元,增长至2016年的25.90亿元,年复合增速高达23.78%,实现了快速且更为稳健的增长,远高于行业11.42%的平均增速。

(1)降低对抗肿瘤药的依赖程度,优化产品结构。除抗肿瘤药外,恒瑞医药在手术麻醉用药、特色输液、造影剂、心血管药等领域逐步形成品牌优势和较高的知名度,其中手术麻醉用药和造影剂市场占有率名列行业前茅。从整体上看,公司对抗肿瘤药的依赖程度明显降低(见图3),达到了产品结构优化的目的。

(2)从无到有,国际化布局稳步推进。恒瑞医药共开展了20多个产品开发和多地申报,其主力品种

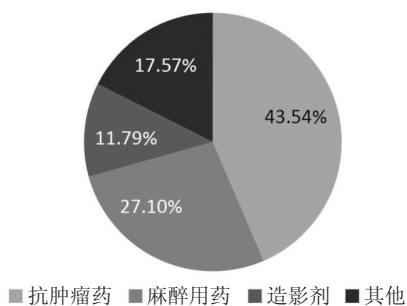


图3 恒瑞医药的产品结构

逐步得到欧美日等发达国家的海外认证,实施股权激励方案以来共有8个制剂获FDA(食品药品监督管理局)批准出口(截至2017年12月31号),产品获准在欧、美、日等国际销售,国际市场收入由零增至2016年的4.32亿元,占比为3.90%。2016年公司的制剂出口在国内排名第一,且出口市场集中在美、日等发达国家,公司国际化布局稳步推进。

通过以上分析可以发现,恒瑞医药股权激励能够吸引和保留核心骨干,调动管理层、研发以及营销团队的积极性,提升公司的研发成效,使生产运营机制得到完善,促进了销售业绩的稳步提升,从资产经营上提升了企业业绩,创造了企业内在价值,为市值管理构筑起坚实基础。

(二)资本端:传递企业价值,加强资本市场管理

正如施光耀等^[8]所述,市值管理不仅要做好价值管理,还要做好资本市场管理。股权激励方案实施后,管理层利益与股东利益的关联性增强,促使管理层更加关注资本市场管理以及投资者关系维护,促进公司市值更好地匹配企业内在价值,以达到提高企业价值的目的。

1. 提升信息披露质量,强化投资者关系管理。投资者关系管理作为一种战略性的沟通活动,其核心组成为信息披露^[22]。好的投资者关系管理能够提高投资者满意度,使投资者对公司产生信任和忠诚度。高投资者关系管理水平的公司其价值效应更加显著^[23]。因此,做好信息披露管理尤为重要。信息披露是公司普通股东、潜在投资者等利益相关者了解公司的重要渠道,能帮助投资者更好地了解公司经营状况,从而动态地对公司内在价值进行评价。股权激励方案实施后,恒瑞医药通过建立健全投资者管理及信息披露制度、拓展沟通交流渠道等方式,提升了信息披露质量,强化了投资者关系管理。

(1)建立健全关系管理制度,拓展沟通交流渠道。股权激励方案实施后,恒瑞医药在原有《信息披

露事务管理》《投资者关系管理制度》等制度的基础上制定了《敏感信息排查制度》等管理制度,进一步规范了信息披露及投资者关系管理。同时,通过组织投资者参观企业、开通投资者服务热线、完善网络信息平台建设、举行业绩说明会等举措为投资者提供有效、多样的沟通交流渠道,使信息披露更加完整和及时,提升了信息披露的质量。以年报披露为例,股权激励方案实施后公司年报中逐步增加了对公司所处行业情况、公司核心竞争力以及企业发展战略等内容的讨论和分析,并结合业绩说明会的形式与投资者进行交流,增进了投资者对公司的了解。

(2)信息披露更为积极,自愿性信息披露比例提升。股权激励方案实施后,恒瑞医药的信息披露内容从以定期报告及董事会公告等强制性信息披露公告为主,到逐步增强对公司研发进展、新产品报批等情况进行及时的信息披露,同时还加强了对市场舆情及股价异常波动情况的关注,并针对性地发布了有关澄清公告及股价异常波动公告。2007~2009年,公司定期报告及董事会公告等强制信息披露公告占全部信息披露公告的比例高达96.32%,股权激励方案实施后降至84.80%。公司信息披露更为积极主动,自愿性信息披露公告的数量和质量显著提升,有效地强化了投资者关系管理,有利于投资者更为及时、准确地了解公司经营状况并对公司价值做出评价。

恒瑞医药凭借其出色的信息披露管理被上交所评定为A(优秀)等级。其在投资者关系管理上的努力也得到了资本市场的认可,表现为:前十大流通股股东稳定性强、投资机构关注度增长显著;平均机构研报数量由2007~2009年的52份增至2010~2016年的83份;机构投资者数量由2010年第1季度的14家增至2018年第1季度的244家,持股比例由73.35%增至76.34%。机构投资者关注度和持股数量的增加,使股票价格更好地匹配其内在价值。

2. 维持稳健股利政策,传递公司平稳增长信号。股权激励方案实施后,恒瑞医药维持稳定的低现金股利政策,各年现金股利占合并报表归属于股东净利润的比率为10%左右(见图4),并结合公司经营状况及现金流管理需求等进行小幅调整。恒瑞医药的低现金股利政策与其处于较为快速增长阶段而对资金需求较高以及高资本回报率条件下低现金股利支付能创造更大股东价值的情况相适应。如图5所示,股权激励并未使高管减少现金股利支付,不存在利用股利政策谋取私利的现象。公司股利支付率

满足证监会《上市公司证券发行管理办法》中对股利支付率的最低要求,又给公司进行再融资预留了空间。同时,公司股票激励计划前一年不存在异常高送转情况,反而更为谨慎。恒瑞医药稳健的股利政策向市场传递出公司平稳增长的信号,避免了公司股价的非理性波动。

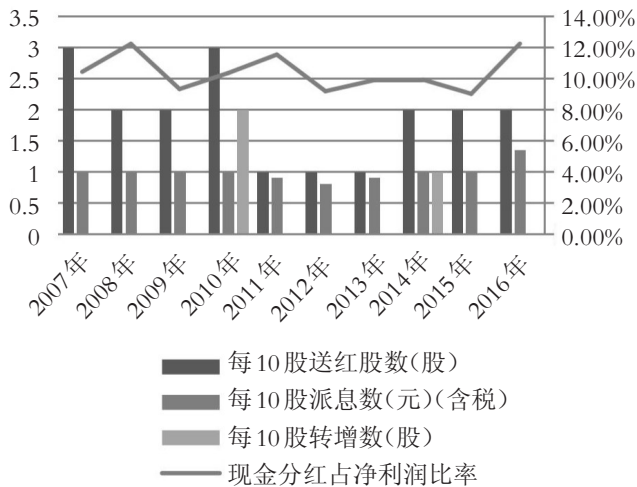


图4 恒瑞医药实施较为稳健的股利政策

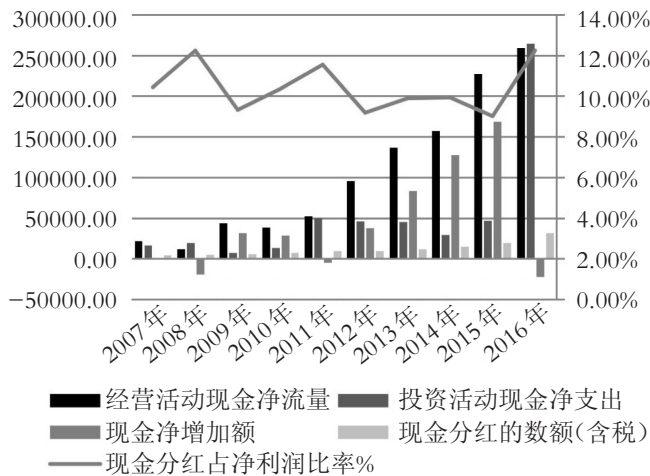


图5 恒瑞医药现金股利发放与企业现金流状况相匹配

综上所述,恒瑞医药实施股权激励方案后的股利分配与公司经营和投资状况的关联性有所增强,未出现管理层利用股利政策谋取私利的现象,避免了公司股价的非理性波动,使股利分配信号传递作用更为有效,促进了股票价格与股票价值的匹配。

3. 加强高管及关联人持股管理,防范高管以权谋私。上市公司高管通常会通过信息选择性披露、盈余管理等操控股价以获得自身利益最大化。为有效防范高管利用职位优势谋取私利以及高管抛售公司股票引发的不利影响,公司在股权激励方案中对公

司高管持股及其增减持操作进行了明确规定。同时,公司严格落实《内幕信息及知情人管理备案制度》,针对股权激励等公司重大事项发布《内幕信息知情人买卖公司股票情况的自查报告》,加强了高管及其关联人持股管理,及时公告及处罚违规情况,有效防范了管理层利用信息优势谋取私人利益的情况,维护了公司股价的稳定,以实现长期激励目的。对恒瑞医药高管增减持等情况进行分析发现,其各期减持不存在利用信息披露等手段操纵股价为自身减持做铺垫的情况,仅于2011年出现过一次高管亲属违规增持情况,但已对其进行了及时纠正、教育和处罚,有效防范了类似情况的发生。

通过以上分析发现,恒瑞医药股权激励能够促进管理层通过健全管理制度、拓宽沟通渠道、提升信息披露质量、合理利用股利政策的信号传递作用等方式加强投资者关系管理,同时通过加强管理层及其关联人的持股管理来实现防范管理层以权谋私、在资本端达到价值优化和长期激励的目的。

五、研究结论与启示

(一)研究结论

本文基于代理人的行为视角,从产业端与资本端探讨与构建了分析框架,结合恒瑞医药的案例资料,通过对股权激励方案实施后恒瑞医药核心人才状况、研发、生产管理、营销、投资者关系管理、股利分配及管理层持股管理等情况的分析,研究了股权激励是否及如何影响市值管理,发现股权激励既能从产业端帮助企业提升业绩,创造内在企业价值,又能从资本端传递企业价值,促进企业的市值管理。

本文的创新之处在于通过打通产业端和资本端,系统分析了股权激励对市值管理的影响机理,为全面、系统地评价股权激励对市值管理影响的作用机理提出了理论分析框架。

(二)启示

恒瑞医药的三次股权激励对市值管理的成功实践,呈现了上市公司股权激励方案设计、考核指标确定等对公司人才维护和企业发展的的重要性,对上市公司市值管理具有重要的启示:第一,股权激励应在激励管理层提升资产经营绩效的同时,积极引导管理层加强公司资本市场的市值维护理念。在设计股权激励方案时,应增加资本市场管理相关的条款,加强对管理层等关联人持股的监督和管理,并通过在考核指标体系中增加信息披露质量评级等资本市场

管理考核指标等的方式,促进企业价值提升。第二,股权激励方案考核指标体系的设计应结合公司发展战略,从公司经营业绩、成长能力、价值创造能力、投资者关系管理等方面综合考虑,并与激励对象进行有效沟通,建立多元化的考核指标体系,发挥战略支持作用,降低管理层进行财务操纵的可能性。第三,股权激励范围的确定不应局限于公司高管团队,只有发挥好激励对象的示范效应,才能更好地吸引、保留和激励优秀人才。同时,也需切忌激励对象范围泛化,使股权激励失去激励效果。

主要参考文献:

- [1] Jensen M. C., Meckling W. H.. Theory of the firm: Managerial behavior, agency cost and ownership structure[J]. Journal of Financial Economics, 1976(4):305~360.
- [2] 高雷,宋顺林. 高管人员持股与企业绩效——基于上市公司2000~2004年面板数据的经验证据[J]. 财经研究,2007(3):134~143.
- [3] Demsetz H., Lehn K.. The structure of corporate ownership: Causes and consequences[J]. Journal of Political Economy, 1985(6):1155~1177.
- [4] 王焯,叶玲,盛明泉. 管理层权力、机会主义动机与股权激励计划设计[J]. 会计研究,2012(10):35~41.
- [5] 王华,黄之骏. 经营者股权激励、董事会组成与企业价值——基于内生性视角的经验分析[J]. 管理世界,2006(9):101~116.
- [6] 刘存绪,何凡. 上市公司终极所有权结构与股权激励绩效探究——基于中国上市公司平衡面板数据的经验证据[J]. 经济与管理研究,2011(5):32~38.
- [7] 杨春丽,赵莹. 新技术企业股权激励绩效评价体系构建研究[J]. 学习与实践,2016(8):39~47.
- [8] 施光耀,刘国芳,梁彦军. 中国上市公司市值管理评价研究[J]. 管理学报,2008(1):78~87.
- [9] Jensen M. C., Murphy K. J.. Performance pay and top-management incentives[J]. Journal of Political Economy, 1990(2):225~264.
- [10] Hanson R. C., Song M. H.. Managerial ownership, board structure and the division of gains in divestitures[J]. Journal of Corporate Finance, 2000(6):

55~70.

- [11] Fama E. F., Jensen M. C.. Agency problems and residual claims[J]. Journal of Law & Economics, 1983(2):327~349.
- [12] Benson B. W., et al.. The relation between stakeholder management, firm Value, and CEO compensation: A test of enlightened value maximization[J]. Financial Management, 2010(3):929~964.
- [13] 仪垂林. 管理层持股与公司价值关系的实证研究——基于沪、深两市上市公司数据[J]. 产业经济研究,2009(6):60~64.
- [14] 顾斌,周立烨. 我国上市公司股权激励实施效果的研究[J]. 会计研究,2007(2):79~84.
- [15] 张曦,许琦. 上市公司高管激励与公司绩效关系的实证研究[J]. 商业研究,2013(3):108~115.
- [16] Goldman E., Slezak S. L.. An equilibrium model of incentive contracts in the presence of information manipulation[J]. Journal of Financial Economics, 2006(3):603~626.
- [17] 徐倩. 不确定性、股权激励与非效率投资[J]. 会计研究,2014(3):41~48.
- [18] 肖淑芳,刘颖,刘洋. 股票期权实施中经理人盈余管理行为研究——行权业绩考核指标设置角度[J]. 会计研究,2013(12):40~46.
- [19] Nagar V., Nanda D., Wysocki P.. Discretionary disclosure and stock-based incentives[J]. Journal of Accounting & Economics, 2015(1):283~309.
- [20] Devos E., et al.. CEO opportunism? Option grants and stock trades around stock splits[J]. Journal of Accounting & Economics, 2015(1):18~35.
- [21] Efendi J., et al.. Why do corporate managers misstate financial statements? The role of option compensation and other factors[J]. Journal of Financial Economics, 2007(3):667~708.
- [22] 李心丹,肖斌卿,王树华等. 中国上市公司投资者关系管理评价指标及其应用研究[J]. 管理世界,2006(9):117~128.
- [23] 李心丹,肖斌卿,张兵等. 投资者关系管理能提升上市公司价值吗?——基于中国A股上市公司投资者关系管理调查的实证研究[J]. 管理世界, 2007(9):117~128.

作者单位:华南理工大学工商管理学院,广州510640