

员工持股计划的股东财富效应研究

——基于我国上市公司员工持股计划的合约要素视角

蒋运冰^{1,2} 苏亮瑜³

(1.广州越秀集团有限公司博士后科研工作站, 广东 广州 510623; 2.中山大学岭南学院, 广东 广州 510275;
3.广州越秀金融控股集团有限公司, 广东 广州 510623)

摘要: 本文以2014年7月~2016年4月我国上市公司公告的以二级市场购买作为股票来源的员工持股计划(草案)为研究样本, 检验了上市公司员工持股计划公告的财富效应, 并分析了财富效应对员工持股计划不同合约要素的敏感性。研究发现, 员工持股计划的公告能够为股东带来显著为正的短期财富效应, 尤其在熊市时具有修正市场负面估值的作用; 然而, 我国员工持股计划的财富效应对基础合约要素(股份占比、参与人员比例、高管参与度和资金杠杆等)的敏感性并不显著, 而有利于增强员工持股计划激励和约束灵活性的创新型合约要素(保底条款和业绩考核条款等)却是影响员工持股计划财富效应的重要因素。

关键词: 员工持股计划; 财富效应; 基础合约要素; 创新型合约要素

Abstract: This paper examines the wealth effect of employee stock ownership plans (ESOPs) announcement and analyzes the sensitivity of the wealth effect to different ESOPs contract elements using ESOPs (Draft) announcement of listed corporation in China whose ESOPs stock source is secondary market buying from the July 2014 to April 2016. The study shows that the ESOPs announcement is of significant positive short-term wealth effect to the shareholders, and it has the function of correcting the negative evaluation of capital market in bear market. However, the fundamental ESOPs contract elements (the share proportion, the participation proportion of staff, the level of executive participation and capital leverage) has no significant effect on wealth effect, it is the innovation contract elements (guarantee clause and performance assessment term) which enhance the incentive and restraint flexibility of ESOPs that are important factors affecting the wealth effect of ESOPs in China.

Key words: employee stock ownership plans, wealth effect, fundamental contract elements, innovative contract elements

作者简介: 蒋运冰, 经济学博士, 广州越秀集团博士后工作站、中山大学博士后流动站博士后, 研究方向: 公司金融、证券市场与投资。苏亮瑜, 经济学博士, 高级经济师, 广州越秀金融控股集团副总经理、金融研究所所长, 研究方向: 宏观经济理论与政策。

中图分类号: F830.91 **文献标识码:** A

引言

2014年6月20日, 我国证监会发布了《关于上市公司实施员工持股计划试点的指导意见》(以下简称《指导意见》), 这标志着我国上市公司规范地实施员工持股计划激励的实践正式拉开了序幕。我国上市公司规范实施员工持股计划(Employee Stock Ownership Plans, ESOPs)的时

间非常短, 但发展迅速。截止2016年4月, 共有459家上市公司依据《指导意见》规定公告了501份员工持股计划(草案), 其中, 欧菲光(002456.SZ)、龙净环保(600388.SH)、金龙机电(300032.SZ)等已经公告了多期员工持股计划(草案)。

欧美国家的员工持股计划是指公司通过专门设计的正式计划, 使广泛的普通员工共同持有公司股权(黄群慧

等, 2014)^[20], 员工既是劳动者, 也是资本所有者, 从而以股东身份分享企业经营成果、分担企业运营风险。然而, 我国上市公司的当前实施的员工持股计划不同于美国等发达国家长期以来实施的员工持股计划。虽然员工持股计划的初衷都是通过将员工财富与公司股票收益挂钩, 从而绑定员工与股东的利益, 借以建立和完善劳动者与所有者的利益共享机制, 并以期改善公司经营绩效, 但我国当前的员工持股计划不是退休计划¹的组成部分、也没有明显的税收优惠政策支持, 更不是反收购的工具, 而主要是出于构建合理的激励约束机制的目的而建立。在《指导意见》的指引下, 我国的员工持股计划鼓励员工以员工自筹资金为主、通过合法方式(二级市场购买、非公开发行等)获得公司股票并长期持有、股份权益按约定分配给员工。国外学者研究发现员工持股计划的实施动机和合约要素设计将直接影响资本市场对员工持股计划的反应, 那么, 《指导意见》颁布后, 我国上市公司的员工持股计划是否能够得到资本市场的认可, 员工持股计划各合约要素如何影响股东财富亦是值得深入研究的问题。

本文利用万得(Wind)数据库手工收集了2014年7月~2016年4月所有我国A股上市公司公告的员工持股计划(草案), 并从公告中提取相关合约要素数据, 对上述问题展开实证检验。研究发现, ESOPs草案公告具有显著为正的股东财富效应, 在熊市是具有修正市场负面估值的作用, 但股东财富效应对基础合约要素的敏感性不显著, 而旨在增加员工持股计划激励和约束灵活性的创新型合约要素则是影响股东财富效应的重要因素。

本文主要的贡献在于丰富了我国员工持股计划的相关研究。首先, 检验了员工持股计划(草案)公告对短期股东财富的影响, 并分析了不同市场态势下的差异。以往国内学者对员工持股计划的研究多以介绍国外员工持股计划相关配套政策支持为主, 且少量的实证研究也多以二十世纪九十年代初年我国试验阶段的员工持股计划为研究对象, 并围绕着员工持股计划对企业经营业绩的影响为核心展开的, 罕有对员工持股计划如何影响股东财富的分析。其次, 本文通过对我国员工持股计划(草案)中合约条款要素进行分类解析, 并使用经验数据检验股东财富效应对合约要素的反馈, 不但有利于增进对当前我国员工持股计划实践情况和资本市场反馈的认知, 更为

上市公司通过员工持股计划建立有效地激励约束机制提供有益洞见, 也为监管部门更好地制定监管政策和配套措施提供理论和经验支持。

文献综述

国外学者们于二十世纪九十年代初集中研究了员工持股计划(以下简称ESOPs)的公告对股东短期财富的影响。1974年美国颁布了《雇员退休收入保障法案》, 通过特殊的税收优惠政策鼓励公司实施ESOPs。然而, 直到1988年特拉华法案(Delaware Code)²实施和1989年宝丽来公司(Polaroid Holding)胜诉³, ESOPs成为了“白衣骑士”, 能够协助管理层在公司面临敌意收购时, 轻易地实现反收购, 实施ESOPs的公司数量和ESOPs资金规模才迅速增加(Scholes and Wolfson, 1990)^[17], 而ESOPs公告的财富效应也由此出现了分化。总体而言, ESOPs有显著为正的公告效应, 但研究发现ESOPs公告的财富效应具体取决于ESOPs实施动机和对公司控制权的影响。Gordon and Pound(1990)^[8]使用1987年1月至1989年7月94个实施ESOPs的公司为样本, 研究发现当ESOPs的实施是以反收购为目标或造成了公司控制权发生变更时, ESOPs的公告效应显著负, 而当ESOPs不具有抵御收购要约的否决权时, 市场公告效应显著为正。Chang(1990)^[4]、Chang and Mayers(1992)^[5]、Chaplinsky and Niehaus(1994)^[6]和Beatty(1995)^[11]也得到了相似结论, 并进一步分析认为ESOPs是在公司管理层主导下完成的, 使得ESOPs的投票权实际上由管理层控制。当管理层持股比例比较高时, ESOPs会增加管理层和股东之间的堑壕效应, 致使ESOPs的实施降低了公司面临收购邀约时被收购的概率, 提高了收购价格, 从而影响公司控制权的交易, 降低股东财富。

我国早期关于ESOPs的研究多以介绍美国等发达国家ESOPs实施中的支持政策和借鉴为主要内容(张学斌(1998), 杨欢亮(2004)等)^{[27] [25]}, 对于ESOPs实施效果的研究往往以调查报告和案例研究为主要方法, 分析员工持股对企业经营业绩和经营效率的影响。中国企业家调查系统(1994)^[28]的调查报告显示我国1992~1994年试验阶段的ESOPs并未起到增强企业凝聚力、改善经营绩效的作用。秦志华、蒋韶华和林莹(2005)^[22]的案例研究揭示

了在我国中小企业民营化改造中,内部人平均持股的员工持股安排不利于确立有效的企业经营决策权,有损企业运营效率。Meng, Ning and Zhou等(2011)^[15]则首次用经验数据检验了我国1992~1994年实施ESOPs随后成功上市的公司与未实施ESOPs的上市公司经营业绩差异,发现ESOPs无论在短期还是长期内都未能显著改善公司经营业绩和生产效率。

自证监会颁布《指导意见》以来,我国学者们从ESOPs的管理模式(袁田,2013)^[24]、ESOPs的会计处理和财务成本(刘云波和贾楠,2014)^[21],以及新时期ESOPs所具有的“激励与治理双效应”的理论基础(黄群慧、余菁、王欣和邵婧婷,2014)^[20]等角度对我国上市公司如何规范实施ESOPs进行了有益探讨,但罕有关于ESOPs对股东财富影响的研究。章卫东、罗民国和陶媛媛(2016)^[26]以2014年6月~2015年6月宣告ESOPs的上市公司为样本,发现通过定向增发新股方式实施ESOPs的宣告效应优于通过二级市场购买支持ESOPs的宣告效应,但该研究忽视了在我国资本市场上,定向增发方式支持的ESOPs草案往往是上市公司非公开发行(预案)的一个环节,并常常与非公开发行(预案)同一时间公布;而非公开发行的目的多涉及了资产购买、股权收购等重大事项。因此,定向增发支持的ESOPs股东财富效应无法与企业非公开发行相关的重大事项公告的财富效应有效区分。同时,两种股票来源支持ESOPs在股票锁定期限、购买价格等方面存在诸多差异⁴,简单比较二者的财富效应大小并不稳妥。基于此,本文以我国上市公司ESOPs实施中主流的股票来源方式——二级市场购买支持的ESOPs草案作为研究对象,结合我国ESOPs具体的合约特征,分析我国上市公司ESOPs草案公告的财富效应。

制度背景和研究假设

我国早期的ESOPs实践是与我国国有企业和集体企业的股份制改革和改制上市同步诞生(曹凤岐,1995)^[19],然而,起初的尝试并不顺利。1992年原国家体改委于通过《股份制企业试点办法》(体改生[1992]30号),正式允许股份制企业通过定向增发实现内部员工持股,1994年原国家体改委和国家证券主管部门联合发布《国家体改委、国务院证券委关于社会募集股份有限公司向职工配

售股份的补充规定》(体改生[1994]15号)获准公司向社会公开募集股份时,在股票公募额度中留出10%,供公司内部员工认购(称为“公司职工股”)。然而,由于缺乏统一的管理规范,以及执法不严⁵,造成了我国90年代初期ESOPs持股形式繁多、权利与义务各异、管理混乱的情况,未能实现增强企业凝聚力的作用,反而助长了以权谋私和、以股谋私的不正之风,甚至影响了股市的健康发展。最终,国务院于1994年发文制止了以内部员工为定增对象的非公开发行方式实施的ESOPs,证监会于1998年叫停了公开发行时预留给内部员工的ESOPs。随后2000年民政局办公厅停止对企业内部职工持股会进行社团法人登记⁶,证监会停止受理由职工持股会和工会作为股东或发起人的公司公开发行股票的申请⁷,上市公司ESOPs的发展进入相对停滞阶段。

随着我国经济体制改革的不断深化和资本市场的快速发展,中国证监会依据2013年11月中共中央十八届三中全会《中共中央关于全面深化改革若干重大问题的决定》中“允许混合所有制经济实行企业员工持股,形成资本所有者和劳动者利益共同体”的精神,以及《国务院关于进一步促进资本市场健康发展的若干意见》(国发[2014]17号)中关于“允许上市公司按规定通过多种形式开展员工持股计划”的要求,于2014年6月20日颁布了《指导意见》,从上市公司ESOPs的总体原则、激励对象、资金来源、股票来源、禁售期限和持股规模,以及审批流程等进行了合理地规范和统一。同时,上海证券交易所和深圳交易所分别于2014年9月和11月颁布了《上海证券交易所上市公司员工持股计划信息披露工作指引》和《员工持股计划信息披露业务备忘录》对上市公司ESOPs的审议程序、草案内容以及实施阶段的信息披露内容和披露频率等进行了规范。

国外的研究显示通过实施ESOPs使员工成为公司股东,不但有助于增加员工工作满意度和忠诚度(Kruse and Nock,1989)^[18],还能改善公司治理、完善企业内部监督机制。员工不再仅仅是管理层经营决策的执行者,而能以股东和内部人的“双重身份”直接或间接参与公司项目决策以及董事会构成等事宜(Conyon et al,2004)^[7],有效制衡了管理层权利,降低公司的经营风险(Bova et al,2014)^[2],延长企业的存续周期(Kruse,1995)^[11],降低

员工的离职率(Buchko,1992)^[3],从而稳定公司发展、提升经营业绩(Kumbhakar and Dunbar, 1993; Kramer, 2010; Mauldin, 1999; Jones and Kato,1999)^{[12][10][14][9]}。

我国上市公司实施以二级市场购买(包括大宗交易)作为股票来源的ESOPs时,参与者的购买成本几乎与普通投资者在二级市场上的直接购买的成本一致(通过大宗交易购买时,至多打九折),并且至少锁定12个月,这使得通过ESOPs成为公司股东的员工利益与原有股东利益高度一致⁸。《指导意见》要求ESOPs要在“依法合规、自愿参与、风险自担”的原则下进行,那么员工自愿参与ESOPs体现了公司内部人对公司未来发展前景的高度认同。因此,本文认为在当前相对完善的制度环境和透明的监督体系下,上市公司公告二级市场购买支持的ESOPs草案是利好消息,能够为股东带来显著为正的短期超额收益,因此提出假设1:

H1: ESOPs草案的公告具有显著为正的股东财富效应。

值得注意的是,当前法规允许ESOPs涉及的股份数量非常有限。《指导意见》规定“上市公司全部有效的员工持股计划所持有的股票总数累计不得超过公司股本总额的10%,单个员工所获股份权益对应的股票总数累计不得超过公司股本总额的1%”。在建立合理激励约束机制的目标下,考虑到二级市场购买支持的ESOPs参与成本较高、股份数量有限,公告的ESOPs草案显示,当前上市公司普遍采取了“低数量、低比例、有倾向”的策略,即总体而言ESOPs涉及股份数量比较少,同时通过设置职级和工作年限等门槛,限定了参与ESOPs的员工范围和数量,并选择性地分配股份比例,使参与ESOP的员工比例比较低、而董监高持股占比较大。本文认为这种策略即能有效避免股份分配出现平均主义大锅饭,抑制“搭便车”现象的发生,又能通过向管理层倾斜,实施有重点地激励和约束,而对股份总量进行控制,可以限制高管获得的股份数量,避免造成高管持股比例过大而形成堑壕效应(entrenchment effect)(Morck,Shleifer and Vishny,1988)^[16],对股东财富造成不利影响。

虽然当前ESOPs不具有以股票期权和限制性股票进行高管激励时的天然杠杆,但实践中ESOPs可以通过资管计划的分层设计、大股东借款和权益互换协议⁹等方式为ESOPs提供资金融通,由此形成“资金杠杆”,从而既

放大了股价上升时的收益,也增加了股价下跌时的损失幅度,与此同时,ESOPs要承担资金杠杆相应的融资成本。企业员工自愿以高杠杆方式参与ESOPs,说明公司内部人员认为公司价值被大幅低估或强烈看好公司未来的发展前景。

上述ESOPs股份比重、参与人员比例、董监高占比情况以及由资金融通形成的资金杠杆等合约要素信息需根据《指导意见》和交易所信息披露规则,在上市公司ESOPs草案中予以披露,它们构成了ESOPs实施的基础合约要素。考虑到当前ESOPs涉及的股份数量有限,适量的激励和约束有利于员工和股东利益的趋同。因此,本文认为在ESOPs总股份数量有限时,基础合约要素中各个指标的增加,有助于利益趋同效应发挥作用,资本市场会对给予积极反馈,提出假设2:

H2: ESOPs草案中的基础合约要素中股份比重、参与人数比例、高管参与度和资金杠杆与ESOPs公告的股东财富效应正相关。

在具体实践中,除了基础合约要素,我国上市公司在相关规则明确要求之外创新性地引入了保底条款、业绩考核条款和分期归属条款等合约要素¹⁰,以增加ESOPs的激励和约束作用的灵活性,它们很可能对ESOPs股东财富效应产生明显影响。其中,保底条款是指若ESOPs到期清算时,员工自筹资金本金受损或投资收益率低于预设值,则由控股股东或大股东使用自有资金进行差额补偿¹¹。但保底条款的设计损害了ESOPs的约束性,降低了对经营业绩不良的惩罚,不利于员工利益与股东利益的绑定,因此可能有碍于股东财富的增长。不同于对我国上市公司经理人实施的业绩型¹²股权激励计划(谢德仁和陈运森,2010)^[23],没有法规要求ESOPs的实施和投资收益的获得必须与以某种会计指标呈现的公司经营业绩相关,但仍有部分企业设置了公司业绩和/或个人业绩考核指标。一般而言,ESOPs业绩考核条款约定了不同的业绩考核达标情况下不同的收益分配原则,以保证业绩良好而股票投资收益不佳时参与ESOPs员工的经济利益¹³,增强了ESOPs的激励效果,会对股东财富增长产生积极影响。ESOPs分期归属条款是指ESOPs清算时,员工通过ESOPs获得的收益并非一次性结转,而是在未来2~4年内按照约定比例分期归属给员工(如宜华健

康000150.SZ等)。该条款延长了ESOPs约束期限,增加了员工的流动成本,从而一定程度上起到了“留住”员工的目的,增加ESOPs的约束作用,因此,会有利于股东财富的增长。针对上述创新型ESOPs合约要素的分析,提出假设3:

H3: ESOPs草案中的创新型合约要素保底条款与ESOPs公告的股东财富效应负相关,业绩考核条款和分期归属条款与ESOPs公告的股东财富效应正相关。

研究设计与样本选择

一、研究设计

对于ESOPs草案公告所带来的短期股东财富增长,本文采用文献中通用的方法来衡量,即用资本市场对ESOPs草案首次宣告的市场反应来衡量。本文是以上市公司ESOPs草案的首次公告日为事件日、以[-131,-11]为估计窗口,根据市场模型¹⁴,计算股票在事件日前后10个交易日[-10,+10]组成的事件窗口期内的超额收益率(AR)。然后,参考谢德仁和陈运森(2010)^[23]的研究,对

事件日后(含事件日)超额收益率(AR)连续显著异于0的短窗口内的AR进行累加,得到累计超额收益率(CAR1),并作为股东财富的代理变量。同时,使用交易日[0,+10]累计的超额收益率(CAR2)进行相应的稳健性检验。若ESOPs草案公告的超额收益率AR和累计超额收益率CAR显著为正,则能证实假设1。

使用模型(1)分析ESOPs草案公告的财富效应与基础合约要素(股份比重、参与人员比例、高管参与度和资金杠杆等)和创新型合约要素(保底条款、业绩考核条款和分期归属条款等)之间的敏感性,以检验假设2和假设3。同时,模型(1)还控制了公司治理、上市公司规模、行业等相关变量。

$$CAR_i = \alpha + \beta_1 Pro_i + \beta_2 Pro_{ppi} + \beta_3 DJG_i + \beta_4 Lev_i + \beta_5 Baodi_i + \beta_6 Yeji_i + \beta_7 Fenqi_i + \gamma_1 Disp_i + \gamma_2 Mhold_i + \gamma_3 Dual_i + \gamma_4 Size_i + \gamma_5 BM_i + \gamma_6 State_i + \sum_{j=1}^n \theta_n Indu_j + \varepsilon_i \quad (1)$$

相关变量的具体定义见表1。

由于ESOPs的业绩考核条款是企业自主制定的,因此缺乏业绩指标和利益分配方式的一致性和可比性,因此本文仅考虑是否存在业绩考核条款,而未区分业绩考核条款的严格程度。

二、样本选择

本文研究所需使用的ESOPs草案公告信息来自万得(Wind)数据库。通过手工查阅上市公司相关公告的方式获得了ESOPs的股票来源、股份数量、资金来源、参与

表1 模型的变量定义表

变量类型	变量名称与符号	定义
因变量	ESOPs公告的股东财富效应	CAR
		CAR1为ESOPs草案公告日后AR连续显著异于0的短窗口累计超额回报,本文中具体为CAR[0,1]; CAR2为ESOPs草案公告日后[0,+10]交易日的累计超额回报,具体为CAR[0,10],作为股东财富效应的稳健性代理变量
基础合约要素	股份比重	Pro
		ESOPs涉及股票数量/上一年末总股本
	参与人员比例	Pro _{ppi}
		参与ESOPs员工人数/上一年末员工人数
创新型合约要素	董监高参与度	DJG
		ESOPs中董监高所占股份比重
	资金杠杆	Lev
		ESOPs其他资金来源总额/自筹资金总额
创新型合约要素	保底条款	Baodi
		若存在保底条款, Baodi=1, 否则为0
	业绩考核条款	Yeji
	若存在业绩考核条款, Yeji=1, 否则为0	
创新型合约要素	分期归属条款	Fenqi
		若存在分期归属条款, Fenqi=1, 否则为0
	公司治理控制变量	股权制衡度
		上一年末第一大股东持股比例/第二至第十大股东持股比例之和
高管持股比例		Mhold
	上一年末董监高已持股数量/总股本	
公司治理控制变量	董事长和总经理两职兼任	Dual
		若ESOPs实施当年存在两职兼任情况, Dual=1; 否则为0
	其他类型控制变量	公司规模
		上一年末总资产的自然对数
账面值对市值比		BM
		上一年末净资产账面价值/总市值
其他类型控制变量	公司性质	State
		若为国有企业, State=1; 否则为0
	行业	Indu
	根据证监会行业分类生成的行业虚拟变量	

表2 主要变量的统计描述

	均值	标准差	中位数	最小值	最大值	样本数
CAR1	0.0334	0.0056	0.0259	-0.2235	0.2403	291
CAR2	0.0254	0.0114	0.0136	-0.7882	0.6004	291
Pro	0.0188	0.0156	0.0146	0.0002	0.0927	246
Pro _{ppi}	0.2210	0.2607	0.1281	0.0003	1.0000	291
DJG	0.2711	0.2035	0.2429	0.0000	1.0000	266
Lev	2.1319	3.0073	1.8000	0.0000	29.000	291
Baodi	0.1753	0.3808	0.0000	0.0000	1.0000	291
Yeji	0.0790	0.2703	0.0000	0.0000	1.0000	291
Fenqi	0.0378	0.1910	0.0000	0.0000	1.0000	291
Disp	2.6182	5.0252	1.4193	0.1668	67.772	291
Mhold	0.2248	0.2275	0.1500	0.0000	0.8060	285
Dual	0.1684	0.3749	0.0000	0.0000	1.0000	291
Size	3.5156	1.1872	3.3285	0.612	10.422	291
BM	0.2969	0.1804	0.2605	0.0014	1.4681	291
State	0.0206	0.1423	0.0000	0.0000	1.0000	291

人员数量、高管参与程度、保底条款、业绩考核条款和分期归属条款等信息。股票日收益率、利率以及相关财务数据等源自国泰安(CSMAR)数据库。研究样本选取了2014年7月~2016年4月公告ESOPs草案的A股上市公司,共搜集到了501个ESOPs草案,保留明确以二级市场购买进行ESOPs的样本,剔除金融行业上市公司,剔除ESOPs草案公告时因重大资产重组、股权或资产收购/处置事件,以及非公开发行而长期处于停牌的上市公司,剔除上市不久便公告ESOPs草案导致估计窗口不足的样本。考虑到各期ESOPs的公告和实施具有独立性,最终本文选择了268家上市公司的291个ESOPs草案作为研究对象。解释变量在公告信息披露中有所缺失,研究样本个数会随模型设定不同而有所差异。

表2列示了主要变量的统计性特征。可以发现,总体而言,ESOPs公告的财富效应显著为正。基础合约要素的统计结果显示,当前ESOPs涉及的股本比例比较少,平均而言不足2%,远远低于董监高平均已持有的股本比例22.48%,仅22.10%的公司员工参与了ESOPs,而董监高在ESOPs股份中占比达27.11%,平均使用了2.13倍的资金杠杆。对创新型合约要素统计结果显示,17.53%的研究样本使用了保底条款,7.90%设计了业绩考核条款,而仅仅3.78%约定了收益的分期归属。值得注意的是,由于国有上市公司偏好使用定向增发新股支持ESOPs,因此,本研究样本中国有企业数量相对较少。主要变量的相关系数矩阵(因篇幅有限而省略)显示,除CAR1与CAR2以外,其他变量之间的相关系数较小,因此,模型回归过程当中并不存在多重共线性问题。

检验结果及分析

一、H1的检验结果及分析

图1描绘了2014年7月~2016年4

月ESOPs草案公告的时间分布概况和沪深300指数走势,可以发现以2015年6月为区分点,本文研究样本区间覆盖了市场指数持续上升(2014年7月~2015年6月共12个月,股指持续上扬表现了牛市特征)和震荡下行(2015年7月~2016年4月共10个月,股市持续下行表现了熊市特征)两个市场状态。相比较而言,在熊市期间上市公司公告ESOPs草案的数量较多,达到197个,而牛市时为94个。

图1 ESOPs草案公告的时间分布概况与沪深300指数走势



表3 窗口期内每日超额收益率均值(AAR)和中位数(MAR)概况

窗口	全样本 (2015年7月~2016年4月) 291个样本				牛市区间 (2014年7月~2015年6月) 94个样本				熊市区间 (2015年7月~2016年4月) 197个样本			
	AAR(%)	t值	MAR(%)	t值	AAR(%)	t值	MAR(%)	t值	AAR(%)	t值	MAR(%)	t值
-10	0.13	0.47	0.10	0.32	0.42	1.19	0.47	0.78	-0.02	-0.05	-0.60	-0.04
-9	-0.66***	-2.70	-0.72***	-2.78	0.34	1.02	-0.10	1.32	-1.16***	-3.61	-1.25***	-3.53
-8	-0.71***	-2.86	-0.50***	-2.76	0.67	2.01	0.01	1.01	-1.4***	-4.36	-0.73***	-2.36
-7	-0.74***	-2.73	-0.49***	-3.01	0.69	1.79	0.26	1.09	-1.45***	-4.19	-1.24***	-2.69
-6	-0.91***	-3.60	-0.93***	-3.78	-0.06	-0.20	-0.38	-0.40	-1.33***	-3.91	-1.49***	-3.01
-5	-0.74***	-2.74	-0.59***	-2.90	-0.07	-0.23	0.06	0.53	-1.08***	-2.89	-1.08***	-2.79
-4	-0.93***	-3.38	-0.91***	-3.01	0.23	0.58	0.03	0.58	-1.52***	-4.29	-1.40***	-2.89
-3	-0.92***	-3.35	-0.60***	-3.22	0.52	1.51	-0.12	-0.51	-1.64***	-4.5	-1.33***	-2.95
-2	-1.17***	-4.27	-0.86***	-3.92	0.24	0.63	0.11	0.73	-1.87***	-5.27	-1.67***	-3.27
-1	-0.57**	-1.84	-0.32***	-1.84	1.10	1.60	0.67	1.57	-1.41***	-3.45	-0.94***	-3.45
0	2.82***	8.15	2.93***	8.15	1.99***	3.38	1.78***	3.75	3.23***	7.59	3.07***	2.79
1	0.52**	1.76	0.50*	1.66	0.06**	2.14	0.40*	1.68	0.82**	2.01	0.50***	4.01
2	-0.05	-0.17	-0.17	-1.17	-0.62	-1.52	-0.68	-1.37	0.24	0.61	0.01	0.61
3	0.24	0.83	0.01	0.63	-0.13	-0.27	-0.29	-0.56	0.43	1.15	0.52	1.15
4	0.05	0.21	-0.01	0.11	-0.24	-0.63	-0.19	-0.33	0.2	0.59	0.22	0.59
5	-0.02	-0.09	0.13	-0.19	-0.36	-0.85	0.08	-0.47	0.15	0.47	0.14	0.47
6	0.03	0.13	-0.10	0.23	-0.25	-0.63	-0.29	-0.89	0.17	0.56	-0.03	0.56
7	-0.48	-1.20	-0.03	-1.46	-0.28	-0.68	-0.03	-1.00	-0.57	-1.97	-0.03	-1.97
8	-0.29	-1.19	-0.19	-0.49	0.03	0.08	-0.08	-0.78	-0.44	-1.47	-0.29	-1.47
9	-0.38	-1.51	-0.08	-0.71	0.99	1.45	0.48	1.51	-1.06	-1.46	-0.49	-1.46
10	0.09	0.33	-0.06	0.21	1.11	1.52	0.24	1.45	-0.43	-1.36	-0.22	-1.36

注:(1)***、**、*分别表示在1%、5%和10%水平上显著;(2)AAR是窗口期内每日超额收益率AR的平均值;(3)MAR是窗口期内每日超额收益率AR的中位数。

表4 事件日后累计超额收益率(CAAR[0,t])概况

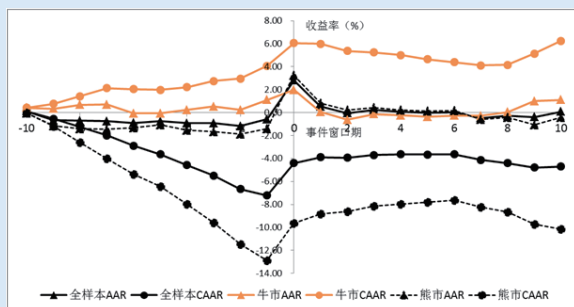
窗口	全样本 (2015年7月~2016年4月)		牛市区间 (2014年7月~2015年6月)		熊市区间 (2015年7月~2016年4月)	
	CAAR(%)	t值	CAAR(%)	t值	CAAR(%)	t值
0	2.82***	8.15	1.99***	3.38	3.23***	7.59
1	3.34***	6.00	2.05***	2.14	4.05***	2.01
2	3.29***	4.57	1.43***	-1.52	4.29***	2.57
3	3.53***	4.12	1.3***	-0.27	4.72***	3.12
4	3.59***	3.67	1.06***	-0.63	4.92***	2.87
5	3.56***	3.37	0.7**	-0.85	5.07***	2.79
6	3.59***	3.26	0.45**	-0.63	5.24***	2.70
7	3.12***	2.77	0.17**	-0.68	4.67***	2.67
8	2.83**	2.48	0.2**	0.08	4.23***	2.98
9	2.45**	2.14	1.19**	1.45	3.17***	2.54
10	2.54**	2.22	2.3**	1.52	2.74***	2.62

注：(1)***、**、*分别表示在1%、5%和10%水平上显著；(2)事件日后CAAR是事件日后(含事件日)逐日累计平均超额收益率，亦等于平均累计超额收益率， $CAAR[0,t]=\sum_{i=0}^t AAR_i$ ， $AAR_t=0,1,2,\dots,10$ 。

为了检验H1，本文计算了ESOPs草案首次公告日前后10个交易日的日超额收益率AR，以及公告日后(含公告当日)的逐日累计超额收益率CAR(具体为 $CAR[0,t]=\sum_{i=0}^t AAR_i$, $t=0,1,2,\dots,10$)。为了研究结论的稳健性，计算了不同市场态势情况下ESOPs草案公告的股东财富效应。如表3和表4所示，与全样本情况研究结论一致，熊市和牛市时，ESOPs草案公告当日($t=0$)和次日($t=1$)的日超额收益率AR都显著大于0；ESOPs草案公告后的日累计超额收益率也均显著异大于0。故假设1成立，ESOPs草案的公告能够给股东带来短期的财富增长。

图2为事件窗口期内[-10,10]平均超额收益率AAR和累计平均超额收益CAAR的变化情况。与表3和表4一致，图2显示全样本的检验结果较多地受到熊市时样本的影响。综合表3、表4和图2可以发现，ESOPs草案公告具有良好的市值管理工具的特征，尤其在熊市时的表现更

图2 事件窗口期内ESOPs草案公告的平均超额收益率AAR和累计平均超额收益CAAR



注：窗口期内CAAR是窗口期内逐日累计的平均超额收益率， $CAAR[-10,t]=\sum_{i=-10}^t AAR_i$, $t=-10,-9,\dots,10$ 。

表5 ESOPs实施进度概况

实施进度	全样本	牛市	熊市
通过董事会审议(通过后, 即刻公告ESOPs草案)	40	1	39
通过股东大会批准	18	4	14
部分增持(通过股东大会后, 需在6个月内完成购买)	5	1	4
增持完毕	203	83	120
延期实施	1	0	1
终止(虽已公告草案, 但随后停止实施)	20	4	16
减持完毕(存续期满, 卖出股份而终止)	4	4	0
合计	291	97	194

注：本表格统计了2014年7月至2016年4月公告了ESOPs草案的上市公司ESOPs实施进度，统计日期为2016年5月31日。

加明显。熊市时，ESOPs草案公告前的窗口期内[-10,-1]资本市场对样本公司的投资价值给予了持续的负反馈，而ESOPs草案公告后，资本市场对公司的投资价值进行了连续的“修正”，ESOPs草案的公告一定程度上有助于“扭转”资本市场对样本公司的负面估值。而且熊市时ESOPs草案公告当日($t=0$)和次日($t=1$)的日超额收益率AR以及公告日后累计超额收益率都明显高于牛市时期。根据表5统计的截止2016年5月31日ESOPs实施进度显示，熊市时ESOPs终止实施的数量和比例远高于牛市情景。

二、H2和H3的检验结果及分析

根据模型(1)分别使用短窗口累计超额收益 $CAR[0,1]$ 和事件日后窗口累计超额收益 $CAR[0,10]$ 作为ESOPs草案公告的股东财富效应代理变量，检验股东财富相应对基础合约要素和创新型合约要素的敏感性。表6和表7的回归结果显示，无论市场态势如何，ESOPs股份比重、参与人员比例、董监高参与度和资金杠杆等基础合约要素对ESOPs公告的股东财富效应没有显著影响，假设2不成立。

结合表2主要变量的统计性描述，本文认为造成ESOPs草案公告的财富效应对基础合约要素中ESOPs股份比重、参与人员比例和高管参与度敏感性不足的原因可能在于《指导意见》对于ESOPs涉及股份总额和个人通过ESOPs获得股份总额进行了较严格的限制，导致具体实施过程中ESOPs涉及股份数量过少，从而制约了ESOPs的激励和约束作用，无法对股东财富增长产生显著性影响。而资金杠杆本应放大ESOPs的收益幅度和损失程度、增强员工和股东利益绑定，但实证检验却发现它并

表6 模型(1)的回归结果:被解释变量为短窗口累计超额收益率CAR[0,1]

自变量	全样本			牛市			熊市		
	模型1	模型2	模型3	模型4	模型5	模型6	模型7	模型8	模型9
Pro	0.305 (0.68)		0.383 (0.84)	0.712 (0.68)		0.968 (0.89)	0.109 (0.25)		0.174 (0.39)
Pro _{pp1}	0.055 (1.65)		0.065 (1.58)	0.076 (0.99)		0.086 (1.10)	0.011 (0.26)		0.030 (0.71)
DJG	0.017 (0.49)		0.013 (0.38)	0.109 (1.44)		0.100 (1.30)	-0.033 (-0.72)		-0.043 (-0.92)
LEV	-0.001 (-0.30)		-0.001 (-0.49)	0.001 (0.56)		0.001 (0.55)	-0.005 (-1.05)		-0.005 (-1.06)
Baodi		-0.023* (-1.72)	-0.036** (-2.09)		-0.004* (-1.90)	-0.025* (-1.84)		-0.038* (-1.89)	-0.044* (-1.72)
Yeji		0.046** (1.99)	0.075** (2.50)		0.059* (1.71)	0.073* (1.89)		0.022** (2.27)	0.083** (2.16)
Fenqi		0.001 (0.05)	0.017 (0.37)		-0.032 (-0.61)	-0.014 (-0.22)		0.019 (0.42)	0.047 (0.74)
Disp	-0.000 (-0.01)	0.001 (0.05)	-0.001 (-0.21)	0.005 (0.95)	0.004 (0.78)	0.005 (0.96)	-0.001 (-0.29)	-0.000 (-0.17)	-0.003 (-0.61)
Mhold	0.036 (1.01)	0.035 (1.29)	0.039 (1.08)	0.022 (0.38)	0.014 (0.30)	0.033 (0.54)	0.044 (0.93)	0.060* (1.71)	0.045 (0.97)
Dual	-0.002 (-0.09)	-0.003 (-0.17)	-0.001 (-0.03)	-0.025 (-0.69)	-0.008 (-0.28)	-0.032 (-0.84)	0.003 (0.11)	-0.003 (-0.18)	0.010 (0.39)
Size	0.006 (0.65)	0.001 (0.13)	0.005 (0.60)	0.027 (1.56)	0.016 (1.32)	0.028 (1.59)	-0.000 (-0.03)	-0.005 (-0.61)	-0.001 (-0.05)
BM	-0.029 (-0.59)	-0.009 (-0.25)	-0.021 (-0.43)	0.030 (0.38)	0.031 (0.41)	0.025 (0.23)	-0.032 (-0.55)	-0.004 (-0.09)	-0.012 (-0.22)
State	-0.004 (-0.04)	-0.083* (-1.68)	-0.010 (-0.10)	-0.002 (-0.01)	-0.063 (-1.38)	-0.005 (-0.08)	0.006 (0.05)	-0.076 (-1.43)	0.010 (0.10)
Indu	控制	控制	控制	控制	控制	控制	控制	控制	控制
常数项	0.133 (1.23)	0.047 (0.48)	-0.072 (-0.64)	-0.203 (-1.55)	-0.090 (-0.84)	-0.127 (-0.85)	0.139 (1.21)	0.016 (0.16)	0.136 (1.21)
样本数量	225	285	225	67	97	67	125	188	125
Adj R ²	0.065	0.076	0.107	0.010	0.060	0.102	0.111	0.123	0.173
F值	1.730*	1.929**	2.195**	1.683*	1.997**	2.002**	1.682*	1.996**	2.174**

注: **、*和*分别表示在1%、5%和10%的水平上具有统计显著性。

没有显著影响ESOPs公告的财富效应,这很可能与我国ESOPs中资金杠杆的成本和风险有关。总体而言,我国ESOPs的资金杠杆主要通过资管计划的分级设计、与券商等机构签订股票收益权互换协议¹⁵及大股东借款三种途径构成。首先,不同于国外杠杆型ESOPs,我国ESOPs涉及的资金成本没有任何税收优惠政策支持。其次,对于分级资管计划或收益权互换协议而言,控股股东或者大股东对分级资管计划中优先级本金和固定收益,或收益权互换协议中融资本金和固定收益承担了连带担保责任。大股东直接借款时大股东承担的风险更大。然而,我国上市公司普遍存在一股独大导致公司治理较弱的现象,资金杠杆涉及的风险很会可能由控股股东或大股东“转嫁”给上市公司,损害投资者利益。所以,资本市场对高杠杆的ESOPs并没有表现出显著的正反馈。

表7 模型(1)的回归结果:被解释变量为草案公告后时间窗口累计收益率CAR[0,10]

自变量	全样本			牛市			熊市		
	模型1	模型2	模型3	模型4	模型5	模型6	模型7	模型8	模型9
Pro	1.077 (1.22)		1.172 (1.29)	-0.046 (-0.02)		0.212 (0.08)	1.550 (1.17)		1.636 (1.19)
Pro _{pp1}	0.074 (1.20)		0.081 (1.30)	0.193 (1.07)		0.205 (1.09)	0.003 (0.05)		0.007 (0.10)
DJG	0.050 (0.72)		0.048 (0.68)	0.317* (1.77)		0.311 (1.67)	-0.065 (-0.86)		-0.070 (-0.89)
LEV	0.001 (0.26)		0.001 (0.21)	0.002 (0.35)		0.002 (0.33)	-0.003 (-0.34)		-0.003 (-0.39)
Baodi		-0.007** (-2.23)	-0.027** (-2.19)		-0.048* (1.67)	-0.032** (-2.28)		-0.050* (-1.80)	-0.058** (-2.35)
Yeji		0.023** (2.01)	0.060* (1.78)		0.035 (0.34)	0.074 (0.58)		-0.039 (-0.68)	0.013 (0.18)
Fenqi		0.040 (0.63)	0.003 (0.03)		-0.081 (-0.65)	0.003 (0.02)		-0.050 (-0.62)	-0.055 (-0.52)
Disp	0.009 (1.43)	0.002 (0.83)	0.008 (1.27)	0.012 (1.00)	0.011 (0.91)	0.013 (0.97)	0.009 (1.33)	0.002 (1.11)	0.010 (1.32)
Mhold	-0.004 (-0.06)	0.015 (0.27)	-0.001 (-0.01)	-0.066 (-0.47)	-0.081 (-0.71)	-0.059 (-0.40)	0.040 (0.52)	0.091 (1.47)	0.042 (0.53)
Dual	0.023 (0.61)	0.031 (1.02)	0.024 (0.63)	0.042 (0.48)	0.044 (0.65)	0.034 (0.38)	0.006 (0.15)	0.010 (0.29)	0.007 (0.16)
Size	0.032* (1.88)	0.010 (0.78)	0.031* (1.84)	0.105** (2.52)	0.046 (1.60)	0.105** (2.44)	0.007 (0.38)	-0.011 (-0.75)	0.003 (0.19)
BM	0.016 (0.18)	0.036 (0.48)	0.022 (0.24)	0.108 (0.42)	0.046 (0.25)	0.103 (0.39)	0.022 (0.23)	0.017 (0.20)	0.036 (0.37)
State	-0.175 (-0.89)	-0.289*** (-2.93)	-0.168 (-0.85)	-0.006 (-0.07)	-0.059* (-1.66)	-0.007 (-0.17)	-0.126 (-0.71)	-0.234** (-2.50)	-0.131 (-0.74)
Indu	控制	控制	控制	控制	控制	控制	控制	控制	控制
常数项	0.128 (0.63)	0.030 (0.15)	-0.156 (-0.73)	-0.602* (-1.94)	-0.239 (-0.92)	-0.696* (-1.93)	-0.144 (-0.77)	0.074 (0.42)	-0.140 (-0.74)
样本数量	225	285	225	67	97	67	125	188	125
Adj R ²	0.139	0.087	0.145	0.084	0.084	0.104	0.181	0.163	0.198
F值	1.235	1.975**	2.226**	1.881*	2.127**	2.322**	1.785*	2.386**	2.427**

注: **、*和*分别表示在1%、5%和10%的水平上具有统计显著性。

表6和表7的回归结果显示,创新型合约要素保底条款和业绩考核条款显著地影响了ESOPs公告的股东财富效应,其中保底条款会对股东财富产生负面影响,业绩考核条款则有利于股东财富的增加。但可能由于实施分期归属条款的样本量太少,影响了其统计显著性,回归结果显示分期归属条款对股东财富影响并不显著,故假设3部分成立。同时,值得注意的是,与牛市相比,熊市时ESOPs草案的保底条款和业绩考核条款对股东财富的影响幅度更大。

稳健性检验

为了保证研究结论的可靠性,除了如上文所示使用不同窗口期间内累计超额回报率作为ESOPs公告的股东财富效应的代理变量,本文还运用了两种方法进行稳健

性检验：第一种是重选样本法，即选取上市公司首次公告的ESOPs草案为研究样本，剔除其他多期ESOPs草案样本，排除可能存在的各期ESOPs之间的相互影响；第二种是增加交乘项和平方项构成的控制变量。考虑到国有企业实施ESOPs可能存在的特殊性以及国有企业ESOPs草案不含有创新型合约要素，增加基础合约要素与企业属性形成的交乘项。考虑到高管参与度和资金杠杆过高时可能会诱发风险厌恶、引发投资不足等有益于股东财富的行为，增加高管参与度和资金杠杆的平方项，检验是否存在非线性关系。上述稳健性检验结果显示本文的研究结论仍然保持不变(由于篇幅有限而省略回归结果)。

研究结论

员工持股计划作为近期深化我国经济体制改革、推进混合所有制经济发展的重要举措，对中国的上市公司治理结构和资本市场的发展有着重大影响和深远意义。本文从ESOPs的合约要素视角，检验和分析了截止2016年4月，依据《指导意见》使用二级市场购买作为股票来源的上市公司ESOPs草案公告的股东财富效应。研究发现，ESOPs草案的公告能够显著增加股东的短期财富，

尤其在熊市时，ESOPs草案公告能在一定程度上“修正”前期市场持续的负面估值。然而，《指导意见》规定的基础合约要素，如ESOPs股份占比、参与人员比例、董监高参与度以及资金杠杆等对ESOPs草案公告的财富效应影响并不显著，而具体实践中，我国上市公司为增加ESOPs约束和激励灵活性，而在《指导意见》明确规定之外引入的创新型合约要素，如保底条款和业绩考核条款却显著影响了ESOPs草案公告的财富效应，且熊市时的影响幅度相对较大。

本文的研究结果说明，虽然在《指导意见》的规范指引下，上市公司ESOPs获得的快速发展，得到了资本市场的认可，增加了股东的短期财富，但是很可能由于《指导意见》对于ESOPs涉及股份比例有严格的限制，使当前ESOPs草案涉及的股份普遍偏低，抑制了ESOPs约束和激励作用的发挥。而上市公司引入的创新型合约要素增加了ESOPs激励和约束的灵活性，成为影响ESOPs草案公告的短期股东财富的重要因素。创新型合约要素的使用非常值得国有上市企业借鉴。同时，监管部门尤其需要关注熊市时公告ESOPs草案的上市公司，密切跟踪后续落实情况，防止ESOPs草案公告成为市值操纵的工具。 ■

注释

1. 根据美国1974年雇员退休收入保障法案(Employee Retirement Income Security Act of 1974)，员工持股计划被定义为“享受税收优惠的股票奖励计划”(Tax-qualified Stock Bonus Plan)，是法定退休计划的组成部分，员工持股计划将相应员工退休资产主要投资于雇主公司的股票，使员工的退休收入与公司股票的长期收益相关。为支持员工持股计划的实施，美国国会通过相关法律允许员工持股计划通过向银行、保险公司和投资银行，甚至雇主公司等借贷资金购买股票，并分别给予资金借贷银行、雇主和员工雇主等参与主体相应的税收优惠；美国财政部每年因员工持股计划损失几十亿美元的税收收入(Levin,1985)^[13]。

2. 1988年1月颁布的特拉华法案规定，除非敌意收购方能够一次性获得收购标的公司85%以上的股份(管理层持有份额除外)，否则敌意收购方在收购交易发生后3年内不准变卖资产(Chaplinsky and Niehaus,1994)^[6]。

3. 1989年三叶草公司(Shamrock Holdings)拟收购宝丽莱公司(Polaroid Holdings)，但宝丽莱公司在面临敌意收购之前已将14%的股份给予了ESOPs。依据特拉华法案案例，三叶草公司未能顺利实现收购。随后三叶草公司诉诸特拉华州法院质疑ESOPs作为反收购工具的合理性。法院最后判定宝丽莱公司胜诉，从而强化了ESOPs的反收购特质。

4. 根据《指导意见》，定向增发支持的ESOPs股份锁定期限为

至少36个月，购买价格常常是董事会公告非公开发行(预案)日前20日平均股价的90%；而二级市场购买支持的ESOPs锁定期限为12个月，购买价格与普通二级市场投资者基本相同。

5. 股票发行与交易管理暂行条例》(1993年4月22日国务院令第112号发布)规定设立股份有限公司申请公开发行股票时，“公司职工认购的股本数额不得超过拟向社会公众发行的股本总额的10%”，然而实际操作中多家挂牌上市公司均超过该比例。如1994年挂牌上市的广州梅雁、吉轻工等公司，内部职工股占社会公众股的比例高达37.5%和36.8%。

6. 2000年7月6日民政部办公厅发出《关于暂停对企业内部职工持股会进行社团法人登记的函》(民办函(2000)110号)

7. 2000年12月11日中国证监会法律部回复北京中伦金通律师事务所《关于职工持股会及工会能否作为上市公司股东的复函》(中国证监会法律部[2000]24号)

8. 根据我国证监会2005年颁布的《上市公司股权激励管理办法(试行)》的规定，使用限制性股票对公司董事、监事和高级管理人员等进行激励时，激励对象可以以低至市场价格五折的成本获得股票；而使用股票期权进行激励时，在行权前激励对象不需要支付任何对价。这两种激励方式的参与成本较普通股东在二级市场的购买成本低，激励对象的收益与股价之间存在凸型关系。而ESOPs的激励对象收益与普通二级市场投资者一样，是线性关系。

9. ESOPs涉及的股票权益互换协议是指券商与ESOPs相关的资管计划管理人(期货公司、私募基金和资产管理公司等)签署的场外金融衍生品协议。按照协议券商以自营资金购入资管计划指定的股票,到期时券商以自营盘的浮动收益与资管计划约定的固定付息利率进行互换,为ESOPs提供杠杆融资。如联创光电、神州泰岳、冠城大通等ESOPs草案。

10. 但国有企业并未在此方面进行尝试。

11. 如欧比特300053.SZ的实际控制人保证在ESOPs存续期满,收益率小于0时,将使用自有资金补足参与人的本金。

12. 证监会2008年3月颁布了《股权激励有关备忘录1号》,要求“公司设定的行权指标须考虑公司的业绩情况,原则上实行股权激励后的业绩指标(如:每股收益、加权净资产收益率和净利润增长率等)不低于历史水平。此外,鼓励公司同时采用下列指标:(1)市值指标:如公司各考核期内的平均市值水平不低于同期市场综合指

数或成份股指数;(2)行业比较指标:如公司业绩指标不低于同行业平均水平。”

13. 如美莱药业300006.SZ设定了公司业绩和个人业绩两个指标。当约定扣除非经常性损益后归属母公司的净利润分别达到约定值,同时在公司现有考核体系下个人业绩优良,则在存续期满时,无论投资率如何,实际控制人以自有资金保证参与者至少获得10%收益率。若两个业绩指标有一个未达标,则投资收益归实际控制人,而投资损失由参与者承担。

14. 使用资本资产定价模型(CAPM)研究结果保持不变。

15. 员工持股计划通常是资管计划中的劣后级(或称进取级),在优先级获得固定利息收益后,员工持股计划才可能有权获得收益。同理,在收益权互换协议中,员工持股计划作为与股票价格挂钩的股票浮动收益的收取方,同时将固定收益支付给与券商等机构。

参考文献:

- [1] Beatty, A. The Cash Flow and Informational Effects of Employee Stock Ownership Plans[J]. Journal of Financial Economics, 1995, 38(2): 211-240.
- [2] Bova, F., K. Kolev, et al. Non-executive employee ownership and corporate risk[J]. Accounting Review, 2014, 90(1): 115-145.
- [3] Buchko, A. A. Employee ownership, attitudes, and turnover: An empirical assessment[J]. Human Relations, 1992, 45(7): 711-733.
- [4] Chang, S. Employee Stock Ownership Plans and Shareholder Wealth: An Empirical Investigation[J]. Financial Management, 1990, 19(1): 48-58.
- [5] 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.
- [6] Chaplinsky, S. and G. Niehaus. The Role of ESOPs in Takeover Contests[J]. Journal of Finance, 1994, 49(4): 1451-1470.
- [7] Conyon M, Freeman R. Shared Modes of Compensation and Firm Performance: UK Evidence[J]. Social Science Electronic Publishing, 2002, 57(4):790 - 792.
- [8] Gordon, L. A. and J. Pound. ESOPs and Corporate Control[J]. Journal of Financial Economics, 1990, 27(2): 525-555.
- [9] 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
- [10] Kramer, B. Employee ownership and participation effects on outcomes in firms majority employee-owned through employee stock ownership plans in the US[J]. Economic and Industrial Democracy, 2010, 31(31): 449-476
- [11] Kruse D, Blasi J R. Employee ownership, employee attitudes, and firm performance[C], National Bureau of Economic Research, Inc, 1995.
- [12] 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.
- [13] Levin, W. R. The False Promise of Worker Capitalism: Congress and the Leveraged Employee Stock Ownership Plan[J]. Yale Law Journal, 1985, 95(1): 148-173.
- [14] Mauldin E G. Systematic differences in employee stock ownership plan contributions: some evidence[J]. Journal of Accounting & Public Policy, 1999, 18(2):141-163.
- [15] Meng, R., X. Ning, et al. Do ESOPs Enhance Firm Performance? Evidence from China's Reform Experiment[J]. Journal of Banking and Finance, 2011, 35(6): 1541-1551.
- [16] Morck R, Shleifer A, Vishny R W. Management ownership and market valuation: An empirical analysis[J]. Journal of Financial Economics, 1988, 20(88):293-315.
- [17] Scholes, M. S. and M. A. Wolfson. Employee Stock Ownership Plans and Corporate Restructuring: Myths and Realities[J]. Financial Management, 1990, 19(1): 12-28.
- [18] Tucker, J., S. L. Nock, et al. Employee Ownership and Perceptions of Work The Effect of an Employee Stock Ownership Plan[J]. Work and Occupations, 1989, 16(1): 26-42.
- [19] 曹凤岐, 刘力. 美国职工持股计划与我国的企业内部职工持股[J]. 管理世界, 1995, (02): 87-93.
- [20] 黄群慧, 余菁, 王欣和邵婧婷. 新时期中国员工持股制度研究[J]. 中国工业经济, 2014, (07): 5-16.
- [21] 刘云波, 贾楠. 员工持股计划会计处理与公允价值计量的关系探讨[J]. 证券市场导报, 2014, (11): 46-51.
- [22] 秦志华, 蒋韶华, 林莹. 产权变革与企业效益——一个内部人平均持股企业的制度分析[J]. 管理世界, 2005, (06): 115-125.
- [23] 谢德仁, 陈运森. 业绩型股权激励、行权业绩条件与股东财富增长[J]. 金融研究, 2010, (12): 99-114.
- [24] 袁田. 我国上市公司员工持股计划的信托建构[J]. 证券市场导报, 2013, (10): 55-62.
- [25] 杨欢亮. 美国对员工持股的政策支持及其启示[J]. 财政研究, 2004, (05): 63-65.
- [26] 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(社会科学版), 2016, (02): 61-70.
- [27] 张学斌. 美国对雇员持股计划的税收优惠及其借鉴[J]. 外国经济与管理, 1998, (10): 46-48.
- [28] 中国企业家调查系统. 对中国股份制企业发展的调查与分析[J]. 管理世界, 1994, (04): 141-151+219-220