

分类号 F203.9/1076
U D C _____

密级 _____
编号 _____



MBA 学位论文

论文题目 伊利股份股权激励案例研究

研究生姓名: 吴少凡

指导教师姓名、职称: 方文彬 教授

学科、专业名称: 工商管理硕士

研究方向: 企业管理

提交日期: 2023年12月11日

独创性声明

本人声明所呈交的论文是我个人在导师指导下进行的研究工作及取得的研究成果。尽我所知，除了文中特别加以标注和致谢的地方外，论文中不包含其他人已经发表或撰写过的研究成果。与我一同工作的同志对本研究所做的任何贡献均已在论文中作了明确的说明并表示了谢意。

学位论文作者签名： 景少凡 签字日期： 2023年12月23日

导师签名： 刘文彬 签字日期： 2023年12月23日

关于论文使用授权的说明

本人完全了解学校关于保留、使用学位论文的各项规定，同意以下事项：

1. 学校有权保留本论文的复印件和磁盘，允许论文被查阅和借阅，可以采用影印、缩印或扫描等复制手段保存、汇编学位论文；

2. 学校有权将本人的学位论文提交至清华大学“中国学术期刊（光盘版）电子杂志社”用于出版和编入 CNKI《中国知识资源总库》或其他同类数据库，传播本学位论文的全部或部分内容。

学位论文作者签名： 景少凡 签字日期： 2023年12月23日

导师签名： 刘文彬 签字日期： 2023年12月23日

Research on the Case of Equity Incentive for Yili Shares

Candidate : Wu Shaofan

Supervisor: Fang Wenbin

摘 要

2019 年 11 月，国务院国资委颁布了《关于进一步做好中央企业控股上市公司股权激励工作有关事项的通知》，要求积极支持国有控股上市公司建立健全长效激励约束机制，充分调动核心骨干人才的积极性，推动企业实现高质量发展。

文章以国有资本控股企业伊利股份为研究对象，首先对现有文献进行了梳理与总结，并介绍了相关理论，为后文分析伊利股份的股权激励实施效果提供理论支撑。其次，详细介绍了伊利股份三次股权激励方案，并对每一次股权激励开展时的背景、执行的要素和激励效果进行对比分析，论证了股权激励方案的可行性。随后采用纵向对比法从财务与非财务两方面分析伊利股份整体绩效及行业地位在股权激励实施前后的变化。最后对伊利股份股权激励的实施效果进行总结，并提出经验启示。

文章采用案例研究法，研究表明伊利股份的三次股权激励，经历了我国《上市公司股权激励管理办法》颁布、实施、修订的各个阶段，通过股权激励的实施对企业在当时背景下产生的财务效果和非财务效果均有显著的正向影响。文章有利于丰富我国资本市场股权激励发展过程中不同阶段实施效果的相关研究，也有利于为国企在深化改革的背景下实施股权激励提供理论和案例指导，为进一步做好国有资本控股上市公司股权激励工作提供方式借鉴。

关键词： 国企改革 伊利股份 股权激励 案例研究

Abstract

In November 2019, the State owned Assets Supervision and Administration Commission of the State Council issued a notice on further improving the equity incentive work of state-owned enterprise holding listed companies, requiring active support for state-owned holding listed companies to establish and improve long-term incentive and constraint mechanisms, fully mobilize the enthusiasm of core talents, and promote high-quality development of enterprises.

The article takes the state-owned capital holding enterprise Yili Co., Ltd. as the research object. Firstly, it reviews and summarizes existing literature, and introduces relevant theories to provide theoretical support for the analysis of the implementation effect of equity incentives in Yili Co., Ltd. in the following text. Secondly, a detailed introduction was given to the three equity incentive plans of Yili Group, and a comparative analysis was conducted on the background, execution elements, and incentive effects of each equity incentive plan, demonstrating the feasibility of the equity incentive plan. Once again, a longitudinal comparative analysis is conducted on the overall performance and industry position changes of the listed company's financial and non-financial aspects before and after the implementation of equity incentives for Yili Shares. Finally, summarize the implementation effect of equity incentives for Yili Shares and propose experience and inspiration.

The article adopts a case study method, and the research shows that the

three equity incentives of Yili Corporation have gone through various stages of the promulgation, implementation, and revision of the "Management Measures for Equity Incentives of Listed Companies" in China. The implementation of equity incentives has a significant positive impact on the financial and non-financial effects of the enterprise in the context of that time. The article is conducive to enriching relevant research on the implementation effects of equity incentives at different stages in the development process of China's capital market. It is also conducive to providing theoretical and case guidance for state-owned enterprises to implement equity incentives in the context of deepening reform, and providing reference for further improving the equity incentive work of state-owned capital holding listed companies.

Keywords: Reform of state-owned enterprises; Yili Industrial Group Co., Ltd; Equity incentive; Case-study.

目 录

1 绪 论	1
1.1 研究背景及研究意义	1
1.1.1 研究背景	1
1.1.2 研究意义	2
1.2 文献综述	3
1.2.1 股权激励相关研究	3
1.2.2 国有控股上市公司股权激励相关研究	6
1.2.3 文献评述	7
1.3 研究内容及方法	7
1.3.1 研究内容	7
1.3.2 研究方法	10
2 相关概念与理论基础	11
2.1 相关概念	11
2.1.1 国有企业混合所有制改革	11
2.1.2 股权激励	11
2.2 理论基础	13
2.2.1 委托代理理论	13
2.2.2 人力资本理论	13
2.2.3 激励理论	14
3. 伊利股份股权激励案例介绍	16
3.1 伊利股份概况	16
3.1.1 公司基本介绍	16
3.1.2 公司股权结构	16
3.2 伊利股份股权激励实施动因	17
3.2.1 首期激励解决委托代理矛盾	17
3.2.2 提升人力资本效率与价值	19
3.2.3 激励员工积极进取	20

3.3 伊利股份股权激励实施方案	21
3.3.1 第一次股权激励方案	21
3.3.2 第二次股权激励方案	23
3.3.3 第三次股权激励方案	25
3.4 伊利股份股权激励模式分析	27
3.5 伊利股份股权激励对象分析	29
4. 伊利股份股权激励效果分析	31
4.1 基于经营业绩的财务效果纵向对比分析	31
4.1.1 基于偿债能力的分析	31
4.1.2 基于运营能力的分析	34
4.1.3 基于企业盈利能力的分析	35
4.2 非财务指标分析	38
4.2.1 基于企业人力资源层面的分析	38
4.2.2 基于企业科研创新研发的分析	41
4.2.3 基于企业市场竞争力的分析	42
5. 股权激励方案中存在的不足	45
5.1 股权激励模式单一	45
5.2 核心人员激励力度有限	46
5.3 部分激励要素和行权条件不合理	46
6. 结论与启示	48
6.1 研究结论	48
6.1.1 国企改革为国有企业股权激励的实施提供有力支撑	48
6.1.2 股权激励提高了企业财务绩效	48
6.1.3 股权激励提升了企业人力资本	49
6.1.4 股权激励提高了企业研发创新能力	50
6.2 经验启示	50
6.2.1 非单一模式选择	50
6.2.2 依战略目标选择激励对象	51
6.2.3 构建更为科学的业绩解锁机制	52

6.2.4 建立长效激励的期限设置	52
参考文献	54
致谢	58

1 绪 论

1.1 研究背景及研究意义

1.1.1 研究背景

党的二十大报告指出，“要深化国资国企改革，推动国有资本和国有企业做强做优做大”，并提出要求要“完善中国特色现代企业制度，弘扬企业家精神，加快建设世界一流企业”。国有企业是展现我国综合国力、保障人民群众共同利益的重要力量，也是实施技术赶超战略的主要力量。改革开放 40 年，国有企业普遍完成了公司制改造，形成了规范的公司法人治理结构，现代企业制度框架基本确立。同时报告还强调，“必须坚持科技是第一生产力、人才是第一资源、创新是第一动力，深入实施科教兴国战略、人才强国战略、创新驱动发展战略”。越来越多国有企业将股权激励作为构建科学、规范的中长期激励机制，储备和激励核心人才，推动企业高质量发展的重要手段。

我国资本市场股权激励起步较晚，直至 2005 年底，为了促进资本市场改革开放和发展的稳定性，证监会发布《上市公司股权激励管理办法（试行）》，标志着我国对股权激励进行了规范化、系统化指引。此后经过了十年的探索，在 2016 年 7 月，我国正式颁布了《上市公司股权激励管理办法》，更加注重从顶层进行架构的设计，更加强化信息披露监管，完善激励机制架构。

党的十八届三中全会以来，在深化国企改革的进程中，政府相继推出了各项相关政策，尤其是 2019 年国资委制定出台《关于进一步做好中央企业控股上市公司股权激励工作有关事项的通知》（国资发考分规〔2019〕102 号），政策体系的完善，特别是中央企业控股上市公司实施股权激励政策的定型，标志着我国在国有企业改革方面取得了重要进展。2020 年，国资委颁布了《中央企业控股上市公司实施股权激励工作指引》，这份指引的主要目标是推动中央企业进一步扩大控股上市公司实施股权激励的覆盖面。这一工作指引旨在构建科学、规范的中长期激励机制，以推动企业的持续、高质量发展。通过这一机制，企业可以更好地吸引、激励和留住人才，提高企业的核心竞争力。同时，这也是我国深化国有企业改革，增强国有企业活力、控制力、影响力的重要举措。总的来说，这一政策的实施，标志着我国国有企业改革进入了一个新的阶段，也预示着更多的改革措施将会陆续出台，以推动我国国有企业的持续、健康发展。这一系列的政策为

国企构建长效激励约束机制，赋予公司自治和灵活决策空间奠定了坚实的基础。

随着改革的不断深化，对于国有控股 A 股上市公司而言，大力推进国有控股上市公司实施股权激励更是深化国企改革的题中之举。在 2006 年——2019 年的 14 年里，A 股国有控股上市公司股权激励案例数合计为 236 例，而 2020 年——2022 年，这类股权激励案例数达 227 例。从历史数据可以看到，近年来 A 股国有控股上市公司股权激励的实施更加普遍，市场案例数量整体呈上升趋势。根据易董大数据统计，2022 年 1 月 1 日至 12 月 31 日，共有 72 家 A 股国有控股上市公司实施股权激励计划，包括 32 家中央国有企业和 40 家地方国有企业。其中，首次实施股权激励的国有控股上市公司有 46 家，占统计区间实施股权激励的国有控股上市公司总量的 63.89%。股权激励作为上市公司顶层设计的重要抓手之一，对于吸引和留住人才起着至关重要的作用。

伊利股份作为地方国有资本控股企业，是必需消费品中的乳制品龙头企业。早在 2006 年就进行了第一次股权激励，并于 2016 年、2019 年先后进行了第二次和第三次股权激励。这三次股权激励，经历了我国《上市公司股权激励管理办法》颁布、实施、修订的各个阶段。这三次股权激励方案的推出是否对业绩的提升发挥了作用需要检验；在深化国企国资改革的过程中，不同的股权激励政策是否真正发挥了自身优势；三次股权激励方案对国有控股企业是否切实可行尚待总结。基于上述背景，通过单案例研究国有上市公司股权激励，为进一步深化国企国资改革，全面建立健全激励约束机制与激发员工积极性、实现高质量发展具有重要的理论与实践意义。

1.1.2 研究意义

(1) 理论意义

从理论角度来讲，首先，有利于丰富不同阶段政策背景下国企改革与股权激励的组合研究。在我国，上市公司在应用股权激励方式上起步较晚，在当下探索建立具有中国特色的估值体系的背景下，跨越十余年间政策法规的落地应用来探讨国有控股企业的股权激励相对较少，且关于股权激励的学术成果大多集中在理论分析或者实证研究方面，通过单一案例的多次实践做深入分析的研究更是不足。因此，本文以伊利股份为研究对象，将国企改革与股权激励相结合的案例研究将有利于丰富相关主题的研究。其次，有助于完善股权激励实施效果评价研究。目前，学者对股权激励实施效果评价大多从财务绩效角度出发，忽略了对企业非财务方面影响的评价。本文通过对伊利股份历次采取股权激励的财务效果与非财务效果的纵向对比分析评判历次股权激励的实施是否达到

了其开展的目的，有助于全面地评价股权激励实施效果。

(2) 实践意义

从实践层面来说，首先，对同行业国企深化改革具有示范和推动作用。过去三年受疫情影响，消费行业受到了前所未有的冲击，在疫情得到控制和常态化防控后，如何通过改革使企业重新焕发生机成为该行业面临的问题。其次国企通过股权激励有助于完善公司治理体系，股权激励的实施又有助于进一步深化国企改革，缓解委托代理矛盾，激发员工的工作热情。本文选择国内乳制品行业具有代表性的上市公司伊利股份为研究对象，结合行业背景、企业面临的不同经济形势与市场环境下的实施背景，探索研究其三次股权激励方案是否充分满足了企业的战略目标，如何解决委托双方利益冲突、激发管理者的工作效率，防止核心人才流失等问题。同时发现其中的问题与不足，为股权激励在实践中的应用提供新的思路。

1.2 文献综述

1.2.1 股权激励相关研究

(1) 股权激励模式的研究

Hochberg 和 Lindsey (2010) 研究指出，越来越多的企业选择了限制性股票的激励模式，因为经过长期的发展，限制性股票越来越显现出其优势，被各类企业所青睐，而股票期权的选择逐渐呈下降的趋势。Mckeon (2011) 根据会计准则的描述，在激励背景相同的情况下，企业在其财务报表中的利润指标会因为选择了股权期权的激励模式而在结果的呈现上优于其他的激励模式，进而对上市公司的市值有提高的作用，有助于提升投资者信心，因此上市公司在考虑选择股权激励模式时对于股票期权的模式更为青睐。张劲松和张含笑 (2020) 表示，处于创业成长阶段的企业，股票期权的模式是最佳的选择，更有利于提升企业的财务指标。许娟娟和陈志阳 (2019) 也认为股票期权更有助于提高公司绩效水平。余金成 (2015) 认为有限责任公司股权退出交易难度较大，所以股权激励设计方案应与公司整体战略相适应，需要仔细对比不同激励模式的适用性，结合企业发展背景和实际经营情况设计合理的激励要素，采用混合式的激励工具。王秀芬等人 (2017) 指出，目前我国上市公司实施股权激励案例较多，但大多数仍采用限制性股票或股票期权的传统激励模式，股权激励计划设计不够多样化。焦晏如 (2018) 根据样本数据对比发现，选用限制性股票模式在实现效果的对比中较股权期权模式明显处于优

势，同时限制性股票激励模式的实施有助于提升公司的业绩。

(2) 股权激励实施动因的研究

公司选择实施股权激励方案，是希望经营管理层可以与公司整体利益趋同。Jensen 和 Meckling（1976）调查表明，公司中股东和高级经营者的委托代理关系是市场经济中存在的突出特征之一。在企业中实施股权激励是为了让企业经营人员的利益和公司整体的利益绑定，提高公司员工的积极性（肖淑芳和付威，2016），通过股权激励改善公司股权结构，提高公司治理水平（Kim 和 Ouimet，2014），从而尽可能使代理成本最小化，减少企业代理过程中的风险。最终提升企业价值，实现股东的目标（张奇峰等，2018）。同时公司的所有者希望通过股份授予的方式，使得股东与公司高管的目标与利益趋向一致，这样使得公司股东可以行使监管的权利。在《公司的企业家-契约理论研究》中张维迎首先提出，公司高管最适合拥有企业的剩余索取权。公司的高管因为在职位、信息获取、人力资源等方面的优势和疏于监管的劣势，如果他们拥有公司的剩余索取权，也就可以考虑如何以长期主义经营公司。卢江和李萌萌（2019）研究我国员工持股计划这一股权激励模式时提出，平衡企业实控人与员工之间矛盾关系的有效手段之一便是实施员工持股计划，这种方式有利于缓解双方的矛盾，促进资源公平分配。

企业实施股权激励可以帮助企业吸引优秀职工，增强公司活力。Lazear（1999）指出，企业为了吸引人才可以通过授予股份，同时因为对核心员工发放股份从而稳固了雇佣关系，更好地促进企业发展，让人力资源发挥最大效能。Tzioumis（2008）指出，在实际的经营中，企业通过股权激励的实施可以完善内部治理、健全管理机制。通过实施股权激励吸引卓越的人才，使企业保持核心竞争力。焦婕（2018）通过研究股权激励实施的动因得出结论，为了提高核心员工的产能和创新意识，采取对员工实施股权激励的方式，让员工成为企业的主人，以建立员工对企业文化和价值的认同，预防因核心员工流失所造成的经营风险。另外罗杰明（2020）认为，企业对核心人才进行股权激励能够起到保留原有人才和吸收外来人才的作用，优秀的人才才是保持企业形成长期核心竞争力的关键因素，同时在行业内立于优势地位，有利于企业的稳定发展与业绩提升。彭茶芳（2019）也认为设计完善的股权激励计划可以通过股票或期权的丰厚收益，来吸引并留住人才。通过完成股权激励设置的行权条件，员工得到对应的激励，并且获得激励的同时使公司也一同受益，利益的一致性使得公司的发展与核心人员的事业形成了共同的目标，员工将更有动力完成企业赋予的各项使命，提高企业在关键领域和行业中的核心竞争力。

企业实施股权激励会对高管员工形成约束。Smith 和 Watts (1982) 研究指出, 在企业实际经营的过程中, 许多高管会将其在未来退休后所获得薪酬与企业未来利润进行挂钩, 他们清楚随着企业不断在新技术、新产品上需要投入更高的研发费用, 必然会降低当期企业的经营利润, 但是随着科研水平的提高, 新的技术与产品会提升企业未来的经营业绩, 从而提高其退休后的薪酬待遇。如果将股权激励的被激励对象纳入一部分潜在退休的管理者, 这样可以让他们在职业生涯最后的时间里充分发挥余热, 不会造成效率低下的问题。同时这样的激励政策能够更好的帮助管理者将眼光放长远, 制定更适合企业发展的长期政策, 而不仅仅是只关注眼前的利益, 从而错过良机。玄田哲 (2008) 的研究表明, 股权的集中度与股东采用股权激励措施的意愿成反比。

(3) 股权激励的实施效果研究

从实施效果评价方法来研究, 对于股权激励的执行情况, 目前主要是运用财务和非财务指数的综合评估, 并以执行结果为依据来评估其自身的设计。王秋霞 (2014) 从企业的财务指数出发, 对青岛海尔股份有限公司的股权激励效果进行了实证研究, 选择了若干个激励因素的设计来对其进行了分析和评估, 同时, 还建议打破了常规的财务指数, 从非财务数据和公司的战略目标等多个方面来全面考虑。方慧 (2017) 以青岛海尔为研究对象, 通过对公司几年来的会计资料及产品市场竞争力、市场份额等进行了横向对比, 并对该激励机制中出现的问题进行了分析, 并给出了相关对策。黄傲寒 (2017) 通过纵向对比和横向对比的方式, 对中兴通信的股票期权进行了纵向对比, 横向对比了中兴通信过去几年的会计信息, 并与其他没有实施股票期权的企业进行对比。崔佳琪 (2017) 通过对项目实施过程中的多项指标的分析, 对项目实施过程中的绩效进行了量化分析。彭辉 (2018) 的研究认为, 要想对我国上市公司的股权激励进行有效的评估, 必须将财务指标、市场竞争力指标以及非财务指标相结合, 从而对其进行科学、合理的评估。杨洪波, 胡月芳 (2018) 在对评价指标的构造进行了研究时, 认为应该同时从质和量两个方面来进行全面的评价, 量化的评价应该与企业的业绩指标、资本市场股价等相关的资料相联系, 同时, 还应该将企业的股权激励策略的目标与个体指标相融合, 从多个方面来构建一套较为科学、合理的评价制度, 以此来全面、准确、客观地评价我国的股权激励的效果。

对企业业绩的影响研究方面, Aboody (2010) 通过对所收集到的企业的财务资料进行了研究, 发现企业实行了股权激励之后, 其财务状况、经营水平、现金流管理等方面都得到了提高, 同时也提高了对财务风险的控制, 所以他相信, 股权激励可以给公司

带来正面的影响。此外，Min Chung 和 Fama（2015）选择 2007-2011 年的 1500 个上市公司为样本，对其进行了研究，发现在实行了股票期权的情况下，经理们的工作热情的确得到了提高，从而使公司的价值得到了提高。同时，这也表明了，股权激励制度的推行和公司的绩效有着很大的相关性。Palia（2015）的研究还表明，高管持股比例可以降低公司的欺诈行为，有效避免短期行为，从而更好地促进公司的增长。

王春雷和黄庆成（2020）提出，企业的委托代理费用可以起到调节作用，而股权激励可以降低企业的委托代理费用，从而提高企业业绩。赵息与赵德林（2019）在对大量的上市公司进行了研究后，得出了在公司进行股权激励后，公司的绩效有了显著的提升，其中，对公司的影响更为显著。郭雪萌等（2019）研究表明，高管报酬可以改善企业的资本结构，从而提高企业业绩，并且在此过程中起到了调节的调节效应。姬怡婷与陈昆玉（2020）通过对我国国有控股企业的调研，发现股权激励与企业技术创新之间存在着显著的正相关，而实施的股权激励能够有效地推动公司的创新效应。扶青、谢作为（2020）研究表明，实行股票期权的公司业绩更好。

1.2.2 国有控股上市公司股权激励相关研究

余洋，刘国宏（2019）认为，国有控股上市公司股权激励，对增强公司发展动力，打造国有战略平台，深化国有企业改革等，均具有重要意义。应加快修订完善国有控股上市公司股权激励相关规定，赋予国有控股上市公司实施股权激励相对灵活性，鼓励地方国有控股上市公司实施股权激励，完善对国有控股上市公司股权激励的考核设计，以推动国有企业形成自我激励，自我约束和自我完善的长效机制。由此建议各部门更加切实做好股权激励相关规定的制定和完善工作，鼓励全国各地的国有控股上市公司实施股权激励，结合各地区的实际情况，因地制宜、因势利导，继续赋予其实施股权激励的灵活性。接着，薛晓莉（2020）通过大量研究发现，国有企业实施股权激励，无论选择股票期权还是限制性股票，最终目的都是要实现激励核心人才、提升企业经营品质、提高上市公司市值和核心竞争力的激励效果。此外，对于国有控股上市公司在选择激励方式时，还应特别关注国有资产的保值增值。

然而，赵起芝（2020）在对此进行的研究中也发现，在具体的情况下，国有控股上市公司进行股权激励的人数仍然远低于全国各企业的平均值。从行业的差异来看，在实行股权激励的过程中，存在着一些产业的集聚，例如主要集中在资金密集型产业，并且一些国企在实行股权激励之后，并没有达到预想中的好的激励作用。刘丽靓（2021）发

现,在我国,国有控股的上市公司中,股权激励的普及率已经大大提高了,之前已经实施了股票激励计划的国家控制的上市公司,随着其经验的积累,越来越多的上市公司开始将其纳入到自己的计划之中。

1.2.3 文献评述

国内外学者在股权激励及国有控股上市公司股权激励等方面已进行了深入有效的研究分析,研究结果主要有:第一,关于股权激励和公司绩效的研究已经很多,但是关于股权激励和公司绩效的关系还没有形成共识,相关理论和不相关理论都得到了证实。二是现有的文献研究,大多是对股权激励采用大样本实证研究,使用单一案例分析与评价其实施效果并总结成功经验的研究较少。三是在国企改革背景下,关于国企实施股权激励的原因、存在的问题以及采取的措施等问题的研究,已经成为了我国学者们关注的焦点。

现有研究为本文提供了重要的理论参照与逻辑启发,本文将采用案例分析法,结合企业不同发展周期的三次股权激励实施方案进行分析,并从财务效果与非财务效果两方面,通过纵向对比检验伊利股份三次股权激励实施效果,总结经验,以期为乳制品行业和其他国有控股企业股权激励的实施提供经验指导。

1.3 研究内容及方法

1.3.1 研究内容

文章通过对伊利股份有限公司三个股权激励案例的分析,得出了一些结论。通过对伊利公司各阶段实施股权激励的动因、影响因素、短期市场回报、财务数据等进行比较,并对三种激励方式的具体方案、激励因素及实施效果进行比较,并根据所发现的问题,给出相应的改进意见。

本文共分为六个部分:

第一部分是绪论,本部分主要阐述案例研究背景,介绍本文的理论意义与实践意义,随后对相关文献进行梳理与评述,最后介绍本文的主要研究内容与主要使用的研究方法;

第二部分是股权激励相关概念及理论基础。首先,界定了国有企业混合所有制和股

权激励的相关概念，然后梳理了有关股权激励的理论，对其理论依据进行了分析。

第三部分是案例介绍与分析，首先对伊利股份的基本情况进行简介，其次分析了伊利股份三次股权激励方案的动因，最后对案例的内容和要素进行介绍与分析。

第四部分是对伊利股份股权激励的实施效果进行分析，基于企业的经营业绩，纵向对比分析了伊利股份三次股权激励实施前后的财务效果变化。最后从人力资本、研发创新、市场竞争力三方面分析了伊利股份实施股权激励的非财务效果；

第五部分是对三次股权激励在实际发生后，对产生的部分问题进行了总结与归纳。

第六部分是研究结论与经验启示。总结了所分析案例的结论，并根据所指出的问题提出相关经验启示。

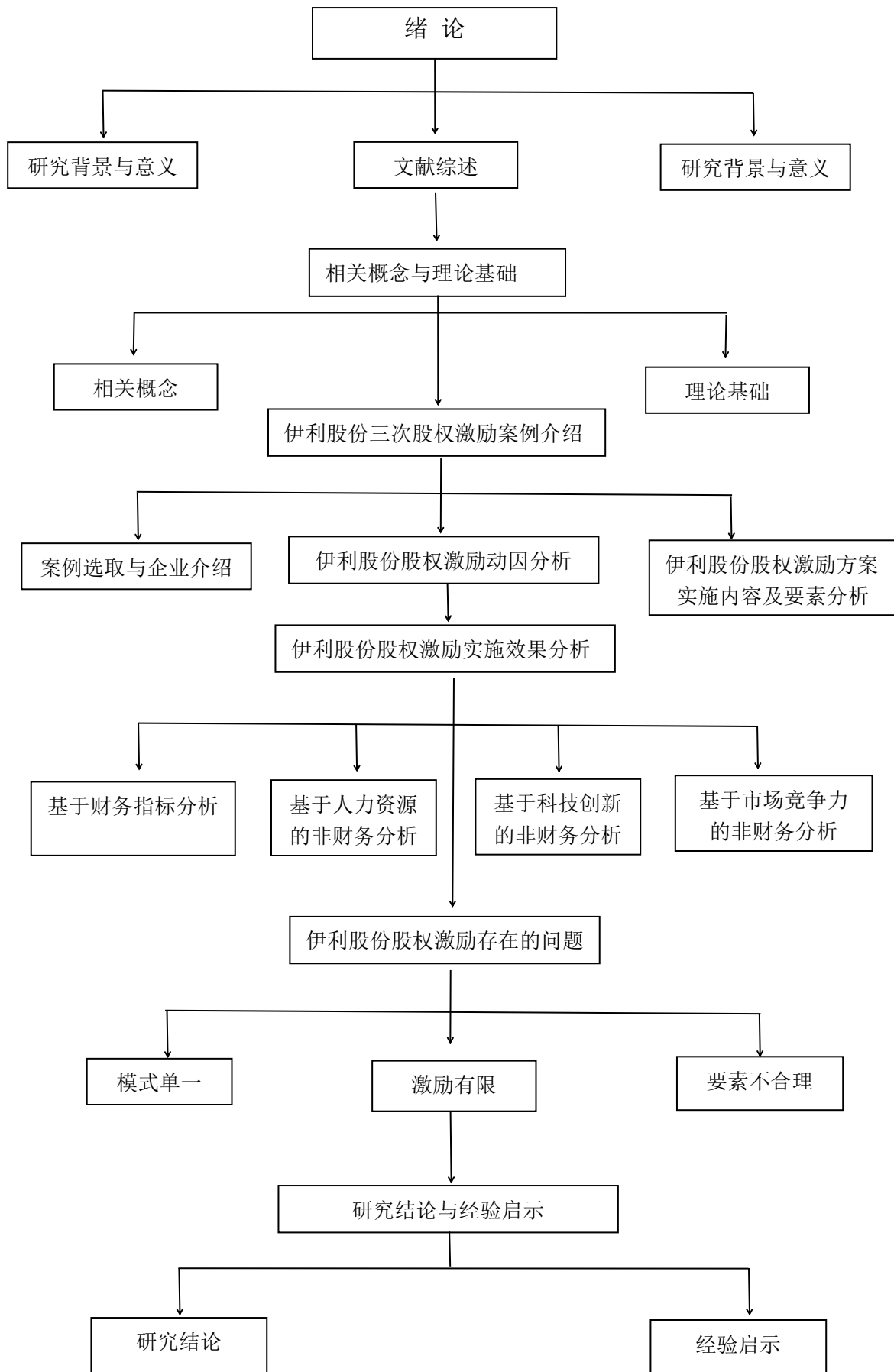


图 1.1 结构框架图

1.3.2 研究方法

文献研究方法。本文在对有关股权激励的相关资料进行收集和查阅的过程中，对股权激励的相关理论、历史发展以及国内外的研究状况进行了较为全面的认识，总结和评价了其他学者对股权激励方案模式选择的分析，以及对股权激励方案实施的影响，在已有的研究成果的基础上，根据当前的社会 and 经济发展情况，找到可进行创新性分析的突破点。

案例分析法。本文选择了伊利三个不同的股权激励的例子作为研究对象，通过比较不同的实施背景、方案设计，并通过多项财务和非财务指标的数据结果来分析激励的实施成效，并对各阶段的绩效进行了研究，并指出存在的问题，最终给出相关的改善建议，为其他企业的股权激励方案的制定提供了参考和思考。

对比分析法。本文通过对三种激励方式下的股权激励方式进行比较，并对其执行效应进行分析，得到更有利于公司发展的一种激励方式；通过与同类公司的横向比较，证实了该制度对企业发展的影响，为其他的上市公司提供了参考。

2 相关概念与理论基础

2.1 相关概念

2.1.1 国有企业混合所有制改革

国企混合所有制改革就是把高质量的私人战略投资者引进到国有企业中，让他们在优化自己的产权结构的同时，把国有资本的优势和私人资本的优势有机地融合起来，从而打破原来一股独大的局面，健全公司治理。通过混合改革，企业可以实现多样化的产权结构，通过各种资产的相互渗透，可以使各个方面实现优势互补，进而改善企业的运营效率，同时也能确保国家资产的安全和增值。这一概念可以分为狭义和广义两种，狭义的混合所有制是指由国有资本完全控制的国有企业，在引进民营资本、国外资本等非公有制资本的基础上，逐步拓展投资主体的领域，同时还可以改进公司的治理结构，改变企业的管理机制，使资金的分配效率得到提升。从广义上讲，混合所有制不仅包含前述的一些内容，还包含以股权改造、引入非公有资金、以整体上市等多种形式进行改制。与欧美、苏东等国家“私有化”“民营化”等国家的混合所有制改革不同，中国国有企业混合所有制改革包含了大量国有企业、非公有制经济和市场竞争等方面的因素，具有中国特色。从本质上讲，国企混改的目标是完善企业法人治理，推动企业经营机制走向市场化，从而使企业能够更好地融入到市场中去，从而增强企业的获利能力和提升企业的价值。如果将混改仅局限于资金的“混”和“一体化”，则会背离国企改制的最终目的。国企要以“混”为核心，让各方面都能积极地参与进来，以“改”为目的，促进各种资源的综合利用，达到最大的效益，提高资金运用的有效性。

2.1.2 股权激励

(1) 股权激励的定义

股权激励是上市公司以股份支付的方式给予员工带有一定限制条件的激励，通过将员工的个人利益与公司业绩进行绑定，以达到公司长期稳定发展的目标。上市公司股权激励以本公司股票为标的，对其董事、高级管理人员及其他员工进行的长期性激励。根据《企业会计准则第 11 号——股份支付》的相关规定，股权激励分为以权益结算的股

份支付（限制性股票、股权期权），及以现金结算的股份支付（股票增值权、虚拟股票），其中限制性股票又可分为第一类限制性股票与第二类限制性股票。

股权激励作为一种新兴的、具有较强激励作用的长期报酬机制，能够充分调动企业内部的关键因素，进而提升企业的经营效率，减少企业的委托-代理问题。在此基础上，对核心关键岗位的员工进行股权激励，可以有效地保留和吸引优秀的员工，提高企业的竞争能力；另外，股权激励在薪酬制度中的作用也越发明显，实施股权激励能够提高员工的福利水平和增强其对企业的归属感。

(2) 股权激励的模式

股权激励的模式是指上市公司选择何种方式将股份授予给被激励对象，以及如何向被激励对象进行激励，企业的发展战略常常决定着如何选择股权激励的模式，这也是股权激励的核心所在。

股票期权是公司授予给被激励人的一项权利，当他们满足了授予他们的行权资格后，他们有权根据预先商定的价格，来购买某一特定的股份，而当他们行使该股权时的市价和行权价之间的差异即为该激励对象所得到的收入。

限制性股票是上市企业常常采用的股权激励模式之一，分为第一类限制性股票与第二类限制性股票。其中第一类限制性股票是企业授予被激励对象一定股票，其需按授予价格购买，在完成相应解锁要求或禁售条件后才可售出获利。而第二类限制性股票目前仅限于创业板与科创板。被激励员工无须提前出资，在满足归属条件后可以按照授予价格购买股票，限售期结束后可以自由交易。若公司不设置限售期，则完成股份登记后即可按照相关规定出售。

除上述方式外，还有虚拟股票，即企业给予被激励员工一定虚拟的股票，被激励员工可以参与公司的分红并享受股价上升的收益，但没有所有权和表决权等。另外股票增值权是企业授予被激励对象在未来，获得规定数量股票价格上升带来收益的权利。

(3) 股权激励的要素

在设计一个股权激励计划时，要综合考量多种因素，而其执行结果与要素的选择和设计有着密切的联系，如果企业所制定的股权激励计划中的各要素不能实现一个绝对的均衡，或是与公司的发展状况不相符，那么这个计划就不能起到很好的作用，更可能会起到相反的作用，从而影响公司的绩效。主要的核心要素有激励对象的选择、行权有效期的设置、授予价格的确定、行权条件的设定。

2.2 理论基础

2.2.1 委托代理理论

著名的“委托-代理理论”由迈克尔和詹森在研究中提出。它是指公司的股东将公司的经营决策权委托给经营管理者，代其经营。在这一理论中，清晰地提出了现代企业只有实现所有权与经营权的分离，才能使现代企业的健康发展。

我国实行股权激励制度的一个重要目标就是要解决好股东与经理人之间的委托-代理关系。委托-代理理论认为，在委托-代理模式中，所有者的目的是公司的价值最大化，而代理人在他们的目标追求中，会将自己的利益放在更高的位置上，在面临经营决策的时候，因为他们的利益目标不一样，就会发生矛盾，这就是委托代理模式下出现的主要问题。管理者直接参与到了企业的经营决策当中，而委托人却远离了企业的日常经营和决策，无法对公司的发展情况进行及时的了解，这就造成了双方之间的信息不对称。如何使双方的利益得到最大程度的满足，是委托-代理理论的核心工作。

在现代企业管理中，最重要的一个问题就是怎样处理好由委托-代理产生的各种风险，即怎样使各方的利益得到有效的平衡，激励其履行自己的职责，从而促进企业的经营绩效和股东的价值。股权激励能够很好地解决在委托-代理理论下，所有者与管理者之间的利益冲突，在这种情况下，所有者授予管理者一些股份，从而使管理者的角色发生了变化，公司的利益与管理者的个人利益目标一致，形成了一个利益共同体。

2.2.2 人力资本理论

1964年，人力资本理论由美国学者舒尔茨和贝克尔提出，它把技术、创新思维等资源统称为人力资本。这是一种有别于传统的物质资本的观点，即企业的管理经验、人脉关系、研发人员的专业技能、社会声誉和价值取向等。在我国的经济和社会的持续发展过程中，人力资本在企业的运营与发展过程中所扮演的角色越来越重要。比如，在科技创新型企业、互联网企业中，人力资本是企业发展的关键，而专业知识人才和技能人才则是一个国家的经济发展的关键。

人力资本的经营是企业的一项重要工作，它可以划分为质和量两个层面，量的管理侧重于企业的员工数量与物质资本的相匹配，而对于人力资本的治理则侧重于对员工的专业技能、创新、价值观、公司归属感等的治理，其中包含了对人力资源的开发、激

励和留住。企业的人力资本不可能离开企业而独立地运行，要使企业的员工能够更好地发挥其自身的潜能，从而为企业带来更大的价值。所以，企业要制定一套激励制度，让员工们能够更好地发挥自己的能力，让他们能够更好地运用自己的人力资本来提高公司的价值。通过向被激励对象发放公司的股份，让他们拥有公司的所有权，从而让他们能够更好地实现自己的目标。在这样的情况下，把他们和企业联系在一起，可以降低他们的损失，从而更好地提高他们的人力资本的使用效率。

2.2.3 激励理论

激励理论的中心内容是要分析如何最大限度地满足人类的各类需要，从而使人的积极性得到充分的发挥，从而使人的主观能动性得以充分发挥，进而实现个人的最大价值。如图 2.1 所示：

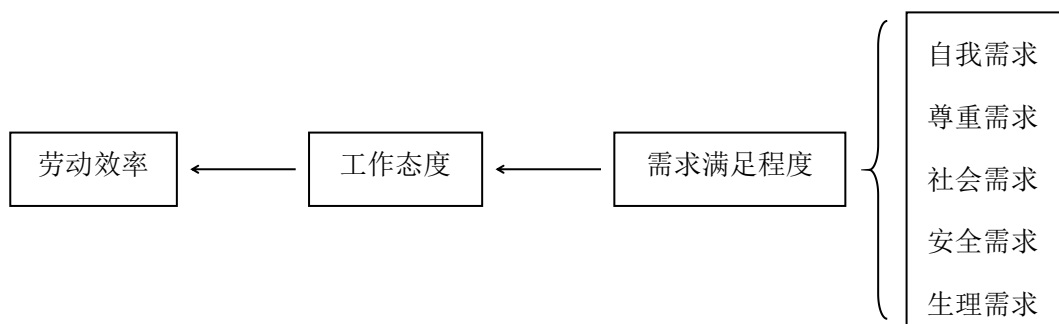


图 2.1 激励理论内容

在激励理论中，员工的工作态度与员工的工作绩效直接相关。此外，员工的工作态度还受自身需求满意度、动机等因素的影响。因此，管理者可以根据员工的需求与喜好，设置相应的激励机制，实现对员工的有效激励，提高其工作效率。

其中，典型的激励理论有 1943 年亚伯拉罕·马斯洛的需求层次理论，他将人的需求分成了 5 个层次；美国的心理学家、行为科学家赫茨伯格提出的双因素理论，该理论是对马斯洛需求层次理论的延伸和扩展，将影响人们工作绩效的各类原因分类成了两个因素，分别是“保健因素”和“激励因素”；1964 年费罗姆的个体期望理论和亚当斯 1965 年的公正激励理论。从表 2.1 可以看出，这几种理论虽然将人的需要划分成了不同的类别，但是它们都把工人的工作积极性作为起点，提升员工的工作积极性和工作效率，使员工能够为公司创造最大价值。

表 2.1 典型的四种激励理论

理论	影响因素
双因素理论	保健因素、激励因素
需求层次理论	自我实现、尊重需求、社会需求、安全需求、生理需求
个人期望理论	工作满足能满足的需求程度、需求实现的可能性大小
公平激励理论	绝对报酬、相对报酬

从上述的理论来看，股权激励是一种激励员工积极进取的手段，它可以让员工在自己的工作中获得满足感和成就感，提高员工的工作效率，使公司的经营实力、财务表现和经营业绩得到提高，从而提高公司的成长能力。

3. 伊利股份股权激励案例介绍

3.1 伊利股份概况

3.1.1 公司基本介绍

伊利的发展历程可以说是中国乳业从小到大、从弱到强的历史缩影。1993年，原呼和浩特市回民奶食品加工厂经过企业股份制改造，更名为“内蒙古伊利实业集团股份有限公司”。1996年，伊利股份在上交所挂牌上市，成为全国乳制品行业首家A股上市的公司。21世纪初期是我国乳品行业进入高速发展的黄金时期。但是随着乳制品行业的竞争进一步加剧，伊利股份于2006年进行了首次的股权激励，通过对管理层和核心人才的激励，优化了治理结构，不断提升研发创新能力，严格把控产品品质，成为行业内的龙头企业。2015年国家出台了《关于深化国有企业改革的指导意见》涵盖了分类推进国有企业改革、完善现代企业制度、为国有企业改革创造良好环境条件等方面，伊利集团借着改革的东风，在2016年、2019年相继推出了第二次、第三次股权激励方案，通过对研发团队及核心高管的激励，保留和吸引了大量优秀的人才，通过过硬的产品品质深受消费者的喜爱，品牌影响力不断扩大，2021年伊利集团成功入选国家先进制造业和现代服务业融合发展企业。

经过改革开放40年，伊利集团作为地方国资控股企业，坐稳世界乳制品五强企业，连续十年斩获亚洲乳业第一的桂冠，是国内生产规模最大、产品品类最全的乳制品企业，也是在亚洲、欧洲、美洲、大洋洲实现产业布局的国际化企业。2022年，凯度BrandZ最具价值全球品牌榜发布，伊利的品牌价值稳居全球食品饮料品牌五强，蝉联全球乳业榜首，在凯度消费者指数《2022年品牌足迹》中国市场报告中，“伊利”凭借92.4%的品牌渗透率、13亿的消费触达数，连续7年位列中国市场消费者首选品牌榜榜首。持续向世界传递中国乳企的硬核实力，也为国内诸多同行业公司及国有控股企业的发展提供了借鉴与学习的价值。

3.1.2 公司股权结构

根据2023年半年度报告，内蒙古伊利实业集团股份有限公司前十大股东持股情况

如下表 3.1 所示：

表 3.1 伊利股份前十大股东持股明细

股东名称	占总股本比例 (%)	股本性质	股东性质
香港中央结算有限公司	15.8300	A 股流通股	其他
呼和浩特投资有限责任公司	8.4600	A 股流通股	国有法人
潘刚	4.5000	限售流通 A 股 A 股流通股	境内自然人
中国证券金融股份有限公司	2.8700	A 股流通股	其他
易方达蓝筹精选混合型证券投资基金	1.8200	A 股流通股	其他
赵成霞	1.4500	限售流通 A 股 A 股流通股	境内自然人
刘春海	1.4400	限售流通 A 股 A 股流通股	境内自然人
易方达上证 50 指数增强型证券投资基金	1.0500	A 股流通股	其他
上证 50 交易型开放式指数证券投资基金	0.8600	A 股流通股	其他
全国社保基金 113 组合	0.8100	A 股流通股	其他

数据来源：伊利股份 2023 年半年度报告

截止至 2023 年 6 月，香港中央结算有限公司作为股东列表里第一大股东，持有 15.83% 的 A 股流通股股份，但由于是港股通交易，因此并不实际行使股东权利；第二大股东是代表地方国资委行使出资人权利的呼和浩特投资有限责任公司，持有 8.46% 的 A 股流通股股份。排名前十大的股东所持股份总数占伊利股份总股本的 39.09%，其中三名高管股东总持股数量占比达到 7.39%。伊利股份的最终实际控制人为呼和浩特国有资产监督管理委员会，属于地方国资委，因此伊利股份的性质是地方国有控股上市公司。

3.2 伊利股份股权激励实施动因

3.2.1 首期激励解决委托代理矛盾

2006 年，伊利股份实施第一次股权激励计划，此时国企改革进入到了公司制改造与完善法人治理结构的阶段。这个阶段国有企业目前大多数企业都已完成了企业改制，并确立了公司的治理架构。根据委托代理理论的内容，公司股东将公司的经营决策权委托给经营管理者，代其经营。但是，企业的经营管理体制并不完善，主要体现在：出资人

职责不规范，所有权缺位，管理者缺少对经营者的监管，以及国有财产的损失。伊利集团目前所处的困境具体表现在：企业的运营情况更加复杂，市场的竞争也更加激烈。

首先，企业的经营管理是一个非常复杂的问题。2004 年，伊利公司发生了“独立董事”丑闻，三名独立董事聘请第三方会计师为公司债券投资项目提供审计服务，导致管理层与独立董事意见分歧，引起了资本市场的高度重视，并对伊利的经营状况造成了极大的冲击，对公司的品牌形象造成了极大的冲击。更重要的是，公司的董事长和高级管理人员侵占资金甚至挪用公款，对公司造成了很大的不良后果。包括伊利集团前主席郑俊怀在内的五位高级管理人士，被内蒙古检察机关以侵占资金的罪名实施了刑事拘留，这件事情给公司的声誉带来了很大的负面冲击。这是典型的委托代理理论认为的所有者与经营者的利益目标出现了不一致，导致出现了重大的丑闻，如何使得双方的利益得到最大化的满足，怎样使各方的利益得到有效的平衡，股权激励能够非常有效的解决在委托-代理理论下，所有者与管理者之间的利益冲突。

其次，来自外部的激烈竞争。伊利原副董事长牛根生离开伊利，于 1999 年自主创业创立了蒙牛乳业，经过发展迅速超越了伊利，并于 2004 年在香港上市。21 世纪以来，伴随着人们对食品的需求不断提高，中国乳业的发展也步入了快速发展的轨道，国产乳品企业的数目越来越多，规模也越来越大，与此同时，进口奶产品的进口关税也在逐步降低，大量国外著名企业纷纷进入中国，这使得这个产业的竞争变得更加激烈。

伊利股份面对着严峻的市场信心危机和激烈的市场竞争，已经到了需要改进和提高公司治理水平的时刻。从上述对伊利股份 2006 年持股情况的分析可以看出，公司前十大股东均为无管理人员，且管理人员持有的股份较少。在激烈的市场竞争中，管理层持股过少不仅会增加委托-代理成本，而且也会影响管理人员的稳定性。

人力资本的经营是企业的一项重要工作，尤其是专业知识人才和专业技能人才对国有企业的发展至关重要。2005 年底证监会正式发布了《上市公司股权激励管理办法》。2006 年，国资发分配[2006]8 号文件和国资发分配[2006]175 号文件对国有上市公司实行股权激励应该具备的条件、遵循的规则、激励方式、对象与数量的选择、行权价格与行权期限等内容进行了明确的要求，为国企有效并规范地实施股权激励提供了指引。因此，2006 年伊利股份在这种严峻的内外环境压力下，发布了首期股权激励方案，决定以股权激励的方式来提高核心管理层的持股比例，从而提高国有企业的治理能力，增强国有企业在市场中的竞争力，增强企业内部的凝聚力。

3.2.2 提升人力资本效率与价值

党的十八大以来，习近平总书记多次强调坚持公有制的主体地位，坚定不移深化国有企业改革，着力创新体制机制，加快建立现代企业制度，不断增强国有经济活力、控制力和影响力。

为了更好地推动资本市场的发展，增强企业的核心竞争力，证监会对管理办法进行了修订，放松了事前监管的条件，加强了对企业的内部监督和市场的约束，增强了对信息披露的要求，并对这些因素进行了补充和改进，给上市公司提供了更多的选择余地。

当前伊利集团发展已进入到了新阶段。2014 年底董事长潘刚提出“实现全球乳业前五强、营业收入达到 1000 亿元”的目标，此时作为行业内的龙头企业，伊利集团需要一个新的增长点来持续做强做大，因此公司将重心放在了全球化的战略布局。这个时候，企业需要高级管理人员和核心人才、技术骨干能够充分的展现自己的能力。

此时伊利股份的人力资本经营侧重于在量的管理上下功夫，即关注企业员工的数量于物质资本的相匹配，由于行业生产发展的特殊性，企业存在大量的低学历、基础技能薄弱的员工，这样的人力资本结构最直接的反映便是在 2014 年、2015 年伊利集团的研发投入严重不足、业绩增速开始放缓；与同行业相比，在科研投入上不占据任何明显的优势。这也就带来了伊利股份在企业管理经验、研发人员的专业技能、企业品质声誉的发展迟滞。

因此，为继续优化和夯实上市公司的股权结构、提升公司核心乳制品的研发能力、打造出较以往更有特色和优势的优质产品，伊利股份于 2016 年通过向核心人员定向增发股票来进行股权激励，以期待能够加强内部股权结构稳定性，对公司管理层及关键岗位的核心人才建立了长效激励机制，侧重于了对员工的专业技能、创新能力、企业价值观、公司归属感的重视质的人力资本经营。如此一来，建立的第二期股权激励实施方案，让员工们能够更好的发挥自己的专业能力，让员工更好的利用自己的人力资本来提高公司的价值。这样既能激发员工工作热情，增强关键岗位人员能力水平和团队凝聚力，又能将关键岗位人员自身利益与公司发展捆绑起来，让他们拥有公司的所有权，从而让他们能更好的实现自己的目标。企业与员工的价值趋向统一，更有利于公司长久健康地发展，从而更好地提高伊利股份员工的人力资本使用效率。

3.2.3 激励员工积极进取

国有企业是培育具有全球竞争力的世界一流企业的主要依托。2018 年底，国资委下发《关于印发中央企业创建世界一流示范企业名单的通知》，明确了具有全球竞争力世界一流企业的“三个领军”“三个领先”“三个典范”标准。2020 年 6 月，国务院国资委对国有重点企业加强管理体系和管理能力建设作出部署安排。要求各地国资委和中央企业加强战略管理、组织管理、运营管理、财务管理、科技管理、风险管理、人力资源管理、信息化管理。2022 年 2 月 28 日，习近平总书记主持召开中央全面深化改革委员会第二十四次会议，审议通过《关于加快建设世界一流企业的指导意见》要求“加快建设一批产品卓越、品牌卓著、创新领先、治理现代的世界一流企业，在全面建设社会主义现代化国家、实现第二个百年奋斗目标进程中实现更大发展、发挥更大作用”。

世界一流企业通常拥有一些独家的专利技术与产品，能够掌控核心资源，拥有较深的“护城河”，不易被同行业其他企业取代或超越。不仅可以为股东带来巨大的价值贡献，还可以拥有具有明显优势的市场份额，甚至能够促进企业对产品价格产生较大影响，主导或执掌行业秩序和规则，在全球行业或产业发展中具有较大的影响力和话语权。

全球传统乳制品行业的竞争越发激烈，市场环境对乳制品行业的发展提出了更高的要求，升级产品品质成大势所趋。2018 年，伊利集团制定了“到 2023 年发展成为全世界乳制品行业第一、全球健康食品排名前五”的长期战略目标，坚定打造世界一流的国资控股上市公司。但是目前国内传统乳制品行业日趋竞争激烈且接近饱和，当前产品已经不能满足人们对于生活质量需求的要求，因此若想要在未来保持持续的业绩增长，核心研究创新人才的输入与培养已然是公司现阶段发展的重要支撑与依赖。企业的创新能力是成为世界一流企业最重要的硬实力之一。伊利集团想要未来在技术创新上保持优势，为企业发展创造不竭动力，就需要持续在关键技术、前沿技术等方面进行探索与突破。

在激励理论中，员工的工作态度与员工的工作绩效直接相关。企业需要通过精益化管理，进行成本控制、组织流程优化以及风险管控机制完善，提升企业投入产出效率，始终保持着优势地位。股权激励是一种激励员工积极进取的手段，因此伊利股份利用股权激励让员工在自己的工作中获得满足感和成就感，提高工作效率，是公司的经营实力、财务表现和经营业绩得到提高，进而促进上市公司完善现代化治理水平。稳定的内部管理团队以及优秀的创新研发团队对于企业的长期发展与持续扩张是必不可少的。

3.3 伊利股份股权激励实施方案

3.3.1 第一次股权激励方案

伊利股份第一期股权激励草案于 2006 年 11 月 27 日公布，公司此次激励计划授予的股票期权，在授权日起 8 年内若满足行权条件则以规定的行权价格均可行权。本次股票期权所激励的标的股票总数为 5,000 万股，占目前公司股本总额的 9.68%。此次激励对象的范围为公司总裁、3 名总裁助理和其他 29 名公司的核心业务骨干。潘刚的股票期权数量为 1,500 万份，占本次股票期权数量总额的 30%，标的股份占授予时公司总股本的 2.90%。具体激励授予对象及数量安排如表 3.2 所示：

表 3.2 伊利股份首次股权激励授予对象及数量安排

序号	姓名	职务	获授数量（万份）	占授权比例	占总股份比例
1	潘刚	总裁	1500	30%	2.90%
2	赵成霞	副总裁	500	10%	0.97%
3	刘春海	副总裁	500	10%	0.97%
4	胡丽平	副总裁	500	10%	0.97%
5	其他人员	-	2000	40%	3.87%
6	合计	-	5000	100%	9.87%

数据来源：Wind 伊利股份股权激励相关公告整理

首期股权激励方案是在国家监管部门的要求下，作出五项重大修改后才得以正式发布，其中最重要的修改便是无论在什么情况下，激励对象持有的伊利股份表决权数都不可能超过上市公司的第一大股东呼和浩特投资有限责任公司，这样的修改和要求，保证了上市公司不会发生 MBO 的情形。非常重要的明确了伊利股份的所有制性质为地方国有资本控股上市公司。

激励方案其他几处修改的地方主要集中在对未来上市公司业绩考核的要求和行权标准、被激励对象的设定范围等，修订后的伊利股份首期股权激励行权条件如下表 3.3 所示：

表 3.3 伊利股份首次股权激励行权条件

行权条件	行权价格	封锁期限
1、完成上一年度绩效考核标准，且激励对象不得出现有损企业利益的违规行为；		
2、首期行权时，净利润增长率不得低于 17%，主营业务收入增长率不得低于 20%；	13.33 元/股	1 年
3、非首期行权，主营业务收入相比于 2005 年的复合增长率不得低于 15%。		

数据来源：根据伊利股份官网股权激励公告整理

首期股权激励最后一次行权是在 2013 年 6 月 7 日，至此首期股权激励已经全部实施完毕。第一期股权激励计划历时八年，八年期间激励对象的行权价格变化如表 3.6 所示。总体来看，本次股权激励数量较大，占总股本的 9.68%。

表 3.4 第一次股权激励行权价格变化

时间	行权价格	调整原因
2006.12.09	13.33	--
2007.06.27	13.33	派发现金红利
2007.11.21	12.05	发行认证股权
2008.05.17	10.04	公积金转增股本
2011.06.03	5.02	公积金转增股本
2012.04.06	4.77	派发现金股利
2013.01.22	6.77	非公开发行股票
2013.05.27	6.49	派发现金股利

数据来源：根据伊利股份官网股权激励公告整理

3.3.2 第二次股权激励方案

2016年7月，我国正式颁布了《上市公司股权激励管理办法》，同时国企改革也进入到全面深化改革的重要时期，国家推动了十项试点改革，其中就包括“混合所有制企业员工持股试点”。进入成熟期的伊利集团在2016年跃升至全球乳业8强，稳居亚洲第一，但仍需不断进行产品创新研发，提升产品品质。

(1) 股权激励授予对象及数量安排

在2016年10月，上市公司发布公告了股票期权与限制性股票激励计划（草案）的公告，计划开展第二期股权激励计划。经董事会审议，确定了股份授予日，计划采用股票期权与限制性股票的复合模式对被激励对象进行激励。经公司董事会薪酬与考核委员会考核并经公司监事会审核，本次激励将激励对象的范围划定在了核心技术（业务）人员以及公司董事会认为需要进行激励的相关员工，不包括公司的董监高人员，具备股票期权激励计划激励对象资格的人员共计294人，具备限制性股票激励计划资格的人员共计293人。

(2) 持股期限和行权/解锁条件

本次股权激励的对应股份的锁定期安排是：本计划有效期为股票期权和限制性股票授予之日起至所有股票期权行权或注销和限制性股票解锁或回购注销完毕之日止，最长不超过48个月。

本激励计划授予的股票期权行权期及限制性股票锁定期为自相应授予日起24个月。激励对象根据本激励计划获授的限制性股票在锁定期内不得转让、用于担保或偿还债务。具体安排如表3.5所示：

表 3.5 伊利股份第二次股权激励股票期权、限制性股票的行权期和行权安排

行权/解锁期安排	行权/解锁时间	行权/解锁比例
第一个行权/解锁期	授予日24个月后的首个交易日起至36个月内的最后一个交易日止	50%
第二个行权/解锁期	授予日36个月后的首个交易日起至48个月内的最后一个交易日止	50%

数据来源：Wind、伊利股份历次股权激励公告整理

本次计划分两批对已授予的股票期权和限制性股票进行解锁和行权，基准日期为 2015 年，每一期行权/解锁的业绩条件如表 3.6 所示：

表 3.6 伊利股份第二次授予的股权期权、限制性股票的行权条件（公司业绩）

行权/解锁期	公司考核业绩目标
第一个行权/解锁期	2017 年净利润增长率不低于 2015 年基数的 30%，净资产收益率不低于 12%
第二个行权/解锁期	2018 年净利润增长率不低于 2015 年基数的 45%，净资产收益率不低于 12%

数据来源：Wind、伊利股份历次股权激励公告整理

公司未满足上述业绩考核目标的，则公司按照本计划，激励对象所获期权当期可行权份额注销，对应考核当年可解锁的限制性股票均不得解锁，由公司回购注销。

激励对象的个人层面的考核按照公司相关规定组织实施。具体的个人业绩考核评定如表 3.7 所示：

表 3.7 伊利股份第二次授予的股票期权、限制性股票的行权条件（个人业绩）

考核得分	考核结果
91——100	优秀
81——90	良好
71——80	及格
70 以下	不及格

数据来源：Wind、伊利股份历次股权激励公告整理

若激励对象年度绩效综合考核结果对应等级为“及格”及以上，则激励对象满足可行权条件或可解锁当期限制性股票；若激励对象综合考核结果为“不及格”，公司按照《激励计划》（草案）的有关规定取消该激励对象当期行权额度，或将激励对象所获限制性股票当期拟解锁份额回购并注销。

第二期股权激励方案中股票期权以及限制性股票的行权价格的变化如下表 3.8 所示：

表 3.8 第二次股权激励行权价格变化

时间	股票期权行权价格（元）	限制性股票行权价格（元）	调整原因
2016.12.28	16.47	15.33	--
2017.05.11	15.87	14.73	派发现金红利
2018.06.28	15.17	14.03	派发现金红利
2019.04.11	14.47	13.33	派发现金红利
2020.06.13	13.66	12.52	派发现金红利

数据来源：Wind 伊利股份关于股权激励公告整理

3.3.3 第三次股权激励方案

伊利集团全球化的战略正在逐步实施，分别于 2018 年收购了泰国本土最大的冰激凌企业 Chomthana（康姆泰纳有限公司），同年，伊利欧洲研发中心正式升级成为伊利欧洲创新中心；2019 年 8 月，成功收购新西兰第二大的乳制品企业 Westland（威士兰乳业有限公司）。伴随着企业业绩和规模的不断提升，伊利集团于 2019 年 8 月公告了《2019 年限制性股票激励计划（草案）》，并于 2019 年 9 月 30 日召开第九届董事会临时会议和第九届监事会临时会议，审议并通过了《关于向激励对象授予限制性股票的议案》等议案，确定 2019 年 9 月 30 日为授予日，向激励对象授予限制性股票。

(1) 股权激励授予对象及数量安排

由于上市公司在方案中确定的 2 名被激励对象因个人原因自愿放弃上市公司拟向其授予的全部限制性股票，根据上市公司 2019 年第一次临时股东大会的授权，董事会对激励计划激励对象人数进行调整。调整后，公司本次激励对象范围进一步扩大，共包含 473 名核心员工以及 5 名高管，采用了限制性股票激励的方式，激励数量为 15242.8 万股，约为伊利股本总数的 3%，股票来源为公司从二级市场回购的公司 A 股普通股，授予价格为 15.46/股。具体内容如下表 3.9 所示：

表 3.9 伊利股份第三次股权激励授予对象及数量安排

序号	姓名	职务	获授数量（万份）	占授权比例	占总股份比例
1	潘刚	总裁	5066.00	33.24%	0.8309%

续表 3.9

序号	姓名	职务	获授数量（万份）	占授权比例	占总股份比例
2	赵成霞	副总裁	833.00	5.46%	0.1366%
3	刘春海	副总裁	833.00	5.46%	0.1366%
4	闫俊荣	董事	41.70	0.27%	0.0068%
5	邱向敏	董事会秘书	33.00	0.22%	0.0054%
6	其他核心人员（473人）		8436.10	55.34%	1.3836%
7	合计（共478人）		15242.80	100%	2.50%

数据来源：伊利股份《向2019年限制性股票激励计划激励对象授予限制性股票的公告》

(2) 解除限售期限和行权/解锁条件

伊利股份本次激励计划的行权有效期为从限制性股票授予日的第一个交易日到所有限制性股票解除限售或回购注销完毕之日结束，最长历时72个月。本次股权激励设置了不同的限售期、行权期，不同的行权期对应不同的行权比例，激励对象需按照公司股权激励方案选择行权。本激励计划的限售期和解除限售时间安排如表3.10所示：

表 3.10 伊利股份第三次股权激励解除限售时间安排

解除限售期	解除限售时间	可解除限售比例
第一个	授予日12个月后的首个交易日起至24个月内的最后一个交易日止	20%
第二个	授予日24个月后的首个交易日起至36个月内的最后一个交易日止	20%
第三个	授予日36个月后的首个交易日起至48个月内的最后一个交易日止	20%
第四个	授予日48个月后的首个交易日起至60个月内的最后一个交易日止	20%
第五个	授予日60个月后的首个交易日起至72个月内的最后一个交易日止	20%

数据来源：伊利股份《向2019年限制性股票激励计划激励对象授予限制性股票的公告》

行权条件方面，解除限售期内，要满足公司绩效和个人绩效的双重考核目标时，激励对象已获授的限制性股票方可解除限售。即每年年末，公司董事会薪酬与考核委员会将会对激励对象进行评价审核，并按照评审结果分类分级。如果被激励对象在每年的业绩评价中相应级别达到或更高，该期间的限制性股份可以被解锁；如果被激励对象被评估为不合格，则公司可根据相关法律法规进行回购和注销详情如下表 3.11 和表 3.12 所示：

表 3.11 伊利股份第三次授予的股权期权、限制性股票的行权条件（公司业绩）

行权/解锁期	公司业绩考核目标
第一个行权/解锁期	2017 年较 2015 年的净利润增长率不低于 30%，净资产收益率不低于 12%
第二个行权/解锁期	2018 年较 2015 年的净利润增长率不低于 45%，净资产收益率不低于 12%

数据来源：上市公司《向 2019 年限制性股票激励计划激励对象授予限制性股票的公告》

表 3.12 伊利股份第三次授予的股票期权、限制性股票的行权条件（个人业绩）

考核得分	考核结果
91——100	优秀
81——90	良好
71——80	及格
70 以下	不及格

数据来源：上市公司《向 2019 年限制性股票激励计划激励对象授予限制性股票的公告》

此次股权激励设置的条件相比前两次合理了许多，在公司股权结构较为分散的情况下，经过三次股权激励计划的实施，上市公司中管理层员工的持股比例大幅度获得提升，公司利益与个人利益得到了有效结合，从长期经营的角度稳定了管理层。同时要达成还是有一定难度的，对伊利股份的业绩有一定正向推进作用。

3.4 伊利股份股权激励模式分析

伊利股份股权激励由首期的单一模式，逐渐在后期采取了多样化的模式进行激励。这三次激励的时间跨度较大，但是都是在股权激励和国企改革的政策相继出台后，就顺应市场坚定的推出激励的方案，不是在等政策、等经验，管理层对上市公司业绩的把握

与对未来预期的信心，使得上市公司在近 20 年中执行了三期股权激励，以长期主义经营公司、以长期激励稳定和吸引人才。

表 3.13 伊利股份三期股权激励模式对比

激励计划	第一期股权激励	第二期股权激励	第三期股权激励
激励时间	2006 年	2016 年	2019 年
激励模式	股权期权	股票期权+限制性股票	限制性股票

数据来源：Wind 伊利股份关于股权激励公告整理

如表 3.13 所示，上市公司在 2006 年首期采取了股票期权的激励模式，在随后的 8 年时间股票期权逐渐行权结束后，在 2016 年第二次的激励方案中采取了股票期权和限制性股票相结合的模式，到了 2019 年的第三次方案中全部采取了限制性股票激励的模式。

之所以选择不同的激励模式，需要结合当时企业发展的阶段与背景，不同的发展阶段需要适合的模式，多种激励模式在三次激励的实施中混合运用可以相互弥补劣势，降低单一模式对企业激励目的及预期目标的限制等问题，主要是对被激励对象的约束以及资金筹集出资。

从对被激励对象的约束来分析，通过股票期权来对被激励对象进行授予，在行权日若上市公司的股价高于行权价格，则通过行权可以直接获取价差利益；若股价低于行权价格，被激励对象有权利放弃行权，避免遭受到经济损失，保护自身的权益，因此股票期权对被激励对象的约束力较弱。而后面不管是混合模式还是单一模式都采用了限制性股票激励，由于限制性股票在授予日即需要被激励对象出资认购，所以被激励对象在激励实施后立马就获得了股份，授予日之后的由于上市公司经营业绩和增长所带来的股价波动都会与激励对象息息相关，因此限制性股票对于被激励对象来讲，权利与义务并存。

从资金筹集缴款的角度来看，由于限制性股票在授予时即需要被激励对象出资认购，所以需要进行自由资金的准备和筹措，同时这部分参与认购的资金会在锁定期内被占用。反观股票期权模式下，被激励对象在行权日之前获得了在未来行使认购股份的权利，无需出资，也无需担忧资金被占用和可能带来的经济损失，无法为企业带来现金流的流入。

伊利股份三次股权激励所处的企业发展背景、政策法规背景、国企改革背景都不同，需要分别进行分析。

首期股权激励方案发布的时期，正是国企改革进入公司制改造和完善法人治理结构阶段，是国企改革进入到公司制改造和加强宏观管理并重时期。2003 年成立了国务院国有资产监督管理委员会履行出资人权利，各级地方国资监管机构相继成立，代表地方政府履行出资人权利。这标志着国务院国资委和地方国资委分别代表中央和地方政府履行出资人职责，在对经营性国有资产实行集中统一监管体制方面迈出重要一步。随后的 2005 年底，为了促进资本市场改革开放和发展的稳定性，证监会发布了《上市公司股权激励管理办法（试行）》。在各项政策处于试点期的背景下，伊利股份先行先试，所以首期股权激励采取股票期权的形式，对管理层及核心员工有更强烈的激励意愿。

而第二期的股权激励没有使用单一的激励方式，一部分采用限制性股票，将员工可获得的收益适度把控，也不会对上市公司的股权结构造成较大影响；激励对象选择了对公司作出重大贡献的核心员工，以此来提高他们对公司的认同，同时也将他们的创造力和热情都调动起来。

第三期的股权激励为了夯实和优化较为分散的股权结构，同时以管理层制定的公司战略为导向，对上市公司中管理层员工进行了限制性股票的激励，关键岗位员工的持股比例大幅度获得提升，公司利益与个人利益得到了有效结合。

3.5 伊利股份股权激励对象分析

伊利股份三次股权激励在被激励对象的选择上差别还是较大。主要围绕了管理层和核心技术人员、关键岗位员工，但是每次的数量和选择的标准都随着企业的发展和行业的变化而不同。

首期股权激励的激励对象的范围为公司总裁、3 名总裁助理和其他 29 名公司的核心业务骨干。值得注意的是，第一期股权激励计划草案提出后，监管部门对相关要素进行了指导性的修订，最终上市公司公告的方案中规定公司除了总裁和 3 名总裁助理以外，其余的激励对象均为公司的主要业务骨干和公司认为应当予以激励的员工，不包括公司董事、监事和高管。

第二期股权激励的被激励对象选择上，将范围划定在了核心技术（业务）人员以及公司董事会认为需要进行激励的相关员工，不包括公司的董监高人员，具备股票期权激励计划激励对象资格的人员共计 294 人，具备限制性股票激励计划资格的人员共计 293 人。具体激励授予对象及数量安排内容如表 3.14 所示：

表 3.14 伊利股份第二次股权激励授予对象及数量安排

激励模式	激励对象	人数	获授数量（万份）	占授权比例
股票期权	核心业务人员	71	873	19.40%
	核心技术人员	223	3627	80.60%
限制性股票	核心业务人员	71	291	19.40%
	核心技术人员	222	1209	80.60%

数据来源：伊利股份《关于向激励对象授予股票期权与限制性股票的公告》

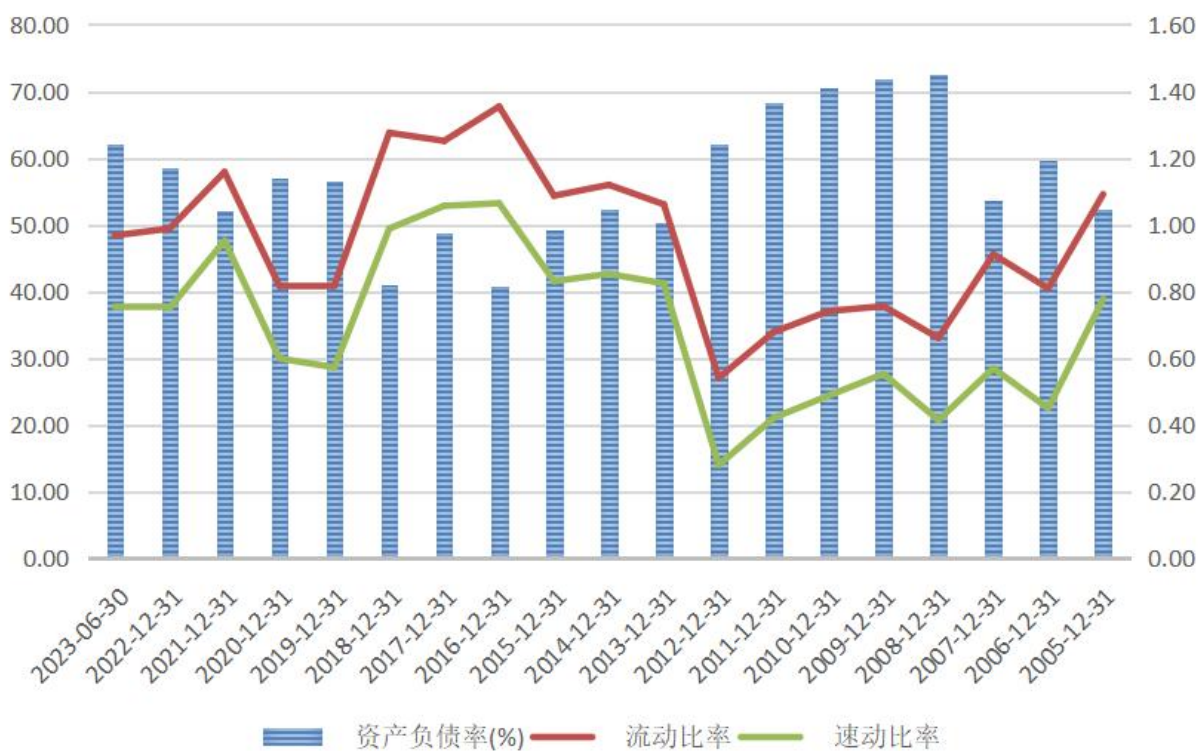
第三期股权激励公司本次激励对象范围进一步扩大，共包含 473 名核心员工以及 5 名管，采用了限制性股票激励的方式，激励数量为 15242.8 万股，约为伊利股本总数的 3%。本次激励的对象选择确认后，上市公司中管理层员工的持股比例大幅度获得提升，公司利益与个人利益得到了有效结合，从长期经营的角度稳定了管理层。

4. 伊利股份股权激励效果分析

4.1 基于经营业绩的财务效果纵向对比分析

4.1.1 基于偿债能力的分析

偿债能力经常作为评估企业按时偿还到期债务的指标。为了更加客观地分析伊利股份三次股权激励实施前后对其偿还债务能力的影响，本文选取的指标主要有流动比率、速动比率和现金流动负债比率三项。其中，分析股权激励对于伊利股份短期偿债能力的影响时用到的指标为流动比率和速动比率。分析股权激励对于伊利股份长期偿债能力的影响时用到的财务比率为资产负债率。

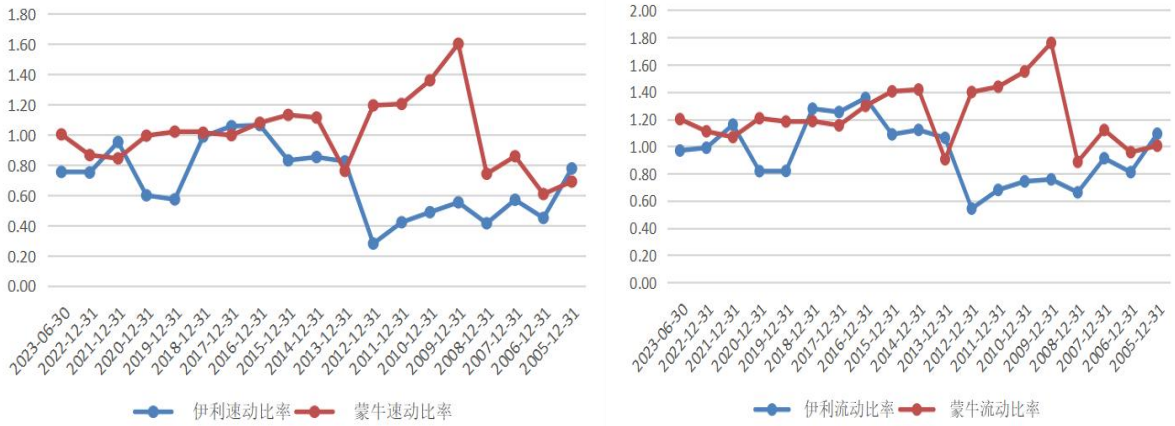


数据来源：Wind 上市公司各年年报整理

图 4.1 伊利股份 2005-2023 年偿债能力指标变化情况

由图 4.1 可以看到，自 2006 年伊利股份实施首期股权激励以来，反映其短期偿债能力的指标呈现了下降的趋势，反映出在实施股权激励的初期未能有效改善公司的短期偿

债能力，在 2013 年，伴随着激励对象的集中行权，支付了股权价格，反映公司短期偿债能力的指标也随之开始提高。到了 2016 年，第二期股权激励的实施也提升了公司短期偿债能力指标。由下图 4.2 可以看到，在 2013 年后，两家企业的存货资产占比较低，变现能力较强，但反观现金比例，伊利股份较蒙牛乳业相比，处于较高水平。



数据来源：Wind 上市公司各年年报整理

图 4.2：伊利股份与蒙牛乳业 2005-2023 年偿债能力指标对比 1

一般说来，企业资产的变现能力强弱体现在流动比例的高低，比率越低，短期偿债能力越弱；比例越高，则反之。流动比率在 2 以上时，短期偿债能力较好，流动比率等于 2 时，表示即使短期内流动资产中接近一半的部分无法实现变现，也能保证偿还全部的流动负债。对于大多数企业来说流动比例一般在 2 左右时较为恰当，通过数据观察，食品饮料行业近三年的流动比率在 2.3 左右。

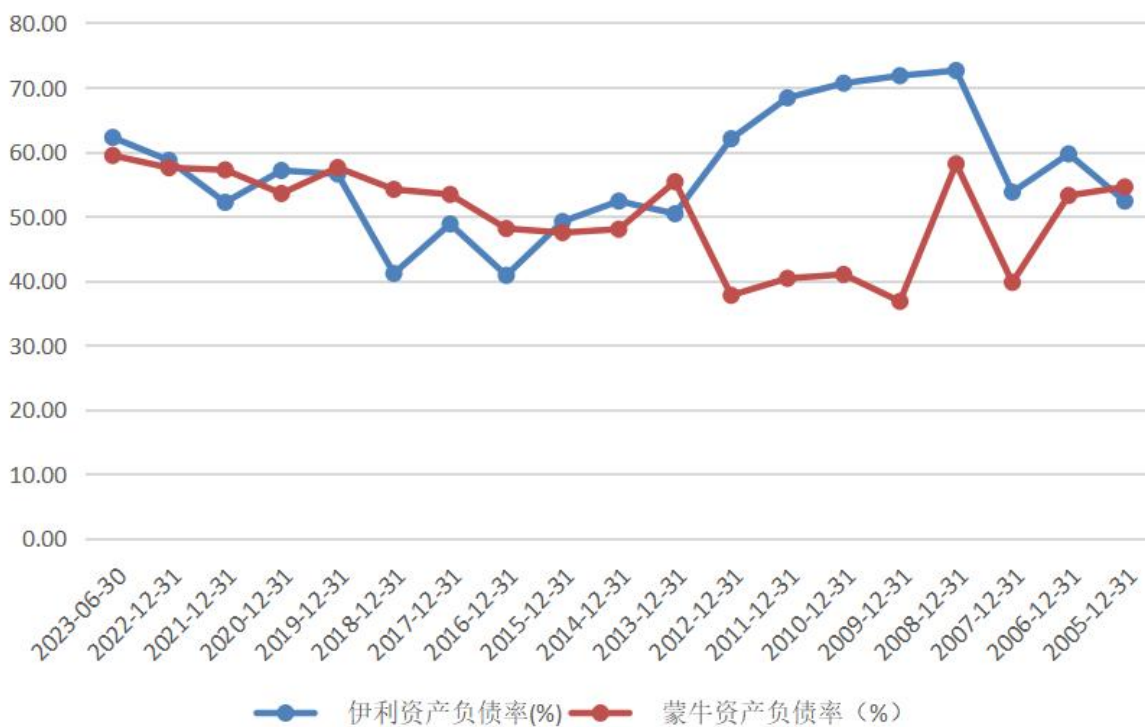
表 4.1 伊利股份近三年的流动比率与行业比较

年份	流动比率	行业中位数
2020 年	0.82	0.99
2021 年	1.16	1.04
2022 年	0.99	0.96

资料来源：Wind 公司各年年报数据整理

但是过高的流动比率，有存货超储积压的可能性，会存在大量的应收账款；也有可能反映企业账面存在大量的现金，说明企业资金使用效率不高，可能导致企业获利不足。由表 4.1 可以看出，2022 年和 2023 年上半年已经明显好转。

资产负债率是判断公司负债的多少的指标。分析下图 4.3 可以看到：2006 到 2008 年这三年的时间，资产负债率逐步升至 73%，自 2008 年以后呈单边下降趋势，直到 2016 年资产负债率下降到了 40.9%。2016 年开始资产负债率上下小幅波动；2018 年以后，又开始不断提高。股权激励的实施为企业所带来的影响，是企业的管理层通过负债经营，扩大生产规模以达到提高公司主营业务收入的期望，从而达到企业业绩考核的目标。从蒙牛乳业有关资料的变动情况来看，其变动趋势大致相同，从行业发展的背景来分析，2003-2013 年这十年是我国乳制品行业良性发展的阶段，公司扩张负债经营，以求获得更高的市场占有率，进而导致资产负债率不断升高。但随着近几年企业的稳健经营，指标逐渐下降并趋于稳定。



数据来源：Wind 上市公司各年年报整理

图 4.3 伊利股份与蒙牛乳业 2005-2023 年偿债能力指标对比 2

结合下表 4.2 所示，2020 年资产负债率快速上升，结合公司发展背景分析，主要原因来自境外并购扩张导致的长期信贷增加，并非由于实施第三次股权激励计划而形成。从乳制品行业最具代表性的两家龙头企业的的数据进行分析得出，两家乳企都有着较为合理的资产负债水平，公司的债务违约风险较小。

表 4.2 伊利股份近三年资产负债率和行业比较

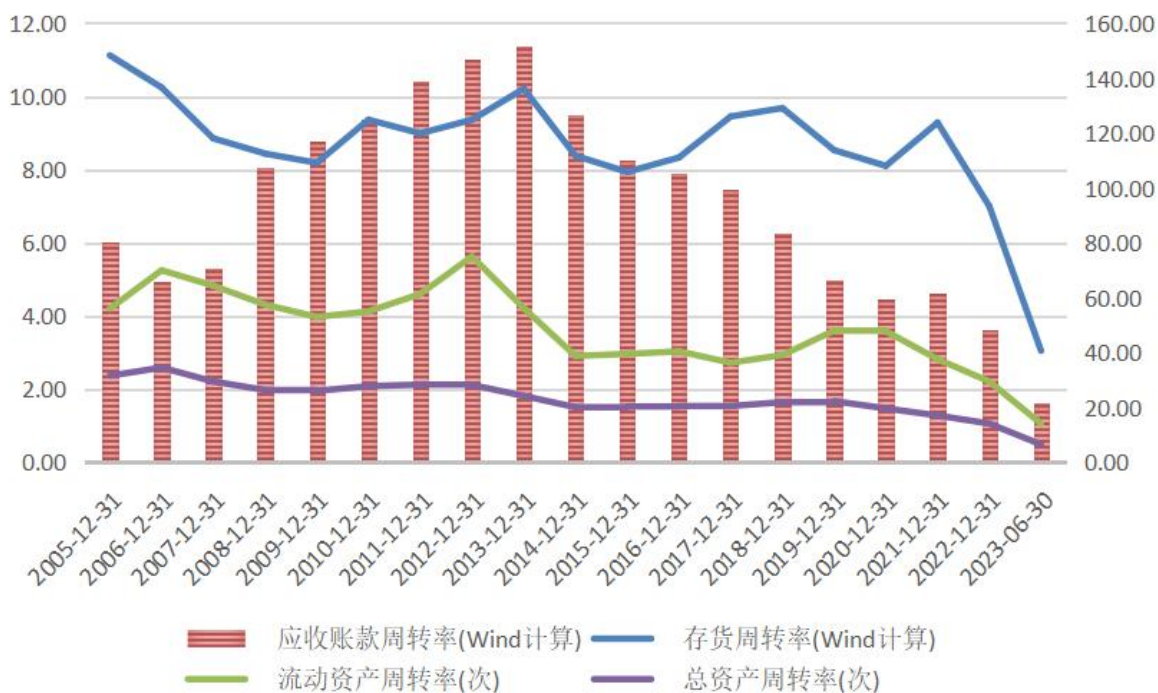
年份	资产负债率	行业中位数
2020 年	57.09	55.67
2021 年	52.15	53.51
2022 年	58.66	57.76

资料来源：Wind 公司各年年报数据整理

综上所述，伊利股份三次股权激励计划的实施为公司的短期偿债能力及长期偿债能力均带来了较为积极的变化。

4.1.2 基于运营能力的分析

本文从财务指标中的营运能力变化情况来评价股权激励实施效果。



数据来源：Wind. 上市公司各年年报整理

图 4.4 伊利股份 2005-2023 年运营能力指标变化情况

根据图 4.4 可以看到，伊利股份 2005 至 2009 年的运营能力指标表现不佳，存货周转率与流动资产周转率双双下降，结合背景分析原因主要有以下方面。一是因为上市公

公司的独董和挪用公款贪腐，对公司的声誉造成了很大的损害，造成了客户流失；二是由于市场进入到白热化的竞争，公司为了拓展营销渠道，扩大市场份额，提高了产品的产量，造成了大量库存的积压。三是由于“三聚氰胺”事件的发生，导致了人们对奶制品的品质和安全性的担忧，进而影响了人们的购买需求。2009年年底，库存周转率从8.18升至2013年底的10.21，这期间，随着国家对食品安全进行了严格的监督，禁止了不合格商品进入到市场，提升了乳制品的品质，使得行业走出因三聚氰胺事件所带来的负面影响，此时伊利集团也在不断地加强对品质的把控，从而促进了销售额的增长。2013年后回调并趋于平稳，根据变化趋势来看，存货周转率从2015年末的7.94至2018年末的高点9.68，表明伊利股份股权激励实施以来，存货的流动性得到增强，存货管理能力得到提升，起到了正向作用。总体来看伊利股份存货周转率浮动变化小。

应收账款周转率，自2006年起逐步上升，至2013年达到顶峰151.8后逐步下降。表明伊利股份股权激励成功实施后，表明企业对外销售产品回款速度快、营运能力强，应收账款的周转速度得到明显改善。这也说明了在这个时候，上市公司会采用更严厉的赊销策略，从而降低了坏账的风险，但也会对其经销商造成很大的影响。2009-2013年度，伊利的应收账款周转率持续上升，这是因为伊利股份的销售业绩持续上升，公司发展迅速，且拥有较好的营销网络，保证了资金回笼。在我国乳业已经趋于饱和的情况下，赊销政策过紧，付款期限过短，对经销商的利润有很大的损害，难以占领市场。

2006年后，总资产周转率开始稳步下降，表明销售收入增长落后于资产规模的扩大，此时资产的边际效益减小。2014至2019年总资产周转率由1.50上升至1.67，上升幅度较小但趋势平稳，体现出了随着第二次股权激励计划实施，提高了资产的使用效率，提升了公司的营运能力。股权激励计划的成功实施促使经营管理层与上市公司股东的利益目标一致，降低逆向选择与道德风险的可能性，提高企业运营管理效率。

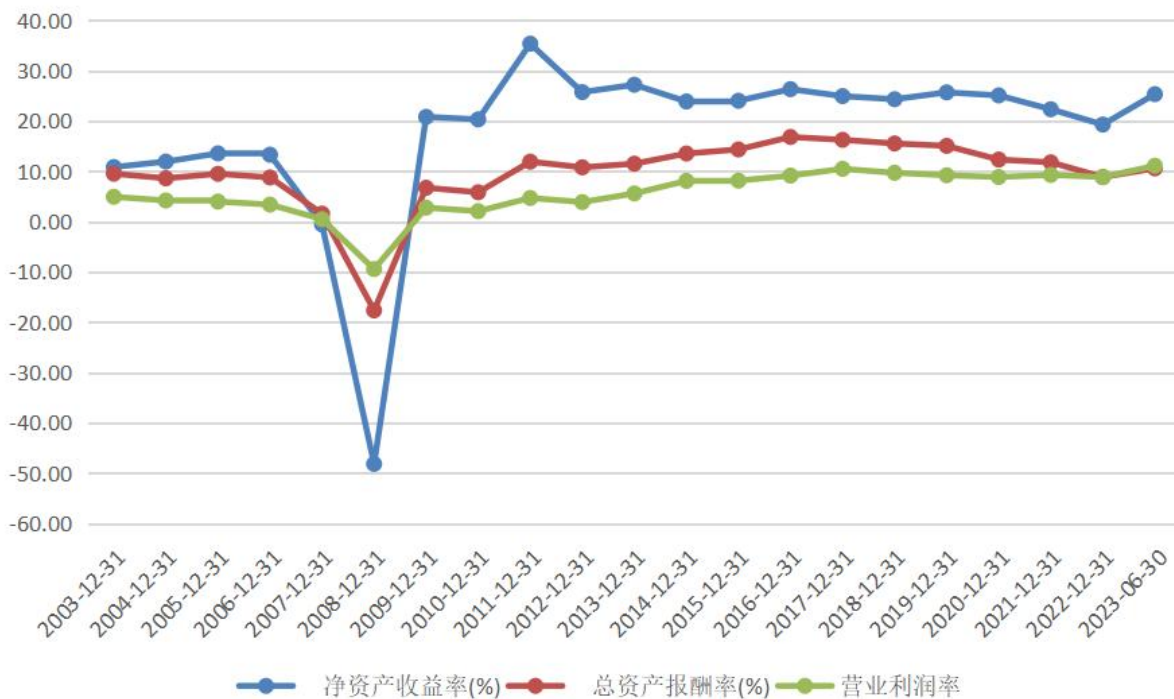
总体来说，从伊利股份的三次股权激励计划实施前后其营运能力各项指标的变化情况可以看出，股权激励的实施阶段性地会有利于提升上市公司资金使用效率，优化营运资金管理水平。

4.1.3 基于企业盈利能力的分析

盈利能力是公司获取营业利润的能力，也称为企业的资金或资本增值能力。该项指标可以分析和评价一家企业赚取利润的能力。本文选取的盈利能力指标主要包括营业利润率、总资产报酬率、净资产收益率，企业的盈利能力越强，则这三个指标数值越大，

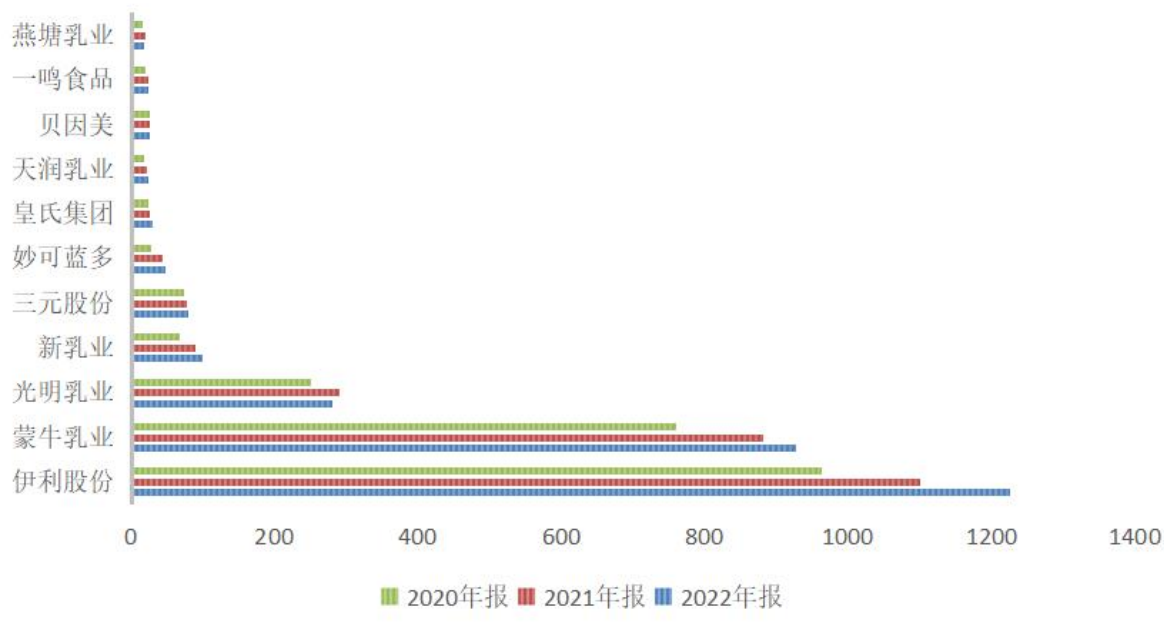
从而客观地分析伊利股份在股权激励前后盈利能力变化情况来评价股权激励实施效果。

伊利股份第一次股权激励的实施从 2006 年延续至了 2014 年，根据前文的介绍，第一期股权激励计划草案公布前后的市场在短期内并没有产生令人期待的利好，根据图 4.5 所示，2007 年和 2008 年伊利股份的净利润出现了较大幅度的下跌，ROE 更是跌至 48.2%。反观当时的背景，这两年全国爆发了骇人听闻的三聚氰胺丑闻事件，该事件所带来的影响波及整个国内乳制品行业。伊利集团作为国有企业，主动将损失全部承担。由于受到乳制品行业整体不景气的影响，整体盈利水平相对较差，反映盈利能力的各项指标都开始下降，再加上第一次股权激励计划仅设置了一年的锁定期，因此带来的费用支出使得伊利股份承受了较大的财务压力。企业在此时亟需继续深化改革，需要通过优化企业治理及经营良策应对困局，使企业摆脱行业困境。伊利凭借早期的全国织网计划快速复苏，扁平化和深度分销开始发力，同时反思营销问题，开始积极参与高认知度高曝光度的重大活动，提升自身品牌力，同时大力进军国际化。管理层凭借主动担当、及时调整营销政策、建立品牌声誉等优化治理的政策，使得伊利集团逐渐由复苏走向壮大，可以看到各项体现盈利能力的指标逐渐修复并缓慢向上。在乳业逐步壮大的同时开始横向扩展业务，由乳制品扩展到空间更为广阔的健康饮品，自 2016 年第二次股权激励实施以来，管理层继续推动伊利集团的国际化进程，2018-2019 先后收购境外优质标的，更是将优秀的核心管理人员对于企业的发展壮大至关重要的影响体现得淋漓尽致。2015-2020 营业收入年复合增长率为 8.21%，净利润年复合增长率为 7.29%。本次股权激励在某种程度上是有一定成效的。在第三次股权激励实施后不久，便遭遇到了前所未有的疫情，面对三年疫情，由图 4.6、图 4.7 可以看到，伊利股份不但没有受到影响，反而可以穿越周期，与同行业其他乳制品企业的经营差距越拉越大，保持了稳健的增长。而且拉长周期看，伊利股份已实现过去 30 年的连续增长，这种长期稳健且高质量的发展，恰好是企业坚持长期主义经营的奥秘，这也是国有控股上市公司股权激励助力企业吸引和留住优秀管理及核心人才，促进公司长期稳健发展的重要体现。



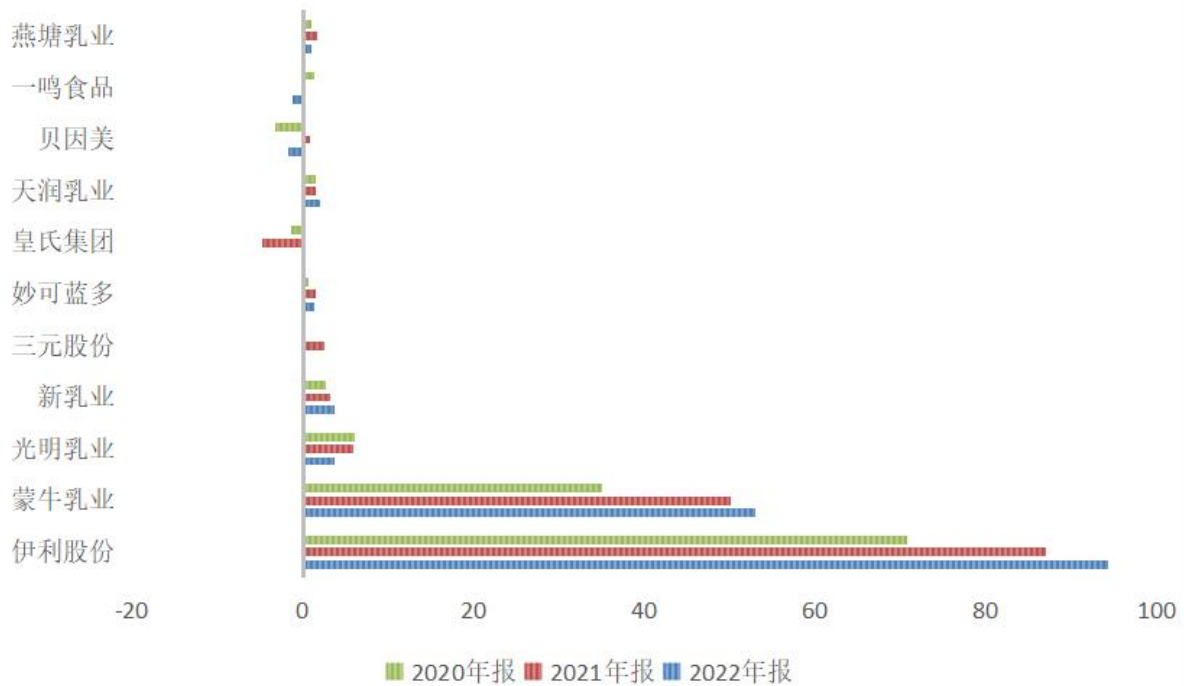
数据来源：Wind 上市公司各年年报整理

图 4.5 伊利股份 2005-2023 年盈利能力指标变化情况



数据来源：Wind 上市公司历年年报整理

图 4.6 2020-2022 年乳制品行业排名前十的企业近三年的收入对比



数据来源：Wind 上市公司历年年报整理

图 4.7 2020-2022 年乳制品行业排名前十的企业近三年的净利润对比

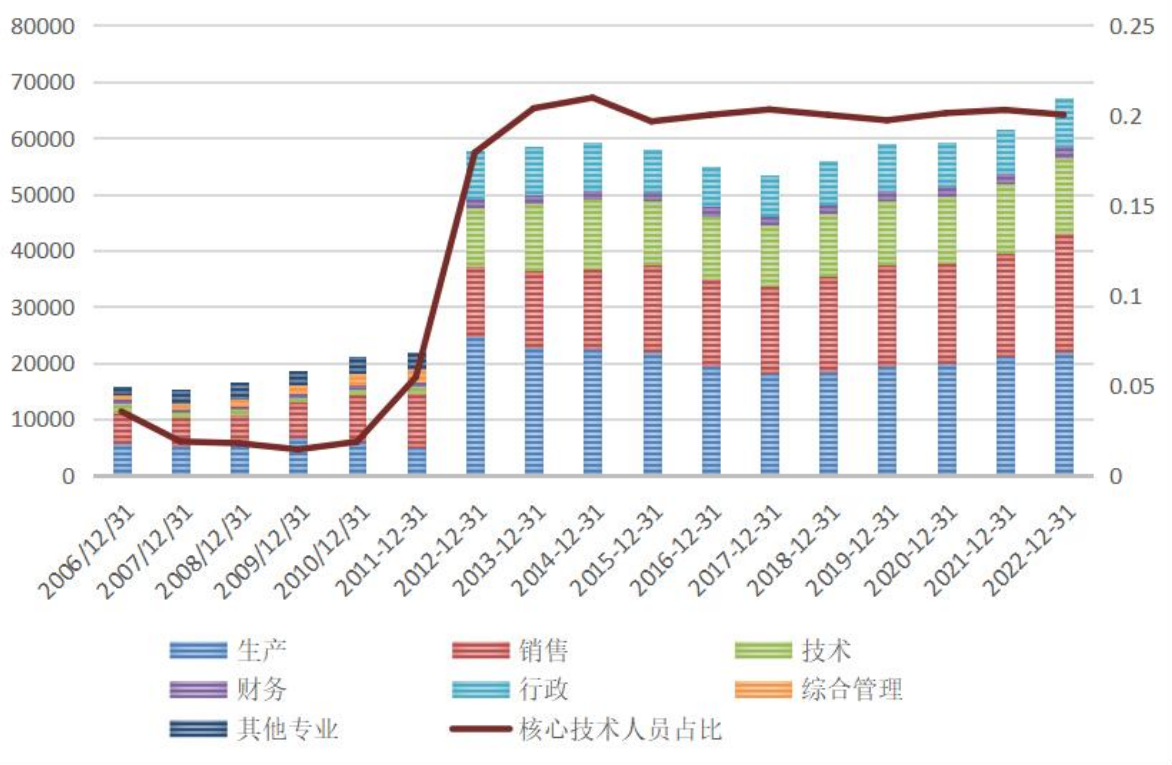
4.2 非财务指标分析

4.2.1 基于企业人力资源层面的分析

股权激励是否起到留住人才、防止核心人才流失的作用，也是股权激励实施效果的评价指标之一。人力资源管理不仅要实现人力资源的高效与干练，还要通过采取措施，调动广大员工的积极性和创造性，最大程度地发挥其主观能动性。本文选取伊利股份的员工构成、员工学历构成及学历提升变动情况来衡量人力资源的价值。

2005 年伊利股份共有员工 10369 人，在 2006 年后，伊利每年年报中都会披露员工数量以及受教育程度。下图 4.8 反映了伊利股份 2006-2022 年员工总数及员工岗位构成的变动情况，由图可知，首期股权激励计划实施后企业员工总数呈现缓慢上升趋势，根据伊利股份 2005 至 2009 年披露的公告中，其作为激励对象董事、监事、高管等在这几年间并没有离职流失的出现，企业的核心技术员工占比在缓慢下降后于 2012 年开始大幅度提升。2016 年第二次公告实施股权激励方案后，再到 2019 年公告实施第三次股权激励方案，企业员工总数在不断上升，从 2016 年的 54983 人增长至 59052 人，并在 2022

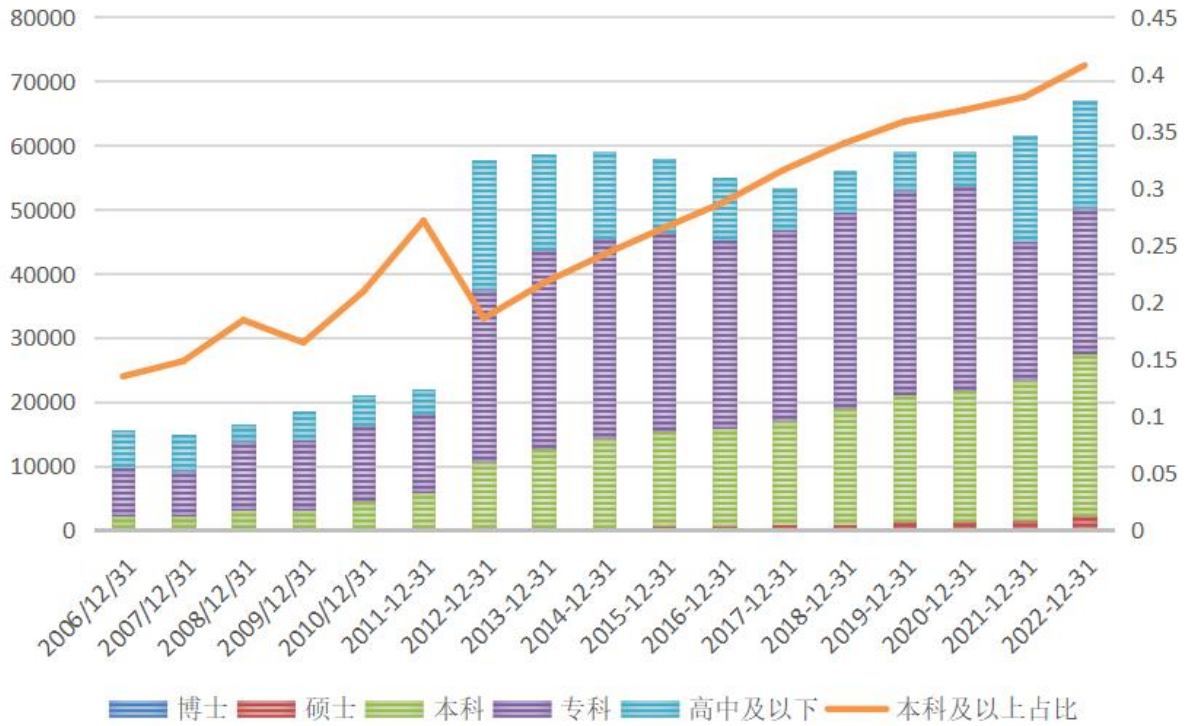
年达到最大规模。同时，企业核心技术人员的占比也在不断上升，从 2006 年的 3.53% 增长至 2014 年的 20.98%，并在后续时间里保持了核心技术人员的高占比。这表明股权激励计划的成功实施使得伊利股份企业员工规模不断扩大，员工结构不断得到优化。



资料来源：Wind 上市公司历年年报整理

图 4.8 伊利股份员工专业结构变动情况

图 4.9 反映了伊利股份不同学历水平的员工结构和本科及以上学历高水平人才占比的变动情况。由图可知，2006 年伊利股份共有 15709 人，其中大专以上（不包含大专）学历 2116 人，占比 13.47%。2006 年进行首期股权激励后企业大专以上学历员工数量激增，且后期比例仍在不断提高，到 2010 年大专以上学历员工比例已经达到了 20.93%，说明首次股权激励在吸引人才方面起到了积极的作用，使公司内部员工的综合素质得到了极大的提升，并且使人才的流失率得到了很大程度的减少，公司的核心团队也得到了稳定。



资料来源：Wind 上市公司历年年报整理

图 4.9 伊利股份不同学历员工变动情况

实施第二次股权激励之后，伊利股份对员工受教育的程度越来越重视，所以开始不断提升企业内部员工的综合素养。同时，集中在中专以下学历的员工数量在明显减少，深究其发生减少原因最有可能的是因为国内市场逐渐普及了自动化生产流水线，伊利股份对于高品质人才的需求在员工整体高学历比例的提升中体现得尤为突出。伊利集团想要布局海外市场且未来进行深耕，特别需要通过本次股权激励来广纳创新型人才，进而实现未来宏伟的目标。

在上市公司公告了 2019 年第三期股权激励的方案后，企业员工总数在不断攀升，其中本硕博高学历员工的整体数量也在稳步提升，占比由 2020 年的 36.85% 提升至 2022 年的 38.00%，企业内部在不断优化人员架构，提升员工职业素养，最为明显的就是在调整和优化各学历水平的员工队伍。由于伊利集团加速布局海外市场扩张，但为了保证扩大生产规模，不断新增并升级生产流水线，对流水线产品工人需求较大，所以配置了更多的低学历流水线工人，但同时引进的高学历人才占比整体仍呈现上升趋势。各种数据经分析后表明，本次股权激励计划的实施对于企业提升内部员工的职业素养有着积极正面的作用。下图 4.10 反映了股权激励计划的实施与企业人均绩效水平之间的关联，在

实施股权激励后，核心员工通过被激励将自身利益与企业利益捆绑在一起，进而提高了个人对公司贡献率，最终促进了企业的业绩增长。



资料来源：Wind 上市公司历年年报整理

图 4.10 2005-2023 年伊利股份人均创收与人均创利

4.2.2 基于企业科研创新研发的分析

自 2013 年以来，我国乳制品行业趋于饱和，行业竞争日趋激烈，伊利股份的营业收入增长率、净利润增长率等都出现了下滑，因此，伊利股份将重心落在了新产品的开发、新商业模式的创新中，通过此方式来寻找新的利润增长点。伊利股份在第二次和第三次的股权激励方案中，核心技术人才是被激励对象中不可缺少的重要组成，这说明公司持续对研发创新的重点关注。

保持创新是在行业竞争中取得领先的重要因素，因此衡量企业的创新能力可以通过关注企业的研发资金投入以及研发人员数量两组数据进行分析。图 4.11 呈现了伊利股份历次股权激励计划实施前后企业研发资金占比与企业专利授权数量的变化情况。自 2011 年起，伊利股份的研发费用以及研发费用占营业收入的比重双双持续上升，2022 年研发

投入更是达到了 82155 万元，研发费用占营业收入的比例由 0.087% 提升至 2022 年的 0.67%。2016-2018 年研发费用增长率超过百分之百，由此可见伊利集团的重视程度，也反映出了上市公司 2016 年股权激励计划的被激励对象重点选择了核心技术人员后所带来的正向效应。2015——2020 年间研发人员的数量及占比同样是不断呈上升趋势，研发团队逐渐壮大。对核心员工实施股权激励，是对其工作热情和创造性的一种肯定，使其工作热情和创造性得到了极大的提升，截至 2022 年年底，伊利股份共获得了 3470 项专利，在国内外累计获得发明专利 694 项，成为荣获“中国专利优秀奖”最多的乳制品企业。



资料来源：Wind 上市公司历年年报整理

图 4.11 2011-2022 年伊利股份创新能力分析

4.2.3 基于企业市场竞争力的分析

随着我国经济的发展和国民健康水平的提高，进入 21 世纪初期，中国的乳制品消费水平呈爆发式增长，随之而来的是日趋激烈的市场竞争。市场占有率在很大程度上反映了一家公司产品在市场中的地位。在国内，市场占有率和品牌影响力处于头部的两家

全国性乳制品公司分别是伊利集团和蒙牛乳业。二者在乳制品行业的竞争中处于领先地位，分别获得 24.5%和 20.3%的市场份额，远高于第三名光明乳业。公司业绩稳居行业领导地位。2022 年公司液态类乳品份额 33.4%，稳居第一，其中常温酸奶零售额份额同比提升 0.6pcts；婴幼儿配方奶粉份额 12.4%，跃居第二；成人奶粉份额 25.3%位列第一；奶酪业务份额同比提升 3.5pcts，保持良好发展势头；冷饮业务连续 28 年稳居第一。在荷兰合作银行公布的“2022 年全球乳业 20 强”中，公司位列全球五强、亚洲第一，增速位居 20 强首位。

伊利集团作为国有控股上市公司，逐步成为一家稳健经营、业绩持续增长的世界一流企业，在此过程中股权激励发挥了重要且积极的作用。如下图 4.12、4.13 所示，伊利股份坚持长期主义经营优势，利用其核心产品“液态奶”作为产品序列中的压舱石，长期在规模、市场份额中保持第一。

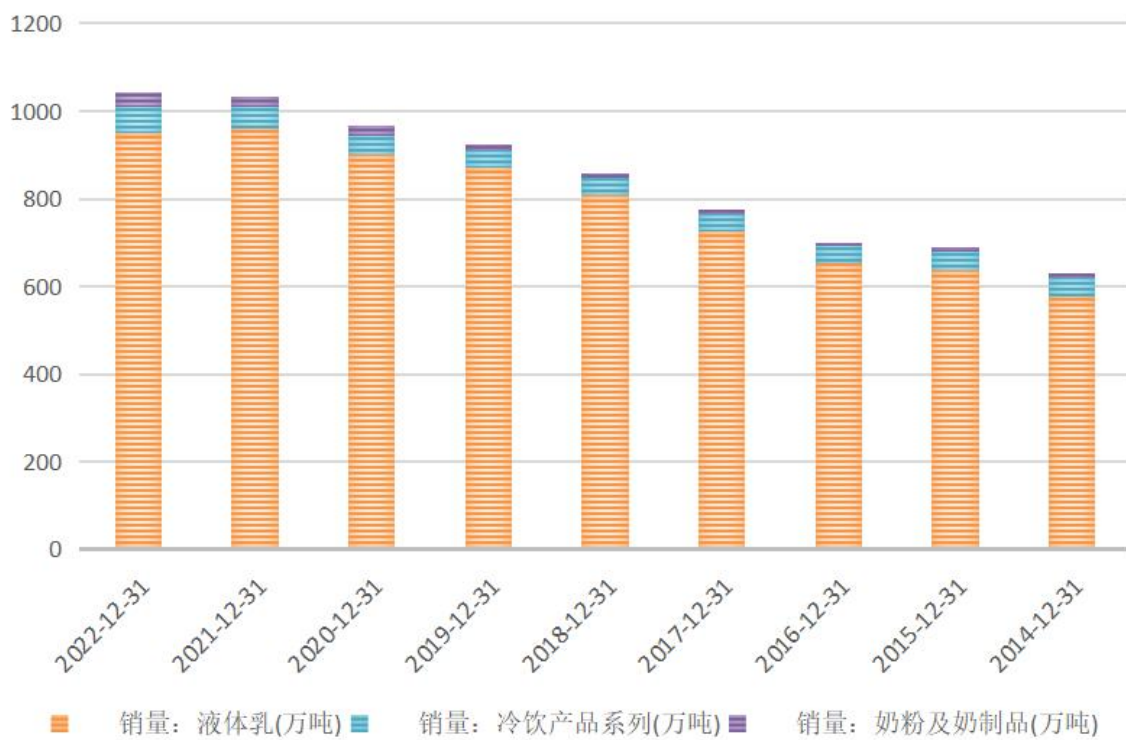
另外，伊利正在加速打造以奶粉和奶酪为主的“第二增长曲线”。能够在复杂多变的外部环境下不断创造不俗的业绩，实现可观的现实或可预期利润，伊利股份正朝着世界一流企业的标准努力实现。2022 年，伊利奶粉及奶制品业务实现营收 262.6 亿元，同比增长 62.01%，占总营收 21.32%，规模、同比增速、营收占比，均创出历史新高。这足以说明，伊利在高毛利品类上的突进趋势。作为伊利长期优势项目，冷饮业务表现更是亮眼。2022 年其营收达 95.67 亿元，毛利达 36.81 亿元，双双创出历史新高，连续 28 年稳居全国冷饮行业龙头地位。总体看，伊利已形成“全维度产品矩阵优势”，在业绩增长趋势上，兼顾规模性和成长性优势。

自 2006 年首期股权激励推出至今，伊利股份先后成为上海世博会国内唯一提供给乳制品的企业，2012 年成为伦敦奥运会中国体育代表团唯一指定乳制品，2017 成为北京冬奥会和冬残奥会官方乳制品合作伙伴；2018-2019 先后收购了泰国本土最大冰激凌企业、新西兰第二大乳制品企业；伊利股份在 2020 年跻身全球乳业 5 强，获得亚洲乳业世界最高排名，股权激励对于伊利集团的市场竞争力起到了非常正面的作用。



资料来源: Wind 上市公司历年年报整理

图 4.12 2014-2022 年伊利股份主要产品产量



资料来源: Wind 上市公司历年年报整理

图 4.13 2014-2022 年伊利股份主要产品销量

5. 股权激励方案中存在的不足

5.1 股权激励模式单一

激励模式的选择与激励效果直接相关。因此在股权激励的实际操作中，应根据企业的自身特点和所处行业的特殊性来选择合适的激励方式。目前股权激励计划一般来说存在两种模式，一种是股票期权，另一种则是带有附加条件的限制性股票激励方案。两种模式各有利弊。通过前面的分析我们可以看出，股票期权模式够更好的对代理人管理策略施加一定的引导作用，并使其在股东利益间构建更为协同和一致的关联，且行权期持续时间越久，也会让代理人管理策略显现出更强的倾向性，会越多从企业长期发展出发进行具体决策及执行，客观上抑制代理人急功近利的心理，并让代理人和股东获得更大层面上的利益一致性。但是该模式对市场要求更高，特别是对市场有效性，因此如果仅采用该模式，将很容易受到市场不利面波及。而限制性股票激励模式，提供了更为灵活的机制从而提高核心人才留存，因此这里的限制性条款中经常会约定目标对象服务年限，从而有力防止企业人才出走。这显然将部分风险转嫁到了目标对象身上，一旦市场股票一跌，将会严重影响目标对象的预期收益，最重要的能够到亏损程度。因此，在进行股权激励时，不应仅考虑股价是否上涨，而应根据其自身特征和所处行业来确定。然而，通过前面对股权激励的分析我们也可以看出，激励往往只是鼓励了被激励对象努力取得公司的高绩效，却无法确保企业业绩增长是否健康及具有持续性。也即是说：企业业绩增长只是一个结果，而不是一个过程。这就导致了激励主体没有从公司长期发展的角度出发，盲目地进行了有可能获得短期回报的高风险项目和追求更多资本收益的短视行为。

伊利股份首次股权激励以公司核心高管为对象，采取了股票期权的方式，而二次股权激励则采取了股票期权与限制性股票相结合的方式。从整体上说，伊利股份采取了我国现行最为常见的股权激励方式，这种方式比较单一，很难规避相关的风险。比如，采用股票期权的方式，是建立在公司的股价会上涨的基础上，如果在经济周期下行，政策调整，行业环境剧变等不可控制的因素影响下，公司的股票价格会下降，那么他们就会选择放弃行使，这样的话，股权激励的效果就不能达到预期的效果。第三期股权激励采取的是单一的限制性股份的方式，这将使激励对象面临更多的资金压力，并使其面临着一些风险，并使其以后的治理更加困难。

5.2 核心人员激励力度有限

在对伊利股份首期股票激励进行剖析的基础上，发现部分股权激励要素设置不合理。比如，对高层管理人员的激励力度比较大，但是与之对应的绩效评价，行权条件设置比较宽松，存在利益输送的风险。

2006 年第一次股权激励的激励对象共 33 人，包括管理层 4 人、核心业务骨干 29 人，当时公司总人数达到 15709 人，激励对象仅占 0.21%，比例过低；同时管理层 4 人获授的股票期权占比达 60%，占当期公司总股本的 5.81%；伊利股份第二次股权激励的激励对象共 294 人，全部为公司核心人员，与第一次股权激励的被激励对象人数相比较，虽然有了大幅提升，但当时的公司总人数达到 54983 人，激励对象仅占员工总人数的 0.53%，激励对象的覆盖范围仍有限。同时第二次授予的股票数量仅占总股本的 0.99%，相比于第一次授予管理层 33 人占总股本的 5.81% 的力度，激励程度大幅降低。对比蒙牛乳业其实施的股权激励计划涵盖 740 位资深创业员工以及管理人员，共授予 8903 万份股票期权，蒙牛股权激励的覆盖范围以及激励力度更大。第三次股权激励的对象共 480 人，包括管理层 5 人、核心业务骨干 475 人，授予限制性股票占总股份的 2.5%，其中管理层获授 1.12%。

可以看出，第一次股权激励的授予比例远高于后续两次。同时，查阅文献也可以发现，伊利股份股权激励对高管的股权激励集中度、授予比例，远高于同行业的蒙牛乳业。所以首期股权激励对高管的激励程度较大，存在利益输送的嫌疑。通过三次股权激励，伊利股份的管理层潘刚、赵成霞、刘春海成为公司的前十大股东。

5.3 部分激励要素和行权条件不合理

业绩考核指标很大程度上决定了股权激励是否合理，以及能否切实发挥激励效果，业绩考核指标如果较为单一，则会导致激励对象的短视行为，不利于企业长远发展；同时行权要求过高则会打击积极性，过低则无法发挥相应的激励效果。

通过对伊利股份股权激励业绩考核指标的对比分析，可以发现业绩考核指标的设计逐步完善、逐步细化，第三次除公司业绩考核外还加入了对于激励对象个人的绩效考核，但第一、二次股权激励的业绩考核指标较为单一，且不利于监督管理，存在激励对象为实现业绩考核，操纵盈余管理、虚增收入等短视行为，不利于全面考核公司发展情况。

就行权条件而言,伊利股份第三次股权激励计划草案引发的股价大幅下跌事件,就足以反映出,行权条件设置合理的重要性。第一次股权激励行权条件为净利润增长率、主营业务收入增长率分别不低于 17%、20%,根据伊利股份 2003-2020 年成长能力指标变化情况可知,本次行权条件远低于公司 2003-2005 年的增长率。较低的行权条件无法充分发挥激励作用,从而难以实现股权激励预期目标。

2016 年第二次股权激励的考核指标主要围绕净利润增长率以及净资产收益率。设置两个行权期,净利润增长率分别要求达到 30%、45%,净资产收益率实现 12%以上的目标。结合前文对公司历年财务指标的分析,行权条件的设置也略低于历史水平,在正常发展状况下易于实现此条件。较低的行权条件无法充分发挥激励作用,从而难以实现股权激励预期目标。

行权价格的设定,应充分根据公司现状以及未来激励期间发展趋势综合考虑,设定行权价格过高会导致员工行权意愿降低,激励效果不明显,若过低则会产生过高的福利效应,对其他小股东来讲是一种损害。伊利股份 2006 年第一次股权激励行权价格是 13.33 元,在股权激励公告之前,股票价格维持在 18 元附近波动且呈上涨趋势。与同时期蒙牛乳业进行的股权激励进行对比,其设定的行权价格为 24.4 港元,与股票收盘价持平,由此可见伊利股份第一次股权激励行权价格设定较低,福利效应较大。2019 年第三次股权激励划采用限制性股票模式,授予价格设定为 15.46 元,此时伊利股份股价在 31 元左右。《上市公司股权激励管理办法》对于行权价格提出明确要求,原则上不得低于公司股票交易均价的 50%。由此可见伊利股份两次设定的行权价格基本维持在 50%的底线上,行权价格设置相对较低,福利效应较大,不利于提升员工的积极性,也在一定程度上对小股东利益造成损害。

6. 结论与启示

近年来在国内，股权激励作为解决委托代理理论下公司内部的所有者和经营者之间矛盾重要且有效的一种方式，在国内资本市场快速发展。它可以通过保留和吸引优秀的团队和优秀的员工，从而达到改善公司的经营绩效的终极目的。这种方式在最近几年也得到了更多的企业的应用。本项目选取我国乳制品行业典型的上市企业——伊利股份作为研究对象，通过归纳和整理国内外有关的研究文献和基础理论，通过对伊利公司三期股权激励的个案进行剖析，归纳其执行动机，并通过对三期不同背景下、不同要素的股权激励的财务与非财务结果进行对比，得出伊利股份股权激励的一些经验和教训，为其他国有企业实施股权激励提供借鉴和参考。

6.1 研究结论

6.1.1 国企改革为国有企业股权激励的实施提供有力支撑

股权激励作为企业发展过程中的重要激励手段，在上市公司发展过程中起到了重要的作用。党的十八大以来，国务院国有资产监督管理委员会以习近平新时代中国特色社会主义思想为指导，认真贯彻落实党中央、国务院各项决策部署，扎实推进国有企业改革各项工作。积极探索国有企业实施股权激励的有效机制是国有企业改革中的重要一环。伊利股份股权激励的实施伴随着国企改革的发展与股权激励制度的不断完善。在长达近 20 年的股权激励实施过程中有制度不断完善的保驾护航，使得伊利股份由一家地方国有企业逐渐成为了世界一流的乳制品企业，加快了国有经济布局优化和结构调整。具体来看，伊利股份通过股权激励，使得企业股权结构更加多元化，管理层持股在一定程度上保证了经营管理者与股东利益的一致性，同样也进一步有效地约束了企业经理人的行为，通过彼此之间的制衡，降低委托方与代理方的矛盾。国有控股上市公司通过建立规范、科学、有效的股权激励方案，留住了核心骨干人才队伍。

6.1.2 股权激励提高了企业财务绩效

伊利股份通过三次股权激励的实施，不断地调整优化企业的治理结构，通过一次又一次合理有效的激励对象选取、激励方式和行权条件的设置，促使经营业绩稳步提升，

保持了近 30 年的持续业绩增长，一举成为我国规模最大的乳制品企业。根据荷兰合作银行发布的 2021 年“全球乳业 20 强”榜单，伊利集团蝉联全球五强、连续 8 年位居亚洲乳制品行业第一。从 1996 年上市初期的营业收入 3.55 亿元，到 2022 年全年营收的 1226 亿，26 年的经营时间翻了 345 倍。同时根据 2023 年 6 月 30 日收盘前复权价格计算，股价从 1993 年上市至今翻了 335 倍。从具体的财务数据上看，伊利股份启动首期股权激励时营业收入仅有 165.8 亿，而蒙牛乳业同期的营业收入是 162 亿，可谓是不分伯仲、旗鼓相当。当首期股权激励至 2014 年全部行权结束时，伊利股份的营业收入是 544 亿，而蒙牛乳业同期的营业收入是 500 亿，收入的差距并未体现较大。2016 年伊利股份实施第二次股权激励时的营业收入为 603 亿，蒙牛乳业同期的营业收入为 538 亿，至 2019 年时，伊利股份当年的营业收入为 902 亿，蒙牛乳业的营业收入为 790 亿，可见两家乳制品行业的竞争对手收入的增速和绝对值逐渐在拉开差距。到了伊利股份第三次股权激励实施时，遇到了三年的疫情，但就是在这 2020-2022 年三年，伊利股份不仅没有因疫情而业绩停滞不前或者下滑，反而继续保持了高速增长，如图 5.1 所示，2022 年全年伊利股份的营业收入是 1231 亿，而同期蒙牛乳业的营业收入为 926 亿，两者收入的差距越拉越大。近三年伊利股份的营业收入复合增长率高达 10.97%。如图 5.2 所示，乳制品行业近三年受疫情影响下的净利润情况更是差异巨大，伊利股份近三年的净利润保持持续正增长，净利润比行业第 2-第 9 企业的净利润总和还多，伊利股份股权激励计划改善了企业经营状况，对企业各项指标均带来正向作用，助力企业实现高质量发展。

6.1.3 股权激励提升了企业人力资本

人力资本的优劣在企业发展中发挥着重要作用，企业想要获得长远发展离不开优质的人力资本作支撑。伊利股份结合乳制品行业发展的特点与国人饮食规律，制定了“成为世界一流的健康食品集团”的发展策略，并根据此策略选择合适的激励对象，通过三次股权激励不同的激励要素和对象选择，建立健全的长效激励约束机制，促使企业管理层、员工与企业利益保持一致，激励员工在为自身创造财富的同时为企业的战略目标而努力。在三次股权激励方案中，伊利股份设置的激励期限与业绩解锁条件随着国企改革的政策优化升级不断地进行合理化的改进，通过对核心人员的有效激励实现了对人力资本水平的提升。具体而言，企业实施首期股权激励计划后，企业本科及以上学历水平员工人数从 2006 年的 2116 人上升至 2014 年的 14300 人，研究生学历水平的员工人数从 43 人增至 478 人，翻了 10 倍有余。本科及以上学历占比从 13.47%增至 24.16%，接近员

工总数的四分之一。第二次股权激励实施后,企业本科及以上学历水平员工人数从 2016 年的 15821 人上升至 2019 年的 21163 人,研究生及以上学历水平的员工人数从 672 人增至 1195 人,接近翻番。研究生及以上学历员工占比从 1.27% 增至 2.02%。由此可见伊利股份的股权激励计划的实施,使得企业人力资本水平有所提升。员工综合素质水平的提高,为公司未来发展提供了基本保障。同时,股权激励计划的实施也提升了企业人均绩效,提高了员工对企业绩效的贡献率。

6.1.4 股权激励提高了企业研发创新能力

伊利股份在乳制品行业有着竞争激烈、产品同质化高的特征,表明了研发创新、开拓新的产品线在企业参与同行业竞争中的重要地位。从伊利股份的股权激励方案来看,伊利集团结合行业发展需要与“成为全球最值得信赖的健康食品提供者”的发展战略,将激励的重点放在了对企业发展影响较大的高管与核心技术人员,为企业后续的研发创新与全球化布局奠定基础,也体现了伊利股份重视投入资源进行创新研发。从伊利股份股权激励的实施效果来看,每一次的股权激励都有着明显的时代特征,充分结合了当下市场发展与政策背景。在每一次实施股权激励后企业研发资金投入与研发人员呈现持续上升的趋势,对于投入在研发创新方面的资金量也明显增加,在 2022 年企业研发资金占比达到 0.67%。同时,伊利股份授权专利数量也有明显增加,并长期处于行业领先地位。截至 2022 年 12 月,公司累计获得国内外发明专利授权数量为 694 件,比 2021 年末增加 112 件;累计获得中国专利优秀奖 8 件,比 2021 年末增加 2 件,公司是获得“中国专利优秀奖”最多的乳品企业。在第十五届全球乳业大会的乳品创新奖评审中,公司获得“最佳婴幼儿营养乳制品”“最佳乳糖不耐受友好乳品”“最佳冰淇淋”“最佳奶酪”“最佳乳制品零食”“最佳包装设计”六项大奖,获奖数量蝉联全球乳业第一。公司不断提升企业创新能力,由此可见,伊利股份股权激励计划的成功实施能够进一步提升企业的研发创新能力,加快推动核心技术突破,从而支撑企业高效、高质量长远发展。

6.2 经验启示

6.2.1 非单一模式选择

而如何选择一种股权激励方式,则与其产生的影响有着密切的关系。所以,在选取股权激励的方式时,必须要按照公司的策略目的来确定,特别是要按照被激励人的特征

和股权激励的目的来挑选适当的方式。在国企中比较常用的方式有股票期权和限制性股票，这两种激励方式也都有着自己的优点和适用范围。

伊利股份首期股权激励方案的实施是以公司的核心高管为目标，采取了以股票期权方式进行的，而第二次股权激励则采取了以股票期权和限制性股票相结合的方式进行的。从整体上来说，现行的两种股票期权激励方式都比较简单，很难规避相关的风险。比如，采用股票期权的方式，是建立在公司的股价会上涨的基础上，如果在经济周期下行，政策调控，行业环境剧变等不可控制的情况下，他们会选择弃权，这样就得不到激励的股份，达不到预期的效果。第三次股权激励采取的是单一限制性股票的方式，这将使被激励对象承担占用更多资金的负担，并且还会让被激励对象承担股价下行的风险，从而使之后的治理变得更加困难。

因此，企业在进行股权激励时，不能仅仅局限于单一的、传统的激励方式，而应该采取多种形式的结合方式。

6.2.2 依战略目标选择激励对象

确定被激励对象是实施股票激励的一个重要步骤，要结合公司的实际情况和目标，选择合适的激励对象和激励制度。我们必须意识到，股票激励并不是一种全面的福利制度，也不是一种针对管理层的利益输送，它只会选择那些能够影响公司发展的关键员工。企业的经营特点和企业的主导发展动机是不一样的，因此在选择激励对象时也会有所区别，所以股权激励的本源功能是期待通过对核心人员的长期激励来达到企业战略发展与实现经营业绩的目标。

第一次股权激励范围较小，仅占员工总数的千分之二，总裁就拿到了 2.90% 的激励，这是很大的一部分。第二次股票激励计划以公司骨干人员为主，共计 294 名，授予的股份仅占总股本的 0.99%。第三次股权激励计划共有 480 名员工，其中 5 名为管理层人员，475 名核心业务骨干，被授予的限制性股票数量占总股本的 2.5%，而管理层获得的比例为 1.1164%。结果显示，首期股权激励的授予比例明显大于其后两期股权激励。经过三次股权激励的实施，潘刚，赵成霞，刘春海进入了公司的前十大股东名单，由此可以看出，公司对高管们的激励力度之大。但是前耶鲁大学首席投资官 David F.Swensen 曾说过，“要降低公司股东与管理层之间的矛盾，一定要从管理层的股票持有入手。聪明的投资者都会选择内部人持股比例较高的公司。”

因此在选择特定的激励目标时，应该对公司的发展策略进行深入剖析，再以公司的

战略目标实现为导向，选择至关重要作用的核心人员，然后利用考核制度，约束并筛选出公司的激励对象。此外，公司亦可设定一定的保留股份，用以引进外部核心关键岗位员工，以实现企业长远战略目标的实现。

6.2.3 构建更为科学的业绩解锁机制

绩效考核指标在很大程度上影响着公司股权激励的合理性和有效性，如果业绩评价指标太过简单，就会导致被激励者的目光短浅，这对公司的长期发展不利。如果行权要求过高，则会影响他们的积极性，太小的话，也起不到应有的作用。

通过对伊利股份股权激励的业绩考核指标进行比较分析，我们可以发现，业绩考核指标的设计是逐渐趋于完善和更为细化的，并且在第三次除了公司的业绩考评之外，还将对激励对象的个人绩效进行考核。但是第一次和第二次股权激励的业绩评价标准比较简单，也不能起到有效地监管作用。同时也会存在一些短视行为，比如为了达到自己的目标，他们会操纵盈余管理，虚增收入，从而影响到企业的发展状况。

从行权条件来看，伊利股份第三次股权激励草案中引发的股票价格暴跌，充分体现了行权条件设定合理的必要性。首期股权激励的行权条件是净利润增长率不小于 17%，主营业务收入增长率不小于 20%，从伊利公司 2003-2020 年成长性指标的变动来看，本期的行权条件要比 2003-2005 年的平均水平要低得多。较低的行权条件不能使其完全地起到激励的效果，因此很难达到股权激励预期的目的。

所以，上市公司应该结合其历史业绩、行业标准，对公司的战略目标、发展策略、业绩增长潜力等进行全面的考量，并设定“踮起脚尖够得着”的业绩解锁条件，从而让员工充满信心的同时，也可以感受到股权激励带来压力和动力，将员工的利益与公司的利益保持一致，从而实现符合公司发展战略的激励。

6.2.4 建立长效激励的期限设置

股权激励是一种长效的激励机制，股权激励的期限设置直接关系到股权激励的实际效果，合理的期限设置有利于实现企业与员工利益的最大化，不合理的期限设置不仅会影响被激励对象的主观能动性，也有可能使得企业中长期无法实现既定的经营业绩与发展目标，反而使企业陷入困境。在股权激励计划的期限设计中，可以设立股票限售制度和解锁期相结合的方式，以保证上市公司建立长效的激励约束机制。并强调被激励对象

在限售期内，不得通过其股权进行再融资，结合中长期的公司业绩考核要求，对员工形成长期激励，提高股权激励的有效性。纵观伊利股份的三次股权激励计划，其在激励期限的设置上逐渐延长，2006 年授予的股票期权解锁期仅为一年，作为首期股权激励的实施在国有控股上市公司股权激励试水的背景下，确实期限的设置不能充分发挥股权激励实施效应。但是在十年后的第二次、第三次股权激励方案的设计上都应用了多个行权周期，拉长了上市公司股权激励计划的长效激励效果。

因此，在确定股权激励期限时，要根据公司的具体情况，对其进行相应的调整。首先，要设定一个合理的行权期限，可以按照公司的战略发展来设定，如果是想要提高公司的短期业绩，则可以将其设定得较短；如果想要锁定主要的核心人员，让公司的经营持续稳步发展，那么股权激励的期限就应该设定得更长。其次，建议使用分批次设置行权/解锁周期等方式来解决股权激励中存在的“短视”问题。在此基础上，本文还提出了一种合理的分批行权的执行比例，以防止因被激励对象集中行权而给上市公司的股票价格带来过度的冲击。

参考文献

- [1] Francesca Cornelli, Oved Yosha. Stage Financing and the Role of Convertible Securities[J]. *The Review of Economic Studies*,2003,70(1):
- [2] Jensen Michael C., Meckling William H. Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure[J]. North-Holland,1976,3(4).
- [3] John S. Marsh, Rachel Graefe-Anderson. Undermining incentives: CEO reactions to compensation rebalancing[J]. *Journal of Management and Governance*,2018,22(2):
- [4] Lamia Chourou, Ezzeddine Abaoub, Samir Saadi. The economic determinants of CEO stock option compensation[J]. *Journal of Multinational Financial Management*,2007,18(1).
- [5] Masli, Adi,Richardson, Vernon J,Sanchez, Juan Manuel, Smith, Rodney E. The Interrelationships Between Information Technology Spending, CEO Equity Incentives, and Firm Value[J]. *Journal of Information Systems*,2014,28(2):
- [6] Mckeon S B. Internal Equity Issuances and Financing Decisions [J] . Social Science Electronic Publishing, 2011.
- [7] Randall A. Heron, Erik Lie. Does backdating explain the stock price pattern around executive stock option grants? [J]. *Journal of Financial Economics*,2005,83(2):
- [8] Yael V. Hochberg, Laura Lindsey. Incentives, Targeting, and Firm Performance: An Analysis of N
- [9] 崔佳琪. 股权激励方案设计以及实施效果研究[D]. 广东外语外贸大学, 2017. 10-12
- [10] 房卉. 青岛海尔集团股权激励案例研究[D]. 吉林财经大学, 2017. 33-39
- [11] 巩娜, 俞方君. 股权激励实施经济后果分析——基于青岛海尔与美的公司的比较[J]. *财会通讯*, 2016 (17) :74-77.
- [12] 何凯, 王瑞华. 收买还是激励?——基于股权异质化的股权激励实施动机研究[J]. *投资研究*, 2016, 35 (04) :100-110.
- [13] 黄傲寒. 中兴通讯股权激励对财务绩效影响研究[D]. 广东工业大学, 2017. 30-40

- [14]焦晏如. 股权激励方式对公司绩效影响的实证研究[D]. 扬州大学, 2018. 43-50
- [15]李连伟. 上市公司股权激励效应及作用路径研究[D]. 吉林大学, 2017. 12-21
- [16]李新. A 公司资产重组的绩效分析[J]. 现代营销(下旬刊), 2016(10):110.
- [17]吕长江, 严明珠, 郑慧莲, 许静静. 为什么上市公司选择股权激励计划?[J]. 会计研究, 2011(01):68-75+96.
- [18]毛剑峰, 李志雄. 管理层股权激励、研发支出与企业绩效的关系研究[J]. 统计与决策, 2016(09):186-188.
- [19]彭辉. 浅析上市公司股权激励实施效果评价方法[J]. 农村经济与科技, 2018, 29(02):125.
- [20]唐雨虹, 周蓉, 杨啸宇, 杨玉坤. 中国上市公司股权激励实施效果研究[J]. 财经理论与实践, 2017, 38(04):57-61.
- [21]王秀芬, 徐小鹏. 高管股权激励、经营风险与企业绩效[J]. 会计之友, 2017(10):84-89.
- [22]王秋霞, 李泽辉. 上市公司股权激励方案分析与评价——以青岛海尔为例[J]. 会计之友, 2014(14):22-26.
- [23]王圆靖, 王玮玮, 赵桂梅. 金融业上市公司经营业绩实证分析——基于因子分析和均值检验方[J]. 全国商情(理论研究), 2013(23):39-40.
- [24]余洋, 刘国宏. 国有控股上市公司股权激励模式考察[J]. 开放导报, 2019, 203(02):69-72.
- [25]薛晓莉. 国有控股股权激励研究[J]. 天津经济, 2020(07).
- [26]赵启芝. 国有上市公司股权激励模式、行业差异和股权激励研究. 金融视线, 2020(19).
- [27]闻陈力, 傅颀. 伊利股权激励: 激励效应和福利效应的博弈[J]. 财会月刊, 2015(06):74-78.
- [28]徐宁, 徐向艺. 股票期权激励契约合理性及其约束性因素——基于中国上市公司的实证分析[J]. 中国工业经济, 2010(02):100-109.
- [29]徐宗宇, 史心怡. 高管股权激励能促进企业研发投入吗?——基于高管风险承担的中介视角[J]. 财会通讯, 2020(09):39-43.
- [30]许娟娟, 陈艳, 陈志阳. 股权激励、盈余管理与公司绩效[J]. 山西财经大学学报, 2016, 38(03):100-112.

- [31] 杨洪波, 胡月芳. 股权激励实施效果评价体系的构建[J]. 时代金融, 2018(32):224.
- [32] 杨力, 朱砚秋. 股权激励模式对股权激励效果的影响——基于 A 股市场的经验证据[J]. 山东社会科学, 2017(03):102-108.
- [33] 余金成. 有限责任公司股权激励方案设计初探[J]. 现代经济信息, 2015(12):20-22.
- [34] 曾佳阳. 中国创业板股权激励效应的实证研究[D]. 浙江大学, 2020. 23-43
- [35] 张冰琪. 上市公司股权激励动机与效果分析[J]. 经济研究导刊, 2019(23):133-134.
- [36] 张海平. 上市公司股权激励效应研究[D]. 复旦大学, 2011. 34-44
- [37] 张良. 企业外部市场压力对股权激励要素的影响[J]. 广西质量监督导报, 2019(11):209.
- [37] 陶婧. 我国国有企业股权激励实施效果评价[J]. 理财:经论版, 2022(1). 22-25
- [38] 鱼玥. 中兴通讯股权激励案例分析[J]. 合作经济与科技, 2022(2). 12-20
- [39] 杨蕙溪. 股权激励方案设计与经济后果研究. 2019. 西南财经大学. 11-13
- [40] 王倩楠. 上市公司股权激励与公司绩效关系的实证研究. 2019. 西南财经大学. 21-25
- [41] 冯彦琪. 上市公司股权激励方案设计研究. 2019. 西南财经大学. 12-18
- [42] 范星. H 公司股权激励绩效研究[J]. 现代商业, 2022(06). 6-10
- [43] 韦熙熙. 企业股权激励对财务业绩的影响分析——以九阳股份为例[J]. 现代商业, 2022(04). 44-46
- [44] 陶缘. 股权激励对中国上市公司企业价值影响的实证研究[J]. 上海管理科学, 2021, 43(06). 31-33
- [45] 刘御珂, 王霞. “去家族化”背景下股权激励实施效果研究——以苏泊尔为例[J]. 全国流通经济, 2021(33). 12-15
- [46] 金璐. 股权激励与企业绩效文献综述[J]. 财富时代, 2021(11). 4-8
- [47] 陈杰忠. 我国上市公司股权激励机制的完善之路[J]. 中国商论, 2021(21). 12-16
- [48] 陈彦百, 周晗. 股权激励对财务绩效的影响——以中集集团为例[J]. 中国乡镇企业会计, 2021(11). 11-14
- [49] 朱小凤. 上市公司股权激励优化对策研究[J]. 企业改革与管理, 2021(20). 22-29
- [50] 宋迪, 杨超. 股权激励合约业绩目标设置与公司投资[J]. 财务研究, 2021(05). 32-36
- [51] 徐宗宇, 方宗, 周赛楠. 海康威视股权激励案例分析[J]. 中国管理会计, 2021(03). 23
- [52] 邱强, 卜华. 基于内生视角的股权激励与企业研发投入研究[J]. 科研管理, 2021, 42(11). 22-24

- [53] 杨雯茜, 张爽. 管理层股权激励研究综述与展望[J]. 中国管理信息化, 2021, 24(17).
- [54] 杨世峰, 辛玥. 核心员工股权激励与企业创新[J]. 财务与金融, 2021(04): 47-55.
- [55] 李乾杰, 范胜禹. 股权激励对企业的影响文献综述[J]. 合作经济与科技, 2021(16). 11-14
- [56] 朱启忠. 股权激励的运用策略[J]. 中国外资, 2021(14). 12-18
- [57] 闫诗佳, 耿晓媛. 欧普康视股权激励实施效果研究[J]. 中国管理信息化, 2021, 24(14). 34-38
- [58] 王英昕. 股权激励方案设计和实施效果分析[D]. 东华大学, 2021. 22-29
- [59] 杨云兰. 股权激励对企业技术创新的影响研究[D]. 西南大学, 2021. 12-20
- [60] 陈文哲, 石宁, 梁琪, 郝项超. 股权激励模式选择之谜——基于股东与激励对象之间博弈分析[J/OL]. 南开. 11-19

致谢

时间过得飞快，转眼研究生的学习阶段已经接近了尾声。随着新冠病毒的反复出现，所有的一切都在未知中，尝试着、改变着。这三年的学习时间，会在我的回忆里固定成一幅永恒鲜活的图画。怀着依依不舍的心情，写下这篇文章，献给在求学路上给予我帮助的各位，表达诚挚的谢意。

首先，谨向本人的导师方文彬教授表示衷心的感谢，他给我的论文给予了大力的引导和协助。每当我遇到不懂的地方，方老师都会在百忙中给予及时地回应和解答。方老师的批注与修改非常详尽而清楚，强调了问题的重点，他在教学上的认真和对学术的态度以及他深厚的专业知识使我受益匪浅。

正是在老师的精心教导下，文章才能由稚嫩走向成熟。除了学业外，方老师同时对我的事业发展也提供了一些专业上的意见。为了弥补我作为已参加工作的学生理论基础薄弱的问题，积极给我出主意，给我很多的学习的机会，这些都是对我将来发展的一笔巨大的财富。再次感谢方文彬教授对我的教导与关怀，并献上深深的敬意与诚挚的祝福！

在此，我非常感谢 MBA 中心各位教师们对我的关心和帮助，使我的专业水平得到了提高，开阔了我的视野。逐渐充实了自己的浅薄学识，具备了写作这篇文章的能力。谢谢各位导师，各位评委老师给予的建议，让本人得以找出文中的不足之处，并加以改进优化。

非常感谢王春国院长对我在 MBA 阶段学习和生活给予的关怀和帮助。

我要谢谢所有的班委，在本职工作之外，还担负起了很多繁琐的班级管理工作。是他们在教学中起到了教师和学生之间的桥梁作用。感谢班级里的每一位同学，尽管因为新冠而缩短了相聚的时间，但在线上、线下都能够感受到缘分让我们相遇所带来的每一次开心与感动。各位同学积极提供各种问题的解决方案，无私地分享着大量的资源和信息。

最后，感谢我的父母和妻儿，在我漫长的成长之路上给予无私的情感支持和经济支持，在我工作求学过程中承担着照顾老人与孩子的重担。感谢你们在我痛苦迷茫时给我安慰，给我无畏前进的勇气，让我可以不断放开手尝试。

再次向各位致以我诚挚的谢意与真挚的祝福，毕业不是终点，愿未来工作生活的路上一路有你、风雨同舟。