



员工股权激励与上市公司 经营绩效

| 杨华领◎著



清华大学出版社



员工股权激励与上市公司 经营绩效

| 杨华领◎著

清华大学出版社
北京

内 容 简 介

基于我国实际和国内外相关文献,本书从股权激励对象所及范围的视角深度剖析了员工股权激励问题。通过严谨细致的实证检验,深刻揭示了员工股权激励范围、员工股权激励强度与上市公司经营绩效之间的关系。研究发现,员工股权激励范围、员工股权激励强度均显著影响上市公司的经营绩效,且这类关系在国有企业中尤为显著。进一步从研发效率的角度,深入探讨了员工股权激励之于公司创新乃至公司经营绩效的影响。发现扩大员工股权激励范围和提
高员工股权激励强度均会显著提高上市公司的研发费用转化为专利的能力,即实施员工股权激励可以通过提升研发效率进而影响公司经营绩效。

本书的读者对象包括致力于员工股权激励问题研究的学者、准备实施员工股权激励的企业管理者,以及规范企业员工股权激励实践的监管机构人员。

本书封面贴有清华大学出版社防伪标签,无标签者不得销售。

版权所有,侵权必究。侵权举报电话:010-62782989 13701121933

图书在版编目(CIP)数据

员工股权激励与上市公司经营绩效/杨华领著. —北京:清华大学出版社,2019
(清华汇智文库)

ISBN 978-7-302-51912-6

I. ①员… II. ①杨… III. ①上市公司—股权激励—研究—中国 IV. ①F279.246

中国版本图书馆 CIP 数据核字(2018)第 279653 号

责任编辑:杜 星

封面设计:李伯骥

责任校对:王荣静

责任印制:丛怀宇

出版发行:清华大学出版社

网 址: <http://www.tup.com.cn>, <http://www.wqbook.com>

地 址:北京清华大学学研大厦 A 座 邮 编:100084

社总机:010-62770175

邮 购:010-62786544

投稿与读者服务:010-62776969, c-service@tup.tsinghua.edu.cn

质量反馈:010-62772015, zhiliang@tup.tsinghua.edu.cn

印 装 者:三河市吉祥印务有限公司

经 销:全国新华书店

开 本:170mm×230mm 印 张:10.5 插 页:1 字 数:180千字

版 次:2019年6月第1版

印 次:2019年6月第1次印刷

定 价:98.00元

产品编号:058137-01



作者简介

杨华领，男，1980年11月生，河南项城人，2016年6月博士毕业于中国人民大学商学院财务系，研究兴趣主要集中在骨干员工持股/股权激励、国家审计、会计信息化，在《审计研究》《经济理论与经济管理》《当代财经》等期刊发表论文8篇，主持省级课题4项（完成1项）。

本书是江西省社科“十三五”规划项目（青年博士基金）“员工激励与上市公司创新效率”（编号：16BJ31）的阶段性成果。

序

起源于美国的员工股权激励计划,早在 20 世纪 20 年代就以“股票奖励计划”的形式存在。据有关资料显示,在《财富》500 强企业中,超过 1/4 企业的员工持有企业股份超过 10%。中国的员工股权激励实践起步较晚,《上市公司股权激励管理办法(试行)》(2006)首次提出,激励对象包括核心技术人员或中层管理人员。之后,越来越多的上市公司将核心技术人员或中层管理人员纳入股权激励的对象范围。

现有文献大多将股权激励的对象默认为公司高管,而对核心技术人员或中层管理人员等骨干员工缺乏必要的关注。根据社会公平理论,在股权激励计划中,将中层管理人员和核心技术人员纳入激励范围,不仅有利于体现企业对骨干员工人力资本的认可与尊重,而且有利于企业形成“尊重员工”的文化氛围,提高员工的满意度与获得感,激发其工作的积极性、主动性及创造性。

企业在制定股权激励契约时,如何确定股权激励的对象——是全部授予企业高管还是仅授予核心技术人员和中层管理人员,抑或同时授予但在两者之间进行公平合理的分配?不同的契约安排会产生怎样的经济后果?诸如此类的问题都值得深入探讨,但公开的相关研究文献尚付阙如。

不久前,我欣喜地细阅了杨华领博士寄送的即将付梓出版的书稿。这部论著是他在其博士学位论文的基础上修改完成的。作者借鉴国内外文献,结合中国企业实际,围绕员工股权激励问题,从以下几方面作了富有成效的探索:①从股权激励、高管股权激励、员工股权激励、员工持股等多个角度,对相关文献进行了系统的梳理与评述;②基于中国上市企业股权激励的具体实践,从股权激励对象所及范围的视角深度剖析了员工股权激励及其相关问题;③依据内在逻辑的理论分析,通过严谨细致的实证检验,深刻揭示了员工股权激励范围、员工股权激励强度与上市公司经营绩效之间的关系,研究发现员工股权激励范围、员工股权激励强度都显著影响上市公司经营绩效,且这类关系在国有企业中尤为显著;④从研发效率的角度,



深入探讨了员工股权激励之于公司创新水平乃至公司经营绩效的影响。结果表明,扩大员工股权激励范围或/和提高员工股权激励强度都会显著提高企业研发费用转化为专利的能力,也就是说员工股权激励能显著提高企业的研发效率,从而发现了员工股权激励影响公司经营绩效的内在机理。因此,扩大股权激励范围、给予更多员工股权激励,使员工与企业的利益融合、共建共享,有利于促进企业长期、稳定、健康地发展。

与现有文献相比,这部论著的特色与创新主要有以下四个方面。

第一,在研究视角上,聚焦于股权激励契约内部要素即股权激励对象的差异性。现有研究股权激励的相关文献一般将股权激励看作是同质的、无差异的治理措施,以上市公司公布股权激励计划为样本选取依据进行相关研究,却忽视了股权激励契约内部要素的差异性及经济后果。事实上,股权激励契约内容,尤其是激励对象范围的大小对激励效果也会产生影响。不仅如此,现有的相关文献通常将股权激励的对象默认为企业高管,却忽视了股权激励计划中有大约 3/4 的股份授予了非高管员工的客观事实。

第二,在研究内容上,着力于员工股权激励问题的探讨,首次将之引入公司治理领域,提供了基于中国资本市场的经验证据,丰富了公司治理和员工激励两方面的学术文献。而现有的相关文献大都研究公司高管的股权激励,却忽视了普通员工的股权激励问题,以致有关员工股权激励的实证研究成果甚少。

第三,在理论逻辑上,着重从员工股权激励范围和员工股权激励强度等角度,研究员工股权激励对公司经营绩效的影响及其内在机理,进而构建了员工股权激励之于公司经营绩效影响的分析框架,即股权激励(包含员工)—研发费用—公司创新水平—公司经营绩效等,从而有别于仅就股权激励契约要素的经济后果进行的此类研究。这不仅对深入了解员工股权激励范围及强度之于上市公司经营绩效的影响大有助益,而且为有力提升企业研发效率与创新水平提供了新的研究思路和探索路径。

第四,在成果创新上,首次围绕员工股权激励问题探讨并论证员工持股与企业创新之间的关系,尝试将研发费用(投入)与企业创新(产出)结合起来探析研发效率,且探究员工股权激励对研发效率的影响,突破了已有文献将研发费用几乎等同于企业创新水平的思维定式,从而在一定意义上作出了有关产权理论与企业创新关系研究的理论贡献。

总之,这部论著立意深远、观点鲜明、视角新颖、逻辑严谨、论据充分、论证有

力、结论可信、富有创新、文笔流畅,不仅具有重大的理论学术贡献,而且具有重大的实践应用价值。

当然,作为作者的博士生导师,我的评价难免有溢美之词、过誉之嫌。客观地说,这部论著确实尚未达到十分完美的程度,相关论题仍有待于作者将来作进一步的探究。例如,尽管研究发现员工股权激励能通过提高研发效率以提升公司创新水平,但公司创新水平是否与公司经营绩效存在必然的联系,值得再深入研究。另外,随着中国联通等国有企业混合所有制改革的持续推进,员工持股及其相关问题的理论研究日显重要,这或许是再深入研究员工股权激励的又一良机。希望作者继续保持实事求是、善思勤习的科研品质,继续发扬脚踏实地、精益求精的学术传统,继续发挥冷静理性、凝练集成的灵感睿智,因应时代背景、扎根中国大地、理论联系实际,知行合一、集腋成裘、厚积薄发,争取有更多更好的学术力作问世!喜见这部书稿并念及论著即将问世,我甚感欣慰,并乐意为之序!

宋常

2018年1月28日于中国人民大学明德楼

摘 要

人力资本是财富创造和经济发展中的重要因素(Becker 和 Murphy,1991),对企业而言,人力资本不仅包括公司高管,也包括中层管理人员和核心技术人员(简称“骨干员工”)。在企业的股东—高管—骨干员工—普通员工委托代理链条中,骨干员工是重要的一环,他们的努力程度直接影响公司的经营目标和股东价值最大化的实现(陈冬华、范从来和沈永建,2015)。对人力资本所有者,尤其是骨干员工,进行股权激励已成为许多企业改进公司治理的重要举措。

实践中,政府部门也针对上市公司股权激励对象范围出台了一系列规章制度。2006年1月1日开始实施的《上市公司股权激励管理办法(试行)》规定,股权激励对象包括上市公司的董事会成员、高级管理人员、核心技术人员或者核心业务人员,以及公司认为应当激励的其他员工。2008年12月11日,国务院国有资产监督管理委员会和财政部联合颁布通知,对国有控股上市公司实施股权激励制度有关问题进行规范,规定上市公司应将对公司经营绩效和未来发展有直接影响的高级管理人员和核心技术骨干作为股权激励的重点对象。2014年6月20日,证券监督管理委员会发布《关于上市公司实施员工持股计划试点的指导意见》,部署和推进上市公司员工持股试点工作。2016年2月26日,财政部、国务院国有资产监督管理委员会和科技部联合颁布《国有科技型企业股权和分红激励暂行办法》,引导国有科技企业对重要技术人员和经营管理人员实施股权激励,鼓励科技人才创新和成果转化。

对员工实施股权激励的大幕已经拉开。尽管已有文献从理论层面探讨了高管



股权激励对公司经营绩效、投资、融资及股利分配行为的影响,也得到了一些有启发性的结论,然而,将骨干员工纳入股权激励范围还是一个全新的研究领域。对骨干员工实施股权激励是否影响公司经营绩效、如果影响又是通过什么样的机制影响公司经营绩效等问题,现有文献并未进行深入系统的探讨。

在此背景下,本书借鉴国内外文献,结合我国上市公司的实际,聚焦骨干员工股权激励问题,作了以下探索性研究:①从股权激励、高管股权激励、员工股权激励、员工持股等视角对相关文献进行系统的回顾与评述;②回顾了我国上市公司股权激励的实施情况,尤其是从股权激励对象范围视角剖析了员工股权激励问题;③实证检验了员工股权激励范围与上市公司经营绩效之间的关系,发现员工股权激励范围显著影响上市公司经营绩效,并且在国有企业中这种关系更加显著;④实证检验了员工股权激励强度与上市公司经营绩效之间的关系,发现员工股权激励强度显著影响上市公司经营绩效,同样是在国有企业中这种关系更加显著;⑤从研发效率的角度,探讨了员工股权激励如何影响公司创新水平,进而影响公司经营绩效。研究发现,无论是扩大员工股权激励范围还是提高员工股权激励强度都能显著提高企业研发费用转化为专利的能力,即员工股权激励能显著提高企业的研发效率,从而发现了员工股权激励影响公司经营绩效的可能机制。

具体而言,本书主要包括三大部分内容。

第一部分为研究基础,包括第1章、第2章及第3章。其中,第1章为导论,主要对全文进行简要介绍,具体内容包括研究背景介绍、研究问题的提出;主要概念的界定;研究员工股权激励的理论意义和现实意义;本书的主要研究思路、内容及研究框架;本书对现有文献的改进及本书的创新之处。第2章为文献评述,分别对股权激励理论、高管股权激励、员工股权激励、员工持股等文献进行简要的回顾和评述,为本书后续章节构建实证模型和进行实证检验打下坚实的理论基础。第3章介绍中国上市公司股权激励范围的制度背景,剖析中国上市公司股权激励的发展历程及现状,为实证研究的开展打下一定的现实基础。

第二部分是本书的主体部分,包括第4章、第5章、第6章三个实证章节。第4章是本书实证研究的起点,探讨员工股权激励范围与公司经营绩效之间的关系,即将员工纳入股权激励范围是否影响公司经营绩效。首先,从理论上分析员工股权激励的潜在优缺点,并提出研究假设;其次,实证检验员工股权激励范围大小与公司经营绩效的关系;最后,研究员工股权激励范围与公司经营绩效之间的关系在不同产权制度背景下是否存在显著差异,为更好地发挥员工股权激励的效果提供初

步的理论支持。第5章从员工股权激励强度视角继续推进员工股权激励与公司经营绩效关系的研究,实证检验员工股权激励强度对公司经营绩效的影响,即给员工“多少”股权激励是否影响公司经营绩效。首先,借鉴高管股权激励理论,深入分析员工股权激励份额对公司经营绩效的可能影响;其次,实证检验员工股权激励强度与公司经营绩效之间的关系;最后,分析员工股权激励强度与公司经营绩效的关系在不同情形下是否存在显著差异,为更好地发挥员工股权激励的效果提供进一步的理论支持。第6章是在前面章节发现员工股权激励影响公司经营绩效的基础上,探讨员工股权激励影响公司经营绩效的可能机制。由第3章我国上市公司股权激励制度背景可知,员工股权激励的对象主要是掌握特殊技能的核心技术人员。这些人员的工作积极性与企业的研发效率和技术创新水平紧密相关,而技术创新水平又与公司经营绩效相关。因此,对核心技术人员的股权激励效果可能源于其提升了公司的研发效率来体现。本章遵循这一设想,对员工股权激励范围及强度与研发效率之间的关系分别进行了实证检验,并探讨了员工股权激励范围与强度共同及交互对研发效率的影响,为更好地发挥员工股权激励在提升上市公司研发效率方面的效果提供了理论支持。

第三部分为本书的结论部分,即第7章结语包括本书的研究结论、启示及政策建议,并指出本研究的局限性及未来值得进一步研究的方向和课题。

本书的研究结论如下:

第一,尽管2006年是我国上市公司的股权激励元年,但真正走上正轨的股权激励实践是从2010年开始的。从2006年至2014年,股权激励总人数和骨干员工人数的均值都呈逐年上升趋势,而激励的高管人数均值则呈逐年下降趋势,一方面说明我国上市公司股权激励对象范围在逐年扩大,另一方面说明激励人数的增多主要缘于骨干员工人数的增加。股权激励的员工人数平均为128人,大约占上市公司员工总人数的7.55%,而员工股权激励份额大约占上市公司总股本的2.31%。

第二,员工股权激励范围越广,公司的总资产报酬率和净资产收益率越高,与民营企业相比,国有企业扩大员工股权激励范围带来的激励效应更加显著。经验证据表明,扩大上市公司员工股权激励范围,有利于激励更多员工努力工作,提高生产效率,进而提升公司业绩。

第三,员工股权激励强度越大,公司的总资产报酬率和净资产收益率越高,与民营企业相比,国有企业扩大员工股权激励范围带来的激励效应更加显著。因此,



提升员工股权激励强度同样对公司经营绩效具有积极影响。

第四,员工股权激励范围越广或强度越大,企业的创新水平越高。同时,员工股权激励范围越广或强度越大,研发费用转化为研发产出的效率越高。因此,员工股权激励与上市公司创新水平之间的关系可能是通过提高研发效率达到的。另外,上述关系在不同的产权属性下存在显著的差异,与民营企业相比,国有企业样本中员工股权激励范围与公司创新水平之间的关系更加显著。

综而述之,无论是从激励范围还是从激励强度上看,实施员工股权激励均能对公司经营绩效产生积极影响。同时,员工股权激励可以提升公司的研发效率,将研发费用更好地转化为专利,从而提高上市公司的创新水平。因此,扩大股权激励范围、给予更多的骨干员工股权薪酬可以将员工利益与公司发展更好地结合在一起,促进企业长期、持续、健康地发展。

与现有文献相比,本书的创新主要有以下几个方面。

第一,在研究视角上,本书聚焦于股权激励契约内部要素——股权激励对象,区别于现有绝大多数股权激励研究文献。一方面,现有股权激励研究相关文献一般将股权激励看作是同质的、无差异的治理措施,以上市公司公布股权激励计划为样本选取依据进行相关研究,忽视了股权激励契约内部要素的差异性及经济后果。事实上,股权激励契约内容,尤其是激励对象范围的大小也会对激励效果产生影响。另一方面,现有股权激励研究相关文献一般将股权激励的对象默认为公司高管,忽视了股权激励计划中有大约 3/4 的股份都授予了非高管员工之事实。

第二,在研究内容上,本书重点关注员工股权激励问题,首次将员工股权激励问题引入到公司治理领域,并提供了基于中国资本市场的经验证据。现有的股权激励研究文献主要关注公司高管的股权激励,没有给予员工足够的重视,导致员工股权激励对公司经营绩效影响及机制的实证研究少之又少。因此,通过股权激励契约将员工引入到公司治理领域,分析员工股权激励在公司经营绩效提升中的作用,同时丰富了公司治理和员工激励两个方面的文献。

第三,在研究框架上,本书从员工股权激励范围和员工股权激励强度两个视角,不仅检验了员工股权激励对公司经营绩效的影响,而且探讨了可能的影响机制,从而构建了员工股权激励是否及如何影响公司经营绩效的分析框架。相比于单纯研究股权激励契约要素经济后果的研究,本书构建了同时包含员工股权激励—研发费用—公司创新水平—公司经营绩效等因素的分析框架。因此,本书的研究不仅有助于深入了解员工股权激励范围及强度对上市公司经营绩效的影响,

而且对如何提升上市公司研发效率和创新水平提供了新的研究思路。

第四,在理论上,首次通过员工股权激励探讨了员工持股与企业创新之间的关系,在一定程度上丰富了产权理论与企业创新关系的文献。另外,本书尝试将研发费用(投入)与企业创新(产出)结合起来探讨研发效率,突破了已有文献将研发费用几乎等同于企业创新水平的思维定式,并探究了员工股权激励对研发效率的影响。这对员工股权激励、产权理论及创新等文献都是有益的补充。

关键词:员工股权激励;激励范围;激励强度;经营绩效;创新水平

Abstract

Human capital is an important factor in wealth creating and economic growth (Becker and Murphy, 1991). For enterprises, human capital not only includes firm executives, but also includes middle management, core technical staff and general staff. In the chain of principal-agent, the shareholders of the enterprise—firm executives—the backbone employees—the general staff, and the backbone employees are all important parts of the agent. The backbone employees' efforts directly affect the realization of company's business objectives and the value of shareholder (Chen et al., 2015). Giving equity to owner of human capital, especially the key employees, has become an important measure for many enterprises to improve corporate governance.

In practice, government departments also set up some series of rules and regulations on the scope of listing Corporation about the equity incentive target. January 1, 2006, the implementation of the "listing Corporation equity incentive management approach (Trial)" provided: equity incentive targets include directors, senior management persons, core technical persons or core business persons, and other employees who be approved by the company. December 11, 2008, the State-Owned Assets Supervision, Administration Commission of the State Council and the Ministry of Finance jointly issued the notice on regulating the implementation of equity incentive system of state owned listing corporation: listing corporation equity incentive plan should focus on the senior management and core technology backbones, who have direct impact on the company's operating performance and future development. June 20, 2014, the Securities and Futures Commission issued pilot guidance on the implementation of employee stock ownership in listed Corporation, deploying stock ownership to employees of listing corporation. February 26, 2016, Ministry of finance, State-Owned Assets Supervision and Administration Commission of the State Council, and the Ministry of Science and Technology jointly issued the Interim Measures for equity and dividend incentives of state owned scientific and technological enterprises, encouraging the implementation of equity incentive for the important technical persons and managers of state owned scientific and technological



enterprises, and encouraging scientific and technological personnel innovation and achievement transformation.

The curtain has been opened to implement equity incentive on the staff. Although the literature from the viewpoint of executive equity incentive examine the effect on corporate performance, investment, financing and dividend distribution behavior, obtaining some enlightening conclusions. However, it is still a new field of research to incorporate backbone employees into equity incentive. For example, whether the backbone employees stock ownership incentive affects the performance of the company, If so, what is the kind of mechanism to affect the company's performance and other issues, The existing literature has not been deeply discussed.

Under this background, this paper refer the domestic and foreign literature. Combined with the actual situation of listing corporation in our country, focusing on the backbone employee stock ownership incentive problem. we do the following exploratory research: ① review the relevant literature, such as equity incentive, employee stock ownership incentive, employee stock ownership and so on; ② recommending the implementation of equity incentive in China's listing corporation, especially from the perspective of the scope of equity incentive, to analyze the issue of employee stock ownership incentive; ③ exploring the relationship between employee equity incentive scope and operating performance of listing corporation, and find that employee equity incentive significantly influence the performance of listing corporation, especially in the state-owned enterprises; ④ exploring the relationship between employee stock ownership incentive strength and operating performance of listing corporation, and find that the employee stock ownership incentive intensity significantly affects the performance of the listing corporation, and the relationship is more significant in state-owned enterprises; ⑤ from the angle of the efficiency of research and development (R&D), discussing how employee equity incentive affects corporate performance. The study find that expanding the scope of the employee equity incentive or enhancing employee equity incentive intensity both can significantly improve the ability of enterprise research and development efficiency, transferring research and development expenses into patent. The employee equity incentive can significantly improve the efficiency of enterprise

development, which may be the possible mechanism that employee equity incentive influences the corporate performance.

Specifically, this paper mainly includes three parts.

The first part is the research basis, including chapter 1, 2 and 3. Among them, the first chapter is introduction, mainly briefing introduction of the full text, such as the research background and putting forward the research question, the theoretical research significance and practical research significance, the research train of thought, main content and research framework, improvement of existing literature and the innovation of this article. Chapter 2 is literature review, commenting executive equity incentive and employee equity incentive and employee shareholding literature, with the goal of laying a solid theoretical foundation to build empirical model and empirical test for subsequent chapters. Chapter 3 introduces the Chinese listed company equity incentive system background, and analyzes the status quo of China's listed company equity incentive and the existing problems. So this is realistic foundation for the empirical study.

The second part is the most important part of the paper, including chapter 4, chapter 5 and chapter 6, three empirical chapters. Chapter 4 is the starting point of this paper's empirical research—the relationship between employee equity incentive scope and the operating performance of listed companies. First of all, testing the question “whether employee equity incentive range affect firm performance”. This determines whether the subsequent chapters empirical research can continue; Second, researching what the relationship between employee equity incentive scope and corporate performance is, whether there is a significant difference in different cases, playing a better role of employees equity incentive to provide the preliminary theoretical support.

Chapter 5 goes on promoting employee equity incentive and corporate performance relationship research, from the perspectives of employee equity incentive strength. Empirically, employee equity incentive intensity has important influence on corporate performance, that is, how much employee equity incentive affect corporate performance. First of all, empirically whether employee equity incentive intensity affect company performance. Second, analyze which situation the relationship between employee equity incentive intensity and the corporate



performance is different, whether there was a significant difference. Providing further support for the effect of employee equity incentive intensity.

Chapter 6 explores possible mechanisms that employee equity incentives affect firm performance, based on the found in the previous section. From chapter 3, we introduce Chinese listed company equity incentive system background. The main targets of employee equity incentive are the key technology and the core staff. The possible mechanism closely relating to the level of efficiency and innovation levels may be innovation behaviors. As a result, employee equity incentive effect for the technical personnel may promote the company's research and development efficiency. This chapter follows the idea, and exam the relationship between employee equity incentives and R&D efficiency, including the scope of employee equity incentive and incentive intensity, providing theoretical support to better understand the effect of employee equity incentive.

Chapter 7 is the article conclusion, including the research conclusion of this article, enlightenment and policy recommendations, the limitations of this study, and research perspectives.

The research conclusions of this paper are as follows:

First of all, 2006 was the first year of the equity incentive of listed companies in our country, but the real road on the right track of equity incentive practice started in 2010. From 2006 to 2014, the average number of employees equity incentive and the backbone employees rise year by year, the mean number of executive incentive decrease year by year, showing that listed company equity incentive object scope expanded year by year in our country. The average number of employees for every equity incentive plan is 128, about 7.55% of the total staff number of listed companies. And employee stock ownership incentive share is about 2.31% of the total equity of listed companies.

Second, the wider employee equity incentive range is, the higher return on total assets (ROA) of companies and the return on equity (ROE) is, compared with the private sector, the expanding effect of the employee equity incentive scope is more significant in State-owned enterprises. The empirical evidence shows that expanding the employee equity incentivescope of the listed company can motivate employees to improve the production efficiency, and raise the company's performance.