

无实际控制人公司股权激励的案例剖析与策略优化研究

——以格力电器为例

代雨彤^{1,*}, 高佳欣¹

(1.东北财经大学, 辽宁省大连市, 116023; *通讯作者, 18525485162@163.com)

摘要: 随着中国资本市场的不断发展, 无实际控制人公司逐渐成为重要的市场组成部分。这类公司股权结构分散, 缺乏控股股东的监督, 导致管理层可能滥用股权激励机制。本文以格力电器为案例, 分析了无实际控制人公司股权激励方案的设计与实施效果, 探讨了其在公司治理中的作用。通过对格力电器股权激励的评估, 本文揭示了其存在的问题, 如短期激励过度、股东与管理层利益不对称等, 同时提出了优化策略, 包括设定长期考核指标、增强股东监督及改善激励公平性等。这些措施旨在改善公司治理, 推动管理层与股东的长期利益对接, 提升股权激励的效果。

关键词: 无实际控制人公司; 股权激励; 公司治理; 管理层激励; 格力电器

1 导论

1.1 研究背景与意义

近年来, 随着中国资本市场的不断发展和公司治理结构的日益完善, 无实际控制人上市公司逐渐成为市场中的重要组成部分。这类公司通常具有股权结构分散、决策权分散等特点, 这种治理模式在一定程度上避免了权力过度集中所带来的风险, 但由于缺乏稳定的大股东监督, 所以管理层在公司决策中占据主导地位, 这就可能引发管理层短期化决策、利益输送、股权激励滥用等现象。因此, 如何在无实际控制人公司中平衡管理层与股东之间的利益关系, 构建有效的激励与约束机制已成为当前公司治理研究的重要课题。

格力电器作为中国家电行业的龙头企业, 自2019年原国有控股股东格力集团退出后成为无实际控制人公司。格力电器在随后的几年里多次实施股权激励方案, 但市场对其激励对象的公平性、考核标准的合理性、长期效果的有效性等问题存在较大争议。所以选择格力电器来研究无实际控制人公司在实施股权激励中的核心问题不仅能揭示当前市场实践的有效性, 也能为其他类似企业提供优化策略。

1.1.1 理论意义

现有关于股权激励的研究主要集中于家族企业、国有控股企业及私人控股企业, 较少涉及无实际控制人公司的治理模式。本文系统分析无实际控制人公司股权激励的特殊性从而为现有研究提供新的理论视角。传统股权激励理论认为通过给予管理层股权或期权可以增强其责任意识从而提升公司业绩, 然而在无实际控制人公司中, 由于股东对管理层的约束力较低, 股权激励可能成为管理层变相增加自身收益的工具。本研究希望重新审视股权激励在无实际控制人公司中的适用性, 为未来的理论研究提供新思路。

1.1.2 实践意义

首先, 帮助无实际控制人公司优化股权激励方案。许多无实际控制人公司在实施股权激励时往往面临考核指标失真、激励门槛过低、收益分配不均等问题, 导致管理层进行套利而非真正提升公司价值。本研究希望总结格力股权激励方案的优势与不足进而提出可行的优化方案。其次, 增强投资者对无实际控制人公司治理风险的识别能力。无实际控制人公司由于缺乏稳定的控股股东, 其未来治理的不确定性可能会影响投资者

信心进而导致市场估值较低。本研究希望通过优化策略提高市场对企业治理的信任度，帮助其在资本市场长期稳定发展。最后，防范管理层自利行为提高治理效率。较大的管理层权力可能会导致他们设置较低的业绩考核门槛以确保自身轻松获取超额收益。本研究通过探讨如何在激励管理层的同时防止其利用股权激励机制进行利益输送，从而维护企业的长期利益。

1.2 研究内容与方法

本文以格力电器为案例，探讨其股权激励方案的设计、实施效果及改进方向。研究内容包括以下四个方面：分析无实际控制人公司的治理特征及其对股权激励的影响。研究格力电器的股权激励方案，分析其激励对象、授予方式、考核标准、行权条件等关键要素。归纳无实际控制人公司股权激励的主要问题并分析对公司治理和企业长期价值的影响。最终提出优化无实际控制人公司股权激励的策略以提高股权激励的公平性和有效性，使其真正促进企业长期发展。

本文使用的研究方法有：

- 文献研究法：通过系统梳理国内外相关文献，构建无实际控制人公司股权激励的理论框架。
- 案例研究法：以格力电器为典型案例深入剖析其股权激励实践，评估市场对其股权激励方案的认可程度并衡量股权激励是否真正推动企业增长。
- 事件研究法：利用股权激励公告前后股价变动数据分析市场对格力电器股权激励的即时反应，判断投资者是否对股权激励计划抱有积极预期。
- 量化分析法：通过数据衡量股权激励对格力电器经营绩效的影响，观察股价走势及公司市值变化评估市场对股权激励的长期认可度。

1.3 研究的创新点与不足

1.3.1 创新点

本研究创新在于聚焦无实际控制人公司这一特殊治理模式下的股权激励机制，这突破了传统股权激励研究主要围绕家族企业、国有控股企业或大股东主导企业展开的局限。与以往主要关注股权激励如何提升管理层积极性的研究不同，本文更侧重股东监督不足背景下，管理层如何通过激励机制强化自身权力、操控股价、影响企业战略，为股权激励的适用性提供了全新视角。此外，本文不仅关注股权激励对企业内部治理和绩效的影响，更进一步探讨其对市场投资者信心、企业创新能力及资本市场估值的长期作用。

1.3.2 不足

由于单一案例研究的局限，结论的普适性可能受到一定限制，未来可进一步扩展样本范围以验证不同企业在股权激励实施中的差异。同时，我们的研究数据主要来源于公司财报和市场公开信息，未能获取管理层内部考核标准及股东投票数据，如果能够结合访谈或调研方式获取更深入的信息会让我们的研究变得更有意义。我深刻明白股权激励的真正效果往往体现在长期企业绩效和市场认可度上，由于本研究的时间跨度受限，未来可进一步跟踪其长期影响以验证股权激励的持续性效果。

2 文献综述

2.1 关于无实际控制人的文献综述

随着资本市场的发展和股权结构的日益分散，无实际控制人公司逐渐成为一种新的治理模式，它打破了传统控股股东主导的格局使企业决策更加市场化，同时减少了大股东对公司资源的掏空风险。然而由于股东持股比例分散，管理层在缺乏强有力监督的情况下，其权力得到了进一步强化，企业治理容易陷入“内部人控制”困境，导致代理成本上升、决策效率下降以及中小股东利益受损的问题。此外，部分无实际控制人公司因股东意见难以统一，企业治理呈现出博弈化和短期化倾向，甚至在某些情况下，管理层借助资本运作或股权激励巩固自身权力，使公司运营更加偏向于高管个人利益而非股东价值的提升。尽管如此，无实际控制

人公司在某些行业仍展现出较强的适应性，特别是在依赖创新和长期投入的科技、制造业领域，由于没有控股股东的短期盈利压力，管理层可更加专注于企业发展，推动技术突破和市场布局。

于培友，张美玲，李青格认为在无实际控制人的情况下，企业管理层通过制度化的治理安排也可以巩固自身控制权，从而稳定企业治理结构，甚至形成“隐形控制”[1]。李祎璐，许鹭嘉，韩松林分析了沪市上市公司中的无实际控制人现象，发现导致这一现象出现的原因是企业股权分散、股东一致行动协议不稳定等因素[2]。他们认为虽然无实际控制人公司避免了控股股东“一股独大”的问题，但同时也带来了决策效率低、代理成本高、管理层权力不受约束等治理风险。王晔，王世鹏，刘琳则表示无实际控制人公司由于股东之间权力分散、管理层拥有更大自主权等原因往往比传统控股公司更加重视技术创新和长期成长[3]。毕立华，罗党论对于这一情况相对消极，并提出建议通过提升信息披露透明度、加强监管约束等方式来减少管理层滥用手权力的可能性[4]。刘佳伟，周中胜认为无实际控制人公司的财务信息透明度较低，且内部控制相对较弱，这很有可能导致外部审计机构需要投入更多资源进行风险评估[5]。宋力，华超通过多个案例分析发现无实际控制人公司有很多问题，比如管理层在职消费增多、投资决策失误率上升、高管薪酬异常增长，并且公司整体运营绩效下降[6]。张志红，王露露，张煜涵发现管理层往往通过操控财务信息、关联交易、隐性利益输送等方式侵害中小股东利益，并提出通过提升信息披露质量的方式在一定程度上缓解管理层的自利行为，因此加强监管和透明度是保护中小股东的关键[7]。

2.2 股权激励实施动因的文献综述

王相志，文峰，李清财和吕炳峙均认为股权激励旨在将管理层的利益与股东的利益绑定，通过减少代理成本来促进管理层更好地为股东利益工作[8, 9]。前者将股权激励作为一种有吸引力的长期激励手段，认为这样有助于公司吸引和保持关键人才，后者则是基于深圳万科的案例研究鼓励管理层关注公司长期发展而非短期财务目标。何世文清晰地列出了五个原因：解决代理问题、提升公司治理水平、吸引和激励人才、提升公司财务绩效、促进企业战略实施[10]。张冰琪的观点在上面这些论文所指出的原因之外还指出股权激励的动因是使管理层与股东的利益一致，从而优化公司治理结构进而减少管理层滥用手权力的可能[11]。谢平和熊迎春，王海东两篇论文在去年发表，他们在论文中所展示的实行动因没有更新，往年论文已经大致涵盖[12, 13]。我们可以发现无论是从公司治理结构、战略目标的执行，还是从市场竞争压力下人才的吸引与激励来看，股权激励作为一种长期激励工具，总体还是能够有效促进公司整体运营效率和财务表现，减少管理层短期化决策的风险。在不同行业背景下，股权激励的动因可能会有所侧重，但核心目的是实现股东利益和管理层利益的统一进而推动公司可持续发展。

2.3 股权激励效果分析的相关文献综述

张俊瑞，张健光，王丽娜通过实证分析发现股权激励能够显著提升公司短期的市场反应，主要表现为股价表现较积极[14]。然而他们分析认为对长期财务绩效的影响较为有限且在资产结构上没有显著的改善。刘广生，马悦和唐雨虹，周蓉，杨啸宇等很多文章也认为更多表现在短期行为，对整体财务绩效提升的影响较为有限[15, 16]。赵国宇表明股权激励在提升企业技术创新方面有显著作用[17]。这表现为管理层和核心技术创新人员的创新动机得到了增强，能够促进研发投入、推动技术创新。吕长江等通过分析股权激励到底是福利还是激励做出了完整论文，最终得出结论股权激励的效果取决于其设计的合理性，且外部监管和公司治理结构的完善对激励效果至关重要[18]。

2.4 文献评述

通过梳理国内外文献发现已有大量文献从不同角度探讨了股权激励的动因、实施效果及其对公司治理的影响。然而针对无实际控制人公司这一特殊治理结构下股权激励的实际效果的研究相对较少且缺乏系统性和深度的案例分析。股东和管理层的利益往往存在冲突，股权激励通过将管理层的利益与股东利益捆绑的方式促进了管理层的长期决策，结果显示股权激励在短期内能为公司或企业带来较为明显的绩效提升，但对长期业绩的影响较为有限。这种情况在股东权力分散、管理层的自主性强的无实际控制人公司中可能会导致管理层更加注重短期回报，忽视公司的长期发展，造成了头痛医头，脚痛医脚的情况，未能真正做到立竿见影。另外，股权激励的设计和实行动因因公司治理结构的不同而有所差异。无实际控制人公司因缺乏控股股东强

力监督容易出现管理层权力过度集中的情况，股东与管理层之间的监督关系可能变得较为薄弱，股权激励也可能成为管理层工具，进而影响公司治理的合理性。现有文献中虽然提到股权激励能有效促进管理层积极性和公司创新，但其实际效果往往受到公司治理和外部监管的制约。在一些案例中，股权激励甚至未能达到预期的效果反而成为了一种福利工具，使管理层获得过多的回报，进一步加剧了代理问题，形成了杯水车薪的局面，未能从根本上解决股东和管理层之间的利益冲突。尽管现有研究为股权激励的实施提供了很多有益的思路，但大部分研究并未充分考虑到无实际控制人公司特有的治理挑战和环境因素。因此，本研究通过对格力电器等典型案例的分析，期望填补这一研究空白，为无实际控制人公司的股权激励机制优化提供实践指导，帮助企业实现可持续发展的目标。

3 上市公司无实际控制人现状分析

3.1 无实际控制人现状分析

3.1.1 上市公司无实际控制人数量变化

从图 1 来看，无实际控制人公司数量和占比的持续增长，直观地说明了中国 A 股市场中公司治理结构的深刻变化。2022 年无实际控制人公司数量和占比的变化最为显著，明明无控制人公司数量相比前一年大幅增加，但占比却减少了。在这一期间，A 股市场整体扩容导致新上市公司数量增多。一些新上市公司可能采取了无实际控制人结构所以导致了数量的增加，但市场中新上市公司主要还是由有实际控制人的公司使得占比相对下降。再加上退市新规的实施可能迫使一些公司优化治理结构以符合上市要求，部分公司从无实际控制人结构转变为有实际控制人结构。

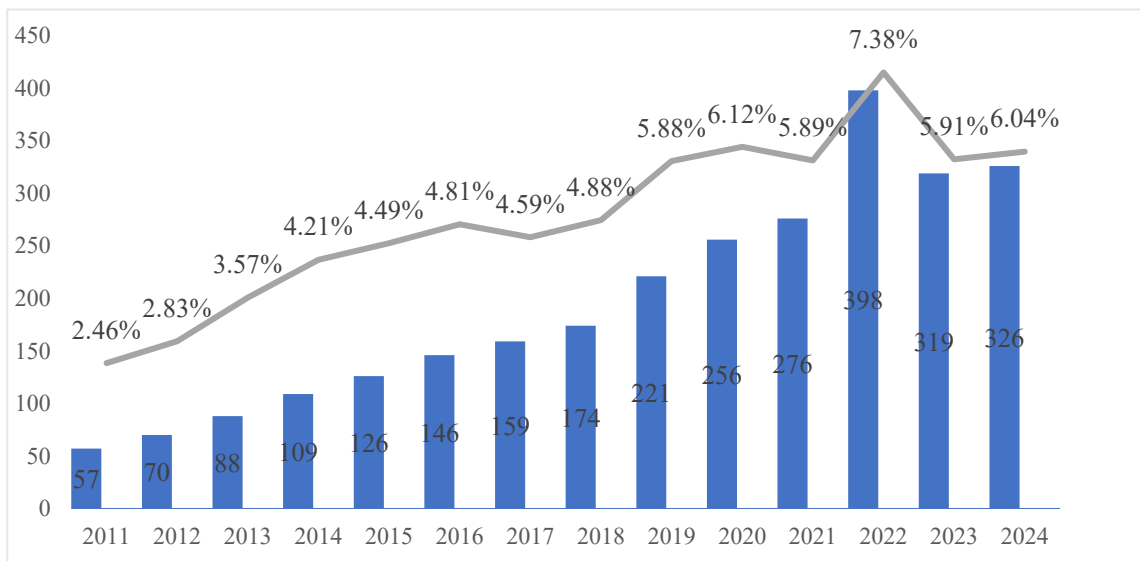


图 1 无实际控制人 A 股上市公司数量和占比图（数据来源：wind）

3.1.2 上市公司无实际控制人原因分析

从表 1 可以看出部分公司在 IPO 时就选择了无实际控制人的结构，在创始团队与外部投资者共同参与的情况下股权可能较为分散；或是投资者或监管机构对透明度和治理结构的要求提高才导致一些公司选择更为分散的股东结构以避免单一股东控制和提高资本市场的接受度。还有些公司在变更后，原先的实际控制人消失导致公司变为无实际控制人。这可能是控股股东的变化或者股东之间的一致行动合同解除导致的；还有某些公司由于股东权益变动或股东纠纷的解决导致原有的控制结构发生变化。

表 1 近年来部分无实际控制人上市公司统计表（数据来源：wind）

(a)				
类型	证券代码	证券简称	上市时间	无实际控制人的原因
IPO 无实际控制人	688691.SH	灿芯股份	2024-04-11	无控股股东，股权分散
	301536.SZ	星宸科技	2024-03-28	
	688584.SH	上海合晶	2024-02-08	
	301559.SZ	中集环科	2023-10-11	
	688702.SH	盛科通信-U	2023-09-14	
	688549.SH	中巨芯-U	2023-09-08	
	301329.SZ	信音电子	2023-07-17	
	833751.BJ	惠同新材	2023-07-17	
	836208.BJ	青矩技术	2023-06-29	
	688469.SH	芯联集成-U	2023-05-10	
(b)				
类型	证券代码	证券简称	公告无实际控制人时间	无实际控制人的原因
由有实际控制人变更为无实际控制人	600739.S H	辽宁成大	2025-02-28	控股股东变更为韶关高腾，无实际控制人
	688206.S H	概伦电子	2024-12-30	一致行动协议解除，无控股股东及无实际控制人
	835084.N Q	多麦股份	2025-03-03	控股股东、实际控制人变更，无控股股东及无实际控制人
	600336.S H	海航科技	2025-01-23	实际控制人由海南省慈航公益基金会变更为无实际控制人
	603363.S H	*ST 傲农	2024-12-19	股东权益变动，无实际控制人
	300101.S Z	振芯科技	2025-01-15	控股股东解散纠纷，无实际控制人
	000612.S Z	焦作万方	2025-03-03	控股股东变更为钊正刚，无实际控制人
	688656.S H	浩欧博	2024-12-08	一致行动协议解除，无控股股东及无实际控制人
	688739.S H	成大生物	2024-12-08	控股股东变更为韶关高腾，无实际控制人
	688235.S H	百济神州-U	2021-12-15	无控股股东，股权分散

3.1.3 上市公司无实际控制人实际运行

尽管无实际控制人公司没有单一的控股股东或实际控制人，但公司依然需要有人来负责日常管理和战略决策（见表 2）。决策权通常由董事会承担，董事会成员往往由股东代表选举产生，且股东之间没有单一的

控制方，因此董事会的结构通常是多元化的，包括独立董事和外部董事，这些董事代表股东利益对管理层的决策进行监督和审议以防止管理层行为的极端化。同时管理层通常包括 CEO、CFO 等核心高管，他们负责公司业务的执行、团队管理、资源调配等。在实际运营中，管理层不仅仅要考虑股东的短期利益，还需要平衡不同股东的利益诉求，还需要定期与股东进行沟通确保股东对公司战略和财务状况有充分了解。透明的信息披露和股东关系管理是这些公司治理中的核心组成部分。公司通常会更加注重与外部战略伙伴的合作进行跨行业合作或并购以增强市场份额和盈利能力。

表 2 无实际控制人公司的实际运作划分表（数据来源：wind）

分类	特征	典型案例
股权分散且多方制衡	股东持股比例分散，无单一主体具有控制力，决策依赖多方博弈与制衡机制	复旦微电、重庆路桥
均衡持股共同决策	主要股东持股比例接近，通过共同参与决策形成治理平衡	中微公司
原实控人退出或协议终止	因一致行动协议终止、股权划转或原实控人退出导致无实际控制人状态	成大生物、瑞联新材
股东均为财务投资者	股东以财务投资为主，不参与日常经营，公司管理权下放至职业经理人	华昌达、泰豪科技

3.1.4 上市公司无实际控制人后果

（1）治理独立性提升与长期价值创造

股东间的权力制衡可避免实控人滥用控制权，这种机制源于多元股东的利益分歧——国资股东关注资产安全，外资股东强调投资回报，管理层注重产业协同，多方博弈迫使决策更审慎。同时无实控人公司更易响应监管合规要求，ESG 评级高的无实控人公司相比需层层审批的国企融资成本平均低，因此在治理角度更具有独立性也更利于长期价值的创造。

（2）管理创新与资源配置效率优化

管理层无需向单一实控人汇报冗长流程进而使得决策链条缩短，这种市场化选聘机制更容易吸引技术专家，在格力研发团队中博士占比达 15%，促使公司决策更贴近市场一线。分散化股权减少了大股东干预，管理层可快速调整战略，有利于公司灵活应对市场变化：

（3）决策效率低下与战略执行受阻

股东利益分歧可能会导致协商成本上升，在一些重大决策时可能会导致耗时过长。职业经理人倾向长期投入而股东可能偏好短期分红，可能会导致管理层与股东目标冲突。最重要的是在一些危机事件中缺乏统一决策主体，比如 2020 年格力转产口罩决策时因需召开临时股东大会表决延迟 2 周，而相比之下国企或家族企业可由实控人直接拍板，这就体现了应急响应能力不足，如果想要使用这种模式，应该提前准备好完备的风险应对措施。

（4）管理层代理问题与责任缺位

管理层可能通过关联交易损害股东利益，其根源在于：缺乏实控人监督时董事会难以有效约束管理层自利行为。另外如果股权激励条件设置过低可能导致管理层过于追求短期业绩。格力第一期激励计划仅考核营收增速，促使管理层通过压货经销商虚增收入而非提升产品竞争力。责任主体不清导致问责困难，问责制度模糊。格力渠道改革失利后，董事会、管理层和股东相互推诿，最终由董明珠个人承担舆论压力，这就反映无实控人公司问责机制的制度缺陷。

4 案例分析

4.1 格力电器简介

珠海格力电器股份有限公司（格力电器）成立于 1989 年 12 月 13 日，总部位于广东省珠海市，是一家大型家用电器及工业设备制造商。最初主要业务集中在空调的生产和销售。1990 年代初，凭借先进的技术和高质量的空调产品迅速打开市场，逐步成为中国空调行业的重要品牌。1996 年，格力成功在深圳证券交易所上市（股票代码为 000651），成为公开交易的公司。公司主要生产空调、冰箱、洗衣机、热水器等电热交换技术产品，旗下有格力、TOSOT（大松）、晶弘等品牌。2012 年，董明珠女士担任格力电器董事长。2019 年，公司完成股权转让，成为无实际控制人公司，股东结构更加多元化。

4.2 格力电器股权结构和实际控制权情况

从格力电器的 2024 年末股权结构来看（见表 3），珠海明骏投资合伙企业（有限合伙）是最大单一股东，同时经过调查发现其与董明珠有一致行动关系，但即使这样整体上也并不形成绝对控制。股东结构充分体现了无实际控制人公司的特点，这使得公司在决策时需要在不同股东之间寻求平衡。此外公司的股东结构中，机构投资者（如香港中央结算有限公司、京东互联网科技发展有限公司、证券金融公司等）也占据重要地位，表明公司在资本市场中的活跃度和吸引力较高。这些股东不仅在公司资本运作和治理中具有一定影响力，也可能对公司的发展战略和市场定位产生重要作用。总体而言，格力电器的股东结构展现了集中与分散相结合的特点，这一结构为公司带来了灵活性，但也可能带来决策效率下降的风险。

表 3 格力电器前十大股东及其持股比例（数据来源：格力电器官网）

编号	股东名称	持股数量 (股)	持股比例 (%)	股本性质
1	珠海明骏投资合伙企业（有限合伙）	902,359,632	16.02%	流通 A 股
2	香港中央结算有限公司	588,218,985	10.45%	流通 A 股
3	京海互联网科技发展有限公司	386,043,038	6.86%	流通 A 股
4	珠海格力集团有限公司	193,895,992	3.44%	流通 A 股
5	中国证券金融股份有限公司	179,870,800	3.19%	流通 A 股
6	董明珠	77,643,492	1.38%	流通 A 股，限售流通股
7	中国工商银行股份有限公司－华柏瑞沪深 300 交易型开放式指数证券投资基金	53,232,721	0.95%	流通 A 股
8	珠海格力电器股份有限公司－第二期员工持股计划	38,961,365	0.69%	流通 A 股
9	中国建设银行股份有限公司－易方达沪深 300 交易型开放式指数发起式证券投资基金	35,445,389	0.63%	流通 A 股
10	中央汇金资产管理有限责任公司	26,291,256	0.47%	流通 A 股

管理层通过三层嵌套的有限合伙构架对第一大股东重大影响（见图 2）。参考代大勇了解珠海明骏的第一层构架共有五名合伙人，其中珠海贤盈为普通合伙人，其他为有限合伙人。珠海贤盈有四名合伙人，其中珠海毓秀为普通合伙人，其他为有限合伙人，形成第二层构架。珠海毓秀为中外合资企业，股东包括珠海高瓴、HH Mansion、Pearl Brilliance、格臻投资，形成第三层构架，实现对珠海明骏的最终控制。

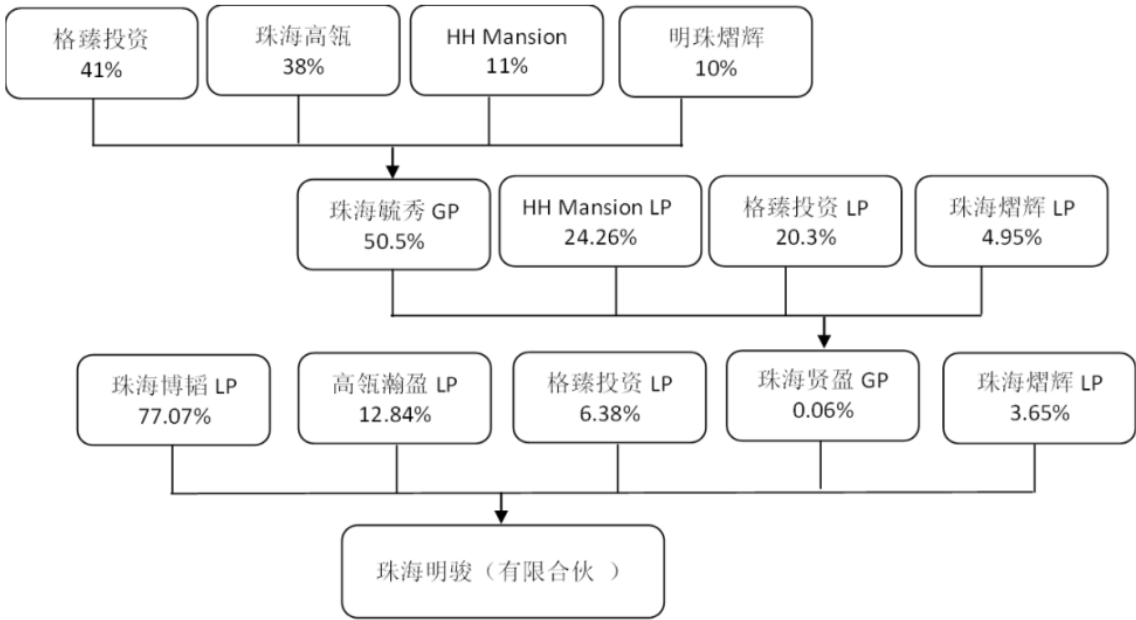


图 2 格力电器管理层架构图

格臻投资是格力电器的高管团队共同设立的一家合伙企业，管理层的主要成员董明珠在其中持有较大比例的股份，达到了 95.48%。作为该合伙企业的普通合伙人及执行事务合伙人，董明珠对格臻投资拥有决定性的控制力。格臻投资作为管理层的投资实体，持有珠海明骏 6.38%的股份。同时，它还持有珠海贤盈 20.3%的股份，而珠海贤盈是珠海明骏的普通合伙人之一。此外，格臻投资在珠海毓秀——珠海贤盈的普通合伙人中拥有 41%的股份，这使得格臻投资实际上成为了珠海毓秀的主要股东（见图 3）。

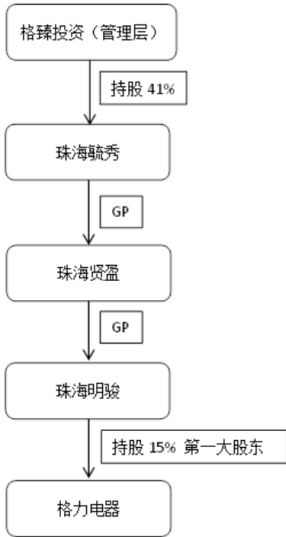


图 3 格力电器高管架构图

4.3 格力电器员工股权激励方案及动因分析

4.3.1 股权激励方案

通过对格力电器于 2024 年 8 月 3 日公布的《珠海格力电器股份有限公司第三期员工持股计划（草案）》进行阅读整理，第三期员工持股计划的方案要点如下：

- 1. **激励对象：**包括公司董事（不含独立董事）、监事、高级管理人员以及公司及控股子公司对公司整体业绩和中长期发展具有重要作用的中层干部和核心员工。拟参与本员工持股计划的员工总人数不超过 12,000 人，参与对象的最终人数、名单将根据员工实际缴款情况确定。
- 2. **激励数量：**不超过 79,462,095 股，约占公司当前总股本的 1.41%。
- 3. **授予价格：**价格为 20.31 元/股，不低于董事会召开前 1 个交易日均价的 50%。
- 4. **行权条件**（见表 4、表 5）：

表 4 公司业绩考核指标

考核期	对应考核年度	考核指标
第一个考核期	2024 年	2024 年度净资产收益率不低于 20.00%
第二个考核期	2025 年	2025 年度净资产收益率不低于 20.00%

表 5 个人绩效考核

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

- 5. **激励期限：**存续期为 3 年，自本员工持股计划经公司股东大会审议通过且公司公告标的股票过户至员工持股计划名下之日起计算。
- 资料来源于《珠海格力电器股份有限公司第三期员工持股计划（草案）》
为实施第三期员工持股计划，公司已经履行以下行为（见表 6）：

表 6 第三期持股计划发布前公司行为（资料由笔者整理）

日期	事件
2023 年 10 月 30 日	公司召开第十二届董事会第十五次会议，审议通过《关于回购部分社会公众股份方案的议案》
2023 年 10 月 31 日	公司披露《关于回购部分社会公众股份方案的公告暨回购报告书》
2023 年 12 月 29 日	公司完成第四期回购计划，回购股份 91,897,967 股
2024 年 8 月 3 日	公司董事会薪酬与考核委员会拟定员工持股计划草案
2024 年 8 月 3 日	公司董事会审议员工持股计划草案，拟参加本员工持股计划的董事及与其存在关联关系的董事回避表决
2024 年 8 月 3 日	公司股东大会审议并批准员工持股计划

4.3.2 股权激励动因分析

根据格力电器发布的第三期员工持股计划草案及公开披露的信息，其股权激励的核心动因可归纳为构建长效激励机制、优化治理结构、强化股东回报三大维度。

（1）基于业绩考核的长效激励机制

第一期与第二期考核包含净利润增长与分红指标，而第三期聚焦到了 ROE，反映了公司从“规模扩张”向“质量提升”的战略转型。通过这种模式将员工利益与公司长期经营目标深度绑定，进而构建“利益共享、风险共担”的治理框架。2024 年 8 月推出的第三期员工持股计划，其核心机制设计体现在两方面：其一，公司层面设定 ROE 考核指标，要求 2024 年、2025 年净资产收益率均不低于 20.0%，若首年未达标则将未归属股票递延至次年合并考核，但两年算术平均 ROE 仍须达标，此举既避免短期业绩波动对激励效果的冲击，又

能确保管理层必须持续提升资产运营效率；其二，个人层面设置分级考核将激励兑现与岗位绩效直接挂钩，有效解决了传统激励计划中激励与约束失衡的问题。

根据 2023 年财报数据，公司归母净资产 1215 亿元，20%的 ROE 目标对应每年需创造至少 243 亿元净利润，较 2021-2023 年净利润复合增速 9.4%显著提高，倒逼公司优化资源配置、加速多元化转型。从历史沿革看，格力自 2005 年股权分置改革起已实施 8 期股权激励，覆盖对象从早期 609 名高管逐步扩展至万名基层骨干，考核指标亦从单一的净利润增长演变为“ROE+分红+战略转型”的多维体系（见表 7），反映出激励机制与公司战略升级的协同深化。通过长效激励，格力在 2020-2023 年间研发投入年均增长 12.3%，智能装备、新能源等新业务收入占比提升至 33.6%，验证了该机制对创新驱动发展的促进作用。

表 7 三期股权激励方案对比表

考核维度	第一期（2021）	第二期（2022）	第三期（2024）
ROE 要求	未明确	2022 年≥22%，2023 年 ≥21%	2024 年、2025 年均≥20%
净利润增长目标	2021 年较 2020 年+10%	2022 年较 2020 年+20 亿元	未设绝对值，仅 ROE 约束
分红承诺	每股≥2 元或分红率 ≥50%	每股≥2 元或分红率≥50%	未明确，但 ROE 隐含利润要求”

(2) 治理结构优化与核心团队绑定

第三期计划参与人数上限 1.2 万人，占 2023 年员工总数的 16.5%，覆盖董监高、中层干部及技术骨干（公告数据）。其中**高管认购比例上限 30%**，其余 70%面向基层核心员工，形成“金字塔型”激励结构。股票过户后需锁定至 2034 年 5 月 1 日，且未经工会同意不得出售或质押，此设计规避短期套利，强化团队稳定性。

格力电器自 2021 年起连续推出三期员工持股计划，第三期参与人数上限 1.2 万人，占 2023 年员工总数的 16.5%，覆盖董监高、中层干部及技术骨干。其中**高管认购比例上限 30%**，其余 70%面向基层核心员工，形成“金字塔型”激励结构，并通过 ROE 不低于 20%的两年期考核机制将员工收益与净资产效率直接挂钩。这种机制设计使核心团队在追求短期业绩的同时必须兼顾资产质量与长期价值创造。更深层次看，该机制通过业绩递延考核（首年未达标可合并至次年考核）和权益分期归属（锁定期至 2034 年）等安排实质性地延长了管理层的决策视野，将个人财富积累与公司战略周期相匹配从而有效缓解代理问题，进而推动治理结构从股东单边决策向利益共同体共治转型，这在 2024 年公司主动收缩非核心业务（其他业务收入同比下降 48%）、聚焦空调主业提质增效（Q3 外销增长 43%）的战略调整中得到充分印证。

对比历史方案可见激励重心调整：

第一期（2021 年）：董明珠个人认购占比 27.68%，引发“利益输送”争议。

第三期（2024 年）：高管认购比例上限降至 30%，扩大基层覆盖，回应中小股东对激励公平性的质疑。

(3) 股东回报与市值管理的协同

从股权激励方案设计来看，格力在 2024 年第三期员工持股计划中设置了以净资产收益率（ROE）不低于 20%为核心的公司层面考核目标，这一指标不仅要求净利润增长，更强调对股东权益的有效运用效率，直接约束管理层需在扩大盈利的同时避免资本低效扩张，从而提升单位股东权益的回报水平。在实操层面，格力近年来持续强化股东回报的实际行动也验证了这一动因：2023 年公司现金分红比例达 45.29%，2024 年中期分红预案每 10 股派发现金红利 10 元，对应股利支付率 39.1%，且根据《未来三年股东回报规划》，2024 年每股分红不低于 2 元或分红率不低于 50%，均显著高于市场平均水平。更深层次的驱动逻辑在于，员工持股计划通过将核心员工收益与公司市值、分红能力深度绑定，激励员工聚焦提升经营质量，这与公司近年来累计超 300 亿元股份回购（含部分注销）形成协同效应——既优化了股本结构提升 EPS，又通过市值管理增强投资者信心，最终形成“业绩增长→ROE 达标→股权激励解锁→分红能力增强→股东回报提升”的良性循环。

4.4 股权激励效果分析

4.4.1 市场效果分析

股价变动是市场情绪和理性分析的综合体现，能够快速、准确地捕捉到市场对特定事件的反应，为评估股权激励计划的实际效果提供有力证据。我选择观察持股计划公布后的股价变动作为评判标准，这可以直接反映市场对该计划的认可程度和预期效果。如果股价在公布后上涨，通常表明市场看好该计划，认为它可以提升公司价值和竞争力；反之，则可能反映了市场的担忧或负面预期。



图 4 第三期员工持股计划公告时间前后的股价变化（数据来源：wind）

- 根据格力电器第三期员工持股计划公告时间前后的股价数据（见图 4），可观察到以下走势：
- 1. 公告前一个月（2024 年 7 月 3 日-8 月 2 日）：股价从 38.13 元震荡下行至 37.16 元，随后反弹至 40.65 元，整体呈现先抑后扬的修复趋势。体现出市场对员工持股计划预期逐步消化，部分资金提前布局。
 - 2. 公告后一个月（2024 年 8 月 3 日-9 月 3 日）：公告次日股价冲高至 42.07 元，但随后因市场对股权激励细节的争议，如高管认购比例过高、ROE 考核宽松等，股价回落至 40.63 元，整体呈现冲高回落的波动格局。

表 8 多维数据交叉验证（数据来源：wind）

维度	数据表现	对股价影响
股东结构	员工持股计划后，董明珠持股比例升至 1.84%；陆股通减持 1.6%，机构增持 0.41%-0.82%。	内部人增持释放信心，但外资减持反映对治理结构争议的担忧。
资金流向	公告后一个月主力净流入率 0.11%，机构和大单流入 156.9 亿 /流出 150.1 亿，大户流入 78.77 亿/流出 84.9 亿。	资金面分歧明显，短期博弈加剧。
行业对比	2024 年格力空调内销份额下降 3 个百分点，美的、海尔份额提升；出口增速落后行业（15.5% vs 全行业 17.8%）。	竞争格局恶化压制估值，但员工持股计划或推动渠道改革和效率提升。
估值指标	公告时 PE_TTM 为 7.6 倍（低于美的 11.9 倍、海尔 11.2 倍），PB_LF 为 1.55 倍，股息率 6.8%。	低估值和高股息提供安全边际，但需警惕业绩增长乏力风险。

结合多维数据交叉验证（表 8），股东结构变化显示员工持股计划实施后，董明珠及其他高管的持股比例上升而陆股通减持了 1.6 个百分点，这可能影响市场对公司治理结构的看法。资金流向方面，主力资金在期间净流入率为 0.1089%，但机构和大单的流入流出额显示机构流入 156.9 亿元，流出 150.1 亿元，大户流入 78.77 亿元，流出 84.9 亿元，整体资金面呈现分歧，机构和散户存在抛压。进一步深度思考发现员工持股计划以较低价格（20.31 元/股）实施，可能引发市场对股权稀释和利益输送的担忧，导致部分投资者信心不足。

同时，考核指标仅关注 ROE，忽略了净利润增长和分红，相较于前两期显得宽松，可能让投资者质疑管理层对未来增长的信心。此外，行业数据显示格力空调市场份额下降，而美的、海尔等竞争对手表现较好，行业竞争加剧可能会影响格力未来的盈利能力。

4.4.2 经营绩效分析

(1) 盈利能力

表 9 第二期员工持股计划公告时间前后的 ROE 变化（数据来源：wind）

年份季度	每季平均净资产收益率(无量纲)	同比增长率(%)
2021Q3	6.4932	-
2021Q4	7.5727	-1.77
2022Q1	3.9836	-47.35
2022Q2	7.7473	1.92
2022Q3	7.1583	-11.12
2022Q4	6.4451	-11.05
2023Q1	4.1361	-42.92

2021Q4 至 2022Q1 期间，ROE 同比增速从-1.77%骤降至-47.35%，显示盈利能力在计划公布前已面临显著压力（见表 9）。2022Q2 出现短暂回升（同比+1.92%），但随后三个季度同比降幅仍超 10%，未形成持续性改善。ROE 绝对值（4.14%）为表格中次低值，同比降幅（-42.92%）甚至超过 2022Q1（-47.35%），表明盈利能力修复乏力。第二期计划人均认购金额约 12.9 万元（15.5 亿元/1.2 万人），较第一期（人均 28.5 万元）下降 55%，可能降低员工参与积极性。董明珠等高管认购比例仅 2.53%，未形成强约束。因此第二期员工持股计划未能显著改善格力电器的盈利能力，ROE 在计划实施后未出现趋势性回升，2023Q1 同比降幅甚至扩大。净利润增长依赖费用控制和外部环境改善而非激励驱动的内生增长。资产周转效率下降，反映激励未有效传导至运营层面。

(2) 偿债能力

当前可获取的公开数据截至 2024 年 9 月 30 日（2024 年三季报），2024Q4 及之后的季度数据尚未发布，故表 10 仅覆盖 2023Q3 至 2024Q3 的完整季度指标。

表 10 第二期员工持股计划公告时间前后体现偿债能力的数据变化（数据来源：wind）

季度	经营活动现金流净额 (亿元)	投资活动现金流净额 (亿元)	筹资活动现金流净额 (亿元)	速动 比率	资产负债率 (%)
2023Q3	168.02 (2023Q4 数据补入)	-207.76 (2023Q4 数据补入)	56.64 (2023Q4 数据补入)	0.973	69.71
2023Q4	168.02	-207.76	56.64	0.9617	67.22
2024Q1	-29.41	未披露	未披露	0.8991	67.08
2024Q2	51.22 (半年报累计值)	未披露	未披露	0.9371	68.43
2024Q3	127.12	-81.98	-30.26	0.9371	65.05

在现金流量方面体现出战略扩张与回款压力并存，2024 年前三季度累计现金流为 127.12 亿元，同比减少 67.89%，主要因空调主业收入下滑导致销售回款下降。持续净流出反映公司在智能制造、新能源及海外市场的资本开支加大。2024Q3 净流出 30.26 亿元，同比缩减 45%，主要系公司减少外部融资并加大分红，债务结构向低成本负债倾斜。在速动比率方面体现出短期偿债能力边际弱化，速动比率从 2023Q4 的 0.973 逐步降至 2024Q3 的 0.9371，低于家电行业均值（1.1-1.3）。主要原因是存货攀升和应收款增加。在资产负债率方面体现出降杠杆成效显著，资产负债率从 2023Q3 的 69.71%降至 2024Q3 的 65.05%，降幅达 4.66 个百分点。

分析后发现主要驱动因素是利润留存和债务置换。第二期持股计划要求 ROE 不低于 20%，倒逼管理层压缩销售费用（2024Q1 销售费用率同比降 1.2pct 至 11.5%），间接提升经营现金流。同时能够长期锁定期限制股份减持，员工持股延长锁定期至 2032 年，减少二级市场抛压从而稳定股东结构，为资产负债率稳步下行提供环境。持股计划终止后，公司资源进一步向空调及高端装备倾斜，2024Q3 毛利率同比提升 2.1pct 至 28.7%，支撑现金流改善。

4.4.3 社会效应分析

格力集团（含格力电器）自 2020 年起已推出三期员工持股计划，具体特征如下（见表 11）：

表 11 三期员工持股计划的社会效益综合表

计划期次	覆盖人数	股票规模 (占总股本)	行权价格 (元/股)	资金规模 (亿元)	业绩考核指标
第一期	约 4,000 人 (高管为主)	0.78%	24.68 (调整后)	11.44	2021/2022 年净利润较 2020 年增长≥10 亿元/20 亿元；ROE≥22%/21%；每股分红≥2 元或分红率≥50%
第二期	约 12,000 人	1.37%	16.36	15.5	2022/2023 年净利润较 2020 年增长≥20 亿元/30 亿元；ROE≥20%
第三期	≤12,000 人	1.41%	20.31	16.14	2024/2025 年 ROE≥20%；两年 ROE 算术平均≥20%；个人绩效达标

(1) 员工权益与组织效率：从“雇佣关系”到“利益共同体”

1. 员工激励与流失率改善

第三期计划覆盖 1.2 万名员工（含技术骨干与中层干部），相较第一期以高管为主的 4,000 人，显著提升普惠性。以下是流失率数据变化（见表 12）。23 年技术人员流失率呈现负值（净流入 17.76%），显示激励方案对技术人才的吸引力显著增强；生产人员流失率从 2022 年的 13.41%降至 2023 年的 3.16%，反映基层稳定性提升。

表 12 第三期员工持股计划公告时间前后的人员变动

年份	员工总数 (万人)	技术人员流失率 (%)	生产人员流失率 (%)
2021	8.1884	1.56	3.57
2022	7.2380	8.82	13.41
2023	7.2610	-17.76 (净流入)	3.16
2024	7.2610	0	0

2. 薪酬结构优化与社会公平性

第三期行权价（20.31 元）较市价（约 40 元）折价 50%，较第一期（24.68 元）进一步降低，增强中低收入员工参与意愿。同时高管认购比例上限 30% 的设定虽保障核心团队稳定性，但可能引发内部公平性质疑。

(2) 公司治理与股东价值：从“短期业绩”到“长期主义”

1. 治理结构优

三期计划均将 ROE (≥20%) 作为核心指标，高于家电行业平均 ROE (约 15%)，倒逼管理层聚焦资产效率。2024 年股息支付率承诺≥50%，叠加累计回购金额超 300 亿元，形成“回购+分红+股权激励”三位一体的股东回报机制。

2. 市场信心与估值修复

2024 年中报显示，社保基金与外资持股比例分别提升至 3.19%与 10.95%，反映长期资金对公司治理改善的认可。2024 年 8 月第三期计划公布后，股价单月涨幅达 9.2%，超越同期沪深 300 指数（+3.1%）。

（3）行业与社会责任：从“单一制造”到“生态引领”

1. 产业链协同效应

通过员工持股绑定核心供应商推动供应链数字化转型进而降低上下游交易成本。2023年再生资源基地处理电子废弃物995万套，股权激励计划将ESG指标纳入高管考核。

2. 社会形象提升

尽管员工总数从2021年的8.19万人精简至2024年的7.26万人，但人均产值从234万元/人提升至275万元/人，体现“提质增效”对稳就业的正面作用。虽未披露捐赠金额占比，但“以旧换新”政策中投入30亿元补贴，间接促进家电消费升级与资源循环利用。

（4）总结

格力集团的股权激励方案通过“利益共享、风险共担”机制，在提升组织效率、优化治理结构、强化行业领导力等方面产生显著正向社会效应。然而，其引发的公平性质疑与短期业绩压力亦需通过透明化披露与动态调整机制予以对冲。长远来看，该方案为国企混改提供了“市场化激励+国资监管”的可行范式，但其社会效应的全面释放仍取决于执行层面的精细化管控。

5 存在的不足以及优化措施

5.1 存在的不足

（1）考核标准过于宽松，未能有效激励长期绩效

格力电器的股权激励方案在早期仅关注了净利润增长等短期指标，但并未将管理层的激励与公司长期战略目标和可持续发展紧密结合。虽然后期调整为净资产收益率等长期考核指标，但对短期波动的容忍度较高，可能会导致管理层更倾向于追求短期业绩而非长期公司价值的提升。

（2）股东与管理层之间的利益失衡

由于格力电器在转型为无实际控制人公司后股东结构分散，缺乏强有力的股东监督，管理层在激励机制中可能拥有更多权力来操控决策和股价。例如，某些股东由于持股比例较低，难以有效对管理层进行约束，这可能导致股权激励计划被滥用，形成“利益输送”的局面。

（3）管理层短期行为的倾向

格力电器的股权激励机制在初期未能充分考虑管理层的短期化倾向，导致管理层可能采取一些过于激进的短期行为来提升短期财务指标如虚增收入等，而未真正通过提升产品竞争力或创新推动公司的长期发展。

（4）股权激励方案的普惠性不足

初期的股权激励计划以高层管理人员为主，覆盖面较窄，未能充分体现股东和管理层利益一致性。虽然第三期方案扩大了激励对象的范围，但仍然可能存在内部公平性的问题，尤其是高管认购比例较高，可能引发中小股东对股权激励方案的质疑。

5.2 优化措施

（1）设定更具挑战性的长期考核指标

未来的股权激励方案应更注重长期业绩的考核，不仅仅关注ROE等财务指标，还应将公司战略目标（如市场份额、技术创新、长期利润增长等）作为核心考核标准。同时，应增加对短期业绩波动的容忍度，但减少对短期行为的激励，引导管理层更加注重公司长期发展的目标。

（2）加强股东监督与管理层问责机制

为了避免管理层滥用股权激励机制，建议建立更加完善的股东监督机制。可以考虑通过设立独立董事、增强信息披露、定期股东大会等方式增强股东对公司决策的参与和监督。此外，应该明确管理层的责任边界，强化问责机制，确保股东的利益得到有效保护。

（3）提高股权激励的普惠性与公平性

为了实现股东和管理层利益的一致性，股权激励应更加普惠，覆盖更广泛的员工群体。尤其是在高管与基层员工之间，股权激励应更加公平，避免高层管理人员获得过多利益，影响整体公平性。适当限制高管认购比例，并提高基层员工的参与比例，能增强员工的归属感与参与度，从而提高整体执行力。

（4）增强股权激励方案的透明度与信息披露

政策和激励措施应当更为公开透明，尤其是在股东和市场认知度较低的情况下。公司可以通过增加对股权激励对象、激励标准及实施细节的公开披露，提升透明度，增强投资者和股东的信任。此外，定期向股东报告股权激励实施效果和绩效达成情况，有助于提高市场对公司管理层的认同度。

（5）改进股权激励方案设计，强化长期激励效果

对于股权激励的设计，应设定更长的锁仓期或分期归属计划，确保管理层更加关注公司长期战略的执行。同时，应该通过设定不同的股权激励层级，以确保不同层级的员工能够获得公平的激励，增强整体员工的参与感和责任感。

6 结论与展望

（1）股权激励方案在短期业绩上的正向作用，长期效果相对有限

格力电器的股权激励方案有效提升了管理层的短期积极性，尤其是在财务指标如净利润增长和 ROE 的推动下。然而，股权激励的设计过于侧重于短期绩效，导致其在促进公司长期发展方面的效果不够显著。尽管后期引入了长期业绩指标（如 ROE），但缺乏有效的深度约束，未能有效促进公司战略性目标和创新能力的提升。因此，股权激励方案在长期发展上存在不足，需要更多的长期绩效考核，以便更加关注公司的战略目标和持续竞争力。

（2）股东与管理层利益对接的不足

在格力电器的股权激励方案中，尽管管理层激励方案设计较为明确，但由于公司缺乏实际控制人，股东之间的利益分散，导致股东和管理层之间的利益未能完全对接。股东的分散使得股东对管理层的监督较为薄弱，尤其是当股东结构中存在较大比例的机构投资者和外部股东时，管理层可能利用股权激励的设置加强自身利益，而非单纯推动公司长期发展。股东和管理层之间的监督关系显得较弱，且部分高管认购股权比例较高，可能导致中小股东对股权激励公平性和合理性的质疑。

（3）激励机制未能有效遏制短期行为的诱因

虽然格力电器的股权激励方案逐步引入了长期考核指标，但在早期的激励设计中，过于注重短期的财务增长（如营收、净利润等），并未有效地减少管理层追求短期财务目标的动力。管理层在激励机制下，可能更多地依赖通过短期操作，如压货或财务操控，来实现目标，从而影响了公司长期价值的提升。这一现象说明，股权激励机制仍需更加注重对管理层行为的引导，使其更加关注可持续发展和技术创新。

（4）公司治理结构存在一定漏洞

作为无实际控制人的公司，格力电器的治理结构面临着决策效率低下和股东之间意见分歧的问题。在缺乏单一控股股东的情况下，管理层的决策权得到加强，但公司决策可能因此受到多方制衡的影响，导致应急反应能力减弱。例如，在 2020 年格力面临转产口罩等危机决策时，由于股东大会的召开需要一定时间，导致决策的滞后，错失了最佳时机。更重要的是，管理层在这一过程中，缺乏强有力的监督和约束，导致其权力可能被滥用，进一步加剧了治理结构的脆弱性。

参考文献

- [1] 于培友, 张美玲, 李青格. 无实际控制人结构下企业家控制权的制度化——以格力电器为例[J]. 会计之友, 2021, (16): 151-155.
- [2] 李玮璐, 许鹭嘉, 韩松林. 上市公司无实际控制人情况探析——基于沪市视角[J]. 证券法苑, 2018, 24(01): 106-123.
- [3] 王晔, 王世鹏, 刘琳. 无实际控制人对上市公司研发强度与成长性的影响研究[J]. 经济问题, 2021, (12): 53-58+119. DOI:10.16011/j.cnki.jjw.2021.12.009.

- [4] 毕立华, 罗党论. 无实际控制人人与中小投资者保护——来自中国资本市场的经验证据[J]. 金融经济研究, 2021, 36(06): 113-129.
- [5] 刘佳伟, 周中胜. 企业无实际控制人与审计收费[J]. 审计研究, 2021, (03): 51-61.
- [6] 宋力, 华超. 多案例视角下无实际控制人上市公司的代理问题探析[J]. 财会月刊, 2020, (19): 39-45. DOI:10.19641/j.cnki.42-1290/f.2020.19.004.
- [7] 张志红, 王露露, 张煜涵. 无实际控制人与中小股东利益保护: 促进还是抑制? [J]. 中国注册会计师, 2024, (07): 88-95. DOI:10.16292/j.cnki.issn1009-6345.2024.07.027.
- [8] 王相志, 文峰, 李清财. 上市公司股权激励的动因分析[J]. 消费导刊, 2009, (16): 84.
- [9] 吕炳峙. 上市公司股权激励方案分析——基于深圳万科的案例研究[J]. 现代商业, 2012, (20): 154-156. DOI:10.14097/j.cnki.5392/2012.20.066.
- [10] 何世文. 股权激励五大动因[J]. 新理财, 2015, (01): 43-45.
- [11] 张冰琪. 上市公司股权激励动机与效果分析[J]. 经济研究导刊, 2019, (23): 133-134.
- [12] 谢平平. 白酒行业上市公司股权激励动因与经济后果研究[D]. 安徽财经大学, 2024.
- [13] 熊迎春, 王海东. 长城汽车股权激励动因与效果分析[J]. 全国流通经济, 2024, (14): 74-77. DOI:10.16834/j.cnki.issn1009-5292.2024.14.042.
- [14] 张俊瑞, 张健光, 王丽娜. 中国上市公司股权激励效果考察[J]. 西安交通大学学报(社会科学版), 2009, 29(01): 1-5.
- [15] 刘广生, 马悦. 中国上市公司实施股权激励的效果[J]. 中国软科学, 2013, (07): 110-121.
- [16] 唐雨虹, 周蓉, 杨啸宇, 等. 中国上市公司股权激励实施效果研究[J]. 财经理论与实践, 2017, 38(04): 57-61. DOI:10.16339/j.cnki.hdxbcjb.2017.04.010.
- [17] 赵国宇. 股权激励提升企业技术创新的路径与效果研究[J]. 广东财经大学学报, 2015, 30(02): 36-45.
- [18] 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, (09): 133-147+188. DOI:10.19744/j.cnki.11-1235/f.2009.09.015.