

格力电器股权激励对盈余管理的影响研究

张斌¹，秦管云¹

(1.扬州大学 商学院财务与会计系)

摘要：近年来，我国不断出台相关政策鼓励国有企业通过股权激励来推进混合所有制改革。股权激励作为一种有效的激励机制，既可以留住核心人才以促进国有企业发展和竞争力提升，又可以为现代公司制度下的两权分离所带来的委托代理问题提供行之有效的解决办法。然而随着股权激励的实施，不少学者通过研究发现，股权激励与盈余管理水平呈现出相关性。而我国国有上市公司的双重代理问题及对管理层监管的不足使得管理层权力膨胀形成的内部人控制问题突出，这给管理层操纵业绩以自谋福利提供了便利，严重影响了股权激励效用的发挥。本文围绕“格力电器前后两次股权激励方案下的盈余管理行为”展开研究，以以往学者关于股权激励对盈余管理作用机理研究为基础，运用文献研究、对比分析、案例研究的方法，对其前后两次股权激励计划的盈余管理的进行对比分析，再通过修正的琼斯模型加以验证，最后从股权结构、行权条件和行权价格的角度分析原因得出相关结论和给出相关建议。通过对比研究，本文发现格力电器的前后两次股权激励计划都存在盈余管理的迹象，但在 2021 年的股权激励计划中，其盈余管理程度有所减弱，全新股权结构下的治理结构及股权激励方案设计的变化对于盈余管理具有一定的约束作用。案例分析结果意味着通过股权激励推进混合所有制改革虽然会产生盈余管理问题，但可以通过公司治理机制的完善和股权激励方案的优化得到约束。

关键词：股权激励；盈余管理；混合所有制改革；股权结构

中图分类号 F273.1

文献标识码 A

1 绪论

自 1992 年南方谈话以来，关于国有企业混改的探索便不曾停息。从十五大通过针对国企改革和发展若干重大问题的决定，开始允许企业试行经理（厂长）年薪制、持有股权等收益分配方式；到 2005 年股权分置改革，重新修改的《公司法》颁布，回购股票进行激励开始合法；再到 2014 年，证监会发布相关文件，探索员工持股这一新兴的股权激励模式；最后到 2019 年，国资委发布的《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》……回眸混改发展历程，国企混改的历史总是与股权激励密切相关。从公司治理角度看，将企业经营成果与经营者收入报酬相关联，促成经营者与企业长远利益的趋同，可以有效解决现代企业制度中的所有权与经营权分离产生的代理问题，有利于国有资产的保值和增值^[1]。但是我国股权激励发展历程相较于国外来说，起步晚，还不够成熟。从国外企业

的实践经验来看,股权激励容易使得管理层产生盈余管理行为,来实现薪酬增长。除此之外,本国国有企业在混改的推进过程中,“双重代理”下的内部人控制问题严重,相关的监管和政策配套不到位,这就又给管理层通过行盈余管理等手段控制公司业绩提供了便利,研究发现在实行了股权激励制度的企业中,当高管的薪酬取决于经营业绩时,高管将会有很强的积极性去实施盈余管理行为,使企业盈余朝着有利于自身报酬的方向变化,尤其是当公司治理机制不完善时,盈余管理的程度越深^[2]。为此,股权激励在混合所有制改革中往往难以发挥改善治理效能的作用,而实际上沦落为管理层进行“损公肥私”的工具。例如,20 世纪末国企高管在“管理层收购”中故意压低收购前资产价值而导致国有资产流失严重的现象。2006 年深圳业的股权激励方案被认为具有巨大的盈余空间而被叫停,还有凯迪电力和伊利的股权激励方案都被业界认定存在明显盈余管理行为。如何发挥好股权激励制度的优势,遏制利用盈余管理进行业绩操纵的行为,建立科学长期有效的激励方案,都是值得进行深入研究的问题,也对接下来国企混改过程中如何制定科学合理的股权激励方案具有重大意义。

本文的研究意义如下:

第一,目前绝大多数关于混改的研究都集中于混改的路径选择及混改后的绩效评价和治理成效,针对混改背景下股权激励和盈余管理之间的关联探讨还存在明显不足。本文立足前人对股权激励与盈余管理关联的研究,分析混改后,治理机制的变化所带来的盈余管理行为变化,可以丰实国企混改的研究思路。

第二,对于股权激励下的盈余管理行为,业界的学者已经做了丰富的研究,但是结合混改推进来对比研究股权激励下盈余管理行为变化还比较少,本文选取前后两次在深度混改下,股权结构发生重大变动,以至于最后一次混改无实际控制人的格力电器作为研究对象,通过对前后 2 次股权激励下的盈余管理行为变化的比较,为股权激励和盈余管理之间关联的探究提供了新的视角。

第三,自从 2013 年我国提出全面深化改革以来,股权激励作为有效提升治理效能的手段,正在被越来越多的企业应用到混改中来,股权激励可否被合理应用对于国有企业改革举足轻重,不仅关乎国有企业发展步伐的徐缓,而且还会波及整个经济改革的进程。目前,不少研究学者已经发现某些国有上市公司管理人员利用盈余操纵达到谋取私利的目的,造成股权激励机制不可以尽其所长,是股权激励施行路上的“拦路虎”。期望经开展案例分析和盈余管理活动的研究,探讨从治理结构的调整和股权激励方案构思的角度,对管理层的机会主义行为进行约束。

第四,选取率先采取无实际控制人混改模式的国有企业作为研究对象,通过案例研究的方式证明了国企混改对于企业治理的提升作用,为坚定国企多元股权改制的道路提供了实践

案例支撑。本文发现混合所有制改革整体上对盈余管理产生了一定的正面影响，对于公司治理具有一定提升作用。从财会角度具体证明了混改对于公司治理的重要意义，有助于政府更好地明确国企改革的方向。

第五，帮助社会各界全面理性地看待混改过程中股权激励的得与失，有人认为它使得两权分离下的委托代理难题迎刃而解，完善了公司治理结构；有人则认为它诱发了管理层利用自身权力进行经营业绩操纵和报表盈余管理。本文将从混改角度出发，通过案例分析证明混改所带来的股权多元对于盈余管理的约束作用，同时结合前人的研究对其做出了合理的机理解释。因此，本研究能够帮助社会更加科学系统地认识混改下的股权激励，减小混改的阻力。

2 文献综述

2.1 国内研究现状

2.1.1 股权激励与盈余管理

在现代公司制度下，股权激励制度对提高公司治理水平行之有效。通过高管持股的方式，高管能成为企业的所有者并从所有者的角度进行公司管理，可以解决信息不对称下的道德风险问题。然而在股权激励制度推进过程中，其效果与预期出现了一定差距。不少学者经过研究证实，在理性人的假设下，高管为了达到股权激励的行权条件，实现在短期内套现获利的目标，有很强的动机进行盈余操纵提升公司业绩，这与实现股东财富最大化的目标背道而驰。

在两者的关系方面，吕长江，赵宇恒（2008）^[3]发现某些国有企业的治理结构不完备，股权激励沦落为经理人进行“中饱私囊”的工具。高云梅（2020）^[4]认为受契约完全性不足影响，股权激励很容易变成企业高管利用盈余管理手段攫取个人利益的“导火索”，对企业财务数据的准确性形成虚化作用，粉饰经营业绩，阻碍企业成长。程颖，史书琪（2021）^[5]基于“逆向”期望理论发现当盈余管理带来的收益和实施盈余管理的可行性都比较高时，高管盈余管理财务业绩的动力就会变强。

在影响因素方面，肖淑芳等（2013）^[6]从行权考核指标设计方面切入，阐述我国股权激励对公司盈余管理的作用原理，表明管理层权力大小和盈余管理程度呈正相关性，股票激励是诱至盈余管理的直接原由，经理人进行以盈余管理为目的真实经营交易活动，压低考核基期业绩，使其远低于历史的经营业绩。王素霞（2015）^[7]发现股权激励的实施会直接诱发企业管理层的盈余管理行为，在企业本期的应计利润中，真实活动盈余占比很高，企业的操纵盈余也占有一定比例。同时越是外部审计和内部控制较强的公司，其盈余管理强度也越低。肖新棠（2020）^[8]发现股权激励内容包括方式、行权（解锁）难度、激励程度等与真实盈余管理水平具有显著相关性。

在实施盈余管理的时间点和手段方面，赵华伟（2017）^[9]发现实施股权激励后的经理人与实施股权激励前相比，进行盈余管理的规模并没有明显提高，因此盈余管理行为可能在激励事件发生前就已经产生。陈大鹏等（2019）^[10]将 A 股非金融上市企业做为研究样本，研究结果显示员工持股和应计盈余管理水平之间呈现正相关性，并且在员工持股考核结束的前一年，盈余管理程度会显著加深。

2.1.2 混合所有制改革与盈余管理

国企混改的实质是通过引入各种非国有资本的手段优化股权布局，达到完善公司治理的目标。而有研究表明，较强的公司治理机制对于股权激励下的盈余管理行为可以产生一定约束。混合所有制改革的推进使得我国股权激励制度从无到有的建立起来，我国不少学者也通过研究发现，混合所有制改革所形成的治理优化对于盈余管理行为产生约束力。

侯晓红，姜蕴芝（2015）^[11]研究显示，公司治理强度越高越能抑制股权激励诱发的真实盈余管理行为，随着公司治理强度的降低，其抑制作用也会消失；市场化进程对股权激励诱发的真实盈余管理也有抑制作用，它对股权激励的实施起到了保护作用，且该保护作用会随公司治理强度变高而变强。宿晓，卢慧（2020）^[12]基于 2003-2019 年我国 A 股上市公司财务数据研究发现上市公司股权集中度和盈余管理水平正相关，且外部环境变化不定的程度对其没有作用。混合所有制改革之所以能抑制盈余管理行为是因为其降低了上市公司的股权集中度。曾富全，陈先彬（2020）^[13]发现非国有资本可以抑制管理层真实盈余管理行为，但当国有股比例比较高时，非国有资本这种抑制作用将难以发挥。苏三妹（2021）^[14]实证研究发现混合所有制改革可以帮助减少盈余管理行为，但是会根据企业功能属性、地区市场化水平有所不同。符安平，谭招晖（2022）^[15]实证分析出混合所有制改革能够有力遏制国企真实盈余操控行为；管理层持股与真实盈余管理之间的关联显著负相关，体现在股权结构中股权集中度与企业真实盈余管理行为之间的显著负相关性；股权集中度在混改与真实盈余管理的联系中起部分传递作用。

2.2 国外研究现状

2.2.1 股权激励与盈余管理

在两者关系方面，Baker（2003）^[16]研究 1992-1998 年期间在美国上市的 168 家企业，发现当授予的股份越高，激励的收益越大时，管理层越容易进行盈余管理。Goldman 和 Slezak（2006）^[17]认为股权激励在调动企业员工的工作积极性的同时，还可能会引发盈余管理行为的发生。

在影响因素研究方面，DeFond Jiambalvo（1994）^[18]研究发现机构投资者可以利用专业能力在企业经营中扮演监督者角色，机构投资者持股和上市公司的可操纵利润之间变现为负

相关关系。Ali（2013）^[19]发现审计委员会的大小、独立程度和专业知识能力，以及外部审计工作和质量与盈余管理有显著的负向关系。此外，还发现董事会规模和独立性与盈余管理也适度的负相关。Debnath&Chowdhury（2022）^[20]等发现“四大”审计公司的服务与实际盈余管理实践水平之间的反向关联。这一结果表明，大型审计公司的客户群不太可能从事盈余管理。

在盈余管理的时间和手段方面，Dechow&Sloan（1991）^[21]研究发现上市公司管理层为获得股价提升，通常选择在其卸任的前几年减少研发的费用来达到业绩操控的目标。Holthausenetal（1995）^[22]研究表明当奖金达到了预先设定指标的上限后，为了高下一期的报酬，公司管理层会选择延迟确认收益的方式去编制财务报告。Beneish&Vargus（2001）^[23]通过实证研究发现，在股票激励前一年，购买股票的高管会进行股价操纵，保持应计利润的持久性，而当管理层售出股票后，应计利润持久性很难维系。

2.2.2 公司治理与盈余管理

国外学者通过研究发现完善的公司治理机制对于盈余管理行为具有约束作用，体现在治理机制的完善可以形成相互制衡机制，充分发挥股东，独立董事，机构投资者，审计等的监督作用，从而对盈余管理行为起到有力的约束作用。其主要研究如下：Mansor 等（2013）^[24]通过对马来西亚上市公司样本的研究发现，公司治理能够监测和减轻企业的盈余管理行为。而公司股权性质和结构影响着这种抑制作用的发挥。同年又研究发现对于非家族性企业而言，独立董事、审计委员会、审计委员会规模大小、内部内部审计职能和质量能够帮助最小化盈余管理活动^[25]。Anglin 等（2019）^[26]发现董事会的独立程度、规模大小、会议次数和审计委员会的专业水平，对于限制盈余管理活动至关重要。Al-Okaily 等（2020）^[27]研究发现在英国上市的家族企业中，存在经济关系的家族企业将实施更为严格的盈余操纵。然而，良好的公司治理机制可以减轻审计师独立性不足对盈余管理和家族企业之间的负面关联。

2.3 文献评述

2006 年，《股权激励管理办法》正式颁布，股权激励的企业逐渐增多，股权激励和盈余管理关联的研究逐渐丰富起来。虽然国内外学者都对股权激励与盈余管理的关系及怎样的因素容易引发股权激励条件下的管理层盈余管理行为，这些行为在哪一阶段发生和采用的盈余管理手段方面展开了丰富的研究，并且从公司治理机制的完善方面对盈余管理的约束进行了探讨。但是针对国有上市公司，在混改推进的过程中，治理机制的完善，股权激励下的盈余管理行为是否被约束，股权激励是否适合作为推进混改的手段，它对国有上市公司的高管产生了怎样的制约，管理层权力是否被有效监督，是否有能力影响股权激励计划的实施等问题值得被探讨。为此，本文选择了在两次深度混改背景下，都采用股权激励计划的公司作为研

研究对象,试图探讨随着国家体制改革的深化和监管逐步跟进,以上国内外研究学者的结论能否依然适用股权激励与盈余操控之间的发展和变化。

3 概念界定

3.1 混合所有制改革

混合所有制改革是本国国有企业市场化改革的重大战略谋划,事关实现国家经济高质量发展,全面建设社会主义现代化强国的百年大计。十四五规划特别强调“要继续深化国有企业混合所有制改革,对混合所有制企业探索实行有别于国有独资、全资公司的治理机制和监管制度”。混合所有制改革,包含“混”和“改”两层意思。一层是“混”,通过抓国有企业的改革,即国有资本与其他各类资本共同持股,改变企业股权结构,最终使得各性质资本在交融中相辅相成以完成国有资本保值增值的目标。另一层是“改”,突出在国有企业治理决策安排上的改革,及完善企业治理决策安排,增强非国有股东话语权,让企业成为名副其实的独立市场主体,能够在市场竞争里持续迸发活力,增强自身核心竞争力。所有制的混合改革,不仅探索了公有制多种形式,更是构建了国有经济与市场经济全新的交融模式。混合所有制改革使得国有企业形成了具有兼容性的所有权运行安排,通过非公有制活力促使市场机制可以在国有企业中积极发挥作用,对于充分发挥多元经济成分比较优势进而合理配置社会资源具有至关重要意义^[28]。

3.2 盈余管理

1989年,Schipper第一次对盈余管理做出了明确定义“盈余管理是一种披露管理,是为了获得个人私利而对外部报告进行有目的干预的过程”^[29]这一定义把盈余管理具体延伸至外部报告上。而Healy和Wahlen(1999)则认为“盈余管理是管理者为误导公司潜在的经营业绩的利益相关者或者影响基于会计数据的企业契约结果而故意运用职业判断或虚假交易改变财务报告内容的行为”^[30]。相比Schipper的定义,他们的定义将外部报告扩展到了财务报告,并且明确将盈余管理区分为应计项目的盈余管理和真实交易活动的盈余管理。同时,他们还指出,盈余管理是有成本和收益的,但是收益往往是盈余管理的实施者及管理者获取,但由此造成的资源分配不当等成本却由所有信息使用者共同承担。虽然这两大定义被西方广泛接受,但Dechow和Skinner(2000)^[31]认为这两大定义缺乏实用性,因为很难判定管理层的实际意图。于是他进一步区分了财务舞弊和盈余管理的不同,认为“盈余管理是会计原则内的会计选择被用于掩饰企业真实业绩的行为”。通过对上述一系列研究梳理可知,盈余管理有以下特征:(1)盈余管理并非违法行为;(2)盈余管理的施行主体为企业管理层;(3)盈余管理的主要手段是会计判断和构造真实交易;(4)盈余管理影响的是财务报表损益而不是企业的真实的收益。

因此，本文对盈余管理选择了一个广义的定义，即在会计准则允许范围内，管理层利用会计职业判断对确定会计政策、会计行为时点、会计估计等的影响来制造交易事项操纵企业盈余，从而达到一定的自利目的。根据盈余管理的手段，盈余管理又可以被进一步分为采用会计手段而进行的应计盈余操控和安排真实交易活动而进行的真实盈余操控。盈余管理行为是公司治理所监控的重要方面，其对信息不对称的程度、委托代理问题、资源配置效率和公司长远利益都会产生负面作用。

3.3 股权激励

国外的股权激励最早出现在 19 世纪 50 年代的美国，将企业部分股权授予给企业的管理人员和员工，对他们起到了显著的激励效果。而我国“股权激励”这一概念首次是在 1998 年 8 月召开的十五届第四次集中会议上被正式提出。但是当时资本市场的股票分为流通股和非流通股，高管持股作为非流通股不能够自由流通，除此之外，股权激励的股票来源和股权激励后的会计核算规范等问题，这些问题都使得我国上市公司想要实行股权激励困难重重。然而这一难题随着股权分置改革迎刃而解，取消流通与非流通股，高管持有的股票也可以自由流通，一系列法律法规修订和颁布，股票回购变得合法，股权激励的相关政策条件慢慢成熟，我国股权激励的概念也逐渐清晰明朗。我国于 2016 年颁布的《上市公司股权激励管理办法》中对股权激励的概念作出的界定是“所谓股权激励，就是上市企业以企业股票为标的，对董事、高管、监事、职工实行长久性的激励。使他们在参与企业利润分享的同时相应地承担一定的风险，以此发挥他们主人翁的工作积极性，促使他们在努力增加个人财富的同时积极提升管理效率，为企业实现长期战略目标而加倍努力，最终成功提高公司的业绩，提升企业的价值”。因此本文将股权激励概括为对企业管理人员的一种中长期激励方式，通过限制性股票或者期权的方式给予管理层一定数量的本公司股票，使得管理层与股东利益保持一致，使管理人员能够以企业所有者的身份参与决策、共担风险和收益，促使管理人员能够在企业的成长发展过程中站在企业长远发展的角度，注重提高企业真实业绩，避免短视行为，最终实现公司价值的最大化。

4 格力电器股权激励实施的背景及内容

4.1 格力电器股权激励实施的政策和制度背景

随着混合所有制改革的推进，我国的股权激励制度几经更迭。根据我国混改历程，本文大致将我国股权激励制度演进分为以下三个阶段。

4.1.1 萌芽摸索阶段（1992-2004）

1992 南方谈话后，“市场化”、“私有制”等概念被正本溯源，成为被官方公开支持的探索道路，至此打开了国企混改的新思路。这一阶段，国家的政策变迁主要分为两大块。首先是

明确改革思路：国企的核心问题是产权的问题。1993 年法人财产权概念提出，党中央确立了以产权结构混合为核心的国企改革思路。十四届三中全会上，党第一次对混合所有制企业进行定义，确定改革的目标是建立“产权清晰、权责明确、政企分开、管理科学”的现代公司制企业。而股份制改革为贯彻改革思路的主要手段。1997 年，十五大提出“股份制企业是现代企业的组织形式，能够有力提高资本运行的效率”。在此背景下，内部员工持股、职工持股会开始萌芽，而后随着资本市场的成熟，财政部、科技部于 2002 年 8 月联合下文，率先在高新技术企业鼓励实施股权激励。虽然早期，有关部门制定了相关政策鼓励企业进行股权激励，但是缺乏统一的法律规范，并且与股权激励相关的会计处理方式没有明确，因此在早期阶段，虽然有不少企业实行了股权激励计划，但是基本出于摸索阶段且极具个性，监管难度比较大。

4.1.2 规范阶段（2005-2012）

此阶段，本国混改持续强化。基于此前试点的良好效果及加入世贸组织后逐渐融入国际市场的需求，十六届三中全会新一届政府再一次强调发展混合所有制经济，促进投资主体多元化。落实到国企层面，政府一方面提出成立“国务院国有资产监督管理委员会”，另一方面提出促进股权多元化。自此以引进多属性股东为特征的股份制改革全面铺开，成为混改的主要方式。为了保证政策的落实与深入，该阶段还进行一项重大改革即股权分置改革。2005 年，证监会发布股权分置改革的通知，此举解放了股票流通限制，给股票的流转创造前提条件。自此，多元化的股份制改革瞬间加速，各路资本纷纷大举进入，国企改革成为市场的狂欢，改革进入了深水区。随着我国股权分置改革的开展，关于股权激励的制度开始慢慢建立起来，首先修订的《公司法》、《证券法》等相关法律法规对股权激励的股票来源，发行条件等做了约束；其次在 2006 年，证监会发布关于股权激励的实施管理办法，我国上市公司股权激励的实行终于有制可依，股权激励开始步入规范发展阶段。紧接着，国资委和财政部联合发布了针对境内和境外国有控股上市公司的激励办法，分别对境内外国有控股上市公司开展股权激励进行指导规范，使得国有企业管理层股权激励行为得到进一步规范。尽管股权激励的实施有了管理办法支撑，但在实际运行过程中，却有部分上市公司利用办法的漏洞设置过低的行权条件和考核要求。就此，在 2008 年，证监会陆续颁布了《股权激励有关事项备忘录 1、2、3 号》，国有资产监督管理委员会联合我国财政部也发布了规范股权激励制度的通知，对股权激励有关条款进行了补充规定和限制。与此同时，与上市公司实施股权激励计划有关的税收、会计准则陆续出台，如 2007 年颁布的《企业会计准则》，进一步为股权激励计划的施行扫除障碍。

4.1.3 发展阶段（2013-至今）

十八届三中全会以来，随着国企混改的深化，股权激励作为推进混改的有力手段，被越来越多国有企业重视，股权激励开始进入改革发展阶段。2014 年，证监会颁布《关于上市公司实施员工持股计划试点的指导意见》，开始摸索员工持股计划这一新的激励模式。2016 年，由于原有的股权激励管理办法无法适应我国资本市场的快速发展，证监会根据实际情况及深化改革的要求，对股权激励的管理办法进行了全面系统的修订补充，修订的总原则是要以信息披露为重心，“宽进严管”，即放松管制和加强监管，逐步向公司自主决策的、市场约束有效的上市公司股权激励迈进。股权激励在我国资本市场越来越受到广泛欢迎，主要原因：一是其操作灵活性和可能性在提升；二是其机制在公司战略层上的重要性越发凸显；三是行业龙头企业率先推出股权激励的标杆效应。而一份来自上海荣正投资咨询股份有限公司的《中国企业家价值报告（2022）》进一步验证了“股权激励热”，根据该报告，近 5 年来，市场公告的股权激励数除了 2019 年略有下降外，其余年份的股权激励公告数量处于稳步上涨趋势，2021 年更是达到了新高，A 股上市公司（不包含暂停上市公司）共公告了 826 个股权激励计划，同比增长高达 82.74%。预计 2022 年 A 股市场股权激励可能将突破 1000 例，国企股权激励将突破 100 例。由此可以看出股权激励在我国进入了快速发展阶段，与刚开始的谨小慎微不同，开始大步向前。现根据网络收集的资料，将本国主要股权激励制度的相关政策整理如下表 4-1。

表 4-1 我国股权激励制度相关政策脉络梳理

时间	制度规定	颁布机构	内容
2005 年 3 月	《关于个人股票期权所得征收个人所得税问题的通知》	国税总局、财政部	主要针对股权激励的个人所得税问题。
2005 年 12 月	《上市公司股权激励管理办法（试行）》	证监会	主要针对对上市公司实施股权激励计划的要求、程序和信息披露等问题
2006 年 9 月	《国有控股上市公司（境内）实施股权激励试行办法》	国资委、财政部	主要针对对国有控股境内上市公司股权激励的规范问题
2008 年 3 月	《股权激励有关事项备忘录 1 至 3 号以及 2 个监管问答》	证监会	主要是公开了股权激励备案审核要求
2014 年 6 月	《关于上市公司实施员工持股计划试点的指导意见》	证监会	主要针对公司实施员工持股计划的规范和要求
2016 年 8 月	《关于国有控股混合所有制企业开展员工持股试点的意见》	国资委、财政部、证监会	针对国有控股混合所有制企业开展员工持股试点提出规范要求
2016 年 7 月	《上市公司股权激励管理办法》	证监会	正式对上市公司实施股权激励以及个人参与股权激励的限制性等内容作出要求
2018 年 8 月	《上市公司股权激励管理办法》（修订）	证监会	放宽外籍人士参与股权激励的条件

4.2 国有企业股权激励实施的现状

4.2.1 行业分布

根据国泰安数据库的统计数据，从 2006 年开始截止 2022 年 Q2，我国 448 家上市国有企业共发布了 1080 次股权激励公告；按照国泰安数据库行业分类标准，根据上文所做的股权激励制度演进阶段划分，公告股权激励方案的公司行业分布如表 4-2。

表 4-2 国有企业公告的股权激励行业分布明细表

序号	行业分类	发展阶段	序号	行业分类	规范阶段
1	计算机、通信和其他电子设备制造业	121	1	房地产业	35
2	软件和信息技术服务业	66	2	计算机、通信和其他电子设备制造业	30
3	化学原料及化学制品制造业	53	3	化学原料及化学制品制造业	20
4	专用设备制造业	47	4	软件和信息技术服务业	15
5	医药制造业	43	5	专用设备制造业	14
6	通用设备制造业	35	6	医药制造业	12
7	电气机械及器材制造业	33	7	电气机械及器材制造业	9
8	汽车制造业	31	8	铁路、船舶、航空航天和其它运输设备制造业	9
9	零售业	30	9	土木工程建筑业	8
10	土木工程建筑业	28	10	黑色金属冶炼及压延加工业	6
11	批发业	27	11	金属制品业	6
12	商务服务业	26	12	零售业	6
13	生态保护和环境治理业	24	13	生态保护和环境治理业	6
14	专业技术服务业	21	14	橡胶和塑料制品业	6
15	房地产业	20	15	酒、饮料和精制茶制造业	5
16	互联网和相关服务	19	16	农业	5

序号	行业分类	发展阶段	序号	行业分类	规范阶段
17	水上运输业	18	17	有色金属冶炼及压延加工业	5
18	铁路、船舶、航空航天和其它运输设备制造业	18	18	货币金融服务	4
19	有色金属冶炼及压延加工业	18	19	批发业	4
20	食品制造业	16	20	造纸及纸制品业	4
21	电力、热力生产和供应业	12	21	食品制造业	3
22	道路运输业	11	22	电力、热力生产和供应业	2
23	黑色金属冶炼及压延加工业	11	23	非金属矿物制品业	2
24	金属制品业	10	24	航空运输业	2
25	电信、广播电视和卫星传输服务	8	25	建筑装饰和其他建筑业	2
26	橡胶和塑料制品业	8	26	开采辅助活动	2
27	水的生产和供应业	7	27	林业	2
28	有色金属矿采选业	7	28	农副食品加工业	2
29	装卸搬运和运输代理业	7	29	汽车制造业	2
30	开采辅助活动	6	30	燃气生产和供应业	2
31	燃气生产和供应业	6	31	通用设备制造业	1
32	煤炭开采和洗选业	5	32	新闻和出版业	1
33	农副食品加工业	5	33	资本市场服务	1
34	仓储业	4		合计	233
35	废弃资源综合利用业	4			
36	建筑装饰和其他建筑业	4			
37	酒、饮料和精制茶制造业	4			
38	其他金融业	4			
39	文教、工美、体育和娱乐	4			

序号	行业分类	发展阶段	序号	行业分类	规范阶段
	用品制造业				
40	造纸及纸制品业	4			
41	非金属矿物制品业	3			
42	广播、电视、电影和影视录音制作业	3			
43	黑色金属矿采选业	3			
44	纺织业	2			
45	农业	2			
46	住宿业	2			
47	资本市场服务	2			
48	港口业	1			
49	货币金融服务	1			
50	石油加工、炼焦及核燃料加工业	1			
51	仪器仪表制造业	1			
52	综合	1			
	合计	847			

从上表 4-2 可以看出, 不管从股权激励公告数还是行业分布范围, 股权激励在发展阶段明显要比规范阶段公告数量多, 范围广。这一方面是因为 2020 年提出了国企混改三年行动计划, 在此背景下, 不少上市国有企业加快了改革步伐, 据国泰安数据库统计数据显示, 2020 年至 2022 年 Q2, 共有上市国有企业公告了 301 次股权激励计划。另一方面, 由于在规范阶段, 我国国有企业混合所有制改革在“防止国有资产流失, 促进国有资产保值增值”的原则指导下, 进入成长跨越之后的调整完善期, 混改的步伐有所放缓^[32], 因此总的来看, 我国股权激励在发展阶段明显比规范阶段有所提升和进步。于此同时, 也可以看到, 不管是在规范阶段还是发展阶段, 股权激励公告集中的行业比较相近, 比如软件和信息技术服务业, 电子设备制造业等高科技产业, 在规范阶段和发展阶段公告数都比较靠前。这一方面是因为我国传统制造业正面临现代工业的转型升级过程, 迫切需要核心技术人才的参与, 加上此行业本身上市公司体量最大; 另一方面信息技术服务业随着 21 世纪互联网行业的发展和信息化建设水平的提高近些年得以迅速发展, 对于高层次人才需求迫切。因此这结果与现实相符。当然也可以看到局部行业股权激励公告数的细微变化, 比如在规范阶段, 房地产行业的股权激励明显占有优势, 但是在展阶段可以看到这一优势不再突出, 这与目前我国对房地产业的宏观调控息息相关。还可以看到在发展阶段某些新兴服务业也开始发布股权激励公告, 比如专业技术服务业、互联网和相关服务业、商务服务业。这 3 类服务行业的公告数量占发展阶段总公告数量的比重达到 7.8%, 而这类行业并没有出现在规范阶段股权激励公告中, 这主要与我国目前产业结构调整优化升级密切相关, 根据 2014 年国务院发布的产业调整升级意见, 要求对重点领域的生产性服务业加快发展, 因此服务业在该阶段显现出良好发展态势。股权激励比较少的行业有纺织业、废弃资源综合利用业、港口业等, 这类行业一方面有点偏向于劳动密集型, 对于高技术人员依赖不大, 另一方面, 偏向垄断、公益性质, 不适合采取股权激励计划。

4.2.2 激励方式特征

从激励方式来看, 目前主要有四类: “股票增值权”、“股票期权”、“限制性股票”和“员工持股计划”。在两个阶段, 股权激励的方式发生了很大的变化, 如图 4-1 和图 4-2 所示, 在规范阶段主要是股票期权, 占比 66.09%; 而在发展阶段, 这一激励方式所占比例迅速下降, 比较普遍的激励方式变为限制性股票, 占比达到 67.65%。原因主要有以下两点: 首先, 国有上市公司的特殊性质, 在股权激励时需要同时考虑“激励性”与“约束性”。跟股票期权相比, 限制性股票需要员工在授予阶段就全额出资, 因而有助于员工与企业利益的深度关联, 形成对

员工更强的约束力；其次，根据股权激励的管理办法，限制性股票的授予价格基本为股票交易均价的 50%，这与股票期权相比，大大激发了企业管理层和核心员工的购买积极性。于此同时，也出现了新兴的激励方式，员工持股计划，这一激励方式与传统的激励模式相比，在人员、期限、实施和管理方式以及资金股票的来源都具有很强的灵活性，虽然证监会要求上市企业要对员工持股计划进行一定信息上的披露，但是这与传统股权激励相比，限制条件比较宽松。

股票增值权在两个阶段运用都较少，股票增值权实质并没有使受益人获得股权，企业支付的是现金而不是股权，具体金额由市场提供的价差决定，因此无法促进股权结构的改革。并且国资委在 2006 年发布的文件中明确规定公司不得为管理人员的激励行权提供任何形式的资金资助，因此股票增值权并不符合规定，这是目前国企已经基本不选择股票增值权作激励方式的主要原因。

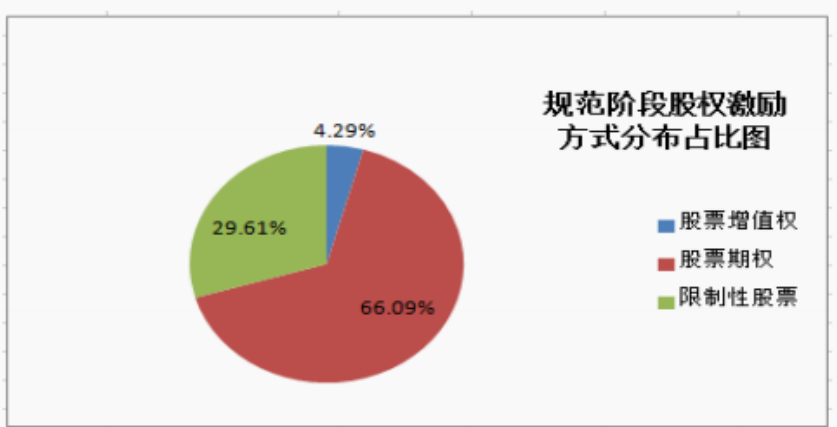


图 4-1 规范阶段股权激励方式分布占比图

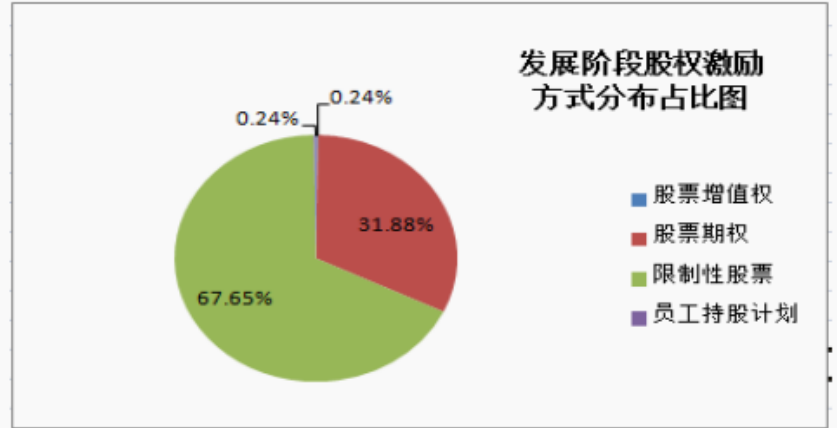


图 4-2 发展阶段股权激励方式分布占比图

4.2.3 标的物来源

目前股权激励标的物来源主要有定向增发新股，股票回购种方式，企业利润针对的是股票增值权的现金支付。

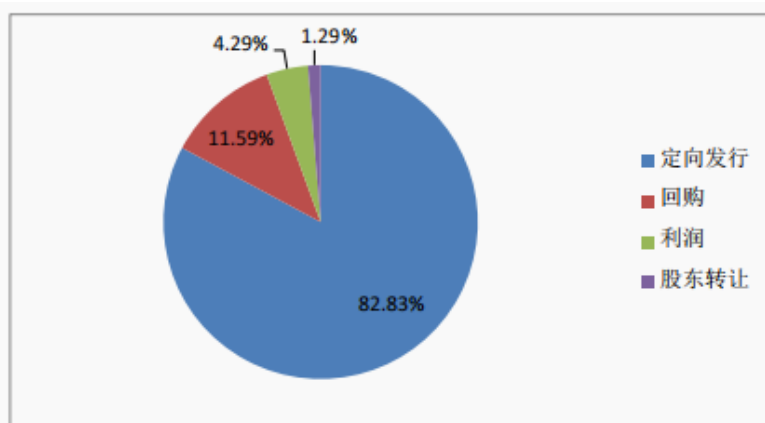


图 4-3 规范阶段标的物来源占比分布图

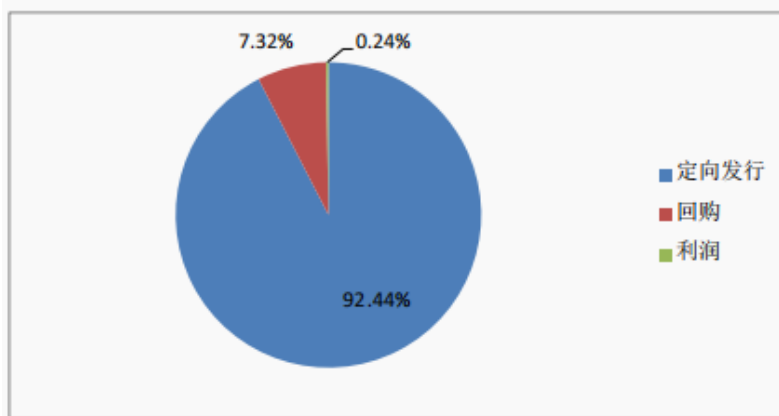


图 4-4 发展阶段标的物来源占比分布图

从上图 4-3 和 4-4 可以看出，不管是在规范还是在发展阶段，股权激励标的物来源主要都是定向增发，并且定向增发占总公告数的比重在发展阶段得到进一步提升。这主要是因为相较于股票回购，定向增发只需要支付发行手续费，成本相对较低。另外在饼状图中看到部分标的物来源为股东转让，主要集中在规范阶段。主要是在股权分置改革的背景下，为了使得国有法人股获得流通权，法人股除支付一定对价给流通股外，为了保证管理层稳定，通过股权激励的方式也授予管理层一定股权，本文的案例公司格力电器的第一次股权激励正式基于这样的背景。之后，为了保证国有资产的不流失，在《国有控股上市公司股权激励试行办法》明确规定，激励来源不得为国有法人股权人，因此在发展阶段会看到激励标的物来源不再有股东转让。因此，定向增发是目前主流。

4.2.4 激励强度特征

关于激励强度的衡量，本文用 $P(\%)$ 来表示，它的计算方法为每次激励计划的激励数

量除以该企业的总股本乘以百分百。根据样本统计，自 2006 年以来，我国 448 家上市国有企业的总体激励强度偏低，公告的股权激励中大部分激励强度低于 3%，这一占比占有公告数的 80%，这主要是国有上市公司地位特殊，为了保护国有资产，国资委一直非常谨慎地授予股票进行激励。从图 4-5 可以看出，在规范阶段，上市国有企业公告的股权激励强度 1% 以下的最多，接近一半，这是因为大多数企业在规范阶段都是首次实施股权激励，而根据管理办法要求公司首次实施股权激励，激励份额不应该超过 1%。此外文件还规定，获得利息的激励不得高于目标预期收入总额的 30%，虽然第 3 号备忘录后来放宽至预期年薪的 40%，但考虑到 2009 年中央多次出台“限薪令”，对国企高管的年薪进行限制，即使授予高份额股权激励高管也无法行权。因此，在规范阶段，大多数公司的激励强度相对较弱。但是从图 4-6 可以看出在发展阶段可以发现，激励强度大多在 1%-3%，这说明股权激励的步伐越迈越大，随着混改的深入，股权激励越来越受到企业重视。

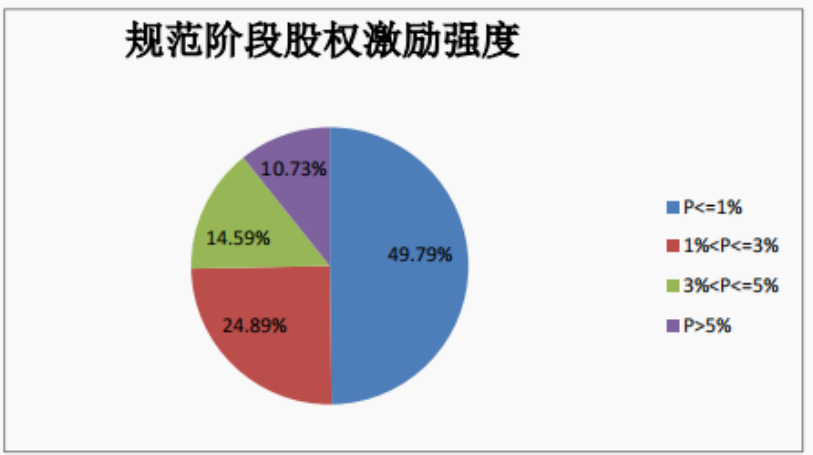


图 4-5 规范阶段股权激励强度分布占比图

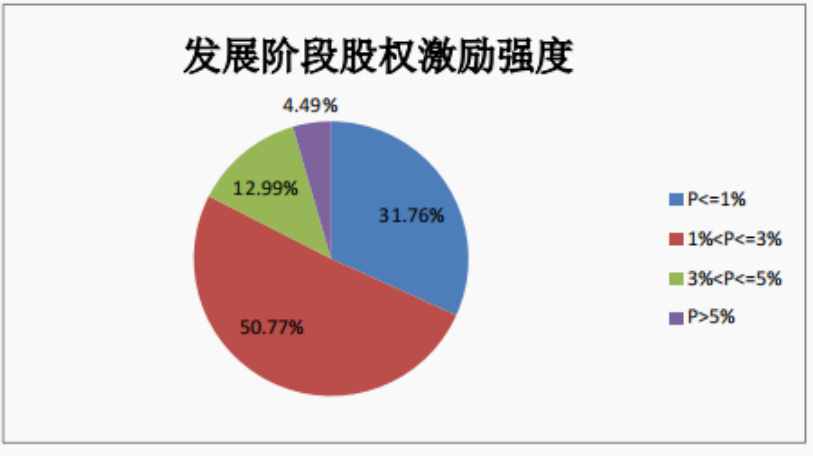


图 4-6 发展阶段股权激励强度分布占比图

4.3 格力电器简介及混改历程

珠海格力电器股份有限公司，1991 年成立，1996 年深交所挂牌上市，是多元化、科技型的全球工业制造集团，产业覆盖家用消费品和工业装备两大领域，产品远销 180 多个国家和地区¹。自 1996 年上市以来其一直积极响应混合所有制改革的号召，从早期的国有绝对控股到相对控股再到最后变为无实际控制人，逐步实现了股权结构的混改。格力电器在混改前，大股东“格力集团”有 60% 的绝对控股额，珠海市国资委是其上层管理者，国有股在企业股权结构中处于绝对持股状态，对格力电器重大事项决策有绝对的影响力。2005 年，在本国股权分置改革的背景下，格力电器最大的股东“格力集团”公布了自己的股权分置改革方案，首先每 10 股支付 2.7 股股份对价给流通股股东，其次拿出 2639 万股股份对格力电器的管理层实行为期三年的股权激励，最后出售 10% 的股份给河北京海担保投资有限公司（由 10 家格力电器销售商成立），经过一系列混改，格力集团对格力电器持有股权在 2007 年最终降低到 22.58%，由绝对控股变为相对控股。但是混改的步伐没有就此止步，截止到 2009 年下半年，格力集团经过继续减持后持股比例首次跌破 20%。2012 年初，格力集团增发新股引入耶鲁大学基金会和摩根史丹利，其股权结构开始向国际化迈进且股权集中度进一步减弱，至此，格力电器的持股比例稳定在 18.22%。直到 2019 年，格力集团出售 15% 的股权给珠海明骏投资合伙企业（以下简称“珠海明骏”），其持股比例骤降至 3% 左右，根据持股比例，珠海明骏占比最高，占有 15% 的股权；而格力集团持股占比排在第三，成为第三大股东。下图 4-7 展示了格力集团对格力电器自上市以来的历年持股比例变化。

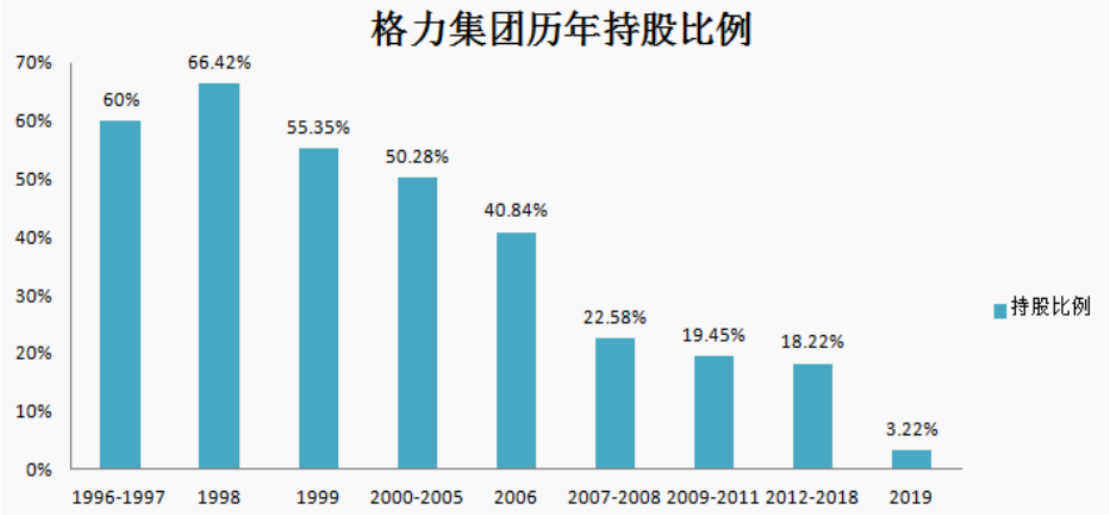


图 4-7 格力集团历年持股比例变化图

鉴于格力电器混改后的决策安排，珠海明骏、京海担保和格力集团分别享有 3 名，2 名和 1 名董事提名权，任意一方都不能单独控制格力电器，格力电器成为无实际控制人和无控股股东公司，从国有控股变为国有参股公司，格力电器实现了新进大股东、格力集团、核心经销商共同持股的利益格局，形成相互约束制约的机制，将有力推动公司治理水平的大幅提

升，有利于形成科学合理的决策机制。

截止到 2021 年底，格力电器一共发布了 2 次股权激励公告和一次员工持股计划，分别在 2005 年，2016 年和 2021 年。由于公告的员工持股计划也设置了业绩考核、参与对象，股票来源等要求，从广义上来说与股权激励的内涵一致，因此本文将其作为一种股权激励模式。同时 2016 年的股权激励方案因为“银隆”收购案未获得中小股东支持而惨遭流产，因此本文将不对此次股权激励做介绍，将着重对 2005 年和 2021 年的股权激励方案进行比较。这两次股权激励分别归属于上文划分的规范阶段和发展阶段，是格力电器在不同混改阶段的股权激励举措。通过对格力电器进行股权激励方案在前后归属阶段的盈余管理分析，从而找出国有企业在混改背景下，股权安排的变化、股权激励方案设计的变化以及这些变化对盈余管理产生了怎样的影响，从而为想要通过股权激励推进混合所有制改革的企业提供一定借鉴。

4.4 格力电器股权激励的内容

4.4.1 2005 年股权激励计划

2005 年 12 月 23 日，格力电器于对外公布了自己的股权分置改革方案，其中就包括了股权激励计划。珠海格力集团在该方案中承诺，将拿出 2639 万股用作格力电器管理人员的股权激励。对于 2639 万的具体安排为：一是 2005 年至 2007 年这 3 年，每年向达到业绩考核要求的管理层出售 713 万股，出售价格为每年年末经审计后报表中每股净资产的价格；二是，将剩下的 500 万股交由董事会做出安排。根据股权分置改革方案整理主要股权激励内容如表 4-3。

表 4-3 股权分置改革背景下的股权激励内容明细表

激励条件	2005 年	2006 年	2007 年
行权条件（年净利润数）	50493.6 万元	55542.96 万元	61097.26 万元
激励来源	大股东格力集团		
激励数量	由格力集团从所持股份中划出 2639 万股的股份，根据考核期指标完成情况，每年向公司管理层和员工出售 713 万股的股票，剩余 500 万股的激励则由董事会另行决定安排。当上市公司派送股票股利、资本公积金转股本或全体股东同比例缩股时，以上数量将按比例调整并及时进行信息披露。		
激励价格	出售价格为年底经审计的每股净资产值		

（根据格力电器股权分置改革方案内容整理）

股权激励方案执行后，格力电器在各考核期均完成了规定的考核利润，并且经营业绩提高和总资产规模也有了大幅提升。格力集团也按照股权激励方案内容对格力电器的管理人员

和员工出售了相应股权。激励结果及激励数量见表 4-4,其中在 2006 年 7 月和 2008 年 7 月,格力电器分派了股票股利,分派价格为每 10 股分 5 股股利。

表 4-4 格力电器股权激励实施明细表

项目	2005 年	2006 年	2007 年
激励条件（净利润：万元）	50,493.6	55,542.96	61,097.26
实现利润（万元）	50,961.64	62,816	126,975.79
激励数量（万股）	713	1,069.5	1,604.26
激励价格（元）	5.07	3.87	4.494

4.4.1.1 股权激励方式

格力电器所此次股权激励选择的方式为限制性股票,格力电器对于达到行权条件的股票都设置了限售期。2005 年股权激励实施方案,2006 年股权激励实施方案,2007 年股权激励实施方案的解禁日期分别为 2007 年 3 月,2008 年 4 月和 2009 年 3 月。

4.4.1.2 股权激励的股票来源

格力电器本次实行股权激励的股票来源是大股东“格力集团”。由于这一次的股权激励是股权分置改革方案内容的一部分,因此注定此次的股权激励带有实现股改目标的使命。选择大股东所持股份实行股权激励计划,而不是进行定向发行和从二级市场回购股票用作激励,不仅有利于解决“一股独大”的问题,降低股权集中度,减弱大股东格力集团对格力电器的控制强度;而且还可以让格力电器在改革中保持核心管理团队稳定,避免改革给格力电器的发展带来反向作用。

4.4.1.3 激励对象的范围和比例

根据格力电器 2005 年、2006 年和 2007 年的股权激励实施方案,将格力电器股权激励的对象占比及激励股权数量整理如下表 4-5,根据表格,可以看到,格力电器的激励对象主要有格力电器高层、中层、业务骨干及子公司高层,激励对象数量逐年扩大,2005 年为 94 人,2006 年为 609 人,2007 年为 1059 人,越来越多的员工为此获益。与此同时也可以发现,高管在这 3 年中,都为 6 人,说明对核心管理团队人员都进行了利益捆绑,保证了核心团队的稳定。但是在激励数量占比方面可以发现,6 人获得的股票占比连续两年超过半数,虽然在 2007 年有所下降,但是占比依然很高。根据实施方案发现,在这 6 位高层中,董事长朱江洪和总裁董明珠是最大获益者,这 2 人在 2005 年、2006 年和 2007 年分别各获得股权数为 150 万股,250 万股和 226 万股,两人合计获得股份占高管激励股票总数各年占比分别为 75.89%,87.62%和 86.17%。可以说此次股权激励,少数人获得了大部分的股票,而少

部分人中的董事长和总裁又是最大的受益者。

表 4-5 格力电器股权激励对象占比明细表

人员类别	2005 年			2006 年			2007 年		
	人数 (人)	股数 (万)	比例	人数 (人)	股数 (万)	比例	人数 (人)	股数 (万)	比例
高管	6	395.3	55.44%	6	570.6	53.35%	6	524.5	32.69%
中层	88	217.9	30.56%	603	178.4	16.68%	1053		67.31%
业务骨干		52	7.29%		280.4	26.22%			
子公司高管		47.8	6.7%		40.1	3.75%			

4.4.1.4 股权激励的时间跨度

格力电器本次股权激励的考核期是 3 年，分别为 2005 年、2006 年和 2007 年，并且所有激励计划都在 2009 年实施完毕。虽然股权激励时间不长，但是格力电器在这 3 年的净利润和资产总额都有了大幅度的增长，格力电器 2005—2007 年的净利润和资产总额见表 4-6。由表 4-6 可以看出，虽然各项指标都出现增长，但是成长性并不稳定，很可能存在管理者为了实现考核指标而进行短期盈余操控的行为。

表 4-6 格力电器利润总额和资产总额增长明细表

项 目	2005 年	本年末较上 年末增长百 分比%	2006 年	本年末较上 年末增长百 分比%	2007 年	本年末较 上年末增 长百分比
利 润 总 额（万 元）	50961.64	21.11%	62816	23.26%	126975.79	102.14%
资 产 总 额（万 元）	126811.96	-0.62%	1599407	26.12%	2554795.54	59.73%

4.4.2 2021 年股权激励计划

4.4.2.1 股权激励的方式

格力电器在 2021 年选择的激励方式是 2014 年才开始试点的员工持股计划，这种方式一般会成立专门管理委员会，代表所有“员工持股计划”持有者行使所拥有公司股份的股东权利，并根据持有者的委托授权负责该计划的日常管理。

4.4.2.2 股权激励的来源

本员工持股计划股票来源为格力电器于 2020 年第一期回购的股份，拟激励股票是 10,836.58 万股，占公司 2021 年 6 月 18 日总股本的 1.80%，但根据格力电器 2021 年公告，本期员工持股计划于 2021 年 12 月 13 日完成非交易过户，实际购买股数为 46,334,473 股占

公司当前总股本的 0.78%，执行率不足预期一半。

4.4.2.3 股权激励的行权价格

根据格力电器第一期员工持股计划的公告，本次股权激励计划授予员工购买股票的价格为 27.68 元/股，为格力电器第一期回购股票均价的一半。但是由于在非交易过户前，格力电器分派了权益，因此该持股计划最终执行的认购价为 24.68 元/股。

4.4.2.4 股权激励的范围和比例

本员工持股计划激励对象包括格力电器的董监高以及公司及控股子公司中层职工和核心人员。根据 2021 年 6 月公布的草案，拟参与人数与实际参与人数差距较大，表现为：一是董监高拟参与人数为 8 人，拟激励股份占拟激励总股份的 31.08%，实际参与人数为 9 人，实际激励股份占实际拟激励总股份的 25.51%；二是拟参与本员工持股计划的员工总人数为 12,000 人，实际参与对象即最终实际缴款认购人数为 4845 人；详见表 4-7 和 4-8。总的来说，实际认购规模与预期相比有很大差距，主要原因为该员工持股计划需要员工先拿出资金进行认购，并且直至员工退休前，并不完全拥有所获得该持股计划所获得的股份的支配权，因此在实际认购中，结果与预期产生较大差距。

表 4-7 持有人名单及拟分配明细表

岗位	持有人	职务	实际认购股数（万股）	拟出资金额上限（万元）	占本计划的比例（%）
董事、监事、高级管理人员	董明珠	董事长、总裁	3,000.00	83,040.00	27.68
	张伟	董事、党委书记	60.00	1,660.80	0.55
	庄培	副总裁	60.00	1,660.80	0.55
	谭建明	副总裁、总工程师	60.00	1,660.80	0.55
	邓晓博	副总裁，董事会秘书	60.00	1,660.80	0.55
	舒立志	副总裁	60.00	1,660.80	0.55
	廖建雄	财务负责人、总裁助理	60.00	1,660.80	0.55
	王法雯	职工监事	8.00	221.44	0.07
岗位	持有人	职务	实际认购股数（万股）	拟出资金额上限（万元）	占本计划的比例（%）
中层干部、核心员工（预计不超过 11,992 人）			7,468.58	206,730.29	68.92
合计			10,836.58	299,956.53	100.00

表 4-8 实际持有人名单及分配明细表

岗位	持有人	职务	实际认购股数（万股）	拟出资金额上限（万元）	占本计划的比例（%）
董事、监事、高级管理人员	董明珠	董事长、总裁	1,000.00	24,680.00	21.58
	张伟	董事、党委书记	18.33	452.45	0.40
	庄培	副总裁	42.03	1,037.18	0.91
	谭建明	副总裁、总工程师	48.85	1,205.54	1.05
	邓晓博	副总裁，董事会秘书	10.76	265.56	0.23
	方祥建	副总裁	39.19	967.18	0.85
	舒立志	副总裁	9.97	246.11	0.22
	廖建雄	财务负责人、总裁助理	7.77	191.67	0.17
	王法雯	职工监事	5.14	126.74	0.11
中层干部、核心员工（共计 4836 人）			3,451.42	85,181.04	74.49
合计			4,633.45	114,353.48	100.00

（来源于格力电器第一期员工持股计划修订稿）

4.4.2.5 股权激励的时间跨度

本次员工持股计划将存续 3 年，从本次持股计划公告实际认购的股票过户到该计划委托托管机构名下之日起算。存续期可以延长，但需要持有人超过 50%的权益同意并提交董事会审议通过。考核期 2 年，分别为 2021 年和 2022 年。但是激励对象获得的股票受到流通限制，根据该计划，激励对象退休前未经过工会书面同意不得抵押和转卖所获得的的股权。

4.4.2.6 股权激励的条件

本次员工持股计划的业绩考核须同时满足公司业绩考核和个人绩效考核方可行权。其中，公司业绩考核指标如表 4-9，每一考核期完成相应考核指标，就可以获得相应的权益归属。但值得注意的是，如果第一期没有完成净利润考核指标，第一期未完成的部分可以递延到第二期完成，即 2021 年和 2022 年合并考核，这两期的净利润较 2020 年净利润的增长数额之和不低于两年的考核目标值之和 30 亿元时，就可以全部行权。

表 4-9 格力电器股权激励业绩考核指标明细表

归属期	业绩考核指标
第一个归属期	2021 年净利润较 2020 年增长不低于 10 亿元人民币，且当年每股现金分红不低于 2 元或现金分红总额不低于当年净利润的 50%；
第二个归属期	2022 年净利润较 2020 年增长不低于 20 亿元人民币，且 2022 年公司净资产收益率不低于 22%、当年每股现金分红不低于 2 元或现金分红总额不低于当年净利润的 50%。

绩效考核等级也必须为 C 级及以上，才有资格取得相应权益归属，各等级归属比例如下表 4-10:

表 4-10 格力电器股权激励个人考核结果归属股权明细表

个人绩效考核结果	归属比例
B 级及以上	100%
C 级	80%
D 级及以下	0

4.4.3 格力电器两次股权激励方案内容评价

将格力电器前后两次股权激励计划进行比较可以发现，格力电器 2021 年的股权激励方案，在激励方式、激励价格、激励条件、股票来源、激励范围和比例方面都有极大的变化，首先是激励方式，选择当前比较流行的员工持股计划来实现公司与员工利益的捆绑，以此来达到实现留住核心技术人才目的，激励条件不仅有公司层面的业绩考核还有个人业绩考核，对激励效果体现更加明显，很好解决了大范围股权激励下，部分员工的搭便车行为。股票来源为公司回购股票，一方面将回购股票用于股权激励有利于恢复市场信心，将有效维护格力电器的投资价值不被过分低估；另一方面目前格力电器股价偏低，公司回购将降低股权激励成本。在激励范围方面可以发现，就实际认购人数来看，2021 年股权激励方案激励范围是 2005 年股权激励计划下人数最多的一年（2007 年股权激励实施方案）的 4 倍多，且高层占比明显没有上一次股权激励高，这将扩大参与者的范围，让广大员工能够参与到“风险共担，利益共享”的股权激励中来，促使员工为避免自身利益遭受损害，往往会加强对管理层行为监督，有效制约管理层的信息操控行为，提升对外披露的信息质量（陈大鹏等，2019）[47]。

5 格力电器两次股权激励下的盈余管理分析

5.1 盈余管理手段分析

根据盈余管理的定义可知，盈余管理的最终将影响企业的财务报告收益。因此本小节将结合格力电器的财务报告中的相关内容，来分析格力电器在两次股权激励计划中的盈余管理手段的变化，或者说进行盈余管理之后的表现形式的变化。由于格力电器前后两次股权激励方案中的行权条件，都设置了净利润指标。因此净利润的真实性值得被研究，因为其可能是公司业绩的真实体现，也可能是公司进行盈余管理之后“修饰”的结果，并最终影响到资产、负债状况。所以分析盈余管理手段，可以从利润表、资产负债表、会计报表附注进行展开。

在利润表中，本文选择了收入增长率和净利润增长率进行对比分析，通常情况下净利润的增长趋势及幅度会与收入增长保持一致，但是当两者出现增长趋势相反，或者两者增长幅

度差距比较大，这说明存在盈余管理的可能性。

在资产负债表中，本文选取了应收账款来进行分析。对于应收账款，主要分析其增长率及其占流动资产的比例，当应收账款规模不正常增加或其金额在流动资产中的比例较大时，则有可能故意放宽信用政策来增加业绩，进行真实盈余操控。

会计报表附注中，本文将主要从该公司的折旧摊销、减值准备计提，会计政策变更、合并范围情况进行分析，探讨格力电器是否利用会计估计和会计政策及其他手段来影响损益，最终影响考核利润情况。由于现有的财务报表以权责发生制为基础，不少上市公司为了达成业绩目标，或是平滑利润的目的，滥用会计估计和会计政策的变更来调节盈余。除此之外，一些上市公司也会通过持股变化，来改变合并范围，将一些业绩变现突出的的企业纳入合并范围，从而美化财务业绩。

5.1.1 利用存货跌价准备进行盈余管理

为对格力电器的盈余管理手段进行分析，本段对格力电器前后两次股权激励计划考核期及考核期前的财务报告中的营业收入和净利润增长率整理如下表 5-1

表 5-1 格力电器营业收入与净利润增长对比明细表

项 目	2005 年股权激励计划				2021 年股权激励计划		
年份	2004	2005	2006	2007	2019	2020	2021
营业收入增长率	37.74%	31.92%	44.31%	44.33%	0.02%	-15.12%	11.69%
净利润增长率	26.06%	21.16%	38.79%	68.05%	-5.88%	-10.26%	2.48%
幅度差距(取绝对值)	11.68%	10.76%	5.52%	23.72%	5.90%	4.85%	9.21%

通过表 5-1 可以看出不管是在 2005 年股权激励计划中还是在 2021 年股权激励计划中，营业收入增长率与净利润增长率趋势基本保持了一致，但是两者的差距幅度却存在明显的不稳定。尤其在 2007 年，作为 2005 年股权激励计划考核期的最后一年，其净利润增长幅度远高于营业收入增长率，高达营业收入增长率的 1.5 倍。跟 2006 年相比，2007 年的收入增长率跟 2006 年基本持平，但是利润增长率却出现了差不多双倍的差距。通过分析 2007 年的财务报告可以发现，2007 年格力电器的资产减值损失同比下降 53.14%，报告解释原因主要为存货减值转回所致，然而通过对比格力电器同行业的两家公司海信家电(股票代码:000921)和海尔智家(股票代码:600690)在 2007 年计提存货减值准备情况如表 5-2，可以发现格力电器存货跌价准备计提比例明显低于海信家电和海尔智家，低于海信家电 4 倍，低于海尔智家 6 倍，因此 2007 年大幅度转回存货减值准备显合理性值得怀疑，这表明格力电器通过少

提存货跌价准备，从而降低资产减值损失来进行盈余操纵。

表 5-2 2007 年存货跌价准备计提明细表

单位：元			
公司名称	存货期初余额	计提存货跌价准备	计提比例（%）
海信家电	1,042,319,839	11,912,351.37	1.14%
格力电器	5,634,759,379	13505,,348.97	0.24%
海尔智家	1,042,319,839	17,860,000	1.71%

鉴于格力电器在 2007 年对存货减值准备的操纵，因此根据财务报告将格力电器前后两次股权激励计划下的存货减值准备增长率进行整理如下表，在表 5-3 可以发现在 2005 年股权激励计划中，在考核年度 2005 年到 2007 年这 3 年中，格力电器的存货跌价准备出现了极大比例的下降，这就意味着格力电器在考核期间通过少计提减值来降低费用，从而达到美化财务业绩的目标。另外，也可以发现在 2004 年存货跌价的增长率高达 24 倍多，这也说明格力电器在考核年度前一年故意将费用调高，意味着格力电器将本该在考核年度确认的费用提前确认了，在企业今后的考核期的经营活动中，即使遇到生产经营困难，使营业收入减少，利润降低，但由于应在此时确认的费用已经被提前确认，导致考核指标依然可以被完成。这也与 2007 年减值准备转回相对应，考核前一年度大幅度提减值，考核期最后一年转回减值，进行盈余操纵。

在 2021 年股权激励计划中，作为参考年的 2020 年，存货跌价准备也出现了上浮，比前一年的增长高出 4 倍多，存在多计提减值准备，降低参考利润的嫌疑。尽管在考核年 2021 年，存货跌价准备同样出现大比例增长，但是根据披露的 2021 年年报发现，2021 年存货跌价准备大比例增长的原因主要为合并范围增加导致的存货跌价准备余额的大幅上涨，剔除这一因素影响，2021 年的存货跌价准备较 2020 年上涨为 36.32%，而在 2020 年的年报中关于存货跌价准备的大幅度上涨原因并未做任何的披露。因此可以发现不管是在 2005 年股权激励计划还是在 2021 年股权激励计划中，格力电器都利用了存货跌价准备来进行盈余管理。

表 5-3 格力电器存货减值准备增长明细表

项目	2005 年股权激励计划				2021 年股权激励计划		
	2004	2005	2006	2007	2019	2020	2021
存货跌价准备增长率（%）	2557.82%	8.86%	-34.14%	-60.23%	-43.39%	400.24%	431.03%

5.1.2 利用营业外收入进行盈余管理

根据 2007 年格力电器年报，可以发现格力电器的营业外收入同比增加 88.52%。为了验

证这一增长幅度的合理性，本文根据公司年报整理了格力电器 2005 年至 2008 年的营业外收入增长趋势明细表，从表 5-4 中可以看出，格力电器在考核开始营业外收入增长率呈增长趋势，而在考核期结束后这一趋势立马变脸，又鉴于格力电器在本次股权激励考核指标中要求的为净利润指标而非扣非净利润，因此格力电器在 2005 年股权激励计划中利用了营业外收入进行盈余操纵。由于格力电器第二次股权激励计划目前尚在实行期，就披露的 2021 年年报来看，格力电器营业外收入为负增长-46.26%，目前没有出现利用这一手段进行美化财务业绩的迹象。

表 5-4 格力电器 2005 年-2008 年营业外收入增长趋势明细表

单位：万元				
年份	2005 年	2006 年	2007 年	2008 年
营业外收入	873.83	3379.43	6370.8	8313.53
增长率	-13.72%	286.74%	88.52%	30.49%

5.1.3 利用信用政策及应收账款坏账准备进行盈余管理

表 5-5 格力电器应收账款分析表

项目	2005 年股权激励计划				2021 年股权激励计划		
	2004 年	2005 年	2006 年	2007 年	2019 年	2020 年	2021 年
应收账款增长率	40.42%	13.33%	-37.86%	31.5%	10.57%	2.64%	58.39%
应收账款/流动资产	9.49%	11.32%	5.44%	4.26%	3.99%	4.09%	6.13%
应收账款/总资产	7.71%	8.79%	4.33%	3.50%	3.01%	3.13%	4.33%

在表 5-5 中，格力电器 2005 年股权激励计划的 3 年考核期（2005 年-2007 年），应收账款的增长率相比于 2004 年有所下降，除了 2005 年，另外两年应收账款占流动资产比例出现了很大的下滑，但是应收账款的增长幅度却出现大幅度波动，且出现了相反的变化趋势，可以算是“上蹿下跳”，这种过山车般的上下波动，很难不让人怀疑存在对收入确认操纵的可能性。而在 2021 年的股权激励计划中，可以发现 2021 年作为考核期的第一年，应收账款的增长幅度与前面非考核期相比增长过快，根据报表披露，这是因为信用政策放宽所形成的，以此来刺激收入的增长。

通过分析格力电器的 2004 年财务报告附注发现，格力电器在 2004 年对格力电器应收账款的计提比例做了变更，具体为由原来按应收款项余额的 5%计提，变更为分账龄按不同的比例计提，1 年以内计提 5%，1 年以上至 2 年以内计提 20%，2 年以上至 3 年以内计提

50%，3 年以上计提 100%，对于个别回收可能性很小的应收账款及其他应收款提取相当于估计损失金额的坏账准备。这一变更使得格力电器 2004 度坏账损失计提增长了 155.76%，详见下表 5-6。而在 2005 年到 2007 年增长幅度明显下滑，这表明格力电器利用会计估计变更提前确认应收账款坏账损失，一方面降低参考年度的经营业绩，另一面也使得考核年度不会因为坏账损失影响考核达标。

对比 2021 年股权激励计划，考核期 2021 年的的坏账准备计提比例大幅增长，一方面与 2021 年应收账款增长有关，另一方面根据报表披露，坏账准备增长的主要原因为合并范围的增加，剔除这一因素影响，实际增长率为 22.71%，基本合理。因此可以判断格力电器在 2021 年的股权激励计划中未使用应收账款坏账准备来进行盈余操纵。

表 5-6 格力电器应收账款坏账准备计提增长率明细表

项目	2005 年股权激励计划				2021 年股权激励计划		
	2004 年	2005 年	2006 年	2007 年	2019 年	2020 年	2021 年
坏账准备增长率	155.76%	39.93%	-51.43%	13.96%	26.99%	4.1%	200.83%

5.1.4 利用会计政策变更进行盈余管理

在 2004，2007 年及 2020 格力电器都进行了会计政策变更，其中 2004 年的会计政策变更是格力电器自身的变更。而 2007 年和 2020 年是由于实行新会计准则产生的变更。2004 年会计政策变更主要为对全资子公司格力电器（巴西）有限公司的长期股权投资核算方法进行了变更，将成本法核算变为权益法核算。这一会计政策的变更，给出的变更的理由为“因其资产总额、销售收入及当期净利润额按资产标准、销售收入标准和利润标准计算公式计算得出的比率均在 10%以下，故未纳入合并范围”¹。这使得该子公司将对格力电器的投资收益产生影响，根据权益法，每个会计年度，需要根据被投资公司的净利润的所占份额确定投资收益。而通过格力电器的报表附注披露信息整理该公司的业绩如下表 5-7，可以发现公司经营业绩良好，如果按照权益法核算，将给格力电器带来正向利润。于此同时，在 2006 年，又将这一公司纳入合并范围。理由为“虽然其资产总额、销售收入及当期净利润额按资产标准、销售收入标准和利润标准计算公式计算得出的比率均在 10%以下，但为执行 2007 年新会计准则做准备故将其纳入合并范围”²。在新准则适用前，同样的条件，却实行不一样的核算方法，根据下表 5-15 可以发现公司经营业绩良好，尤其在 2006 年和 2007 年，如果将其纳入合并范围，与采用权益法核算相比，该利润可以全额纳入合并范围而不是按照所享有持股比例，2007 年才须执行的准则，提前在 2006 年就执行，表明格力电器试图通过变更格力电器（巴西）有限公司核算政策来进行盈余管理，操纵财务业绩。

表 5-7 格力电器（巴西）有限公司 2005-2007 年经营业绩

单位：元			
项目	2005 年	2006 年	2007 年
净利润	9,160,000.00	29,219,339.22	45,924,215.96

5.1.5 利用固定资产折旧和减值准备进行盈余管理

由于格力电器属于制造型企业，其固定资产占资产比例较高，因此本段将选择对财务报告附注中关于固定资产折旧和减值准备进行分析，这部分内容都涉及到很强的主观判断，很容易对损益产生十分显著的效果，因此固定资产折旧和减值准备是重要的盈余管理手段，也是制造型公司惯用的盈余操控方法之一。根据格力电器历年年报，将固定资产折旧增长率、减值准备金额整理如下表 5-8：

表 5-8 格力电器固定资产折旧和减值准备明细表

项目	2005 年股权激励计划				2021 年股权激励计划		
	2004	2005	2006	2007	2019	2020	2021
固定资产折旧计提增长率（%）	101.77%	31.50%	3.08%	30.71%	4.06%	13.66%	1.94%
固定资产减值准备(元)	850,980.28	12,447,908		366,924.41	0.00	0.00	0.00

通过表 5-8，可以发现在 2005 年股权激励计划中，在考核年度 2005 年到 2007 年这 3 年中，格力电器的固定资产折旧出现了极大比例的下降，这就意味着格力电器在考核期间通过少计提折旧来降低费用，从而达到美化财务业绩的目标。另外，也可以发现在 2004 年，这项指标出现倍数级的增长率，这说明格力电器可能将多提折旧，提前确认费用，为以后年度的考核指标完成释放压力。同样在 2021 年股权激励计划中，可以发现考核期的前一年 2020 年，固定资产折旧也出现了上浮，这说明格力电器也可能存在提前计提折旧的情况。因此不管是在 2005 年股权激励计划还是在 2021 年股权激励计划中，格力电器都利用了固定资产的折旧来进行盈余管理操纵。

鉴于固定资产减值准备部分年份未计提，所以上表不再计算该指标的增长率，而是直接列出金额。通过上表可以发现，2005 年的股权激励计划中，3 年考核期两年都计提了固定资产减值准备，并且 2005 年最高，高达 1200 多万，这将对财务业绩产生显著的负面的影响。但是分析格力电器 2005 年的股权激励计划内容可以发现，格力电器的行权价格为每股净资产的价格，且 2005 年的股权激励计划在 2005 年末随股改方案一起发布，因此制定这一考核

目标时，2005 年业绩基本确定，实际上格力电器 2005 年业绩完成基本跟目标持平，所以格力电器这一折旧很可能是想通过降低利润来达到降低净资产的目的，从而获得比较低的行权价格。而在 2021 年股权激励计划中，格力电器未计提固定资产减值准备，不仅考核年度没有计提，考核年度的前两年也没有计提，这表明反映了格力电器没有对固定减值准备进行盈余操纵。

5.1.6 利用合并范围进行盈余管理

调整合并报表的范围是上市公司常用的盈余管理手段，通过将经营业绩突出的公司纳入合并范围，将经营亏损的企业排除合并范围可以达到美化财务业绩的目的。本段根据格力电器的财务报告附注，整理了格力电器历年的合并范围变动情况，具体内容见下表 5-9：

表 5-9 格力电器合并范围变化明细表

名称	2005 年股权激励计划				2021 年股权激励计划		
	2004 年	2005 年	2006 年	2007 年	2019 年	2020 年	2021 年
新增合并范围数	4	0	3	6	13	6	11
减少合并范围数					2		8

从上表 5-9 格力电器合并范围除了 2005 年，每年都有变化。在 2005 年的股权激励计划中，2007 年的合并范围变化突出，所以本段将着重对本年度进行分析。在 2007 年，除了 1 家是由于根据 2006 年颁布的《新会计准则》要求纳入合并范围和一家是出资新设的公司外，其余都为收购公司，且这 6 家公司 2007 年的业绩表现如下表 5-10：

表 5-10 格力电器 2007 年新纳入合并范围子公司经营情况明细表

序号	公司名称	2007 年净利润（元）	持股比例	变更原因
1	格力电器（合肥）有限公司	-3,267,711.80	100%	新设
2	格力电器（巴西）有限公司	45,924,215.96	100%	会计政策变更
3	香港格力电器销售有限公司	-2,287,847.08	100%	收购
序号	公司名称	2007 年净利润（元）	持股比例	变更原因
4	珠海格力集团财务有限责任公司	17,838,330.59	53.92%	收购
5	珠海振港铸造有限公司	-706,150.44	100%	收购
6	珠海美菱通机电有限公司	-2,010,541.27	100%	收购
	合计	55,490,295.96		

通过表 5-10 可以看到，本年度格力电器合并范围的子公司，经营业绩虽然大多数属于亏损，但是亏损的合计数远低于盈利的合计数，因此 2007 年合并范围的调整总的来说对格

力电器财务报表的影响为正面的。尤其可以看到新增的合并子公司珠海格力集团财务有限责任公司，格力电器对其持股比例刚好达到纳入合并范围的要求，同时根据上表 5-10，这一公司的经营业绩出众，通过将其纳入合并范围可以增加合并报表的净利润。

而在 2021 年的股权激励计划中，2021 年作为考核期的第一年，格力电器就出现了大刀阔斧的改革，新设了 10 家子公司，收购了 1 家，出售了 6 家子公司和注销了 2 家子公司。具体整理如下表 5-11：

表 5-11 格力电器 2021 年合并范围变更情况

单位：元					
序号	公司名称	对经营业绩影响	持股比例	增加原因	减少原因
1	格力钛新能源股份有限公司		47.93%	收购	
2	珠海格力机电工程（临沂）有限公司	6,931,910.01	100%	新设	
3	芜湖格力智慧物流有限公司		100%	新设	
4	格力（珠海横琴）发展有限公司	-1,549,963.17	100%	新设	
5	格力电器（临沂）有限公司	-5,425,480.69	100%	新设	
6	江西锦润置业有限公司	-14,190,163.54	100%	新设	
7	长沙晶弘电器有限公司	-279,824.69	100%	新设	
8	格电新材（马鞍山）科技有限公司		100%	新设	
9	武汉钰力润珠置业有限公司	-276,336.18	100%	新设	
10	华欣高导（马鞍山）科技有限公司		100%	新设	
11	珠海明睿达供应链科技有限公司		100%	新设	
12	松原粮食集团二马泡生态农场有限公司	-72,031.20	0%		注销
序号	公司名称	对经营业绩影响	持股比例	增加原因	减少原因
13	邯郸市盈动新能源科技有限公司	-1,148.22	0%		注销
14	松原粮食集团江湾米业有限公司	215,501.72	49%		处置
15	松原粮食集团莲荷生态农场有限公司	-50,939.54	49%		处置
16	松原粮食集团聚源农业有限公司	2,291.72	30%		处置
17	松原粮食集团绿之源农业有限公司	142,792.55	30%		处置
18	松原粮食集团东卫米业有限公司	92,134.32	30%		处置
	松粮（宁波）粮食销售有限公司	23,927.91	0%		处置
	合计	-14,437,329			

从表 5-11 中可看到，格力电器本次纳入合并范围的公司经营业绩并没有那么理想，但是可以发现新增的公司大多属于工业制造业，其中格力钛新能源股份有限公司属于研究和试

验发展,于此同时减少的公司都为农业类公司,表面上看这与格力电器近年来的发展战略“立足家电行业,稳步拓展智能装备、精密模具、新能源、半导体、核心零部件等新兴产业,打造更具竞争力的多元化、科技型全球工业集团”息息相关,体现了对与战略目标不符资产的剥离。但是仔细对比研究格力电器 2020 和 2021 年的财务报告,发现一方面在 2020 年格力电器通过增资 1.5 亿元收购了一家粮食企业松原粮食集团有限公司,但是在 2021 年处置的 8 家子公司 7 家都与松原粮食集团有限公司有关,其中松原粮食集团二马泡生态农场有限公司是该集团 3 家直属农场之一,松粮(宁波)粮食销售有限公司是该集团 5 家全资子公司之一,松原粮食集团江湾米业有限公司是该集团的 3 家控股子公司之一,松原粮食集团莲荷生态农场有限公司、松原粮食集团聚源农业有限公司、松原粮食集团绿之源农业有限公司和松原粮食集团东卫米业有限公司为该集团控股孙公司。2020 年刚吸纳进来的公司,在 2021 年就进行了处置,并且从处置结果来看,7 家公司只有 2 家处置损益为亏损,其余都为盈利,可见格力电器通过处置子公司给财务报表带来了正向的盈余管理。除此之外还发现松原粮食集团江湾米业有限公司和松原粮食集团莲荷生态农场有限公司出售股权后的持股比例为 49%,刚好丧失控制权,可以不将其纳入合并范围的子公司。由于这 2 家公司都不是上市公司,没有相关的经营业绩数据。但是根据 2021 年公布的工商年报发现松原粮食集团江湾米业有限公司的净利润为-4 万元,这进一步证明了格力电器有通过持股比例微调将经营亏损的子公司排除在合并范围之外,从而进行盈余操纵。

5.2 修正的琼斯模型验证分析

本文选取沪深两市 A 股上市公司 2000 年至 2021 年的样本数据,并剔除了 ST 或 PT 样本及金融行业样本数据,通过修正的 Jones 模型^[33]以 stata 软件进行回归分析,从而得出格力电器应计盈余管理变化。具体模型如下所示:

$$\frac{TA_{i,t}}{A_{i,t-1}} = \alpha_1 \frac{1}{A_{i,t-1}} + \alpha_2 \frac{(\Delta REV_{i,t} - \Delta REC_{i,t})}{A_{i,t-1}} + \alpha_3 \left(\frac{PPE_{i,t}}{A_{i,t-1}} \right) + \varepsilon_t \quad (5.1)$$

$$NDA_{i,t} = \alpha_1 \frac{1}{A_{i,t-1}} + \alpha_2 \frac{(\Delta REV_{i,t} - \Delta REC_{i,t})}{A_{i,t-1}} + \alpha_3 \left(\frac{PPE_{i,t}}{A_{i,t-1}} \right) \quad (5.2)$$

$$DA_{i,t} = \frac{TA_{i,t}}{A_{i,t-1}} - NDA_{i,t} \quad (5.3)$$

$TA_{i,t}$: i 公司第 t 年的总应计利润。它是净利润 (NI) 和净经营现金流 (CFO) 的差额。

$A_{i,t}$: i 公司第 t 年的总资产额。

$\Delta REV_{i,t}$: i 公司第 t 年的营业收入变动额。

$\Delta REC_{i,t}$: i 公司第 t 年的应收账款变动额。

$PPE_{i,t}$: i 公司第 t 年的固定资产净值。

$DA_{i,t}$: i 公司第 t 年的非操纵性应计利润。

在（5.1）模型中通过数据回归，本文先求出参数 α_1 、 α_2 、 α_3 ，然后代入（5.2）模型中求出非操纵性应计利润 NDA。最后再通过模型（5.3）求出应计盈余管理即操纵性应计利润 DA。

格力电器应计盈余管理度量结果

表 5-12 格力电器应计盈余管理结果明细表

年份	DA	DA
2000	-0.206547	0.206547
2001	0.066032	0.066032
2002	-0.046801	0.046801
2003	0.030335	0.030335
2004	0.039724	0.039724

年份	DA	DA
2005	-0.028249	0.028249
2006	-0.095861	0.095861
2007	-0.162675	0.162675
2008	0.078532	0.078532
2009	-0.198688	0.198688
2010	0.031859	0.031859
2011	-0.024997	0.024997
2012	-0.128668	0.128668
2013	-0.014746	0.014746
2014	-0.026762	0.026762
2015	-0.155615	0.155615
2016	0.019613	0.019613
2017	0.033608	0.033608
2018	-0.005462	0.005462
2019	0.017201	0.017201
2020	0.042098	0.042098
2021	0.091719	0.091719



图 5-1 格力电器盈余管理程度趋势图

根据上文度量结果可以发现，2000 年至 2021 年间，格力电器应计盈余管理在 2 次股权激励期间都出现了异常波动，把上述结果分为业绩考核期和非业绩考核期，然后取盈余管理程度均值，结果如下图 5-2 所示，可以发现，存在股权激励计划的业绩考核期，盈余管理程度要大于非业绩考核期间，这说明股权激励跟盈余管理之间存在一定的相关性。而在 2005 年股权激励计划中，由于当时股权分置改革方案是在 2005 年 12 月公布的，基本接近年底，2005 年的净利润基本可以估算出来，并且根据 2005 年第三度季报，当时实现利润已经接近 2004 年，所以要实现比 2004 年增长 20% 的目标并没有太大压力，这也是 2005 年盈余管理程度并不显著的原因所在，而在 2006 年，2007 年盈余管理程度立马出现了变脸。

反观 2021 年股权激励计划，于当年的 6 月公布，此次股权激励计划是在格力电器变为无实际控制人状态下的第一次股权激励计划，2021 年业绩考核目标是归属于上市公司股东净利润比 2020 年增长 10%（该指标在修订方案中重新修订）。可是现实是家电行业近几年受到经济下行的影响面临较为严峻的外部环境，一方面原材料价格处于高位、另一方面国内消费意愿疲软、库存高企。在这样的背景压力下，格力电器的股权激励计划其实有很大的盈余管理动机。根据修正的琼斯模型计算的结果，2021 年的盈余管理程度相比 2019 年，2020 年有一定幅度的上升，这也再次验证了股权激励与盈余管理之间的关系，但是相比于 2005 年股权激励计划的 2006 年和 2007 年盈余管理程度，则表现明显的降低，这一定程度上说明治理结构对于管理层盈余管理行为的约束作用。

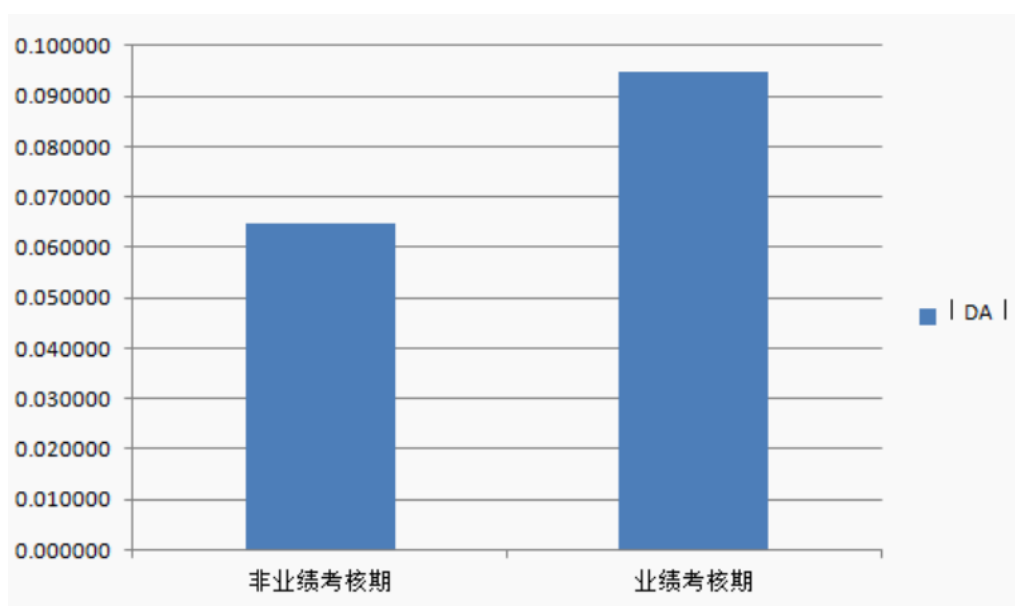


图 5-2 考核期与非考核期盈余管理幅度对比图

5.3 盈余管理变化的原因分析

结合上文格力电器前后两次股权激励计划的盈余管理手段分析,可以发现格力电器在两次股权激励计划中都利用了存货减值、固定资产折旧及合并范围进行盈余操纵,相比较而言,在 2021 年的股权激励计划相比 2005 年股权激励计划,盈余管理的程度有所减弱,这在修正的琼斯模型分析中也得到了验证,因此本段将结合格力电器前后两次股权激励计划下公司股权结构、股权激励的行权条件和行权价格探讨前后两次股权激励计划所引发的高管为自利而进行的盈余管理行为变化的原因,从而找到股权激励方案及公司治理的完善程度对盈余管理行为约束的机理。

5.3.1 股权结构的角度分析

作为 2005 年格力电器的控股股东格力集团,持有格力电器 50.82%的股份,对格力电器具有绝对的控制权,而第二大股东为珠海格力房产有限公司也是格力集团的全资子公司,因此格力电器的经营管理及高管任命完全由格力集团把持。2005 年格力电器的股权结构如图 5-3 所示。但是为了响应国家股权分置改革的号召,格力电器在 2005 年公布了股权分置改革方案,并提出了股权激励计划。在这一背景下,虽然管理层受到国资的监管,但是作为国资方处于天然信息的弱势,对于负责经营的管理层约束作用有限,使得激励方案制定的考核目标偏低且单一。

在 2019 年,格力集团转让了 15%股权给珠海明骏,最终放弃了对格力电器的控制权,混改后的格力电器股权结构如图 5-4 所示。珠海明骏作为第一大股东有权向格力电器提名 3 名董事(其中珠海熠辉、珠海高瓴/HH Mansion、格臻投资分别有权提名 1 名董事),但是

要保持至少 2 名董事是格臻投资（格力电器管理层实体持股平台）认可的人士；京海担保可提名 2 名董事；格力集团可提名 1 名董事。由于格力电器董事会共有 9 人，其中 6 名董事，3 名独立董事。因此不管从持股比例还是从控制安排的角度来说，格力电器的任一股东都无法保持对格力电器的控制，因此格力电器进入无实质控制人状态。2021 年的股权激励计划正是在此股权治理结构下提出的。通过前后股权激励计划背景的对比分析可以发现，由于董事成员由各方股东代表提名，代表各方股东的利益，管理层之间可以形成一定的约束监督机制，有利于改变一股独大的内部控制人问题，而且不管是珠海明骏还是京海担保都是机构投资者，有一定的专业判断和经营管理能力，有利于形成有效监督。

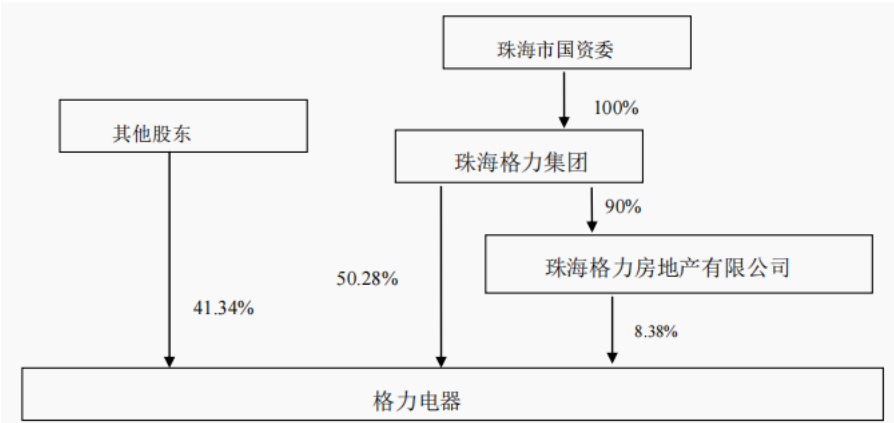


图 5-3 格力电器 2005 年底股权结构图

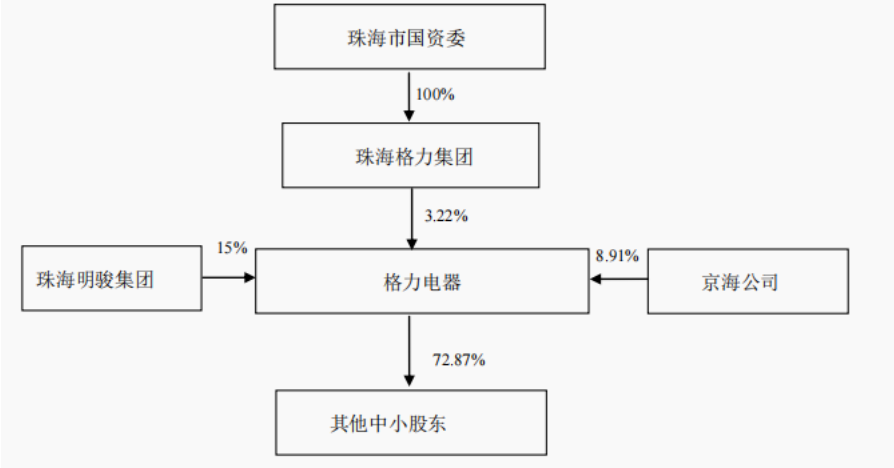


图 5-4 格力电器 2019 年底股权结构图

5.3.2 行权条件的角度分析

从上文可以知道，格力电器在 2021 年的股权激励计划中，相比于 2005 年股权激励计划，要求明显变多，从只要求净利润变为不仅要求净利润，还要求了现金分红和净资产收益率。将现金分红作为业绩考核标准，由于现金分红需要真金白银的付给各股东，所以就进一步约束了管理层通过操纵会计信息人为调节利润的机会。同时增加净资产收益率这一考核目

标，也会相应降低管理层盈余管理行为，因为一般盈余管理思路是多计收入或是少记成本来达到向上盈余管理，而这一调节都会影响净资产，最终对净资产收益率产生一定负面影响，所以这一考核目标的设定对盈余管理手段产生了一定的约束。现将格力电器两次股权激励前后年报披露主要业绩进行对比分析，相关数据整理如下表 5-13，由于 2022 年年报数据暂时还没有公告，因此暂没有 2022 年数据。

表 5-13 格力电器主要业绩数据一览表

会计年度	单位：百万元				
	2005 年股权激励计划			2021 年股权激励计划	
	2005 年	2006 年	2007 年	2021 年	2022 年 Q3
归属于上市公司股东净利润	509.62	628.16	1,269.76	23,063.73	18,304.12
目标净利润（激励条件）	504.94	555.43	610.97	24,175.11	25,175.11
完成率(实际净利润/目标净利润)	100.93%	113.09%	207.83%	95.4%	72.71%
净资产收益率	20.04%	21.92%	31.94%	21.34%	-
目标净资产收益率（激励条件）					22%

通过上表将两次股权激励条件与实际完成情况进行对比可以发现，2005 年股权激励都完成了激励目标，其中 2005 和 2006 年基本踩线达标，但是 2007 年却完成了行权业绩条件的 2 倍多，归属于上市公司股东净利润增长高达 83.56%，这增长率要明显高于 2005 年的 20.5%和 2006 年的 36.42%，并且也高于 2008 年的 54.74%。2007 年作为股权激励最后一年，业绩的陡然骤升且并没有在以后年度持续，表明格力电器可能存在故意调节利润，将本属于以前年度利润进行了盈余管理，以此来减轻以后年度的业绩压力，所以在 2007 年出现业绩陡然上升的情况。而在 2021 年股权激励计划中，2021 年并没有完成目标业绩（行权条件）。根据格力电器发布的股权激励公告，员工持股计划的业绩考核目标在 2022 年 7 月进行了修改，修改内容见表 5-14，将原本增长率的业绩目标（行权条件）变为增长额。如果按增长率来算，2021 年需要比 2020 年增长近 22.28 亿元，这一目标与 2021 年实际情况相差甚远，所以此次根据实际情况的变化修订了业绩目标（行权条件），从侧面佐证了随着格力电器混改进程深入，治理结构的优化，管理层盈余管理受到一定约束，在实际情况发生变化时，原本股权激励计划无法实现时，改变的是根据实际情况修订的激励目标，而不是财务报表数据。

表 5-14 格力电器 2021 年股权激励计划调整明细表

调整前	调整后
第一个归属期：：2021 年净利润较 2020 年增长不低于 10%，且当年每股现金分红不低于 2 元或现金分红总额不低于当年净利润的 50%。	第一个归属期：2021 年净利润较 2020 年增长不低于 10 亿元人民币，且当年每股现金分红不低于 2 元或现金分红总额不低于当年净利润的 50%；
第二个归属期：2022 年净利润较 2020 年增长不低于 20%，且当年每股现金分红不低于 2 元或现金分红总额不低于当年净利润的 50%。	第二个归属期：2022 年净利润较 2020 年增长不低于 20 亿元人民币，且 2022 年公司净资产收益率不低于 22%、当年每股现金分红不低于 2 元或现金分红总额不低于当年净利润的 50%。

（资料来源：珠海格力电器股份有限公司 关于调整公司第一期员工持股计划业绩考核指标的公告）

5.3.3 行权价格及期限的角度分析

管理人员在股权激励计划中的获利主要来源于行权价与股票市场价的价差，因此除了要在考核期内完成行权业绩条件，还要关注就是股票的行权价和行权后股票的市场价。比如在 2005 年的股权激励计划中，授予管理层的股权激励行权价格为每年年末经审计的每股净资产价格，因此格力电器的管理人员对考核期内的行权价格有迫切需求，因为只有行权期内行权价越低，行权期后股票市场价格越高，格力电器的管理人员才能获利更多。然而在 2021 年员工持股计划中，员工认购价格为 24.86 元/股，相当于半价购买，价格明确，如果管理层想要从此次员工持股计划中获利，就需要将公司股价提升，股价的提升与经营业绩密切相关，但是考虑到该计划下的持股人直到退休才可以出售持有股票，这就大大降低短期盈余操控的动力，有利于管理层为企业长远发展考虑，从而降低委托代理成本。因此，通过对比可以发现，在 2005 年的股权激励计划中，管理层有动机通过盈余管理来降低每股净资产价格从而获得较低的行权价，行权期结束后，再通过盈余管理释放业绩，推高股价。从表 5-15，可以清晰的看出格力电器股权激励行权价格明显偏低，尤其是 2006 年，当日披露的股票收盘价是行权价格的 10.56 倍。与此同时，我们通过表 5-16，格力电器 2005 年至 2009 年部分财务指标数据增长明细，可以看出 2008 年，2009 年的净利润增长速度都明显高于营业收入，这就验证了考核期结束后，释放业绩，使得股票价格上涨。

表 5-15 格力电器股权激励计划行权价格明细表

单位：元/股

名称	2005 年	2006 年	2007 年
行权价格	5.07	3.87	4.494
实施方案披露当天股票收盘价	11.9	40.85	18.7

					单位：%
项目	2005 年	2006 年	2007 年	2008 年	2009 年
营业收入	2.11%	42.36%	44.33%	10.93%	1.04%
净利润	21.11%	23.26%	102.14%	65.60%	38.55%
所有者权益	11.50%	21.75%	76.83%	27.6%	33.33%

表 5-16 格力电器部分财务指标增长率明细表

6 研究结论及启示

6.1 研究结论

本文通过对格力电器前后两次股权激励计划内容和盈余管理手段的分析，且根据修正的琼斯模型验证分析，发现股权激励的确会产生盈余管理行为，考核期的盈余管理程度明显高于非考核期，股权激励考核期格力电器|DA|均值为 0.0946，非业绩考核期格力电器|DA|均值为 0.0648，考核期的盈余管理幅度大于非考核期。从上图 5-1 格力电器历年盈余管理程度趋势图，可以发现格力电器不管是在 2005 年股权激励计划还是在 2021 年股权激励计划中，都在考核期内盈余管理程度都出现了波动，而波动的方向，则会根据股权激励方案内容有所不同，比如在 2005 年股权激励计划中，管理层需要在获得业绩考核指标的条件下，尽可能获得较低的行权价格，所以通过向下的盈余管理来降低净资产价值，而在 2021 年股权激励计划中，格力电器面临严峻的外部环境，存在业绩完成压力，因此存在向上盈余管理动机。这充分说明相比日常经营管理，考核期内管理层的确对企业业绩进行了异常调整。但是盈余管理会受到治理结构和股权激励方案内容要素的制约。

6.1.1 治理结构的完善可以约束管理层盈余管理活动

结合以上两次股权激励的背景可以看出，两次股权激励所处的治理结构具有很大的不同，2005 年股权激励计划是在股权分置改革的背景下，当时格力电器还属于国有控股企业，珠海市国资委对格力电器拥有控制权，这导致内部人控制问题突出，再加上信息的不对称和管理层权力缺乏相关监督约束，给了管理人员充分的机会和环境为自己谋福利。但是在 2021 年股权激励计划中，格力电器不再受珠海市国资委控制，成为无实际控制人状态，股权比较分散，相互制衡。从格力电器的两次股权激励方案的对比及结合历年格力电器的股权结构变化中可以发现，盈余管理波动幅度都在随着混改的推进和股权结构优化而减弱。我们也会发现随着公司治理结构的完善，一定程度上也在约束股权激励下的盈余管理活动，由于在 2021 年的股权激励计划中，格力电器引入了机构投资者珠海明骏，作为第一大股东，拥有 3 名董事的提名权，虽然目前还没有行使该权利，但是这也让管理层有几分忌惮，从而对其机会主

义行为产生一定威慑和制约作用。

6.1.2 股权激励方案要素对于盈余管理活动具有重大影响

股权激励方案的激励方式，行权条件，行权价格，激励对象和范围，激励期限等都会对盈余管理活动产生影响。通过上文的分析，2021 年股权激励方案采用的模式，行权条件，行权价格，激励对象和范围都与 2005 年股权激励计划有所不同。首先在激励模式上，2021 年股权激励计划选择了近些年受到市场欢迎的员工持股计划，其灵活，覆盖范围广，可以激励到更多的员工，从而建立起所有员工与企业股东目标一致的机制，让员工也参与到对管理层的监督中来，从而对管理层自利为目的的盈余管理产生约束；其次，目标考核上，2021 年股权激励计划也不再是单一的以利润指标为考核标准，加入分红，净资产收益率，考核指标的多元性将进一步加大管理层盈余管理的难度；最后在激励期限上，2021 年员工持股计划选择员工退休前才获得所持股权额最终支配权，使得员工利益与企业深度绑定，起到长期激励效果，这也一定程度上约束管理层在考核期满后的盈余操纵行为，通过操纵业绩抬高行权后股价获利。从 2021 年股权激励计划于 2005 年激励计划的对比中，可以发现股权激励方案要素的设计，可以在对盈余管理起到约束控制的作用。

6.2 研究启示

在混改的推进过程中，采取股权激励计划，不仅吸引激励管理层和业务骨干，还可以有效解决两权分离下的委托代理问题。但如果公司的控制权配置，董事会、监事会治理等方面未作出相应完善，这不仅无法改善国企内部人控制局面，解决国有股绝对控股等代理问题，还为管理层的盈余管理行为留下了更多机会。因此结合上文分析，提出以下建议：

6.2.1 混改过程中实施股权激励要有完善的治理结构为依托

从格力电器两次股权激励计划股权结构的对比可以发现，在不同股权结构下的治理机制有所不同，在第一次股权激励背景下，格力电器的实际控制人为珠海市国资委，对于格力电器有绝对的话语权；而在 2021 年的股权激励计划中，珠海市国资委放弃了控制权，由珠海明俊、京海担保和格力集团共同控制格力电器，形成了相互制衡的局面，非国有股东的话语权显著增强，激发了他们对管理人员行为进行监督的动力。尤其是机构投资者，他们具有非常专业的知识技能和非常丰富的经验及广泛的信息获取渠道，这就很大程度上可以及时发现和制止由于信息不对称所造成的管理人员对企业利益的侵害行为。因此，在国有企业混改过程中，股权激励需要有完善的公司内部治理结构作为依托，只有这样，才能充分发挥公司的治理效能，提高对管理人员侵害公司利益行为的监督，让股权激励真正发挥作用。而建立完善的治理机制可以从多方面着手。一方面要注意为非国有股东参与企业经营管理决策创造条件，使其具有一定的话语权，激发异质股东之间的平衡和互补作用，充分发挥他们的优势以

加强对管理层的监督,这时因为所有者缺位造成的委托代理问题和信息不对称造成的管理层“损公肥私”问题就可以被有效解决;另一方面,要真正落实好董监人员职责和权力,尤其是独立董事,要保证其“独立性”,保证其意见不受管理层意志的影响,使他们有能力在公司利益被侵害时及时阻止,只有这样才能约束管理层的机会主义行为及为个人利益而侵害公司利益的行为。

6.2.2 优化股权激励设计,考核指标多元,分批次激励

格力电器虽然在 2021 年的股权激励计划设计上已经比 2005 年股权激励计划有一定优化,但是仍然存在业绩考核指标单一,存在盈余管理空间的问题。比如不管在 2005 年股权激励计划还是在 2021 年股权激励计划中都只选择了财务指标,财务指标由于产生于财务报表,容易被管理层操纵。所以在考核指标中可以加入非财务指标,如市场份额、专利等能反映公司真正发展情况的指标,从根本上降低盈余管理的可行性;除此之外,在格力电器的两次股权激励对象中高管全部参与了激励计划。当股权激励的对象涉及整个高管团队时,其具备影响股权激励计划制定、实施的能力,高管利益协同,各个管理者之间的制约下降,高管间容易整体合谋实施机会主义。可以分批次对不同的管理层进行激励,加强高管间的相互监督约束。

6.2.3 混改过程中要加强对股权激励计划的修订和实施的披露

很多公司在披露股权激励方案时,会根据公司的情况修改方案并出具修改说明。事实上,激励计划的修订在一定程度上表明,股权激励计划的制定很可能代表了管理层的意志。激励计划的修订可能是公司对原计划缺陷的修正,也可能是管理层谋取私利行为的反映。格力电器在 2022 年发布第二期股权激励计划的同时也发布了格力电器第一期员工持股计划的修订稿,将第一期考核业绩进行了修订。但是在草案中,只能看到调整后的指标,没有指标设定的合理性说明,也没有详细披露截止披露日实际完成情况,尤其是在 2021 年股权激励计划中,第一年度考核期指标未完成的情况下,可以并入第二年度一起考核的情况下。由于信息的不对称,公众将很难判断新指标的合理性。这就提醒各上市公司在做相关披露时,首先,制定激励计划时,考核指标应当充分考虑外部环境影响并明确更改指标的情形,为后期方案考核修订提供依据,避免方案修订的随意性,倘若业绩完不成就修改考核指标,那么股权激励的意义也就名存实亡了;其次,披露修订内容要详细,不仅要包括修订内容、动机和影响,还要对修订的必要性和合理性进行阐述,以避免公司管理层利用模糊的理由,随意降低考核要求,为自己谋取不正当利益。

6.3 局限与展望

由于案例分析的局限性,本文也存在如下不足之处。第一,本文在研究格力电器混改下

股权激励与盈余管理作用机理时很大程度上依赖于公司本身行业特点,得出的结论某种程度上无法直接运用到其他行业类别企业,普适性不强;第二,格力电器第二次混改股权激励尚在激励期间,只有部分行权,对第二次股权激励的数据支撑比较有限,有待时间检验和往后学者的进一步研究;第三,由于本文获取的财务数据、企业经营状况等都来源于企业公开披露的公告及财务报告,对于尚未对外披露的信息无法了解,导致分析存在不够全面,并且限于笔者学术水平有限,对于部分数据的解读可能过于肤浅。希望以后的研究者可以随着混改政策的逐步落实及股权激励的实施获得更多国企股权激励的典型案例并加以大数据分析,从而排除各种偶然因素,在国企股权激励对盈余管理的影响研究中取得更具说服力的结论与建议。

参考文献

- [1] 刘泉红, 王丹. 我国混合所有制经济的发展历程与展望[J]. 经济纵横, 2018(12): 51-60.
- [2] 管建强, 王红领. 上市公司股权激励与治理结构对盈余管理行为的影响分析[J]. 贵州财经学院学报, 2012(1): 68-75.
- [3] 吕长江, 赵宇恒. 国有企业管理者激励效应研究——基于“最优契约论”与“管理权力论”的比较分析[C]//中国注册会计师学会管理会计与应用专业委员会. 管理会计与改革开放 30 年研讨会暨余绪缨教授诞辰 86 周年纪念会论文集. [出版者不详], 2008: 26-41.
- [4] 高云梅. 限制性股票激励下企业盈余管理研究——以明泰铝业为例[J]. 财会通讯, 2020(6): 5.
- [5] 程颖, 史书琪. 股权激励方案引发盈余管理的路径——基于“逆向”期望理论的案例研究[J]. 财务与金融, 2021(5): 8.
- [6] 肖淑芳, 刘颖, 刘洋等. 股票期权实施中经理人盈余管理行为研究——行权业绩考核指标设置角度[J]. 会计研究, 2013(12): 7.
- [7] 王素霞. 独立审计、股权激励和盈余管理关系研究[J]. 财会通讯, 2015(06): 14-17.
- [8] 肖新棠. 激励, 抑或“福利”: 上市公司股权激励计划与真盈余管理问题探析[J]. 江苏商论, 2020(7): 6.
- [9] 赵华伟. 经理人股权激励与盈余管理[J]. 财经问题研究, 2017(10): 7.
- [10] 陈大鹏, 施新政, 陆瑶等. 员工持股计划与财务信息质量[J]. 南开管理评论, 2019(1): 15.
- [11] 侯晓红, 姜蕴芝. 不同公司治理强度下的股权激励与真实盈余管理——兼论市场化进程的保护作用[J]. 经济与管理, 2015(1): 66-73.
- [12] 宿晓, 卢慧. 股权集中度对企业盈余管理行为的影响研究——基于混合所有制改革背景下的分析[J]. 价格理论与实践, 2020(5): 4.

-
- [13]曾富全,陈先彬. 国企混改能否抑制真实盈余管理行为——来自我国 A 股混合所有制企业的初步证据[J]. 会计之友, 2020(11):9.
- [14]苏三妹,刘微芳. 混合所有制改革对盈余管理的治理效应[J]. 企业经济, 2021, 40(9):45-57.
- [15]符安平,谭招晖. 混合所有制改革,股权结构与真实盈余管理[J]. 湖南财政经济学院学报, 2022.
- [16]Baker T,Reitenga A,Collies D. Stock Option Compensation and Earnings Management Incentives[J]. Journal of Accounting Auditing&Finance, 2003, 18(4):557-582.
- [17]Eitan Goldman, Steve L. Slezak. An Equilibrium Model of Incentive Contracts in the Presence of Information Manipulation[J]. Journal of Financial Economics, 2005, 80(3)
- [18]DeFond M., Jiambalvo J. Debt covenant violation and manipulation of accruals[J]. Journal of Accounting and Economics, 1994, 17(1-2):145-17
- [19]Ali M. Equity Compensation Incentives, Earnings Management, And Corporate Governance: The UK Evidence[J]. University of Surrey, 2013.
- [20]Debnath Nitai Chandra and Chowdhury Suman Paul and Khan Safa eduzzaman. The impact of audit quality on real earnings management: evidence from Bangladesh[J]. International Journal of Disclosure and Governance, 2022, 19(2):218-231.
- [21]Dechow P, Sloan R. Executive incentives and horizon problem[J]. Journal of Accounting and Economics, 1991, 28:151-184.
- [22]Robert W. Holthausen and David F. Larcker and Richard G. Sloan. Business unit innovation and the structure of executive compensation[J]. Journal of Accounting and Economics, 1995.
- [23]Vargus M E, MD Beneish. Insider Trading, Earnings Quality, and Accrual Mispricing[J]. The Accounting Review, 2001, 77(4).
- [24]Mansor, N., Che-Ahmad, A., Ahamd-Zaluki, N. A. et al. Corporate governance and earnings management: A study on the Malaysian family and non-family owned PLCs. Procedia Economics&Finance, 2013, 7(13).
- [25]MANSOR, N., CHE-AHMAD, A., AHMAD-ZALUKI. Corporate Governance and Earnings Management: A Study on the Malaysian Family and Non-Family Owned PLCs[C]. // International Conference on Economics and Business Research (ICEBR 2013): Kedah, Malaysia, 14-16 May 2013.: Elsevier B.V., 2013:221-229.
- [26]Paul Anglin, Robert Edelstein, Yanmin Gao, Desmond Tsang. What is the Relationship Between REIT Governance and Earnings Management?[J]. The Journal of Real Estate Finance and Economics, 2013, 47(3).

[27] Al-Okaily J, Benyoussef N, Chahine S. Economic Bonding, Corporate Governance and Earnings Management: Evidence from UK Publicly Traded Family Firms[J]. International Journal of Auditing, 2020 (in press)

[28] 何瑛, 杨琳. 改革开放以来国有企业混合所有制改革: 历程、成效与展望[J]. 管理世界, 2021, 37(7): 44-60.

[29] Schipper Katherine. Commentary on Earnings management[J]. Accounting Horizons, 1989(12): 91-102.

[30] Paul M. Healy, James M. Wahlen. A Review of the Earnings Management Literature and Its Implications for Standard Setting[J]. Accounting Horizons, 1999.

[31] Dechow P M, Skinner D J. Earnings management: Reconciling the views of accounting academics, practitioners, and regulators[J]. Accounting Horizons, 2000, 14(2): 235-250.

[32] 陈大鹏, 施新政, 陆瑶, 等. 员工持股计划与财务信息质量[J]. 南开管理评论, 2019(1): 15.

[33] Dechow P M, Sloan R G, Hutton A P. Detecting Earnings Management[J]. Accounting Review, 1995, 70(2): 193-225.