

分类号 \_\_\_\_\_  
UDC \_\_\_\_\_

密级 \_\_\_\_\_  
编号 10741



硕士学位论文  
(专业学位)

论文题目 去家族化背景下中顺洁柔股权激励实施效果研究

研究生姓名: 高新雨

指导教师姓名、职称: 袁有赋 副教授

学科、专业名称: 会计硕士

研究方向: 成本与管理会计

提交日期: 2024年5月30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：高新宇 签字日期：2024.6.2

导师签名：袁有斌 签字日期：2024.6.2

导师(校外)签名：姜新录 签字日期：2024.6.2

## 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（选择“同意”/“不同意”）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：高新宇 签字日期：2024.6.2

导师签名：袁有斌 签字日期：2024.6.2

导师(校外)签名：姜新录 签字日期：2024.6.2

# **Research on the implementation effect of Zhongshun Jierou equity incentive under the background of de-familyization**

**Candidate : Gao Xinyu**

**Supervisor: Yuan Youfu**

## 摘 要

家族企业是指资本或股份主要控制在一个家族手中，多由家族成员出任企业的主要领导职务的民营企业。在我国改革开放的四十多年间，家族企业作为推动我国经济发展的重要力量，随着时代不断发展进入发展成熟期，此时，传统家族制管理的局限性逐渐暴露出来，比如过度集权、观念陈旧、家族成员能力不能与时俱进等。如今，我国大部分家族企业都面临着两代人权利交接的局面，继续维持“家族化”与进行“去家族化”各有优缺，而股权激励作为一种长期的激励机制，是家族企业“去家族化”的重要工具，有利于规避委托代理成本产生的问题。

本文运用案例研究法，选择实施“去家族化”战略的中顺洁柔作为研究对象，中顺洁柔作为生活用纸行业的龙头企业，选择其作为研究对象来研究“去家族化”背景下的股权激励实施效果具有一定代表性，可以为未来实施“去家族化”的家族企业提供一定的参考意见。本文从委托代理理论的角度切入，围绕实施股权激励是为了减少代理成本的产生这一观点，基于双因素理论和企业生命周期理论，从市场反应、经济增加值、传统财务绩效以及非传统财务绩效这些方面着手，通过对中顺洁柔三次股权激励方案进行分析，从而分析中顺洁柔股权激励方案的有效性，总结出中顺洁柔在“去家族化”过程中股权激励计划的实施效果。在研究分析中顺洁柔实施股权激励计划的过程中，也发现了中顺洁柔在“去家族化”过程中存在的问题，比如激励指标较为单一，限制性股票解锁条件不够合理等，于是本文针对存在以上发现的中顺洁柔在股权激励过程中存在的问题提出了相应的解决措施以供参考。

**关键词：**股权激励 去家族化 代理成本 实施效果

## Abstract

Family enterprise refers to the private enterprise whose capital or shares are mainly controlled by a family, and most family members take the main leadership positions of the enterprise. During more than 40 years of reform and opening up in our country, family firm, as an important force promoting the economic development of our country, has entered a mature period with the development of The Times. At this time, the limitations of traditional family management gradually came to light, such as over-centralization, obsolete ideas, and the ability of family members not keeping pace with The Times. Nowadays, most family enterprises in our country are facing the situation of power handover between two generations, so there are advantages and disadvantages of continuing to maintain "family" and carrying out "de-family". Equity incentive, as a long-term incentive mechanism, is an important tool for "de-family" of family enterprises, which is conducive to avoiding the problems caused by principal-agent costs.

Using the case study method, this paper selects Zhongshun Jierou, which implements the "de-family" strategy, as the research object, and Zhongshun Jierou, a leading enterprise in the household paper industry, as the research object to study the implementation effect of equity incentive under the background of "de-family", which is representative to a certain extent, and can provide certain reference opinions for the future implementation of "de-family" family enterprises. From the perspective of principal-agent theory, this paper focuses on the idea that the implementation of equity incentive is to reduce agency costs. Based on the two-factor theory and the enterprise life cycle theory, this paper analyzes the three equity incentive schemes in terms of market response, economic added value, traditional financial performance and non-traditional financial

performance. In this paper, the effectiveness of the equity incentive plan of Zhongshun Jierou is analyzed, and the implementation effect of the equity incentive plan in the process of "de-family" is summarized. In the process of studying and analyzing the implementation of the equity incentive plan of Zhongshun Jierou, the existing problems in the process of "de-family" of Zhongshun Jierou were also found, such as relatively single incentive indicators, unreasonable conditions for unlocking restricted shares, etc. Therefore, this paper proposed corresponding solutions to the problems in the process of equity incentive of Zhongshun Jierou found above for reference.

**Key words:** equity incentive; defamily-alization; agency cost; implementation effect

# 目 录

<b>1 引 言</b> .....	<b>1</b>
1.1 研究背景及意义.....	1
1.1.1 研究背景.....	1
1.1.2 研究意义.....	1
1.2 文献综述.....	2
1.2.1“去家族化”相关研究.....	2
1.2.2 股权激励相关研究.....	4
1.2.3 文献评述.....	6
1.3 研究内容及框架.....	7
1.4 研究方法.....	8
<b>2 相关概念及理论基础</b> .....	<b>10</b>
2.1 相关概念.....	10
2.1.1 股权激励的概念.....	10
2.1.2 家族企业的概念.....	10
2.1.3“去家族化”的概念.....	10
2.2 理论基础.....	10
2.2.1 委托代理理论.....	10
2.2.2 企业生命周期理论.....	11
2.2.3 期望理论.....	11
<b>3 “去家族化”下中顺洁柔股权激励案例介绍</b> .....	<b>12</b>
3.1 公司简介.....	12
3.1.1 公司基本情况.....	12
3.1.2 公司股权结构变化.....	12
3.2 中顺洁柔“去家族化”进程.....	14
3.3 中顺洁柔股权激励实施动因.....	14
3.3.1 提高公司绩效和竞争力.....	14
3.3.2 缓解委托代理问题.....	15
3.3.3 稳定和吸引人才.....	15

3.4 中顺洁柔股权激励实施方案.....	16
3.4.1 第一次股权激励计划.....	16
3.4.2 第二次股权激励计划.....	16
3.4.3 第三次股权激励计划.....	17
<b>4 “去家族化”下中顺洁柔股权激励实施效果分析.....</b>	<b>18</b>
4.1 市场反应分析.....	18
4.1.1 第一次股权激励计划短期市场反应.....	18
4.1.2 第二次股权激励计划短期市场反应.....	23
4.1.3 中顺洁柔第三次股权激励计划.....	26
4.2 经济增加值分析.....	29
4.3 财务绩效分析.....	31
4.3.1 盈利能力分析.....	31
4.3.2 发展能力分析.....	33
4.3.3 营运能力分析.....	35
4.3.4 偿债能力分析.....	36
4.4 非财务绩效分析.....	39
4.4.1 创新能力.....	39
4.4.2 员工情况.....	40
4.4.3 代理成本变化分析.....	42
<b>5 中顺洁柔股权激励方案优化设计.....</b>	<b>44</b>
5.1 中顺洁柔股权激励方案的优缺点分析.....	44
5.1.1 优点分析.....	44
5.1.2 缺点分析.....	45
5.2 中顺洁股权激励方案的优化设计.....	46
5.2.1 多元化考核指标.....	46
5.2.2 增加监督和透明性.....	47
<b>6 结论与不足.....</b>	<b>48</b>
6.1 结论.....	48
6.2 不足.....	49
<b>参考文献.....</b>	<b>50</b>



后记 ..... 54

# 1 引言

## 1.1 研究背景及意义

### 1.1.1 研究背景

改革开放已经历时四十五年，在这四十五年间，我国经济飞速发展，而以家族企业为代表的民营企业是推动我国经济发展的主要力量。家族企业以有血缘关系的家族成员为纽带，创始家族对企业的所有权和经营权拥有绝对的话语权，公司的存在以家族利益为核心，使企业自身具有强烈的凝聚力，在企业竞争格局中表现出相当巨大的经济成长潜在力。但随着企业进入发展成熟期，传统家族制管理的局限性便逐渐暴露出来，如过度集权、观念陈旧、家族成员能力不能与时俱进等。

随着外部经济形势不断变化，越来越多的家族企业开始探索起新的企业传承与经营管理模式，尝试“去家族化”，通过分散或转让家族成员的股权或经营权，逐步降低家族成员在企业中的参与度，并引入职业经理人使其参与到企业的决策和管理中。然而国内外学者对于“去家族化”是否有利于企业始终没有得出一个统一的结论。家族企业自有其优点，而“去家族化”虽然会使得更专业的管理人才接管公司，但也会带来一系列风险问题，尤其突出的便是由此导致的所有权与经营权分离的现象，这会导致有关委托-代理等一系列后续问题。作为家族企业，在面对委托-代理问题时，应如何激励高管和职工，让他们以企业发展为首要目标，更好地推动企业向前发展，这成为了许多家族企业考虑的问题。股权激励作为一种将管理者的目标与股东的目标保持一致的有效手段，在很大程度上改善了委托-代理问题产生的矛盾，使管理者和企业的利益紧密联系在一起。在 A 股上市公司中，进行的股票激励家族企业总数超过 60%。但也有部分学者认为股权激励非但不能解决“去家族化”过程中的代理问题，反而会加剧代理问题，因此有必要选取案例公司，以具体案例对“去家族化”过程中股权激励的实施效果进行讨论。

### 1.1.2 研究意义

相对于欧美普遍经营超过百年的家族企业，我国的家族企业大多数年龄不足半百，尚未积累出成熟的运营体系和传承机制。如今，我国大多数家族企业

正处于代际传承的高峰期，中顺洁柔作为典型的家族企业，其董事长邓颖忠在2021年辞去职务，实现“创一代”和职业经理人的交接。

### 1.1.2.1 理论意义

本文通过对现有的文献进行归纳整理，基于现有理论基础，尤其是以委托-代理理论为重要基础理论，以中顺洁柔的去家族化经营过程为典型案例，全面剖析其股权激励措施实施后的绩效表现。在家族企业去家族化经营的过程中，如何以合理的激励机制确保职业经理人的行为与股东利益高度契合，是值得深入探讨的问题。本文在对中顺洁柔股权激励实施效果的研究过程中，考虑了股权激励在吸引稳定人才、提升股价等方面的积极作用，从长短期市场反应、财务绩效、研发进展、人员流动以及综合绩效等多个角度进行了深入分析。将现有的理论成果与中顺洁柔的家族化经营转变，以及职业经理人的激励策略进行了相结合，使得评价模式更加全面。

### 1.1.2.2 现实意义

我国虽然实施股权激励的时间不是很长，但是已有众多企业开始实践股权激励机制，以期完善经理人市场，但由于不同企业所处的内外部环境都存在着差异，公司内部的情况不同，所处行业不同，都会导致企业的股权激励计划的设置存在着差异。中顺洁柔作为生活用纸行业的龙头企业，正在经历“去家族化”，从传统家族企业向现代企业转型，选择中顺洁柔作为本文的案例研究对象，来研究“去家族化”背景下公司的股权激励实施效果具有一定代表性。通过对中顺洁柔三次股权激励方案的实施效果进行分析，不仅可以帮助中顺洁柔完善其股权激励计划、提升公司绩效和影响力，也对其他实施“去家族化”战略的企业具有一定的借鉴意义。

## 1.2 文献综述

### 1.2.1 “去家族化” 相关研究

针对于家族企业进行“去家族化”，许多学者进行了分析研究，对于家族企业是否应当进行“去家族化”，一般分为有利与不利两派意见：

### 1.2.1.1 “去家族化” 有利

国外学者 Shleifer 与 Vishny (1986) 发现, 当家族股东如果自身没有足够的能力来担任企业经营者时, 就会给公司带来巨大的机会成本, 从而降低企业的价值。

国内部分学者认为随着公司规模不断扩大, 为了企业更好的发展, 公司的所有权应该与经营权分离开来。余恕莲等 (2016) 通过对家族放弃控制权的企业进行实证研究发现, 企业在进行“去家族化”之前, 其公司绩效往往出现了下滑, 在实行“去家族化”后, 企业的盈利水平虽不及同行业未放弃控制权的家族企业, 但相较之前有了大幅提升。即家族管理并不适合企业所有发展时期, “去家族化”有利于企业绩效提升。麦木荣等 (2020) 通过对我国上市公司进行实证研究发现, 股票崩盘的风险会随着家族成员参与企业治理程度的加深而变强, “去家族化”有利于风险的降低。许墉 (2021) 研究得出, “去家族化”能抑制企业中的财务不端行为。王腾燕 (2020) 认为, 引入外部的职业经理人可以缓解企业的融资约束。这是因为家族企业两权合一时, 外部投资者无法获得企业更多信息, 由此导致的信息不对称降低了投资者的投资意愿, 而引入职业经理人有助于增加投资者获取企业信息的渠道。

### 1.2.1.2 “去家族化” 不利

国外学者 Jensen 和 Meckling (1976) 指出, 当股东拥有公司百分之百的股权并且掌握经营权时, 此时不会产生代理问题, 但当股东不再掌握企业的经营权时, 两权分离会导致代理冲突产生。

国内学者魏志华等 (2012) 研究发现, 家族企业在“去家族化”过程中引入的职业经理人, 即使能力优于家族成员, 但因为其与公司所有者利益不一致, 其自利行为往往会家具公司的第一类代理问题。唐跃军等 (2014) 研究发现, 两权分离会有损公司创新。陈建林等 (2021) 通过实证研究发现, “去家族化”与企业研发投入之间存在负相关。孙秀峰等 (2021) 提出, 过快的“去家族化”进程会引起投资者恐慌。“去家族化”多通过家族成员价值以稀释股权, 但过度坚持会使投资者情绪悲观, 认为控股家族存在套现退出的意图, 从而跟风抛售股票, 导致股票价格下降。

## 1.2.2 股权激励相关研究

股权激励是企业为了激励和留住核心人才而推行的一种长期激励机制，通过股权激励使得员工的利益与公司利益达成一致，有利于减少代理成本，推动企业实现长期稳定发展的目标。国外学者 Jensen 和 Meckling(1976)指出，股权激励将管理层的利益与企业利益密切地绑定在一起，是解决委托-代理问题的重要公司治理机制之一。国内外对于股权激励的研究主要体现在以下几个方面：

(1) 股权激励动因：Oyer (2004) 提出，股权激励可以起到降低员工离职率的效果。除了员工层面的动因，还有源自筹资和税筹方面的动因。Core 和 Guay (2001) 发现，股权激励具有融资作用。此外，Defusco 等(1991)发现，通过授予管理人员相当数量的股票，可以使管理人员与公司的利益绑定，这样能够有效解决代理问题。

(2) 股权激励对象：国外学者 Hall 和 Murphy (2003) 认为公司不应该将普通员工作为激励对象。盛明泉、蒋伟 (2011) 通过实证研究的结果表明，股权激励对象中的核心人员占比越高，对公司绩效的影响越大。郑贵华 (2021) 通过实证分析发现，对高管和核心技术人员进行股权激励都有利于企业研发成果的增加。王怀明等 (2021) 研究发现，对核心人才的激励规模越大，企业的创新能力提升就越快。

(3) 股权激励方式：常用的股权激励方式有股票期权和限制性股票两种。Murphy (2003) 研究了不同行业公司的股权激励模式，发现采用股票期权激励模式的企业往往成长性较高。而肖淑芳等 (2016) 发现高管在激励范围中占比大的公司会偏向于选择限制性股票的激励模式。黄海燕等 (2021) 发现，股票期权激励模式具有更积极的外部市场反应，而限制性股票激励模式因具有一定的惩罚性，其风险规避效应强于股票期权激励，更有利于企业发展。

(4) 股权激励效果：国外学者 Jensen 和 Meckling(1976)肯定了股权激励机制在降低代理成本方面的作用。通过梳理相关股权激励的文献，对于股权激励的效果，可以总结为正相关论、负相关论、中性论和非线性相关论四种。

正相关论认为股权激励可以降低委托代理成本、有利于公司业绩增长和吸引留住人才。国外学者 Jensen 和 Meckling (1976) 提出“利益趋同假说”，认为股权激励会使得股东与高管的利益一致，从而降低第一代理成本。此外，苏坤

(2015)认为, 股权激励机制能够帮助企业管理者改善资金风险规避问题, 增强了企业风险承担的能力, 提升资金配置效率。李秉祥等(2022)从内控角度切入, 认为股权激励对大股东的掏空行为具有抑制作用。

负相关理论则认为股权激励对企业的长期发展起到消极作用。Alchian 和 Demsetz (1972) 指出股权激励会使得每个成员产生机会主义倾向。吕长江等(2009)认为激励型股权激励计划可以提升企业业绩, 但不合理的激励条件和企业内部形同虚设的监管导致的福利型股权激励反而会增加企业的代理成本。谢德仁等(2018)提出, 在实施股权激励计划的公司中, 管理者有可能通过盈余管理等手段来操纵盈余。

中性论则认为股权激励与企业的长期经营业绩不相关。Lorderer 等(1997)通过研究 1978-1988 年间实施股权激励的公司, 发现股权激励并不会对公司的长期经营业绩产生影响。

非线性相关理论则认为股权激励与企业的长期业绩呈现倒“U”型的非线性关系。McConnell 与 Servaes (1990) 发现股权激励与公司长期业绩关系之间存在阈值, 股权激励的强度在超过了该值时, 反而会与企业业绩呈现负相关。国内的研究者如章雁等(2015)、吴娟等(2017)通过对比分析指出, 股权激励强度与上市公司长期业绩呈现倒“U”型的非线性关系。即股权激励的强度在临界点以内时, 股权激励有利于促进公司业绩, 而随着力度持续增强, 高管持股比例随之增加, 其在公司的控制力也增强, 这就会影响股权激励对于业绩的改善作用, 导致股权激励强度与公司业绩表现呈现负相关。曹小武等(2021)也发现了股权激励强度与企业业绩之间的倒“U”型的非线性关系, 但同时他也指出, 因为我国国有上市公司的特殊属性, 不会出现股权激励强度高导致的职业经理人与高层控制权过高的现象, 所以其股权激励强度与公司业绩之间为正相关。

(5) 股权激励与企业创新: 在探讨股权激励与企业创新之间的关系时, 朱焱和张孟(2013)的研究揭示, 管理团队的人力资本是推动研发投入的关键力量, 并最终作用于企业绩效的提升。而苏坤(2015)则发现, 针对管理者的股权激励措施能有效扩展其长期战略视角, 使其更加敢于冒险、积极捕捉投资机会, 从而推动资本的有效配置。姜帅和龙静(2022)进一步指出, 股权激励不

仅增强了管理者的长期视野，还激发了他们承担风险并进行创新的意愿。此外，姜英兵和于雅萍（2017）的研究也显示，针对核心员工的股权激励能够显著提升研发成果的产出。

（6）股权激励与管理团队稳定性：宗文龙等（2013）的研究结果表明，通过授予高管期权或限制性股票，前期的激励方案在防止高管离职方面展现出了显著的正向效果。肖淑芳和付威（2016）则指出，当公司股价下跌导致原有激励方案失去吸引力时，及时终止旧方案并公布新方案是保持人才稳定、降低离职率的有效手段。他们还发现，激励方案的连续性和一致性对于留住人才同样至关重要。

### 1.2.3 文献评述

通过对国内外文献的梳理可知，对于家族企业开展“去家族化”究竟是利是弊，尚且没有定论，各位学者对于股权激励产生的效果研究也未得出一致意见。一些学者指出，不同行业、不同宏观环境、不同的实施强度都会影响研究结果，因此无法得出一个普遍适用的结论。

基于委托-代理理论，家族企业在发展过程中，不可避免会产生第二类代理问题，并且由于家族成员专业的管理能力不足、继承意愿不强等情况存在，部分家族企业在面临两代人权利交接的处境时，选择了“去家族化”来保证企业长期发展。“去家族化”过程中导致的两权分离会产生第一类代理问题，所以“去家族化”企业往往选择用股权激励来应对转型过程中的风险，处理转型过程中的委托代理问题。国内外关于家族企业“去家族化”的理论研究以及关于企业实施股权激励的理论研究十分丰富，但少有学者将这二者联系在一起进行研究。本文从“去家族化”视角出发，通过对企业转型过程中实施股权激励的效果进行研究，并将研究主题限制于所选案例企业，作为我国生活用纸行业中首家 A 股上市的企业，对中顺洁柔展开研究具有典型性并且得到的结果也更加准确，对其他生活用纸企业未来是否进行“去家族化”转型，以及如何结合自身情况通过股权激励应对专营过程中的代理成本风险具有一定的参考意义。

### 1.3 研究内容及框架

本文在国内外学者的研究成果上，以中顺洁柔为例，通过收集有关数据资料，分析了其在“去家族化”过程中各期股权激励计划的实施效果并对中顺洁柔之后的发展提出针对性的建议。本文具体研究思路如下：

第一章，引言。本章首先阐述了本文的研究背景，研究目的以及研究意义；其次，通过整理国内外文献，对之前的研究成果进行梳理与总结；最后，陈述本文关于中顺洁柔股权激励实施效果的研究内容和案例分析法等研究方法。

第二章，理论基础。本章整理了文章后续将用到的相关理论，为文章后续进行案例分析提供理论基础。

第三章，中顺洁柔“去家族化”过程中股权激励方案介绍。本章首先介绍了中顺洁柔的公司基本概况，包括中顺洁柔的业务构成和经营状况；其次，对中顺洁柔“去家族化”过程进行分析，并分析了中顺洁柔在该过程中实施股权激励的动因，以及其各期股权激励计划的具体内容。

第四章，中顺洁柔“去家族化”过程中股权激励实施效果分析。本章首先以深成指为基准，计算累计超额收益率来分析中顺洁柔“去家族化”过程中股权激励的短期市场反应；其次，通过计算经济增加值，并加入股权激励前后的纵向对比和同行业对标企业之间的横向对比；接着，对传统财务指标进行分析，并通过纵向对比和横向对比，分析了中顺洁柔两次股权激励计划对企业盈利能力、发展能力、营运能力和偿债能力的影响；最后，通过对中顺洁柔的非财务绩效进行分析，分析了股权激励计划对市场占有率、创新能力、人才流失率以及品牌价值等方面的影响。



第五章，通过前文的分析，评价中顺洁柔实施股权激励效果，得出本次在中顺洁柔“去家族化”背景下，对其股权激励效果进行分析得到的结论，并对其股权激励过程中存在的不足给予相关建议。

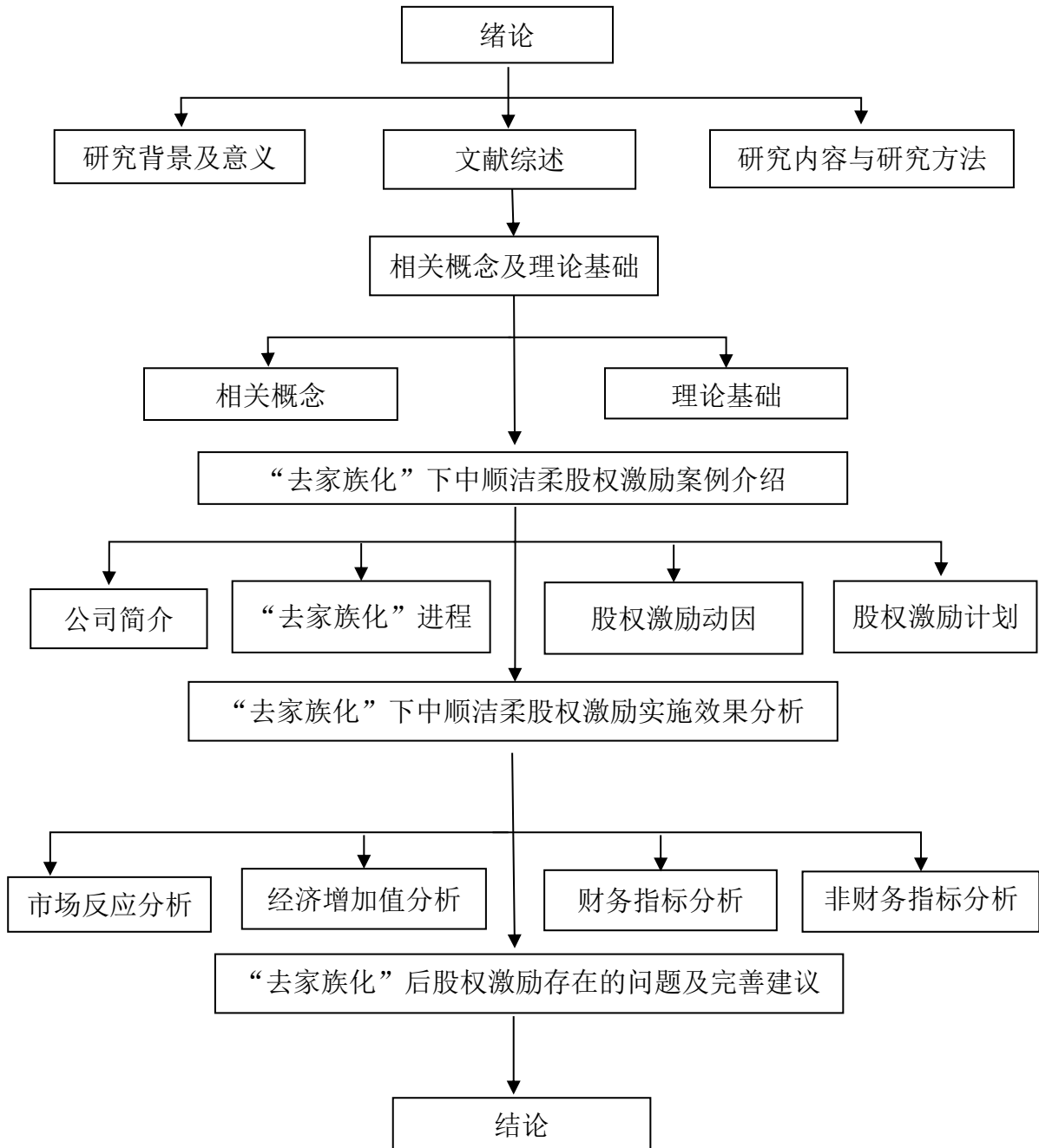


图 1.1 本文研究框架

## 1.4 研究方法

本文主要采用案例研究法，以“去家族化”背景下实施股权激励计划的中顺洁柔作为研究案例，结合所学的理论知识对案例进行分析。首先明确传统家

族企业在“去家族化”过程中面对的代理成本问题，而股权激励作为解决委托代理问题的重要工具，可以减少信息不对称带来的消极影响，将高管的身份从职业经理人转向企业共有者，由此，分析中顺洁柔在“去家族化”背景下实施股权激励的动因，再从 CAR、EVA、传统财务指标和非传统财务指标四个维度进行分析，同时采用横向对比与纵向对比来分析中顺洁柔股权激励的实施效果，使得分析结果更加可靠，最后针对企业在股权激励中存在的问题提出相应的建议。

## 2 相关概念及理论基础

### 2.1 相关概念

#### 2.1.1 股权激励的概念

股权激励,是在企业委托代理运营模式下最常用的一种激励方式。作为一项长效激励机制,股权激励旨在解决委托代理问题,通过将公司所有者与经营者的利益紧密相连,激发并吸引核心人员参与公司投资,有效避免经营者采取损害公司长远利益的短期经营行为。实施股权激励不仅使管理层、职业经理人、部分员工有机会成为股东,共同分享企业经营成果、参与企业决策,更能让他们共同承担风险。

#### 2.1.2 家族企业的概念

哈佛大学唐纳利认为,判断一个企业是否家族企业的标准为:首先,企业的继承权应掌握在家族成员手中;其次,企业的关键管理职位,如董事长或总经理,应由家族直系亲属担任高级管理职务;再者,企业的利益与家族利益应一致;此外,家族成员的行为应能够代表并体现公司的形象和意志;家族持有该企业的利润与股权;家族成员在企业内部应享有较高的声望;家族成员具备将企业持续传承下去的强烈意愿。

目前我国研究学者对家族企业的定义主要分为三类:第一类从所有权的角度,认为企业为家族所有,家族的行为对企业会有影响;第二类从管理权的角度来说,家族成员可以控制和管理企业的实际运营;第三类在前两类的基础上,认为企业不仅由家族管理,同时还会继续向下传承。

#### 2.1.3 “去家族化”的概念

“去家族化”是指家族企业通过分散家族成员的股权或转让经营权等方式,逐步降低家族成员参与度的经营管理行为。范博宏(2013)指出,“去家族化”有三种方式:一是家族企业保留所有权,通过聘用职业经理人让出经营权;二是将企业的所有权转让给其他股东,由家族进行日常的经营管理,保留经营权;三是变更实际控制人,原家族既不保留所有权,也不保留经营权。

### 2.2 理论基础

#### 2.2.1 委托代理理论

作为现代企业治理的核心理论之一,委托代理理论在当今企业运营的全过程中,发挥着重要的作用。随着时代的发展,现代企业大多不再是以往以家族

成员为核心管理层进行经营。专业人才有着优秀的管理能力和知识储备，越来越收到公司青睐，此时，出于公司未来更良好发展的考虑，企业往往会在发展过程中选择引入职业经理人等各类管理型人才，这就会导致所有权与经营权产生分离。经营者受所有者委托，负责企业的管理工作，这种委托-代理的关系应该建立在信任与责任的基础之上。然而，当企业业绩提升，经营者往往并不能从中直接获得由于业绩增长而带来的相应的收益增长。由于双方利益并非完全一致，因此可能会出现利益冲突，进而诱发经营者的道德风险问题。并且所有者与经营者之间的信息不对称，会使得这种道德风险有了可乘之机。为了解决这一问题，股权激励等激励措施成为了一种有效的手段。这些措施不仅能够激发其工作积极性，从而避免道德风险问题以及经营者的短视行为。还可以使企业能够实现长久稳定的发展，使管理者与股东利益一致，最大限度地维护股东的权益。

## 2.2.2 企业生命周期理论

美国学者盖尔西克于 1998 年针对家族式企业的生命周期提出了独到的见解，他认为这类企业通常会历经婴幼儿期、成长时期和形成时期这三个关键阶段。关于企业生命周期理论，目前学术界已形成了四个主要流派。本文所探讨的企业生命周期理论特指周期阶段论，它强调每个企业都有其独特的生命周期，并在不同阶段展现出不同的特征。随着企业进入不同的生命阶段，其经营特色与战略重心亦会随之调整。因此，企业管理者应深入了解企业的实际情况，并据此制定合适的战略目标和管理机制。

## 2.2.3 期望理论

期望理论，作为一种在管理心理学和行为科学领域具有显著影响力的理论，由北美著名的心理学家和行为科学家维克托·弗鲁姆于 1964 年在其著作《工作与激励》中首次提出。该理论深入探讨了激励过程中的心理因素及其与行为结果之间的关联。期望理论认为，个体对实现目标的信心越强，且目标达成后对个人需求的满足程度越高，其工作积极性便会相应提升。在制定股权激励计划时，若忽视实际情况，设定过高的业绩标准，即便员工付出努力也难以达成，那么这种激励措施的效果便会大打折扣。相反，若行权条件设置得过于宽松，缺乏挑战性，也可能导致激励对象的工作热情降低，削弱激励方案的整体效果。

### 3 “去家族化”下中顺洁柔股权激励案例介绍

#### 3.1 公司简介

##### 3.1.1 公司基本情况

中顺洁柔纸业股份有限公司成立于 1999 年，于 2010 在深圳中小企业板挂牌上市，也是国内生活用纸生产企业中唯一在 A 股上市的企业。公司旗下包括“洁柔”和“太阳”两大品牌。其中，“洁柔”是高端系列产品，而“太阳”系列品牌于 2019 年启用，该系列产品的特点是低价高质，双品牌战略充分参与高一中一低端生活用纸市场，以提高市场占有率。目前，中顺洁柔的产品销售范围比较广泛，在国内外都具有广阔的市场，并且中顺洁柔十分重视销售渠道的拓展，从 2015 年前的单一销售模式到如今传统销售渠道、电商销售渠道、新零售渠道、大型连锁卖场渠道等一应俱全，并且产品的市场占有率也在不断提高。同时，中顺洁柔作为国内生活用纸行业内第一梯队成员，在我国生活用纸行业排名前四，也拥有较为先进的造纸设备，目前已拥有六个大型生产基地，形成了在国内的全方位生产布局。

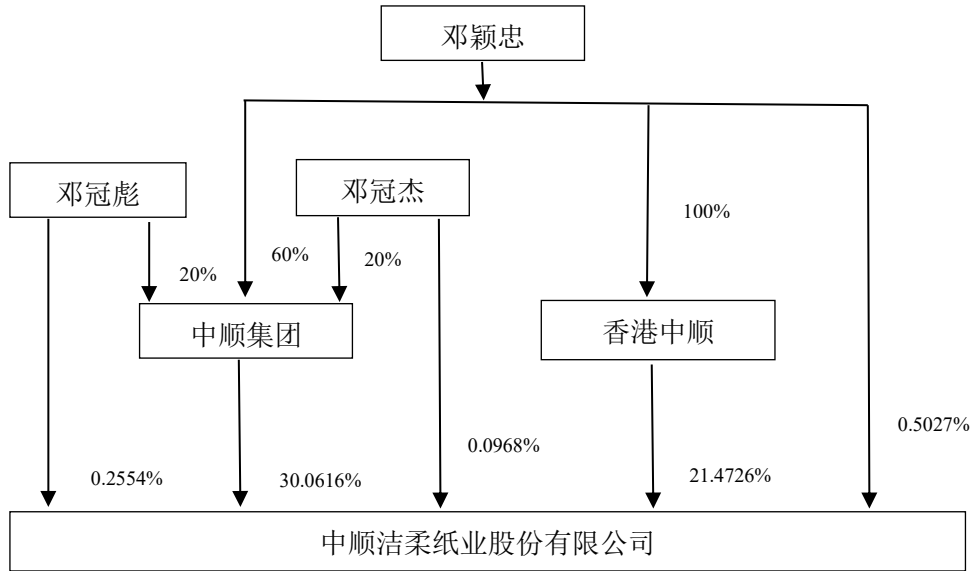
##### 3.1.2 公司股权结构变化

中顺洁柔于 2015 年全盘挖走了同为生活用纸企业的金红叶的市场团队，且在内部引入职业经理人改革，这标志着其“去家族化”进程的开始。因此，本文选取中顺洁柔 2015 年与最新年份 2022 年的实际控制人掌握的股权比例作为对比。其中，实际控制人邓颖忠、邓冠彪和邓冠杰三人皆为邓氏家族的成员。创始人家族虽然在中顺洁柔中有着较高的股权，但通过对比可以发现，邓氏家族正在逐渐减少所持有的股份。2015 年中顺洁柔股权激励计划所涉限制性股票授予完成后，公司总股本增加至 50367.7 万股，使得持股比例发生变化。实际控制人邓氏家族在授予前控制本公司 25598.86 万股股份，占公司股份总额的 52.5946%。授予完成后，实际控制人邓氏家族控制的公司股份，占公司股份总额的 50.8240%。这表明，中顺洁柔的“去家族化”进程正在不断发展中，创始人家族的控制权在逐渐减弱。

此外，中顺洁柔创始人邓颖忠更是在 2021 年 4 月 9 日辞去董事长职务，此前其子邓冠彪辞去总裁职务，由前兴业银行中山分行行长刘鹏担任公司的董事

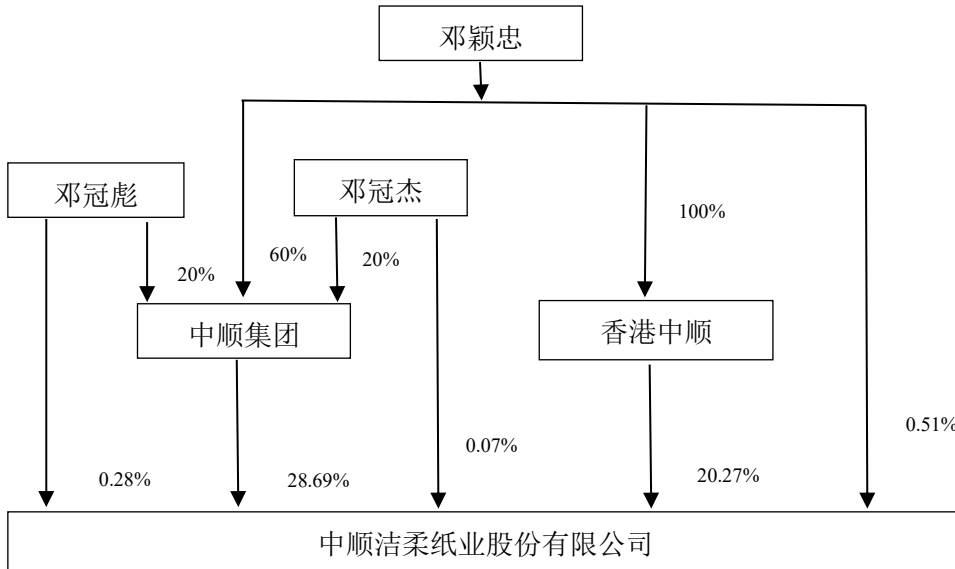
长和总裁，刘鹏先后在兴业银行江门分行，兴业银行中山分行担任行长职务。同时，刘鹏与邓氏家族不存在关联关系。由非家族成员接任职务，可以说中顺洁柔迈出了“去家族化”的重要一步。通过中顺洁柔年报可知，其十大股东中不乏机构投资者，包括中国农业银行、国华人寿保险、中国工商银行等。

中顺洁柔股权结构变化如下图 3.1 和图 3.2 所示：



资料来源：中顺洁柔 2015 年年报

图 3.1 中顺洁柔 2015 年 12 月 31 日股权结构图



资料来源：中顺洁柔 2022 年年报

图 3.2 中顺洁柔 2022 年 12 月 31 日股权结构图

## 3.2 中顺洁柔“去家族化”进程

中顺洁柔的创始人邓颖忠于 1979 年开启创业历程，于 1999 年中顺洁柔纸业股份有限公司成立，公司于 2010 年在深圳中小企业板挂牌上市，是一家典型的家族企业。公司上市后邓颖忠一直在谋划让出董事长职务，着力推行“去家族化”，在 2015 年，中顺洁柔全盘挖走了金红叶的市场团队，正式在内部引入职业经理人改革，标志着去家族化的开始。此外，中顺洁柔还推出联席总裁，该制度也是中顺洁柔的“去家族化”重要尝试。而其与其子邓冠彪在 2021 年分别主动辞去董事长和总裁职务，由金融高管“跨界”成为中顺洁柔的董事长兼总裁，被看作是更为彻底“去家族化”。

中顺洁柔的管理体系正逐步向市场化和职业化方向迈进。尽管家族成员在公司中占据控股地位，但公司高度重视职业经理人的培养与发展。中顺洁柔建立了权责清晰的管理制度，为职业经理人提供了明确的晋升通道和广阔的发展空间。这样的设置不仅能够有效激励职业经理人的工作积极性，同时通过绩效考核等多种方式，严格考核标准，也能够对他们进行有效的约束，确保公司的稳健运营和持续发展。

## 3.3 中顺洁柔股权激励实施动因

如今，股权激励在稳定与吸引人才、完善公司激励架构、解决委托代理难题以及推动公司转型升级等方面发挥着日益重要的作用。本文基于对中顺洁柔公司内部状况及市场外部发展环境的深入剖析，得出其实施股权激励的动因主要包括以下几点：

### 3.3.1 提高公司绩效和竞争力

由于生活用纸行业的特色，例如进入壁垒低，采用标准化车间流水线生产纸制品等，导致产品同质化严重，这就导致生活用纸行业的企业往往难以采用差异化战略在同行业竞争中取得竞争优势。而一旦采用降价的模式来扩大销售规模，占领更多市场份额，就会进一步加剧生活用纸行业的市场竞争，此时哪怕取得了优势，也会在之后的经营过程中面临骑虎难下的局面，想要将价格再次提升，就难以维持原有的竞争优势；若不提价，则微薄的利润也难以维持企业继续扩大生产、投入研发。

在中顺洁柔于 2015 年首次实施股权激励计划之前，公司的净利润指标连续两年出现了显著的下滑趋势。2014 年甚至下降超过了 40%，这对公司的市场形象造成了极大的负面影响，也不利于企业可持续发展。

在 2012 至 2014 年间，中顺洁柔所处的造纸及纸制品行业，因市场环境的变化，行业壁垒弱，竞争者纷纷加入，竞争态势愈发激烈。在这样的竞争环境下，企业要想脱颖而出，就必须持续提升自身、营销以及研发能力。这不仅需要经验丰富的人才作为支撑，更需要企业管理人员向着企业发展目标全力以赴。因此，在这种行业背景下，对中层管理人员和核心人才的激励显得尤为重要。于是在 2015 年，中顺洁柔首次实施股权激励计划，通过授予高管限制性股票，来绑定双方利益，以提高员工的积极性，从而缓解净利润的下降趋势并提升公司业绩，实现长远发展。

### 3.3.2 缓解委托代理问题

委托-代理这一问题主要是由于公司管理者与股东之间存在的信息差异，作为委托人，股东往往处于对公司信息了解的劣势，而高管更倾向于从自身角度出发来做出更有利于自身的决策，甚至可能会因此做出损害股东利益的行为，而由于委托-代理的特性，股东往往难以对代理人进行有效的监管，无法对代理人的行为做出正确的分析。

通过对中顺洁柔在实施股权激励前，也就是 2014 年的年报进行查阅，可以发现中顺洁柔公司高级管理人员的持股情况存在着问题，在当时中顺洁柔的七名高管中，仅有邓冠彪和邓冠杰两人持有公司股份，这二人都是邓氏家族的核心成员，而其余高管均未持有任何形式的公司股权。这种股权持有情况往往会增加因个人利益驱动而做出有损公司未来发展的机会主义行为的风险。此时，实施股权激励来降低这种风险变得很有必要。

### 3.3.3 稳定和吸引人才

从公司外部竞争环境来看，中顺洁柔所在的生活用纸行业，以其高度的产业关联性、长链条的产业链以及广泛的涉及领域，展现出技术密集、资金密集和资源受限的特点。这使得行业对人才的需求量较大，特别是在技术和管理方面。公司不仅需要加大技术研发的投入，还需要引进和培养更多的人才。



从公司内部来看，中顺洁柔在上市后的一段时间内，其董事和高级管理人员的稳定性相对较好。然而，自 2013 年起，人员流失现象开始凸显。多名高级管理人员和非独立董事相继主动辞职，这种高管流失的情况对公司的稳定运营产生了不利影响。它不仅可能导致公司内部管理出现混乱，还可能引发市场的负面反应，影响公司在资本市场上的表现，从而削弱外界投资者对企业的信心。

因此，出于稳定和吸引人才的需求，中顺洁柔实施股权激励很有必要。

### 3.4 中顺洁柔股权激励实施方案

中顺洁柔公司自 2015 年团队改革以来，为了提高员工积极性，在 2015 年至 2023 年实施了三次股权激励计划。在三次股权激励计划中，除了对公司业绩设置了考核要求，中顺洁柔也对激励对象设置了完善的考核体系。具体如下：

#### 3.4.1 第一次股权激励计划

中顺洁柔首次股权激励草案于 2015 年 10 月 21 日提出，并确定授予日为 2016 年 1 月 6 日，向 242 名激励对象授予限制性股票共计 1713.30 万股，分三期解锁。中顺洁柔在 2015 年股权激励计划中设置了首次授予部分和预留部分，这一设定为也在一定程度上为公司在下一阶段引进人才提供了有力保障。由于在此次限制性股票授予过程中，有 43 名激励对象因个人原因放弃认购，因此中顺洁柔此次限制性股票激励计划实际激励对象 199 名，合计授予限制性股票 1695.70 万股。首次授予限制性股票的授予价格为 4.25 元/股，预留部分限制性股票的授予价格为 4.8 元/股。2015 年股权激励计划第一个解锁期激励对象人数为 238 人，限制性股票解锁数量为 551.29 万股；第二个解锁期激励总人数 223 人，可解锁的限制性股票数量为 1344.80 万股，占公司股本总额的 1.04%；第三个解锁期激励对象总人数 215 人，可解锁的限制性股票数量为 1778.23 万股。

#### 3.4.2 第二次股权激励计划

2018 年 12 月 18 日，中顺洁柔发布公告推出股票期权与限制性股票的激励计划，作为公司第二次实行股权激励方案，本次激励计划扩大了激励范围，拟向激励对象授予权益总计 4481.6 万份，涉及的标的股票种类为人民币 A 股普通股，其中首次授予 3881.6 万份。

具体如下表 3.1 所示：

表 3.1 中顺洁柔公司第二期股权激励方案

时间	解锁比例	解锁条件	执行情况
2019 年	30%	2019 年与 2017 年相比，营业收入增长率不低于 41.6%	营业收入增长 43.04%，成功解锁股权激励计划
2020 年	30%	2020 年与 2017 年相比，营业收入增长率不低于 67.09%	营业收入增长 68.67%，成功解锁股权激励计划
2021 年	40%	2021 年与 2017 年相比，营业收入增长率不低于 94.03%	营业收入增长 97.27%，成功解锁股权激励计划

### 3.4.3 第三次股权激励计划

2022 年 12 月 21 日，中顺洁柔发布第三次激励计划，拟授予权益总计 4043.00 万份，其中，首次授予 3743.00 万份，预留授予 300.00 万份。首次授予的激励对象共计 694 人，包括公司董事、高级管理人员，以及董事会认为应当激励的其他人员，首次授予股票期权 1566.50 万份，限制性股票 2176.50 万股。首次及预留授予股票期权的行权价格为 9.48 元/股，首次及预留授予限制性股票的授予价格为 6.32 元/股。具体如下表 3.2 所示：

表 3.2 中顺洁柔公司第三期股权激励方案

时间	解锁比例	解锁条件
2023 年	40%	2023 年营业收入不低于 100 亿元
2024 年	30%	2024 年营业收入不低于 110 亿元
2025 年	30%	2025 年营业收入不低于 121 亿元

资料来源：《中顺洁柔限制性股票激励计划（草案）》（2022.12）

## 4 “去家族化”下中顺洁柔股权激励实施效果分析

股权激励不仅具备直接的激励作用，更能对企业经营者形成有效的监督机制。本章以前文的理论探讨为基础，将从市场反应、传统财务绩效以及非传统财务绩效三个方面，深入剖析中顺洁柔公司 2015 年、2018 年以及 2022 年这三次股权激励方案的实施效果。

本文聚焦中顺洁柔在 2014 年至 2022 年间的经营成果，特别是中顺洁柔在发布股权激励草案前后公司内外部的变化，着重分析 2015 年和 2018 年两次完成的股权激励计划，以及 2022 年新启动的股权激励计划的实施成效。

此外，在我国的生活用纸行业，维达国际、恒安国际和中顺洁柔并称为该行业三大龙头企业，并且维达国际和恒安国际在同期并未实行股权激励计划，因此本文在进行股权激励实施效果分析时，选取维达国际和恒安国际作为对标企业，以使分析结果更加直观、更有对比性。。

### 4.1 市场反应分析

信号传递理论表明，公司的各类活动会向市场释放积极或消极的信号，进而影响公司股价的波动。那么，中顺洁柔决定实施股权激励计划，这一事项作为一个家族企业变革性的举措，其影响也往往会在市场中有所反应。本文采用事件研究法，对中顺洁柔三次股权激励计划前后的市场表现进行了细致研究。本文通过计算中顺洁柔在 2015 年首次、2018 年第二次以及 2022 年第三次股权激励计划公告日前后的超额收益率和累计超额收益率，并深入观察了估计窗口期及事件窗口期内这些指标的变化趋势。通过这种方式，更准确地探究股权激励计划对企业短期市场反应的具体影响。此外，通过查阅相关新闻资料，我们确认在中顺洁柔三次股权激励方案发布当日，并未受到政策等外部因素的干扰，从而确保了研究结果的准确性和可靠性。

#### 4.1.1 第一次股权激励计划短期市场反应

中顺洁柔于 2015 年 10 月 21 日首次发布限制性股票激励计划草案，本文以该日为事件日。为了全面评估中顺洁柔股权激励计划草案的发布这一事件对公司股价的影响，本文设定了事件窗口期，即事件日前后各 10 个交易日，时间段为 2015 年 9 月 30 日至 2015 年 11 月 4 日，同时，为了估计在不受股权激励计划

影响的情况下的预期收益率，以便能够充分反映公司的基本面和市场环境，选取事件窗口期前 120 天作为估计窗口期。然而，在中顺洁柔的情况中，事件窗口期前 120 天内存在因为重大事件而停牌的期间，即 2015 年 6 月 1 日至 2015 年 7 月 13 日。为了避免这段停牌期对估计结果的影响，本文剔除这一区间，并将估计窗口期向前顺延相应的天数。因此，经过调整，对于本次中顺洁柔股权激励设计的估计窗口期为事件发生日前的 11 个交易日至前 151 个交易日。

如下图 4.1 所示：

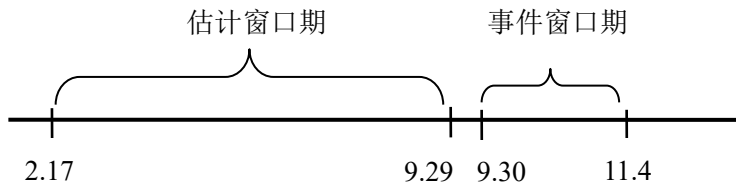


图 4.1 2015 年中顺洁柔股权激励事件轴

接着，通过巨潮资讯网获取深证指数和中顺洁柔股票交易数据，确定估计窗口期内深证成指市场收益率和中顺洁柔股票收益率，并以深证成指市场收益率建立股票收益率的回归模型，如图 4.2 所示：

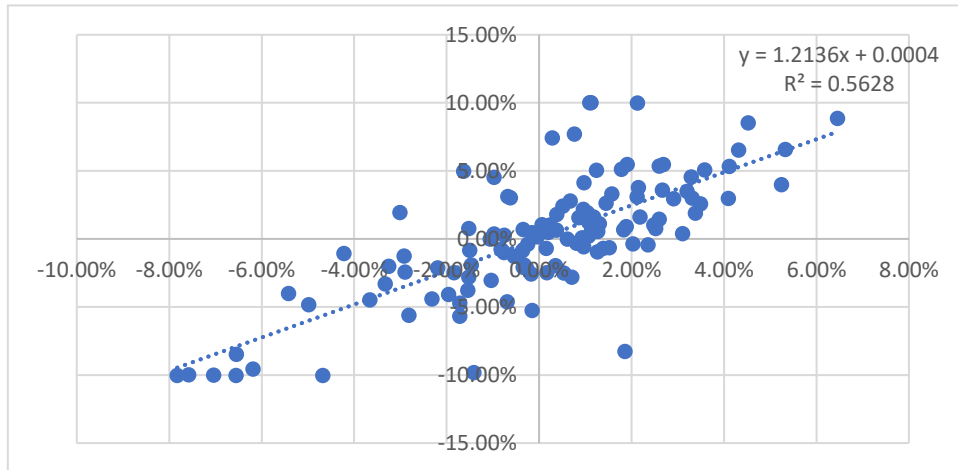


图 4.2 中顺洁柔 2015 年股权激励计划估计窗口期收益率线性拟合图

由此，可建立中顺洁柔股票收益率的预期模式，可得中顺洁柔股票在股权激励公告发布后前后的事件窗口期的预期收益率公式为：

$$R'_{it} = 1.2136R_{mt} + 0.0004$$

其中， $R'_{it}$ 表示事件窗口期内中顺洁柔股票预期收益率， $R_{mt}$ 表示事件窗口期内深圳成指市场收益率。据此，计算得出事件窗口期（2015年9月30日至2015年11月4日）中顺洁柔股票预期收益率如下表4.1所示：

表 4.1 中顺洁柔 2015 年股权激励计划时间窗口期内股票预期收益率

交易日期	窗口期	深证成指市场收益率	中顺洁柔股票预期收益率
2015/9/30	-10	0.003853	0.005075
2015/10/8	-9	0.040696	0.049789
2015/10/9	-8	0.013994	0.017383
2015/10/12	-7	0.039958	0.048893
2015/10/13	-6	0.007368	0.009342
2015/10/14	-5	-0.012738	-0.015058
2015/10/15	-4	0.030079	0.036903
2015/10/16	-3	0.012953	0.016120
2015/10/19	-2	0.001422	0.002126
2015/10/20	-1	0.018090	0.022354
2015/10/21	0	-0.058730	-0.070874
2015/10/22	1	0.035647	0.043661
2015/10/23	2	0.026391	0.032428
2015/10/26	3	0.007266	0.009219
2015/10/27	4	0.006044	0.007735
2015/10/28	5	-0.022458	-0.026855
2015/10/29	6	0.006291	0.008035
2015/10/30	7	-0.001782	-0.001763
2015/11/2	8	-0.020888	-0.024949
2015/11/3	9	-0.001481	-0.001397
2015/11/4	10	0.052866	0.064558

资料来源：巨潮资讯网

接着，将估计出的中顺洁柔股票的预期收益率与实际收益率做差，可以计算出超额收益率（AR）进而得出累计超额收益率（CAR），以此来衡量投资者对中顺洁柔2015年股权激励计划的态度。如下表4.2所示：

表 4.2 事件窗口期内中顺洁柔股票超额收益率与累计超额收益率

窗口期	预期收益率	实际收益率	超额收益率	累计超额收益率
-10	0.005075	-0.050948	-0.056023	-0.056023
-9	0.049789	0.051186	0.001397	-0.054626
-8	0.017383	-0.014252	-0.031634	-0.086261
-7	0.048893	0.046988	-0.001906	-0.088166
-6	0.009342	0.006904	-0.002438	-0.090604
-5	-0.015058	-0.040000	-0.024942	-0.115545
-4	0.036903	0.040476	0.003573	-0.111973
-3	0.016120	0.077803	0.061683	-0.050289
-2	0.002126	0.059448	0.057322	0.007033
-1	0.022354	-0.019038	-0.041392	-0.034360
0	-0.070874	-0.052094	0.018781	-0.015579
1	0.043661	0.100216	0.056555	0.040976
2	0.032428	0.096964	0.064536	0.105511
3	0.009219	0.011607	0.002389	0.107900
4	0.007735	-0.007061	-0.014796	0.093104
5	-0.026855	-0.042667	-0.015812	0.077292
6	0.008035	0.006500	-0.001536	0.075756
7	-0.001763	0.099631	0.101394	0.177150
8	-0.024949	-0.085570	-0.060621	0.116528
9	-0.001397	-0.061468	-0.060071	0.056457
10	0.064558	0.043011	-0.021547	0.034910

资料来源：巨潮资讯网

从市场的反应来看，中顺洁柔发布的股权激励计划公告显然得到了投资者的积极回应。在股权激励方案发布当日及其后的两日内，可以观察到超额收益率出现了显著的提升，这充分反映了市场对本次股权激励计划的乐观态度。这种积极的市场反应可能源于投资者对公司未来发展前景的信心，以及对股权激励计划能够激发管理层和员工积极性、提升公司业绩的期待。

然而，随着市场的逐步冷静和理性回归，从第四日开始，我们注意到超额收益率开始逐渐回落，甚至在第五日降为负数。这表明，虽然股权激励计划的发布在短期内对市场产生了较大的影响，但随着时间的推移，其影响力逐渐减弱，市场开始回归理性。

这一现象也符合市场的常态。在市场面对新的信息或事件时，往往会出现短期的过度反应，随后随着信息的消化和市场的适应，市场反应会逐渐趋于平稳。因此，虽然股权激励计划的发布在短期内对市场产生了积极影响，但公司的长期表现仍需依赖于其基本面和实际的经营成果。

据此，可以绘制出事件窗口期内中顺洁柔股票超额收益率和累计超额收益率的走势，如下图 4.3 所示：

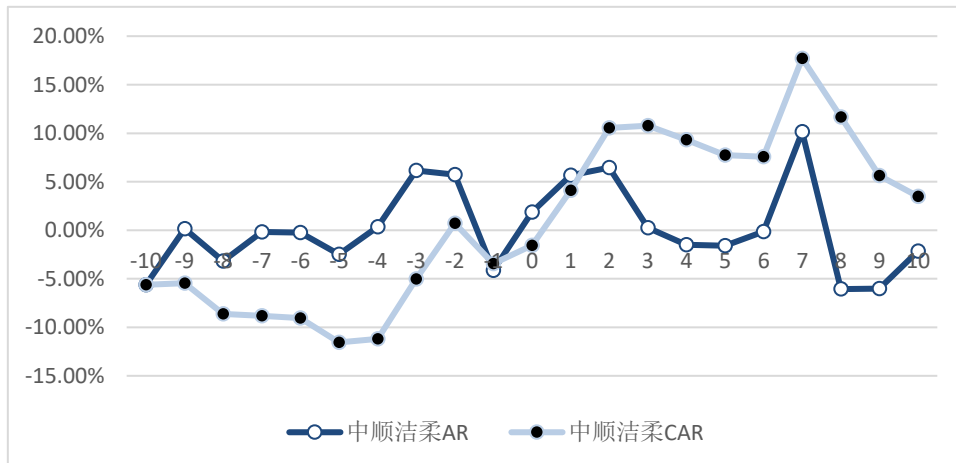


图 4.3 中顺洁柔股票超额收益率和累计超额收益率的走势

从累计超额收益率走势图中，可以清晰地观察到中顺洁柔股权激励方案发布后市场反应的具体情况。在方案发布后的前三日，公司的累计超额收益率呈现出逐日上升的趋势，这充分说明市场对此股权激励计划持有非常积极的态度。尽管在第四日和第五日，累计超额收益率有所下降，但其数值仍然远大于 0，这进一步印证了市场对中顺洁柔股权激励计划的正面评价。

投资者对本次股权激励计划的积极评价，可能源于他们对公司未来发展前景的信心，以及对股权激励计划能够激发管理层和员工积极性、提升公司业绩的期待。同时，这也反映出市场对中顺洁柔公司治理结构和管理团队的认可，认为公司能够通过有效的激励机制来推动企业的长期发展。

总的来说，中顺洁柔的股权激励计划得到了市场的积极响应和投资者的广泛认可，这对于公司的未来发展无疑是一个积极的信号。

### 4.1.2 第二次股权激励计划短期市场反应

2018年12月19日，中顺洁柔发布限制性股票激励计划草案，因此本文选用该日为事件日，以该事件日前后10个交易日作为事件窗口期，选取事件窗口期前120天作为估计窗口期。

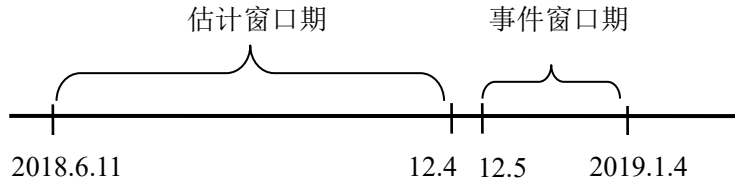


图 4.4 2018 年中顺洁柔股权激励事件轴

通过计算得出估计窗口期内深证成指市场收益率和中顺洁柔股票收益率，以此绘制窗口期收益率线性拟合图，如图 4.5：

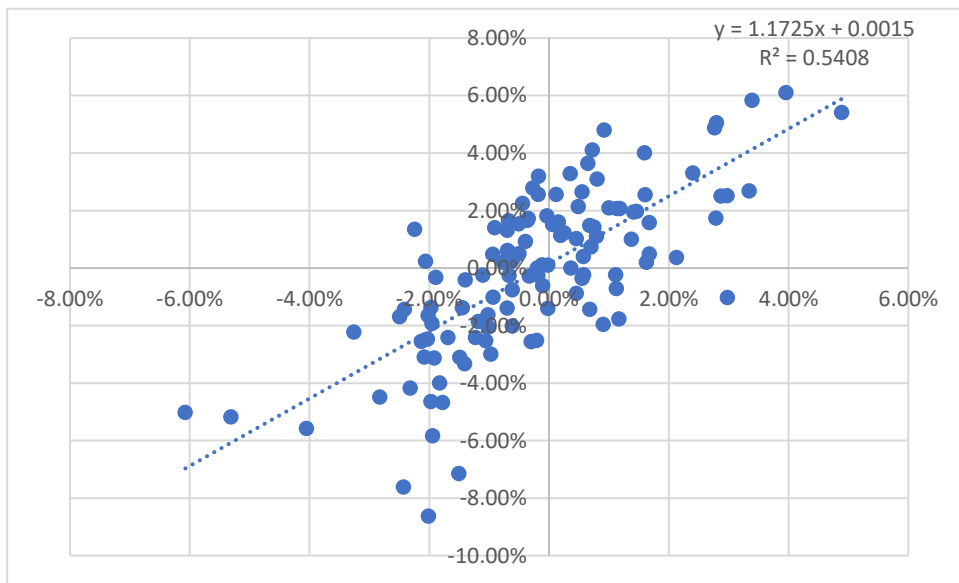


图 4.5 中顺洁柔 2018 年股权激励计划估计窗口期收益率线性拟合图

由此可得中顺洁柔股票在股权激励公告发布前后的事件窗口期的预期收益率公式为：

$$R'_{it} = 1.1725R_{mt} + 0.0015$$

据此，计算得出事件窗口期（2018年12月5日至2019年1月4日）中顺洁柔股票预期收益率如下表：



表 4.3 中顺洁柔 2018 年股权激励计划时间窗口期内股票预期收益率

交易日期	窗口期	深证成指市场收益率	预期收益率
2018/12/5	-10	-0.003169	-0.002216
2018/12/6	-9	-0.024401	-0.027110
2018/12/7	-8	-0.000149	0.001325
2018/12/10	-7	-0.014098	-0.015030
2018/12/11	-6	0.007940	0.010809
2018/12/12	-5	0.001641	0.003425
2018/12/13	-4	0.014293	0.018258
2018/12/14	-3	-0.022847	-0.025288
2018/12/17	-2	-0.004850	-0.004187
2018/12/18	-1	-0.008208	-0.008124
2018/12/19	0	-0.014824	-0.015882
2018/12/20	1	0.001044	0.002725
2018/12/21	2	-0.011963	-0.012527
2018/12/24	3	0.007491	0.010283
2018/12/25	4	-0.008145	-0.008050
2018/12/26	5	-0.005837	-0.005344
2018/12/27	6	-0.010180	-0.010436
2018/12/28	7	0.003389	0.005473
2019/1/2	8	-0.012503	-0.013160
2019/1/3	9	-0.008368	-0.008312
2019/1/4	10	0.027562	0.033817

资料来源：巨潮资讯网

接着，求出超额收益率（AR）与累计超额收益率（CAR），如下表 4.4：

表 4.4 事件窗口期内中顺洁柔股票超额收益率与累计超额收益率

窗口期	预期收益率	实际收益率	超额收益率	累计超额收益率
-10	-0.002216	-0.009009	-0.006793	-0.006793
-9	-0.027110	-0.010227	0.016883	0.010090
-8	0.001325	0.021814	0.020489	0.030579
-7	-0.015030	-0.013483	0.001547	0.032126
-6	0.010809	0.003417	-0.007393	0.024733
-5	0.003425	0.003405	-0.000019	0.024714
-4	0.018258	0.022624	0.004366	0.029080

续表 4.4 事件窗口期内中顺洁柔股票超额收益率与累计超额收益率

窗口期	预期收益率	实际收益率	超额收益率	累计超额收益率
-3	-0.025288	0.002212	0.027501	0.056581
-2	-0.004187	-0.023179	-0.018992	0.037589
-1	-0.008124	-0.027119	-0.018995	0.018594
0	-0.015882	-0.025552	-0.009670	0.008924
1	0.002725	-0.005959	-0.008684	0.000240
2	-0.012527	0.009592	0.022119	0.022359
3	0.010283	0.049881	0.039599	0.061957
4	-0.008050	-0.011312	-0.003262	0.058695
5	-0.005344	-0.001144	0.004200	0.062896
6	-0.010436	-0.003436	0.007000	0.069895
7	0.005473	-0.020690	-0.026163	0.043732
8	-0.013160	-0.034038	-0.020877	0.022855
9	-0.008312	-0.007290	0.001021	0.023876
10	0.033817	-0.001224	-0.035041	-0.011164

资料来源：巨潮资讯网

根据表 4.4 可绘制出事件窗口期内中顺洁柔股票超额收益率和累计超额收益率的走势图，如图 4.6 所示：

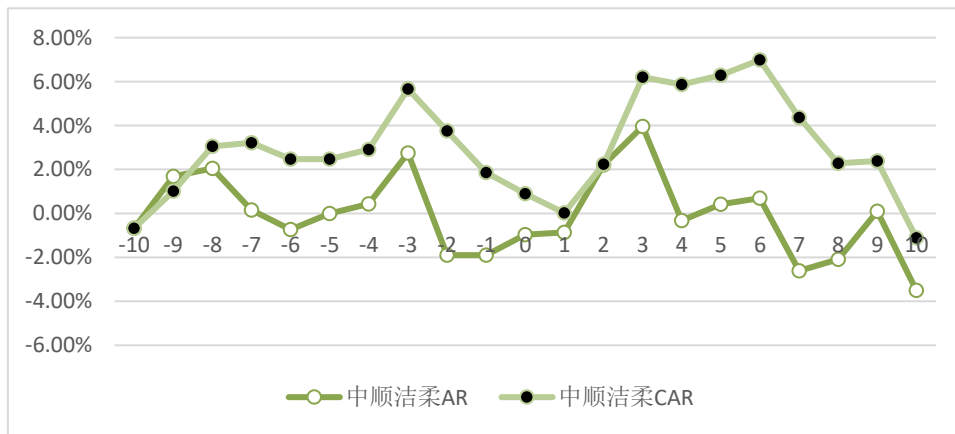


图 4.6 中顺洁柔股票超额收益率和累计超额收益率的走势图

从图 4.6 可以看出，中顺洁柔在发布 2018 年股权激励计划公告的前 10 日，超额收益率就已出现波动上升的趋势。在中顺洁柔草案宣告后的第二天，超额收益率开始大幅提升，累计超额收益率也持续飙升，在宣告日后的第六天，累

计超额收益率达到最高值，最高达 6.99%。即使之后累计超额收益率便开始了下跌，但在整个窗口期内，中顺洁柔的累计超额收益率除最后一天外均保持正值，这也说明在此期间内公司股价表现优异，该事件带来了积极的短期市场反应。从公告后的第 10 日开始，累计超额收益率变为负值，这确实主要反映了投资者心理开始逐渐趋于理性的变化。在股权激励计划发布初期，市场往往受到新信息的刺激，出现较为强烈的反应，但随着时间的推移和信息的逐步消化，投资者会基于公司的实际业绩、行业前景以及市场环境等多方面因素进行更为理性和全面的评估。

#### 4.1.3 中顺洁柔第三次股权激励计划

2022 年 12 月 21 日，中顺洁柔发布限制性股票激励计划草案，因此本文选用该日为事件日，以该事件日前后 10 个交易日作为事件窗口期，选取事件窗口期前 120 天作为估计窗口期。

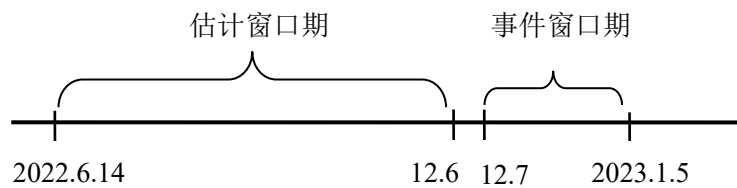


图 4.7 2022 年中顺洁柔股权激励事件轴

通过计算得出估计窗口期内深证成指市场收益率和中顺洁柔股票收益率，以此绘制估计窗口期收益率线性拟合图，如图 4.8:



图 4.8 中顺洁柔 2022 年股权激励计划估计窗口期收益率线性拟合图

据此，得出中顺洁柔股票在事件窗口期的预期收益率公式为：

$$R'_{it}=0.958R_{mt}+0.0007$$

据此，计算得出中顺洁柔股权激励计划草案发布前后十天内，股票预期收益率如下表：

表 4.5 中顺洁柔 2022 年股权激励计划时间窗口期内股票预期收益率

交易日期	窗口期	深证成指市场收益率	预期收益率
2022/12/7	-10	0.001750	0.002376
2022/12/8	-9	-0.002537	-0.001731
2022/12/9	-8	0.009815	0.010102
2022/12/12	-7	-0.008907	-0.007833
2022/12/13	-6	-0.006617	-0.005639
2022/12/14	-5	-0.000167	0.000540
2022/12/15	-4	0.003206	0.003771
2022/12/16	-3	-0.005554	-0.004620
2022/12/19	-2	-0.015080	-0.013746
2022/12/20	-1	-0.015783	-0.014420
2022/12/21	0	-0.003382	-0.002540
2022/12/22	1	-0.003279	-0.002441
2022/12/26	3	0.011922	0.012121
2022/12/27	4	0.011615	0.011827
2022/12/28	5	-0.008641	-0.007578
2022/12/29	6	-0.001282	-0.000528
2022/12/30	7	0.001780	0.002405
2023/1/3	8	0.009182	0.009496
2023/1/4	9	-0.001957	-0.001175
2023/1/5	10	0.021328	0.021132

资料来源：巨潮资讯网

根据求出的中顺洁柔事件窗口期的预期收益率，再计算得出超额收益率与累计超额收益率，并绘制出事件窗口期内中顺洁柔股票超额收益率和累计超额收益率的走势图，如下表 4.6 以及下图 4.9：

表 4.6 事件窗口期内中顺洁柔股票超额收益率与累计超额收益率

窗口期	实际收益率	预期收益率	超额收益率	累计超额收益率
-10	0.015306	0.002376	0.012930	0.012930
-9	-0.005025	-0.001731	-0.003295	0.009635
-8	0.066498	0.010102	0.056396	0.066031
-7	-0.014996	-0.007833	-0.007163	0.058868
-6	0.032853	-0.005639	0.038492	0.097360
-5	0.051202	0.000540	0.050663	0.148023
-4	-0.020664	0.003771	-0.024435	0.123587
-3	0.000000	-0.004620	0.004620	0.128208
-2	-0.028636	-0.013746	-0.014890	0.113318
-1	-0.024825	-0.014420	-0.010405	0.102913
0	0.021480	-0.002540	0.024020	0.126933
1	0.073988	-0.002441	0.076429	0.203361
2	-0.006526	-0.001649	-0.004877	0.198484
3	-0.014599	0.012121	-0.026720	0.171764
4	0.040000	0.011827	0.028173	0.199938
5	-0.016382	-0.007578	-0.008803	0.191134
6	-0.003621	-0.000528	-0.003092	0.188042
7	-0.001453	0.002405	-0.003859	0.184183
8	-0.023290	0.009496	-0.032786	0.151397
9	0.019374	-0.001175	0.020549	0.171946
10	0.000000	0.021132	-0.021132	0.150815

资料来源：巨潮资讯网

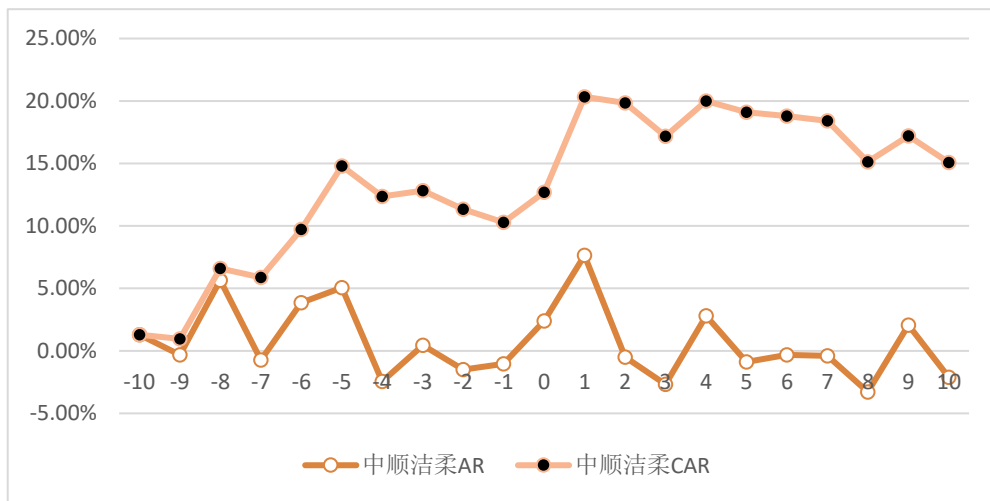


图 4.9 中顺洁柔股票超额收益率和累计超额收益率的走势

通过观察图 4.9，可以清晰地看到在中顺洁柔公布 2022 年版股权激励计划草案的前两日，超额收益率已经开始呈现小幅度上升趋势，这无疑是市场发出的一个利好信号。而在公告日当天，中顺洁柔的超额收益率高达 2.40%，累计超额收益率也达到了 12.69%，这一数据充分说明了市场对这次股权激励计划的积极反应。更值得一提的是，在公告后的第二天，超额收益率出现了大幅上升，这进一步体现了股权激励计划公布后，中顺洁柔的股价总体表现非常良好，得到了市场投资者的热烈反馈。而且，其累积超额收益率在事件期内连续 10 天都保持正值，这相比于前两次股权激励计划，显然带来了更长久且强烈的正向市场反应。

这一现象充分说明了市场投资者对本次股权激励计划的认可和支持。他们看好这次计划能够激发公司管理层的积极性，提升公司的整体业绩，从而为公司带来更好的发展前景。因此，资本市场给予了积极的反馈，中顺洁柔的股价也得以提升。

## 4.2 经济增加值分析

传统的会计盈余指标，仅仅基于特定的时间和投入进行计算，未能全面考虑资金投入的规模、时间、成本及风险等因素。而 EVA（经济附加值）则提供了一个全新的视角，它站在普通投资者的角度，评估公司在某段时间内的盈利表现。只有当公司的净收益高于社会平均收入，并超过其投入资本时，我们才能称之为“增值”。因此，EVA 为企业评估提供了更为全面和深入的视角，在评估公司业绩时，可以将经济增加值纳入考虑。

通过计算得出中顺洁柔 2014 年-2022 年税后净营业利润、资本总额和加权平均资本成本率的值并结合经济附加值的计算公式，可以整理统计出中顺洁柔的 EVA 值，具体数据见下表 4.7:

表 4.7 2014-2022 年中顺洁柔 EVA 值计算

年份	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022
项目									
税后净营业利润	15,3677.20	16,378.12	24,758.72	35,181.47	37,544.60	54,575.83	76,238.45	86,171.35	94,467.44
(万)									
资本总额 (万)	355,2067.50	377,650.96	352,218.83	427,882.88	375,326.19	406,240.88	485,604.66	571,807.38	617,207.83
加权平均资本成本率	2.35%	2.63%	2.91%	3.77%	4.26%	3.08%	3.49%	3.44%	3.38%
EVA 值 (万)	5,526.75	6,445.90	16,622.47	19,050.29	21,555.70	42,063.61	59,290.85	65,821.18	73,745.82

资料来源：巨潮资讯网

自 2015 年中顺洁柔首次实施股权激励以来，其经济附加值在 2016 年实现了显著增长，同比增长率高达 157.88%。这一增长不仅得益于股权激励方案的实施，也得益于中顺洁柔在研发上的持续创新、线上线下相结合的方式不断开拓销售渠道、把控质量营造良好口碑凝聚品牌效力以及减少成本耗费的多项举措，这些都共同促使了中顺洁柔在 2016 年经济附加值的飞跃式增长。股权激励方案可以给予高管更多的动力投身创新和研发，对于高管立足公司长远发展大胆创新举措有着积极的作用。但同时也要从中看到，中顺洁柔在首次股权激励计划时候后，经济增加值虽然出现了快速的增长，但在后期的行权期内，经济增加值增长率出现了回落，这表明股权激励带来的效果并非是持续加大的。

### 4.3 财务绩效分析

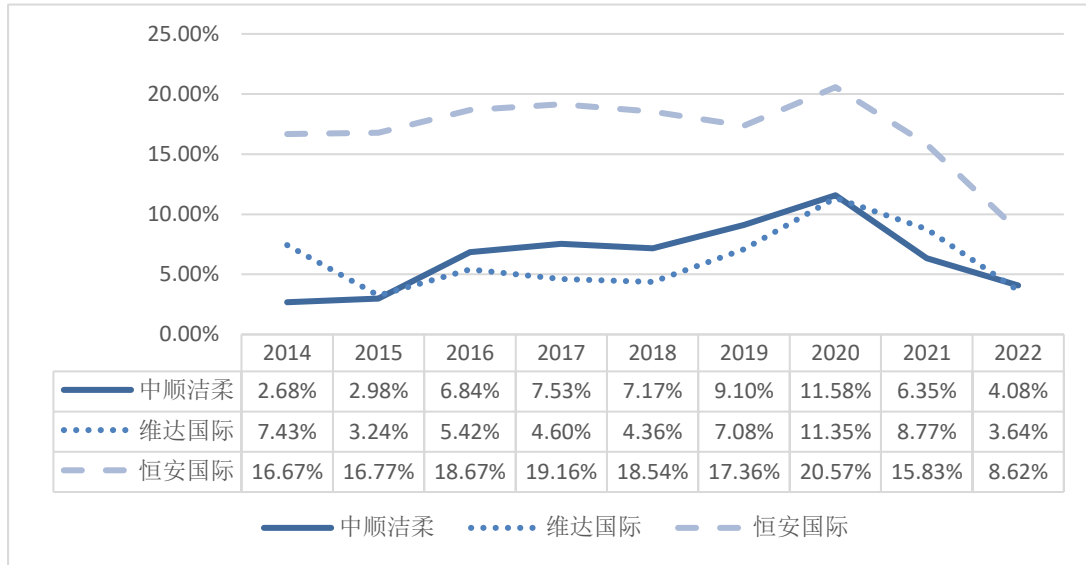
#### 4.3.1 盈利能力分析

本文将从净资产收益率、总资产报酬率两个方面来分析中顺洁柔的盈利能力。目前，我国生活用纸行业第一梯队的企业主要为恒安国际、维达国际、金红叶以及中顺洁柔，本文通过将同行业具有代表性的维达国际及恒安国际的经营情况纳入对比分析，以此更好地展现中顺洁柔股权激励的实施效果。

在评估公司的经营效益时，净资产收益率作为一个核心指标，能够揭示出公司股权资本的获利能力，即公司在去除负债后，实际能为股东创造的利润。然而，为了更精确地反映中顺洁柔的经营情况，本文特别选取了扣除非经常性损益后的净资产收益率作为分析依据。这是因为非经常性损益通常指那些与企业的主营业务无直接关联的偶然性收支，或是虽然与业务相关但会对正常利润造成干扰、具有误导性的损益。通过排除这些非经常性因素，我们可以更加准确地分析中顺洁柔净资产的真实获益状况，从而更全面地评价其经营绩效。

本文选取 2014 年-2022 年中顺洁柔、维达国际以及恒安国际的净资产收益率数据进行对比分析，具体如图 4.10:



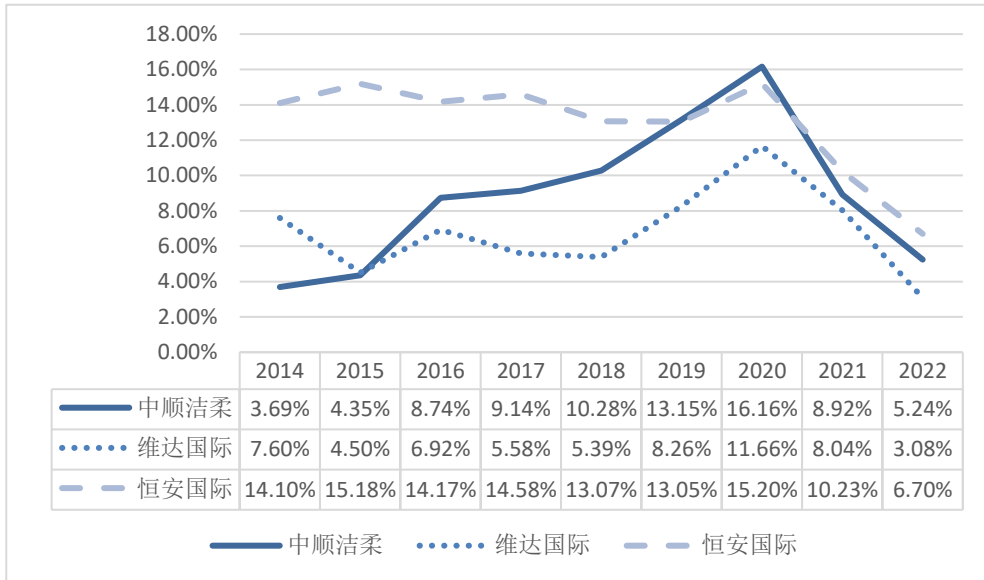


资料来源：前瞻眼网站

图 4.10 净资产收益率对比

观察图 4.10，我们可以发现，中顺洁柔在 2015 年和 2018 年两次股权激励实施后，其净资产收益率有了显著且持续提升。特别是在 2015 年，该指标从 2.98% 大幅跃升至 6.84%，并在同年超越了维达国际。这一显著增长不仅得益于股权激励的推动，还归功于中顺洁柔在销售渠道拓展方面的努力。2015 年，公司成功将单一的经销模式扩展为包括传统经销商、大型连锁卖场、商用消费品、电商、新零售和母婴在内的六大销售渠道，并引入原金红叶的销售团队，这些举措极大地推动了销售业绩的提升，同时也为公司未来盈利能力持续增长打下坚实的基础。此外，这三次股权激励计划持续叠加，在时间上呈现连续性，这种实施方式进一步强化了其长期激励效果。

至于总资产报酬率，它反映了企业利用全部资产创造息税前利润的能力，是评估企业资产运营绩效的关键指标。本文选取 2014 年-2022 年中顺洁柔、维达国际以及恒安国际的总资产报酬率数据进行对比分析，具体如图 4.11：



资料来源：前瞻眼网站

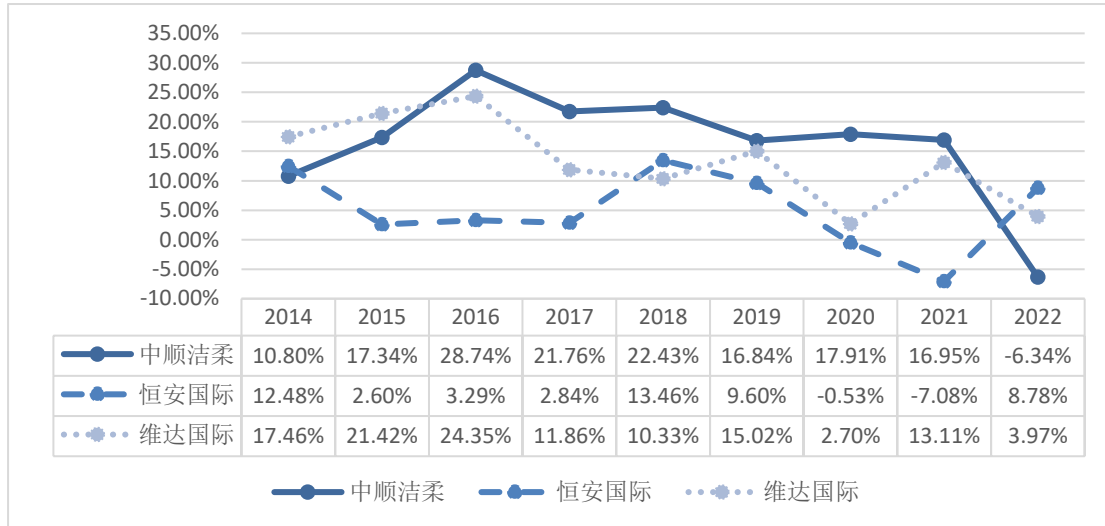
图 4.11 总资产报酬率对比

根据图 4.11 所展示的数据，可以观察到，中顺洁柔在 2014 年至 2015 年期间的总资产报酬率保持在较低水平。然而，自 2015 年首次实施股权激励计划后，公司的总资产报酬率出现了显著的增长，从 2015 年的 3.69% 大幅跃升至 2016 年的 8.74%，实现了翻倍的增长。而在 2018 年第二次股权激励计划启动后，这一增长趋势更是进一步加速。值得一提的是，中顺洁柔的总资产报酬率在 2019 年甚至超越了维达国际和恒安国际，跃居行业首位。

综上所述，可以看出，中顺洁柔在实施三次股权激励计划的期间，公司高层管理人员的各项举措取得了积极的效果，公司的盈利能力也得到了显著提升。

### 4.3.2 发展能力分析

营业收入增长率，是用来评估企业的发展能力的重要参考，是指企业本年度营业收入增长额在上年度营业收入总额中的占比。本文选取 2012 年-2022 年中顺洁柔、维达国际以及恒安国际的营业增长率进行对比分析，判断其发展能力，具体如图 4.12：



资料来源：前瞻眼网站

图 4.12 营业增长率对比

经过详细计算，可以发现中顺洁柔与恒安国际以及维达国际相比，在营业收入增长率方面的表现呈现出一定的波动性。具体来说，在 2015 年，中顺洁柔通过实施股权激励等一系列内部调整措施，当年，公司的营业收入增长达到了 17.34%，并成功超越了维达国际。到了 2016 年，这一增长率更是攀升至 28.74%。尽管之后几年中，受原材料价格影响、大环境经济影响以及区域市场竞争加剧等因素的制约，中顺洁柔的营业收入增长率在 2017 至 2019 年间开始放缓，但总体上仍维持在 15% 以上的较高水平。

2018 年的股权激励计划将大量创新人才和技术人才纳入激励范围，不断研发新产品投入市场，针对不同消费人群推出了不同生活用纸品牌，并制定了不同价位的价格，并通过更新生产线等多种方式实现降本增效，对于应对上述制约中顺洁柔经济发展的各种因素造成的负面影响起到了积极作用。在股权激励计划推出后的行权期内，中顺洁柔的营业收入增长率呈现出回升趋势。然而，到了 2022 年，公司的营业收入首次出现了负增长。为应对这一挑战，中顺洁柔在当年年底宣布了第三次股权激励草案，将股权激励方案常态化进行，促进股权激励实现长效机制。

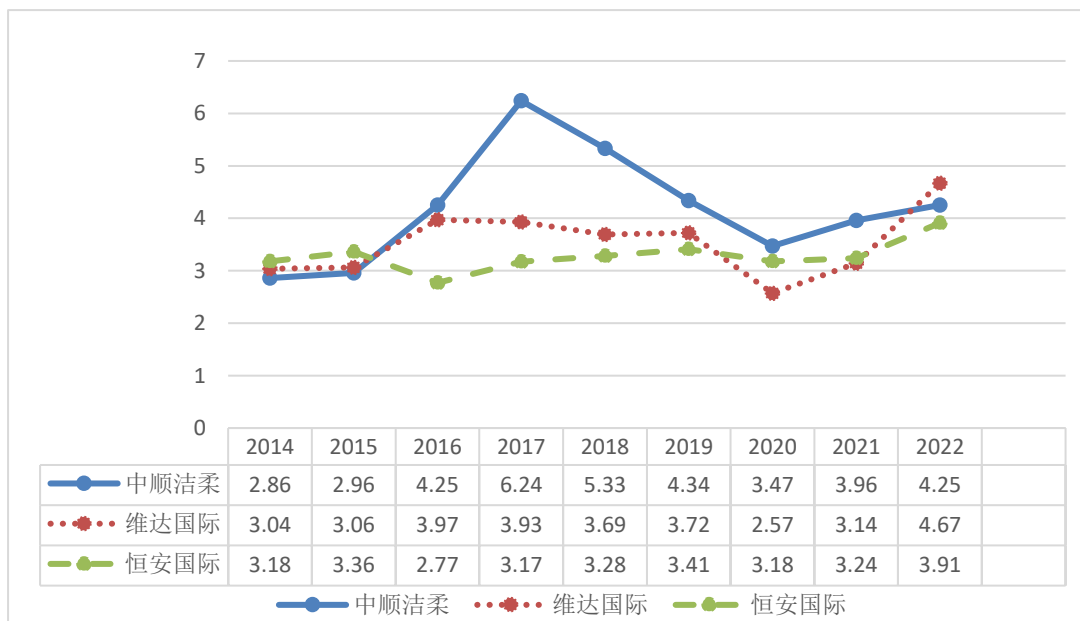
由此可见，股权激励计划的运用对于中顺洁柔提高营业收入具有积极作用，为企业持续稳步发展提供了动力。通过不断调整和优化股权激励方案措施，中顺洁柔有望在激烈的市场竞争中保持领先地位，实现更加稳健的发展。

### 4.3.3 营运能力分析

营运能力，作为评估企业经营运行状况的重要指标，直接反映了企业对资金的利用效率以及对资源的合理配置情况。本文通过深入分析中顺洁柔存货周转率的变化，来探讨两次股权激励期间其营运能力的变动情况。

存货周转率，作为衡量企业存货管理效率的关键指标，它反映了企业主营业务成本与平均存货余额之间的比率。对于生活用纸行业，该比率直接关系到企业的运营效率和成本控制。一方面，如果企业的产能超过市场需求，就可能导致存货积压，进而增加仓储、管理等成本，给企业带来不必要的负担。另一方面，如果存货不足，又可能影响企业的销售，甚至损害品牌形象和口碑。因此，如何精准调配销售与库存之间的关系，成为了中顺洁柔在营运管理中必须面对的重要课题。

在两次股权激励期间，中顺洁柔的营运能力发生了显著的变化。随着股权激励计划的实施，公司的管理层和员工积极性得到了有效提升，这也直接反映在了存货周转率的变化上。通过优化生产计划、加强供应链管理以及提升销售预测精度，中顺洁柔成功实现了存货周转率的提升，既避免了存货积压带来的成本增加，又确保了销售的顺利进行，从而维护了良好的品牌形象和口碑。



资料来源：前瞻眼网站

图 4.13 存货周转率对比

如图 4.13 所示，中顺洁柔 2014 至 2017 年间存货周转率显著提升，自 2018 年起，中顺洁柔的存货周转率出现了回落，尽管如此，其存货周转率仍领先于维达国际和恒安国际，存货周转天数也保持在行业的前列。

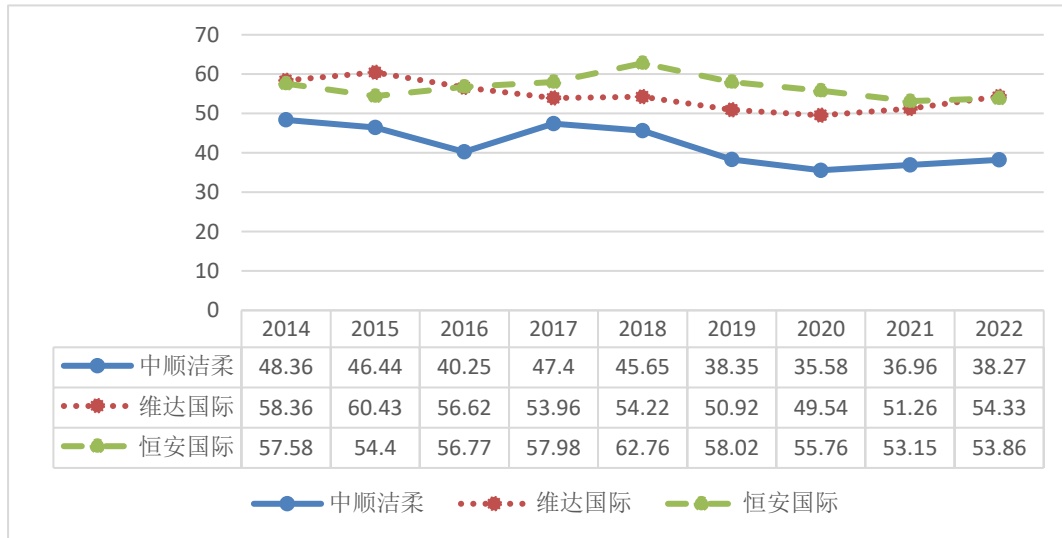
通过分析以及查阅相关的背景资料可知，中顺洁柔在 2018 年后出现存货周转率下降现象的原因，与行业内竞争的加剧密切相关。尽管中顺洁柔在 2015 年和 2018 年分别实施了股权激励计划，但值得注意的是，第一次股权激励对存货周转率的提升起到了明显的附和作用，而第二次股权激励在提升存货周转率方面并未表现出显著的效果。这可能意味着股权激励计划对于存货管理效率的提升并非一蹴而就，其效果可能受到多种因素的影响。

### 4.3.4 偿债能力分析

本文选用资产负债率、流动比率、速动比率三个指标来分析中顺洁柔 2014-2022 年度偿债能力情况。

#### 4.3.4.1 资产负债率对比分析

资产负债率是企业当年的总负债及总资产的比值，其数值与企业偿还债务的能力成反比，反映了企业运营债务资金的能力，同时也可以为债权人的投资提供参考。中顺洁柔公司与同行业恒安国际以及维达国际 2014 年至 2022 年的资产负债率对比情况如下图 4.14 所示



资料来源：前瞻眼网站

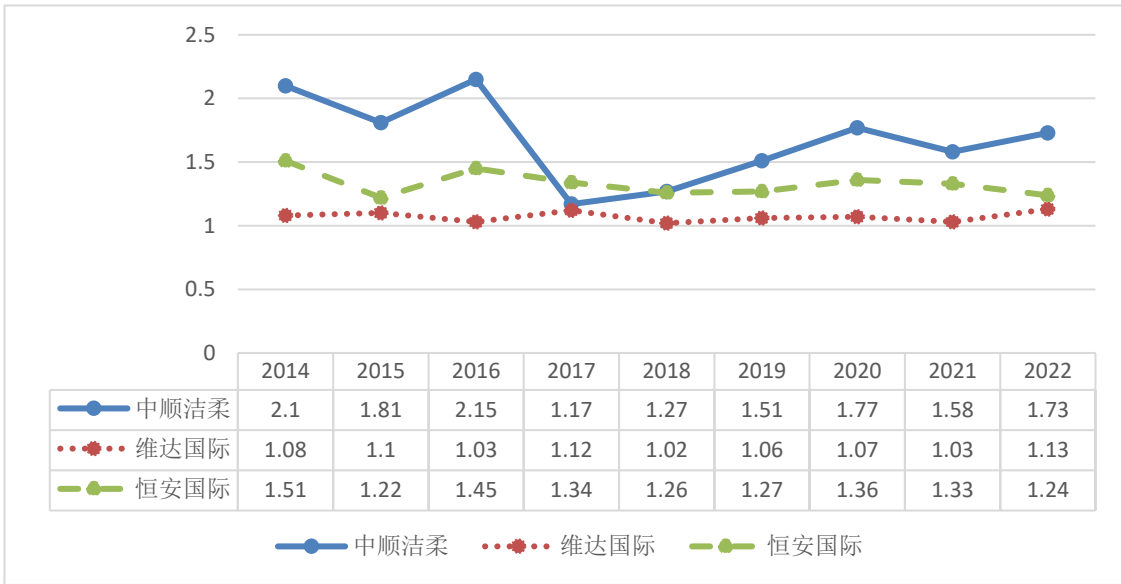
图 4.14 资产负债率对比

从图 4.14 可以看出，2014-2022 年间，中顺洁柔资产负债率总体趋势是下降的。而 2017 年中顺洁柔的资产负债率之所以出现上升的情况，主要是由于借入了五亿元的短期借款导致的，借该笔款项的目的是为了偿还即将到期的八亿元的长期借款。总的来说，中顺洁柔的资产负债率长期保持在 50% 以下，具备较好的长期偿债能力。这种稳健的企业态势，离不开管理层对各项事务的高质量管理。特别是通过 2015 和 2018 年两次股权激励计划，中顺洁柔成功将企业的利益与员工利益紧密相连，使双方利益愈加趋向一致化，推动公司逐步摆脱家族化的管理模式，显著增强了中顺洁柔公司管理层的治理效能。然而，需要指出的是，尽管实施了股权激励计划，中顺洁柔的资产负债率指标并没有因此而出现明显的升降变化。

#### 4.3.4.2 流动比率和速动比率对比分析

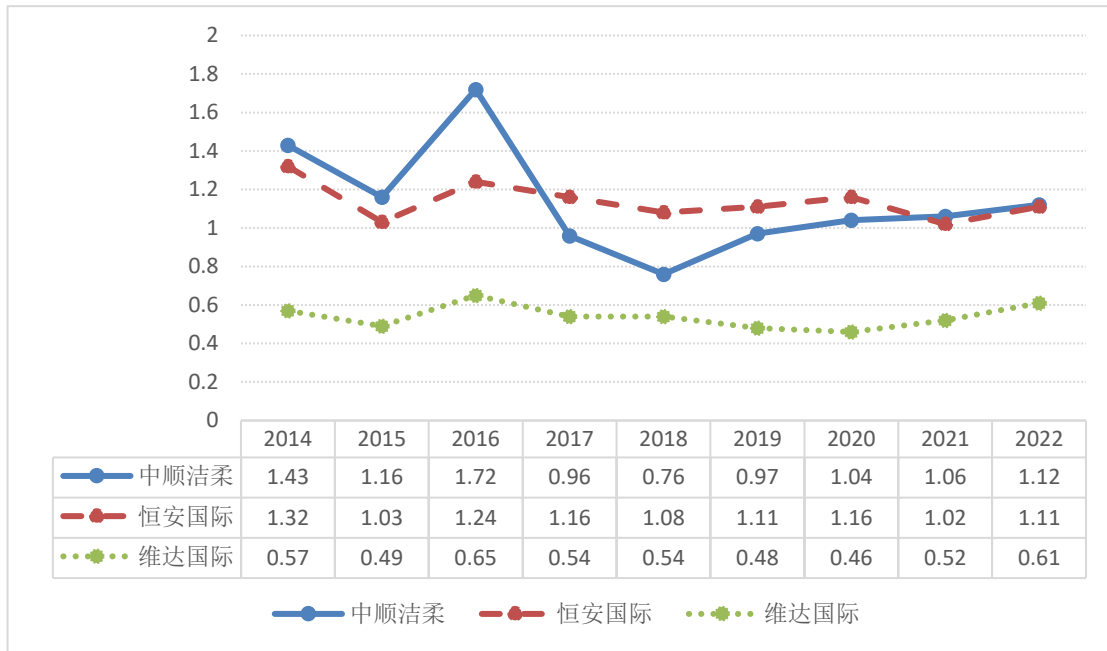
流动比率是衡量企业流动资产相对于短期负债的覆盖程度，它反映了企业利用流动资产偿还短期债务的能力。流动比率的数值越高，意味着企业短期偿债能力越强，从而能够更有效地抵御短期负债带来的压力。然而，流动比率并非越高越好，过高的流动比率可能意味着企业资金利用不够充分，导致资金利用效率低下。一般而言，适合我国企业的流动比率为 1.5 左右，这一水平能够在保障短期偿债能力的同时，确保资金的合理使用。

与流动比率类似，速动比率也是评估企业短期偿债能力的重要指标。它主要关注企业速动资产（即流动资产减去存货等不易迅速变现的资产）对短期债务的覆盖程度。适合我国企业发展的速动比率通常在 1 左右，这一数值能够较为准确地反映企业的短期偿债实力。速动比率过大或过小都不利于准确体现企业的短期偿债能力，因此企业需要合理控制速动比率，确保短期债务得到有效偿还。



资料来源：前瞻眼网站

图 4.15 流动比率对比



资料来源：前瞻眼网站

图 4.16 速动比率对比

根据图 4.15 可以看出，中顺洁柔的流动比率在过去年份，特别是 2017 年之前，经历了较大的波动，但近年来逐渐稳定，维持在约 1.5 的水平。同样地，图 4.16 可以看出，中顺洁柔的速动比率与流动比率的变化趋势基本一致，在 2017

年后，两者均趋于稳定，大致保持在 1.0 的水平。针对 2017 年这一时间点，通过查阅相关资料可知，此前中顺洁柔为了扩大产能，资金需求增加，导致资金状况略显紧张，因此需通过短期借款来应对资金周转问题，尤其是为偿还 2018 年的 8 亿多元长期债务，中顺洁柔临时借入了 5 亿元的短期资金。

总体来看，中顺洁柔的短期偿债能力在两次股权激励后表现相对稳定，2017 年的特殊情况除外。这表明中顺洁柔股权激励计划激发了管理层和核心人员的积极性，让被激励对象能够更好的向着推动公司良好发展的目标而努力奋斗，进而促进了中顺洁柔偿债能力的稳步发展。

#### 4.4 非财务绩效分析

非财务指标分析也是至关重要的。股权激励的对象是主观群体，而财务指标分析是客观群体，单从财务指标角度进行分析并不能完全反应出企业的经营绩效。因此需要在对财务指标进行分析时，加入一些非财务指标。这样才能更加全面、代表地反应企业的经营绩效。不过非财务数据大多数在统计中较难获取，存在一定的不确定性。非财务指标大多从创新能力、人员变动等方面进行分析。

##### 4.4.1 创新能力

根据前文文献梳理和相关理论知识可知，股权激励能使管理者摆脱“无过便是功”的庸碌思维，将眼光放得更加长远，更热衷于将资金投入研发和创新，扩大企业的市场规模，提高市场占有率。研发投入便是衡量公司创新情况的指标之一。

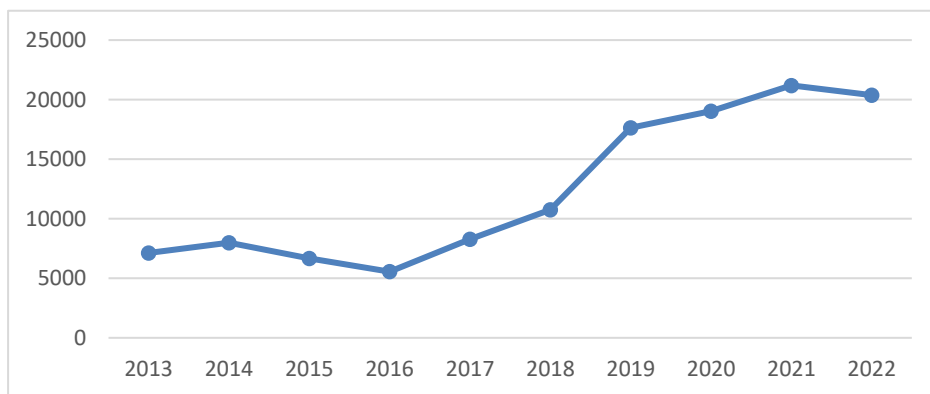


图 4.17 中顺洁柔研发费用变化情况



如上图 4.17 所示，中顺洁柔在研发费用的投入上展现出逐年递增的总体态势，这深刻反映了公司对于创新发展的持续关注和对于产品创新的重视，无论是“洁柔”还是“太阳”，针对不同消费人群推出不同系列的生活用纸产品，满足不同人群的购买力以及购买需求，充分体现了中顺洁柔不仅将费用应用于研发，更是在前期充分调研掌握了消费群体的不同需求后确定了研发方向。在 2015 年之前，中顺洁柔研发费用的趋势变化相对平缓，但自 2015 年实施股权激励以来，研发费用的增速便出现了显著的转变。而在中顺洁柔 2018 年启动的第二次股权激励更是促使这一涨幅持续加强。由此可见，股权激励不仅有助于提升公司的研发投入，而且对于提高公司的创新能力同样起到了积极的推动作用。

此外，不仅是线下门店数的增长方面，在渠道推广方面，公司也取得了显著进展，原先的五大区域已细化为九大区域，经销商数量从 2015 年的 1000 家显著增长到 2022 年的近三千家，这一系列的举措都显著提升了公司的市场覆盖能力和销售效率。这些都展现了中顺洁柔股权激励对于推动高管进行创新改革的积极作用。

#### 4.4.2 员工情况

经济的发展持续推动人才的重要性上升，逐渐成为组织发展中不可或缺的关键因素。在这个背景下，股权激励作为一种高效的人才吸引策略，被众多企业所采纳。特别值得一提的是，中顺洁柔的股权激励计划独具匠心，预留了部分股票，旨在激励那些尚未纳入激励名单的员工，这一举措无疑增强了激励机制的完善性和包容性。

##### 4.4.2.1 稳定人才效果分析

中顺洁柔推行股权激励计划，旨在吸引并稳固人才资源。通过向计划参与者发放限制性股票，提升其薪酬水平，以期稳固核心人才。

直至 2015 年股权激励计划草案公布之前，中顺洁柔相继失去了两名高级管理人员和两名非独立董事，高管流失问题愈发凸显。而高管和核心骨干人才，作为重要的人力资本，在推动企业长远发展中起着举足轻重的作用。科学的股权激励机制能够产生显著的激励效果，有助于提升员工的工作积极性。

然而，从实施效果来看，中顺洁柔的股权激励计划在稳定参与人员方面表现并不理想。该计划包括首次授予和预留股票两部分，共计有 253 人参与，其

中首次授予 199 人，预留股票 54 人。但值得注意的是，在计划实施过程中，公司多次发布回购注销部分限制性股票的公告。例如，2016 年 10 月 24 日公告显示，在第一期解锁前已有 10 名激励对象离职；2017 年 6 月 30 日再次公告，因 11 名激励对象离职不符合授予条件而回购股票。此外，2018 年 5 月 18 日和 2019 年 4 月 18 日公司又分别因 9 名和 8 名员工离职回购了部分限制性股票。在短短三年内，离职的激励员工人数已达 38 人，占激励总数的 15%。由此可见，尽管股权激励计划的初衷是稳定人才，但实际效果却不尽如人意。

表 4.8 中顺洁柔高管离职

年份	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022
高管离职人数	5	9	1	2	2	0	8	5	1

数据来源：中顺洁柔 2014 年至 2022 年年报

虽然针对员工的激励情况并不算乐观，从表 4.8 的数据可以观察到，中顺洁柔自 2015 年首次实施股权激励计划以来，高管离职情况显著得到改善。经过查阅中顺洁柔相关公告与新闻信息，可以看出，在 2015 年后，高管离职的原因多数系任期届满后的正常离职。到了 2020 年，尽管高管离职人数有所回升，但这主要源于中顺洁柔作为邓氏家族掌控的企业，当年推行了“去家族化”策略，致使包括董事长邓颖忠在内的五名邓氏家族高管离职。除此之外，另有三名高管亦因任期届满而离职。

综上所述，中顺洁柔已实施完成的两次股权激励计划加上 2022 年刚实施的第三次股权激励方案的叠加效应十分显著，有效缓解了 2015 年之前核心高管频繁离职的困境，显著降低了高管离职率。中顺洁柔股权激励方案的实施，为企业稳住了稀缺性人力资本，为公司的稳定发展提供了有力支持。因此，尽管过程中存在个别年份的离职高峰，但整体来看，股权激励计划在中顺洁柔的人力资源管理中发挥了积极的稳定作用。

#### 4.4.2.2 员工积极性

表 4.9 2018 年中顺洁柔股权激励解锁情况

解锁阶段 解锁比例	第一次解锁人数分布	第二次解锁人数分布	第三次解锁人数分布
100%	212	186	191
80%≤X<100%	26	36	24
X<80%	0	1	0
合计	238	223	215
未完全解锁占比	10.92%	16.59%	11.16%

数据来源：中顺洁柔 2023 回顾 2018 的股权激励

根据上表 4.9 中顺洁柔发布的股权激励计划解锁公告可以看出，中顺洁柔股权激励对象中，每年都有一定比例的员工由于个人绩效考核未达到满分而未能完全解锁股权激励。特别值得注意的是，2020 年甚至出现了因考核得分低于 80 分而未能解锁的情况，这揭示了公司股权激励计划中个人绩效考核指标的约束力在某些员工身上尚显不足。这也从侧面反映出，尽管中顺洁柔已经设定了个人绩效考核指标，但在激发员工工作积极性方面仍有待加强。

综上所述，中顺洁柔股权激励计划在考核指标的制定方面有待进一步细化，可以分不同部门来制定相关的业绩指标，使得对员工个人的考核更加细化更加具有针对性，并且能够更好的提升员工工作动力。

#### 4.4.3 代理成本变化分析

中顺洁柔实施股权激励计划，旨在通过向管理层授予股票，减少因所有者与管理层利益差异而引发的第一类委托代理问题。由于直接衡量代理成本的复杂性，学术界普遍采用管理费用率进行估算。为深入探讨股权激励计划对第一类代理成本的影响，本文亦采用此计量方法，计算中顺洁柔在股权激励实施前后的管理费用率，即：

$$\text{管理费用率} = \text{管理费用} / \text{主营业务收入} * 100\%。$$

表 4.10 股权激励前后代理成本变动情况表

年份	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022
管理费用率	6.32%	6.44%	5.76%	5.66%	5.70%	5.39%	5.36%	5.45%	5.56%

资料来源：中顺洁柔 2014 年至 2022 年年报

经过深入分析上表数据，可以清晰地观察到，中顺洁柔在实施股权激励计划后，其管理费用率实现了显著的降低。具体来说，相较于未实施股权激励前的 6.44% 的管理费用率，实施后的该比率降至 5.76%，有效降低了 0.68 个百分点，并且这一趋势表现相对稳定。

综上所述，从管理费用率这个衡量代理成本的替代指标来看，中顺洁柔股权激励计划的实施确实实现了预期的代理成本降低，为公司的健康发展注入了新的活力。

## 5 中顺洁柔股权激励方案优化设计

在前文的分析与论述后，本章对于中顺洁柔股权激励方案的优缺点进行分别梳理，在优点和缺点对比的基础上，通过优化解锁条件、细化考核指标两个角度，对中顺洁柔股权激励方案的优化设计提出可行性方法。

### 5.1 中顺洁柔股权激励方案的优缺点分析

#### 5.1.1 优点分析

##### 5.1.1.1 激励方式和激励对象选择恰当

在激励计划的设计过程中，选择适当的激励方式和确定重点激励对象，是确保计划能否达成预期目标的基础。因此，企业在设计股权激励计划前，需先对自身有深入的认知，基于经营状况与发展蓝图，审慎选择激励方式和对象。

中顺洁柔其在面临业绩提升和人才流失双重压力时，于 2015 年推出了股权激励计划。为强化激励与约束效应，公司选择了限制性股票作为激励工具。随着计划的推进与激励范围的扩大，公司又在第二次股权激励中引入了股票期权，既减轻了激励对象的财务压力，又缓解了股权激励对大股东股权的稀释效应，确保了计划的顺利执行与控制权的稳固。

在激励对象的选择上，中顺洁柔首次明确了中层管理人员为关键激励对象，以提升公司整体运营效率；同时，也注重激励核心人员，为销量增长与新品研发奠定基础。此外，公司还采取措施减少高管流失，增强新入职高管的归属感。这一策略在首次股权激励中取得了显著成效，不仅提升了业绩，也增强了员工的积极性。在后续的股权激励中，中顺洁柔进一步扩大了激励范围，特别是增加了对核心人员的激励，实现了职位下沉，弥补了前期对核心人员激励不足的不足。这一变化使得激励更加全面，有效地激发了员工的工作热情。

企业在实施股权激励时，应借鉴中顺洁柔的经验，先对自身进行全面分析，再根据实际情况选择合适的激励方式和对象，为股权激励的长远发展奠定坚实基础。

##### 5.1.1.2 授予价格合理

股权激励的定价策略对激励效果具有不容忽视的影响。当授予价格设定得较低时，有利于减轻被激励者的经济压力，但这也相应增加了企业的激励成本；反之，若授予价格设置得过高，可能会影响被激励者参与积极性。

中顺洁柔在确定股权激励的授予价格时，充分考虑了激励对象的财务实力。鉴于激励对象主要是公司的中层管理和核心技术人员，他们的财务能力相对有限，因此公司倾向于采用较为适中的低价策略，确保股权激励计划的顺利推进。

因此，企业在制定股权激励的授予价格时，需要根据激励对象的实际经济承受能力和激励效果的需求，设定合理的价格。具体而言，若激励对象具备较强的经济实力和抗压能力，可以适当提高授予价格；而对于经济实力较弱的激励对象，则应采用更为适当的低价策略，以减轻其经济压力，确保激励计划的有效实施。

### 5.1.2 缺点分析

尽管中顺洁柔的股权激励方案对其“去家族化”的转化起到了非常大的促进作用，也存在很多值得学习的地方，但同样也应该注意到，中顺洁柔股权激励实施过程中存在的问题。

#### 5.1.2.1 业绩考核指标较为单一

在进行激励方案业绩指标设定时，企业通常会结合企业内部情况、未来发展目标、行业及市场预期等进行业绩指标选择，但总体来说中顺洁柔考核指标的设置是相对单一的。

通过对中顺洁柔 2015 年、2018 年和 2022 年三次股权激励草案的查阅可知，中顺洁柔限制性股票的解除限售条件有明确、全面的规定，包括个人层面的绩效考核要求以及公司层面的业绩考核要求，并对个人层面的绩效考核要求制定了相关的考核办法。但同时也要看到，当前，中顺洁柔股权激励计划中关于行权条件设置的公司业绩考核指标略微单一，在 2015 年中顺洁柔发布的限制性股票激励计划中可以看到，中顺洁柔以净利润增长率和营业收入增长率作为公司层面解锁业绩的条件，但到了 2018 年中顺洁柔股权激励计划仅以营业收入增长率作为业绩考核的指标，同样在 2022 年中顺洁柔第三次股权激励计划展开时，公司仅选取营业收入作为业绩考核指标。

这种只关注单一财务指标的做法，可能忽视了公司其他重要方面的发展，如市场份额、创新能力、客户满意度等。行业环境、市场竞争以及公司内部战略都可能随着时间的推移而发生变化。然而，中顺洁柔的解锁条件并未根据这些变化进行相应的调整。这可能导致公司的激励计划与公司当前的发展需求和市场环境脱节，从而无法有效地激励员工，甚至可能引发潜在的风险。考核指标单一且难度不高，可能导致激励对象在实现目标时缺乏足够的动力和压力，

进而影响公司的整体发展。此外，如果公司的市场环境或内部战略发生较大变化，而解锁条件未能及时调整，可能会导致公司的激励计划失效或产生不公平的情况，进一步增加公司的风险。考虑到中顺洁柔的营收增长目标，从 2023 年的 100 亿元到 2025 年的 121 亿元，年复合增速不到 8%。这一增速在行业内可能并不算是特别高的目标，完成难度相对较低。这可能导致激励对象在实现目标时缺乏足够的挑战和动力。

综上所述，中顺洁柔在限制性股票解锁的公司业绩考核指标设置上存在一定的不足，需要进一步完善和调整以更好地适应公司的发展需求和市场环境。

### 5.1.2.2 缺乏有效监督

通过查阅中顺洁柔股权激励计划考核管理办法可以看到，中顺洁柔是由公司董事会薪酬与考核委员会负责领导和组织考核工作。中顺洁柔由内部人员管理着股权激励方案的出台和实施，这种情况使得公司内部缺乏有效的监督和限制机制，难以对外界质疑或问题做出及时回应。

相关文件确实明确指出，当公司薪酬委员会认为必要时，应考虑聘请第三方机构来监督股权激励的实施。然而，在实际操作中，中顺洁柔并未采纳这一建议，所有的股权激励工作均由集团内部人员独立操办，没有外部人员的介入。

这种缺乏监督的做法确实让人对中顺洁柔股权激励的公正性和公平性产生担忧。一个运营良好的企业，其内部管理机制应当是透明且公正的，即使出现错误也能得到及时的纠正和调整。然而，中顺洁柔在股权激励方面的做法显然缺乏这样的透明度和公正性，因而对于股权激励实施的可靠性打了折扣。

## 5.2 中顺洁股权激励方案的优化设计

通过对上文的分析，本部分将对以上中顺洁柔股权激励方案中存在的现象，从考核指标和监管两个方面进行调整优化。

### 5.2.1 多元化考核指标

经过对中顺洁柔的深入分析和对其原指标设计的审视，本文建议中顺洁柔在限制性股票解锁的考核指标中加入更多元化的业绩考核标准，并持续优化考核体系。通过引入更加完善的公司考核方式与指标，中顺洁柔的股权激励计划将能够发挥更好的效果，进一步推动公司的整体发展。

具体而言，中顺洁柔可以采用分部门考核的方式，针对不同部门的股权激励对象设定不同的考核指标。以销售部门为例，市场占有率可以作为一个重要的考核指标。考虑到不同销售区域和产品的特性，可以将中顺洁柔旗下不同产

品在不同地区的市场占有率作为限制性股票解锁的条件。这样的设计将使股权激励计划的实施更具针对性和实效性。通过将股权激励与公司的发展战略紧密结合，中顺洁柔可以加快占领市场份额的进程，提升公司的市场竞争力。

## 5.2.2 增加监督和透明性

针对中顺洁柔在股权激励考核过程中缺乏外部监督和信息披露不透明的问题，确实存在高管可能为了自身利益对财务数据进行造假的风险。为了有效防范这种风险，中顺洁柔需要采取一系列措施来加强监督和透明度。

首先，中顺洁柔应当成立一个独立的审查机构，专门负责对企业内部的股权激励计划进行监督和评估。这个审查机构应当具备高度的独立性和专业性，能够客观地评估股权激励计划的合理性和效果，确保公司的利益得到最大程度的保障。

其次，中顺洁柔应当聘请第三方机构实施监督，对股权激励方案进行审核和监管。第三方机构可以具备专业的审计和咨询能力，对公司内部的财务数据和业务情况进行全面的审查和评估，确保数据的真实性和准确性。同时，第三方机构还可以提供专业的建议和指导，帮助公司改进和优化股权激励计划。

此外，为了对管理层的相关决策进行制衡，中顺洁柔应当建立相应的惩戒措施。对于违反规定、滥用职权来使股权激励牟利的激励对象，公司应当给予严厉的惩罚，以儆效尤。这样可以有效地遏制不正之风，确保股权激励计划的公正性和公平性。

最后，为了保证激励效果的有效性，中顺洁柔应当对股权激励的各个环节进行信息公示。公司可以定期公布股权激励指标的发布情况、激励对象的绩效达成情况以及股权激励计划的具体实施情况等，让员工更好地了解股权激励所带来的收益和机会。这样可以增强员工的参与感和归属感，激发员工的工作积极性和创造力，从而推动公司的持续健康发展。

综上所述，通过成立独立的审查机构、聘请第三方机构实施监督、建立惩戒措施以及加强信息公示等措施，中顺洁柔可以加强股权激励计划的监督和透明度，防范高管财务造假的风险，确保股权激励计划的公正性和有效性。这将有助于推动公司的治理水平提升和长期发展。



## 6 结论与不足

### 6.1 结论

本文选取了在“去家族化”背景下实施股权激励计划的中顺洁柔作为案例研究对象，通过对中顺洁柔 2015 年、2018 年以及 2022 年三次股权激励行为进行了分析，深入探讨了家族企业在这一特殊背景下股权激励计划的实施效果。几次股权激励发激励对象、解锁条件等股权激励方案的内容虽然有所不同，但是所起到的对企业发展的促进作用是相同的。对于中顺洁柔的股权激励计划，本文认为这是一个富有远见和策略性的决策。股权激励计划通常被用来激励管理层和核心员工，使他们的利益与公司的长远发展目标相一致。从中顺洁柔的情况来看，这一计划似乎已经达到了预期的效果。

中顺洁柔作为我国生活造纸行业中唯一在 A 股上市的企业，其股权激励计划在整个行业中是较有代表性的，通过上文的有关分析，得到的启示如下：

首先，中顺洁柔实施股权激励计划的主要目的在于稳定管理团队、解决委托代理问题、提升企业创新水平以及完善薪酬激励体系。股权激励的实施在一定程度上确实减少了代理成本，稳定了员工流动，并起到了激励作用。

其次，公司在股权激励方案的设计上选择了恰当的激励方式、对象和价格，这一做法对其他企业具有借鉴意义。在其他国家的股权激励发展中，企业为了延长股权激励的激励作用，一般在股权激励方案中将有效期制订在十年左右，甚至更久，当然，我国规定股权激励有效期不得超过十年。通过对中顺洁柔股权激励三次激励方案进行分析，我们可以发现中顺洁柔制订的第一期股权激励计划的有效期为五年，并且在第二年时便提前全部行权，而其之后的股权激励计划在三年左右行权或解锁。较短的有效期可能会导致高管为了短期业绩目标的实现而降低研发投入，从而达不到促进创新的目的，反而起到反向作用。但中顺洁柔三次股权激励方案的实施，时间几乎是连续的，这恰恰弥补了因为激励期限过短，导致的股权激励的可持续效果不够明显的缺陷。当然，中顺洁柔的股权激励计划也存在业绩考核指标设置不全面的问题，未来在设计股权激励计划时应避免此类不足。

最后，从实施效果来看，中顺洁柔股权激励计划激发了管理层和核心人员的积极性，使中顺洁柔更加关注公司的财务状况和风险管理，从而促进了公司

偿债能力的稳步发展。通过股权激励，管理层和核心员工的个人收益与公司的业绩紧密相连。这种关联促使他们更加努力地工作，为公司的长期发展做出更多贡献。这也是为什么中顺洁柔在股权激励后能够扩大销售渠道，加强与大型超市的合作，以及提升渠道推广效果的原因。总体来说，中顺洁柔的股权激励计划稳定了管理团队，吸引了核心人才，提高了公司创新能力，进而推动了公司财务业绩的提升，达到了预期的激励效果。

## 6.2 不足

在深入探讨中顺洁柔在“去家族化”过程中的股权激励方案时，本文中顺洁柔分析了其实施股权激励的动因，并对激励效果进行了深入探究，从而得出了有益的启示。然而，受限于公司公开数据的有限性，对于核心人员和中层管理人员所授予的具体股份数量，以及针对激励对象的个人评分标准，我们尚无法获取详尽信息，因此难以进行更为细致的分析。如果未来能获取更为详尽的数据，期望能进一步深化对此的分析研究。

此外，公司绩效的变动受到多重因素的影响，包括宏观和微观、国内与国外等多个层面，股权激励只是其中的影响因素之一。本文虽然通过对短期市场反应进行分析，反应中顺洁柔在这一时点、时段的市场反应，但具体如何将其他影响因素排除，使得得出的绩效变化仅仅是由股权激励影响，这仍是一个待解的难题，期待在未来能够在此方面取得更大的突破和进展。

## 参考文献

- [1] Jensen Michael C.,Meckling William H.. Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure[J]. Journal of Financial Economics,1976,3(4).
- [2] Christopher D Ittner,David F Larcker,Taylor Randall. Performance implications of strategic performance measurement in financial services firms[J]. Accounting, Organizations and Society,2003,28(7).
- [3] Paul Oyer,Scott Schaefer. Costs of broad-based stock option plans[J]. Journal of Financial Intermediation,2005,15(4).
- [4] Paul Oyer. Why Do Firms Use Incentives That Have No Incentive Effects?[J]. The Journal of Finance,2004,59(4).
- [5] Bryan S, Hwang L S, Lilien S. CEO Stock - Based Compensation: An Empirical Analysis of Incentive - Intensity, Relative Mix, and Economic Determinants[J]. Journal of Business, 2000, 73(4):661-693.
- [6] Demsetz H , Villalonga B . Ownership Structure and Corporate Performance[J]. Journal of Corporate Finance, 2001, 7(3):209-233
- [7] Barclay M J, Holderness C G. Private benefits from control of public corporations[J]. Journal of Financial Economics, 1989, 25(2): 371-395.
- [8] Core J E , Guay W R . When Contracts Require Risk-Averse Executives to Hold Equity: Implications for Option Valuation and Relative Performance Evaluation[J]. SSRN Electronic Journal, 2001.371-406.
- [9] Fama E F , Jensen M C . Separation of Ownership and Control[J]. Journal of Law and Economics, 1983, 26(2):301-325.
- [10] Gadhoun Y . Power of Ultimate Controlling Owners: A Survey of Canadian Landscape[J]. Journal of Management & Governance, 2006, 10(2):179-204.
- [11] Jensen M C , Murphy K J . Performance Pay and Top-Management Incentive[J]. Journal of Political Economy, 1990, 98(2):225-264002E
- [12] Jensen M C, Meckling W H. Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure[J]. Journal of Financial Economics, 1976, 3(4): 305-360.

- [13] Morck R, Shleifer A, Vishny R W. Management Ownership and Market Valuation: An Empirical Analysis[J]. Journal of Financial Economics, 1988, 20(1-2):293-315.
- [14] Sanders W G. Behavioral responses of CEOs to stock ownership and stock option pay[J]. Academy of Management Journal, 2001, 44(3): 477-492.
- [15] 李维安.民营企业传承与治理机制构建[J].南开管理评论,2013,16(03):1. [15] 艾凤义,刘倩倩.家族影响对企业绩效的作用——以“去家族化”争议为背景[J].社会科学家,2013,No.198(10):71-74.
- [16] 曹小武,熊甜.上市公司股权激励的强度与公司业绩:基于股权性质、现金流约束角度[J].湖北社会科学,2021,No.420(12):76-87.
- [17] 陈建林,晏金桃.去家族化对家族企业创新投入的影响——基于中国上市家族企业的实证研究[J].科技管理研究,2021,41(21):78-85.
- [18] 甘柳,杨招军.股权激励下的高管冒险决策与最优或有薪酬[J].运筹与管理,2022,31(01):209-215.
- [19] 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,No.232(02):79-84+92.
- [20] 何静,聂莎莎.“去家族化”背景下股权激励方案与效果研究——以美的集团为例[J].财会通讯,2022,No.886(02):116-119.
- [21] 黄海燕,周明钰,季博.股权激励模式与企业创新绩效研究——以信维通信为例[J].财会通讯,2021,No.882(22):167-172.
- [22] 姜付秀,郑晓佳,蔡文婧.控股家族的“垂帘听政”与公司财务决策[J].管理世界,2017,No.282(03):125-145.
- [23] 李秉祥,雷怡瑾.股权激励影响经理人对研发创新投资的决策吗?——基于管理防御的视角[J].科技管理研究,2021,41(20):114-123.
- [24] 李秉祥,张涛涛,孙悦.股权激励、经理人异质性与控制权私利[J].运筹与管理,2021,30(09):210-215+224.
- [25] 李欢,郑杲娉,徐永新.家族企业“去家族化”与公司价值——来自我国上市公司的经验证据[J].金融研究,2014,No.413(11):127-141.
- [26] 李蕾.家族企业的代际传承[J].经济理论与经济管理,2003(08):45-48.
- [27] 李维安.民营企业传承与治理机制构建[J].南开管理评论,2013,16(03):1.

- [28]吕长江,郑慧莲,严明珠等.上市公司股权激励制度设计:是激励还是福利?[J].管理世界,2009,No.192(09):133-147+188.2
- [29]宋鹏.股权激励对企业创新的机制研究——基于股权集中程度的新视角[J].财会通讯,2022,No.901(17):72-77.
- [30]孙秀峰,张文龙,冯宝军.“去家族化”如何影响企业融资约束——基于创业板家族企业数据的研究[J].经济管理,2021,43(03):145-160.
- [31]王藤燕,金源.去家族化能缓解企业融资约束吗?[J].外国经济与管理,2020,42(06):139-152.
- [32]王焜.大股东兜底式股权激励计划财税处理的探讨[J].财务与会计,2021,No.645(21):48-51.
- [33]吴超鹏,薛南枝,张琦等.家族主义文化、“去家族化”治理改革与公司绩效[J].经济研究,2019,54(02):182-198.
- [34]徐瑾.企业绩效评价的新指标——EVA[J].会计之友(下旬刊),2008,No.282(10):87-88.
- [35]徐晋,郑晗,赵婷婷.民营企业“去家族化”能促进企业创新吗[J].财经科学,2019, No.378(09):63-72.
- [36]许墉.家族企业“去家族化”、分析师现金流预测与财务不端[J].财会通讯,2021, No.880(20):46-50.
- [37]叶陈刚,王藤燕.信息透明度、企业价值与去家族化——基于中国家族上市企业的实证研究[J].当代经济管理,2016,38(12):19-27.
- [38]叶国灿.论家族企业控制权的转移与内部治理结构的演变[J].管理世界,2004(04):147-148+153
- [39]于晓东,李宇萍,刘刚.“去家族化”如何影响家族企业战略?——基于跨国并购视角的动态分析[J].管理评论,2020,32(03):238-251.
- [40]余恕莲,王藤燕.市场化进程、去家族化与研发投入——基于中国高新行业上市家族企业的实证研究[J].技术经济,2016,35(09):27-34.
- [41]钟熙,任柳杨,任鸽.家族企业“去家族化”研究:创新期望落差视角[J].南开管理评论,2022,25(01):177-190.

- [42]周建波,孙菊生.经营者股权激励的治理效应研究——来自中国上市公司的经验证据[J].经济研究,2003(05):74-82+93.

## 后记

三年研究生生活即将走到终点，也代表着我这十九年的求学生涯终于要画上句号，要真正离开象牙塔踏入社会。回首过去的岁月，再多复杂情绪都渐渐汇聚成浓浓感激之情。

一谢疼爱我的众位亲人长辈，血浓于水，至亲至爱。他们对我所有决定给予了绝对的尊重，即使以现在的眼光回望过去，发现我确实在很多时候犟着脾气走了错误的道路，但感谢他们的包容。正是因为有他们兜底，我才有足够的底气去不断试错。

二谢如父的恩师，师长易遇，人师难求。恩师学问之深，学识涉猎范围之广，让人钦佩不已。曾经试图跟上恩师的步伐，做一个博览群书的人，但最终失败告终。此外，感谢我这 25 年中遇到的所有老师，尤其是小学语文老师，以及小学、初中、高中数学老师，感谢恩师对我学科兴趣的培养，没有你们我考不上大学。

三谢相伴的好友，平生感知己，方寸岂悠悠。我真的是一个很喜欢麻烦别人的人，有时候我提出的莫名其妙的请求，我自己都觉有点过分。她们往往答应得极为痛快，导致我不得不心虚地补上一句“其实你觉得不合理也可以拒绝的”，但事实上从未收到拒绝。我们一起前进，一起玩梗，对一些网络热门事件发表同样的见解。很多人走了一辈子，仍然孤身一人走在路上，所以我很感谢她们，让我轻易知道了好朋友的释义。

四谢萍水相逢所有人。遇到过善良的人，遇到过讨厌的人，然而这一路走来，正是这点滴交际充斥着我的前二十五年，那些沿途的风景，偶尔瞥到的人影，一点一点填充进我的记忆，汇聚成现在的完整的我。一切都是经历，好坏都是人生。

最后，感谢自己。知道吗，你是我见过最了不起的人，说真的，你在我眼里一直闪闪发光!! 我希望你振作，希望你继续努力，如果觉得目前的处境不对，那就尽情去努力吧。期待五年后，你已经成为了更好的自己。祝好梦成真，祝得偿所愿，祝马到成功，祝功成名就。