目 录

1	引言		1
	1.1	研究背景及意义	1
		1.1.1 研究背景	1
		1.1.2 研究意义	2
	1.2	文献综述	3
		1.2.1 关于员工持股计划有效性的研究	3
		1.2.2 关于员工持股计划经济后果的研究	4
		1.2.3 关于员工持股计划存在问题的研究	6
		1.2.4 文献述评	6
	1.3	研究思路与方法	7
		1.3.1 研究思路	7
		1.3.2 研究方法	7
	1.4	本文的基本框架	7
2	员工	持股计划的理论概述	10
	2.1	员工持股计划概述	10
		2.1.1 员工持股计划的定义	10
		2.1.2 员工持股计划的特征	10
		2.1.3 员工持股计划的运用机理	10
		2.1.4 员工持股计划的实施失败	11
	2.2	员工持股计划的相应要素	11
		2.2.1 参与对象	11
		2.2.2 资金来源	11
		2.2.3 股票来源及比例	11
		2.2.4 认购价格	11
		2.2.5 持股方式	11
		2.2.6 持股期限	
		2.2.7 期满后处置方式	12
	2.3	员工持股计划动因理论基础	12
		2.3.1 委托代理理论	12
		2.3.2 双因素理论	12
		2.3.3 人力资本理论	13
		2.3.4 利润分享制理论	13
	2.4	员工持股计划失败理论基础	13

	2.4.1 信息不对称理论	13
	2.4.2 风险评估理论	14
	2.4.3 不完全契约理论	14
3	东百集团员工持股计划失败案例介绍	16
	3.1 公司概况	16
	3.1.1 公司简介	16
	3.1.2 公司股权结构	17
	3.1.3 东百集团员工持股计划实施背景	18
	3.2 东百集团实施员工持股计划的动因	21
	3.2.1 解决代理问题	21
	3.2.2 调动员工的积极性	22
	3.2.3 保留并吸引人才骨干	23
	3.2.4 实现公司利益与员工利益的有机统一	23
	3.3 东百集团员工持股计划实施方案	24
	3.3.1 员工持股计划参与对象	24
	3.3.2 员工持股计划的股票来源与资金来源	25
	3.3.3 员工持股计划的存续期、锁定期	25
	3.3.4 员工持股计划的管理模式和终止条件	25
	3.4 东百集团员工持股计划的实施过程	25
	3.4.1 员工持股计划的筹划	25
	3.4.2 员工持股计划的实施	26
	3.4.3 员工持股计划的终止	27
	3.5 东百集团员工持股计划失败的表现形式	27
	3.5.1 股价暴跌,员工损失加倍	27
	3.5.2 人才流失,员工大量离职	28
	3.5.3 相比同行,经营业绩不佳	30
4	东百集团员工持股计划失败的案例分析	37
	4.1 东百集团员工持股计划失败的直接原因	37
	4.1.1 滥用杠杆、激励时点选择不佳	37
	4.1.2 大股东质押式回购业务操作频繁	38
	4.1.3 员工承受股权成本和税金双重压力	40
	4.2 东百集团员工持股计划失败的深层次原因	42
	4.2.1 员工持股计划自身设计存在不足	42
	4.2.2 公司控股股东进行股权操作加大风险	44

4.2.3 员工持股计划的	实施与公司战略布局相违背	.44
5 东百集团员工持股计划失败	收的结论与启示	.47
5.1 研究结论		.47
5.1.1 实施方案不合理	!直接导致员工持股计划的失败	.47
5.1.2 员工承担风险过	高违背实施初衷	.47
5.1.3 员工持股计划没	有与公司战略布局保持一致	.47
5.1.4 相关政策不健全	:导致激励效果不佳	.48
5.2 研究启示		.48
5.2.1 注重激励对象,	谨慎使用杠杆	.48
5.2.2 提高员工警惕,	落实计划初衷	.49
5.2.3 依据公司实况,	布局设计计划	.50
5.2.4 完善法律法规,	规范计划实施	.51
参考文献		.53
致 谢		. 57

Contents

1 Introduction	1
1.1 Research background and significance.	1
1.1.1 Research background	1
1.1.2 Research significance	2
1.2 Literature Review.	3
1.2.1 Research about ESOP's effectiveness	3
1.2.2 Research about ESOP's economic consequences	4
1.2.3 Research about ESOP's problems	6
1.2.4 Literature recitation.	6
1.3 Research ideas and methods	7
1.3.1 Research ideas	7
1.3.2 Research methods	7
1.4 The basic framework of this paper	7
2 Related theories of ESOP	10
2.1 Overview of ESOP	10
2.1.1 Definition of ESOP	10
2.1.2 Characteristics of ESOP.	10
2.1.3 Application mechanism of ESOP	10
2.1.4 Failure of ESOP implementation	11
2.2 Corresponding elements of ESOP	11
2.2.1 Participants	11
2.2.2 Funding sources	11
2.2.3 Stock source and proportion	11
2.2.4 Subscription price.	11
2.2.5 Shareholding method.	11
2.2.6 Holding period	11
2.2.7 Disposal after expiration	12
2.3 Theoretical basis of motivation of ESOP	12
2.3.1 Principal-agent theory	12
2.3.2 Two-factor economic theory	12
2.3.3 Human capital theory	13
2.3.4 Profit sharing theory	13
2.4 Theoretical basis of ESOP failure	13

2.4.1 Information asymmetry theory	13
2.4.2 Risk assessment theory	14
2.4.3 Incomplete contract theory	14
3 Case study of Fujian Dongbai (Group) Co.,Ltd.'s ESOP's plan	16
3.1 Company outline	16
3.1.1 Company profile	16
3.1.2 Ownership structure of the company	17
3.1.3 Background of Fujian Dongbai (Group) Co.,Ltd.'s ESOP	18
3.2 Motivation for Fujian Dongbai Group to implement ESOP	21
3.2.1 Solving agency problems	21
3.2.2 Motivate employees	22
3.2.3 Retain and attract talent backbone	23
3.2.4 Realize the organic unity of the interests of the company and	
employees	23
3.3 Implementation plan of ESOP of Dongbai group	24
3.3.1 Participants of ESOP	24
3.3.2 Stock and capital sources of ESOP	25
3.3.3 Duration and lock-in period of ESOP	25
3.3.4 Management mode and termination conditions of ESOP	25
3.4 Implementation process of ESOP of Dongbai group	25
3.4.1 Planning of ESOP	25
3.4.2 Implementation of ESOP	26
3.4.3 Termination of ESOP	27
3.5 Manifestation of failure of ESOP of Fujian Dongbai (Group) Co.,Ltd	27
3.5.1 Stock price plummeted, employee loss doubled	27
3.5.2 Brain drain and massive turnover of employees	28
3.5.3 Poor business performance	30
4 Case study on the failure of ESOP of Fujian Dongbai (Group) Co.,Ltd	37
4.1 The direct reasons for the failure of the ESOP of Dongbai (Group) Co.,I	.td37
4.1.1 Abuse of leverage and poor choice of incentive time point	37
4.1.2 Frequent operation of pledge type repurchase by major shareholde	ers38
4.1.3 Employees bear the dual pressure of equity cost and tax	40
4.2 The deep reasons for the failure of Dongbai (Group) Co.,Ltd.'s ESOP	42
4.2.1 The design of ESOP is insufficient.	42

4.2.2 The controlling shareholders of the company increase the risk of e	equity
operation	44
4.2.3 Incentive object does not match company strategy	44
5 Conclusion and Enlightenment of Fujian Dongbai (Group) Co.,Ltd.'s ESO	P47
5.1 Research conclusions	47
5.1.1 Unreasonable scheme directly leads to failure	47
5.1.2 Violating the original intention of ESOP	47
5.1.3 ESOP is not consistent with the company's strategic layout	47
5.1.4 Imperfect relevant policies lead to poor incentive effect	48
5.2 Research implications	48
5.2.1 Pay attention to incentive objects and use lever cautiously	48
5.2.2 Enhance the staff's vigilance	49
5.2.3 Implement ESOP according to the actual situation	50
5.2.4 Improve laws and regulations.	51
References	53
Acknowledgement	57

摘要

为解决 20 世纪中期美国日益扩大的贫富差距对社会和经济造成的影响,美 国最先实施了员工持股计划。在我国,员工持股计划起源于20世纪80年代,但 在 1988 年被中国证监会叫停。以党的十八届三中全会为起点,员工持股计划再 次登上我国舞台,2014年6月20日,中国证监会再次允许我国各大企业实施员 工持股计划。员工持股计划是企业激励员工的一种有效工具, 其通过给员工分配 股份的方式,让公司利益成为决定员工利益的一部分,提高员工为企业带来更多 收益的动力,从而有效实现两者利益的共享。随着我国企业实施员工持股计划的 数量越来越多,实施经验也日益丰富,各个上市公司纷纷呈现出各式各样的计划 方案,共同助力员工持股计划在我国的持续发展。员工持股不仅丰富了员工激励 的渠道,而且有助于为员工提供更多的福利,优化劳动市场。但是,由于我国员 工持股计划实施经验不足, 相关理论制度与法律法规条款并不全面, 因此我国企 业实施计划给员工带来实际收益的比例并不高,相反,相当多的一部分企业因为 各种各样的原因终止了员工持股计划。因此,本文的研究目的在于通过对员工持 股计划失败案例的分析研究,找出导致我国企业实施员工持股计划失败的深层次 原因,从而推进员工持股计划在我国的持续发展,完善我国与员工持股计划相关 的法律法规与相关政策。

本文首先介绍了我国员工持股计划的实施背景,通过阅读大量的国内外文献对持股计划有一个基础的判断,整理出大致的论述框架。在阐述相关理论背景后,以福建东百集团股份有限公司实施的首期员工持股计划为案例,分析其实施过程及实施后果,深入剖析实施失败的原因,结合案例与我国实施现状得出研究结论和相应的启示。

具体来说,本文主要分为五个部分。第一部分为引言,主要介绍了员工持股 计划的背景和研究意义,初步了解员工持股计划在我国的实施情况,然后将国内 外学者对于员工持股计划的学术研究进行梳理,确定文章的研究思路与研究方 法,确定文章的论述框架。第二部分为员工持股计划的理论基础,回顾员工持股 计划的定义、分类、特征以及运用机理,随后对相关的理论进行阐述,并以理论 为基础展开分析论述。第三部分详尽介绍了案例的实施过程。本文选择分析东百 集团首次实施的员工持股计划,通过分析其实施的背景、动因以及实施的具体过 程,结合公司行业背景,通过对比同行业的经营状况,结合具体的数据得出公司 实施失败的具体表现形式:一是东百集团在实施员工持股计划之后股价暴跌,让 员工付出的持有成本全部亏空;二是公司内部员工大量离职,其中包括参与计划 的董事、监事及高级管理人员;三是对比同行业的净利润以及相关财务指标数据, 各项数据表明东百集团的经营状况并没有因为持股计划的实施而得到显著提升。 第四部分通过分析东百集团的实施案例,从案例本身出发挖掘其实施失败的直接原因,进而深入分析导致其失败的深层次原因。第五部分针对本文分析的案例,分析出相应的研究结论,并结合我国实施的实际情况,得出相应的启示,助力员工持股计划在我国的良性发展。

本文认为东百集团首次实施的员工持股计划因其实施方案不合理,激励对象过少以及激励时点选择不佳、杠杆的使用等原因共同导致其实施失败。同时,员工自身负担股权成本与相关税费导致员工承担风险过高,违背计划实施的初衷,并且计划没有与公司的战略布局相呼应,从而在一定程度上降低了员工积极性。此外,相关法律政策不健全,缺乏必要的优惠政策也是导致计划失败的原因之一。在此基础上,本文通过对东百集团案例进行分析和总结,提出以下建议:首先,企业应注重员工持股计划的激励对象,谨慎使用杠杆,从而降低员工承担的风险;其次,提高员工警惕性,避免员工盲目参与,充分披露相关信息,保障员工权益,落实实施员工持股计划的初衷;再次,员工持股计划应当与公司的战略布局相结合;最后,通过完善相关法律法规,规范员工持股计划中的细节,给予一定的税收优惠等合理建议,以优化我国员工持股计划的制定和实施,推进我国员工持股计划的发展。

关键词: 员工持股计划 代理问题 东百集团

Abstract

ESOP originated in the United States to solve the growing gap between the rich and the poor in the mid-20th century. In China, ESOP originated in 1980s, but it was stopped by the China Securities Regulatory Commission in 1988. Starting from the Third Plenary Session of the 18th Central Committee of the Communist Party of China, the ESOP has entered the stage in China once again. On June 20, 2014, the China Securities Regulatory Commission restarted the ESOP. As an effective incentive method for enterprises, ESOP binds the interests of the company and the interests of employees by allowing the employees hold the shares in the company, so that the employees have the dual identities of the operator and the owner, and increase the motivation of the employees to bring more benefits to the enterprise, so as to realize the unity of the interests of the company and the employees effectively to achieve a win-win situation between the company and employees. With the continuous progress of society and the continuous improvement of China's capital market, employee stock ownership plan have also been favored by more and more enterprises.Listed companies have presented a variety of plans to promote the development of ESOP in China. ESOP not only enriches the incentive channels for employees, but also helps to realize the effective unity of the interests of the company and employees. However, due to the relatively late start of China's ESOP, various laws and regulations and relevant policies are not perfect, resulting in the implementation of ESOP in China's enterprises, the proportion of benefits to employees is not high. On the contrary, a considerable number of enterprises terminated ESOP for a variety of reasons. Therefore, the purpose of this thesis is to find out the deep-seated reasons for the failure of the implementation of ESOP through the research and analysis of the failure cases of ESOP, so as to promote the implementation of ESOP in China, and improve the relevant policies related to ESOP.

The author first introduces the background of the implementation of ESOP in China, and sorts out the general discussion framework by reading a large of domestic and foreign literature to make a basic judgment of the ESOP. Comprehensively use the methods of literature analysis, case analysis and comparative analysis to expound and analyze the ESOP of the first phase of Fujian Dongbai Group Co., Ltd.,and combine the case with the current situation in China to draw the research conclusions and the corresponding enlightenment and countermeasures.

This thesis is divided into five parts. The first part is the introduction, which

mainly introduces the background and research significance of ESOP, and preliminarily understands the implementation of ESOP in China. Then it combs the academic research of domestic and foreign scholars on ESOP, determines the research ideas and research methods of the article, and determines the discussion framework of the article. The second part is the theoretical basis of employee stock ownership plan, reviews the definition, classification, characteristics and application mechanism of employee stock ownership plan, and then expounds the related theories of employee stock ownership plan. The third part introduces the implementation process of the case in detail. This paper chooses to analyze the first implementation of ESOP of Dongbai group. By analyzing the background, motivation and specific process of its implementation, combined with the company's industry background, by comparing the business situation of the same industry, combined with specific data, it comes to the specific manifestations of the failure of the company's implementation. Firstly, after the implementation of ESOP, the stock price of Dongbai group plummeted, making employees pay; Secondly, a large number of internal employees left the company, including senior managers who participated in the plan; Thirdly, compared with the net profit of the same industry and relevant financial indicators, Dongbai group's business situation is backward. The fourth part, combined with the case, analyzes the direct and deep reasons for the failure of the implementation of ESOP in Dongbai group. The fifth part firstly describes the research conclusion of this paper, and based on the case, deeply analyzes the common reasons for the failure of ESOP in China, puts forward relevant solutions, and puts forward targeted suggestions.

Specifically, this thesis is mainly divided into five parts. The first part is the introduction, which mainly introduces the background and research significance of ESOP, and preliminarily understands the implementation of ESOP in China. Then it sorts out academic research of domestic and foreign scholars on ESOP, determines the research ideas and research methods of the article, and determines the discussion framework of the article. The second part is the theoretical basis of employee stock ownership plan, it reviews the definition, classification, characteristics and application mechanism of employee stock ownership plan, and then expounds the relevant theories of employee stock ownership plan, and analyzes and discusses it on the basis of theory. The third part introduces the implementation process of the case in detail. This paper chooses to analyze the first implementation of ESOP of Dongbai group. Through analyzing the background, motivation and specific process of its

implementation, combining the company's industry background by comparing the business situation of the same industry, and combining with specific data to get the specific manifestations of the failure of the company's implementation. Firstly, the stock price plummeted after the industrial holding scheme, leaving all the holding costs of employees in deficit; Secondly, a large number of internal employees left the company, including the directors, supervisors and senior managers who participated in the plan; Thirdly, compared the net profit of the same industry and relevant financial indicators, which shows the operating form of Dongbai Group. What's more, the implementation of the shareholding plan has not been significantly improved. The fourth part analyzes the direct and deep reasons for the failure of the implementation of ESOP in Dongbai group. The fifth part first expounds the research conclusion of this paper, takes the case as the basis, deeply analyzes the common causes of the failure of China's ESOP, puts forward relevant solutions and targeted suggestions.

This thesis argues that the implementation of ESOP in Dongbai group for the first time has failed because of its unreasonable implementation plan, too few incentive targets, poor incentive time selection and the use of leverage. At the same time, employees bear the equity cost and related taxes and fees, which leads employees to take too much risk, contrary to the original intention of the plan, and the plan does not correspond with the strategic layout of the company, thus reducing the enthusiasm of employees to a certain extent. In addition, the relevant laws and policies are not perfect, and the lack of necessary preferential policies is also one of the reasons for the failure of the plan. On this basis, through the analyzing and summarizing of the case of Dongbai group, this paper puts forward the following suggestions: firstly, enterprises should pay attention to the incentive objects of ESOP, and use leverage cautiously, so as to reduce the risks borne by employees; secondly, improve the vigilance of employees, and avoid the blind participation of employees; fully disclose relevant information, protect the rights and interests of employees and implement ESOP. Thirdly, the ESOP should be combined with the company's strategic layout; finally, through improving the relevant laws and regulations, standardizing the details of the ESOP, giving certain tax concessions and other reasonable suggestions, in order to optimize the formulation and implementation of the ESOP and promote the development of the ESOP in China.

Key words: ESOP Agency Problem Fujian Dongbai (Group) Co.,Ltd.

1 引言

1.1 研究背景及意义

1.1.1 研究背景

员工持股计划最早是由美国经济学家路易斯·凯尔索提出,以解决 20 世纪中期美国日益扩大的社会贫富差距。我国的员工持股计划最早起源于 20 世纪 80 年代,伴随着我国经济社会的不断发展,人力资本的重要性也逐渐被企业发掘,员工持股计划也在我国的资本市场中崭露头角。20 世纪 90 年代以前,由于我国缺乏长期实施的经验,相关政策条款针对性不足,员工持股计划在我国企业的实施情况并不乐观,大部分国有企业都依靠持股计划来谋取短期利益。北京天桥百货是我国第一个实施员工持股计划的企业,其发行的股票一经上市,就被抢购完毕。北京天桥百货的成功实践,极大地激励着我国其他企业纷纷效仿,截至 1987年底,我国 86%的股份制试点企业都相继实施了持股计划,但是由于缺乏系统规定的实施体系,分配给员工的股份在短期内被大量抛售,不仅没有对员工起到激励作用,反而导致了持股计划的短视化行为,也给当时的资本市场造成了一定的负面影响。因此,为了遏制持股计划造成的负面影响继续蔓延,证监会于 1998年禁止上市公司实施员工持股计划。2014年6月20日,时隔16年,中国证监会重启员工持股计划。

从我国实施员工持股计划的历史进程来看,由于缺乏法律约束和政策指导, 员工持股计划的发展较为混杂,资本市场上股民的投机意识大大增强,但是短期 内大量卖出股份的事件屡见不鲜,给资本市场产生了不小的影响。为了改善我国 资本市场当时的发展现状,也为了进一步规范市场,我国证监会曾终止了员工持 股计划的实施。随着我国股市发展逐渐成熟,员工持股计划再一次受到我国各大 企业的青睐。但是, 随着越来越多的企业开始尝试实施持股计划, 却给员工带来 了不同程度的损失,其实施的弊端也渐渐浮现在大众眼前。凯迪生态在实施持股 计划期间,由于无力补仓,致使参与对象损失惨重,该公司也成为 A 股首个因 员工持股计划"爆仓"的上市公司。根据统计数据显示,截至2019年4月,在 我国实施员工持股计划的企业中,盈利企业的占比仅为三分之一。由此可见,员 工持股计划曾被大多数人认为是股价的一个保障,现在也出现了两个极端。而目 前我国关于员工持股计划的学术研究一般都是选择分析实施成功的案例,借鉴成 功的经验,但本文认为市场上越来越多实施计划的企业处于亏损状态,给员工造 成了巨大的损失,这一现象不容忽视,故选择亏损严重且具有大多上市公司典型 特征的福建东百集团股份有限公司为研究案例,分析其实施员工持股计划失败的 原因,也希望给国内实施员工持股计划的其他上市公司以启示。

1.1.2 研究意义

(1) 实践意义

本文可能具有的实践意义在于:

①为我国准备实施员工持股计划的上市公司提供设计方案时重要的关注点。 发达国家员工持股计划实施的成功经验证实了,作为一种人力资源激励机制,员工持股计划比传统的薪资制度对员工的激励作用更为明显。在这种机制下,可以有效解决劳资双方的矛盾,降低委托代理成本,让员工自觉主动地完成各项工作任务甚至是额外任务,为企业带来更多的经营业绩的同时也增加员工自身的收益。在这一大背景下,我国上市公司也越来越偏好于实施员工持股计划,在设计持股方案时大同小异。但是随着近几年大额亏损案例频频发生,也给不少企业敲响警钟。在设计持股方案时,选择一个合适的激励时点,更周全更符合企业实际状况的计划才能更加保证企业与员工的双赢。

②提高我国员工持股计划激励对象的严谨性,避免其因计划实施给自身带来损失。在我国,员工持股计划的资金来源绝大部分来自于员工自身的工资薪金以及其自筹资金,股东提供借款的占比较少,同时,也没有相关完善的法律政策可以让员工向商业银行申请借款。因此,员工自筹资金参与持股计划让员工本身的负担较大,同时给员工带来的风险也随之增加。近年来我国上市公司由于员工持股计划的失败而给员工带来损失的情况不在少数,本文通过分析东百集团的失败案例可以提高激励对象的警惕性,激励对象在选择是否参与此次计划时要综合考虑企业的财务状况、经营情况和企业的未来发展战略,避免盲目选择而给自己带来巨大损失。

③根据实际案例分析给予我国与员工持股计划有关的政策建议,以助我国形成一个更加完善健全规范的激励制度。由于我国员工持股计划相对于西方国家起步较晚,相关法律政策与监管机制尚不完善,这也是导致我国实施员工持股计划的企业出现浮亏现象,让员工产生巨大损失的根本原因。从我国员工持股计划的发展史来看,其2014年再次登上市场舞台,已经与16年前的市场发生了翻天覆地的变化,其基本政策制度也应该随着市场的变化而相应地调整。不过,近期我国陆续颁布一些与员工持股计划相关的政策指导文件,从这一点也折射出我国已经意识到政策对于市场监管的重要性并且通过具体的行动逐渐完善国内的激励体系。

(2) 学术价值

国外对于员工持股计划的研究要早于我国,其对于员工持股计划已经建立了 比较成熟的监管体系,在学术上已经进行了大量有效的研究,提出了诸如双因素 理论、分享经济理论等具有重大影响的理论研究,为其建立完善的激励体制夯实 了基础,并通过国外资本市场上市公司的实证研究以及具体案例分析得出了很多成果,这些理论基础和研究结论对于我国发展员工持股计划可以起到一定的借鉴作用。目前我国员工持股计划的实施尚未形成一个成熟的体系,与持股计划相关的法律政策文件还不能完全保障员工与企业双方的利益,监管体系也有待加强。虽然国外对于持股计划的研究已经非常有心得,但每个国家的国情不同,我国资本市场起步较晚,各方面的制度和政策尚不成熟,如果一味地借鉴其他国家的做法,可能不能使员工持股计划发挥其作用,反而会损害员工的利益。因此,一方面,根据我国上市公司的实际情况来研究员工持股计划实施中存在的问题,结合我国实施的实际情况,并根据这些问题得出相应的建议,希望能够充实我国与员工持股计划相关的理论,促进持股计划在我国的良性发展;另一方面,我国大部分研究员工持股计划的文章都是以实证研究方式去论证,或者是直接以持股计划失败为切入点,来分析应该如何完善我国员工持股计划的激励体系,很少有文章以具体公司为依托深入分析员工持股计划实施失败的原因,因此本文可以为学术界提供一个新视角,并丰富与员工持股计划相关的文献。

1.2 文献综述

1.2.1 关于员工持股计划有效性的研究

为了更全面理解与员工持股计划相关的研究,对与其相关的理论研究必不可少,因此本节对与持股计划有效性相关的理论进行了梳理,以便于更深刻地理解员工持股计划。

Kelso(1961)首次明确提出了员工持股计划的概念,随后便在美国进行大范围地推广。与此同时,他提出的双因素理论认为,双因素主要是泛指劳动和资本,两者是企业创造财富的关键因素。工业革命后贫富差距已经开始显现,资本被集中掌握在少数人手中,劳动价值越来越被忽视,而持股计划的制定与实施则可以平衡劳动价值与资本价值,从而使员工同时享有劳动与资本所带来的双赢。Weitzman(1984)提出了利润分享理论,该理论认为员工持股计划有助于解决企业经营效率不高、市场上的通货膨胀以及失业等问题。代明等(2014)对分享经济理论缘起、内容、影响、运用、演化以及在中国的发展等做了系统的回顾和总结,他们认为该理论在面对日益复杂的经济问题时具有非常好的应用前景。Rhenman(1984)完善了利益相关者理论的定义,其认为利益相关者通过企业实现的利润来获取利益,而企业也通过他们来获取经营资本进而维持日常的管理活动,该理论打破了股东至上的治理思想。张娜等(2013)也对利益相关者理论进行了深入的分析和总结,支持该理论的合理性。

随着我国学者的不断深入挖掘,在员工持股计划的理论研究层面也取得了一定的成果。蒋一苇(1991)首次提出职工主体论,该理论认为只有员工充分将自

己看作公司的所有者,将自身与公司融为一体,才能从根本上自觉提高企业收益,主动完成工作任务。参与计划的员工能够从本质上与公司一起负担义务,分享收益。王天雨(1997)提出劳动力产权论,该理论认为员工有权分享劳动成果,在帮助提升企业业绩的同时也增加自身收益。

除了理论研究的支持,国外学者对员工持股计划的有效性也进行了很多案例分析和实证分析。Patel(2016)以实施持股企业的欧洲企业为分析对象,通过分析不同公司的文化、政策等背景,发现在健康的公司环境下,持股计划可以有效提升员工积极性。Khatavkar(2018)对实施员工持股计划的跨国公司进行了一个综合评述,其认为员工持股计划对所有者与经营者可以起到调节作用,对多文化的跨国大企业的人力资源有着明显的稳定作用。员工持有公司股权可以加强稳固管理层的地位,在其考察的实施员工持股计划企业的资本消耗水平、技术创新水平和经营业绩都有着不同程度的提升。Souleles(2020)认为员工持股计划与所有制一起在国际上有着广泛的传播,虽然其不能解决所有问题,但是计划的实施确实可以提供一个更好的工作环境,缓解了当代面临的不平等的格局。

尽管我国对员工持股计划的相关研究起步较晚,但是我国学者对员工持股计划的有效性也进行了一定的分析研究。宁向东、高文瑾(2004)通过研究我国员工持股计划发展的历史,发现员工持股计划的激励作用持续时间较短,随着员工股份的流通,实施计划企业的财务绩效并不乐观。闫长乐、李季(2014)通过构建激励作用与员工心理契约的理论框架,并通过发放 161 份问卷的形式展开研究,发现实施员工持股计划的企业对于员工的激励作用明显优于未实施的企业。李蕊(2018)认为员工持股计划可以使企业员工投资于雇主单位从而为企业带来长远收益。黄桂田、张悦(2009)认为国有企业实施员工持股计划可以提升企业业绩。韩光强等(2019)通过分析创业板上市公司实施员工持股计划的企业经营业绩,得出了相似的结论,即持股计划可以提升企业业绩。

1.2.2 关于员工持股计划经济后果的研究

对员工持股计划的经济后果进行分析可以比较直观地了解实施该计划的成功与否。因此本文将经济后果分为正面和负面或无明显后果两种情况来进行研究,这也有助于理解实施员工持股计划的过程和影响其成败的关键。

(1) 员工持股计划的实施给企业带来了正面的经济后果

Worel (1994) 发现实施员工持股计划的企业可以为员工和企业获得超额收益。Park (1995) 认为从长远的角度考虑,员工持股计划有助于提升企业业绩从而提升企业股价,为企业创造财富。Fang 等 (2015) 通过与实施期权激励的企业做比较,发现实施员工持股计划的企业可以提升企业股价,即可以在市场上传递积极的信号,促进股价增长。同样的,梁红英(2019)通过分析我国 A 股上

市公司的数据,研究发现企业实施员工持股计划时,其公司股价也有一定程度的提升,可以提高企业的超额收益率。毛志宏(2016)通过对近几年实施员工持股计划的企业的财务成果进行分析,得出以下结论:发布相关公告有助于提升企业股价,增加股东财富。倪继红(2018)通过对海普瑞实际案例研究,发现实施持股计划优化了海普瑞的股权结构,同时,提升企业相关财务指标,为企业带来了更多的利润,提升企业的营运能力。张睿(2018)以华为公司为例,认为员工持股计划可以提升企业业绩,但是需要一定的过程,并不是一蹴而就的。同样,刘义圣等(2019)选择各上市公司的季度财务报表为研究基础,建立回归模型,研究发现员工持股计划可以提升上市公司价值。孟庆斌等(2019)发现持股计划可以有效将员工利益与公司利益捆绑在一起,增加员工工作积极性,提高自觉努力程度,增加企业创新性。并且,员工学历越高、非杠杆型、购买折价高、锁定期长的持股计划促进效果更好。

(2) 员工持股计划的实施带来了负面的经济后果或无明显经济后果

虽然国内外学者对于员工持股计划可以对企业产生积极的经济后果做出了 大量案例研究或者实证分析来支持这一结果,但是这并不代表所有员工持股计划 的实施都为企业带来了正面的后果,仍然存在大量企业实施了员工持股计划但是 却给企业经济没有能带来显著后果甚至是负面的后果。

Weitzman and Kruse (1990) 的研究结果表明实施员工持股计划企业的股票 价值并没有显著高于其他未实施的企业。Blasi 等(1997)对 26 个企业进行了实 证研究,研究结果显示员工持股计划的实施与员工的工作效率、企业的经营绩效 及盈利能力没有显著关系。吴冬华、程德俊(2002)借鉴美国总会计办公室的总 结研究和我国 125 家实施员工持股计划的实证研究得出以下结论: 西方国家实施 员工持股计划并不能显著提升公司的经营业绩,持股计划作为类似于养老金制度 的一种长期的激励方式,能够有效地将员工利益与公司利益实现统一,而允许职 工股在二级市场的流通则会让员工产生短期化行为,失去了长期激励作用。黄文 伟(2018)通过对视觉中国的案例研究,发现实施员工持股计划对公司并没有起 到激励作用,反而给员工带来了巨大的亏损。同样,Rosen(2012)也认为持股 计划的实施对市场反应的影响表现并不明显。林蔓(2015)发现 299 家实施员工 持股计划的公司中已经有七成公司的股价跌破其持有成本。郝永亮等(2019)通 过双重差分与 PSM 方法发现实施员工持股计划的企业其业绩动态变化不如实施 股权激励的公司。许立君(2019)以云图控股作为案例进行分析,发现其实施员 工持股计划使公司的股价在短期内得到了上升, 之后便一直呈现下跌趋势, 使员 工的持有成本亏损了一半,公司业绩也没有得到提升。

1.2.3 关于员工持股计划存在问题的研究

Rosen 等(1986)通过对美国 50 多个案例的研究,认为员工持股比例过低 成为大多持股计划没有取得理想效果的原因,改善员工持股比例将是员工持股计 划实施成败的关键。武勇(2000)认为我国员工持股流动性存在矛盾,企业给予 员工股权更多的是希望员工能把自身利益与公司利益捆绑在一起,从而为企业创 造更多价值。但通过持股计划分配的股份,其强流动性会导致员工的短期化行为, 无法实现激励的本质。高榴(2016)认为我国的员工持股计划存在持股比例较低、 资金筹集大部分来自于员工薪金和自筹资金、锁定期以及存续期较短等问题。员 工持股的股权机制不够完善、信息披露不全面、重复征税导致整体税负过重以及 持股短期化违背计划初衷。尤小雁(2009)同样认为我国实施的员工持股计划存 在短期化行为,并不能起到长期的持续激励作用,与计划本质相违背,而且还存 在缺乏相关法律法规,员工股权分配不明确,缺少监督机构等问题。方重等(2016) 综合 2014 年以来实施员工持股计划的企业的股票来源、资金来源等具体实施方 案,认为首先我国实施员工持股计划的信息披露需要加强,否则容易形成内幕交 易; 其次实施计划的合理性与合规性需要融合一致; 最后其认为我国的员工持股 计划"优"而不"惠",对员工吸引不大从而削弱激励效果。刘永丽、李思荃(2018) 认为我国目前员工持股计划存在以下三点问题:员工投资风险大、设计方案过于 单一、国有企业参与度过低。巩娜(2019)认为员工持股计划对于我国国企深化 改革也起到了一定的促进作用,需要重点关注持股计划方案以及相关细节的实 施。赵雷等(2019)发现为保障员工持股计划实施的顺利进行,应该放大持股计 划对于员工的激励作用,同时相应减弱对于股东收益的福利作用。岑志斌(2019) 认为我国企业实施员工持股计划不成功主要存在以下三点共性问题:设计的方案 存在纰漏; 员工承担风险过高; 市场对于持股计划的反应不佳。

1.2.4 文献述评

通过阅读大量国内外文献发现,国外学者对于员工持股计划研究要早于我国,他们对于员工持股计划的实行有一系列完善的法律法规和监管体系。但是每个国家的国情不一致,对于他国的成果我们可以借鉴,却不能完全模仿。虽然我国起步较晚,而且中间还存在16年的停滞期,但我国学者对于员工持股计划相关理论研究,对于实行企业经济后果研究和我国实施员工持股计划存在的问题都有自己的见解,通过大量的实证研究和理论分析也得出了与国外学者相似的研究结果。通过国内学者针对我国实际国情展开的分析,可知我国现行的员工持股计划尚不成熟,虽然存在大量文献认为员工持股计划可以提升公司的股价和其经营业绩,但是依然存在大量企业实施失败从而给员工带来巨大的损失,而且员工持股计划失败的案例数量较往年明显日益频繁。在这一背景下了解我国员工持股计

划失败的具体原因,加强这一点的研究就显得非常有意义。

另一方面,国内外现有文献大都直接从员工持股计划实施失败这一切入点进行分析,从而得出存在的问题和相关建议,很少有文章深入案例分析计划实施失败的原因。正是因为这一点,本文针对我国上市公司实施员工持股计划存在的问题,结合相应理论基础,分析东百集团实施员工持股计划的过程和其失败的原因,并结合案例和我国的实施情况得出相应的启示,希望可以帮助员工持股计划在我国的良性发展。

1.3 研究思路与方法

1.3.1 研究思路

本文重点在于找出员工持股计划失败的具体原因,针对这些原因分析应采取哪些举措来避免计划的失败。

本文首先回顾了我国实施员工持股计划的背景和意义,整理总结出国内外学者对于员工持股计划的研究成果,然后进行理论概述,为文章后续的案例分析奠定分析基础。其次,通过对东百集团首期员工持股计划的案例分析,深入剖析其实施动因、背景以及具体的实施过程,对比分析其实施失败的表现形式,从而深入分析失败的直接原因和深层次原因。最后根据案例分析结果,得出本文结论,并对我国实施员工持股计划提出相应的启示。

1.3.2 研究方法

本文综合使用了文献分析法、案例分析法、比较研究法,具体如下:

(1) 文献分析法

通过大量阅读与员工持股计划相关的文献,整理出我国目前对于员工持股计划的研究现状以及国外对于员工持股计划的理论与实践,同时回顾员工持股计划的发展历程,借助文献分析对持股计划有一个初步的判断和理解。

(2) 案例分析法

本文将通过分析东百集团实施员工持股计划的实际案例,探寻其实施计划的背景、动因、实施的过程以及失败的原因。并通过分析公司实施持股计划的过程,深入剖析其实施失败的原因,并结合我国的现状,总结出相应有针对性的启示。

(3) 比较分析法

本文将基于横向比较法与纵向比较法两个角度,将东百集团实施员工持股计划前后的传统财务指标,与该公司其他年份的相同指标进行横向比较,同时基于行业角度进行行业上的纵向比较,用具体的数据对其实施效果进行分析评价。

1.4 本文的基本框架

本文共分成五个部分,具体如下:

第一部分是引言,主要包括我国实施员工持股计划的研究背景和意义,整理

了国内外对于持股计划的文献综述,并介绍了本文的研究思路与方法。

第二部分是员工持股计划的理论概述。介绍了与员工持股计划相关的定义、特征、运用机理以及实施失败的界定,同时,阐述了与员工持股计划相关的动因理论和失败理论,为后文的分析奠定基础。

第三部分是东百集团员工持股计划失败的案例介绍。首先分析了东百集团实施的动因、背景以及具体的实施方案;其次总结东百集团具体的实施过程;最后通过对比分析得出东百集团实施失败的表现形式。

第四部分是东百集团员工持股计划实施失败的案例分析。本文以东百集团实施的方案为基础,从方案的细节设计、公司战略布局,控股股东的相关操作等方面深入剖析东百集团实施失败的原因。

第五部分是案例的结论与建议。通过对案例进行的深入分析,得出针对性结论,并从本次案例分析和结论中思考具有普适性的完善员工持股计划的对策,助力员工持股计划在我国的良性发展。

本文基本思路框架示意图如图 1.1。

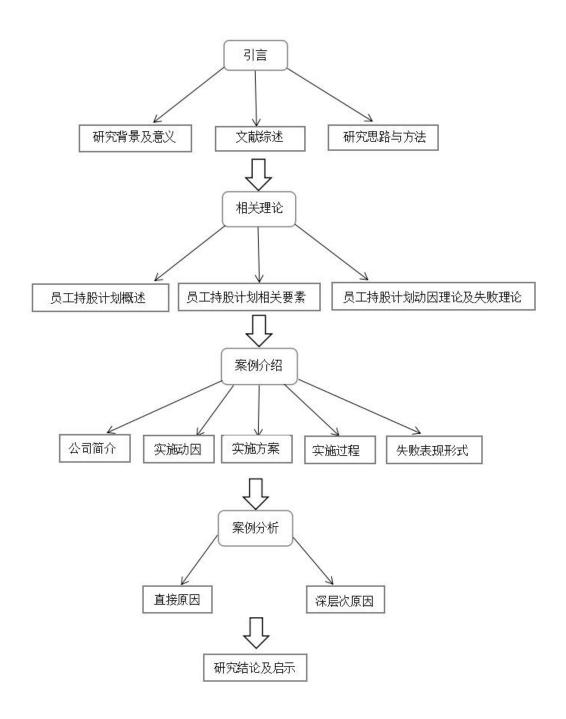


图 1.1 研究思路框架

2 员工持股计划的理论概述

2.1 员工持股计划概述

2.1.1 员工持股计划的定义

员工持股计划是企业对内部员工实施股权激励的一种方式,是指员工通过二级市场购买、定向增发等形式获取公司股份,按照所分配的持股比例获得公司部分所有权的一种制度。我国员工持股计划分类如表 2.1。

分类标准	分类	定义
		作为公司福利赠与员工的股份
持股目的	风险型	需要员工用工资或资金购买,获得收益的同时也存在着风险
出资方式	现金出资型	员工以自有现金直接购股
山 页刀八	非现金出资型	以信贷、赠与等方式取得股票
持股范围	全体员工持股	员工持股计划的范围为公司全体员工
行放化团	部分员工持股	部分员工以企业的高级管理人员以及核心技术人员为主
主体的法	自然性持股型	股票及附加的权力都是由员工个人持有,此方式在中国很少见
律地位	法人持股型	设立专门机构集中管理员工所持股份,此方式较普遍

表 2.1 员工持股计划分类

2.1.2 员工持股计划的特征

员工持股计划的特征主要有以下三点:第一,参与计划的对象必须是在企业有劳务合同的正式员工;第二,为了保证员工持股计划的顺利开展,其存续期一般设置地较长,以防止一些员工在短期内进行买卖。此外,存续期较长有利于实现员工持股计划的初衷,不容易造成员工的短视化行为,体现激励员工的本质;第三,在设计员工持股计划时,应该坚持企业与员工共同承担义务风险,共享收益的理念,从而保证持股计划分配的合理性。

2.1.3 员工持股计划的运用机理

企业实施员工持股计划,其参与对象均为企业员工,且对公司经营事务有一定决定权的董事、监事和高级管理人员居多。赋予员工股权,让员工成为公司的"主人",既是公司的经营者又是公司的所有者,在一定程度上能够提升员工工作的积极性和主动性,将员工利益与公司利益捆绑在一起,实现利益最大化。此外,可以让员工站在决策者的角度思考公司的整体战略,能够整体把握公司布局,深入参与公司各项决议。并且,如果员工持股计划持续的时间足够长,可以在公司内部建立一套激励体制,系统地挖掘员工潜能,让员工自发主动提升工作效率,提升公司的品牌影响力与竞争力,为企业的持续发展提供技术支持。

2.1.4 员工持股计划的实施失败

一般来说,企业实施员工持股计划大致分为四种结果:第一,在员工持股计划期满前,激励对象主动申请延长期限,增加持股时长,这种情形下表明实施成功;第二,在员工持股计划期满前,整个计划随之按时终止,这种情形下也表明实施成功;第三,在员工持股计划锁定期满但尚在存续期间时,激励对象将按照员工持股计划分配给其的股份全部减持为零,强制结束计划的实施,这种情形下表明实施失败;第四,在员工持股计划实施期间,因多方原因公司股价持续下降,跌破预警线,且公司无力平仓,这种情形下也表明实施失败。

2.2 员工持股计划的相应要素

2.2.1 参与对象

根据中国证监会的要求,我国员工持股计划的参与对象必须是与企业签订正 式劳务合同的员工,其中以企业的董事、监事和高级管理人员居多。此外,企业 实施员工持股计划一般需要遵循员工自愿原则,即在实施员工持股计划时应当充 分考虑员工的自身意愿,不得采取强制措施。

2.2.2 资金来源

我国实施的员工持股计划的资金来源主要有以下三个方面:员工自有资金,包括其工资报酬以及奖金等;金融机构提供的借款;公司以留存收益或者其他形式给予员工的资金赠与。

2.2.3 股票来源及比例

员工持股计划的股票来源主要有以下三个方面:一是直接从二级市场购买;二是认购非公开发行的公司股份;三是企业大股东赠与。根据相关规定,以员工持股计划持有的公司股份比例不得高于上市公司已发行股份比例的 10%,其中单个员工持股比例不得高于 1%,上述规定不包括员工通过其他途径获得的上市公司的股票。

2.2.4 认购价格

一般来说,对员工持股计划的认购价格没有特别的要求,通常情况下都是由公司股东和参与者自主决定。但是,持股计划的认购价格通常低于市场价格,这有助于保护员工的利益,降低员工的风险,并保证持股计划的顺利执行。

2.2.5 持股方式

员工持股计划的持股方式有两种形式,一是由公司自行管理;二是公司委托信托公司等资产管理机构来代为管理员工持股计划。从我国上市公司目前的实施情况来看,以第二种方式管理的公司居多。

2.2.6 持股期限

从国内外实施员工持股计划的经验来看,持股期限越长,越有利于计划顺利

实施。因为这种方式能够有效规避参与计划员工的短期化行为,更好地让员工有"主人"意识,而不是仅仅作为一个短期的股权激励。基于这一点,我国上市公司实施的员工持股计划的存续期一般设置在3年或者3年以上。

2.2.7 期满后处置方式

员工持股计划的期满后处置方式,是指持股计划在当时实际持有的股份,以 及到期或锁定期后的对于员工损益的处置办法。一般情况下,参与计划的员工可 以直接在二级市场出售向其分配的股票,或者将分配的股份划到个人股票账户从 而延长计划期限,或者继续建立新的股权计划以建立联系。通常情况下,期满后 处置方式应在公司公告中明确规定。

2.3 员工持股计划动因理论基础

2.3.1 委托代理理论

20世纪30年代,美国经济学家伯利和米恩斯提出"委托代理理论"。该理论认为解决因委托代理关系而产生的利益冲突的方法有两种:第一,制定运营计划,将管理者与股东利益结合起来,建立双赢局面,从而在保障股东利益的同时也促进企业利益最大化,该运营计划是一种激励约束系统,可以控制代理风险并降低委托成本;第二,让经营者和员工也成为企业的股东,这种方法可以让员工与企业保持相同的目标,是一种员工与企业之间的契约,可以消除问题的根源。这两种方法也被各个企业频繁应用以解决代理问题。

而员工持股计划正是通过第二种方法来解决企业代理问题。企业通过实施持股计划,让员工持有本公司股份,从代理人身份转换为委托人与代理人双重身份,不仅解决了委托人与代理人在利益追求上的矛盾问题,也可以提升对于代理人的监督程度。

2.3.2 双因素理论

"双因素理论"首次提出是在路易斯·凯尔索的《资本主义宣言》中。双因素经济是指人们通过提供资本或者进行劳动来获取收入的经济行为。在人类社会步入工业社会之前,劳动力占据主导市场,付出劳动就可以获得与劳动程度对应的报酬,劳动力是生产经济活动中的最大要素;步入工业社会之后,劳动力仍然可以在经济活动中占据不错的地位;但是,随着科技的发展,资本这一因素逐渐占据主导地位,资本规模的不断扩张也提升了资本价值,生产的决定性要素也逐渐从劳动过渡到资本,贫富差距也随之越来越大。

因此,通过提供资本的方式获取的财富远超过通过提供劳动服务获得的财富,员工通过劳动获取的报酬非常低。员工持股计划则可以有效解决这一矛盾,其可以让劳动力和资本保持平衡,将财富在员工和所有者之间进行再分配,保障员工权益,可以进一步缩小贫富差距。这种方式在提升员工获得的财富的同时,

也可以提高员工主动完成工作任务的自觉性,从而提升企业生产经营水平,实现 双赢的同时也可以促进社会经济公平稳定的发展。

2.3.3 人力资本理论

20世纪60年代,舒尔茨提出人力资本理论,该理论为人类研究生产力提供了一个新视角,认为人力也是一种资本。人力资本与物质资本没有较大区别,两者均有助于推动经济增长。与物质资本的直接可观性不同的是,人力资本没有实际存在的形态,它蕴含的潜能、所能发挥的作用也无法准确衡量,因此在早期往往容易被忽视。但人力资本之于经济的增长作用是很大的,远高于普通物资对经济的贡献。人力资本有两个较重要的特征:主动能动性和自觉性。

人力资本理论认为在企业中人力与资本同样重要,这就要求企业要更加注重人力管理的效能。人力资本管理的目标在于探索出一种能够让员工自觉提升工作效率的机制。对于企业而言,员工在不同情况下,其工作效率是存在差异的。员工得到一定的激励,能够自发主动地完成工作任务甚至是额外任务,其工作效率也就有所提升。员工持股计划不仅能够对员工起到激励作用,同时也可以让员工参与企业剩余权益的分配,从根本上将人力与企业业绩融为一体,让员工自觉发挥自身最大潜能成为可能,最大程度上提升企业人力资本管理的效率。

2.3.4 利润分享制理论

1984年美国麻省理工学院经济学院教授马丁·魏茨曼在《共享经济》中提出了利益共享制理论。在资本主义雇佣关系下,工人以出卖劳动力为生,所得工资维持劳动力的再生产,超过工资的剩余价值被资本家剥夺。为打破资本家剥削工人的困境,魏茨曼认为可以改变工人获取薪酬的结构,因此提出了利润分享体系。在利润分享制理论体系下,工人的薪酬不再仅仅只是劳动合同中约定的薪金,而直接与企业获取的利润相关,在这种模式下,付出多少劳动就可以获取相对应的薪酬,从而能够有效提升员工工作效率。

员工持股计划就是一种有效的利润共享手段。参与计划的员工,其薪酬不仅 仅只是之前的固定薪资,而是与企业当年的经营业绩水平有着直接的关联。因此, 通常情况下,员工为了获取更多的薪资水平就会自发主动地完成工作任务甚至是 额外任务,也从另一方面提升企业经营业绩,实现双赢。

2.4 员工持股计划失败理论基础

2.4.1 信息不对称理论

信息不对称理论最早是由三位美国经济学家阿克洛夫、斯彭斯及斯蒂格利茨 共同提出。该理论认为,在日常社会活动中,不同人员对于事物所掌握的信息程 度是不尽相同的,掌握更多信息的人可以凭借其信息优势而获得更多的收益,而 获得的信息相对贫乏的人因为其掌握的信息有限,想要获取更多的收益往往比较 困难。信息不对称理论认为在资本市场中,市场中的卖方掌握的信息通常较全面,而买方能够掌握的信息一般局限于公开的历史资料等,因此卖方能够通过向买方传递信号的方式来获取更多收益。信息不对称的现象不仅仅只存在于资本市场中,在我们的日常生活也大量存在。

根据信息不对称理论,在员工持股计划中,参与计划的各个员工对企业的各项信息的掌握程度是不一样的,对于企业的一些机密信息,就算是内部员工也不得而知,企业未来的部署规划往往也只有少数高级管理人员才清楚,而企业如果没有充分披露,普通员工往往就是信息贫乏的一方,也会影响其正确的判断,导致不必要的损失。并且,对于员工持股计划的一些具体的实施细节,比如杠杆的设置、激励时点的选择、员工持股份额的占比等等,对于这些计划实施的细节设计,一般而言都是由企业的大股东联合相关专业人员共同决定,大部分参与计划的员工并不享有直接决策权,因此大部分普通员工掌握的信息有限,相对而言则处于不利地位,这一点成为大多企业实施员工持股计划的一个障碍点。

2.4.2 风险评估理论

风险评估理论是从财务学的角度来阐释问题。风险导致收益的不确定性,风险越高,往往意味着收益越大,反之亦然。在员工持股计划中,其实施目的本是实现员工利益与公司利益的有效统一,员工的收益应当与公司所产生的收益和承担的风险相关。但是我国大部分员工持股计划的股票来源于二级市场,并且存续期较短,这将致使员工收益与资本市场捆绑在一起,员工的收益取决于股市的走向,违背实施员工持股计划的初衷,未能将员工的收益与企业利益有效统一。并且,目前我国股市瞬息万变,其不确定性也大大增加了员工风险,员工承担的风险过高会分散工作的注意力,过分关心市场的趋势走向而未能全身心投入工作当中,甚至可能在工作中出现失误。因此员工承担风险过高在一定程度会反作用于公司,降低公司的收益。从这个角度来说,员工虽然承担了较大的风险,但是其所能获得的收益与其承担的风险是不匹配的,违背了风险评估理论,而这一点也是许多企业未能按照预期实施员工持股计划的原因之一。

2.4.3 不完全契约理论

不完全契约是由格罗斯曼、哈特和莫尔等共同提出。该理论认为,人们不可能对待所有事情都保持绝对的理性思维,以及有关交易事项的不完全披露,使得在契约中明确所有权利和义务几乎不可能,因此完全契约存在的可能性微乎其微,日常生活中人们拟定的契约几乎全部都是以不完全契约形式存在的

公司与员工之间制定员工持股计划的契约就是典型的不完全契约。公司在制定与员工持股计划相关的条约时,由于无法囊括所有可能出现的结果,一旦股价下跌,员工会遭受较大的损失,利益无法得到保障。并且,相对于员工一方,公

司掌握的信息更多。因此,即使公司与员工之间签订了详细的契约,也会存在不可明确的剩余权利,员工在这种情况下将会处于劣势地位。

3 东百集团员工持股计划失败案例介绍

3.1 公司概况

3.1.1 公司简介

福建东百集团股份有限公司(简称东百集团)成立于 1957年,距今已有 63年的历史,公司地址位于福建省福州市,是我国为数不多的老牌零售公司。1993年,公司在上海证券交易所挂牌上市,截止 2020年上半年,公司在百货上市企业市值排名位于第 18 位。

东百集团的主营业务为百货零售,兼营房地产、广告、酒店餐饮服务、物业管理等,目前公司在福建省零售业占有重要地位。对于为公司带来主要经营业绩的百货零售行业,其经营模式为以联营模式与自营模式并存的形式,其中以联营模式为主,占比高达 96%。在联营模式下,供应商提供商品且派出专业人员进行销售,商品售出后按照相关的收入准则确认收入并结转成本;在商品未售出的情况下,公司不承担与该商品相关的风险。在自营模式下,商品所有权转移给公司,公司须承担所有与该商品相关的风险,另外,公司需要自行采购商品并进行销售。截至 2019 年底,公司从事的主要业务为四个板块:商业零售、仓储物流、商业地产以及供应链管理,四大主营业务在 2019 年为企业带来的收入占比如图 3.1。

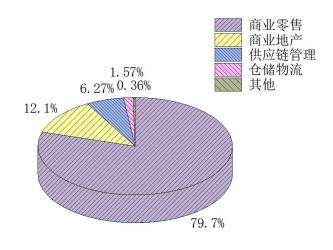


图 3.1 东百集团主营业务收入占比

数据来源:东百集团 2019 年年度审计报告

(1) 商业零售行业

东百集团以商业零售为核心业务发展,在福建具有一定的市场地位,并致力在全国多区域核心地段开拓业务范围,打造及商业、生活和消费于一体的综合场景。2019年,我国面临着商业零售行业的产业变革时期,市场同质化严重,不正当竞争频发,行业整体优化进程随之加快,消费者需求不断增加,因此需要应用新技术以及新商业模式来满足消费者不断增加的个性化需求。在这样的行业背

景下以及发展趋势下,公司也加快了改革转型的步伐,利用互联网及大数据分析,不断促进线上线下销售多渠道融合发展,旨在提升自身竞争力,扩大在百货行业的市场份额。

(2) 仓储物流行业

截至 2019 年底,东百集团建立的物流中心已经分布在全国各地,在我国重点区域已经建成多个物流中心。随着线上消费的普及,我国仓储物流行业的发展依然非常可观,产业活跃度也一直保持稳中有升。在这一行业背景下,公司采用闭环运作模式,即"投-建-招-退-管",在这一模式下,公司的合作对象为天猫、顺丰等电商物流企业。未来,东百集团也会不断提升自身品牌影响力,与各金融机构开展合作,建立"东百物流基金",并开拓以其为核心的基金网络。

(3) 商业地产行业

东百集团的商业地产板块是近期新开拓的业务,主要是以租赁的形式来获取收益。公司也与一些大型酒店、超市、餐饮等行业组成商业综合体进行管理运营,该板块主要辐射范围为兰州和福安等地。

(4) 供应链管理行业

东百集团的供应链管理服务主要是为农产品贸易提供交易平台,包括销售市场、物流、结算等供应链服务。

3.1.2 公司股权结构

截止 2019 年底,东百集团的实际控股股东为福建丰琪投资有限公司,持有公司 45.62%的股份,实际控制人为郑淑芳,郑淑芳 100%控股福建丰琪投资有限公司,因而间接持有东百集团 45.62%的股份。第二大股东施章峰持有公司 7%股份,施章峰为郑淑芳女士之孙,二人为一致行动人。东百集团前十名股东持股情况如下表。

股东名称	股东性质	持股数量	持股比例(%)
福建丰琪投资有限公司	境内非国有法人	409,746,718	45.62
施章峰	境外自然人	62,837,338	7.00
深圳钦舟实业发展有限公司	境内非国有法人	30,137,140	3.36
福建东百集团股份有限公司回购	# 44	29 292 002	2.16
专业证券账户	其他 28,3	28,382,902	3.16
国通信托有限责任公司	其他	25,850,865	2.88
姚建华	境内自然人	15,200,000	1.69
香港中央结算有限公司	其他	6,951,357	0.77
郭华容	境内自然人	5,970,643	0.66
张雪英	境内自然人	5,495,889	0.61
朱正杰	境内自然人	5,404,754	0.60

表 3.1 东百集团前十名股东持股数量及比例

数据来源:东百集团 2019 年年度审计报告

截止2019年12月31日,东百集团股权结构如图3.2所示。

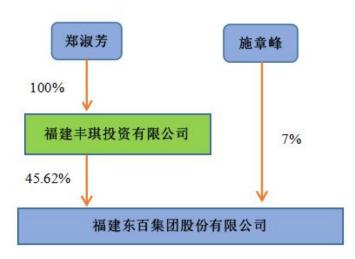


图 3.2 东百集团股权结构

数据来源:东百集团 2019 年年度审计报告

3.1.3 东百集团员工持股计划实施背景

(1) 内部背景

①区域跨度大、管理风险高

随着移动互联网时代的飞速发展以及天猫超市、苏宁易购等线下零售行业的崛起给传统百货零售业的打击,东百集团试图以多元化的发展来降低企业经营风险。2016年开始扩展房地产销售业务和供应链贸易管理业务,在当年都为企业

带来了不错的收益。其中房地产销售业务为企业增加了 123,748.40 万元的营业收入,供应链贸易业务为企业增加了 32,965.34 万元的营业收入,且在 2017-2018 年这两个业务板块的营业收入都呈现增长的趋势。[©]2016 年之前,企业主营业务地区只局限在福建省,2016 年扩展房地产销售业务和供应链贸易管理业务主要立足于兰州和福安等地,2017 年企业分地区的子公司的营业收入来源已经遍及华东、西北、华南、东北和华北等地。东百集团在不断扩大自身规模的同时,跨区域子公司数量大量增加,极大地增加了其跨区域的经营管理风险,公司在人力资源管理以及日常经营活动管理等方面面临新的挑战。

②战略部署升级、管理人才紧缺

为了进一步扩大企业规模,在竞争激烈的百货零售行业提升公司品牌竞争力,东百集团将继续保持在福建省的优势地位,同时进一步扩大零售业务的覆盖范围,致力于打造全国多元化的战略布局。除了百货零售行业,公司还将继续探索仓储物流、商业地产等不同业态并存的经营战略。

对于仓储物流板块,公司将与国内各大物流公司展开合作,聚集核心物流市场,采用闭环运作模式,吸引高素质人才助力业务持续发展,建立品牌拓展及输出模式,致力在我国仓储物流行业形成自身的品牌影响力;对于商业地产板块,公司重点着力于兰州、福安等地。通过收取租金的形式获取收益,同时也与一些大型超市、酒店、餐饮等企业展开合作,致力于打造大型综合体的战略模式。

面对东百集团的战略部署升级,公司的管理人才是支撑成功部署战略的支柱,针对商业零售这一领域,不同区域的管理更需要当地的人才引进与当地居民特定生活习惯匹配的销售模式;其次,多元化的发展亦需要专业人才的加持才可以顺利发展。但是根据企业年报显示,企业 2015 年管理人才数量为 374,到 2016年末,管理人才数量降至 341,即在一年的时间里企业核心管理人才流失了近 33人。^②为了留住剩余管理人才的同时吸引新的管理人才成为了东百集团实施员工持股计划的目的之一。

(2) 行业背景

①行业外部因素导致整体业绩下滑

2014-2016期间,国内经济增速放缓和线上零售行业的兴起两者对传统百货零售业的打击重大,我国百货行业近年来的销售收入及其增速出现下降趋势,如图 3.3。

⑤ 资料来源:东百集团 2016 年年度审计报告

② 资料来源:东百集团 2015-2016 年年度审计报告

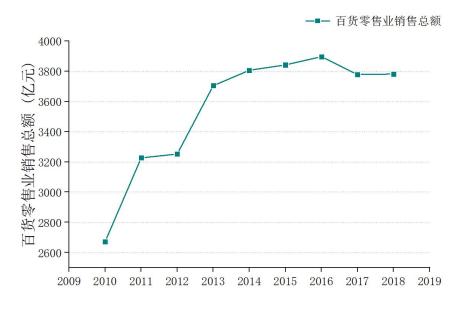


图 3.3 我国百货零售行业销售总额

数据来源:中国统计年鉴

根据图 3.3 可以发现 2013 年之后,我国零售行业销售增速明显放缓甚至呈下降趋势,东百集团在面对整个行业大趋势严峻的情况下,也试图尝试多元化发展来获取更多的收益和品牌影响力。

②行业内部竞争带来负面效应

在我国,进入百货零售行业并没有较多的条件限制,其他行业可以比较容易就开拓零售业务板块,并且我国并没有日本、英美等国严格的城市规划的限制,导致我国百货零售行业企业大规模扩张。据统计,各大中小城市大型商场规模扩张迅速,特别是2012年之后全国百货门店的数量与日俱增(如图3.4)。这种超饱和状态必然导致行业竞争过度的结果,同行之间可能会采取"价格战"、"捆绑消费"等措施来吸引顾客,这将大大降低行业的整体盈利水平。

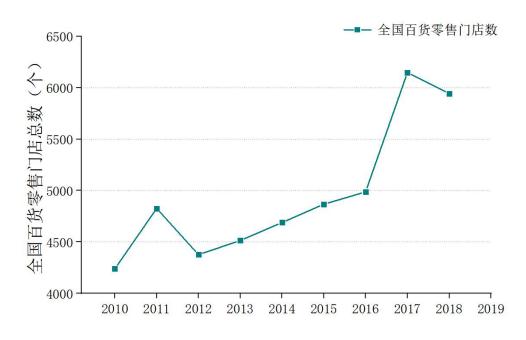


图 3.4 全国百货零售门店总数

数据来源:中国统计年鉴

(3) 政策背景

2014年6月,中国证监会发布《关于上市公司实施员工持股计划试点的指导意见》,这为国内中小上市公司在人才管理方面带来了新契机。自该政策发布以来,众多上市公司纷纷开始颁发出员工持股计划。截止2019年5月,国内各大企业有效实施员工持股计划有888家,涉及A股上市的有661家。[©]由此可见,员工持股计划日益受到我国企业的偏爱,这也成为众多上市公司为建立完善稳定的人才管理机制而首选的方案。

3.2 东百集团实施员工持股计划的动因

3.2.1 解决代理问题

在我国,当前大部分公司制企业均会存在所有权与经营权相分离的问题。虽然这可以使公司能够较容易获取更多的资本,进而有更多的机会和资金去开拓业务,丰富创新产品,经营多元化,从而提升公司核心竞争力。但对于大部分企业而言,公司的股东一般仅仅只把企业当作一种投资工具的载体,而不直接参与管理,公司的日常管理活动均由职业经理人完成,这就产生了代理问题。职业经理人作为代理人,其主要负责通过制定各种策略来提升企业的经营业绩,进而增加股东财富,他们将公司视为获取酬劳以及提升自己专业技能、实现自我价值的平台。因此,经理人在面临一些选择时,优先首先保障自己的利益,尽管这样的做

-

^① 资料来源: iFind 金融数据库

法可能会让股东利益受到损害;而股东则将自己的出资视为一种投资工具,旨在通过投资活动获取收益,希望作为经理人能够为他们带来更多的收益。由此可见,股东与职业经理人之间基于不同的目的,可能会产生互相矛盾的行为,从而损害双方的利益。对于股东来说,为了有效遏制经理人做出损害自身利益的行为,可以制定有效的雇佣合约,严格规范经理人的行为。但过于限制经理人的行为很可能会降低经理人的积极性,并且,股东往往对于公司专业经营的了解有限,不具备相关专业技能,不完全了解企业的经营管理活动与投融资机会,不如职业经理人考虑全面和细致,反而会降低公司经营业绩,阻碍公司的长远发展。因此,在设计雇佣合约时,应充分考虑职业经理人的专业技能水平,增加其"主人翁"意识,这样既可以利用其专业技能为企业提供正确的经营决策,也可以防止其为自身利益而损害股东财富。

为有效解决公司所有者与经营者之间的代理问题,东百集团设计实施了员工持股计划。持股计划可以促进股东与职业经理人的目标一致,让经理人产生"主人翁"意识,可以有效地将公司利益与员工利益捆绑一体,最大程度减少经理人为实现自身利益最大化而牺牲股东财富的行为,从而解决代理问题,降低代理成本。

3.2.2 调动员工的积极性

随着互联网的普及,消费者对于线上消费日益青睐,而近期"直播带货"的大火,也吸引了越来越多的年轻群体开始尝试新的零售方式。同时,"盒马鲜生"和"美团外卖"的兴起,也对传统零售行业中的生鲜市场带来了一定程度的冲击。传统百货零售也在这一背景下,纷纷开始多元化发展,东百集团也不例外。公司 2016 年开始扩展房地产销售业务和供应链贸易管理业务,这一战略性的转变无疑会给公司员工带来业绩上的压力和工作量的加重,但是员工的收入依然是按照传统的固定薪酬加上年终奖和业绩奖金,虽然年终奖和业绩奖金的部分也与企业业绩挂钩,但是这与员工所付出的工作强度和承受的心理压力对比则显得微乎其微,而且企业的年终奖与业绩奖金一般只和当年的经营情况相关,而无法反映企业未来的发展。因此,员工如果过分关注年终奖与绩效奖金也容易造成工作中的短视行为。

东百集团在这种情况下实施员工持股计划可以让员工直接持有公司股份,企业价值上升时员工可以及时并且直观地感受到回报,可以提升员工在工作中的积极性。相反,如果员工在日常工作中松懈、怠慢,那么给企业带来损失的同时对员工自身收益的损失也是及时并且直观的,这样也可以对企业员工形成一个反向激励作用。并且,如果员工持股计划持续的时间足够长,公司内部可以建立一套系统的激励机制,既可以保障员工的利益,也可以促进企业长期稳定的良性发展。

3.2.3 保留并吸引人才骨干

2016年,国内实体经济增长乏力,给百货零售业带来了一定的冲击,互联网的飞速发展和日益成熟的线上购物体系都在促使传统百货零售业进行战略升级。2016年11月,国务院发布《关于推动实体零售创新转型的意见》,促进行业产业变革、提升产品的供给效率,为零售行业的发展指引了新的方向。2017年3月,商务部发布《国务院办公厅关于推动实体零售创新转型的意见》,强调我国零售企业需要关注消费者需求,提供更个性化的服务,建立线上线下相融合的新销售模式,满足消费者的需求结构变化。与此同时,随着人工智能以及大数据分析的普及,零售行业也开启了"新零售"时代,带来更多发展机遇的同时也意味着面临产业升级转型的压力等更深层次的挑战。在这一行业背景下,东百集团也在积极响应政策的号召,加快产业升级转型,利用数据分析,更快速准确地了解客户偏好,有针对性地服务每一位客户,满足他们的个性化需求,采取线上保证销量、线下提升服务的模式,丰富多场景购物体验,发挥价格和场景优势,提升公司的核心竞争力及市场占有率。

公司进一步的产业链升级需要大量管理人才的支持。比如东百集团在兰州新开发的兰州国际贸易中心项目以及兰州希尔顿酒店,由于公司大部分管理人才都是福建人士,公司扩展的兰州业务需要了解兰州的生活习惯和饮食习惯才可以抓住顾客的喜好,提供更优质的服务和营销策略。目前,公司已经开始布局华东、西北、华南、东北、华北区域业务,而新区域业务的成功部署与管理人员敏锐正确的经营决策密不可分。给予员工公司股权,可以让员工将自身利益与公司利益更好地融合为一体,最大程度上为企业贡献自身价值,与企业同进退。而在现在这个"人才市场"中,实施员工持股计划可以有效地保留企业已经培养好的人才并且有利于吸引更多的外部人才来助力企业实现战略转型。

3.2.4 实现公司利益与员工利益的有机统一

在我国,随着公司制的发展,产权分离的问题也逐渐引起更多人的关注。经营者会过于在意短期获利,有时会做出牺牲股东相关利益的选择,也忽视了公司的长期发展。股东为了实现自己的利益,也青睐于实施不同的限制性条款,对经营者的权限给予一定程度的约束。如果经营者与股东存在较大差异,在一定程度上会给公司造成不必要的损失。员工持股计划能够有效促进管理者和员工的想法达成一致,为了公司的同一目标而努力。

我国曾经对员工持股计划的认识存在一个误解,认为持股计划仅仅只是对员工的一种嘉奖形式。但随着我国对员工持股计划的认识逐渐深入,也日益了解到员工持股计划的目的更多地在于让员工有"主人翁"意识,使员工充分加入到公司治理的管理活动中。员工不仅仅只是依靠基本工资来作为工作劳动的报酬,而

是与公司共享收益,共担风险,从而激励员工自发地挖掘自身潜能为公司和自己 创造更多的收益;此外,当公司的利益与员工有直接的利益关系时,员工能够以 一个更宏观的角度在日常生产经营活动中做出决策安排,促使公司与员工之间的 良性发展,从而实现公司利益与员工利益的有机统一。

3.3 东百集团员工持股计划实施方案

在设计员工持股计划之前,公司充分调查员工意愿,根据总结每位员工的真实想法之后,结合员工意愿,依据相关法律条款以及公司规章制度,在考虑到公司实际的资金情况以及经营需要后,设计了东百集团首期员工持股计划。第一期员工持股计划筹集资金总额上限为10,000万元,单个员工必须认购1万元的整数倍份额,且最低认购金额为1万元,即1万份。

东百集团首期员工持股计划通过"兴业信托·东百集团1号员工持股集合资金信托计划"(以下简称"信托计划")来进行定向资产管理,该信托计划按照1:1的比例设置杠杆,同时设立优先级份额以及劣后级份额,由于杠杆的加持,该计划份额上限为20,000万元。

3.3.1 员工持股计划参与对象

东百集团第一期员工持股计划于 2017年 5 月 24 日在东百大厦举行董事会决议,全票通过。该持股计划原计划有 30 人参与,其中高级管理人员 3 人,合计分配份额占计划总份额比例的 22.85%。为了鼓励高级管理人员等专业的管理人才加了副总裁王黎民、袁幸福两人为参与计划的对象,此时高级管理人员分配的份额比例占计划总份额比例为 62.85%。具体员工及其分配的份额见表 3.2。

持有人	职务	出资额(万元)	比例 (%)
朱红志	副董事长	1,000	10
刘夷	董事、副总裁兼董事会秘书	785	7.85
宋克均	董事、副总裁兼财务总监	500	5
王黎民	副总裁	2,000	20
袁幸福	副总裁	2,000	20
其余员工	-	3,715	37.15
总计	-	10,000	100

表 3.2 东百集团员工持股计划激励对象及出资份额

数据来源:东百集团第一期员工持股计划(草案)摘要(修订稿)

3.3.2 员工持股计划的股票来源与资金来源

东百集团首期员工持股计划的资金来源为公司激励对象自有资金,包括员工的薪酬、奖金等。股票全部来源于二级市场,员工将需要在公司股东会通过预案后6个月内,完成对标的股票的购买。

3.3.3 员工持股计划的存续期、锁定期

东百集团首次员工持股计划的存续期为 36 个月,锁定期为自 2017 年 7 月 1 日起 12 个月。

3.3.4 员工持股计划的管理模式和终止条件

员工持股计划设置管理委员会,对员工持股计划负责,是员工持股计划的日常监督管理机构。持有人会议是员工持股计划内部管理的最高权力机构。

员工持股计划锁定期届满后,可提前终止。当员工持股计划存续期届满或提前终止时,在依法扣除相关税费后,在届满或终止之日前 15 个工作日内完成清算,由管理委员会按约定进行资产的分配。

3.4 东百集团员工持股计划的实施过程

3.4.1 员工持股计划的筹划

2017年4月13日,东百集团发布《第一期员工持股计划(草案)摘要》,拟筹集资金10,000万元。本次员工持股计划设置了一倍的财务杠杆,即如果持股计划为员工带来收益,其收益会增加一倍,如果持股计划亏损,员工承担的损失也会扩大一倍,同时按照相同的比例设立优先级及劣后级份额,持股计划份额上限为20,000万份,每份价值1元。参与对象为30人,其中,高级管理人员3人,合计分配份额占计划总份额比例的22.85%,其他员工分配的比例为57.15%。

2017年5月22日,公司发布《第一期员工持股计划(草案)修订稿》,将参与对象将为降为21人,其中,公司董事、监事、高级管理人员增加至5人,

合计分配的股份份额占计划总份额的比例为 62.85%; 其他员工合计认购份额占比 37.15%。同日,公司召开第九届董事会第二次会议,参与会议的股东一致同意通过本次员工持股计划,独立董事也一致同意本议案,并发布修订持股计划实施情况说明公告,详见《东百集团:关于第一期员工持股计划修订情况说明的公告》。

2017年末,根据东百集团公司年报,参加公司第一期员工持股计划人数由 21人减至16人,认购份额未发生变化。

2018年,根据公司年报,公司第一期员工持股计划的参与人员由 16 人减至 9 人,在参与计划的核心高管中,原公司副总裁王黎民先生离任,并将其持有的 股份转让给其他员工,本期员工持股计划实施完毕。

东百集团员工持股计划筹划的时间线如图 3.5。



图 3.5 东百集团员工持股计划筹划的时间线

数据来源: 由东百集团发布的公告及年报整理所得

3.4.2 员工持股计划的实施

经过董事会审议通过之后,东百集团正式开始实施首期员工持股计划。截至 2017 年 6 月 30 日,公司第一期员工持股计划已经完成股票购买。"信托计划"

通过二级市场购买方式累计买入公司股票 12,240,145 股,占公司总股本的 1.7%,成交金额为人民币 197,226,572.53 元,成交均价为 12.94 元/股。上述股份锁定期为 2017 年 7 月 1 日起 12 个月,存续期为 36 个月。

3.4.3 员工持股计划的终止

2018年7月19日,公司第一期员工持股计划持有的股份锁定期已满,员工所持的公司股票合计15,240,145股全部出售完毕。东百集团本次员工持股计划在锁定期满存续期前将所持股份减持为0,视为员工持股计划实施失败,本期员工持股计划实施完毕。

表 3.3 东百集团首期员工持股计划一览表

项目	内容
参与对象	东百集团的董事、监事、高级管理人员及其他员工等
参与人数	9人
股票来源	通过定向资产管理计划向二级市场购买
资金来源	参与计划人员的合法薪酬、自筹资金及其他合法方式获得的资金
存续期	36 个月
锁定期	自 2017 年 7 月 1 日起 12 个月
资产管理人	兴证证券资产管理有限公司

数据来源:由东百集团发布与员工持股计划相关的公告整理所得

3.5 东百集团员工持股计划失败的表现形式

一般而言,企业实施员工持股计划目的在于:首先,希望通过实施员工持股计划在市场上传达公司经营情况良好的信息,从而吸引更多的投资者;其次,在现时代,人力资本已逐渐成为各企业争抢的资源之一,持股计划可以在保留企业已有人才的同时吸引更多的人才加入;最后,企业给予员工股份激励,可以提高员工积极性,将员工利益最大程度上与公司利益挂钩,让员工自发主动地完成工作任务甚至是一些额外任务,从而提升企业盈利能力和经营业绩。因此,本节将从市场层面,员工数量以及企业业绩三个层面来分析东百集团第一期员工持股计划的实施效果。

3.5.1 股价暴跌,员工损失加倍

2017年6月30日,根据东百集团与员工持股计划相关的公告,公司首期员工持股计划已经购买完成,"信托计划"通过资本市场购买的股权成交约为12.94元/股。可是自员工计划开始实施之后,股价在短期内上升后持续走低(如图3.6),计划锁定期为2017年7月1日至2018年7月1日,在锁定期截止后,7月2日东百集团的收盘价为5.78元/股,跌幅高达55.33%(如表3.4)。

表 3.4 东百集团首期员工持股计划浮亏比

第一期员工持股计划成交均价	2018年7月2日收盘价	浮亏比例
12.94 元 / 股	5.78 元 / 股	55.33%

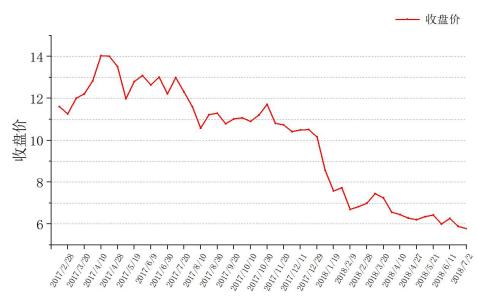


图 3.6 东百集团股价走势

数据来源: 同花顺财经

从图 3.6 可以发现,在东百集团 2017 年 4 月着手准备实施员工持股计划时,在这段时间内公司的股价短期内有所上涨,但是从 7 月开始便一直呈现下降趋势,这意味着这次激励计划在发布当时的确在市场上传递了积极的信号,使公司股价在短时间有所提升,但是其所持续的时间较为短暂,从 7 月末便开始一路下滑。由此可见,东百集团本次持股计划并没有为企业吸引更多的投资者,反而给企业带来了巨大的损失。另一方面,股价持续走低,给员工带来的损失也是惨重的,员工在持股计划中的成交均价为 12.94 元/股,在锁定期结束后,股价降至5.78 元/股,浮亏比例高达 55.33%,而且企业在设计员工持股计划时设置了 1:1 的杠杆,加上外部资金的杠杆作用让员工几乎亏完本金。因此,从市场层面来看,东百集团首期员工持股计划给企业和激励对象都带来了极大的亏损。

3.5.2 人才流失,员工大量离职

大多企业实施员工持股计划的目的在于为企业留住人才并且吸引外部业务 人才,人才的引进可以给企业带来不可估量的价值。企业人员的学历结构和年龄 层分布情况可以看出这个企业的发展潜力,一般来说,高学历人才比例越多的企 业,其研发创造能力和经营管理能力都较强,而年轻人越多的企业一般也更有创 造积极性和能动性,年龄较低的人大多具有更强的拼搏动力,同时也更敏锐地察 觉市场需求的变化。由此可见,21世纪的专业人才是一个企业不可或缺的重要资源。但是,东百集团在实施员工持股计划之后并没有为其实现保留人才和引进人才的目的,具体表现在以下两个方面:

(1) 激励对象离任

根据东百集团 2017 年 4 月 13 日发布的《第一期员工持股计划(草案)》,该份公告中激励对象为 30 人,其中高级管理人员 3 人; 5 月 22 日公司发布《第一期员工持股计划修订稿》激励对象由 30 人降至 21 人,其中高级管理人员 5 人; 2017 年年报中披露,激励对象已经从 21 人降至 16 人; 2018 年年报中披露,激励对象已经从 16 人降至 9 人。激励对象中高级管人员 5 人中,朱红志、刘夷、王黎民均因个人原因离开公司,其中原公司副总裁王黎民已将其持有股份转让给公司其他员工。

日期	激励对象总数	高级管理人员
2017年5月22日	30	朱红志、刘夷、宋克均
2017年5月28日	21	朱红志、刘夷、宋克均、王黎民、袁幸福
2017年12月31日	16	朱红志、刘夷、宋克均、王黎民、袁幸福
2018年12月31日	9	宋克均、袁幸福

表 3.5 东百集团激励对象人数变化

数据来源:根据东百集团年报与员工持股计划相关公告整理所得

根据表 3.5 可以看出,东百集团首期员工持股计划的激励对象随着计划的推进在不断减少,被激励的高级管理人员中 60%已经辞去工作,从人员流失的角度可以判断此次计划给员工带来的损失过大,也更加佐证此次员工持股计划的失败。

(2) 高学历人才辞职

除了被激励对象的离任,从 2017 年开始,东百集团大专及本科以上学历人 员也呈现出大量辞职的趋势(如图 3.7)。

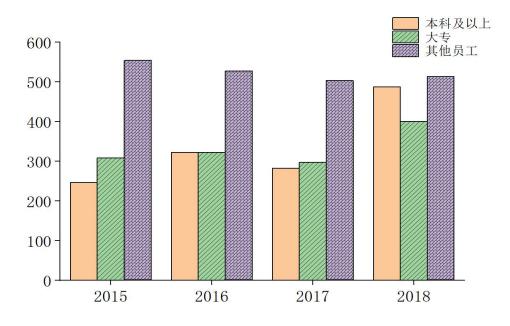


图 3.7 东百集团各学历层次人数

数据来源: 由东百集团 2015-2018 年年度审计报告整理所得

根据图 3.7 可以看出,在 2017 年之前,企业各个学历层次段的人数都是呈现上升趋势,尤其是本科及以上学历人数,但是 2017 年,本科及以上学历和大专学历人数都在下降,尤其是本科及以上人数从 322 下降到 282,有 40 个高学历职工辞职,这代表此次员工持股计划不仅没有为企业留住人才,反而造成了大量职工的流失。

3.5.3 相比同行,经营业绩不佳

东百集团实施员工持股计划前后企业的主要财务指标如表 3.6 所示。

表 3.6 东百集团 2012-2019 主要财务指标

单位, 百万元

		13	.0 小口来的	ц 2012-2013	(工女別方)	日小小	平世: 日/	/1/6
财务指标	2012年	2013年	2014年	2015年	2016年	2017年	2018年	2019年
总资产	1,564	2,262	3,458	4,853	5,526	6,208	7,195	8,398
总负债	412	1,120	2,145	2,887	3,611	4,076	4,678	5,718
净利润	37	35	159	41	20	40	28	29
每股净资产	3.077	3.047	3.583	4.217	4.086	2.164	2.423	2.615
每股收益	0.109	0.106	0.476	0.1197	0.0505	0.0337	0.0327	0.0349
经营活动产生	0.7	77	220	166	2	7.0	106	106
现金流量净额	-87	-77	-328	-166	3	-58	-126	-106

数据来源:东百集团 2012-2019 年年度审计报告

根据东百集团 2017 年年报, 其净利润相对于上年增加了是由于公司报告期公司商业地产业务收入较上期增加 63.377.40 万元, 供应链贸易业务收入较上期

增加了30,017.81万元,这两个业务是公司部署战略升级下扩展的子公司业务,但是公司实施此次员工持股计划绝大部分是针对于母公司员工。为了更好地比较东百集团在实施员工持股计划之后的业绩变化,本文将着重分析母公司的业绩变化,我国零售行业大多数也采用了多元化经营战略,为了增加分析的可靠性,本文将通过对比分析,将东百集团的经营状况与财务成果和同行业进行比较,即将东百集团的各项财务指标与同行业中同期未实施员工持股计划的王府井来进行比较。

(1) 净利润的比较

东百集团实施员工持股计划的最终目的是为了激励员工,将员工利益与公司利益统一,从而为企业带来更多的收益。因此,分析东百集团实施员工持股计划前后的净利润的变化可以直观地反映员工持股计划对其经营绩效的影响。为了更好的进行分析比较,本文选取全国百货零售行业的龙头以及与东百集团市值接近的零售企业王府井、天虹股份等 6 家企业 2012 年至 2018 年的净利润来分析东百集团的经营成果,如图 3.8 所示。

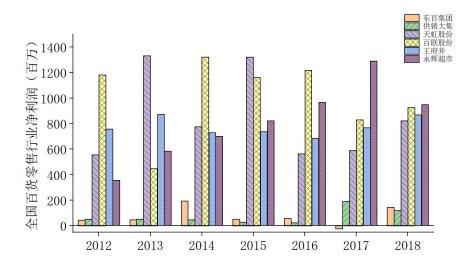


图 3.8 全国百货零售行业 2012-2018 年净利润

数据来源: 国泰安数据库

从图中可以看出,东百集团整体的净利润水平在整个行业来看优势并不明显,其数值与百货零售行业龙头企业相比有比较大的差距,然而企业在 2017 年实施员工持股计划也没有能够激励员工为企业带来更多的收益。相反,实施员工持股计划的当年母公司净利润首次为负,对比行业其他企业,永辉超市的净利润在 2012 年至 2018 年间一直呈现递增的趋势,尤其在 2017 年度增幅明显,百联股份虽然在 2017 年有所下降,但是整体波动较小,王府井则是整体走势都比较平稳。而通过东百集团 2017 年年报可以得知,其子公司的房地产开拓租赁业务

现在成为公司主要盈利业务,零售业务并没有得到较大提升。因此,东百集团本次实施的员工持股计划并没有能够为企业带来更多的利润。

(2) 盈利能力的比较

东百集团实施员工持股计划的最终目的就是激励员工,为企业带来更大的收益,并且,盈利是大多数企业存在的理由,提高盈利能力也是每一个企业所追求的目标。因此,通过分析东百集团在实施员工持股计划前后的盈利能力,可以直接看出持股计划的实施是否提升了企业的盈利水平。本文选取在反映盈利能力的财务指标中选取营业净利率、净资产收益率以及资产报酬率分析东百集团实施员工持股计划对其盈利能力的影响,同时,与同行业中同期未实施员工持股计划的王府并来进行纵向对比分析。

东百集团与王府井各年的盈利能力财务指标如下表所示。

表 3.7 东百集团与王府井 2015-2018 年各盈利能力指标 单位: %

	2015		2016		2017		2018	
	东百集团	王府井	东百集团	王府井	东百集团	王府井	东百集团	王府井
营业净利率	2.54	3.82	6.74	3.18	10.32	3.57	9.22	4.59
净资产收益率	2.61	9.26	10.23	6.26	17.39	8.95	10.76	11.01
资产报酬率	1.40	6.36	5.08	5.48	8.83	6.15	5.85	7.55

数据来源: 国泰安数据库

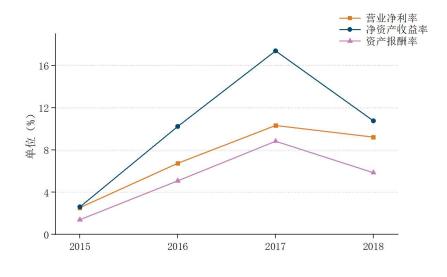


图 3.9 东百集团 2015-2018 年度盈利能力各项指标

数据来源: 国泰安数据库

由表 3.7 可知, 东百集团在 2015 年的营业净利率并不高, 只达到了 2.54%, 之后便呈现加速增长, 截至 2017 年, 其营业净利率高达 10.32%, 随后便有所下 降。根据东百集团 2017 年年报显示,营业净利率增加原因为其合同毛利率提高,

租赁门店租金收入增加。同时, 公司在 2017 年实施的员工持股计划对其盈利能 力的提升也起到了一定的促进作用。反观王府井,其营业净利率整体趋势较为平 稳,没有较大波动,总体呈现缓慢增长的趋势。而净资产收益率是一个综合指标, 其数值受企业多方面因素共同影响,反映企业的盈利能力水平。东百集团的净资 产收益率在2015年远低于行业内其他企业的平均水平,仅为2.61%,之后便呈 现加速增长的趋势,在2016年时超过了王府井,此时其净资产收益率已经达到 了 10.23%。而在 2017 年东百集团实施了员工持股计划后,其净资产收益率继续 保持增加, 其数值在 2017 年高达 17.39%, 但是 2018 年有所下降, 其数值甚至 低于王府井,为10.76%。东百集团资产报酬率在实施员工持股计划前后的变化 与营业净利率和净资产收益率一致,其数值远低于同期未实施员工持股计划的王 府井,虽然其数值在2017年有所上升,但是在2018年便呈现下降趋势。以上结 果表明员工持股计划在短期内的确有助于提升企业的盈利能力,增强了企业资本 利用能力,但是随着员工持股计划锁定期的临近,东百集团与盈利能力相关财务 指标开始呈现下降趋势。虽然东百集团的各项盈利能力指标总体呈现上升趋势, 但是其波动较大,企业在做好百货零售的同时,也应当考虑利用自身优势进行多 元化发展,以此分散经营风险。

综上,东百集团此次实施的员工持股计划在短期内提升了企业的盈利能力,但是随着计划锁定期的临近,该计划让员工承受损失这一事实逐渐浮现,打击了员工的工作积极性,导致期末企业的营业净利率、净资产净利率以及资产报酬率均有所下降。因此,该员工持股计划并没有持续并稳定地提升企业的盈利能力。

(3) 偿债能力的比较

在企业的日常经营活动中,资金周转正常与否是决定能够正常维持经营管理 活动的关键。分析企业的偿债能力可以大致判断企业的资金周转是否正常,也可 以分析出企业还本付息的能力。

	2015		2016		2017		2018	
	东百集团	王府井	东百集团	王府井	东百集团	王府井	东百集团	王府井
流动比率	1.55	1.80	1.55	2.20	1.48	1.11	1.15	1.01
速动比率	0.48	1.70	0.36	2.11	0.43	1.01	0.44	0.90
资产负债率	0.64	0.47	0.64	0.40	0.63	0.47	0.68	0.47
权益乘数	2.82	1.89	2.79	1.67	2.74	1.87	3.17	1.89

表 3.8 东百集团 2015-2018 年各偿债能力财务指标数据表

数据来源: 国泰安数据库

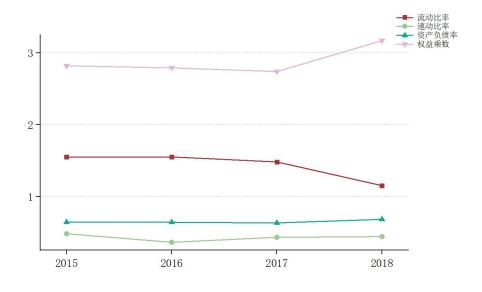


图 3.10 东百集团 2015-2018 年度偿债能力各项指标

数据来源: 国泰安数据库

对于企业来说,较为合理的流动比率为 2: 1,企业保持这一比例既有较强的偿债能力,又能很好地利用公司的流动资金。东百集团的流动比率从 2015 年开始,一直趋于稳定,2017 年有小幅下降,在 2018 年下降幅度提升,而速动比率与资产负债率基本保持稳定,变化幅度较小。但是,东百集团的资产负债率数值在同行业中较高,在 2015 年至 2017 年间比较稳定,没有太大的波动,而在 2018 年有所上升,高达 68.49%,远高于行业平均水平。由此可见,东百集团更青睐于债务融资,权益融资占比较低,由于债务融资需要在规定期限内还本付息,因此会增加企业的筹资风险。东百集团的权益乘数与王府井相比较高,一般来说,企业的权益乘数较高,意味着企业的财务杠杆越大,再次印证了东百集团青睐于债务融资。

以上结果表明东百集团实施的员工持股计划对于企业的偿债能力并没有起到积极的作用,公司在实施员工持股计划后,其偿债能力有所下降,也没有优化企业的资本结构,降低经营风险,因此,此次员工持股计划并没有为东百集团的偿债能力带来促进的作用。

(4) 营运能力的比较

营运能力一般是指企业在日常经营活动中各项资产的运作效率。与其相关的 财务指标越高,一般表明企业的营运能力较强,因此本文在反映营运能力的财务 指标中选取常见的指标来分析东百集团在实施员工持股计划前后营运能力的变 化。

	表 3.9 东百集团 2015-2018 年各营运能力财务指标数据表							%
	201	.5	2016		2017		2018	
	东百集团	王府井	东百集团	王府井	东百集团	王府井	东百集团	王府井
应收账款周准率	511.03	225.06	474.85	142.22	209.32	112.78	60.22	101.85
存货周转率	0.46	34.10	0.72	34.69	0.89	25.56	0.84	24.92
固定资产周转率	5.07	7.89	8.84	7.24	8.85	5.48	4.47	5.59
总资产周转率	0.35	1.25	0.54	1.12	0.61	1.21	0.39	1 28

丰 2.0 左百年团 2015 2019 年夕带完能力财久比异粉捉丰

数据来源: 国泰安数据库

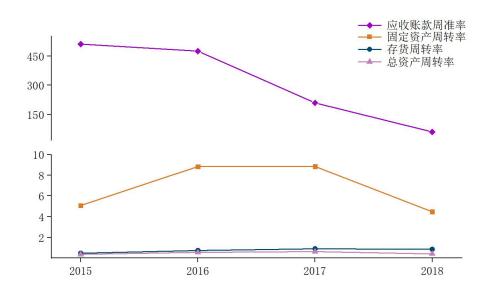


图 3.11 东百集团 2015-2018 年度营运能力各项指标

数据来源: 国泰安数据库

由上述图表可知,东百集团在2015年的应收账款周转速度非常快,其数值 高达 511.03%, 而同期的王府井的应收账款周转率仅为 225.06%。随后都呈现下 降趋势,2016年至2017年间,东百集团应收账款周转率下降速度加快,降幅高 达 55.92%, 并且在 2018 年, 东百集团的应收账款周转率首次低于王府井, 仅为 60.22%。固定资产周转率可以衡量固定资产的利用效率,东百集团的固定资产周 转率在 2015 年时较低, 仅为 5.07%, 在 2016 年快速上升至 8.84%, 2017 年趋于 稳定,随着员工持股计划锁定期的临近,该指标在2018年加速下降,降幅高达 49.49%, 固定资产周转率也降至 4.47%, 低于 2015 年水平。而在此期间没有实 施员工持股计划的王府井, 其固定资产周转率虽然总体也是呈现下降趋势, 但是 其在2018年该指标也是有所提升。而对于存货周转率和总资产周转率,东百集 团的整体趋势较平稳,没有较大幅度变动。

以上分析结果表明,东百集团实施的员工持股计划并没有提升企业的营运能力,在实施计划后,其相关财务指标总体增幅不明显,并且随着计划锁定期的临近,逐渐呈现下降趋势。

综上,东百集团实施员工持股计划后相关财务指标并没有得到明显改善,只在短期内提升了企业的盈利能力,但是随着锁定期的靠近,员工持股计划的终止也降低了企业盈利水平。并且,企业的偿债能力与营运能力在实施员工持股计划之后均呈现下降趋势,计划的实施并没有改善企业的资本结构,也没有提升企业对于各项资产的利用效率。由此可见,东百集团此次员工持股计划并没有为企业带来更多的业绩,也没有能够提升企业的各项经营指标。

4 东百集团员工持股计划失败的案例分析

4.1 东百集团员工持股计划失败的直接原因

4.1.1 滥用杠杆、激励时点选择不佳

(1) 滥用杠杆, 员工损失加倍

通过分析东百集团实施员工持股计划的过程,可以发现其在方案设计时按照 1:1 的杠杆比例设置优先级份额和次级份额,即当企业未来股价大于职工购置 股票成交价时,其收益会增加一倍;当企业未来股价小于职工购置股票成交价时, 其损失也会增加一倍。并且,在优劣级别的设置中,员工多为次级受益人,这表 明如果员工持股计划发生亏损,员工这一部分利益将会优先亏掉。

我国企业在员工持股计划中设置杠杆的情况其实并不少见。截至 2019 年末, 我国实施的员工持股计划中,有一半的企业都设置了杠杆,平均资金杠杆比例 1.32:1,我国 2014-2019 年企业实施员工持股计划的资金杠杆情况如表 4.1。

杠杆比例	员工预计出资金额(万元)	实际购买金额(万元)	案例数量(个)
无杠杆	7,825,718.39	6,787,412.06	474
杠杆比例≤1:1	2,252,758.28	3,739,938.80	186
1:1<杠杆比例≤2:1	1,434,516.06	3,709,996.84	131
2:1<杠杆比例≤3:1	167,750.00	606,777.52	24
3:1<杠杆比例≤4:1	40,100.00	190,218.27	6
4:1<杠杆比例	60,293.45	530,085.10	18
合计	11,781,136,18	15,564,428.59	839

表 4.1 我国 2014-2019 年员工持股计划资金杠杆情况

数据来源: Wind 资讯

由表 4.1 可知,我国企业在实施员工持股计划时,都青睐于设置一定比例的杠杆。设置杠杆的初衷在于希望可以给员工带来更大的收益,但是综合我国资本市场的变化规律可以看到,杠杆的设置会让员工的收益更大程度上取决于市场的变化,而与公司的利益相关的程度会大大降低。因此,杠杆的设置在一定程度上违背了计划的初衷,并且员工还会承担更高的市场风险。

为了防止杠杆的滥用,2018年4月27日,我国发布了《关于规范金融机构资产管理业务的指导意见》,该意见中明确指出,员工持股计划使用的杠杆不得超过1倍。一般而言,公司在员工持股计划中设置杠杆会扩大市场价格对于持股计划的影响,如果股价上升,员工收益会随着扩大,但是如果股价下跌,员工面临的损失也会加倍。凯迪生态在实施员工持股计划时使用了2倍杠杆,结果造成了"爆仓",亏损比例高达62%,人均亏损超过120万元;新研股份员工持股计

划成本高达 6 个亿,其使用了 2 倍杠杆使其 65 名员工人均亏损近 900 万,亏损比例高达 48.98%。并且,一般情况下,为保障员工的基本利益,在设置杠杆后,多数企业会为员工提供资金支持,一旦员工持股计划发生亏损,企业的资金链也会随之受到一定程度的影响,从而影响企业的日常资金运作,产生更多的经营管理问题。由此可见,杠杆使用不当会导致员工产生巨大的亏损,这与原本实施员工持股计划的初衷不符,企业和员工都忽视了可能会存在的风险。因此,公司在制定员工持股计划时应该从多角度分析,对各个相关因素进行考量,理性判断设置杠杆可能带来的收益与风险,选择实施杠杆时需要保持警惕性。

(2) 激励时点选择不佳

东百集团此次员工持股计划约定在 2017 年 6 月 30 日完成所有股份的收购,但是纵观其在 6 月 30 日前后的股价变动(如图 4.1),公司在 6 月整个月股价变动频繁,而且结合之后的股价走势,股价选择在一个持续上升的顶点左右收购股份显然是一个非常不明智的选择,这样会给公司员工带来不必要的损失。因此,选择实施员工持股计划的时点应避免在股价波动频繁时期,以此为激励对象谋取更大的利益。

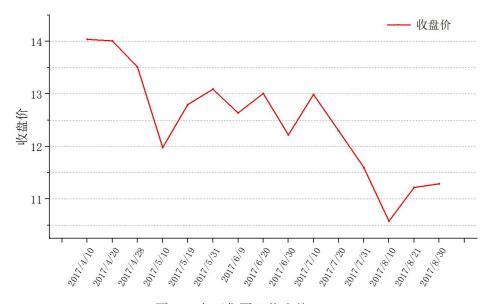


图 4.1 东百集团股价走势

数据来源:同花顺财经

4.1.2 大股东质押式回购业务操作频繁

2017年6月2日,在东百集团发布实施员工持股计划公告后不到两个月,公司控股股东福建丰琪投资有限公司(简称"丰琪投资")将其持有的3,000万股(占公司总股本的3.34%)有限售条件流通股用于办理股票质押回购交易业务。截止该公告日,丰琪投资质押公司股份占其持有公司股本总数的93.20%,具体

数值见表 4.2。

2017年6月28日,丰琪投资继续质押其持有的4,800万股有限售条件流通股,丰琪投资累计质押公司股份占其持有公司股份总数的99.07%,几乎将其拥有的全部股份全部质押。

在东百集团实施员工持股计划的锁定期内,其控股股东丰琪投资频繁进行股权质押操作,甚至在当日解除质押的股份立即质押出去,控股股东进行质押式回购业务过于频繁,会给资本市场上带来不良的信号,影响市场走向,对股价的影响也会对持股计划本身造成负面影响,增加参与计划员工所承担的风险,从而影响员工的收益。

东百集团控股股东在员工持股计划锁定期间进行的质押回购业务如表 4.2。

表 4.2 东百集团员工持股计划控股股东质押回购业务数据

	新增质押股数	累计质押股数	解除或到期	质押比	质押股票占公司股
			购回股数	例 (%)	本总数比例(%)
2017年6月2日	30,000,000	381,891,980		93.20	42.52
2017年6月28日	24,054,010	405,945,990		99.07	45.19
2017年6月29日		377,945,990	28,000,000	92.24	42.73
2017年7月6日	28,000,000	405,945,990		99.07	45.19
2017年8月24日		373,300,000	32,645,990	91.11	42.20
2017年8月30日	32,700,000	406,000,000		99.09	45.20
2017年9月8日		381,200,000	24,800,000	93.04	42.44
2017年9月14日	24,800,000	406,000,000		99.09	45.20
2017年10月16日	28,058,589	403,208,100	27,919,000	99.12	45.22
2018年1月2日	29,000,000	406,057,099	29,081,490	99.10	45.21
2018年2月28日	12,470,000	395,530,483	22,996,616	96.53	44.03
2018年3月5日	13,530,000	371,000,000	61,057,099	90.54	41.30
2018年3月15日	32,000,000	371,000,000	32,000,000	90.54	41.30
2018年4月12日	46,000,000	382,000,000	35,000,000	93.23	42.53
2018年5月3日	13,000,000	395,000,000		96.40	43.98
2018年5月15日	41,500,000	395,000,000	41,500,000	96.40	43.98
2018年5月21日	30,000,000	395,000,000	30,000,000	96.40	43.98
2018年6月13日	39,000,000	395,000,000	39,000,000	96.40	43.98
2018年6月26日		362,000,000	33,000,000	88.35	40.31
2018年7月5日	35,540,000	397,540,000		97.02	44.27
2018年7月6日		369,540,000	28,000,000	90.19	41.14

数据来源:由东百集团公告整理所得

由表 4.2 可知,东百集团的控股股东在员工持股计划锁定期间质押回购业务非常频繁,并且质押比例几乎都在 90%以上,最高质押比例达到 99.12%。在质押比例如此高的情况下,市场上的股价下跌对公司股权的影响将会被放大,从而进一步增加员工持股的风险,控股股东在持股计划锁定期间频繁进行质押式回购业务操作无疑会增加参与计划的员工承担更多风险的可能性。

4.1.3 员工承受股权成本和税金双重压力

东百集团本次实施的持股计划的资金来源全部来自于员工自身, 金额总计

197,226,572.53 元,在短时间内集齐这一笔款项将会给员工带来一定程度上的经济压力。除了筹集成本,员工还需要按照一定比例缴纳税金,而这些资金来源全部来源于员工自身,大大增加了员工负担,从而减弱激励效果,在一定程度上也会削弱员工参与计划的积极性。

在税法层面,对于员工而言,根据我国的税法制度,企业员工参与员工持股 计划可能会面临"双重征税"的问题。虽然证监会2014年发布的《指导意见》 中拓宽了员工持股计划的资金来源与股票来源,但是根据我国企业实施员工持股 计划的实际情况来看,大部分企业仍然是需要员工自身去筹集资金完成股份的购 买,极少数企业会提供股票捐赠或者给予部分资金支持降低员工承受的股权成 本,参与计划的员工仍然负担着较高的股权成本和税金压力。参与持股计划的员 工购买股权成本的资金来源一般可以分为两种情况:员工自身工资薪酬和提取的 奖金。如果员工以自身工资薪酬购买分配的股份,这部分薪酬在承担个人所得税 后,还需要承担公司股权分红征税的压力。如果员工以提取的奖金作为资本购买 股份,由于我国相关政策并没有对奖金占比形成统一的规定,对于缴纳税款的基 数、税款及征税方式均没有成文的规定。由此可见,我国的相关政策并没有对员 工参与持股计划给予过多的税收优惠,员工将会负担较高的征税压力。而在员工 持股计划制度相对成熟的美国,其员工参与持股计划时,可以委托信托机构,无 需通过自有资金的形式出资购买股份,并且美国相关政策明文规定,信托机构可 以免税持有其分配的股份,最大程度上降低员工的税收负担。从我国实施的现状 看,员工持股计划的资金来源大致分为三种常见形式:一是激励对象自有资金, 包括其工资薪酬,奖金,自有积蓄等;二是金融机构提供的借款;三是公司以留 存收益或者其他形式为员工提供的资金支持,其中第一种受到我国更多上市公司 的青睐,东百集团本次实施的员工持股计划的资金来源也是采用第一种方式。由 此可见,我国企业在实施员工持股计划时,并没有最大程度给予员工利益的让步, 大股东提供借款和捐赠股份的案例少之又少,员工实际承担的风险可能超过自身 能够负担的最大风险。因此,一旦员工需要全部以自身资金来取得分配的股份, 其承担股权成本和税金的双重压力将不可避免。

综上,东百集团本次的员工持股计划使员工承受股权成本与税金双重压力,员工出资使员工成为了风险的负担者之一,虽然在一定程度上员工付出的成本越高,其股东意识越强,能够增强其对公司的责任感。但是员工所承担的风险过高,会将自身的关注度过多地放在此次计划的得失当中,影响正常工作,同时也会降低员工参与的积极性,在公司股价走低的情形下给员工造成严重损失,员工会过于关注股价的波动,而对于自身工作的投入度与完成度都会有所降低,对企业造成损失。

4.2 东百集团员工持股计划失败的深层次原因

4.2.1 员工持股计划自身设计存在不足

东百集团员工持股计划失败的深层次原因之一是其计划自身设计存在不合 理之处,具体表现在以下三点。

第一,东百集团此次持股计划分配给员工股份比例仅占公司总股本的 1.7%,并且该股份还会进一步分散给各位员工,员工持股过少对公司整体的激励效果有限,从而无法显著改善公司的股权结构。大股东持股比例较大,较低的股份无法提升员工的积极性,员工利益与公司利益捆绑程度不足,无法实现实施目的。所有参与对象的持股比例仅为 1.7%,与公司实际控制人郑淑芳及其一致行动人施章峰占有公司 52.65%相比处于绝对弱势地位,无法显著改善公司股权结构。

截至 2019 年 5 月,对我国上市公司实施员工持股计划的股份分配统计情况如下图 4.2。企业实施持股计划占总公司股份占比在 1%以下的数量高达 40%,不超过 2%的企业超过了 70%,仅有 3%的企业实施的持股计划的股份占总公司股份的比例在 5%以上。

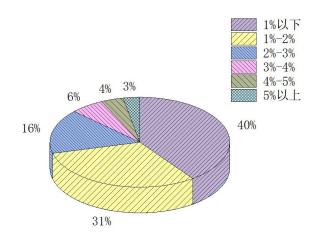


图 4.2 员工持股计划占总股本份额情况

数据来源: Wind 资讯

由此可见,在我国实施员工持股计划的企业大部分分配的股本比例低于 2%,这一宏观的统计结果又会反过来影响实施持股计划的企业。因为大部分企业在制定持股计划的相关细节时,都会参考我国其他企业的实施方案。因此,东百集团在决定持股计划的分配比例时,大概率受到了我国其他企业的影响,而这也是导致其计划失败的深层次原因之一。

第二,本次员工持股计划设计中,其股票全部来自二级市场,并且规定在股东大会通过计划后的六个月内以市场的价格购买标的股票,这一设计存在股票购

买时间的不确定性,导致了购买股票成本的不确定性,增大了计划的风险。同时,这样的做法并没有最大程度上让员工的收益与公司的经营业绩挂钩,而是更多地 让股市走向影响员工的收益,员工可能会过多地关注资本市场上的变化,而降低 其完成工作任务的积极主动性,违背计划实施的初衷。

对我国其他上市公司实施员工持股计划的股票来源进行分析,可以发现,近半数的员工持股计划的股票来源于二级市场,其次占比较高的是定向受让,占比31%,股东赠与、认购非公开发行与上市公司回购占比较小(如图 4.3)。由此可见,东百集团实施员工持股计划时股本占比过小、股票全部来自资本市场也是我国目前实施员工持股计划存在的普遍问题。上市公司股权过于集中,也会对激励效果产生适得其反的效果。因此,公司在设计员工持股计划方案时应当以激励对象为核心,为员工提供最大的保障,最大程度地降低员工可能存在的风险,提升员工自觉主动性,积极完成公司的工作任务,同时也可以定期开展培训,让员工掌握更多的理论基础,提高风险意识,有效实现企业与员工收益的统一,为企业带来更大的收益,实现双赢。

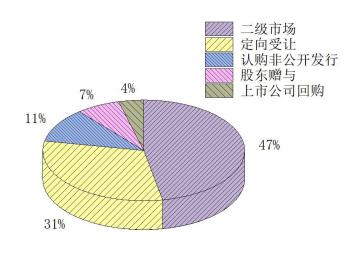


图 4.3 员工持股计划来源情况

数据来源: Wind 资讯

第三,在东百集团制定的持股计划中,缺乏有效的监管机构。虽然公司设置 了管理委员会和持有人会议作为持股计划的监督体系。但是,由于两个机构负责 内容的侧重点不尽相同,每个机构对其他机构的信息获取能力存在明显的滞后性 和片面性。并且,在公司内部管理模式下,缺乏必要的沟通与共享设计,使得监 管效果并不理想。从外部环境角度来看,政府以及资本市场也缺乏必要监管政策 来规范各上市公司实施的员工持股计划,使得持股计划在我国实施地比较混乱, 无法保障参与计划的员工权益。 综上所述,东百集团制定的持股计划自身的设计存在不足是实施失败的深层次原因之一。

4.2.2 公司控股股东进行股权操作加大风险

由表 4.2 可知,东百集团的控股股东在锁定期间频繁进行股权质押活动,甚至刚刚到期的股份在到期当天就再次进行质押业务,且质押比例过大,累计数额超过 99%。控股股东进行股权质押式回购业务会给企业带来多重风险,包括股价下跌风险与大股东信用风险。其中,股价下跌风险直接影响着员工持股计划的继续执行,也与员工收益直接挂钩。而大股东信用风险,是指股东无法履行或者按时履行合同中规定的义务,包括无法及时还本付息,从而导致无法实现合同目的。在实际情况中,信用风险体系的构成比较复杂,由多种因素共同决定。但是随着我国征信体系的逐渐完善,人们对于合作对象的征信条件也越来越重视,市场对于信用风险的关注度也最高,一旦信用风险无法规避,将会给市场上传递消极信号,对股价的负面影响也是显著的。

综上,东百集团控股股东在员工持股计划锁定期间大量频繁地进行股权操作,增大了股价下跌的风险,其大股东信用风险也在间接增加股价下跌风险的概率,给本次员工持股计划的失败埋下伏笔。

4.2.3 员工持股计划的实施与公司战略布局相违背

随着"双十一"等购物节的兴起,越来越多的消费者已经习惯并且依赖于线上购物的方式。一些类似于纸巾、牙刷等日常生活用品,以前可能都会选择去百货店进行购买,而如今就会选择在网上进行大量囤货。疫情期间,"直播带货"也掀起了一股热潮,加剧了消费者对于线上消费的习惯。更低廉的价格更多商品的选择权也吸引着不同年龄层级不同消费阶层的消费者,这一转变对我国传统零售行业的冲击也是巨大的,各大传统百货零售企业纷纷开始调整战略布局,希望通过多元化的经营方式来应对传统零售业所面临的困境。东百集团也不例外,2016年开始扩展房地产销售业务和供应链贸易管理业务,两者在当年都为企业带来了不错的收益。

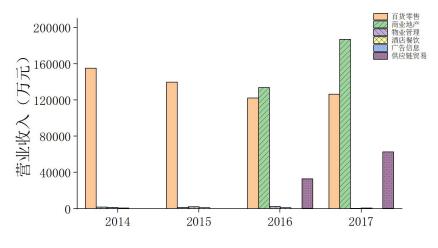


图 4.4 东百集团分板块营业收入

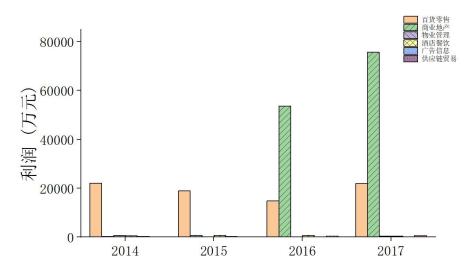


图 4.5 东百集团分板块利润

数据来源:由东百集团 2014-2017 年年度审计报告整理所得

根据图 4.4 和图 4.5,可知,在 2016 年以前,百货零售板块都是东百集团营业收入和利润的主要来源。但为应对线上购物对于传统百货零售行业的打击,东百集团也开始部署多元化经营战略,2016 年开始部署商业地产后,从当年起,商业地产创造的营业收入和利润均超过了传统零售板块。而公司的商业地产业务主要是由东百集团旗下控股子公司兰州东百商业管理有限公司的兰州国际商贸中心项目完成,公司也旨在通过该子公司打开西部地区的市场。一般而言,跨区域经营风险大于本地经营风险,而为了顺利扩大公司规模,开拓市场,企业的管理人才是支撑成功部署战略的支柱,不同区域的管理需要当地的人才引进与当地居民特定生活习惯匹配的销售模式。在这样的战略背景下,东百集团的员工持股计划的参与对象依然以母公司的高级管理人员为主,并没有给子公司的员工过多的激励。这在一定程度上会削弱子公司员工的工作积极性,从而减少为集团创造

更多利润的信念,而该子公司对于公司整体盈利的影响力日渐增加,会在一定程度上降低企业整体的竞争力;同时,也不利于吸引当地的管理人才为企业的战略布局升级提供技术支持。

由此可见,东百集团此次实施的员工持股计划与其目前的战略布局是不匹配的,不利于公司未来的发展。因此,东百集团本次员工持股计划与其战略部署不匹配是导致本次计划失败的深层次原因之一。

5 东百集团员工持股计划失败的结论与启示

5.1 研究结论

5.1.1 实施方案不合理直接导致员工持股计划的失败

通过对东百集团首次实施的员工持股计划进行分析,可以发现公司在对计划本身的实施方案设计上就存在诸多不合理之处,实施方案上的不合理性直接导致了本次计划的失败。主要体现在以下三点:第一,员工持股计划的股份占公司已发行股本总额的比例仅为1.7%,员工持有股份较少,与公司大股东差异依然悬殊,激励力度有限,其对于改善公司股权结构,提升公司的治理的效果均未达到预期;第二,激励对象设置不合理,激励对象过少,能够为公司带来的利益有限,无法最大程度地完成实施员工持股计划的初衷;第三,东百集团在激励时点的选择上也是不合理的,在一个股价波动较频繁的时点实施计划,使员工遭受损失的可能性大大提升,在无形中增加了员工风险。综上所述,东百集团此次员工持股计划的实施方案不合理为计划的失败埋下了伏笔。

5.1.2 员工承担风险过高违背实施初衷

东百集团员工持股计划实施的初衷是为了通过给员工分配本公司股份的方 式,让员工产生主人意识,能够最大程度上自发主动地完成工作任务甚至是一些 额外任务,在提升公司经营业绩的同时也增加自身收益,实现双赢。从另一层面, 给予员工公司股份也能够在帮助公司保留人才的同时,吸引更多的外部人才,人 才的加持也能助力公司未来的发展。但是,首先,东百集团此次员工持股计划的 资金来源全部来自于激励对象自有薪酬。除了筹集成本,员工还需要按照一定的 比例缴纳第三方管理费和税费,虽然员工所付出的成本越高,激励效果越强,但 在给定期间内筹集股权成本会给员工带来一定程度上的经济压力; 其次, 公司按 照一倍的杠杆比例设置优先级份额和次级份额,杠杆的设置让员工的收益与资本 市场联系在一起,资本市场的不确定性大大增加了员工的持有风险,并且,认购 股份的分级也是对普通员工利益不重视的表现。最后,在员工持股计划的锁定期 内,东百集团的控股股东频繁地进行质押式回购业务,增加了企业的股价下跌风 险与大股东信用风险, 进而增加了参与计划的员工所承担的风险。由此可见, 东 百集团本次实施的员工持股计划,最后并没有实现公司利益与员工利益的统一, 而是更多地将员工利益与资本市场捆绑,不仅让员工全额承担所分配的股权成 本,还需要承担股市波动的风险,在这种情况下,给予员工的激励效果有限,员 工可能会过度地去关注股市走向, 其工作的积极性也会有所影响, 违背了实施计 划的初衷。

5.1.3 员工持股计划没有与公司战略布局保持一致

目前,随着大数据和移动互联网的发展,线上零售已经成为了越来越多人的

选择,可以送货上门的服务也为消费者节省时间,这一背景下整个百货零售行业都面临了巨大的威胁,各大零售企业均开始拓展产业链,投资新的突破口。东百集团也不例外,从2016年开始,公司开始扩展房地产销售业务和供应链贸易管理业务,在当年都为企业带来了不错的收益。这些收益是由公司旗下兰州东百商业管理有限公司创造的,但是,此次的员工持股计划并没有考虑战略背景因素,其激励对象依然是以福建母公司员工为主,没有给予子公司足够的激励,在一定程度上也会减少子公司员工工作积极性,从而给企业造成损失。

5.1.4 相关政策不健全导致激励效果不佳

目前,我国仅有 2014 年发布的《指导意见》作为规范指引,其余大部分与员工持股计划相关的法律法规都是暂行办法,并非是成文的法律规定,不具有较强的约束力。而在员工持股计划实施已经较为成熟的美国,早在 1974 年,美国就颁布了《职工退休收入保障法》,给美国企业实施员工持股计划提供了法律层面的基础,随后,美国政府先后发布并修订了 20 多部与员工持股计划相关的法律法规来促进其在美国的持续发展。同时,美国政府在政策上也给予了大力支持,例如,企业捐赠给员工持股计划的资金可以享受相应的税收优惠。我国员工持股计划相对于西方来说较晚,中间还存在一定时间的停滞期,因此,相关的法律法规也没有西方国家全面,对于持股计划的各项细节我国并没有完善的规范性条款,在税收优惠问题和计划的持续性问题上,以及对于实施过程中各相关方的权利与义务等都没有相应的法律法规阐述,并且也缺乏一定的优惠政策促进员工持股计划的推进。因此,我国相关政策的不完善也是导致激励效果不佳的重要原因。

5.2 研究启示

5.2.1 注重激励对象, 谨慎使用杠杆

实施员工持股计划的核心应该是围绕着激励对象来展开,确定好参与计划的员工名单是员工持股计划成功的关键。一般来说,企业都会选择对公司影响力较大的高级管理人员或者是与企业业务相关的特殊技术人才作为激励对象。通过东百集团的案例分析可知,应该根据公司的实际情况适当扩大计划覆盖的范围,而非主要包括高管和核心技术人才。激励对象的覆盖面越广,越有利于员工持股计划目的的落实,提升企业收益。企业实施员工持股计划主要目的之一是增加与员工的粘度,建立和健全一套长期的激励制度,从这一角度来看,提升员工参与的积极性有助于实现实施员工持股计划的目的。公司也可以从以下几个方面提升员工的参与积极性:

第一,增加员工参与公司持股计划的资金渠道。员工自筹资金和向金融机构借款这两种方式都会占有员工自身的大部分资金,有可能出现员工资金紧张而无法参加持股计划这样的情况,让员工望而却步,影响参与计划的积极性。这就要

求公司在设计员工持股计划时对资金来源这一板块进行多方位的考量,提供更多元化的资金渠道,例如可以利用公司的未分配利润,大股东也可以对该计划进行一定的赞助。增加参与公司持股计划的资金渠道既可以减少员工自身的资金占用,最大程度上减少员工承担的风险,又可以提升员工自觉主动性,自发完成公司的工作任务,从而实现一举两得。

第二,拓宽员工持股计划的股票来源范围。虽然随着我国相关政策不断完善,有些许企业在实施计划时已经让股票来源多元化,大股东赠与的情况也慢慢增加,但是从宏观层面来看,大部分持股计划的股票来源仍然是从资本市场进行购买,将员工的收益与资本市场的走向捆绑在一起,变化莫测的资本市场会大大增加员工的持有风险,削弱员工参与的积极性。因此,公司可以使员工持股计划的股票来源多元化,在合适的范围内,大股东可以捐赠部分股份,也可以采取非定向发行的方式。结合公司实际,降低员工的参与风险,有助于实现实施持股计划目的。

除了注重持股计划的激励对象,企业也要谨慎使用财务杠杆。企业在设置员工持股计划时设置"加杠杆"的目的,是基于提升员工收益这一目的。但深入来看,这一初衷是建立在A股极大的不确定性当中。目前我国的资本市场仍然波动较大,这一点也在我国A股呈现"牛短熊长"的趋势中得以体现。设置杠杆后,将员工收益极大地与股市的走向联系起来,面对瞬息万变的股市背景,杠杆的设置使得员工承担的风险增加。此外,员工持股计划的目的之一是让公司利益成为决定员工报酬的一部分,能够让公司与员工共享收益,共担风险,但是,杠杆的设置将员工利益与公司利益脱钩,违背实施初衷,决定员工利益变成了资本市场的波动,给员工收益增加了不确定性,甚至在股市下滑阶段,员工面临着完全亏空的可能。因此,企业在设计实施员工持股计划时,为了降低计划实施的风险,也为了保障参与计划员工的利益,应该谨慎考虑杠杆的使用。

我国相关部门也意识到滥用财务杠杆给企业与员工带来的损害,2018年4月27日,我国发布了《关于规范金融机构资产管理业务的指导意见》,该意见中明确指出,员工持股计划使用的杠杆不得超过1倍。但是对于企业而言,如果依然希望通过使用杠杆的方式来增加企业收益,应该在做出决策前对公司未来股价可能出现的波动做出充分的评估预判,严格控制使用的杠杆比例,最好的方式是尽量避免使用杠杆,以此降低员工风险。

5.2.2 提高员工警惕,落实计划初衷

在我国,员工持股计划曾被大多数认为是股价的"安全垫",参与计划的员工的警惕性不足,容易盲目地进行判断和选择,从而给自身带来较大的损失。而 纵观目前为止,我国企业实施员工持股计划为企业带来盈利的只有三分之一。并 且,员工持股计划的锁定期,即认购股份的限售期,在锁定期满后员工才可以进行相应的股权操作。如果公司的股价在锁定期发生较大的波动,那么将会给员工造成巨大的损失。而现阶段我国不少员工都把员工持股计划当作一种福利性的计划,并未意识到参与计划可能带来的风险,员工缺少警惕性也是导致其失败的一个重要因素。因此,员工持股计划的参与对象应当增加相关理论知识,提高警惕性,理性谨慎地进行判断选择。员工在选择是否参与员工持股计划时应当更全面地考虑其可能带来的收益与损失大小,综合评估后方可做出判断与选择。企业也可以通过召开专门会议的形式,为员工梳理参与计划的利与弊,提升员工的警惕性,便于员工做出正确的决策。

为了让员工能够更清晰地了解到参与持股计划为自身带来的收益与风险,公司应该定期组织开展会议,充分披露与持股计划相关的信息,避免信息不对称情况的发生,从而提高员工的警惕性,避免产生过大的损失。具体来讲,企业应当定期对公司近期的经营业绩进行集中汇报,让员工对公司的运营情况充分了解,形成对所分配股利的判断基础;其次,在会议中可以适当加入与员工持股计划相关的理论培训,加强员工基础知识的掌握情况,从而能够运用理论知识做出准确的判断;最后,要强化员工与公司之间的关联性,保障员工与公司二者发展的协调统一。

此外,企业也应该在员工持股计划锁定期内加强风险管理。具体来说,可以成立管理人委员会,负责为员工持股计划提供日常的管理服务和咨询服务。明确管理人委员会职责与职权。同时,赋予持有人会议相应的权力,包括选举、罢免管理人委员会成员,参与公司股东大会,对发行可转债、发行股票、配股等决议的表决等等。避免公司在锁定期内因一些事项导致市场不稳定、股价波动较大,从而给持有人造成损失,减少风险。

东百集团员工持股计划实施的初衷是为了通过给员工分配本公司股份的方式,让员工产生主人意识,能够最大程度上自发主动地完成工作任务甚至是一些额外任务,在提升公司经营业绩的同时也增加自身收益,实现双赢。但是,现在越来越多企业实施的员工持股计划将员工利益与股市的走势捆绑在一起,忽视了公司利益与员工利益的统一性,让员工过多地关注资本市场的走势,与计划的初衷相违背。因此,企业在提升员工警惕性的同时,应该通过实施一些方案,比如适当增加员工持股计划的存续期,实现员工与企业的利益的统一,落实实施计划的初衷。

5.2.3 依据公司实况, 布局设计计划

员工持股计划的实施目的在于让员工与公司成为"战友",共享收益,共担风险,从而激励员工为公司创造更多的收益。由此可见,最终目的仍然落脚于公

司利益,而公司基于对市场、行业的判断,做出的战略调整对于公司收益有着直接的影响。就东百集团而言,其为了应对天猫超市、苏宁易购等线上零售行业的威胁而多做出的多元化战略的布局,从 2016 年开始就通过子公司兰州东百商业管理有限公司在兰州地区开始布署商业地产,并且在当年为公司带来了不小的收益。在这样的战略背景下,东百集团的员工持股计划应该充分考虑子公司的业务发展,对子公司的关键技术人才与高级管理人员给予一定的激励,既可以鼓励他们取得的良好的业绩,又可以提升子公司员工积极性,从而在商业地产这一板块为公司取得更多的收益,企业的整体收益也会相应提升。

具体来说,公司可以从以下几个方面来更好地将公司战略与员工持股计划相对应。首先,充分掌握自身财务状况。公司在部署新业务时往往需要大量的资金支持,在这种情况下,公司需要判断其主营业务项目能否保持稳定的现金流,避免盲目投资,同时,需要预估新项目的后续维持开销费用,做好预算管理,为实施员工持股计划提供坚实的后盾;其次,把握好行业发展趋势,充分发挥自身竞争优势。公司应该注意百货零售行业的特征,把握行业的发展方向,在实体店经济普遍遭受到线上消费的冲击后,结合公司自身特征,考虑多元化发展,也可以利用当下消费者"快"时代的消费观,适当提供配送服务等;最后,在公司筹备实施员工持股计划时,应当将未来发展规划与实施的方案相匹配,注重激励为公司提供更多收益的子公司或者具备特殊技能的专业人才,从而提升企业整体业绩,增加公司的竞争优势。

通过东百集团实施的案例,我们可以得知,企业实施的员工持股计划应当与企业目前的战略布局相对应,让员工持股计划成为公司新战略布局的工具。因此,企业在布局设计计划时,应该以自身实际的战略布局为依据,在此基础上设计与员工持股计划相关的各项事项。首先,可以根据公司目前着重的发展方向挖掘确定激励对象,一方面有助于鼓励员工,增加其工作动力,提高公司业绩,另一方面也有利于公司战略布局的落实;其次,应当根据公司的实际情况,结合当下资本市场的波动情况,谨慎对激励时点进行选择,将员工可能承担风险的概率降至最低,充分保障员工的利益。

5.2.4 完善法律法规,规范计划实施

目前,我国各个企业实施的员工持股计划使用的法律主要是 2014 年发布的《指导意见》,而反观实施持股计划较为成熟的美国,其在上世纪就发布了一系列与员工持股计划相关的法律法规,规范持股计划的实施,形成一套规范的体系。相较而言,我国在法律法规这方面就显得有些许落后。因此,为了在我国更好的推行员工持股计划,增加员工参与的积极性,我国相关机构应完善相关法律法规,规范计划的实施。具体而言,可以从以下两个方面实施。

一方面,出台更多细节性的规定和措施,规范员工持股计划的实施,增加员工参与的积极性,切实保证员工的利益。首先,规定实施计划中员工持股的最小比例,保证员工利益的同时也可以增加计划的激励效果,确保能够有效实现员工利益与公司利益的统一;其次,完善员工持股计划的管理方式。目前,我国对于员工持股计划的管理方式有两种,一是自行管理,二是委托第三方机构管理。以我国企业的实施情况看,大部分企业更青睐于委托第三方机构的管理方式。因此,需要完善相应法律法规,明确企业与第三方机构对于员工持股计划的责任,完善委托建议,监督协议履行,从而更好地落实计划的实施。

另一方面,相关部门可以出台一些优惠政策,给予企业实施员工持股计划实际的补贴帮助,以助力我国员工持股计划的持续推进。首先,可以在税收方面给予优惠。对于员工一方而言,在整个员工持股计划的实施过程当中处于弱势地位,因此,如果能够在实施过程中给予员工一定的优惠能够有效提升员工的积极性。在涉及员工持股计划的相关政策中,可以对员工进行股份转让中的所得税进行相应的减免,减少相应的税收成本,一定程度上可以减少员工的风险,增加员工与公司的利益,促进员工持股计划的持续推广。此外,税收的减免增加了员工在工作的积极性与主动性,进而可以影响公司的经济效益,增加企业的经营业绩,提高净利润数额,这样又可以提高企业所得税的征收基数,反过来增加政府的税收收入,形成良性的循环。

参考文献

- [1]蔡锐.员工持股计划失效理论思考与建议[J].管理科学文摘.2004, (11): 51~52.
- [2]曹玉珊,陈力维.员工持股计划、人才专业性与企业有效创新[J].当代财经.2019 (5):84~95.
- [3]岑志斌.A 股上市公司员工持股计划的实践、问题与建议[J].企业改革与管理. 2019, (24): 42~45.
- [4]代明,姜寒,程磊.分享经济理论发展动态——纪念威茨曼《分享经济》出版 30 周年[J].经济学动态.2014, (7): 106~114.
- [5]方重, 汪忠新, 康杰.上市公司员工持股实践[J].中国金融.2016, (7): 64~66.
- [6]高榴.我国上市公司员工持股计划的特点、问题及改进对策[J].南方金融.2016, (11): 60~65.
- [7]黄桂田, 张悦.国有公司员工持股绩效的实证分析——基于 1302 家公司的样本数据[J].经济科学. 2009, (4): 86~94.
- [8]韩光强,许媛,史东梁.员工持股计划对企业绩效的影响——基于创业板上市公司[J].商业经济研究.2019, (12): 168~170.
- [9]呼建光,毛志宏.新时期员工持股计划:止步还是前行[J].南方经济.2016,(7): 95~111.
- [10]呼建光,毛志宏.国有企业深化改革中的公司治理——规制与激励[J].社会科学.2016, (7):48~56.
- [11] 巩娜.国有企业深化改革的主要实践模式与完善对策[J].经济纵横.2018,(8): $80\sim88$.
- [12]黄文伟.视觉中国员工持股计划实施失败的分析[D].南昌: 江西财经大学, 2018.
- [13]郝永亮,金昕,张永冀."减持迷雾"下的员工持股计划——基于股权激励的对比分析[J].管理评论.2019,31(10):164~177.
- [14]蒋一苇.职工主体论[J].中国劳动科学.1991, (9): 3~8.
- [15]凯尔索.L.O.,阿德勒.M.J.著,纪明,徐家士译.资本家宣言[M].上海:上海人民出版社,1961.
- [16]梁红英.员工激励对公司股票的实证研究[J].西南政法大学学报.2019, 21(6): $141\sim151$.
- [17]李军.基于发行可交换债券方式的员工持股计划实施探索[J].财会通讯.2019, (23): 75~78.

- [18]林蔓.7 成公司股价下破员工持股成本[J].股市动态分析.2015, (36): 14~15.
- [19]刘倩茹,刘志远.股票流动性、机构投资者实地调研与员工持股计划收益[J]. 当代财经.2020, (1): 126~135.
- [20]李蕊.论我国员工持股计划[J].经济研究导刊. 2018, (4): 93~94.
- [21]李兴玉,罗守贵.员工持股计划增加股东财富的路径研究与多因子投资组合策略[J].管理现代化.2017,37(5):64~66.
- [22]刘义圣,苏国强,王世杰.员工持股计划对上市公司价值影响研究——基于中国上市公司经验数据[J].云南财经大学学报.2019,35(11):91~99.
- [23]刘永丽,李思荃.我国员工持股计划存在的问题及建议[J].财务与会计.2018, (6):74.
- [24]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.2019,35(11):209~228.
- [25]倪继红.海普瑞员工持股计划实施效果研究[D].青岛:青岛大学,2018.
- [26]宁向东,高文瑾.内部职工持股:目的与结果[J].管理世界.2004, (1):130~136.
- [27]彭睿,朱炜,程晓月.国有企业混合所有制改革实施策略探析[J].财务与会计.2019, (16): 30~33.
- [28]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.2018,34(11):121~133.
- [29]吴冬华,程德俊.员工持股计划的本质及其在实践中的错位[J].现代管理科学. 2002, (3):16~18.
- [30]王天雨. 劳动力产权研究[J]. 学术月刊. 1997, (12): 41~44.
- [31]武勇.论我国公司员工持股制度的问题与对策[J].华东经济管理.2000, (4): $48\sim50$.
- [32]许立君.云图控股公司员工持股计划案例分析[D].上海:上海师范大学,2019.
- [33]闫长乐,李季.员工持股计划的激励作用研究[J].科技创业刊.2014,27(3): 22~24+28.
- [34]尤小雁.论员工持股计划实施中存在的问题[J].财会月刊.2009(26): 79~80.
- [35]赵雷,李红娟,李华.实行员工持股制度有关问题的认识及建议[J].现代国企研究.2019, (17): 36~40.
- [36]周科竞.员工持股计划不是福利[N].北京商报,2019-10-18(6).
- [37]张娜,李鹏涛,张晓珂.员工持股计划的理论分析[J].中国证券期货.2013,(4): $7\sim8$.

- [38]张睿.员工持股计划对企业财务绩效的影响——以华为公司为例[J].河南科技学院学报.2018,38(11):72~75.
- [39]Aribawa,D. Analisis Nilai Perusahaan pada Implementasi Program Kepemilikan Saham pada Karyawan/Manajemen[J]. Jurnal Ekonomi dan Bisnis.2016, 19(3): 341~351.
- [40]Blasi, J., D.Kruse, M.Conte. Employee ownership and corporate performance among public corporations [J]. Industrial and Labor Relations Review.2007, (8):60~79.
- [41]Burgess,M.J. ESOP Distribution Policies[J]. Compensation & Benefits Review. 2011, 43 (3): 184~189.
- [42]Davidson, W., D. Worell. A comparison and test of the use of accounting and stock market data in relating corporate social responsibility and financial performance [J]. Akron Business And Economic Review. 1994, (12): 34~56.
- [43]Ding,Y., M.Szymczyk, N.Mehraban,et al. Molecular and excited state properties of photostable yellow disperse dyes [J]. Journal of Molecular Structure.2020, 1207.
- [44]Fang,H., J. R. Nofsinger, J. Quan. The effects of employee stock option plans on operating performance in Chinese firms[J]. Journal of Banking and Finance. 2015, 1 (10): 141~159.
- [45]Khatavkar,Y. Benefits of employee stock option plan to multinational corporations:A Comprehensive Review [J]. Asian Journal of Research in Banking and Finance.2018, 8 (5): 58~67.
- [46]Kim,K.Y., P.C. Patel. Employee ownership and firm performance: A variance decomposition analysis of European firms[J]. Journal of Business Research. 2017, (70): 248~254.
- [47]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 (4): 449~476.
- [48]McElrath,R.G., R.L. Rowan. The american labor movement and employee owner-ship: Objections to and uses of employee stock ownership plans[J]. Journal of Labor Research.1992, 13 (1): 99~119.
- [49]Oehmichen, J., M. Wolff, U. Zschoche. Employee participation in employee stock ownership plans: Cross-level interaction effects of institutions and workgroup behavior [J]. Human Resource Management. 2018, 57 (5): 1023~1037.

- [50]Park,S., M.H.Song. Employee stock ownership plans, firm performance, and monitoring by outside blockholders[J]. Financial Management.1995, 24 (4): 52~65.
- [51]Paterson, T.A., T.M. Welbourne. I am therefore I own: Implications of organization based identity for employee stock ownership[J]. Human Resource Management. 2020, 59 (2): 175~183.
- [52]Reilly,R.F. Consider the sale of the company to an employee stock owenership plan[J]. Construction Accounting & Taxation.2019, 29 (5): 22~30.
- [53]Rosen, C.M., K.J. Klein, K.M. Young. Employee ownership in America: The equity solution [M]. Lexington Masschusetts: Lexington Book, 1986: 58~63.
- [54] Souleles, D. Another workplace is possible: Learning to own and changing subjectivities in American employee owned companies [J]. Critique of Anthropology .2020, 40 (1): 28~48.
- [55]Tong,S.Y., X.R. Yin. Mixed ownership reforms of China's state-owned enterprises[J]. East Asian Policy .2019, 11 (2): 1~13.
- [56] Weitzman, M.L., D.L. Kruse. Profit sharing and productivity [M]. Washington: Bookings Institution, 1990.