

员工持股计划的实施动机：激励还是防御

郑志刚， 雍红艳， 黄继承

[摘要] 近年来,随着中国上市公司股权结构由“一股独大”向“分散股权”加速转变,部分大股东出于防范“野蛮人”入侵、加强公司控制的目的推动员工持股计划的实施。不同于以往文献聚焦员工持股计划激励属性,本文旨在揭示大股东推出员工持股计划的复杂动机。作为新一轮国有企业混合所有制改革的“标配”,如何科学设计员工持股计划以规避激励扭曲并助力改革是本文的理论和现实出发点。研究发现,当大股东持股比例低、面临被收购风险时,上市公司更有可能实施员工持股计划,尤其推出伴有“高杠杆”和“大股东担保”的防御型员工持股计划,激励目的背后隐藏大股东防御动机;具备高杠杆或大股东担保的防御型员工持股计划成为分散股权趋势下大股东获取控制权的手段,复杂动机推动下实施的员工持股计划将导致激励扭曲。本文从中国资本市场大股东发挥重要公司治理作用和股权结构分散化趋势的制度背景出发,揭示了员工持股计划激励目的背后隐藏的大股东防御动机,旨在帮助公司治理理论界和实务界认识员工持股计划推出动机的复杂性,理解员工持股计划有时并未实现预期激励目的的可能原因,同时为科学设计员工持股计划带来积极启发。

[关键词] 员工持股计划; 股权结构; 大股东复杂动机; 激励扭曲

[中图分类号]F272 **[文献标识码]**A **[文章编号]**1006-480X(2021)03-0118-19

一、引言

作为基薪和奖金的补充,员工持股计划(Employee Stock Ownership Plan, ESOP)传统上被认为是协调股东与员工利益、激励员工的重要手段(Jensen and Meckling, 1976)。基于中国的大量经验证据同样表明,员工持股计划发挥着改善绩效、促进创新的重要作用(剧锦文, 2000; 刘冰, 2002; 张小宁, 2002; 沈红波等, 2018; 孟庆斌等, 2019)。

然而本文注意到,近年来随着上市公司大股东持股比例的降低与分散股权时代的来临,除激励员工的目的外,员工持股计划推出的背后也可能隐藏着大股东防御“野蛮人”入侵、巩固控制权的复杂动机。以安利股份(300218)为例,股权结构分散的安利股份其第一大股东安利投资持股比例在2017年仅为21.90%(低于标志着实现相对控股的33.33%)。2017年,安利股份由于业绩大幅下滑引

[收稿日期] 2020-10-11

[基金项目] 国家自然科学基金面上项目“任人唯亲的董事会文化与独立董事更迭的‘逆淘汰’”(批准号71472177)。

[作者简介] 郑志刚,中国人民大学财政金融学院教授,博士生导师,经济学博士;雍红艳,中国人民大学财政金融学院博士研究生;黄继承,中国人民大学财政金融学院副教授,管理学博士。通讯作者:黄继承,电子邮箱:hjc@ruc.edu.cn。感谢匿名评审专家和编辑部的宝贵意见,当然文责自负。

发股价直线下跌。面对陡然增加的被收购风险,安利股份推出员工持股计划。根据其实施方案,员工持股计划筹集资金总额6000万元,其中,员工自筹资金金额不超过800万元,大股东安利投资向员工借款5200万元,同时大股东对员工自筹资金提供保底收益率承诺。这一操作被多家媒体评价为大股东安利投资巩固其控股股东地位、抵御外部入侵的“连珠弹”之一。

事实上,部分文献很早便观察到员工持股计划存在防御收购等非激励动机,且员工持股计划的确具备反收购作用(Dann and DeAngelo,1988;Conte et al.,1996;Cocco and Volpin,2013;Kim and Ouimet,2014)。然而,已有文献均立足于英美等国高度分散化的股权结构和不存在大股东的资本市场制度背景^①,剖析的防御主体是具有内部人控制倾向、担心被迫更迭的经理人(Rauh,2006;Aubert et al.,2014),并非本文所关注的大股东。为避免外部接管威胁撼动其经理人地位,经理人不仅会诱导员工持有本公司股票,甚至直接推动员工持股计划的实施(Rauh,2006)。

与英美等国家高度分散和扁平式的股权结构不同,中国资本市场长期奉行“一股独大”且金字塔控股结构普遍存在,大股东在公司治理实践中扮演重要角色。尽管近年来中国资本市场出现股权分散趋势,但大股东仍然具有举足轻重的作用,员工持股计划实践中存在较强的大股东机会主义倾向(陈运佳等,2020)。中国资本市场出现的防御型员工持股计划正是在大股东的推动下,以激励员工这一“公共目的”的名义实现其维护控股地位的“私人目的”。因此,与已有研究不同,本文试图识别的是大股东在隐秘参与下出于维护其控股股东地位的动机所推出的防御型员工持股计划。从2015年开始,中国上市公司第一大股东持股比例平均水平低于具有一票否决权的1/3,股权结构出现从原来“一股独大”向“股权分散”加速转变的趋势。分散股权时代的来临使得大股东推出防御型员工持股计划来防范所谓的“野蛮人”入侵并进一步巩固控股股东地位更加具有现实紧迫性,这为本文揭示员工持股计划背后隐藏的大股东防御动机提供了难得的研究场景。

党的十九大报告明确要求,继续深化国有企业改革,发展混合所有制经济,培育具有全球竞争力的世界一流企业。员工持股计划作为新一轮国有企业混合所有制改革的重要环节,如何科学设计使其助力改革、避免大股东复杂动机导致的激励扭曲是本文的理论和现实出发点。本文研究发现:当大股东持股比例低、面临被收购风险时,上市公司更倾向于推出伴有高杠杆或大股东担保^②的防御型员工持股计划,激励背后隐藏大股东加强防御、巩固控制权的复杂动机;伴有高杠杆或大股东担保的防御型员工持股计划与大股东传统控制权实现形式相辅相成,充当了大股东获取控制权的手段;进入分散股权时代后,大股东愈强的防御动机使员工持股计划防御色彩更加浓郁;防御型员工持股计划为大股东加强对公司的控制创造了条件,伴随控制权的稳定和巩固,大股东掏空上市公司的行为更加频繁而绩效并未因员工持股计划的实施得到改善。本文的研究有助于在理论和实践层面认识员工持股计划推出动机的复杂性并为科学设计员工持股计划带来启发。

具体而言,本文的边际贡献在于:不同于以往对员工持股计划实施动机的研究,本文从中国资本市场独特制度背景出发,揭示了员工持股计划激励目的背后隐藏的大股东加强防御、巩固控制权的复杂动机。目前国内外围绕员工持股计划传统激励动机已然积累了大量文献(Jensen and Meckling,1976;剧锦文,2000;刘冰,2002;张小宁,2002;王砾等,2017;沈红波等,2018;孟庆斌等,2019);同时,部分研究发现上市公司会出于节税、融资(Ittner et al.,2003)、经理人抵制收购(Dann

① 在英美等国的公司治理实践中,股东持股比例达到5%(甚至仅需持股1%)即被称为“大股东”(Block-holder);而在中国资本市场制度背景下,大股东持股比例不足5%的情形较为罕见。

② 大股东担保:承诺为金融机构的贷款提供连带还款责任和收益保底;承诺为入股员工的出资提供保底收益;承诺股价下跌时为员工持股计划提供补仓义务。

and DeAngelo, 1988; Conte et al., 1996; Cocco and Volpin, 2013; Kim and Ouimet, 2014) 等目的推出员工持股计划。关于中国上市公司员工持股计划的研究并不丰富, 实施动机方面的研究更是较为缺乏(陈运佳等, 2020)。孙即等(2017)从信号传递和缓解融资约束视角讨论了上市公司选择员工持股计划的原因; 陈运佳等(2020)则结合中国资本市场大股东机会主义倾向, 提出了员工持股计划的市值管理动机。区别于已有文献, 本文发现随着股权结构出现分散化趋势, 在“内忧外患”情形下大股东积极推动员工持股计划的实施并通过隐秘方式深度参与以巩固其控股股东地位; 复杂动机推动下实施的员工持股计划造成了激励扭曲。因此, 本文基于中国上市公司证据揭示了员工持股计划激励动机(剧锦文, 2000; 刘冰, 2002; 张小宁, 2002; Kim and Ouimet, 2014; 沈红波等, 2018; 孟庆斌等, 2019)、融资动机(孙即等, 2017)、避税动机(Ittner et al., 2003)、经理人自利动机(Rauh, 2006; Aubert et al., 2014)、市值管理动机(陈运佳等, 2020)等之外的大股东防御动机, 构成对已有员工持股计划文献的重要补充。

立足中国资本市场制度背景, 本文较早尝试从方案出发揭示防御型员工持股计划的典型特征。现有围绕中国员工持股计划的文献大都重点关注方案设计中的“股票来源”“资金来源”及“高管持股比例”等。本文却注意到不少员工持股计划伴有高杠杆或大股东担保等表征大股东深度参与、降低认购员工持有成本的设计特征。研究发现, 存在上述典型特征时初衷意在激励的员工持股计划蜕化为防御型员工持股计划的意味更加强烈, 也将导致更为严重的激励扭曲。特别地, 2019年11月深圳证券交易所(以下简称深交所)发布的《上市公司信息披露指引第4号——员工持股计划》指出, “近年来监管实践中发现, 员工持股计划存在加杠杆但风险揭示不足; 大股东通过提供股票或资金、收益兜底、受让到期股票等方式深度参与, 但一致行动关系不明……”。本文在一定意义上为上述监管政策的出台提供了直接的证据支撑, 并为规范员工持股计划的实施带来积极的政策启发。

本文考察了防御型员工持股计划与大股东传统控制权实现形式间的相互关系, 构成对公司控制权实现形式文献的重要扩展。以往文献更多从金字塔股权结构、两权分离、交叉持股(Claessens et al., 2000; 李增泉等, 2005; Jiang et al., 2010; 郑志刚等, 2014)及委派董事(陈德球等, 2013; 姜付秀等, 2017)等视角讨论大股东如何获取超出其责任承担能力的控制权。本文发现大股东传统控制权的强弱直接影响防御型员工持股计划的推出, 防御型员工持股计划充当大股东控制权较弱时的战略“补救手段”; 以防御和加强公司控制为目的的员工持股计划增加了大股东掏空上市公司资源的可能, 扭曲和稀释了员工持股计划预期激励功能。因此, 本文一方面构成对公司控制权实现形式文献的重要补充, 另一方面从揭示员工持股计划复杂实施动机的视角解释了员工持股计划有时并不能实现预期激励作用的可能原因。

本文后续结构安排如下: 第二部分在文献回顾的基础上提出本文的研究假说; 第三部分介绍模型设定、变量定义与数据结构; 第四部分报告实证检验结果; 第五部分进一步探讨防御型员工持股计划实施后的经济后果, 识别其可能导致的激励扭曲; 最后简单总结全文, 提出政策启示。

二、文献回顾与研究假说

1. 文献回顾

从标志着现代公司治理研究起点的 Jensen and Meckling(1976)开始, 员工持股计划一直被主流公司治理文献认为是协调员工与股东利益、激励员工的重要手段(Conte et al., 1996; 剧锦文, 2000; 刘冰, 2002; 张小宁, 2002; Kim and Ouimet, 2014; 章卫东等, 2016; 王砾等, 2017; 沈红波等, 2018; 孟庆斌等, 2019)。员工持股计划不仅被广泛应用于各国上市公司与非上市公司中, 而且在新

一轮国有企业混合所有制改革中被大量采用,成为改革的重要“拼图”。

然而,员工持股计划的激励有效性一直存在质疑(王晋斌,2005;Meng et al.,2011;陈大鹏等,2019;沈昊和杨梅英,2019;陈运佳等,2020)。Holmstrom(1982)很早便指出当太多员工受到股权激励时,不同员工间会出现严重的搭便车问题,由此降低员工付出更大努力的愿望,使激励变得无效;Conte et al.(1996)实证研究发现,员工持股计划一方面使股东获得更高收益,另一方面也提高了公司风险水平;陈运佳等(2020)则指出,大股东为最大化其自身利益会将员工持股计划作为市值管理工具,员工持股计划长期激励性较弱。此外,对员工持股计划的大量指责主要来自高能激励方案下自利的高管在行权时对股价的操纵和盈余管理,进而损害外部分散股东的利益(Bertrand and Mullainathan,2003;苏冬蔚和林大庞,2010;陈大鹏等,2019)。

部分研究也观察到,在英美等国高度分散、无控股大股东的股权结构下,员工持股计划会被经理人用来防御收购、避免其自身被迫更迭;从外部看,员工持股计划阻止了可能致使经理人更迭的外部接管的发生(Dann and DeAngelo,1988;Chaplinsky and Niehaus,1994;Conte et al.,1996;Cocco and Volpin,2013;Aubert et al.,2014;Kim and Ouimet,2014);从内部看,员工持股计划使得入股员工相比以往身份单纯的员工而言倾向于对经理人言行过度友好,甚至言听计从(Chaplinsky and Niehaus,1994)。为避免外部接管威胁撼动其经理人地位,经理人不仅会诱导员工持有本公司股票,甚至直接推动员工持股计划的实施(Rauh,2006)。值得说明的是,上述文献立足于英美等国高度分散化的股权结构和不存在大股东的资本市场制度背景,剖析的防御主体是具有内部人控制倾向、担心被迫更迭的经理人(Aubert et al.,2014)。高度分散的股权结构和无大股东的现实背景使得这些经理人具备操纵防御型员工持股计划的能力。

同样是防御功能,中国资本市场独特的制度背景赋予员工持股计划新的特质:与英美等国家高度分散的股权结构不同,中国资本市场长期奉行“一股独大”,大股东在中国公司治理实践中扮演重要角色。2015年中国资本市场在缺乏足够政策和经验准备下仓促进入分散股权时代,同期发生的“万科股权之争”“血洗南坡A董事会”等事件正是资本市场制度背景变迁下的典型事件。出于阻止“野蛮人”入侵和巩固控股股东地位的目的,有限的政策工具中,形式上是激励员工但客观具有防御功能的员工持股计划由于能够规避监管当局严格的审查和资本市场可能的负面反应应运而生。

中国资本市场兴起的员工持股计划热潮及由大股东主导的、以隐秘方式深度参与的防御型员工持股计划的出现为本文深入挖掘员工持股计划可能包含的复杂动机提供了研究契机。

2. 研究假说

从公司内部特征看,当大股东持股比例较低时,上市公司更容易遭受外部收购威胁,大股东也更有控制权需求。股东作为公司治理的权威,集体享有所有者权益(Grossman and Hart,1986;Hart and Moore,1990)。在“一股一票”下,股东在股东大会上以投票表决方式对资产重组、董事会组织以及战略调整等重要事项进行最后裁决,大股东对重大事项表决的影响力受其持股比例的影响。大股东持股比例越高则其在股东大会表决的影响力越大,越容易使其有利的议案获得通过;当持股比例达到1/3时,大股东在股东大会投票中享有一票否决权,不仅更容易使其自身有利的议案获得通过,而且可以“一票否决”对其自身不利的议案。因此,持股比例达到1/3在公司治理实践中标志着获得了相对控股权。当大股东的持股比例较高,特别是拥有相对控股权甚至绝对控股权时,其显然没有必要通过防御型员工持股计划这种隐蔽的控制权实现方式来加强对公司的控制。毕竟员工持股计划的推行不仅会涉及入股员工行权过程中通常面临的诸如操纵股价、盈余管理和市值管理等激励扭曲问题(Bertrand and Mullainathan,2003;苏冬蔚和林大庞,2010;陈大鹏等,2019;陈运佳

等,2020),而且由于入股员工“既是员工也是股东”的身份交叉,往往容易带来新的利益冲突和代理成本(Bova and Yang,2017)。因此,只有在大股东持股比例较低时,大股东才会有激励通过隐蔽的控制权加强手段实现对公司的控制,发挥在重要议案表决时的影响力。

从公司外部特征看,在一个鲜有收购威胁和“野蛮人”入侵的“和平”资本市场,即使大股东持股比例较低,也无必要推出防御型员工持股计划来加强对公司的控制。2015年中国资本市场开始进入分散股权时代,“野蛮人”出没成为常态,上市公司所面临的被收购风险增加,防御需求也随之增强。因此,大股东较低的持股比例等公司内部特征及面临被收购风险等公司外部特征,“内忧外患”两方面共同构成大股东推动员工持股计划实施的重要影响因素。

然而,上市公司推出员工持股计划的动机是多样的,也许同时包含了激励动机和非激励动机(陈运佳等,2020),此时剖析员工持股计划的具体方案设计就显得尤为重要。以往来自中国上市公司的证据表明,“股票来源”“资金来源”以及“高管持股比例”的不同会对企业绩效以及股东财富效应产生不同影响,是员工持股计划设计中需重点关注的内容(章卫东等,2016;王砾等,2017;沈红波等,2018)。然而本文注意到,在员工持股计划实践中越来越多的上市公司为员工持股计划加高杠杆,与高杠杆相伴而生的则是大股东的无偿担保行为。高杠杆虽然降低了员工入股成本,但也使其在享受超额收益的同时不得不接受未来超额亏损的“隐形炸弹”(孙即等,2017)。潜在的爆仓风险、违约风险等显然违背了员工持股计划的激励初衷。然而,对于大股东而言,通过引入高杠杆,员工持股计划可调动的资金规模成倍增加,相应地即可购进更多上市公司股份。与推出无杠杆员工持股计划相比,大股东通过加高杠杆,变相增加了其自身通过员工持股计划掌握的“投票表决权”,进一步增强了其对外防御能力。因此,大股东持股比例越低、外部被收购风险越高,则大股东为员工持股计划引入高杠杆的动机越强烈。担保则是大股东通过背书形式,保证外部资金的顺利引入,或吸引更多员工出资入股。当大股东承诺为外部贷款提供连带还款责任和收益保底时,该担保行为实则配合了高杠杆,保证了更多外部资金支持以增强员工持股计划防御能力。当大股东承诺为入股员工的出资提供保底收益或补仓义务时,该担保行为则一定程度上暴露出大股东“诱使”员工入股、促成员工持股计划顺利推出的强烈动机。区别于高杠杆需要第三方金融机构的支持或大股东实实在在的资金投入,担保不需大股东付出任何当下成本或受制于任何当下限制,但能主导员工持股计划顺利推进。因此,面临“内忧外患”时,为了保证员工持股计划的顺利推出并达到其防御入侵、巩固控股股东地位的目的,大股东有极强的动机直接为员工持股计划提供担保,看似“廉价”的“大股东担保的员工持股计划”同样应运而生。

综上,无论是高杠杆还是大股东担保,在降低被激励员工持有成本的同时,也必然增加其道德风险,使其并不愿意在未来的经营中与公司风险与共。“廉价”的员工持股计划背后恰恰暴露了大股东防范“野蛮人”、加强公司控制的真实意图。因此,本文提出:

假说1:大股东持股比例越低且面临外部被收购风险越高,上市公司越有可能实施员工持股计划,尤其推出伴有高杠杆或大股东担保的员工持股计划。

具备高杠杆或大股东担保等典型防御特征的员工持股计划显然不是大股东加强外部防御、巩固控股股东地位的唯一方式。传统上,公司控制权的实现方式主要有三种:①最基本当然也最重要的是由持股比例所反映的股东在股东大会上的表决权。拥有相对控股的持股比例是大股东最简明了的控制权实现方式(Grossman and Hart,1986;Hart and Moore,1990)。②委派或直接担任董事长(陈德球等,2013;姜付秀等,2017)。作为只是董事会召集人的董事长,固然在董事会的表决中不比其他董事多一票,但出于管理实践和企业文化中权威的尊重,董事长在相关议案的提出和表决

中扮演举足轻重的角色(权小锋等,2010;郑志刚等,2014)。^③以金字塔控股结构、交叉持股等实现的现金流权与控制权的分离(Claessens et al.,2000;李增泉等,2005;Jiang et al.,2010;郑志刚等,2014)。显然,本文有必要了解防御型员工持股计划与上述传统控制权实现方式间存在怎样的作用关系,进而从控制权作用关系视角为大股东防御动机的存在提供更多证据。

给定大股东拥有相对控股权,则所有不利于大股东的议案都会被一票否决,这意味着并不需要大股东劳心劳力地推出“犹抱琵琶半遮面”的防御型员工持股计划。然而,不同于大股东相对控股所形成的控制权,仅仅来自董事长权威的影响力并不真实可靠,此时防御型员工持股计划就成为兼任董事长的大股东加强公司控制的一张“王牌”。此外,中国有很大比例上市公司置身于金字塔控股链条所形成的庞大“资本系族”中。理论上,处于金字塔控股结构顶端的最终所有者可以利用金字塔控股链条,形成现金流权和控制权的分离,使其所承担的责任和所享有的权利不对称。因此,他们有很强的动机利用实际控制权形成资源转移链条并隧道挖掘上市公司资源。与上述隧道挖掘动机相呼应,大股东势必希望投入有限的现金流权实现更多的实际控制权,以加强对上市公司的实际控制。此时,看似不违反相关规定的防御型员工持股计划在金字塔控股结构的制度环境下应运而生,成为大股东实现和加强公司控制的重要途径。因此,本文提出:

假说2:当大股东未掌握相对控制权、担任董事长或在金字塔股权结构下的两权分离度较高时,其更可能主导推出伴有高杠杆或大股东担保特征的防御型员工持股计划。

三、研究设计

1. 模型设定与变量定义

为揭示员工持股计划激励目的背后可能具有的大股东防御动机,本文建立模型(1)来检验上市公司推出员工持股计划的内外部影响因素:

$$ESOP_{i,t}/ESOP_Highleverage_{i,t}/ESOP_Guarantee_{i,t}=\alpha+\beta_1 Shareholding_{i,t-1}+\beta_2 Takeover_risk_{i,t-1}+\sum Controls+\sum Year+\sum Industry+\varepsilon_{i,t} \quad (1)$$

模型(1)的被解释变量分别为上市公司是否实施员工持股计划(*ESOP*)、是否实施“高杠杆员工持股计划”(*ESOP_Highleverage*)以及是否实施“大股东担保的员工持股计划”(*ESOP_Guarantee*)。当年实施或者存在该类型的员工持股计划取值为1,否则为0。考虑到2018年出台的《关于规范金融机构资产管理业务的指导意见》中允许员工持股计划引入一倍杠杆,本文将大股东及第三方金融机构借款总和高于一倍的员工持股计划定义为“高杠杆员工持股计划”,这一定义方式与沈红波等(2018)一致;目前并无相关文献识别员工持股计划实施方案中的大股东担保行为。借鉴深交所发布的《上市公司信息披露指引第4号——员工持股计划》,本文将实施方案中存在大股东承诺为金融机构的贷款提供连带还款责任和收益保底、为入股员工的出资提供保底收益或补仓义务等行为的员工持股计划认定为“大股东担保的员工持股计划”。

模型(1)解释变量为作为实际控制人大股东持股比例(*Shareholding*) (“内忧”)和上市公司是否面临被收购风险(*Takeover_risk*) (“外患”)。本文以被举牌次数来定义被收购风险:如果上市公司超过5%举牌红线的被举牌次数高于同年度、同行业上市公司该次数的平均水平,则表明该上市公司面临的潜在被收购风险较大,此时*Takeover_risk*记为1,否则为0。

接下来,本文建立模型(2)来考察防御型员工持股计划与大股东其他控制权实现形式之间的关

^① 根据《中华人民共和国证券法》,投资人在二级市场收购的流通股股份超过该股票总股本的5%或5%整数倍时,须发布公告并履行有关法律义务。因此,收购的流通股份超过总股本5%被称为“举牌红线”。

系,进而从控制权作用关系视角揭示员工持股计划推出背后的大股东复杂动机。

$$ESOP_Highleverage_{i,t}/ESOP_Guarantee_{i,t}=\alpha+\beta_1 Relative_control_{i,t-1}+\beta_2 Chairman_{i,t-1}+\beta_3 Seperation_{i,t-1}+\sum Controls+\sum Year+\sum Industry+\varepsilon_{i,t} \quad (2)$$

模型(2)被解释变量与模型(1)相同,主要解释变量为大股东通常采用的三类传统控制权实现方式。本文使用实际控制人持股比例是否大于 1/3 为基准来刻画大股东是否实现相对控股(*Relative_control*);借鉴姜付秀等(2017)对家族企业的讨论,使用作为实际控制人大股东是否担任董事长(*Chairman*)刻画在公司治理实践中同样普遍的加强控制权形式;借鉴已有文献(Claessens et al.,2000;李增泉等,2005;Jiang et al.,2010),采用两权分离度(*Seperation*)来刻画金字塔控股结构下实际控制人现金流权与控制权的分离。

借鉴以往文献对控制变量的选择(章卫东等,2016;王砾等,2017;沈红波等,2018;陈大鹏等,2019;孟庆斌等,2019),本文在模型(1)和模型(2)中加入衡量公司治理状况的变量:基金持股比例(*Fund*)、是否两职合一(*Duality*)、董事会独立性(*Independence*);衡量公司基本特征的变量:公司规模(*Size*)、公司年龄(*Age*)、公司成长能力(*Growth*)和财务杠杆率(*Leverage*)。鉴于员工持股计划推出背后可能具有的激励动机、融资动机和市值管理动机,参考现有文献(孙即等,2017;陈运佳等,2020),本文在模型中进一步控制上市公司融资约束程度(*KZ*)、员工受教育水平(*Education*)和市盈率(*PE*)。^①本文对模型所有解释变量和控制变量做滞后一期处理来缓解内生性问题;均对年份和行业加以控制,行业效应按照中国证券监督管理委员会(以下简称证监会)行业分类标准中制造业二级行业代码和其他行业一级行业代码进行区分。

2. 数据来源与描述性统计

本文以上市公司作为研究样本,数据时间范围自 2014 年证监会《关于上市公司实施员工持股计划试点的指导意见》发布起至 2019 年。研究涉及的员工持股计划数据来自 Wind 数据库,方案细节数据均由作者手工整理所得。2014—2019 年共有 802 家上市公司发布了 928 次员工持股计划公告。参考以往文献(王砾等,2017;沈红波等,2018;孟庆斌等,2019;陈运佳等,2020),本文对原始员工持股计划公告数据做如下处理:同一家上市公司多次公告实施员工持股计划,仅保留第一次公告信息;剔除董事会预案和股东大会未通过样本;剔除停止实施样本;剔除各年度被 ST 公司;剔除金融类上市公司;剔除主要解释变量缺失的样本。最终得到 512 家上市公司在样本期间的 512 次公告信息。^②

研究采用的股权结构数据、治理特征数据以及公司财务数据均来自 CSMAR 数据库。剔除各年度被 ST 公司、金融类上市公司及主要解释变量缺失的样本,共得到 11009 个公司一年观测值。为避免极端值对回归结果造成偏差,本文对所有连续变量在 1%和 99%的水平上缩尾。各变量的统计描述特征与以往文献保持一致。^③

表 1 报告样本期间员工持股计划重要方案细节的描述性统计结果。从揭示员工持股计划可能隐藏的大股东防御动机出发,本文特别关注方案中普遍存在但以往文献鲜有涉及的大股东隐秘且深度参与的条款——是否引入高杠杆以及大股东是否提供担保。^④

① 变量定义与计算见《中国工业经济》网站(<http://ciejournal.ajcass.org>)附件。

② 筛选过程中剔除的样本量见《中国工业经济》网站(<http://ciejournal.ajcass.org>)附件。

③ 变量描述性统计的结果见《中国工业经济》网站(<http://ciejournal.ajcass.org>)附件。

④ 通过剖析上市公司发布的员工持股计划公告,本文识别出资金来源、股票来源、管理模式、高杠杆、大股东担保等重要方案。分类标准和经济含义见《中国工业经济》网站(<http://ciejournal.ajcass.org>)附件。

从 Panel A 可以看到,有 29.69%的公司完全以非自筹方式推出员工持股计划,即资金来自第三方借款;64.26%的公司其员工持股计划涉及股票来自非公开竞价途径,员工持股计划交易行为的市场化程度较低;80.66%的上市公司委托资产管理机构来管理其员工持股计划,仅 19.34%的上市公司自行管理。从 Panel B 可以看到,①观测期内共有 126 家上市公司推出的员工持股计划存在大股东借款行为;2015 年大股东提供借款的公司数量最多,占当年推出员工持股计划公司总数的 34.98%。②平均看,样本期间大股东借款倍数约为 4 倍,远高于第三方金融机构融资水平(不足 2 倍);2015 年大股东借款倍数高达 5 倍以上,而同年金融机构借款仅约为 2 倍;2015 年及之后大股东借款贡献了总杠杆的大部分比例,在外部融资水平基本不变的情况下导致员工持股计划总体融资杠杆倍数的上升。③样本期间共有 216 家公司推出的员工持股计划存在大股东担保行为,占比达 42.19%,2017 年这一比例更是高达 59.77%。统计结果表明大股东的借款与担保行为是中国资本市场员工持股计划实践中普遍存在的现象,更是研究员工持股计划不可忽视的细节。

表 1 员工持股计划重点方案细节描述性统计

Panel A: 资金来源、股票来源与管理模式								
	资金来源非自筹		股票来源非公开		自行管理		委托管理	
	公司数	占比	公司数	占比	公司数	占比	公司数	占比
	(家)	(%)	(家)	(%)	(家)	(%)	(家)	(%)
2014	15	35.71	20	47.62	7	16.67	35	83.33
2015	76	34.08	128	57.40	48	21.52	175	78.48
2016	15	17.44	57	66.28	10	11.63	76	88.37
2017	23	26.44	68	78.16	9	10.34	78	89.66
2018	18	37.50	44	91.67	4	8.33	44	91.67
2019	5	19.23	12	46.15	21	80.77	5	19.23
总计	152	29.69	329	64.26	99	19.34	413	80.66

Panel B: 借款与担保								
	金融机构借款			大股东借款			大股东担保	
	公司数	占比	杠杆	公司数	占比	杠杆	公司数	占比
	(家)	(%)	(倍)	(家)	(%)	(倍)	(家)	(%)
2014	14	33.33	3.1417	10	23.81	1.9534	13	30.95
2015	108	48.43	2.0000	78	34.98	5.2112	103	46.19
2016	44	51.16	1.7215	13	15.12	2.0816	41	47.67
2017	61	70.11	1.4403	20	22.99	1.8502	52	59.77
2018	8	16.67	1.9613	4	8.33	1.9811	6	12.50
2019	5	19.23	1.0000	1	3.85	2.0000	1	3.85
总计	240	46.88	1.8549	126	24.61	3.9715	216	42.19

在开展回归前,本文对 512 家公司核心观测指标在员工持股计划实施前后年份的变化趋势做描述统计。图 1 描述上市公司超 3%股权比例被举牌次数(举牌 $\geq 3\%$)和超 5%股权比例被举牌次数(举牌 $\geq 5\%$)的变化趋势;图 2 描述绩效水平的变化趋势。横坐标 0 表示实施员工持股计划当年,负值表示实施之前年份,正值代表实施之后年份。从图 1 可以看到,超 3%股权比例被举牌次数的变动与超 5%股权比例被举牌次数的变动呈现一致趋势;在实施员工持股计划前被举牌次数呈不断增长趋势,表明公司面临的被收购风险逐渐增大;而实施员工持股计划当年及之后,被举牌次数明显减

少,员工持股计划表现出明显的防御功能,这正是本文开展研究的重要基础。从图 2 可以看到,在实施员工持股计划后,无论是资产收益率(*ROA*)还是经资产规模调整后的息税前利润(*EBIT_TA*)均未出现明显改善的趋势,这与实施员工持股计划将带来绩效改善的预期存在一定反差。客观防御效果的存在以及激励无效甚至激励扭曲的客观事实暗示了员工持股计划激励目的背后存在大股东加强防御、巩固控制权的复杂动机。

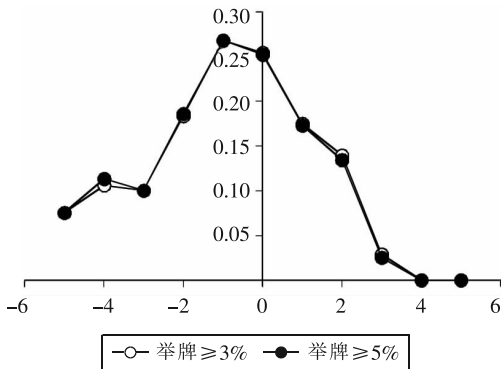


图 1 实施前后被举牌次数变动趋势

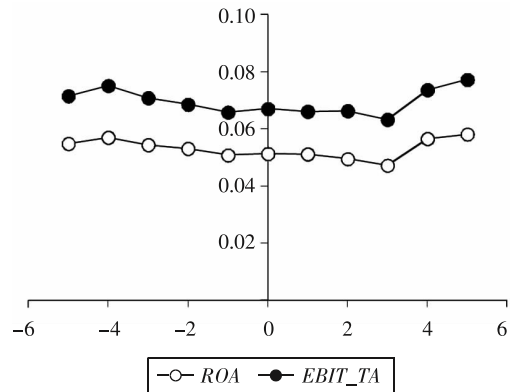


图 2 实施前后绩效水平变动趋势

四、防御动机的识别

本文从“内忧外患”的影响因素以及“控制权作用关系”两个视角识别被激励表象所掩盖的大股东加强防御、巩固控制权的复杂动机,依次回答“何种情形下推出员工持股计划?”“推出何种特征的员工持股计划?”以及“员工持股计划是否充当了大股东获取控制权的工具?”。

1. 揭示大股东防御动机：“内忧外患”

表 2 报告员工持股计划内外部影响因素的检验结果。其中,第(1)列检验上市公司为何推出员工持股计划,即实施员工持股计划的内外部影响因素;第(2)列进一步考察上市公司推出“高杠杆员工持股计划”的影响因素;第(3)列则是检验“大股东担保的员工持股计划”实施动机,均以大股东持股比例(*Shareholding*)和被收购风险(*Takeover_risk*)为核心解释变量。因被解释变量为取值 0 和 1 的哑变量,故采用 Logit 回归模型,并在公司层面做聚类稳健回归。

从表 2 可以看到,大股东持股比例(*Shareholding*)的回归系数在所有回归结果中均在 1% 的显著性水平上显著小于零。这意味着大股东持股比例越低则其越有动机推动员工持股计划的实施,并在员工持股计划中引入高杠杆以及为员工持股计划提供担保。进一步观察回归结果本文发现,以 *ESOP_Highleverage* 和 *ESOP_Guarantee* 为被解释变量,*Shareholding* 回归系数的绝对值明显大于以 *ESOP* 为被解释变量时的相关结果。由此可知,当大股东持股比例较低,即存在严重“内忧”时,大股东有强烈动机主导推出伴有高杠杆或担保特征的防御型员工持股计划。

表征上市公司是否面临被收购风险(*Takeover_risk*)的回归系数在所有回归结果中均显著大于零,这一结果表明在面临外部被收购风险时,上市公司同样有强烈的动机实施员工持股计划。同时,在以 *ESOP_Guarantee* 为被解释变量时,*Takeover_risk* 的回归系数值最大、显著性水平也最高,即外部被收购风险对推出“大股东担保的员工持股计划”影响最为强烈。

表 2 内外部影响因素检验

	(1)	(2)	(3)
	<i>ESOP</i>	<i>ESOP_Highleverage</i>	<i>ESOP_Guarantee</i>
<i>Shareholding</i>	-1.2351*** (0.2925)	-1.6176*** (0.4566)	-1.6900*** (0.4241)
<i>Takeover_risk</i>	0.3073*** (0.0744)	0.2121* (0.1241)	0.3225*** (0.1119)
<i>Fund</i>	4.4166*** (0.6443)	0.7323 (0.8205)	3.6705*** (0.9035)
<i>Duality</i>	0.2623*** (0.0992)	0.4628*** (0.1555)	0.2529* (0.1436)
<i>Independence</i>	1.3865* (0.8421)	2.4984** (1.2233)	1.7204 (1.1902)
<i>Size</i>	0.1767*** (0.0506)	0.2530*** (0.0720)	0.0517 (0.0684)
<i>Age</i>	-0.1267** (0.0560)	-0.0653 (0.0781)	-0.1539** (0.0763)
<i>Growth</i>	-0.0387 (0.0277)	0.0214 (0.0371)	-0.0375 (0.0398)
<i>Leverage</i>	-0.2146 (0.3063)	-0.7321 (0.4597)	0.4617 (0.4396)
<i>KZ</i>	-0.0231 (0.0215)	0.0490 (0.0399)	0.0191 (0.0358)
<i>Education</i>	-0.3287 (0.2633)	-0.1464 (0.4133)	-0.6762* (0.3771)
<i>PE</i>	0.0202 (0.0220)	0.0926** (0.0406)	0.0248 (0.0313)
常数项	-7.5144*** (1.1008)	-9.7952*** (1.7369)	-6.3427*** (1.5478)
<i>Year</i>	控制	控制	控制
<i>Industry</i>	控制	控制	控制
Observations	10996	10143	10316
Pseudo R ²	0.0916	0.0933	0.0993

注:括号内为经稳健性调整、公司层面聚类处理后得到的标准误差;*、**和***分别表示在10%、5%和1%的显著性水平上显著;Logit模型报告其Pseudo R²。样本量些许减少是因逻辑回归过程中行业的完美预测;省略了年度效应和行业效应回归结果。以下各表同。

然而,本文也注意到在以*ESOP_Highleverage*为被解释变量时,*Takeover_risk*的回归系数值反而较小。回归结果表明,面临“内忧”(较低持股比例)时大股东既可能为员工持股计划引入高杠杆,亦可能提供担保承诺;而面临“外患”(较高被举牌次数)时,大股东相对而言更倾向于选择直接提供担保。容易理解,如果说“内忧”只是大股东潜在的“控制权困境”,那么“外患”则是大股东不得不即刻应对的“控制权危机”。区别于担保不需付出任何当下成本或受制于任何当下限制,引入高杠杆需要第三方金融机构的支持或大股东对员工持股计划提供实实在在的资金投入。因此,面临紧迫的“外患”时,无论是立刻寻找金融机构的帮助还是大股东自行提供资金支撑,引入高杠杆来支持防御型员工持股计划的推行均非易事。而此时对员工的入股出资提供担保则是大股东能够轻松开展的缓解“控制权危机”的方案。为了保证员工持股计划能够顺利推出并达到其防御入侵、巩固控股股

东地位的目的,大股东有极强的动机直接为员工持股计划提供担保。

综上,表2回归结果表明,较低的大股东持股比例与面临被收购风险即“野蛮人”入侵两方面共同构成上市公司实施员工持股计划,尤其是推出伴有高杠杆或大股东担保特征的防御型员工持股计划的重要因素。“内忧外患”凸显员工持股计划激励目的背后隐藏的大股东防御动机。

现有文献表明基金持股比例、账面市值比以及公司年龄是影响员工持股计划推出的主要因素(Conte et al., 1996; 刘冰, 2002; 孙即等, 2017)。从表2主要控制变量的回归结果看,机构投资者持股比例高、董事长与总经理两职兼任且规模较大、较为年轻的上市公司更有可能实施员工持股计划。上述结果与现有文献所得结论基本一致。

2. 揭示大股东防御动机:控制权作用

在考察了影响因素基础上,本文进一步考察具备高杠杆或大股东担保特征的员工持股计划作为潜在控制权实现方式与大股东传统控制权实现方式间的作用关系,结果见表3。其中,第(1)—(3)列以“高杠杆员工持股计划”(ESOP_Highleverage)为被解释变量,第(4)—(6)列以“大股东担保的员工持股计划”(ESOP_Guarantee)为被解释变量;均以大股东相对控股(Relative_control)、出任董事长(Chairman)及两权分离程度(Seperation)为解释变量。

从表3可以看到,①当以ESOP_Highleverage为被解释变量时,表征大股东是否具备相对控股权的Relative_control在5%的显著性水平上显著小于零;而当以ESOP_Guarantee为被解释变量时,Relative_control更是在1%的显著性水平上显著为负。上述结果意味着当大股东未实现相对控股时,其更有动机主导伴有高杠杆或担保特征的防御型员工持股计划的实施,以作为其稳定控制权的战略补救手段。②表征大股东是否担任董事长的Chairman回归系数在所有结果中均在1%的显著性水平上显著大于零,表明大股东担任董事长时,其推出“高杠杆员工持股计划”和“大股东担保的员工持股计划”的动机均较为强烈。容易理解,不同于大股东相对控股所形成的控制权,仅仅来自董事长权威的影响力并不真实可靠,大股东自然有较强动机主导防御型员工持股计划的实施。③衡量作为实际控制人大股东两权分离程度(Seperation)的回归系数分别在10%和5%的显著性水平上显著大于零。与前述理论分析一致,当在金字塔控股结构下实现的两权分离度较高时,为进一步满足其“掏空”动机,大股东有动机以有限的现金流去实现更多的控制权。此时,看似不违反相关规定的防御型员工持股计划在金字塔控股结构的制度环境下应运而生,成为大股东获得“超级控制权”、加强公司控制的重要途径。

综上,防御型员工持股计划作为一种潜在的公司控制权实现方式,其推出受大股东传统控制权强弱的影响;在大股东未实现相对控股、担任董事长以及两权分离程度较高时,其主导推出防御型员工持股计划的动机更为强烈。防御型员工持股计划与传统控制权获取方式相辅相成,成为大股东控制上市公司的隐蔽方式。表3的回归结果再次凸显出激励目的背后大股东的防御动机。

3. 分散股权结构趋势下大股东愈强的防御动机

正如前面提及的,鲜有收购威胁和“野蛮人”入侵的“和平”资本市场显然不会诱发防御型员工持股计划的出现。2015年中国上市公司第一大股东持股比例平均水平首次跌破标志着相对控股的33.33%且仍逐年下降,资本市场开始出现分散股权趋势。如果员工持股计划推出的影响因素因外部资本市场制度环境的变化而在2015年前后表现出显著差异则不仅为大股东防御动机的存在提供进一步证据支撑,而且将表明分散股权时代的来临是中国资本市场出现防御型员工持股计划的重要时代背景。表4报告2015年前后推出防御型员工持股计划的影响因素差异;表5报告2015年前后防御型员工持股计划的控制权作用关系差异。表4和表5中第(1)、(2)列以“高杠杆员工持股计

表3 控制权作用关系检验

	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
	<i>ESOP_Highleverage</i>			<i>ESOP_Guarantee</i>		
<i>Relative_cotrol</i>	-0.3894** (0.1636)			-0.4945*** (0.1473)		
<i>Chairman</i>		1.5158*** (0.2098)			1.3630*** (0.1847)	
<i>Seperation</i>			1.5795* (0.8592)			2.0223** (0.7957)
<i>Controls</i>	控制	控制	控制	控制	控制	控制
<i>Year</i>	控制	控制	控制	控制	控制	控制
<i>Industry</i>	控制	控制	控制	控制	控制	控制
Observations	10143	10143	10143	10316	10316	10316
Pseudo R ²	0.0885	0.1251	0.0866	0.0952	0.1233	0.0922

注：省略了年度效应、行业效应、控制变量和常数项的回归结果。以下各表同。完整回归结果见《中国工业经济》网站(<http://ciejournal.ajcass.org>)附件。

划”(ESOP_Highleverage)为被解释变量,分别为2015年之前和2015年及之后的回归结果;第(3)、(4)列以“大股东担保的员工持股计划”(ESOP_Guarantee)为被解释变量,同样分别报告2015年之前和2015年及之后的回归结果。

从表4可以看到,2015年之前上市公司股权结构特征和外部被收购风险均不会显著影响防御型员工持股计划的推出。这表明2015年之前上市公司面临“野蛮人”入侵的风险较小,员工持股计划推出背后大股东防御意图并不明显。与此形成鲜明对照的是,在2015年及之后年份,随着中国资本市场进入分散股权时代,大股东持股比例越低且面临外部收购风险越高,则大股东越会积极推动高杠杆或大股东担保型员工持股计划的实施,以构筑防御外部入侵的壁垒。

表5的回归结果进一步表明,2015年之前员工持股计划与大股东其他控制权实现方式之间并无显著关系,而2015年之后与其他控制权实现方式之间表现出显著的战略补充或战略加强关系。因此,表5表明在中国资本市场加速转变为分散股权结构的趋势下,面对频繁出没的“野蛮人”,大股东希望通过推动员工持股计划的实施,以激励员工之名,行加强防御之实。

考虑到2015年前后样本量分布不均(2015年及之后样本量偏多),本文仅使用2014年和2016年的样本开展更为严谨的考察,所得回归结果与表4和表5保持一致。^①

4. 稳健性检验^②

(1)更换关键变量度量方式。^①除使用“是否实施员工持股计划”(ESOP)这一哑变量外,本文另借鉴国内外相关文献(Conte et al.,1996;王晋斌,2005;Kim and Ouimet,2014;陈大鹏等,2019),使用员工持股计划激励股份占上市公司总股本的比例(ESOP_size)为关键变量对实证结果进行再检验。以连续变量表征员工持股计划的回归结果与基本结果保持一致。^②为减少核心解释变量的度量误差,本文使用第一大股东持股比例(TOP1)代替作为实际控制人的大股东持股比例(Shareholding)来度量“内忧”程度;考虑到中国资本市场举牌行为存在以短期投机为目标的财务类举牌,本文使用短期内股价是否急剧下跌即“是否经历过股价崩盘风险”与“是否经历过控制权更迭”作为上市公司外部被收购风险的代理变量开展检验。回归结果依然稳健。

① 回归结果见《中国工业经济》网站(<http://ciejournal.ajcass.org>)附件。

② 稳健性检验部分的回归结果见《中国工业经济》网站(<http://ciejournal.ajcass.org>)附件。

表 4 2015 年前后影响因素差异

	(1)	(2)	(3)	(4)
	2015 年之前	2015 年及之后	2015 年之前	2015 年及之后
	<i>ESOP_Highleverage</i>		<i>ESOP_Guarantee</i>	
<i>Shareholding</i>	-1.2538 (1.9163)	-1.6060*** (0.4785)	-1.4585 (1.7775)	-1.6966*** (0.4278)
<i>Takeover_risk</i>	0.7561 (0.7196)	0.1552 (0.1229)	1.0739 (0.7433)	0.3291*** (0.1138)
<i>Controls</i>	控制	控制	控制	控制
<i>Year</i>	控制	控制	控制	控制
<i>Industry</i>	控制	控制	控制	控制
Observations	789	8609	615	8742
Pseudo R ²	0.1585	0.0676	0.1916	0.0727

表 5 2015 年前后控制权作用关系差异

	(1)	(2)	(3)	(4)
	2015 年之前	2015 年及之后	2015 年之前	2015 年及之后
	<i>ESOP_Highleverage</i>		<i>ESOP_Guarantee</i>	
<i>Relative_control</i>	-0.3853 (0.7340)	-0.2087** (0.1012)	-0.4212 (0.6774)	-0.3179** (0.1491)
<i>Chairman</i>	1.5272* (0.9166)	1.4778*** (0.1207)	1.1533 (0.9294)	1.3137*** (0.1864)
<i>Seperation</i>	-2.0523 (2.8976)	1.1185* (0.5805)	1.2050 (3.0294)	1.4597* (0.8259)
<i>Controls</i>	控制	控制	控制	控制
<i>Year</i>	控制	控制	控制	控制
<i>Industry</i>	控制	控制	控制	控制
Observations	789	8609	615	8742
Pseudo R ²	0.1782	0.1043	0.1919	0.1028

(2)内生性问题。①借鉴宋敏等(2004)选取年末股东人数作为大股东持股比例的工具变量。相关性方面,股东人数越多则一定程度上反映股权结构越分散、大股东控制权越弱(宋敏等,2004);外生性方面,年末股东人数并不会直接影响上市公司的经营决策,因此不会必然影响公司是否推出员工持股计划。使用上述工具变量开展的两阶段最小二乘法(2SLS)回归结果再次表明,大股东持股比例越低则越有动机实施员工持股计划,尤其推出伴有高杠杆或大股东担保特征的员工持股计划。②借鉴 Kim et al.(2014)的处理方式,以同区域同年度本公司之外其他公司被收购风险的平均水平作为外部被收购风险的工具变量开展 2SLS 检验,回归结果表明对外部影响因素的考察结果不因互为因果或遗漏变量等内生性问题的存在而发生改变。

(3)排除替代性解释。修订公司章程中反收购条款是上市公司抵御外部收购威胁的重要举措(陈玉罡和石芳,2014)。面临被收购风险时,是否修订反收购条款势必影响大股东主导防御型员工持股计划的动机。因此,在识别员工持股计划背后可能存在的大股东防御动机时,有必要进一步排除修订反收购条款的噪音影响。借鉴现有并购领域相关文献的研究,本文引入“是否修订反收购条款”这一哑变量,并将其加入模型(1)开展稳健性检验,回归结果保持稳健。

此外,本文还开展了如下工作:借鉴孟庆斌等(2019)以 2011 年为样本区间起点开展敏感性测

试;分年度考察推出员工持股计划的影响因素;使用更多变量度量方式作替代性检验。所开展的相关检验结果均支持本文上述结论。

五、进一步研究

前述分析表明,员工持股计划理论上成为大股东“没有签订一致行动协议的一致行动人”。扩大的持股比例无疑有助于使对大股东有利的决议在股东大会获得通过,进而巩固大股东对公司的控制。为了识别员工持股计划上述防御功能及可能存在的激励扭曲,本文进一步采用如(3)式所示的模型设定来考察员工持股计划实施后的直接防御作用和长期经济后果。

$$\Delta Bid_purchase5\%_{i,t}/Succession_{i,t}/Tunnelling_{i,t}/EBIT_TA_{i,t}=\alpha+\beta_1 ESOP_{i,t-1}+\beta_2 ESOP_Highleverage_{i,t-1}+\beta_3 ESOP_Guarantee_{i,t-1}+\sum Controls+\sum Year+\sum Industry+\varepsilon_{i,t} \quad (3)$$

模型(3)通过考察上市公司被举牌次数的变动($\Delta Bid_purchase5\%_{i,t}$)和董事长是否发生变更(*Succession*)来检验员工持股计划的防御作用;使用经行业中位数调整后的关联交易总金额(*Tunnelling*)来考察大股东隧道挖掘行为;使用经资产规模调整后的息税前利润(*EBIT_TA*)来考察绩效表现。核心解释变量为是否实施“高杠杆员工持股计划”(*ESOP_Highleverage*)以及是否实施“大股东担保的员工持股计划”(*ESOP_Guarantee*),其回归系数表征了高杠杆和担保这两类大股东深度参与但一致行动关系不明的行为所导致的边际效应。除了模型(1)和模型(2)中的控制变量外,模型(3)进一步控制了以往文献(李增泉等,2005;郑志刚等,2014)表明显著影响关联交易等经济后果的大股东持股比例(*Shareholding*)和两权分离度(*Seperation*)。依据模型(3)开展的相关检验见表6和表7。

表6考察员工持股计划直接防御作用,表7报告员工持股计划长期经济后果。第(1)、(3)列的核心解释变量为是否实施“高杠杆员工持股计划”(*ESOP_Highleverage*),第(2)、(4)列则是考察“大股东担保的员工持股计划”(*ESOP_Guarantee*)带来的经济后果。

由表6可以看到,在考察 $\Delta Bid_purchase5\%$ 的回归结果中,*ESOP_Highleverage*与*ESOP_Guarantee*的回归系数均在5%的显著性水平上显著小于零,表明高杠杆或大股东担保都将进一步降低上市公司被举牌次数的增加,员工持股计划表现出显著且更为强烈的防御效果。考察*Succession*的回归结果中,*ESOP_Highleverage*与*ESOP_Guarantee*的回归系数同样小于零,且*ESOP_Guarantee*的回归系数在5%的显著性水平上具有显著性,表明大股东担保行为为进一步降低董事长发生变更的可能,巩固了其权威地位。而表7的回归结果表明,无论是高杠杆还是大股东担保都将造成更为严重的激励扭曲,进一步增加大股东隧道挖掘行为且均于绩效无利。同时,*ESOP*的回归系数同样仅在考察隧道挖掘(*Tunnelling*)时具有显著性,表明员工持股计划存在激励扭曲,显著增加了大股东隧道挖掘行为且并未改善绩效。这一结论支持陈运佳等(2020)指出的中国资本市场员工持股计划缺乏长期激励机制的现状。表6与表7的回归结果表明,引入高杠杆或大股东担保的员工持股计划其防御入侵、巩固控股股东地位的效应更加强烈。因此,高杠杆和大股东担保是识别中国资本市场防御型员工持股计划的典型方案特征。存在上述典型特征时,初衷为激励员工的员工持股计划蜕化为防御型员工持股计划的意味更加强烈,也将导致更严重的激励扭曲。上述讨论有助于公司治理理论和实务界形成对员工持股计划全面的认识,为突出员工持股计划激励功能、淡化甚至消除其防御功能,进而减少激励扭曲带来积极的政策建议。

考虑到员工持股计划与绩效等经济后果的真实关系受互为因果、缺失变量等内生性问题的困扰(孟庆斌等,2019;陈运佳等,2020),本文对回归结果采用更换关键变量度量方式、倾向得分匹配

表 6 经济后果—防御作用

	(1)	(2)	(3)	(4)
	$\Delta Bid_purchase5\%$		<i>Succession</i>	
<i>ESOP</i>	-0.0072 (0.0080)	-0.0080 (0.0103)	-0.3416*** (0.1159)	-0.2606** (0.1195)
<i>ESOP_Higleverage</i>	-0.0244** (0.0115)		-0.1025 (0.1687)	
<i>ESOP_Guarantee</i>		-0.0304** (0.0136)		-0.3679** (0.1714)
<i>Controls</i>	控制	控制	控制	控制
<i>Year</i>	控制	控制	控制	控制
<i>Industry</i>	控制	控制	控制	控制
Observations	11009	11009	11009	11009
Adjusted R ²	0.0313	0.0411	0.0505	0.0511

表 7 经济后果—长期经济后果

	(1)	(2)	(3)	(4)
	<i>Tunnelling</i>		<i>EBIT_TA</i>	
<i>ESOP</i>	0.3231*** (0.0610)	0.2204*** (0.0495)	-0.0011 (0.0023)	-0.0023 (0.0020)
<i>ESOP_Higleverage</i>	0.2094** (0.0873)		-0.0045 (0.0032)	
<i>ESOP_Guarantee</i>		0.1592** (0.0763)		-0.0016 (0.0023)
<i>Controls</i>	控制	控制	控制	控制
<i>Year</i>	控制	控制	控制	控制
<i>Industry</i>	控制	控制	控制	控制
Observations	11009	11009	11009	11009
Adjusted R ²	0.0499	0.0475	0.1311	0.1309

(Propensity Score Matching, PSM)、双重差分(Difference-in-Differences, DID)和构建固定效应模型等方法对内生性问题进行严格的控制,同时排除可能的替代性解释。回归结果均与一般性检验的结果保持一致。^①

本文已证明引入高杠杆或存在大股东担保的员工持股计划其防御色彩更加浓郁。那么当不存在高杠杆或大股东担保时,员工持股计划又会带来怎样的经济后果呢?为了回答这一问题,本文进一步将全样本划分为“典型防御组”(保留引入高杠杆或大股东提供担保的员工持股计划公司与未实施员工持股计划的公司)和“无典型防御特征组”(保留无高杠杆或担保特征的员工持股计划公司与未实施员工持股计划的公司),分别检验上述两组员工持股计划在防御功能、激励功能上所表现出的差异。分样本检验结果见表 8。

由表 8 可以看到,就防御功能而言,仅能在难以区分推出动机的全样本及存在高杠杆或者大股东担保特征的“典型防御组”观测到了显著防御效果(*ESOP* 回归系数在 5% 的显著性水平上显著小于零);同时,在仅保留存在高杠杆或者大股东担保特征的“典型防御组”中员工持股计划表现出的防御效果最为强烈(*ESOP* 回归系数绝对值最大);当剔除具有明显防御特征的担保和高杠杆样本后,即在“无典型防御特征组”,员工持股计划防御效果并不显著。

^① 稳健性检验的回归结果见《中国工业经济》网站(<http://ciejournal.ajcass.org>)附件。

表 8 激励功能与防御功能

	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
	防御功能			激励功能		
	$\Delta Bid_purchase5\%$			$EBIT_TA$		
	全样本	典型防御组	无典型防御组	全样本	典型防御组	无典型防御组
<i>ESOP</i>	-0.0171** (0.0070)	-0.0301** (0.0129)	-0.0100 (0.0091)	-0.0024* (0.0014)	-0.0050* (0.0026)	-0.0011 (0.0020)
<i>Controls</i>	控制	控制	控制	控制	控制	控制
<i>Year</i>	控制	控制	控制	控制	控制	控制
<i>Industry</i>	控制	控制	控制	控制	控制	控制
Observations	11009	9100	9698	11009	9100	9698
Adjusted R ²	0.0408	0.0394	0.0391	0.2553	0.2590	0.2179

然而,就激励功能而言,本文发现在难以区分员工持股计划推出动机的全样本以及仅保留存在高杠杆或者大股东担保特征的“典型防御组”中,员工持股计划对绩效表现出显著的负效应(*ESOP*的回归系数在 10%的显著性水平上显著为负),即员工持股计划存在严重的激励扭曲;而剔除具有明显防御特征的担保和高杠杆样本后,不再观测到显著的激励扭曲问题。

表 8 的结果一方面再次表明担保和高杠杆是识别员工持股计划激励目的背后大股东防御动机的典型方案特征,另一方面也表明当大股东非出于激励员工的动机推动员工持股计划的实施时,复杂动机导致的激励扭曲将进一步稀释员工持股计划本身应当发挥的激励功能。

六、结论与政策启示

本文立足中国资本市场制度背景,利用 2014—2019 年上市公司数据,检验了中国上市公司推出员工持股计划的影响因素和作用机制,为员工持股计划激励目的背后隐藏的大股东防御动机提供了较早的经验证据,并从员工持股计划方案细节出发识别防御型员工持股计划的典型方案特征。所得主要结论如下:

大股东持股比例越低(“内忧”)、面临被收购的风险越高(“外患”),则其主导推出员工持股计划的动机就越强,且更可能推出伴有高杠杆或大股东担保特征的防御型员工持股计划。员工持股计划激励目的背后隐藏大股东防御动机。因此,上市公司实施员工持股计划除传统激励动机、融资动机、避税动机、经理人防御动机以及市值管理动机之外,也存在着大股东防御收购、巩固控股股东地位的复杂动机。当大股东未掌握相对控制权、担任董事长或在金字塔股权结构下两权分离度较高时,其更可能主导推出伴有高杠杆或大股东担保特征的防御型员工持股计划。防御型员工持股计划充当了分散股权背景下大股东获取“超级控制权”的工具。2015 年分散股权时代的来临及“野蛮人”的频繁出没迫使大股东更多地以防御为目的推出员工持股计划,这集中表现为 2015 年及之后上市公司更倾向于在“内忧外患”的背景下推出员工持股计划且更可能存在大股东深度参与但一致行动关系不明的高杠杆或担保等行为。

高杠杆和担保是识别中国资本市场防御型员工持股计划的典型方案特征。具备高杠杆或大股东担保特征的“廉价”员工持股计划背后暴露了大股东防范“野蛮人”、加强公司控制的真实意图。同时,与融资杠杆比例低和不存在大股东担保的员工持股计划相比,存在高杠杆或大股东担保特征的员工持股计划不仅其防御色彩更加浓郁,而且防御效果也更加强烈。

防御型员工持股计划使持股员工成为大股东“没有签订一致行动协议的一致行动人”，进一步巩固了大股东对公司的控制；对外看，防御型员工持股计划的推出形成大股东占优的股权结构，巩固抵御外部入侵的壁垒，降低上市公司被收购的可能；对内看，防御型员工持股计划所形成的稳定投票预期降低了大股东直接出任的或委派作为其“代理人”的董事长变更几率。从长期经济后果看，复杂动机推动下实施的员工持股计划不可避免地存在激励扭曲；一方面，使作为实际控制人的大股东两权分离度进一步加大，提高大股东转移掏空上市公司资源的可能性；另一方面，阻止了可能改善公司治理的接管威胁的发生，最终的绩效表现不如未实施员工持股计划的上市公司。简言之，以激励名义行防御之实的员工持股计划于绩效无益；相反，当员工持股计划激励目的背后不存在大股东明显防御动机时，员工持股计划则可能实现改善上市公司绩效水平的预期功能。

立足于所得结论，本文提出如下政策启示：

(1)科学设计员工持股计划持股平台，避免大股东直接或间接获取员工持股计划对应股份的表决权。本文研究结论表明为应对外部被收购风险，大股东有动机出于非激励目的主导防御型员工持股计划的实施。入股员工与大股东之间难免产生利益冲突，而冲突的核心即为入股员工股东表决权的归属。尽管证监会《关于上市公司实施员工持股计划试点的指导意见》中明确指出应设立管理机构和持股平台以保护入股员工合法股东权益，但实践中核心管理机构的组建和运行及上市公司对入股员工股东权力的安排仍为一个“黑箱”。因此，上市公司应当完善员工持股计划内部管理机制的运作机制，科学设计员工持股计划管理模式。具体来说：①规范员工股东表决权的归属，在降低交易成本和制度成本的同时，既赋予员工受益权也赋予员工话语权，真正激发其主人翁意识并以此抑制大股东机会主义行为；②在员工持股计划实施方案中对大股东的责任与权力做出明确限定，防止大股东“渗透”管理机构进而变相攫取员工股东表决权的行為；③规范并保护管理机构履职程序，防止管理机构行使员工股东表决权时遭受大股东的过度干预。

(2)完善员工持股计划信息披露制度，通过增强信息透明度来防范大股东防御等自利动机。监管机构应着重强调上市公司对员工持股计划是否存在大股东借款、担保、参与认购等深度一致行动关系的披露，降低员工持股计划设计、实施及后续管理过程中上市公司与入股员工、外部投资者之间的信息不对称程度。

(3)进一步完善员工持股计划法律法规，为上市公司科学开展员工持股计划提供法律依据和引导；完善相关法律漏洞，引导上市公司在实施员工持股计划时合理使用金融工具，避免通过大股东借款等方式变相提高员工持股计划融资杠杆的行为；规范大股东深度参与行为，严格限制大股东不合理的借款和担保，进而规避大股东以激励之名行防御之实；明确并保护员工持股计划管理机构的法律地位，为上市公司科学选择员工持股计划持股平台提供法律依据；为入股员工在员工持股计划后续管理运作过程中保护自身合法股东权益提供法律保障，使员工持股计划切实成为缓解委托代理问题的激励相容工具。

最后需要说明的是，本文的研究并非旨在否定员工持股计划可能具备的激励作用，而是提醒公司治理理论界和实务界关注那些大股东主导的、以防御为目的的员工持股计划及其可能带来的激励扭曲。本文坚信对于人力资本占比高且激励机制不健全的上市公司，其采取员工持股计划等股权激励措施是必要的。然而，只有设计以纯粹激励为目的的员工持股计划才能真正实现员工持股计划激励功能。特别地，员工持股计划作为新一轮国有企业混合所有制改革的“标配”，如何科学设计才能使其更好发挥作用显得尤为重要，这更体现出本文的研究价值。未来，围绕员工持股计划激励目的背后隐藏的大股东复杂动机以及大股东的借款、担保等行为值得更多研究。

[参考文献]

- [1]陈大鹏,施新政,陆瑶,李卓. 员工持股计划与财务信息质量[J]. 南开管理评论, 2019,(1):166-180.
- [2]陈德球,魏刚,肖泽忠. 法律制度效率,金融深化与家族控制权偏好[J]. 经济研究, 2013,(10):55-68.
- [3]陈玉罡,石芳. 反收购条款、并购概率与公司价值[J]. 会计研究, 2014,(2):34-40.
- [4]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]. 会计研究, 2020,(5):91-103.
- [5]姜付秀,郑晓佳,蔡文婧. 控股家族的“垂帘听政”与公司财务决策[J]. 管理世界, 2017,(3):125-145.
- [6]尉锦文. 员工持股计划与国企的产权改革[J]. 管理世界, 2000,(6):85-92.
- [7]李增泉,余谦,王晓坤. 掏空,支持与并购重组——来自我国上市公司的经验证据[J]. 经济研究, 2005,(1):95-105.
- [8]刘冰. 企业权力制衡的制度设计[J]. 管理世界, 2002,(5):142.
- [9]孟庆斌,李昕宇,张鹏. 员工持股计划能够促进企业创新么——基于企业员工视角的经验证据[J]. 管理世界, 2019,(11):209-228.
- [10]权小锋,吴世农,文芳. 管理层权力,私有收益与薪酬操纵[J]. 经济研究, 2010,(11):73-87.
- [11]沈昊,杨梅英. 国有企业混合所有制改革模式和公司治理——基于招商局集团的案例分析[J]. 管理世界, 2019,(4):171-182.
- [12]沈红波,华凌昊,许基集. 国有企业实施员工持股计划的经营绩效:激励相容还是激励不足[J]. 管理世界, 2018,(11):121-133.
- [13]宋敏,张俊喜,李春涛. 股权结构的陷阱[J]. 南开管理评论, 2004,(1):9-23.
- [14]苏冬蔚,林大庞. 股权激励、盈余管理与公司治理[J]. 经济研究, 2010,(11):88-100.
- [15]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]. 当代财经, 2017,(9):45-58.
- [16]王晋斌. 为什么中国上市公司的内部职工持股计划不成功[J]. 金融研究, 2005,(10):97-109.
- [17]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]. 经济学动态, 2017,(2):37-50.
- [18]张小宁. 经营者报酬、员工持股与上市公司绩效分析[J]. 世界经济, 2002,(10):57-64.
- [19]章卫东,罗国民,陶媛媛. 上市公司员工持股计划的股东财富效应研究——来自我国证券市场的经验数据[J]. 北京工商大学学报, 2016,(2):61-70.
- [20]郑志刚,吴新春,梁昕雯. 高控制权溢价的经济后果——基于“隧道挖掘”的证据[J]. 世界经济, 2014,(9):145-172.
- [21]Aubert, N., G. Garnotel, A. Lapied, and P. Rousseau. Employee Ownership: A Theoretical and Empirical Investigation of Management Entrenchment vs. Reward Management[J]. *Economic Modelling*, 2014,40(2):423-434.
- [22]Bertrand, M., and S. Mullainathan. Enjoying the Quiet Life? Corporate Governance and Managerial Preferences [J]. *Journal of Political Economy*, 2003,111(5):1043-1075.
- [23]Bova, F., and L. Y. Yang. Employee Bargaining Power, Inter-firm Competition and Equity-based Compensation [J]. *Journal of Financial Economics*, 2017,126(2):342-363.
- [24]Chaplinsky, S., and G. Niehaus. The Role of ESOPs in Takeover Contests [J]. *Journal of Finance*, 1994,49(4):1451-1470.
- [25]Claessens, S., S. Djankov, and L. H. P. Lang. The Separation of Ownership and Control in East Asian Corporations [J]. *Journal of Financial Economics*, 2000,58(1):81-112.
- [26]Cocco, J. F., and P. F. Volpin. Corporate Pension Plans as Takeover Deterrents [J]. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 2013,48(4):1119-1144.
- [27]Conte, M. A., J. Blasi, D. Kruse, and R. Jampani. Financial Returns of Public ESOP Companies: Investor Effects vs. Manager Effects [J]. *Financial Analysis Journal*, 1996,52(4):51-61.

- [28]Dann, L. Y., and H. DeAngelo. Corporate Financial Policy and Corporate Control: A Study of Defensive Adjustments in Asset and Ownership Structure [J]. *Journal of Financial Economics*, 1988,20(1):87-127.
- [29]Grossman, S. J., and O. D. Hart. The Costs and Benefits of Ownership: A Theory of Vertical and Lateral Integration [J]. *Journal of Political Economy*, 1986,94(4):691-719.
- [30]Hart, O., and J. Moore. Property Rights and the Nature of the Firm [J]. *Journal of Political Economy*, 1990, 98(6):1119-1158.
- [31]Holmstrom, B. Moral hazard in Teams [J]. *Bell Journal of Economics*, 1982,13(2):324-340.
- [32]Ittner, C. D., D. F. Larcker, and M. W. Meyer. Subjectivity and the Weighting of Performance Measures: Evidence from a Balanced Score Card [J]. *Accounting Review*, 2003,78(3):725-758.
- [33]Jensen, M. C., and W. H. Meckling. Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure [J]. *Journal of Financial Economics*, 1976,3(4):305-360.
- [34]Jiang, G., C. M. C. Lee, and H. Yue. Tunneling through Inter-corporate Loans: The China Experience[J]. *Journal of Financial Economics*, 2010,98(1):1-20.
- [35]Kim, E. H., and P. Ouimet. Broad-based Employee Stock Ownership: Motives and Outcomes [J]. *Journal of Finance*, 2014,69(3):1273-1319.
- [36]Kim, Y., H. Li, and S. Li. Corporate Social Responsibility and Stock Price Crash Risk[J]. *Journal of Banking and Finance*, 2014,43(6):1-13.
- [37]Meng, R. J., X. D. Ning, X. M. Zhou, and H. Q. Zhu. Do ESOPs Enhance Firm Performance? Evidence from China's Reform Experiment [J]. *Journal of Banking & Finance*, 2011,35(6):1541-1551.
- [38]Rauh, J. D. Own Company Stock in Defined Contribution Pension Plans: A Takeover Defense [J]. *Journal of Financial Economics*, 2006,81(2):379-410.

Motivation of Launching ESOP: To Motivate or to Defend

ZHENG Zhi-gang, YONG Hong-yan, HUANG Ji-cheng

(School of Finance, Renmin University of China, Beijing 100872, China)

Abstract: In recent years, with the accelerating transformation of ownership structure from centralization to decentralization, some large shareholders of China's listed companies promote the implementation of employee stock ownership plan (ESOP) for the purpose of preventing "barbarian invasion" and strengthening corporate control. Different from previous literatures focusing on the incentive nature of ESOP, this paper attempts to explore large shareholders' complex motivations behind ESOP. As one "key part" of state-owned enterprises' mixed ownership reform, helping to scientifically design ESOP and to avoid incentive distortion is the theoretical and practical starting point of the paper. Results show that companies with lower controller-shareholding ratios and higher risk of being acquired are more likely to implement ESOP, especially ESOP with excessive financing leverage or guarantee, which reflects large shareholders' defensive motivation. ESOP has become a new tool for large shareholders to strengthen corporate control right. What's more, ESOP driven by complex motivation may result in incentive distortion. Based on the institutional background that large shareholders play an important role in corporate governance and the decentralization of ownership structure, this paper helps to understand the complexity of motivations behind ESOP, find out why ESOP sometimes fails to motivate employees as expected, and bring inspiration for the scientific design of ESOP.

Key Words: ESOP; ownership structure; large shareholders' complex motivation; incentive distortion

JEL Classification: G32 G34 M52

[责任编辑:李鹏]