

中国式员工持股计划与公司违规:监督者抑或合谋者

洪峰¹,陈晓艳¹,田园²

(1. 北方工业大学 经济管理学院,北京 100144;2. 安徽财经大学 会计学院,安徽 蚌埠 233030)

[摘要]以我国员工持股计划重启为背景,以2011—2019年A股上市公司为样本,验证员工持股计划对公司违规的影响。结果显示,员工持股计划降低了公司违规概率与频率。机制检验发现,员工持股计划一方面通过促进中小股东投票与委派董事涉入公司内部治理,另一方面通过信息传递提升独立董事履职效率并增加分析师跟踪。进一步地,区分违规类型后发现,员工持股计划的抑制作用主要存在于信息披露违规与一般违规;区分员工持股计划方案后发现,员工持股规模高、锁定期长、高购买折价、无杠杆、无控股股东担保或兜底、无业绩条件的员工持股计划对公司违规的抑制更显著。经济后果分析发现,员工持股计划对公司违规的监督能够抑制股价崩盘风险。研究结论从公司违规角度验证了员工持股计划的监督者角色,为我国员工持股计划实施效果提供了新的经验证据。

[关键词]员工持股计划;公司违规;内部治理;信息传递;经济后果;公司治理;分析师跟踪

[中图分类号]F271 **[文献标志码]**A **[文章编号]**2096-3114(2024)01-0056-11

一、引言

2014年6月,证监会颁布《关于上市公司实施员工持股计划试点的指导意见》(下称《指导意见》),对员工持股计划的实施细则进行了规定,这标志着在我国停滞已久的员工持股计划重启。明确的规则推动了员工持股计划在我国的实践,企业纷纷试水。根据万得数据库的统计,截至2019年底,我国已有670家上市公司实施了920项员工持股计划,涉及资金规模超过1600亿元,持股超过140亿股,近40万员工参与。员工持股计划已成为我国企业中较为常见的激励方式。然而到目前为止,我国新时期员工持股计划实施效果的研究证据较为有限,且研究结论并不统一。部分研究认为,员工持股计划借助资本市场的财富效应调动员工积极性,能够实现企业与员工的利益协同。比如员工持股计划能够引起积极的资本市场反应^[1]、促进企业创新^[2]。然而,也有研究发现,员工持股计划可能诱发新的代理问题,比如加剧盈余管理^[3]、巩固内部人防御^[4]。本轮员工持股计划重启是缓解了公司内部的利益冲突,还是助长了公司代理问题,还需要更多的经验证据。

本文选择公司违规作为研究员工持股计划实施效果的视角,其原因在于:第一,作为新兴市场国家,我国资本市场法治建设尚不完善,公司违规事件频繁发生。统计表明,本文的样本期间内,违规公司占比为23.8%,单个公司年度违规次数最高达到8次。公司违规打击投资者信心、干扰资本市场运行,因此有必要探讨如何有效遏制公司违规。第二,对于公司违规,管理层往往扮演着决策者的角色,而员工则承担着执行者的角色。即使没有直接参与,但作为深刻理解公司业务的内行人,员工也是公司违规的知情者。研究员工持股计划如何影响公司违规,能为员工持股计划的实施效果提供更为直接的证据。员工持股计划的实施效果既取决于该项机制本身的特点,也与不同国家的制度背景相关。员工持股计划发源于美国,其是一种享受税收优惠的退休金计划。然而,与美国不同,我国的员工持股计划既不属于退休金计划,也不

[收稿日期]2023-05-16

[基金项目]国家社会科学基金一般项目(19BGL071)

[作者简介]洪峰(1982—),男,安徽黄山人,北方工业大学经济管理学院副教授,博士,主要研究方向为公司治理与高管薪酬,邮箱:hongfeng1982810@sina.com;陈晓艳(1990—),女,河南商丘人,北方工业大学经济管理学院讲师,博士,主要研究方向为企业可持续发展;田园(1977—),女,安徽滁县人,安徽财经大学会计学院副教授,博士,主要研究方向为资本市场财务与会计问题。

存在明显的税收优惠。其在功能定位上与美国式员工持股计划的福利性质迥然相异。中国式员工持股计划更接近一种长期激励工具,通过员工认购股票实现员工利益协同与民主管理。功能定位上的不同也造成实施方式上的差异。具体来说,一方面,与覆盖全体员工、投票权分散行使、仅关注收益分享的美国式员工持股计划不同,中国式员工持股计划聚焦关键少数员工、投票权集中行使、支持员工参与内部治理,这有助于形成员工监督公司违规的动力优势、组织优势与信息优势,并畅通公司信息的内外部传递。另一方面,相较于美国式员工持股计划的长锁定期与无偿授予,中国式员工持股计划锁定期短、股价保护弱、允许控股股东涉入,这可能导致员工与管理层合谋,并干扰公司信息的内外部传递。中国式员工持股计划是促使员工成为公司违规的监督者,还是导致员工成为公司违规的合谋者,这是一个有待验证的实证问题。基于此,本文借助我国员工持股计划重启的政策事件,对其与公司违规的关系进行分析。

本文的边际贡献在于:第一,补充我国员工持股计划实施效果的研究。本文对比中美员工持股计划的制度背景,并从监督者与合谋者的辩证视角构建员工持股计划影响公司违规的理论框架。本文既对员工持股计划的理论进行本土化,又补充我国员工持股计划实施效果领域的文献。第二,进一步打开员工持股计划对公司违规影响机制的“黑箱”。区别于现有文献^[5-6],本文回应了员工持股计划如何联合或激发其他治理方的力量,进而降低代理成本,完善公司信息环境。基于“员工持股计划-内部治理与信息传递-公司违规”的分析框架,本文分析了员工持股计划是否在股东大会与董事会层面发挥内部治理作用,并分析员工持股计划如何影响公司内外部信息传递。研究结论有助于明晰员工持股计划对公司违规的影响机制。第三,为监管层优化员工持股计划实施细则提供参考。一般认为,证监会颁布的《指导意见》属于原则性宣示,对于员工持股计划方案给予上市公司较大的自择空间。本文进一步展示不同计划对公司违规的差异影响。研究结论既能够总结员工持股计划的最优实践,也为监管层评估政策效果、细化实施细则提供参考。

二、理论分析与研究假说

(一) 监督者假说

作为重要的内部治理力量,员工持股计划监督公司违规具备动力优势、组织优势与信息优势。动力优势方面,首先,在实施之前,员工只领取固定薪酬,没有经济激励去监督公司违规。而在实施之后,员工被赋予股东身份,员工收益与公司业绩捆绑。尽管公司违规可能带来一时之利,但也增大了公司被监管处罚的风险,这也与员工偏低的风险分散能力与偏保守的风险态度相违背^[7]。由于员工需要承担公司的经营风险,出于维护出资安全,员工有动力监督公司违规。除了经济激励,员工持股计划还能够增大员工对公司的心理所有权^[8],表现为员工对组织承诺的提升^[9]、员工离职率的降低^[10]。公司违规对员工的职业安全产生负面影响,并损害公司长期利益,员工有动力监督公司违规。组织优势方面,首先,与仅关注收益分享、不重视内部治理参与的美国式员工持股计划不同^[11],我国支持员工有效参与内部治理。依据《指导意见》,员工持股计划持股上限为公司股本总额的10%。《公司法》规定,持股10%以上的股东有权召集临时股东大会,持股3%以上的股东拥有在股东大会的提案权,提案内容包括提名董事。现行制度为员工通过股东大会提案或投票、争取董事席位监督公司违规提供了股权保障。其次,与美国多采取员工分散投票的方式不同,我国的员工持股计划一般由员工持股管理委员会集中管理,并代表员工或授权资产管理机构集中行使股东权利^[12]。员工持股计划可以先整合员工股东的意见和投票权,而后将员工和股东的意见作为一个整体发声。即便在我国上市公司股权较为集中的情况下,员工持股计划仍能够发挥关键少数票的作用。最后,信息优势方面,与美国普惠式的全员持股不同,我国的员工持股计划主要覆盖对公司发展有重大影响的高管人员、技术人员和业务骨干等。这些员工往往对公司的战略、业务、资源、前景等有着深刻理解,他们掌握着较多的公司经营信息。并且,员工持股计划可以加强员工之间的信息沟通,促进员工共享彼此掌握的私有信息,这有利于消除“信息孤岛”,放大员工的信息优势^[13]。员工持股后,其更有能力参与

内部治理,进而促使员工的信息优势转变为对公司违规的监督优势。

如果员工成为监督者,员工持股计划将畅通信息的内外部传递,降低公司信息不对称。内部信息传递层面,作为具有信息优势的重要治理力量,员工是内部其他治理方获取公司信息的重要来源。员工持股计划有助于构建正式的信息传递机制,提升内部其他治理方对公司违规的监督。比如依托股东大会与董事会等内部治理机构,员工掌握的公司经营信息能够与其他中小股东与独立董事共享。而且由于员工更了解公司的实际管理和经营状况,其意见和主张也更容易被接受和采纳。外部信息传递层面,员工持股计划具有信号效应,能够提升公司的社会关注度,增强公司违规的外部监督。首先,拥有信息优势的员工自愿参与员工持股计划能够吸引分析师和投资者关注,降低投资者与公司之间的信息不对称。同时,员工持股计划方案及后期变更均需要披露,其蕴含的授予规模、授予人员、授予价格、存续期变更等信息有助于分析师和投资者了解公司经营信息,进而强化其对公司违规的监督。基于此,本文提出假说 1a:

假说 1a:基于监督者假说,员工持股计划抑制公司违规。

(二) 合谋者假说

员工持股计划在使员工分享公司剩余的同时,也使得员工收益与股价挂钩。当公司违规有利于短期股价时,员工可能成为公司违规的合谋者。首先,与美国普遍持有至退休不同,我国的员工持股计划在满足最低 12 个月的锁定期后,可以按照约定的方式上市交易。较短的锁定期使得股价波动所产生的收益与损失快速反映在账户中。此时,员工可能没有耐心提升公司长期业绩,而是追求落袋为安。这会助长员工的短期视野,从而消解员工的监督动力,转而与管理层合谋追逐推升短期股价。其次,与美国式的无偿授予不同,我国推出的员工持股计划中,员工大多需要根据授予价格购买。依据《指导意见》,如果股票来源于二级市场回购,授予价格基本等同于市价;如果选择非公开发行,授予价格为公告日前 20 天平均股价的 90%。较小的股价保护使得员工对股价下行的容忍度较低。为了规避股价下行,员工可能包庇甚至纵容管理层操纵短期股价的违规行为。最后,《指导意见》对控股股东为员工提供资金、贷款担保以及风险兜底未设置禁止性规定。控股股东能够通过上述方式深度参与员工持股计划。控股股东参与员工持股计划有助于其“赎买”员工,员工也由于受惠于人而丧失对公司违规的监督能力。

如果员工成为合谋者,员工持股计划将扰乱信息的内外部传递,加剧公司信息不对称。首先,如果未实施员工持股计划,由于员工不能分享违规收益却要承担违规的潜在成本,因此最接近违规行为的员工往往成为公司违规的举报者^[14]。而在实施员工持股计划之后,举报公司违规会导致公司股价下行,不利于员工持股收益。考虑到我国员工持股计划锁定期偏短、股价保护较弱,员工可能更关注短期股价而非长期价值,从而选择与管理层合谋。此时,内部举报的通道将被阻碍,这不利于公司违规的及时揭露。其次,合谋导致管理层更有动机进行盈余管理。在我国控股股东深度参与背景下,当股价接近甚至跌破授予价格时,控股股东需要为员工持股计划提供增信资金,甚至需要承担员工损失。为了防止触发担保与兜底条款,控股股东有动机和压力通过盈余管理提升股价,而员工也倾向于支持控股股东。最后,如果员工与管理层合谋,员工持股计划将有助于巩固管理层的控制权,来自资本市场的并购压力将被削弱。如此,管理层更可能实施满足内部人利益但危害外部投资者利益的违规行为,且更容易隐瞒“坏消息”,减少公司的自愿性信息披露^[15]。基于此,本文提出假说 1b:

假说 1b:基于合谋者假说,员工持股计划诱发公司违规。

三、研究设计

(一) 模型与变量

为了验证员工持股计划与公司违规之间的关系,本文借鉴 Bertrand 和 Mullainathan 提出的双重差分模型作为基准模型^[16],构建如下模型(1):

$$Fraud_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 ESOP_{i,t} + \beta_2 PostESOP_{i,t} + \sum Controls + \sum Industry + \sum Year + \varepsilon \quad (1)$$

Fraud 为公司违规的变量,参考 Khanna 等的做法^[17],本文分别使用是否违规 (*Fraud_Dum*) 和违规次数 (*Fraud_Freq*) 衡量。*ESOP* 为是否推出员工持股计划的变量。如果公司在样本期间推出了员工持股计划,则 *ESOP* 取 1,否则取 0。*PostESOP* 为推出员工持股计划的时间变量,若该年度公司推出或存在员工持股计划取 1,否则取 0。针对虚拟变量 *Fraud_Dum*,使用 Probit 模型;针对计数变量 *Fraud_Freq*,使用 Poisson 模型。

借鉴 Khanna 等、孟庆斌等的做法^[17-18],本文在模型中加入以下控制变量:盈利性 (*ROA*)、公司规模 (*Size*)、财务杠杆 (*Lev*)、现金流 (*Cash*)、成长性 (*BM*)、换手率 (*Turnover*)、波动率 (*Volatility*)、上市年龄 (*Age*)、产权性质 (*SOE*)、董事会规模 (*BoardSize*)、董事会会议次数 (*Meeting*)、股权集中度 (*TOP1*)、独立董事比例 (*IndRatio*)、两职合一 (*Dual*)、机构投资者持股比例 (*Institution*)、管理层持股比例 (*MShare*)、审计质量 (*Big4*)、行业信心 (*Tqmed*)。本文还控制了行业和年度效应。变量定义见表 1。

(二) 样本与数据

新时期员工持股计划的开展从 2014 年开始,为了保证存在实施前后的数据,并考虑到 2020 年企业经营受新冠疫情影响较大,本文选择 2011—2019 年所有 A 股上市公司为初始研究样本。员工持股计划数据来源于万得数据库,其余变量数据来源于国泰安数据库。借鉴周冬华等的做法^[2],对样本进行如下筛选与整理:(1)同一家公司多次公告员工持股计划方案,仅保留第一次公告;(2)剔除股东大会未通过或停止实施员工持股计划的公司;(3)剔除金融业公司;(4)剔除 ST 类的公司;(5)剔除变量存在数据缺失的公司;(6)为克服离群值的影响,对所有连续变量进行上下 1% 的 Winsorize 处理。经过上述处理,得到 21676 个公司-年度样本。

由于公司是否实施员工持股计划并不是随机的,而是受到某些因素影响的自选择过程,不加以处理将会导致估计结果有偏,因此本文使用倾向得分匹配法(PSM)将对照组样本进行筛选:首先,参考孟庆斌等的做法^[19],选取了公司实施员工持股计划前一年的以下特征变量作为可观测变量,包括总资产收益率 (*ROA*)、公司规模 (*Size*)、财务杠杆 (*Lev*)、现金流 (*Cash*)、成长性 (*BM*)、上市年龄 (*Age*)、产权性质 (*SOE*)、股权集中度 (*TOP1*)、独立董事比例 (*IndRatio*)、机构投资者持股比例 (*Institution*)、管理层持股比例 (*MShare*)、换手率 (*Turnover*)、波动率 (*Volatility*) 以及行业 (*Industry*)。然后,通过 Logistic 回归得到每个观测值的倾向性得分。最后采用 1:1 有放回近邻匹配为处理组样本匹配对照组。最终得到基于 PSM 法下的对照组样本。经过整理,获得 6107 个公司-年度数据。

表 1 变量定义

类型	符号	计算方法
公司违规变量	<i>Fraud_Dum</i>	公司当年存在违规行为,取值为 1,否则为 0
	<i>Fraud_Freq</i>	公司当年的违规次数
员工持股计划变量	<i>ESOP</i>	公司在样本期间推出了员工持股计划,取值为 1,否则为 0
	<i>PostESOP</i>	公司推出或存在员工持股计划的年度取 1,否则取 0
控制变量	<i>ROA</i>	公司当年净利润/期末总资产
	<i>Size</i>	期末总资产的自然对数
	<i>Lev</i>	公司负债/总资产
	<i>Cash</i>	货币资金与交易性金融资产之和/总资产
	<i>BM</i>	公司账面市值比
	<i>Turnover</i>	股票年换手率
	<i>Volatility</i>	股票日收益率的标准差
	<i>Age</i>	公司上市的年限
	<i>SOE</i>	国有控股公司,取值为 1,否则为 0
	<i>BoardSize</i>	董事会人数的自然对数
	<i>Meeting</i>	董事会会议次数的自然对数
	<i>Top1</i>	第一大股东持股比例
	<i>IndRatio</i>	独立董事总人数/董事会总人数
	<i>Dual</i>	董事长兼任总经理,取值为 1,否则为 0
	<i>Institution</i>	机构投资者持股比例
<i>MShare</i>	管理层持股比例	
<i>Big4</i>	公司聘请国际四大审计师事务所时,取值为 1,否则为 0	
<i>Tqmed</i>	年末同行业所有公司 Tobin Q 的中位数	

四、实证结果

(一) 描述性统计

表 2 报告了变量的描述性统计结果。结果显示,样本中有约 23.5% 的公司发生违规行为,且年平

均违规次数为 0.378 次,最大违规次数为 8 次。样本期间平均有 39.4% 的公司推出或存在员工持股计划。其他变量的分布均在合理范围。

(二) 基准回归

表 3 报告了员工持股计划与公司违规的基准回归结果。列(1)、列(2) 采用全样本进行回归, *PostESOP* 的系数分别为 -0.038 和 -0.058,且在 5% 和 1% 的水平上显著。列(3)、列(4) 采用匹配样本进行回归, *PostESOP* 的系数分别为 -0.116 和 -0.178,且在 5% 和 1% 的水平上显著。结果表明,员工持股计划降低了公司违规的概率与频率,且这种负向关系比较稳定。假说 1a 提出的监督者假说得到了验证。本文还验证了上述关系在经济意义上的显著性,基于匹配样本的回归结果,当 *PostESOP* 的标准差每增加 1%,*Fraud_Dum* 相对于其平均值下降 24.08%,*Fraud_Freq* 相对于其平均值下降 22.98%。员工持股计划在抑制公司违规方面呈现出经济显著性。

(三) 稳健性检验^①

1. 替代性解释排除。基准回归中,我们以公司违规的数据为样本,其隐含的假设是所有公司违规均已被稽查出来。然而,由于各种因素的限制,公司违规并不能完整、及时地被稽查出来,这导致观测样本是有限的。因此,员工持股计划对公司违规的抑制也可能是员工与管理层合谋的结果,表现为违规倾向的增大,但是由于员工包庇使得违规行为难以被稽查。为了排除这一替代性解释,本文参考 Khanna 等的做法^[17],采用 Bivariate Probit 的估计方法,进一步将公司是否违规(*Fraud_Dum*) 分解为违规倾向(*Fraud_Act*) 和违规稽查(*Fraud_Det*)。结果表明,*PostESOP* 分别与 *Fraud_Act*、*Fraud_Det* 在 1% 与 10% 的水平上显著负相关与正相关。说明员工持股计划显著抑制了公司违规倾向,同时提升了违规被稽查的概率。这一结果仍然支持监督者假说,从而排除了替代性解释。

2. 平行趋势检验。为了验证平行趋势假设,设置虚拟变量 *PostESOP*(-2)、*PostESOP*(-1)、*PostESOP*(0)、*PostESOP*(1)、*PostESOP*(2)、*PostESOP*(≥3),上述变量分别在公司推出员工持股计划前二年、前一年、当年、后一年、后两年、三年及以后的情况下取 1。结果显示,*PostESOP*(-2)、*PostESOP*(-1) 的系数均不显著,说明实施组与对照组的违规概率与频率在员工持股计划推出前不存在显著差异。*PostESOP*(0)、*PostESOP*(1) 的系数均为负,但不显著。*PostESOP*(2)、*PostESOP*(≥3) 的系数均显著为负。以上结果说明在实施员工持股计划之后,实施组的违规概率与频率低于对照组,但其影响存在平均 2 年的

表 2 描述性统计

变量	均值	中位值	最大值	最小值	标准差
<i>Fraud_Dum</i>	0.235	0	1	0	0.424
<i>Fraud_Freq</i>	0.378	0	8	0	0.843
<i>ESOP</i>	0.483	0	1	0	0.499
<i>PostESOP</i>	0.394	0	1	0	0.488
<i>ROA</i>	0.054	0.054	0.248	-0.220	0.072
<i>Size</i>	22.396	22.214	26.146	19.806	1.253
<i>Lev</i>	0.419	0.412	0.905	0.053	0.199
<i>Cash</i>	0.168	0.138	0.639	0.016	0.115
<i>BM</i>	0.600	0.590	1.141	0.116	0.245
<i>Turnover</i>	-0.065	-0.045	3.683	-3.614	1.318
<i>Volatility</i>	0.064	0.058	0.150	0.025	0.026
<i>Age</i>	9.528	8	25	1	6.448
<i>SOE</i>	0.155	0	1	0	0.362
<i>BoardSize</i>	2.105	2.197	2.708	1.609	0.197
<i>Meeting</i>	2.287	2.302	3.178	1.386	0.385
<i>Top1</i>	0.308	0.289	0.744	0.087	0.137
<i>IndRatio</i>	0.379	0.363	0.571	0.333	0.054
<i>Dual</i>	0.680	1	1	0	0.466
<i>Institution</i>	0.375	0.365	0.904	0.003	0.245
<i>MShare</i>	0.177	0.082	0.681	0	0.201
<i>Big4</i>	0.056	0	1	0	0.230
<i>Tqmed</i>	1.738	1.554	2.732	1.024	0.444

表 3 基准分析

	全样本		PSM 匹配样本	
	(1) <i>Fraud_Dum</i>	(2) <i>Fraud_Freq</i>	(3) <i>Fraud_Dum</i>	(4) <i>Fraud_Freq</i>
<i>ESOP</i>	-0.034 (-1.04)	-0.070* (-1.76)	-0.047 (-0.68)	-0.048 (-0.57)
<i>PostESOP</i>	-0.038** (-2.51)	-0.058*** (-2.76)	-0.116** (-2.26)	-0.178*** (-2.63)
<i>Controls</i>	控制	控制	控制	控制
<i>Industry/Year</i>	控制	控制	控制	控制
常数项	-0.253 (-0.73)	-0.167 (-0.40)	-0.209 (-0.31)	-0.769 (-0.97)
N	21676	21676	6107	6107
R ²	0.058	0.072	0.070	0.090

注:括号内为 Z 值,*、**、*** 分别表示在 10%、5% 和 1% 的水平下显著。下同。

①限于篇幅,未列示稳健性检验表格,留存备案。

滞后期。总体来看,模型(1)符合平行趋势假设,具有一定的有效性。

3. 内生性处理。基准结果受到反向因果所带来的内生性影响,即违规行为少的公司更可能成功实施员工持股计划,本文采用2SLS两阶段模型缓解这一内生性问题。借鉴Chang等的做法^[20],选取同省份不同行业公司当年是否实施员工持股计划的均值作为工具变量。结果显示,*PostESOP*分别在10%与1%的水平上显著为负。说明在控制了内生性之后,本文的结论仍然稳健。

4. 模型、样本、变量敏感性测试。本文对基准分析还做以下的敏感性测试:(1)采用公司层面固定效应模型控制不随时间变化且无法观测的重要遗漏变量的影响。结果显示,*PostESOP*分别在10%与5%的水平上显著为负。(2)考虑到部分违规行为从发生到被披露可能存在较长的时间间隔,本文删除2018年和2019年两年样本重新检验,以降低部分公司发生违规行为但尚未被披露的偏差。结果显示,*PostESOP*均在5%的水平上显著为负。(3)公司从违规发生到被稽查公告往往间隔一段时间,如果员工持股计划产生监督者的作用,那么间隔时间应当缩短。本文使用公司每年所有违规行为从违规到被查处的时间间隔中位数衡量违规查处时间。结果显示,*PostESOP*的系数在1%的水平上显著为负,表明员工持股计划显著缩短违规查处时间,结论仍支持监督者假说。

五、影响机制分析

(一) 内部治理机制

1. 股权治理。一般认为,与大股东相比,中小股东由于持股比例较低,而且缺乏决策所需的充分信息,因此,其直接参与股东大会投票的积极性不高,往往倾向于“搭便车”或“用脚投票”^[21]。然而,与一般的中小股东相比,员工由于直接参与公司经营,其具有投票的信息优势与更强的投票动机。更重要的是,员工投票的积极主义有助于形成群体心理,这能够促使中小股东形成利益联盟^[22],从而成为其他中小股东参与股东大会投票的“催化剂”。在我国上市公司股权结构从原来“一股独大”向“股权分散”加速转变的大背景下,包括员工在内的中小股东能够在股东大会上否决涉嫌侵害中小股东利益的各类提案,从源头上抑制公司违规。理论上,员工持股计划可以通过促进中小股东投票抑制公司违规。借鉴李姝等的做法^[23],本文使用参与投票的中小股东股份数占公司总股份数的比例(*Voting*)衡量中小股东投票。其中,参与投票的中小股东股份数以出席股东大会的总股份数与持股5%以上股东的总股份数的差额衡量,公司总股份数以最近一季度的公司总股份数衡量。检验模型上,参照江艇的做法^[24],将模型(1)中的被解释变量替换为中介变量,然后进行回归。表4列(1)的结果显示,*PostESOP*的系数在1%的水平上显著为正,表明员工持股计划能够促进中小股东投票,提升中小股东对公司违规的治理。

2. 董事会治理。实施员工持股计划后,员工拥有提名与委派董事的权利。相应地,董事会将形成多个利益集团相互制衡的格局,从而抑制控股股东“一言堂”行为。祝继高等的研究表明,非控股股东提名与委派的董事是强有力的监督者^[25]。当董事会议案涉嫌违规时,员工董事可以投反对票进行监督。理论上,员工持股计划可以通过委派董事监督公司违规。基于此,本文用员工董事人数占董事会总人数的比例衡量委派董事情况(*Director*),以此验证委派董事的中介效应。表4列(2)的结果表明,*PostESOP*的系数在1%的水平上显著为正,说明员工持股计划能够提高董事会中员工董事占比,提升员工董事对公司违规的治理。

(二) 信息传递机制

1. 内部信息传递。独立董事能够履行监督职能,防范公司违规。独立董事履职的基础为全面详尽的公司内部信息。然而,独立董事平时不参与公司经营,可能与控股股东或与管理层之间存在信息不对称,进而影响其履职效率。为了维护包括员工股东在内的中小股东的利益,独立董事有动机与存在信息优势的员工股东沟通公司信息。如果员工持股计划派出员工董事,独立董事与员工董事则能形成正式且稳定的沟通渠道,这将进一步弥补独立董事的信息劣势,强化独立董事对公司违规的监督。理论上,员工持股计划通过提升独立董事履职效率抑制公司违规。对于独立董事履职效率,借鉴杜兴强等的做

法^[26],本文使用独立董事异议(*Veto*)衡量。如果独立董事出具“反对”“提出异议”两种类型的意见,则 $Veto = 1$ 。表4列(3)的结果表明,*PostESOP*的系数在5%的水平上显著为正,说明员工持股计划能够提高独立董事异议概率,提升独立董事对公司违规的治理。

2. 外部信息传递。作为投资者与上市公司之间的重要信息中介,分析师通过现场调研、定期走访与公开资料研读等方式挖掘与分析上市公司信息,这使得分析师相较于一般投资者,能够更及时发现公司违规。在分析师跟踪的威慑下,大股东与管理层将收敛自身违规倾向^[27]。目标公司分析成本会影响分析师跟踪意愿。员工持股计划能够向分析师传递公司内部信息,进而降低分析成本。首先,员工持股计划方案具有信号效应,其中包含的持股规模、授予价格等信息能够降低分析师预测成本。其次,员工持股计划锁定期与存续期后的变化能够反映内部人对公司业绩的预期,这也能够为分析师判断公司业绩提供增量信息。员工持股计划能够向分析师传递公司内部信息,进而吸引分析师跟踪。理论上,员工持股计划通过增加分析师跟踪抑制公司违规。对于分析师跟踪(*Analyst*),定义 $Analyst = \ln(1 + \text{分析师跟踪人数})$ 。表4列(4)表明,*PostESOP*的系数在1%的水平上显著为正,说明员工持股计划能够提高分析师跟踪,提升分析师对公司违规的治理。

表4 影响机制检验

	内部治理		信息传递	
	(1) <i>Voting</i>	(2) <i>Director</i>	(3) <i>Veto</i>	(4) <i>Analyst</i>
<i>ESOP</i>	-0.003 (-0.60)	-0.003 (-0.48)	0.001 (0.45)	0.288*** (4.97)
<i>PostESOP</i>	0.008*** (3.27)	0.009*** (2.89)	0.002** (2.30)	0.209*** (3.33)
<i>Controls</i>	控制	控制	控制	控制
<i>Industry/year</i>	控制	控制	控制	控制
常数项	0.229*** (3.24)	-0.256*** (-2.85)	-0.008 (-0.28)	-13.312*** (-17.91)
N	6107	6107	6107	6107
R ²	0.087	0.045	0.010	0.455

六、进一步分析

(一) 区分违规类型

1. 按违规内容划分。参考孟庆斌等的做法^[18],按违规内容将公司违规划分为信息披露违规、公司经营违规和公司领导人违规。表5列(1)、列(4)结果显示,对于信息披露违规,*PostESOP*的系数分别在5%和1%的水平上显著为负。列(2)、列(3)、列(5)、列(6)结果显示,对于经营违规与领导人违规,*PostESOP*的系数均为负,但不显著。SUE检验结果显示,信息披露违规组与经营违规组、领导人违规组的组间差异均显著。由此可见,员工持股计划的实施主要抑制了信息披露违规。

表5 基于违规内容的异质性分析

	<i>Fraud_Dum</i>			<i>Fraud_Freq</i>		
	(1)信息披露违规	(2)经营违规	(3)领导人违规	(4)信息披露违规	(5)经营违规	(6)领导人违规
<i>ESOP</i>	-0.050 (-0.66)	-0.016 (-0.10)	-0.089 (-0.98)	-0.119 (-1.10)	-0.011 (-0.03)	-0.144 (-0.88)
<i>PostESOP</i>	-0.135** (-2.37)	-0.062 (-1.37)	-0.072 (-0.74)	-0.250*** (-2.75)	-0.272 (-1.55)	-0.089 (-0.51)
<i>Controls</i>	控制	控制	控制	控制	控制	控制
<i>Industry/Year</i>	控制	控制	控制	控制	控制	控制
常数项	-1.610** (-1.99)	-5.664*** (-3.83)	-1.074 (-1.17)	-0.913 (-0.90)	-25.935 (-0.06)	-2.361 (-1.38)
N	6107	5844	6107	6107	6107	6107
R ²	0.084	0.135	0.042	0.098	0.179	0.041
经验P值	0.013**		0.004***	0.071*		0.000***

注:经验P值分别列示了信息披露违规组与经营违规组、信息披露违规组与领导人违规组的系数组间差异。

2. 按违规处罚程度划分。参考梁上坤等的做法^[28],按违规处罚程度将公司违规划分为一般违规

与严重违规。表6的结果显示, *PostESOP* 的系数在两组中均显著为负,且在一般违规组中显出更高的系数绝对值与显著性。SUE 检验结果显示这种差异分别在 10% 与 5% 的水平上显著。由此可见,员工持股计划对于一般违规与严重违规的发生概率与发生频率均产生了抑制。且相比于严重违规,员工持股计划对于一般违规的抑制作用更加显著。

(二) 区分员工持股计划方案

1. 员工持股规模。根据《指导意见》,员工持股计划的参与对象包括管理层与员工。为了观察员工持股规模的影响,我们依据员工持股计划持股比例与员工认购比例的乘积计算员工持股规模。根据其中心位数,将高于中心位数的,定义为高员工持股规模。表7列(1)至列(4)的结果表明, *PostESOP* 的系数在两组中均显著为负,且在高员工持股规模组中显出更高的系数绝对值与显著性。SUE 检验结果显示这种差异分别在 1% 与 5% 的水平上显著。结果表明,高员工持股规模有助于提升员工持股计划的监督效应。

表6 基于违规处罚程度的异质性分析

	<i>Fraud_Dum</i>		<i>Fraud_Freq</i>	
	(1) 一般违规	(2) 严重违规	(3) 一般违规	(4) 严重违规
<i>ESOP</i>	-0.148 (-1.08)	-0.095 (-1.16)	-0.200 (-0.86)	-0.111 (-0.93)
<i>PostESOP</i>	-0.295** (-2.34)	-0.135* (-1.66)	-0.561*** (-2.73)	-0.207** (-2.11)
<i>Controls</i>	控制	控制	控制	控制
<i>Industry/Year</i>	控制	控制	控制	控制
常数项	-1.448 (-1.15)	-1.518* (-1.88)	-2.180 (-1.04)	-2.547** (-2.22)
N	5651	5732	5738	5738
R ²	0.111	0.091	0.124	0.099
经验 P 值	0.073*		0.032**	

表7 持股规模与资金杠杆的影响

	<i>Fraud_Dum</i>		<i>Fraud_Freq</i>		<i>Fraud_Dum</i>		<i>Fraud_Freq</i>	
	(1) 低规模	(2) 高规模	(3) 低规模	(4) 高规模	(5) 非杠杆型	(6) 杠杆型	(7) 非杠杆型	(8) 杠杆型
<i>PostESOP</i>	-0.061** (-2.13)	-0.347*** (-3.03)	-0.153** (-2.03)	-0.371*** (-2.76)	-0.271*** (-3.62)	-0.041 (-1.36)	-0.317*** (-3.87)	-0.135 (-1.43)
经验 P 值	0.006***		0.035**		0.002***		0.004***	

2. 资金杠杆。《指导意见》规定了员工持股计划的资金来源为员工的合法薪酬以及法律、行政法规允许的其他方式。根据是否存在资金杠杆,我们将存在股东或实际控制人借款、向第三方融资的计划归类为杠杆型计划。表7列(5)至列(8)的结果表明,在非杠杆型组中, *PostESOP* 的系数均显著为负;在杠杆型组中, *PostESOP* 的系数为负但不显著。SUE 检验结果显示这种差异均在 1% 的水平上显著。由此可见,当不存在资金杠杆时,员工的风险暴露水平较低,这降低了员工的短期股价关注,增强员工持股计划对公司违规的监督效应。

3. 购买折价。根据《指导意见》,员工持股计划的股票主要来源于二级市场购买与认购非公开发行股票。非公开发行的认购价格为公告日前 20 天平均股价的 90%,二级市场购买可以通过市场择时、大宗交易等方式获得一定的价格优惠。借鉴孟庆斌等的做法^[19],根据(平均认购价格 - 公告日前 20 天股价均值)/公告日前 20 天股价均值计算购买折价,并基于其中位数将样本划分为高折价组与低折价组。表8列(1)至列(4)的结果表明,在高折价组中, *PostESOP* 的系数均显著为负;在低折价组中, *PostESOP* 的系数为负但不显著。SUE 检验结果显示这种差异在 1% 与 10% 的水平上显著。结果表明,当购买折价较高时,员工能够获得较强的价格保护,这降低了员工的短期股价关注,增强员工持股计划对公司违规的监督效应。

4. 锁定期。《指导意见》规定的锁定期不得低于 12 个月,以非公开发行方式实施员工持股计划的,锁定期不得低于 36 个月。我们根据锁定期中位数,将高于中位数的定义为长锁定期计划。表8列(5)至列(8)的结果表明, *PostESOP* 的系数在长锁定期的样本中显著为负,在短锁定期的样本中为负,但不显著。SUE 检验结果显示这种差异分别均在 5% 的水平上显著。可见延长锁定期有利于绑定员工收益与企业价值,增强员工持股计划对公司违规的监督效应。

表 8 认购价格与锁定期的影响

	Fraud_Dum		Fraud_Freq		Fraud_Dum		Fraud_Freq	
	(1) 低折价	(2) 高折价	(3) 低折价	(4) 高折价	(5) 短锁定期	(6) 长锁定期	(7) 短锁定期	(8) 长锁定期
<i>PostESOP</i>	-0.043 (-1.57)	-0.376 ** (-2.54)	-0.146 (-1.51)	-0.425 *** (-3.81)	-0.075 (-1.41)	-0.262 *** (-3.27)	-0.107 (-1.48)	-0.264 *** (-3.52)
经验 P 值	0.003 ***		0.082 *		0.027 **		0.043 **	

5. 控股股东担保或兜底。《指导意见》对控股股东参与员工持股计划未设置禁止性规定。实践中,部分上市公司为员工持股计划设置了控股股东担保或兜底条款。根据是否设置该条款,我们将样本划分为有担保或兜底的计划与无担保或兜底的计划。表 9 列(1)至列(4)的结果表明,*PostESOP* 的系数在无担保或兜底的样本中显著为负,在有担保或兜底的样本中为负但不显著。SUE 检验结果显示这种差异均在 10% 的水平上显著。可见设置担保或兜底削弱了员工对控股股东与管理层的制衡,不利于员工持股计划对公司违规的监督效应发挥。

6. 业绩条件。《指导意见》对员工持股计划是否设置业绩条件没有强制性要求。然而,仍有上市公司为员工持股计划设置业绩条件。根据是否设置业绩条件,我们将样本划分为有业绩条件的计划与无业绩条件的计划。表 9 列(5)至列(8)的结果表明,*PostESOP* 的系数在无业绩条件的样本中显著为负,在有业绩条件的样本中为负但不显著。SUE 检验结果显示这种差异分别在 10% 与 5% 的水平上显著。其可能原因为,我国员工持股计划的锁定期普遍较短,大部分方案仅仅满足 12 个月的最低锁定期要求。如果同时设置业绩条件,那么将会助长员工的短期视野,削弱员工持股计划对公司违规的监督效应。

表 9 控股股东涉入与业绩条件的影响

	Fraud_Dum		Fraud_Freq		Fraud_Dum		Fraud_Freq	
	(1)有担保 或兜底	(2)无担保 或兜底	(3)有担保 或兜底	(4)无担保 或兜底	(5)有业绩 条件	(6)无业绩 条件	(7)有业绩 条件	(8)无业绩 条件
<i>PostESOP</i>	-0.104 (-1.24)	-0.253 *** (-2.89)	-0.124 (-1.59)	-0.317 *** (-3.43)	-0.127 (-1.47)	-0.224 *** (-2.69)	-0.137 (-1.59)	-0.367 *** (-3.47)
经验 P 值	0.062 *		0.054 *		0.072 *		0.041 **	

(三) 监督效应的经济后果

前文的研究发现,员工持股计划对公司违规产生监督作用。沈华玉等的研究表明,公司违规与股价崩盘风险正相关^[29]。那么,员工持股计划是否通过抑制公司违规降低公司股价崩盘风险,本文进一步进行验证。结果如表 10 所示。列(1)中,*PostESOP* 与以股票负收益率偏态系数(*NCSKEW*)衡量的股价崩盘风险显著负相关,这与翟淑萍等的研究一致^[30]。进一步考虑中介效应后发现,如表 10 列(2)至列(5)所示,*PostESOP* 与 *Fraud_Dum*、*Fraud_Freq* 显著负相关,在控制了 *PostESOP* 之后,*Fraud_Dum*、*Fraud_Freq* 均与 *NCSKEW* 显著正相关。另外,Sobel 检验发现,*Z* 统计量均在 5% 的水平上显著。上述结果表明,员工持股计划能够通过抑制公司违规推进资本市场的平稳运行。

表 10 经济后果检验

	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)
	<i>NCSKEW</i>	<i>Fraud_Dum</i>	<i>NCSKEW</i>	<i>Fraud_Freq</i>	<i>NCSKEW</i>
<i>ESOP</i>	0.106 *** (3.12)	-0.047 (-0.68)	0.107 *** (3.16)	-0.048 (-0.57)	0.108 *** (3.18)
<i>PostESOP</i>	-0.019 ** (-2.51)	-0.116 ** (-2.26)	-0.012 * (-1.74)	-0.178 *** (-2.63)	-0.008 * (-1.92)
<i>Fraud_Dum</i>			0.070 *** (4.28)		
<i>Fraud_Freq</i>					0.061 *** (5.57)
Controls	控制	控制	控制	控制	控制
Industry/Year	控制	控制	控制	控制	控制
常数项	0.910 *** (2.79)	-1.131 (-1.54)	0.889 *** (2.73)	-1.708 ** (-2.03)	0.900 *** (2.76)
N	6107	6107	6107	6107	6107
R ²	0.097	0.070	0.099	0.090	0.102
Sobel <i>Z</i>		-1.999 **		-2.378 **	

七、结论性评述

本文以我国员工持股计划重启为背景,以2011—2019年A股上市公司为样本,验证了员工持股计划对公司违规的影响。结果表明,员工持股计划降低了公司违规概率与频率。机制检验发现,员工持股计划通过内部治理与信息传递两条路径对公司违规发挥监督作用,即员工持股计划通过促进中小股东投票与委派董事强化了股东大会与董事会对公司违规的监督;同时也通过促进员工掌握信息的内外部传递,提升了独立董事履职效率并增加了分析师跟踪。进一步地,区分违规类型后发现,员工持股计划的抑制作用主要存在于信息披露违规与一般违规;区分员工持股计划方案后发现,员工持股规模高、锁定期长、高购买折价、无杠杆、无控股股东担保或兜底、无业绩条件的员工持股计划对公司违规的监督作用更显著。经济后果分析发现,员工持股计划对公司违规的监督能够抑制股价崩盘风险。

本文的研究启示在于:第一,从立法初衷看,员工持股计划重启的主要目的在于通过引入员工这一第三级股东,形成国有股、非国有股、员工股相互制衡的股权结构,进而提升公司治理水平。本文发现实施员工持股计划能够使员工成为公司违规的监督者,并且其监督作用通过促进员工参与内部治理与公司信息内外部传递实现,这表明现阶段我国员工持股计划的实践能够达成立法初衷。第二,员工持股计划方案条款会影响其监督作用。对于监管层而言,应该进一步完善《指导意见》的制度细则。具体来说,为了促进员工有效参与内部治理,监管层应考虑对持股上限按照公司规模、行业等进行差异化规定,并同时给予员工在股利、资本利得方面的税收优惠,激励公司提升员工持股计划规模;为了发挥员工持股计划的长期激励作用,监管层可以适当提高锁定期要求,规范员工持股计划中对杠杆的使用;为了防止控股股东控制员工持股计划,监管层应进一步明确方案公告中关于控股股东为员工担保或兜底、一致行动人、表决权安排等信息的披露要求。对于上市公司而言,在制定员工持股计划方案时,应充分协调方案条款。比如在普遍要求员工自有资金出资的背景下,应给予员工一定的购股折价,控制员工的参与风险;在锁定期普遍偏短的情况下,应谨慎设置业绩条件,进而防范员工的短期行为。需要指出的是,员工持股计划对公司经营的影响是广泛而深远的,建立在公司违规上的结论不应被过度解读为员工持股计划的普适性。我们尚需从更多的维度分析员工持股计划对公司经营的影响,这也是我们今后研究的重点。

参考文献:

- [1]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.
- [2]周冬华,黄佳,赵玉洁. 员工持股计划与企业创新[J]. 会计研究,2019(3):63-70.
- [3]陈大鹏,施新政,陆瑶,等. 员工持股计划与财务信息质量[J]. 南开管理评论,2019(1):166-180.
- [4]郑志刚,雍红艳,黄继承. 员工持股计划的实施动机:激励还是防御[J]. 中国工业经济,2021(3):118-136.
- [5]张学志,李灿权,周梓洵. 员工持股计划、内部监督与企业违规[J]. 世界经济,2022(3):185-211.
- [6]于连超,刘强,毕茜. 员工持股计划对企业违规的治理效应研究[J]. 证券市场导报,2022(2):44-55.
- [7]Bova F, Dou Y, Hope O K. Employee ownership and firm disclosure[J]. Contemporary Accounting Research, 2015, 32(2):639-673.
- [8]Pierce J L, Kostova T, Dirks K T. Toward a theory of psychological ownership in organizations[J]. Academy of Management Review, 2001, 26(2):298-310.
- [9]Baker G P, Jensen M C, Murphy K J. Compensation and incentives: Practice VS. theory[J]. The Journal of Finance, 1988, 43(3):593-616.
- [10]Klein K J. Employee stock ownership and employee attitudes: A test of three models[J]. Journal of Applied Psychology, 1987, 72(2):319-332.
- [11]Logue J, Yates J. Modeling an employee ownership sector[J]. Peace Review, 2000, 2:243-249.

- [12] 裴亚洲. 员工持股计划参与上市公司治理的路径选择[J]. 河北学刊, 2015(1):197-200.
- [13] Hochberg Y V, Lindsey L. Incentives, targeting, and firm performance: An analysis of non-executive stock options[J]. The Review of Financial Studies, 2010, 23(11):4148-4186.
- [14] Dyck A, Morse A, Zingales L. Who blows the whistle on corporate fraud? [J]. Journal of Finance, 2010, 65(6):2213-2253.
- [15] 罗炜, 朱春艳. 代理成本与公司自愿性披露[J]. 经济研究, 2010(10):143-155.
- [16] Bertrand M, Mullainathan S. Is there discretion in wage setting? A test using takeover legislation[J]. RAND Journal of Economics, 1999, 30(3):535-554.
- [17] Khanna V, Kim E, Lu Y. CEO connectedness and corporate fraud[J]. Journal of Finance, 2015, 70(3):1203-1252.
- [18] 孟庆斌, 邹洋, 侯德帅. 卖空机制能抑制上市公司违规吗[J]. 经济研究, 2019(6):89-105.
- [19] 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]. 管理世界, 2019(11):209-228.
- [20] Chang X, Fu K, Low A, et al. Non-Executive employee stock options and corporate innovation[J]. Journal of Financial Economics, 2015, 115(1):168-188.
- [21] 胡茜茜, 朱永祥, 杜勇. 网络环境下中小股东的治理效应研究——基于代理成本视角[J]. 财经研究, 2018(5):109-120.
- [22] 郑志刚, 石丽娜, 黄继承, 等. 中国上市公司“小股民行动”现象的影响因素与经济后果[J]. 世界经济, 2019(1):170-192.
- [23] 李姝, 翟士运, 古朴. 非控股股东参与决策的积极性和企业技术创新[J]. 中国工业经济, 2018(7):155-173.
- [24] 江艇. 因果推断经验研究中的中介效应与调节效应[J]. 中国工业经济, 2022(5):100-120.
- [25] 祝继高, 叶康涛, 陆正飞. 谁是更积极的监督者: 非控股股东董事还是独立董事[J]. 经济研究, 2015(9):170-184.
- [26] 杜兴强, 殷敬伟, 赖少娟. 论资排辈、CEO任期与独立董事的异议行为[J]. 中国工业经济, 2017(12):151-169.
- [27] 郑建明, 黄晓蓓, 张新民. 管理层业绩预告违规与分析师监管[J]. 会计研究, 2015(3):50-56.
- [28] 梁上坤, 徐灿宇, 王瑞华. 和而不同以为治: 董事会断裂带与公司违规行为[J]. 世界经济, 2020(6):171-192.
- [29] 沈华玉, 吴晓晖. 上市公司违规行为会提升股价崩盘风险吗[J]. 山西财经大学学报, 2017(1):83-94.
- [30] 翟淑萍, 毛文霞, 刘梦晨. 员工持股计划的公司治理效应研究——基于股价大幅下跌风险的视角[J]. 金融论坛, 2022(6):45-54.

[责任编辑:高婷]

Chinese Employee Stock Ownership Plan and Corporate Fraud: Monitor or Colluder

HONG Feng¹, CHEN Xiaoyan¹, TIAN Yuan²

(1. School of Economics and Management, North China University of Technology, Beijing 100144, China;

2. School of Accounting, Anhui University of Finance and Economics, Bengbu 233030, China)

Abstract: This article uses data from A-share listed firms to examine the impact of employee stock ownership plan (ESOP) on corporate fraud. The results show that the ESOP can reduce the probability and frequency of corporate fraud. The mechanism test suggests that the ESOP improves the internal governance efficiency through promoting the voting of minority shareholders and appointing directors in the board. Meanwhile, The ESOP promotes the regulatory function of independent directors and increases the following of analysts through employees' information transfer. Furthermore, distinguishing the types of corporate fraud, the ESOP mainly reduces information disclosure fraud and minor fraud. Distinguishing the types of ESOP, the plans with higher scale of employee stock ownership, longer lock-up period, higher discount, no leverage, no guarantee or reassurance and no performance conditions inhibit corporate fraud more significantly. The economic consequences analysis shows that the monitoring of corporate fraud by ESOP can reduce the stock price crash risk. The conclusion verifies the monitoring role of ESOP from the perspective of corporate fraud and provides new empirical evidence for the economic consequences of ESOP.

Key Words: employee stock ownership plan; corporate fraud; internal governance; information transfer; economic consequence; corporate governance; analyst tracing