

员工持股计划的微观经济效应*

——来自中国上市公司的新证据

郭范勇¹ 彭嘉欣²

(1. 成都大学商学院, 四川 成都 610106;

2. 首都经济贸易大学金融学院, 北京 100070)



内容提要:企业推行员工持股计划的初衷是希望构建所有者与劳动者的利益共同体, 激发员工积极性, 进而推动企业效率提升和绩效改善。但现实也发现, 实施员工持股计划的企业出现了大量的“浮亏”问题。为此, 本文以员工持股计划是否推行为核心解释变量, 分析了员工持股计划对公司绩效的影响及潜在机制。研究发现, 我国上市公司推行的员工持股计划并未实质性贡献于企业绩效改善, 此结论在经过一系列稳健性检验后仍然成立。机制分析发现, 员工持股计划未能促进公司全要素生产率的提升, 反而成为了大股东减持股份、公司过度投资的策略性工具; 而上市公司内外部治理结构有效性的提高在一定程度上遏制了大股东的利益侵占行为。本研究明晰了当前员工持股计划不能提升公司绩效的原因, 有助于规避早期实施中的误区, 为科学实施员工持股计划及完善相应的政策监管框架提供了重要启示。

关键词:员工持股计划 大股东减持 公司绩效 利益侵占

中图分类号:F832.5;F830.91 **文献标志码:**A **文章编号:**1002—5766(2024)08—0123—17

一、引言

员工持股计划(Employee Stock Ownership Plans, ESOPs)作为一种替代性薪酬形式, 有助于激励员工更努力地工作, 提高劳动生产效率、创新能力、全要素生产率以及员工士气, 进而提升公司绩效(Meng等, 2011^[1]; Chang等, 2015^[2]; 孟庆斌等, 2019^[3]; 周冬华等, 2019^[4])。然而, 从现实情况来看, 实施员工持股计划的企业出现了大量的浮亏现象, 与监管层鼓励企业推行员工持股计划激励员工和提升公司绩效的初衷背道而驰。自2014年6月中国证券监督管理委员会(简称“证监会”)发布《关于上市公司实施员工持股计划试点的指导意见》(简称“指导意见”)以来, 员工持股迎来了快速发展的新阶段。从万得(Wind)数据统计结果来看, 《指导意见》颁布五年后, 仍存在持仓股票的485家实施员工持股计划的上市公司里, 有70.1%是浮亏的。在市场中, 歌尔股份(002241)、南洋股份(00221)、楚江新材(002171)、索菲亚(002572)、英飞拓(002528)等公司大股东还被曝出利用员工持股计划利好消息高位减持股票; 东方海洋(002086)的实际控制人在股票全部质押后利用员工持股计划向市场传递积极信号来维持股价, 防止股价下跌导致的平仓风险。

那么, 实施员工持股计划的公司究竟是为了提升企业绩效还是大股东的自利行为呢? 从员工

收稿日期: 2022-11-13

* 基金项目: 国家自然科学基金青年项目“金融资产收益多元波动结构的DCGAN深度预测及应用研究”(72201042); 首都经济贸易大学新入职青年教师科研启动基金资助项目(XRZ2024037)。

作者简介: 郭范勇, 男, 讲师, 经济学博士, 研究领域是公司治理与风险管理, 电子邮箱: guofanyong@163.sufe.edu.cn; 彭嘉欣, 女, 讲师, 经济学博士, 研究领域是公司金融与数字经济, 电子邮箱: jiaxin.peng@cueb.edu.cn。通讯作者: 彭嘉欣。

持股计划的发展过程来看,几乎所有公司实施员工持股计划时都会对外宣称是为了提升公司绩效。但考虑到我国新时期推行的员工持股计划市场表现不尽如人意,本文有理由怀疑,多数员工持股计划的推行可能并非出于激励动机。也就是说,员工持股计划不一定能够真正地体现其作为长期激励的初衷,可能是控股大股东为了实现财富转移的一种投机手段。以往国内关于员工持股计划的文献大多集中在其优势和效果的理论阐述与分析上,从实证角度揭示中国员工持股计划失效原因的文献偏少。对此,本文以2014年证监会颁布的《指导意见》为契机,深入分析了上市公司实施员工持股计划对公司绩效的影响,并从大股东减持、企业过度投资以及全要素生产率的角度考察了员工持股计划的经济效应和内在机制。

本研究的核心贡献可归纳为三点:首先,通过分析大股东减持股票等行为,本文揭示了员工持股计划背后的潜在利益侵占动机,为实施员工持股计划的企业出现浮亏现象提供了经济学解释。其次,本文深入探讨了员工持股计划实施后,大股东是否会侵占包括员工在内的中小股东利益的问题,丰富了第二类委托-代理理论的相关文献。最后,本文通过考察全要素生产率和投资效率等机制,扩展了员工持股计划对公司绩效影响的理论框架。与先前认为员工持股计划对公司绩效有显著正面影响的文献(如孟庆斌等2019^[3];Ginglinger等,2011^[5])相比,本文基于利益侵占的分析框架得出不同结论,即员工持股计划并未有效提升公司绩效。总之,本文不仅为理论研究提供了新的视角,也为实践中员工持股计划的设计和实施了重要的启示。

二、文献回顾与研究假设

1. 员工持股计划的正向经济效应

关于员工持股计划正向经济效应的研究发现,员工持股计划能够提升公司的创新能力和生产效率。孟庆斌等(2019)^[3]、曹玉珊和陈力维(2019)^[6]分别从公司管理层之外的普通员工角度和员工人才专业性的角度,发现员工持股计划能够显著地提升公司的创新产出。周冬华等(2019)^[4]认为员工持股计划能够降低企业代理成本、提高企业抗风险水平,进而提升企业的创新能力。Chang等(2015)^[2]实证研究发现,员工持股具有容忍短期失败和奖励长期成功的风险承担机制,鼓励了员工为创新进行长期人力资本投资,进而对企业创新产生显著的正向影响。至于员工持股计划对企业生产效率的影响,Kumbhakar和Dunbar(1993)^[7]将企业实施员工持股计划的年数作为参数纳入企业生产函数,通过建模和实证分析发现,实施员工持股计划每增加一年,企业的劳动生产效率提高大约2个百分点。Sesil等(2002)^[8]基于美国“新经济公司”的数据同样也得出员工持股计划能够有效提升员工的人均产出。Cin和Smith(2002)^[9]利用韩国企业数据发现,企业实施员工持股计划后大约能够提升2.6%的产出。除了上述文献外,有部分文献也发现员工持股计划与企业生产效率之间是正向关系(Jones和Kato,1993^[10];Sesil和Lin,2011^[11]),这是因为员工持股计划会增加员工跳槽的机会成本,保留那些对公司发展前景持乐观态度的人们,减少人员不必要的频繁流动(Blasi等,2016)^[12],有益于员工对企业专属人力资本的积累,形成与巩固企业核心竞争力,降低人员招聘和培训成本(Core和Guay,2001)^[13];同时,稳定的团队结构又降低了不断培训、人员磨合以及知识传播的成本,进一步促进公司特有人力资本的形成(Jones和Kato,1995)^[14]。

员工持股计划确实能够激励员工,从而有利于提高公司绩效(Ginglinger等,2011)^[5]。张小宁(2002)^[15]认为员工持股计划有利于促进企业长期绩效的增长。Park和Song(1995)^[16]从长期效应的视角发现,员工持股计划显著提高了公司绩效。Chang和Mayers(1992)^[17]找到了授予员工股权的公司通过增加管理层投票权间接提高公司绩效的证据。此外,还有一部分文献从员工持股计划的税收效应角度说明员工持股计划对公司的影响,由于一些专门针对员工持股计划税收优惠条款的存在,员工持股计划能够通过税收节省来增加公司现金流,从而带来公司绩效的提升(Babenko

等,2011)^[18]。

不过,也有文献认为员工持股计划对公司绩效没有影响或者带来负向影响。Meng等(2011)^[1]和Fang等(2015)^[19]分别用1992年和2006年的中国员工持股数据进行检验,发现施行员工持股计划与不施行员工持股计划对企业的长期价值创造并没有显著的影响。Hochberg和Lindsey(2010)^[20]认为,大规模的员工持股反而可能会导致公司员工之间出现“搭便车”现象,从而很难真正地实现激励员工的目的。Faleye等(2006)^[21]也认为,公司治理中长期存在的劳工话语权会使股东价值显著下降,这是因为它会阻碍公司资本支出、研发支出和高风险投资。

2. 企业实施员工持股计划的动机

关于企业实施员工持股计划动机方面,现有文献将其总结为激励动机和非激励动机两大类(Kim和Ouimet,2014)^[22]。激励动机通常是指员工持股能够激励员工努力工作(Hales等,2015)^[23],鼓励员工积极地将时间投入到与企业发展密切相关的知识领域(Zabojnik,2014)^[24],进而达到提升公司绩效的目的(Jones和Kato,1995)^[14]。然而,并不是所有员工持股计划的实施都是基于激励动机。研究发现,许多企业利用员工持股计划作为收购防御工具(Gordon和Pound,1990)^[25];Kim和Ouimet,2014^[22];郑志刚等,2021^[26],或出于融资约束和减少资金支出的非激励(孙即等,2017)^[27]。Core和Guay(2001)^[13]分析显示,在面对资本需求增加或融资约束的情况下,企业更倾向于实施员工持股计划。Babenko等(2011)^[18]也指出,当上市公司面临高额投资资金需求时,可通过员工持股计划为公司带来大量现金注入,进而代替昂贵的外部资金来源。

针对我国员工持股计划,一些学者也证实了非激励动机的存在。陈运佳等(2020)^[28]从上市公司市值管理的角度研究了员工持股计划的实施动机,他们发现,在公司股价出现崩盘后,大股东机会主义行为会促使其更有动机推出员工持股计划。郝永亮等(2019)^[29]从上市公司限售股解禁的角度分析了其实施员工持股计划的动机发现,公司限售股解禁与其未来实施员工持股计划有显著的正向关系。邱杨茜和黄娟娟(2021)^[30]、孙晓燕和刘亦舒(2021)^[31]均从控股股东股权质押的角度分析了公司员工持股计划推行中的非激励动机。

3. 员工持股计划可能导致的公司绩效损失

从员工持股计划的实际后果以及企业实施员工持股计划的动机来看,员工持股计划的经济效应可能是多元的,尤其是在员工作为小股东获得公司股票后,公司大股东可能会利用员工持股计划侵占包括员工在内的所有中小股东利益,损害企业的价值实现。其中的主要原因表现在如下几方面:

首先,上市公司大股东可能利用员工持股计划这一利好消息来抬高股价,借机减持股票,有损公司长期绩效。该行为会对包括员工在内的中小股东造成利益侵占,也很难为公司创造价值。LaPorta等(1998)^[32]的研究表明,大陆法系国家的公司法对中小股东的保护力度不如英美法系国家。我国资本市场不够完善,对中小投资者的法律保护不足,大股东侵占中小股东的违法成本偏低,这为大股东侵占中小股东利益的行为提供了可操作的外部条件。吴育辉和吴世农(2010)^[33]通过观察我国上市公司内部大股东减持股票数据后发现,大股东减持股票之前会采取策略性信息披露手段,员工持股计划的推行为大股东减持股票提供了很好的套利时机。员工持股计划公告的短期财富效应通常为正(王砾等,2017^[34];Chang等,2015^[2]),这有利于引起投资者对公司的关注。公司大股东大规模减持股票现象混合着员工持股计划同时发生,在一定程度上能够缓解大股东大规模减持的折价损失,这与Noe(1999)^[35]、Cheng和Lo(2006)^[36]的发现是一致的。Noe(1999)^[35]发现,管理层在披露好的盈利预测消息后,内部人减持股票数量会增加。Cheng和Lo(2006)^[36]发现,经理们在利好消息发布后卖出的股票比利空消息发布后卖出的股票明显要多,并将这种借助好消息卖出更多股票的行为称为“哄抬抛售”。针对中国上市公司内部大股东减持股票问题,曾庆生等(2018)^[37]根据上市公司的年报文本数据发现,公司内部交易人(主要指的是高管)存在“口是心非”式的减持

股票行为。此外,员工持股计划的一些制度设计特征也可以为大股东减持股票提供便利。比如,员工持股计划实施总量上限为公司总股本的10%,这足以承接大股东减持数量。当员工持股计划的推行是出于侵占利益的目的而非激励员工时,对公司绩效的提升可能适得其反。

其次,利用员工持股计划操纵公司股价带来的价格“倒挂”和员工的“浮亏”会降低公司生产效率,不利于公司绩效改善。其一,对于普通员工来说,他们希望通过员工持股计划将其自身财富与公司剩余价值紧密联系起来,可以获得公司股票未来权益;对公司来说,员工持股计划可以让员工在日常行动中相互监督,降低员工与公司之间的代理成本,激励员工更加努力工作,确保各种决策得到有效地实施(Fang等,2015^[19];王砾等,2017^[34])。而基于利益侵占动机推行的员工持股几乎仅仅能够带来短期的财富效应,接下来员工就是面临浮亏。这会降低公司员工的工作积极性和“主人翁”意识,降低公司的生产效率。其二,正向激励的员工持股计划可以在提高员工持股收益的同时增加员工跳槽的机会成本;而负向激励的员工持股计划会增加员工的流动频率,不利于公司人力资本的积累(Jones和Kato,1995)^[14],并拉低了公司的生产效率。Klein和Hall(1988)^[38]认为,想要提升公司长期绩效,就需要员工持股计划的制度安排能够真正地激励员工,提升员工获得感。如果公司出于非激励目标而实施员工持股计划,仅有少数利益相关群体能从员工持股计划实施中获得收益,那么员工持股计划就不可能提升公司生产效率,也不可能对公司绩效带来显著的改善。

最后,员工持股计划可能导致上市公司产生过度投资行为,不利于企业绩效的提升。原因如下:第一,除了作为市值管理的工具,员工持股计划也是公司融资的重要途径,为企业提供了额外的资金流(Core和Guay,2001^[13];Babenko等,2011^[18])。根据“投资—现金流关系”理论,增加的资金流可能加大公司过度投资的倾向。事实上,Babenko等(2011)^[18]研究发现,公司通过股权激励获得的资金流约34%被用于增加投资。第二,员工持股计划可能会导致经理人更加自信,进而导致企业的过度投资行为。自Roll(1986)^[39]将过度自信引入公司金融后,Glaser等(2008)^[40]发现,拥有乐观经理的公司投资更多,对投资现金流的敏感度更高。当上市公司实施员工持股计划后,由于存在短期的激励作用,公司员工会更加努力,公司短期生产效率和公司绩效也会出现升高。此时,上市公司经理人会认为这是自己投资能力强的结果,从而进一步扩大投资,引发上市公司过度投资行为。第三,从代理理论的角度(Jensen,1986)^[41]来看,参与员工持股计划的员工和管理层可能为了自身利益,提高公司的风险承担水平(Chang等,2015)^[2],进一步促进了过度投资行为,并最终对公司绩效产生负面影响。

基于上述理论分析结果,本文提出如下竞争性假设:

H₀:在控制其他影响因素的条件下,上市公司实施员工持股计划能够显著提升公司绩效。

H₁:在控制其他影响因素的条件下,上市公司实施员工持股计划不能够显著提升公司绩效。

三、研究设计

1. 数据说明

本文以2012—2019年我国A股上市公司数据为初始样本。在此基础上,对样本做了如下处理:剔除了金融行业、标注为ST以及相关数据缺失的公司样本。针对员工持股计划公告记录,本文进一步剔除了最终取消或停止实施的记录。为了消除员工持股计划处理组样本受到第二次实施冲击的影响,本文仅选取样本期间第一次成功实施员工持股计划的样本。最终得到3406家公司对应的20186个公司一年度观测值,其中包含565家实施过员工持股计划的样本公司,实施过员工持股计划的公司对应2805个公司一年度观测值。为了控制一些极端观测值的影响,本文对所有连续变量进行了1%和99%的缩尾处理。员工持股计划公告数据来自万得(WIND)数据库以及巨潮资讯网,其他公司财务数据来自中国经济金融研究数据库(CSMAR)。

大股东减持股票数据给出了每个公司不同的大股东在每年不同时间每次减持股票的数量。因为反映单个大股东减持股票程度的个体异质性会被加总起来的年度数据抹杀掉,所以,本文将以减持大股东个体为横截面的减持股票数据集与员工持股计划数据集合并用于回归检验,合并数据集共有样本 3133 条。为了考察是否实施员工持股计划对大股东减持股票数量的影响,本文将实施员工持股计划的公司与其 PSM 匹配的未实施员工持股计划公司组成的样本一起与大股东减持股票数据样本合并,一共获得 17277 条样本。本文有关于员工持股与大股东减持股票规模之间关系的研究主要基于在这两个数据集。

2. 模型设定

本文以 2014 年证监会颁布的《指导意见》为契机,分析上市公司实施员工持股计划对公司绩效的影响。参照 Meng 等(2011)^[1]的研究方法,本文构建了以下回归模型:

$$Y_{i,t} = a_0 + a_1 ESOP_{i,t} + a_2 Control_{i,t-1} + industry + year + \varepsilon_{i,t} \quad (1)$$

其中, i 和 t 分别表示公司和年份, $Y_{i,t}$ 为公司绩效度量指标,主要解释变量 $ESOP_{i,t}$ 为员工持股计划的虚拟变量,若 i 公司 t 年度正式实施过员工持股计划则取值为 1,否则为 0; $Control_{i,t-1}$ 表示控制变量集合,本模型同时控制了公司的行业固定效应($industry$)和年度固定效应($year$), $\varepsilon_{i,t}$ 表示回归模型波动项。为减轻因反向因果引起的内生性问题,本文所有控制变量均滞后一期。

3. 变量定义

(1)公司过度投资的计算。公司过度投资借鉴 Richardson(2006)^[42]的回归模型计算得到。该回归估计模型如下:

$$I_{i,t} = \alpha + \beta_1 TQ_{i,t-1} + \beta_2 LEV_{i,t-1} + \beta_3 CASH_{i,t-1} + \beta_4 AGE_{i,t-1} + \beta_5 SIZE_{i,t-1} + \beta_6 RETURN_{i,t-1} + \beta_7 I_{i,t-1} + year + industry + \varepsilon_{i,t} \quad (2)$$

其中,被解释变量 $I_{i,t}$ 为该公司当年的新增投资。控制变量为:托宾 Q 值(TQ)、总负债与总资产之比(LEV)、货币现金持有量与公司总资产比值($CASH$)、公司年龄(AGE)、总资产对数($SIZE$)、公司股票收益率($RETURN$)、公司的行业和年度的哑变量。对于当年新增投资 $I_{i,t}$,本文采用两种方式进行衡量:其一,用“公司购建无形资产、固定资产和其他长期资产支付现金与公司处理无形资产、固定资产和其他长期资产支付现金的差值与总资产的比值”作为代理变量,因而所得的过度投资指标为 OV_zb1 ;其二,用“公司购建无形资产、固定资产和其他长期资产支付的现金加上取得子公司及其他营业单位支付的现金以及投资支付的现金再减去处置无形资产、固定资产和其他长期资产收回的现金净额和处置子公司及其他营业单位收到的现金净额以及收回投资收到的现金”作为代理变量,因而所得的过度投资指标为 OV_zb2 。利用投资模型(2)计算得到的新增投资拟合值就代表了按照投入要素应得的投资理论值,因而企业的实际投资值与该理论投资值的差(也就是上述回归模型的残差)就代表了非效率投资量。参照江轩宇和许年行(2015)^[43]的处理方式,当非效率投资 $\varepsilon_{i,t}$ 小于 0,企业过度投资取 0;当非效率投资 $\varepsilon_{i,t}$ 大于 0,企业过度投资额取 $\varepsilon_{i,t}$ 。

(2)公司绩效衡量指标。借鉴 Li 等(2018)^[44],本文从会计绩效、市场绩效、经营绩效等多个角度来度量公司绩效,以便更为全面地分析实施员工持股计划是否能够为公司员工以及公司股东创造价值。首先,体现会计绩效的代理变量选取总资产收益率(ROA)和净资产收益率(ROE)是公司过去一段时间内的经营绩效,是评价公司盈利能力的重要指标(Ciftei 等,2019)^[45],但这两个指标都是基于公司过去的绩效,不能反映投资预期,且它们很容易受到人为操作的影响(佟岩和陈莎莎,2010)^[46]。因此,本文进一步选取了能够反映公司市场绩效的指标托宾 Q 值。从投资者预期的角度看,这个指标优于资产收益率(ROA)等历史绩效指标。但是,因为我国资本市场并非一个有效的市场,且很容易受宏观市场因素的影响,所以托宾 Q 也可能出现衡量偏误的问题,这意味着用资产收益率(ROA)等指标衡量公司绩效也是有必要的。此外,本文还选取了营业收入增长率(SGR)衡

量公司发展能力,用当期营业收入除以上期营业收入计算,该指标也能较好地衡量经营绩效。

(3)公司生产效率的计算。目前大致有参数法、非参数法和半参数法这三种方式来计算公司生产效率,鲁晓东和连玉君(2012)^[47]比较详细地对比了OLS方法、固定效应法、Olley-Pakes法(简称OP法)和Levinsohn-Petrin法(简称LP法)等方法在核算中国公司生产效率上的优势与劣势。此后,Akerberg等(2015)^[48]认为OP法和LP法的第一步估计过程中存在严重的共线性问题,所以他们通过将劳动投入引入中间生产函数,重新测度了TFP,该方法简称为ACF法。本文使用LP法和ACF法分别估算企业的生产效率。这两种方法使用半参数估计对传统的生产函数 $Y_{it} = A_{it}K_{it}^{\beta_k}L_{it}^{\beta_l}M_{it}^{\beta_m}$ (其中 Y, K, L, M, A 分别表示总产出、资本投入、劳动投入、中间投入品和无法观测的全要素生产率)的对数形式进行估计,克服了传统方法因“同时性偏差”导致的内生性问题。其中,生产函数的对数形式如下:

$$y_{i,t} = \beta_k k_{i,t} + \beta_l l_{i,t} + \beta_m m_{i,t} + \ln(A_{i,t}) = \beta_k k_{i,t} + \beta_l l_{i,t} + \beta_m m_{i,t} + \beta_0 + \varepsilon_{i,t} \quad (3)$$

鉴于LP法和ACF法在估计企业全要素生产率时能够减轻内生性问题,本文使用利用LP法和ACF法估计出的要素生产率进行分析。

(4)控制变量。参照Meng等(2011)^[1]的研究,选取的控制变量包括两类:一类是公司特征控制变量,包括公司规模($SIZE$),用公司总资产的对数衡量;资产负债比(LEV),用企业总负债和总资产的比值来衡量;公司年龄(AGE),用上市年数的对数衡量;员工总人数(EMP_num),用员工总人数的对数衡量;销售比率($Sale$),用销售额除以总资产衡量;企业性质(SOE),国有控股企业取1,否则取0。另一类是公司治理特征控制变量,包括两职合一($DUAL$),董事长和总经理是否两职合一,若是则为1,否则为0;第一大股东持股比例($BIGR$),用第一大股东持股除以总股数衡量。

四、实证结果分析

1. 描述性统计和相关系数分析

表1列示了本文主要变量的描述性统计分析结果。在观测样本中,有大约8.3%的公司实施过员工持股计划,所有公司的总资产收益率平均值约为3.7%、净资产收益率平均值约为4.9%,营业收入增长率大约为20%,这说明我国大部分上市公司处于不断扩张阶段。从全要素生产率来看,基于LP方法计算出的结果差不多高出ACF方法20%。从过度投资的度量方式来看,两种过度投资度量方式算出来的结果总体上相差不大。相关性分析结果显示^①,企业总资产收益率(ROA)、净资产收益率(ROE)以及托宾值(TQ)与员工持股计划哑变量($ESOP$)之间没有明显的相关性。这表明,在不考虑其他因素的影响下,上市企业推行员工持股计划对公司绩效没有显著的提升效果,初步验证了假设 H_1 。方差膨胀因子检验结果显示^②,所有变量的方差膨胀因子都小于常用的临界值10,这说明本文的回归模型通过了多重共线性问题检验。

表1 主要变量的描述性统计分析

变量名称	变量符号	观测值	均值	标准差	最小值	中位数	最大值
员工持股计划哑变量	$ESOP$	20186	0.083	0.276	0.000	0.000	1.000
总资产收益率	ROA	20186	0.037	0.065	-0.262	0.036	0.217
净资产收益率	ROE	20186	0.049	0.154	-0.983	0.064	0.331
托宾Q值	TQ	20186	2.153	1.532	0.886	1.654	10.314
营业收入增长率	SGR	20186	0.200	0.554	-0.615	0.104	3.943

① 受篇幅限制,相关系数表正文未列示,备案。

② 受篇幅限制,方差膨胀因子(VIF)检验表未列示,备案。

续表 1

变量名称	变量符号	观测值	均值	标准差	最小值	中位数	最大值
全要素生产率	<i>TFP_lp</i>	20186	14.453	1.226	8.689	14.441	19.277
	<i>TFP_acf</i>	20186	12.069	1.078	5.863	12.028	17.230
过度投资指标	<i>OV_zb1</i>	20186	0.035	0.079	0.000	0.000	0.468
	<i>OV_zb2</i>	20186	0.033	0.077	0.000	0.000	0.466
公司规模	<i>SIZE</i>	20186	22.143	1.297	19.505	21.985	26.062
资产负债比	<i>LEV</i>	20186	0.435	0.215	0.053	0.424	0.951
企业性质	<i>SOE</i>	20186	0.363	0.481	0.000	0.000	1.000
公司年龄	<i>AGE</i>	20186	2.173	0.792	0.000	2.303	3.258
员工总人数对数	<i>EMP_num</i>	20186	7.630	1.284	4.205	7.570	11.135
销售比率	<i>Sale</i>	20186	0.498	0.357	-0.076	0.489	1.000
两职合一	<i>DUAL</i>	20186	0.259	0.438	0.000	0.000	1.000
第一大股东持股比例	<i>BIGR</i>	20186	0.340	0.148	0.085	0.318	0.740

2. 基准回归结果

为了研究上市公司实施员工持股计划对公司绩效的影响,本文利用模型(1)对我国上市公司样本进行回归分析,结果如表2所示。用于衡量公司绩效的指标包括总资产收益率(*ROA*)、净资产收益率(*ROE*)、托宾 *Q*(*TQ*)和营业收入增长率(*SGR*)。

表 2 员工持股计划对公司绩效的影响分析

变量	(1)	(2)	(3)	(4)
	<i>ROA</i>	<i>ROE</i>	<i>TQ</i>	<i>SGR</i>
<i>ESOP</i>	-0.003** (-2.34)	-0.012** (-2.51)	0.054 (1.26)	-0.074*** (-3.71)
<i>SIZE</i>	0.011*** (6.18)	0.059*** (10.36)	-0.828*** (-19.83)	0.156*** (7.01)
<i>LEV</i>	-0.141*** (-10.74)	-0.366*** (-17.58)	0.239* (1.69)	-0.039 (-0.58)
<i>SOE</i>	-0.007*** (-3.09)	-0.013 (-1.43)	-0.160*** (-3.25)	-0.049* (-1.66)
<i>AGE</i>	-0.002 (-0.60)	0.018* (1.96)	0.775*** (10.46)	-0.151*** (-4.49)
<i>EMP_num</i>	0.002 (1.15)	-0.009* (-1.73)	-0.079** (-2.30)	0.097*** (4.86)
<i>Sale</i>	-0.002 (-0.51)	0.002 (0.13)	-0.013 (-0.15)	0.460*** (9.70)
<i>DUAL</i>	-0.001 (-0.42)	-0.001 (-0.27)	-0.053 (-1.51)	-0.008 (-0.42)
<i>BIGR</i>	0.035*** (5.51)	0.125*** (4.38)	-0.109 (-0.54)	0.381*** (3.08)
常数项	-0.151*** (-4.75)	-1.062*** (-9.69)	18.919*** (21.46)	-3.991*** (-9.18)
年份/行业固定效应	是	是	是	是
观测值	20186	20186	20186	20186
调整 R ²	0.416	0.433	0.748	0.260

注:括号内为经过稳健标准误差调整的 t 检验值;***、**、* 分别表示估计结果在 1%、5%、10% 的水平下显著,下同

根据表 2 可知,员工持股计划哑变量(*ESOP*)与总资产收益率(*ROA*)、净资产收益率(*ROE*)以及营业收入增长率(*SGR*)显著负相关,这表明,上市公司实施员工持股计划有损公司绩效,这与陈运佳

等(2020)^[28]的研究结论是一致的。具体地,从净资产收益率(*ROE*)、总资产收益率(*ROA*)和营业收入增长率(*SGR*)这三个度量指标的回归结果来看,*ESOP*前面的系数在5%的水平下显著为负,这说明,上市公司实施员工持股计划后反而带来了公司绩效的显著下降。变量托宾 *Q*(*TQ*)前面的回归系数为正,但是统计上并不显著,这可能是因为在发布员工持股计划后,外部非知情投资者对公司未来市场价值有较高预期。从总体来看,员工持股计划的实施会导致公司绩效下降,证实了假设 H_1 。

从控制变量来看,大部分变量的回归系数与以往研究是一致的。总体来说,上市公司的规模和杠杆率对公司的价值有显著的影响。公司规模(*SIZE*)对总资产收益率(*ROA*)、净资产收益率(*ROE*)和营业收入增长率(*SGR*)都有显著正向的影响,意味着我国上市公司总体上存在规模效应。但是,托宾 *Q*(*TQ*)作为公司绩效的衡量指标,包含了投资者对公司未来增长的预期和公司增长的潜力,公司规模(*SIZE*)对其回归所得系数为负,说明公司规模越大,未来的增长潜力越小,符合经济规律。资产负债比(*LEV*)对总资产收益率(*ROA*)和净资产收益率(*ROE*)都有显著负向的影响,表明上市公司负债率越高,公司的绩效越差。当利用托宾 *Q*(*TQ*)作为公司绩效的衡量指标时,资产负债比(*LEV*)前面的系数为正,说明通过负债快速发展的公司,其增长潜力越大。

3. 稳健性检验

(1)倾向得分匹配(PSM)检验。由于员工持股计划实施的动机多种多样,实施员工持股计划的公司与没有实施员工持股计划的公司结果上的差异可能仅仅是反映了两组样本事前存在的差异,实施员工持股计划公司可能是因为它们共同具有的某些自身因素驱动才导致这些公司推出了员工持股计划。加之实施员工持股计划的公司数占全部上市公司总数的比例仍然较小,而且实施员工持股计划的公司也不是有规律地每年都推行员工持股计划,因此,直接比较实施员工持股计划的公司和没有实施员工持股计划的公司极易受到公司自身特征的干扰,从而对研究结果产生影响。为解决此问题,本文为每个成功实施员工持股计划的公司采用PSM的1:1最近邻匹配方法,从未实施员工持股计划的公司中寻找一个对照公司,然后进行稳健性检验。从检验结果来看,当使用净资产收益率(*ROE*)、总资产收益率(*ROA*)和营业收入增长率(*SGR*)这三个指标来度量公司绩效时,核心解释变量(*ESOP*)前面的系数显著为负,与基本回归结果一致^①。

(2)PSM-DID分析。本文已经使用了倾向性匹配得分(PSM)的分析方法处理了因为样本公司自身特征带来的“样本自选择”问题。为了进一步处理一些不可观测因素对实证结果的干扰,本文采用PSM-DID方法进行回归分析,其检验结果与基本回归一致^②。

五、机制分析

由上文的实证结果可知,上市公司实施员工持股计划对公司绩效产生显著的负向影响。但是,为了更为清晰地阐述这一问题,本文从企业全要素生产率、投资效率以及大股东减持股票的角度进行分析,探究员工持股计划实施对公司绩效影响的可能机制。

1. 员工持股计划与企业全要素生产率

前文理论分析表明,员工持股计划实施可以通过全要素生产率渠道影响公司绩效。因此,本文利用中介效应模型进行回归分析,回归结果如表3所示^③。其中,第(2)列中的被解释变量为全要素生产率指标(*TFP_{lp}*),该回归模型解释变量*ESOP*前面的系数为-0.006,且在10%的水平上显著,说明上市公司实施员工持股计划行为显著降低了企业全要素生产率,员工持股计划并没有很好地改善企业全要素生产率。第(3)列中的被解释变量为总资产收益率(*ROA*),员工持股计划

① 受篇幅限制,倾向得分匹配(PSM)检验表正文未列示,备案。

② 受篇幅限制,PSM-DID的方法检验表正文未列示,备案。

③ 受篇幅限制,除基准模型的回归表格列示控制变量外,其他表格控制变量结果未列出,下同。

(*ESOP*)和全要素生产率(*TFP_{lp}*)的系数分别为-0.002和0.010,且都在10%的水平上显著。这说明员工持股计划通过影响企业全要素生产率进而对公司绩效产生负面影响。其传导机理在于,企业在推行员工持股计划过程中,公司控股股东存在利益侵占目的,导致公司利润受损,员工持股计划不能很好地激励员工,对公司生产效率反而产生了负面影响,降低企业的绩效。从表3的第(4)列和第(5)列可以得出同样的结论。

表3 员工持股计划对公司绩效影响的机制分析(全要素生产率)

变量	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)
	<i>ROA</i>	<i>TFP_{lp}</i>	<i>ROA</i>	<i>TFP_{acf}</i>	<i>ROA</i>
<i>ESOP</i>	-0.003** (-2.34)	-0.006* (-1.67)	-0.002* (-1.75)	-0.007* (-1.610)	-0.002* (-1.732)
<i>TFP_{lp}</i>			0.010*** (7.25)		
<i>TFP_{acf}</i>					0.009*** (5.79)
常数项	-0.151*** (-4.75)	-7.047* (-1.69)	-0.286*** (-4.579)	0.936 (0.253)	-0.306*** (-4.877)
控制变量	控制	控制	控制	控制	控制
年份/行业固定效应	是	是	是	是	是
观测值	20186	20186	20186	20186	20186
调整R ²	0.416	0.086	0.375	0.091	0.374

2. 员工持股计划与公司过度投资

前文理论分析表明,员工持股计划实施可以通过公司投资效率渠道影响公司绩效,因此,本文选择中介效应模型进行回归分析,回归结果如表4所示。其中,第(2)列中的被解释变量为过度投资指标(*OV_{zb1}*)。回归结果显示,控制住其他因素的影响后,员工持股计划哑变量(*ESOP*)的系数为0.015,且在5%的水平上显著。这表明,上市公司实施员工持股计划后,会显著提升其过度投资的行为倾向。表4第(3)列中的被解释变量为总资产收益率(*ROA*),员工持股计划(*ESOP*)和过度投资指标(*OV_{zb1}*)的系数分别为-0.001和-0.115,且都在5%的水平上显著。这说明上市公司实施员工持股计划后会恶化其投资效率,不利于公司绩效的提升。其传导机理在于,企业在推行员工持股计划过程中,公司控股股东存在利益侵占目的,将推行员工持股计划获得的资金用于过度投资,降低了企业投资效率,进而导致公司绩效下降。从表4的第(4)列和第(5)列可以得出同样的结论。

表4 员工持股计划对公司绩效影响的机制分析(过度投资)

变量	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)
	<i>ROA</i>	<i>OV_{zb1}</i>	<i>ROA</i>	<i>OV_{zb2}</i>	<i>ROA</i>
<i>ESOP</i>	-0.003** (-2.34)	0.015** (2.25)	-0.001** (-1.82)	0.017*** (5.913)	-0.001** (-2.014)
<i>OV_{zb1}</i>			-0.116** (-1.81)		
<i>OV_{zb2}</i>					-0.171*** (-6.78)
常数项	-0.129*** (-4.20)	-0.743*** (-8.45)	-0.782*** (-8.68)	-0.019*** (-5.88)	-0.952*** (-10.28)
控制变量	控制	控制	控制	控制	控制
年份/行业固定效应	是	是	是	是	是
观测值	20186	20186	20186	20186	20186
调整R ²	0.357	0.405	0.389	0.409	0.407

3. 员工持股计划与大股东减持

员工持股计划的推行为大股东减持股票提供了很好的时机。员工持股计划公告有利于引起投资者对公司的关注,在实施员工持股计划以后,上市公司大股东利用员工持股计划这一利好消息“对冲”自己的减持股票行为引起的股价下跌,即有些公司可能隐瞒了实施员工持股计划是为了配合大股东减持股票的真实意图。如果上市公司真的是基于大股东减持这种非激励动机而推行员工持股计划,必然会导致公司绩效的下跌。本文使用2014—2019年员工持股计划公告与大股东减持股票数据进行分析,希望从大股东减持的角度再进一步分析员工持股对公司绩效的影响机制。为了检验上述机制,本文使用如下模型设定:

$$JC_size = a_0 + a_1 ESOP_{i,t} + a_2 Control_{i,t-1} + industry + year + \varepsilon_{i,t} \quad (4)$$

其中,被解释变量 JC_size 表示上市公司推行员工持股计划后的存续期内大股东减持股票的规模,本文将采用如下三个指标衡量减持规模:员工持股计划存续期间公司大股东减持股票数量的对数 (AMT)、员工持股计划存续期间公司大股东减持股票数量占公司总股份的比例 ($TTBL$)、员工持股计划存续期间公司大股东减持股票数量占公司流通股的比例 ($LTBL$);核心解释变量 $ESOP_{i,t}$ 表示公司当年是否实施了员工持股计划,如果公司当年实施取1,否则取0; $Control_{i,t-1}$ 表示控制变量集合;模型包含了公司的行业固定效应和年度固定效应, $\varepsilon_{i,t}$ 表示回归模型波动项。借鉴曾庆生等(2018)^[37]的研究,控制变量的选取如下:是否为大流通股股东 ($DALIU$),是否是第一大股东 ($TOP1$),第一大股东持股比例 ($BIGR$),股权制衡度 ($HERF$),市盈率 (PE),减持前30天累积市场收益率 (MCR),是否超过市场预期 ($EPSE$),总资产的对数 ($SIZE$),前三年平均净利润增长率 ($SGR3$)和总资产净利润率 (ROA)。

(1)员工持股实施对大股东减持股票规模的影响。根据王砾等(2017)^[34]的研究,上市公司员工持股计划宣告后可以带来短期财富效应。为了检验公司大股东是否会利用这个“有利时机”增加股票减持规模,本文使用实施员工持股计划的公司与其倾向得分匹配的未实施员工持股计划公司组成的样本考察员工持股计划实施与否对大股东减持股票规模的影响,回归结果如表5所示。

从表5的第(1)~(3)列可以得出,上市公司实施员工持股计划后,大股东减持股票数量和比例都有显著的增加。这表明,相对于没有实施员工持股计划的上市公司来说,实施员工持股计划公司的大股东在一段时间后减持股票的规模更大。在加入控制变量以后,变量 ($ESOP$) 回归系数依然显著为正;从系数大小可知,实施员工持股计划的公司大股东比没有实施员工持股公司的大股东要多减持的股票占总股本的0.05%、占有所有流通股的0.07%。所有的回归结果都表明,上市公司实施员工持股计划后对大股东减持股票规模有显著正向的影响。

表5 员工持股实施对大股东减持股票规模的影响

变量	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
	AMT	$TTBL$	$LTBL$	AMT	$TTBL$	$LTBL$
$ESOP$	0.1969*** (4.95)	0.0005*** (2.92)	0.0007*** (2.95)	0.1706** (2.33)	0.0004** (2.51)	0.0007*** (6.11)
$DALIU$				2.1571*** (17.53)	0.0025*** (12.12)	0.0036*** (31.56)
$Top1$				0.5378*** (4.42)	0.0004* (1.79)	0.0005*** (4.49)
$BIGR$				-0.4888 (-0.97)	0.0019** (2.41)	0.0032*** (7.15)
$HERF$				-12.8466** (-2.51)	-0.0083 (-1.09)	-0.0361*** (-7.62)
MCR				-17.2575** (-2.28)	0.0153 (1.08)	0.0186 (1.52)

续表 5

变量	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
	AMT	TTBL	LTBL	AMT	TTBL	LTBL
SIZE				0.2532*** (2.99)	-0.0000 (-0.41)	-0.0003*** (-4.01)
SGR3				-0.0439 (-1.12)	-0.0001 (-1.13)	-0.0001** (-2.02)
ROA				-3.7745** (-2.32)	-0.0047** (-2.40)	-0.0073*** (-5.79)
常数项	12.5596*** (184.43)	0.0025*** (8.16)	0.0036*** (8.14)	6.8792*** (3.73)	0.0020 (0.91)	0.0072*** (5.18)
年份/行业固定效应	是	是	是	是	是	是
观测值	17227	17227	17126	13052	13052	12968
调整 R ²	0.018	0.018	0.017	0.210	0.101	0.110

(2)员工持股计划特征与大股东减持。为了进一步检验上市公司在设计员工持股计划条款时是否存在利用员工持股计划来帮助公司大股东减持股票套利,本文借鉴曾庆生等(2018)^[37]、Kim和Ouimet(2014)^[22]的研究方法进行分组回归分析。具体的分组过程如下:先是对处理组(实施员工持股计划)样本公司按照非管理层员工认购员工持股计划比例高于还是低于中位数分为高低两组,然后将对照组(未实施员工持股计划)样本公司根据其处理组所在的组(高或者低)放入相对应的组别,得到第一组回归子样本。随后针对处理组样本公司实施员工持股计划认购股票的来源分为来自公开市场和来自非公开市场两组,然后将对照组样本公司按上述同样的方式处理,得到第二组回归子样本。利用这两组子样本,以大股东减持股票数量占市场流通股比例作为被解释变量进行分组回归分析,所得结果如表6所示。

从表6第(1)列和第(2)列可以看出:当普通员工认购比例高时,员工持股计划哑变量(ESOP)前面回归系数才显著为正。而当普通员工认购比例低,即高管认购股票比例高时,员工持股计划哑变量(ESOP)的回归系数不显著为正。这是因为:相对于普通员工来说,高管更具有信息优势,高管持股能够更大程度地抑制第二类委托代理问题。同时,高管的谈判能力相对更强,能够更好地抑制大股东通过减持股票带来的利益侵占行为。从表6第(3)列和第(4)列得出,当员工持股计划实施股票来源为公开市场时,员工持股计划哑变量(ESOP)回归系数才显著为正,意味着仅在该样本组中上市公司实施员工持股计划后大股东减持股票规模才显著增加。根据表6回归结果可知,上市公司大股东不仅是在公司推行员工持股计划之后显著地增加了其减持股票的规模,而且上市公司在设计员工持股计划条款时(即实施员工持股计划之前)就存在利用员工持股计划帮助公司大股东减持股票套利的动机。这两组回归的差异性结果表明,大股东与公司高管的行为是一致的,他们有可能“合谋”一起侵占包括员工在内的公司中小股东利益,这与黄速建和余菁(2015)^[49]的结论一致。

表 6 员工持股计划是“谋定后动”还是“顺势减持”的回归分析

变量	普通员工认购比例		认购股票来源	
	(1)	(2)	(3)	(4)
	高	低	公开市场	非公开市场
ESOP	0.0008** (2.21)	0.0006 (1.53)	0.0008*** (6.46)	-0.0002 (-0.31)
控制变量	控制	控制	控制	控制
年份/行业固定效应	是	是	是	是
观测值	5164	6690	9765	3190
调整 R ²	0.118	0.112	0.122	0.108

理论上来说,如果上市公司大股东只是在公司宣布实施员工持股计划后顺势减持股票,而不存在公司大股东利用公司控制权优势采取“谋定而后动”的自利行为,那么员工持股计划的实施与大股东减持股票行为之间的关系不应该因认购对象和股票来源不同而产生显著的差异。但是,本文的实证结果却表明,当普通员工认购比例高以及股票来源为公开市场时,员工持股计划实施与大股东减持股票规模之间的正向关系才显著。这一结果也就从侧面证明了内部大股东减持股票是“谋定而后动”自利行为。

(3)员工持股计划背景下大股东动态减持股票过程。本文还针对实施了员工持股计划且存在大股东减持股票的样本公司进行了动态过程分析,以便更为准确地推断大股东是否利用了员工持股计划这一有利信息进行择时交易。通过对员工持股计划实施样本的统计分析,可以发现:平均来说,股东大会公告日在董事会预案日24天后召开;持股计划在股东大会公告日召开后的90天后完成,即员工持股计划一般在董事会预案日的114天后得以实施完成。本文根据这些关键时间点,设定减持股票发生时间段变量(MA)。用变量 $MA20$ 、 $MA30$ 、 $MA90$ 、 $MA150$ 、 $MA270$ 、 $MA360$ 分别表示大股东减持是否发生在员工持股计划董事会预案日后 $[0, 20]$ 、 $(20, 30]$ 、 $(30, 90]$ 、 $(90, 150]$ 、 $(150, 270]$ 、 $(270, 360]$ 时间窗内;当大股东在相应的时间段内减持公司股票,则该变量就取1,否则取0。然后,利用这些变量作为核心解释变量进行回归分析,被解释变量为大股东减持股票数量占公司流通股的比例($LTBL$),回归结果如表7所示。

从表7中第(1)列和第(2)列可以得出,大股东从员工持股计划董事会预案日20天后才有显著地减持股票行为发生。从第(3)~(6)列可以看出,大股东减持股票规模在预案宣告日后30天持续增加,但是到了150天后,基本没有再出现增加减持股票规模的行为了。

表7 大股东减持动态分析回归结果

变量	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
	$LTBL$	$LTBL$	$LTBL$	$LTBL$	$LTBL$	$LTBL$
$MA20$	0.0005 (0.37)					
$MA30$		0.0032** (2.10)				
$MA90$			0.0021** (2.37)			
$MA150$				-0.0014 (-1.30)		
$MA270$					-0.0002 (-0.33)	
$MA360$						-0.0004 (-0.44)
控制变量	控制	控制	控制	控制	控制	控制
年份/行业固定效应	是	是	是	是	是	是
观测值	3133	3133	3133	3133	3133	3133
调整 R^2	0.199	0.201	0.202	0.200	0.199	0.199

六、异质性分析

1. 公司内部治理的影响

Bennedsen 和 Wolfenzon(2000)^[50]认为,大股东之间股权制衡作为一种重要的替代性治理机制,是抑制第二类委托代理问题的有效方式。我国现有研究同样发现,大股东之间的股权制衡水平较

高时,能够更好地监督控股股东,从而提高公司内部治理效率(洪剑峭和薛皓,2009)^[51]。因此,本文认为,当内部股权制衡较弱时,上市公司更可能是基于非激励动机推行员工持股计划,从而不利于提升公司的长期价值。本文根据公司第一大流通股股东与第二至第五大流通股股东持股比例的比值大小对样本进行分组,如果比值高于中位数,则认为是股权制衡弱;反之,则视为股权制衡强。然后,本文根据股权制衡强弱进行分组检验,结果如表8所示。

根据表8可知,对于内部股权制衡强的样本组,员工持股计划哑变量(*ESOP*)前面的系数不显著;而对于内部股权制衡弱的样本组,员工持股计划哑变量(*ESOP*)前面的系数显著为负(除了以托宾*Q*衡量公司绩效外)。这就说明,当内部股权制衡较弱时,上市公司推行的员工持股计划有损于公司的长期价值。

表8 异质性分析(公司内部治理)

变量	股权制衡强				股权制衡弱			
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)
	<i>ROA</i>	<i>ROE</i>	<i>TQ</i>	<i>SGR</i>	<i>ROA</i>	<i>ROE</i>	<i>TQ</i>	<i>SGR</i>
<i>ESOP</i>	-0.002 (-0.58)	-0.025 (-1.27)	0.164 (1.48)	-0.173 (-1.09)	-0.002* (-1.87)	-0.025*** (-2.72)	0.042 (0.43)	-0.110*** (-2.91)
控制变量	控制	控制	控制	控制	控制	控制	控制	控制
年份/行业固定效应	是	是	是	是	是	是	是	是
观测值	10093	10093	10093	10093	10093	10093	10093	10093
调整 R ²	0.120	0.156	0.167	0.151	0.127	0.165	0.164	0.158

2. 公司外部治理的影响

Shleifer和Vishny(1986)^[52]认为,外部机构投资者可以有效地监督管理层与内部大股东之间的“合谋”行为,提升目标公司治理水平,机构投资者能够起到外部治理的作用,抑制股东的利益侵占行为(沈华玉等,2017^[53];李维安等,2017^[54])。因此,本文认为,较差的外部治理环境更容易导致大股东利用员工持股计划来进行利益侵占行为,从而不利于提升公司的长期绩效。一般来说,风险投资基金相比于其他外部机构投资者要更早地进入上市公司,对公司运营更为熟悉,能够更好地发挥治理作用。本文选用是否存在风险投资哑变量来衡量公司的外部治理程度强弱,分组检验的回归结果如表9所示。

表9 异质性分析(公司外部治理)

变量	有风险投资				无风险投资			
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)
	<i>ROA</i>	<i>ROE</i>	<i>TQ</i>	<i>SGR</i>	<i>ROA</i>	<i>ROE</i>	<i>TQ</i>	<i>SGR</i>
<i>ESOP</i>	0.002 (0.36)	-0.017 (-0.70)	0.056 (0.38)	-0.239 (-0.66)	-0.003** (-2.16)	-0.028** (-2.31)	0.036 (0.29)	-0.110* (-1.86)
控制变量	控制	控制	控制	控制	控制	控制	控制	控制
年份/行业固定效应	是	是	是	是	是	是	是	是
观测值	4740	4740	4740	4740	15446	15446	15446	15446
调整 R ²	0.153	0.523	0.767	0.492	0.127	0.255	0.751	0.159

根据表9可知,对于有风险投资的样本组,员工持股计划哑变量(*ESOP*)前面的回归系数不显著;而对于无风险投资的样本组,员工持股计划哑变量(*ESOP*)前面的系数显著为负(除了以托宾*Q*衡量公司绩效外)。这就说明,当上市公司外部治理较弱时,上市公司推行的员工持股计划不利于提升公司的长期价值。

七、结论与建议

1. 研究结论

本研究采用2012—2019年中国A股上市公司数据,从利益侵占的视角探讨了员工持股计划对企业绩效的影响。与传统认为员工持股计划能够激发员工工作积极性进而提高公司绩效不同,本文发现员工持股计划并未对企业的长期绩效带来显著的正面影响。从大股东减持行为、全要素生产率和投资效率三个维度进行的机制分析结果表明,员工持股计划未能有效提升公司全要素生产率,反而可能由于员工持股计划获取的资金用于过度投资而削弱了企业潜在的价值增长。同时,部分上市公司实施员工持股计划可能是为了配合大股东减持股份的需求,而非真正出于激励员工的目的。进一步的异质性分析结果表明,强化内部和外部监督治理机制一定程度上可以遏制控股大股东的利益侵占行为,从而有效地改善公司绩效。本研究的结论对完善员工持股计划制度设计、加强公司治理结构具有重要的理论和实践意义。

2. 政策建议

第一,增强员工持股计划透明度,防范员工持股计划被用于利益侵蚀。完善上市公司员工持股计划的信息披露制度,有助于减少大股东与高管间的“合谋”行为,从而避免员工持股计划被用作侵害员工及中小股东利益的工具。具体而言,上市公司需定期公布员工持股计划的详细信息,包括参与人员名单、持股比例、持股条件、股权来源、交易价格等关键数据,以确保信息对内外部股东公开透明。同时,监管机构应设立明确的准则和程序,加强对大股东及高管减持行为的监控与预披露要求,确保其行为不会损害公司及其他股东利益。违规行为应受到严厉处罚,包括但不限于罚款、市场禁入等措施,以儆效尤。

第二,科学设计员工持股平台,使平台能够公正有效地代表和维护员工股东的利益。当前多数推行员工持股的上市公司通过管理层来代表员工行使股权,这种做法不利于保护公司普通员工的利益。虽然《指导意见》中明确指出应设立专门的管理机构和持股平台以保护入股员工合法股东权益,但实际操作中仍存在管理机构设置不明确、入股员工股东权力安排不清晰等问题。因此,上市公司应根据科学原则重新设计员工持股计划运行平台,一方面,公司可以探索设立由员工股东选举产生的代表或者员工委员会,参与公司重大决策过程,确保员工股东在公司治理中拥有一席之地;另一方面,对于持股比例较大的员工群体,应考虑在董事会中赋予员工推荐董事的权利,增强员工在公司治理中的参与度和影响力。

第三,完善上市公司内外部治理机制,增强股权制衡和市场监管功能。上市公司的内部股权制衡以及外部治理机制在一定程度上可以有效地抑制员工持股计划推行过程中的控股大股东利益侵占行为,从而改善公司绩效。因此,上市公司应优化股权结构和董事会结构,发挥其他大股东对控股大股东的股权制衡作用,避免控股大股东“一言堂”现象发生,提高公司推行员工持股计划的科学性和合理性。同时,通过引入机构投资者、“门口的野蛮人”等外部竞争组织和监督机构,加强公司的市场约束机制,促使公司在治理结构、决策流程上更加规范和透明。

第四,鼓励公司内部员工发挥监督作用,共同维护公司的高水平治理。公司员工通过观察公司高管参与员工持股计划情况可以在一定程度上甄别出公司推行的员工持股计划是否存在侵占行为。公司员工应该借助公司“内部人”的优势,及时监督大股东的侵占行为,共同推进高水平公司治理体系的建设。比如,设立内部举报和奖励机制,鼓励员工对可能的不当行为进行举报,并对提供关键信息的员工给予奖励,从而建立起自上而下和自下而上的双向监督体系。

此外,本文也存在一些不足之处值得未来探究。一是作为资本市场的重要组成部分,债券市场在上市公司实施员工持股计划后应该同样会受到很大影响,上市公司实施员工持股计划对债券

市场的影响是以后值得研究的方向。二是受到数据限制,本文没有考虑非上市公司,未来可以通过案例研究方法对一些非上市公司(比如:华为)进行深入分析,为员工持股计划推行带来更多有益的指导。

参考文献

- [1] Meng, R., X. Ning, X. Zhou, and H. Zhu. Do ESOPs Enhance Firm Performance? Evidence from China's Reform Experiment[J]. *Journal of Banking & Finance*, 2011, 35, (6): 1541-1551.
- [2] Chang, X., K. Fu, A. Low, and W. Zhang. Non-executive Employee Stock Options and Corporate Innovation[J]. *Journal of Financial Economics*, 2015, 115, (1): 168-188.
- [3] 孟庆斌, 李昕宇, 张鹏. 员工持股计划能够促进企业创新吗? ——基于企业员工视角的经验证据[J]. *北京: 管理世界*, 2019, (11): 209-228.
- [4] 周冬华, 黄佳, 赵玉洁. 员工持股计划与企业创新[J]. *北京: 会计研究*, 2019, (3): 84-95.
- [5] Ginglinger, E., W. Megginson, and T. Waxin. Employee Ownership, Board Representation, and Corporate Financial Policies[J]. *Journal of Corporate Finance*, 2011, 17, (4): 868-887.
- [6] 曹玉珊, 陈力维. 员工持股计划、人才专业性与企业有效创新[J]. *南昌: 当代财经*, 2019, (5): 84-95.
- [7] Kumbhakar, S. C., and A. E. Dunbar. The Elusive ESOP-Productivity Link: Evidence from US Firm-Level Data[J]. *Journal of Public Economics*, 1993, 52, (2): 273-283.
- [8] Sesil, J. C., M. K. Kroumova, J. R. Blasi, and D. L. Kruse. Broad-based Employee Stock Options in US New Economy Firms[J]. *British Journal of Industrial Relations*, 2002, 40, (2): 273-294.
- [9] Cin, B. C., and S. C. Smith. Employee Stock Ownership and Participation in South Korea: Incidence, Productivity Effects, and Prospects[J]. *Review of Development Economics*, 2002, 6, (2): 263-283.
- [10] Jones, D. C., and T. Kato. Employee Stock Ownership Plans and Productivity in Japanese Manufacturing Firms[J]. *British Journal of Industrial Relations*, 1993, 31, (3): 331-346.
- [11] Sesil, J. C., and Y. P. Lin. The Impact of Employee Stock Option Adoption and Incidence on Productivity: Evidence from U.S. Panel Data[J]. *Industrial Relations*, 2011, 50, (3): 514-534.
- [12] Blasi, J., R. Freeman, and D. Kruse. Do Broad-based Employee Ownership, Profit Sharing and Stock Options Help the Best Firms Do Even Better?[J]. *British Journal of Industrial Relations*, 2016, 54, (1): 55-82.
- [13] Core, J. E., and W. R. Guay. Stock Option Plans for Non-Executive Employees[J]. *Journal of Financial Economics*, 2001, 61, (2): 253-287.
- [14] Jones, D. C., and T. Kato. The Productivity Effects of Employee Stock-Ownership Plans and Bonuses: Evidence from Japanese Panel Data[J]. *The American Economic Review*, 1995, 85, (3): 391-414.
- [15] 张小宁. 经营者报酬、员工持股与上市公司绩效分析[J]. *北京: 世界经济*, 2002, (10): 57-64.
- [16] Park, S., and M. H. Song. Employee Stock Ownership Plans, Firm Performance, and Monitoring by Outside Blockholders[J]. *Financial Management*, 1995, 24, (4): 52-65.
- [17] Chang, S., and D. Mayers. Managerial Vote Ownership and Shareholder Wealth: Evidence from Employee Stock Ownership Plans[J]. *Journal of Financial Economics*, 1992, 32, (1): 103-131.
- [18] Babenko, I., M. Lemmon, and Y. Tserlukevich. Employee Stock Options and Investment[J]. *The Journal of Finance*, 2011, 66, (3): 981-1009.
- [19] Fang, H., J. R. Nofsinger, and J. Quan. The Effects of Employee Stock Option Plans on Operating Performance in Chinese Firms[J]. *Journal of Banking & Finance*, 2015, 54: 141-159.
- [20] Hochberg, Y. V., and L. Lindsey. Incentives, Targeting, and Firm Performance: An Analysis of Non-executive Stock Options[J]. *The Review of Financial Studies*, 2010, 23, (11): 4148-4186.
- [21] Faleye, O., V. Mehrotra, and R. Morek. When Labor Has a Voice in Corporate Governance[J]. *Journal of Financial And Quantitative Analysis*, 2006, 41, (3): 489-510.
- [22] Kim, E. H., and P. Ouimet. Broad-Based Employee Stock Ownership: Motives and Outcomes[J]. *The Journal of Finance*, 2014, 69, (3): 1273-1319.
- [23] Hales, J., L. W. Wang, and M. G. Williamson. Selection Benefits of Stock-Based Compensation for the Rank-And-File[J]. *The Accounting Review*, 2015, 90, (4): 1497-1516.

- [24] Zbojnik, J. Stock-Based Compensation Plans and Employee Incentives [J]. Queen's Economics Department Working Paper, 2014.
- [25] Gordon, L.A., and J.Pound. ESOPs and Corporate Control [J]. Journal of Financial Economics, 1990, 27, (2): 525-555.
- [26] 郑志刚, 张浩, 黄继承, 赵锡军. 员工持股计划的复杂动机研究——基于控股股东股权质押的视角 [J]. 北京: 财贸经济, 2021, (7): 67-81.
- [27] 孙即, 张望军, 周易. 员工持股计划的实施动机及其效果研究 [J]. 南昌: 当代财经, 2017, (9): 45-58.
- [28] 陈运佳, 吕长江, 黄海杰, 丁慧. 上市公司为什么选择员工持股计划? ——基于市值管理的证据 [J]. 北京: 会计研究, 2020, (5): 91-103.
- [29] 郝永亮, 金昕, 张永冀. “减持迷雾”下的员工持股计划——基于股权激励的对比分析 [J]. 北京: 管理评论, 2019, (10): 164-177.
- [30] 邱杨茜, 黄娟娟. 控股股东股权质押与员工持股计划“工具化”——基于A股上市公司的实证研究 [J]. 北京: 金融研究, 2021, (11): 170-188.
- [31] 孙晓燕, 刘亦舒. 股权质押、员工持股计划与大股东自利行为 [J]. 北京: 会计研究, 2021, (4): 117-129.
- [32] La Porta, R., F. Lopez-De-Silanes, A. Shleifer, and R.W. Vishny. Law and Finance [J]. Journal of Political Economy, 1998, 106, (6): 1113-1155.
- [33] 吴育辉, 吴世农. 股票减持过程中的大股东掏空行为研究 [J]. 北京: 中国工业经济, 2010, (5): 121-130.
- [34] 王砾, 代昀昊, 孔东民. 激励相容: 上市公司员工持股计划的公告效应 [J]. 北京: 经济学动态, 2017, (2): 37-50.
- [35] Noe, C.F. Voluntary Disclosures and Insider Transactions [J]. Journal of Accounting and Economics, 1999, 27, (3): 305-326.
- [36] Cheng, Q., and K.Lo. Insider Trading and Voluntary Disclosures [J]. Journal of Accounting Research, 2006, 44, (5): 815-848.
- [37] 曾庆生, 周波, 张程, 陈信元. 年报语调与内部人交易: “表里如一”还是“口是心非”? [J]. 北京: 管理世界, 2018, (9): 143-160.
- [38] Klein, K.J., and R.J.Hall. Correlates of Employee Satisfaction with Stock Ownership: Who Likes an ESOP Most? [J]. Journal of Applied Psychology, 1988, 73, (4): 630-638.
- [39] Roll, R. The Hubris Hypothesis of Corporate Takeovers [J]. The Journal of Business, 1986, 59, (2): 197-216.
- [40] Glaser, M., P.Schäfers, and M.Weber. Managerial Optimism and Corporate Investment: Is the CEO Alone Responsible for the Relation [R]. AFA 2008 New Orleans Meetings Paper, 2008.
- [41] Jensen, M.C. Agency Costs of Free Cash Flow, Corporate Finance, and Takeovers [J]. The American Economic Review, 1986, 76, (2): 323-329.
- [42] Richardson, S. Over-investment of Free Cash Flow [J]. Review of Accounting Studies, 2006, 11, (2-3): 159-189.
- [43] 江轩宇, 许年行. 企业过度投资与股价崩盘风险 [J]. 北京: 金融研究, 2015, (8): 141-158.
- [44] Li, K., B.Qiu, and R.Shen. Organization Capital and Mergers and Acquisitions [J]. Journal of Financial and Quantitative Analysis, 2018, 53, (4): 1871-1909.
- [45] Ciftci, I., E.Tatoglu, G.Wood, M.Demirbag, and S.Zaim. Corporate Governance and Firm Performance in Emerging Markets: Evidence from Turkey [J]. International Business Review, 2019, 28, (1): 90-103.
- [46] 佟岩, 陈莎莎. 生命周期视角下的股权制衡与企业价值 [J]. 天津: 南开管理评论, 2010, (1): 108-115.
- [47] 鲁晓东, 连玉君. 中国工业企业全要素生产率估计: 1999-2007 [J]. 北京: 经济学(季刊), 2012, (2): 541-558.
- [48] Akerberg, D.A., K.Caves, and G.Frazer. Identification Properties of Recent Production Function Estimators [J]. Econometrica, 2015, 83, (6): 2411-2451.
- [49] 黄速建, 余菁. 企业员工持股的制度性质及其中国实践 [J]. 北京: 经济管理, 2015, (4): 1-12.
- [50] Bennedsen, M., and D.Wolfenzon. The Balance of Power in Closely Held Corporations [J]. Journal of Financial and Economics, 2000, 58, (1): 113-139.
- [51] 洪剑峭, 薛皓. 股权制衡如何影响经营性应计的可靠性——关联交易视角 [J]. 北京: 管理世界, 2009, (1): 153-161.
- [52] Shleifer, A., and R.W. Vishny. Large Shareholders and Corporate Control [J]. Journal of Political Economy, 1986, 94, (3): 461-488.
- [53] 沈华玉, 吴晓晖, 吴世农. 控股股东控制权与股价崩盘风险: “利益协同”还是“隧道”效应? [J]. 北京: 经济管理, 2017, (4): 65-83.
- [54] 李维安, 齐鲁骏, 丁振松. 兼听则明, 偏信则暗——基金网络对公司投资效率的信息效应 [J]. 北京: 经济管理, 2017, (10): 44-61.

The Microeconomic Effects of Employee Stock Ownership Plans: New Evidence from Chinese Listed Companies

GUO Fan-yong¹, PENG Jia-xin²

(1. School of Business, Chengdu University, Chengdu, Sichuan, 610106, China;

2. School of Finance, Capital University of Economics and Business, Beijing, 100070, China)

Abstract: Following the decision of the Third Plenary Session of the Eighteenth Central Committee to use employee stock ownership to promote mixed ownership economic reform, in June 2014, the China Securities Regulatory Commission issued the “Guiding Opinions on the Pilot Implementation of Employee Stock Ownership Plans by Listed Companies”, which marked China Employee stock ownership has once again entered everyone’s research horizon. Generally speaking, employee stock ownership can motivate employees to work hard, and improve corporate performance by boosting employee morale. However, the employee stock ownership plan has a large number of floating losses in the actual operation process, which makes it difficult to realize the original intention of using employee stock ownership as a means to motivate employees and enhance corporate value. According to market analysis, one of the possible reasons behind this is that the employee stock ownership plan is implemented in order to satisfy the self-interested motives of major shareholders, not solely to motivate employees.

In the past, most domestic literature on employee stock ownership plans focused on theoretical explanations and empirical analysis of its advantages. However, many cases of listed firms in reality show that employee stock ownership plans are not as beneficial as they claim. As a result, some studies have begun to give negative evaluations to employee stock ownership plans from the perspectives of invalidation of employee stock ownership plans, unfair distribution and market shocks. However, few documents truly reveal the reasons and channels for the failure of employee stock ownership plans from an empirical perspective. We hope to make a more systematic and comprehensive exploration of economic consequences of the employee stock ownership plan.

We investigate the effect of the implementation of employee stock ownership plan by using the relevant data of listed companies in China from 2012 to 2019. This paper finds that the employee stock ownership plans implemented by listed companies in China do not substantially contribute to the development of enterprises, and this conclusion still holds after a series of robustness tests. Further research finds that employee stock ownership plans do not promote the improvement of total factor productivity in companies, but instead become strategic tools for major shareholders to reduce their holdings and companies to invest excessively. It is found that after the implementation of employee stock ownership plans, major shareholders will further reduce their holdings of company shares; Moreover, the reduction of shareholding of major shareholders of the Company is “determined and then acted”, rather than “following the trend” after the implementation of the employee stock ownership plan. We find that the major shareholders of listed companies use employee stock ownership plans to obtain their own private interests. That will encroach on the interests of small and medium shareholders. It means that the employee stock ownership plan is used as a short-term arbitrage tool. However, the improvement of the effectiveness of internal and external governance structures of listed companies has also to some extent curbed the encroachment of interests by major shareholders.

The main contributions of this paper are as follows: Firstly, by analyzing the behavior of major shareholders reducing their holdings of stocks, this paper reveals the potential motives for profit encroachment behind employee stock ownership plans, providing an economic explanation for the frequent occurrence of floating losses in employee stock ownership plans. Secondly, this paper delves into the issue of whether major shareholders will encroach on the interests of small and medium-sized shareholders, including employees, after the implementation of employee stock ownership plans, enriching the relevant literature on the second type of principal-agent theory. Finally, this paper expands the theoretical framework of the impact of employee stock ownership plans on company performance by examining mechanisms such as total factor productivity and investment efficiency. Compared with previous literature that suggested that employee stock ownership plans have a significant positive impact on company performance, this article draws a different conclusion based on the analysis framework of interest encroachment, that is, employee stock ownership plans have not effectively improved company performance. All in all, the conclusions of this paper can provide policy basis for the supervision of employee stock ownership plan, and help to improve the relevant regulatory system.

Key Words: employee stock ownership plans; major shareholders’ stock reduction; firm performance; interest encroachment

JEL Classification: O53, M52, G32

DOI: 10.19616/j.cnki.bmj.2024.08.007

(责任编辑:李先军)