

# 员工持股计划的复杂动机研究

——基于控股股东股权质押的视角<sup>\*</sup>

郑志刚 张 浩 黄继承 赵锡军

**内容提要:**传统上,员工持股计划被认为是加强员工激励的手段。本文以控股股东股权质押为研究场景,从新的视角揭示了控股股东推出员工持股计划的复杂动机。研究发现,在控股股东股权质押后,上市公司更有可能推出员工持股计划。由于在股权质押情境下推出的员工持股计划动机复杂,员工持股计划未能很好地实现预期的激励效果。因而,员工持股计划在一定程度上演变为在加强员工激励的“公共目标外衣”的掩护下,股权质押的控股股东用以提升股价、防范控制权转移风险的策略性手段。本文的讨论为监管当局和资本市场规范上市公司推出员工持股计划行为和控股股东股权质押行为提供新的思考方向和政策视角。

**关键词:**股权质押 员工持股计划 平仓风险 控制权转移风险 激励弱化

**作者简介:**郑志刚,中国人民大学财政金融学院教授,中国人民大学中国财政金融政策研究中心研究员,100872;

张 浩(通讯作者),中国人民大学财政金融学院博士研究生,100872;

黄继承,中国人民大学财政金融学院副教授,100872;

赵锡军,中国人民大学财政金融学院副院长、教授,中国人民大学中国资本市场研究院联席院长,100872。

**中图分类号:**F275 **文献标识码:**A **文章编号:**1002-8102(2021)07-0067-15

## 一、引言

控股股东股权质押是指控股股东将其所持有的上市公司股票作为标的资产抵押给银行等金融机构以获取借款的一种融资行为。股权质押在给控股股东带来融资便利的同时,也带来潜在的控制权转移风险。我们注意到,为防止股价跌破平仓价引发实际的控制权转移,一些无法依靠自身力量追加质押而深陷股权质押危机的控股股东,转而向公司员工寻求援助,或者向员工发出增持公司股票的倡议书,甚至做出亏损兜底承诺,<sup>①</sup>或者在控股股东主导下直接在上市公司中推动员

<sup>\*</sup> 作者感谢匿名审稿专家的宝贵意见,文责自负。张浩电子邮箱:zhanghao\_sf@ruc.edu.cn。

<sup>①</sup> 在荣科科技(300290.SZ)的案例中,面对股权质押危机,控股股东崔万涛和付艳杰向董事会提交《关于鼓励公司全体员工增持公司股票的倡议书》,鼓励公司及全资子公司全体员工积极买入本公司股票,并承诺由控股股东补偿员工可能的增持亏损。有媒体将荣科科技的兜底增持公告解读为控股股东的“花样护盘”行为。

## 工持股计划的实施。<sup>①</sup>

如果说控股股东向公司员工发出的兜底增持倡议属于控股股东迫于股权质押平仓风险而采取的具有市值管理功能的“动口行为”,在控股股东主导下上市公司推行的员工持股计划则是控股股东将兜底增持公告这种“口头倡议”上升到董事会和股东大会层面的一种防止平仓的动机更加明确、预期效果更好的“动手行为”。相较于信息披露管理(李常青、幸伟,2017)、盈余管理(Huang和Xue,2016)、“高送转”股利政策(黄登仕等,2018)等传统的有损公司长期价值的市值管理行为来说,员工持股计划以激励员工为“公共目标”,更加容易获得控股股东和公司员工的一致认同。然而,这项具有激励员工作用从而能够增加公司长期价值的“有益的市值管理行为”的一个直接效果是提升公司股价,降低控股股东质押股票的平仓风险。这样,原本出于控股股东防范股权质押风险这一私人目的的员工持股计划在激励员工“公共目标外衣”的掩护下被顺利地推出了。

那么,员工持股计划是否会成为股权质押的控股股东用以防范控制权转移风险的策略性手段呢?出于控股股东防范股权质押风险的私人目的的员工持股计划究竟能在多大程度上达到预期的激励效果?本文运用2014—2018年我国A股上市公司的数据,实证考察了控股股东股权质押与上市公司推出员工持股计划之间的关系。研究发现,在控股股东进行股权质押之后,上市公司推出员工持股计划的可能性更大,因而在股权质押情境下推出的员工持股计划在一定程度上演变为控股股东防范股权质押风险的策略性手段。本文在此基础上进一步检验了控股股东股权质押促使上市公司推出员工持股计划的作用机制,并对股权质押情境下具有复杂动机的员工持股计划的激励效果进行了评估。本文在以下几个方面做出了公司治理领域研究的新贡献。

第一,本文证明了员工持股计划是控股股东用以防范股权质押风险的策略性手段之一,是控股股东股权质押风险防范策略工具选择相关文献的重要补充和扩展。相较于现有文献已经提出的盈余管理、信息披露管理和“高送转”股利政策等(Huang和Xue,2016;黄登仕等,2018;李常青、幸伟,2017)风险防范手段来说,本文首次提出的员工持股计划这种股权质押风险防范手段不仅不会给公司长远发展带来负面影响,而且更容易因得到作为计划受益者的员工的支持而顺利实施,从而更具现实可能性。

第二,本文以控股股东股权质押为研究场景,从新的视角揭示了控股股东推出员工持股计划的复杂动机,是员工持股计划动机研究相关文献新的补充和扩展。不同于以往文献笼统地分析员工持股计划推出动机的方式(Kumbhakar和Dunbar,1993;Rauh,2006;陈大鹏等,2019;沈红波等,2018),本文在控股股东股权质押这一特定情境下对员工持股计划推出动机的揭示在一定程度上弥合了现有文献对员工持股计划推出动机认识的矛盾和分歧。

第三,在揭示员工持股计划推出的复杂动机的基础上,本文进一步完成了对在这种复杂动机下推出的员工持股计划激励效果的评估,由此为控股股东推出员工持股计划动机的复杂性(Beatty,1995;Dann和Deangelo,1988;陈大鹏等,2019)提供了新的证据,基于控股股东股权质押的研究场景揭示了原本预期发挥激励作用的员工持股计划为什么并没有实现最初的目的。

第四,本文并没有停留在对控股股东股权质押与员工持股计划之间关系的简单考察,而是从

① 据Wind资讯,在控股股东股权质押比例高达100%的情况下,东旭蓝天(000040.SZ)于2017年8月开始筹备员工持股计划,并于2017年11月14日完成相应的股票购买。在此次股票购买完成的次日(11月15日),控股股东东旭集团及其下属公司的部分员工成立了员工成长共赢计划,认购“长江进取增利1号组合”,1号组合主要投资于东旭蓝天(000040.SZ)的A股股票。控股股东利用员工持股计划防范股权质押风险的动机昭然若揭。

揭示股权质押的控股股东推出员工持股计划的动机这一研究目的出发,进一步揭示了其背后同样复杂的作用机制,这是对股权质押领域大多数文献(李常青等,2018;谢德仁等,2016)仅仅从理论层面探讨作用机制而未能提供实证依据的有力补充,是对股权质押风险防范策略性手段的实现机制相关文献的补充和扩展。

## 二、文献回顾与假设提出

### (一)文献回顾

近年来,控股股东股权质押相关文献的研究视角逐渐从两权分离(Lee和Yeh,2004;郑国坚等,2014)转移到控制权转移风险上来。通过市值管理的方式提升股价,进而降低质押股票的平仓风险,是控股股东常用的策略性手段。围绕控股股东市值管理的分析框架,以往文献主要从盈余管理行为(Huang和Xue,2016)、信息披露管理行为(李常青、幸伟,2017)、“高送转”股利政策(黄登仕等,2018)、税收规避(王雄元等,2018)、慈善捐赠(胡珺等,2020)、投资行为(柯艳蓉等,2019)等方面分析股权质押情境下控股股东的策略性行为。

而以往文献对于员工持股计划推出动机的考察主要体现在以下三个方面。(1)协调员工与股东利益,激励员工。这是大部分主流文献(Jones和Kato,1995;Kumbhakar和Dunbar,1993;沈红波等,2018)所持有的观点。(2)防御“野蛮人”入侵,加强控制权的稳定性。伴随员工持股计划的实施,管理层持股越来越多,在客观上形成防御“野蛮人”入侵的效果(Beatty,1995;Dann和Deangelo,1988;Rauh,2006)。甚至,员工持股计划成为控股股东或实际控制人主动防御外部接管威胁的手段。(3)形成内部人控制或强化既有的内部人控制格局。管理层可以利用员工持股计划“讨好”公司员工(陈大鹏等,2019),而受惠的公司员工也“投桃报李”,更加倾向于对管理层过度友好(Chaplinsky和Niehaus,1994),员工持股计划存在一定程度上演变为管理层加强内部人控制手段的可能性。

通过对控股股东股权质押风险防范和员工持股计划推出动机两方面文献的梳理,我们不难发现:第一,针对股权质押情境下控股股东的风险防范问题,以往文献已经提出了盈余管理等策略性行为,然而这些策略性行为并不能实质性地提高公司绩效甚至有损公司长期价值,“饮鸩止渴”式自救行为的现实可能性存疑;第二,以往文献对于员工持股计划的推出动机莫衷一是,究其原因可能是员工持股计划推出的特定情境存在差异,员工持股计划的推出动机可能是多元的、复杂的,需要依据特定研究情境,选择独特的视角加以识别;第三,虽然以往文献已经认识到员工持股计划的复杂动机,但并未对在复杂动机下推出的员工持股计划进行激励效果评估,对具有复杂动机的员工持股计划的实际激励效果和推出的市场反应等不甚了解。

### (二)假设提出

本文认为,员工持股计划具有成为控股股东防范股权质押风险的策略性手段的可能性。一方面,股权质押的控股股东有动机利用员工持股计划的股价提升效应来防范潜在的风险。员工持股计划不仅能够吸引外部资金托举公司股价,还向市场传递公司内部激励相容(沈红波等,2018)的信号从而获得正面的市场反应(Chang,1990;王砾等,2017),在实际实施过程中发挥协调员工与股东利益、激励员工改善公司绩效的效果(Fang等,2015;Jones和Kato,1995;Kumbhakar和Dunbar,1993;沈红波等,2018),即使这一激励效果在控股股东股权质押这一特定情境之下可能被弱化。员工持股计划还可以通过加强对企业信息披露的监督和帮助优化公司战略决策(Bova等,2015)等

方式提升公司治理水平、吸引和保留核心员工以及增强员工的风险承担能力和员工之间的相互合作 (Chang 等, 2015), 进一步巩固股价提升的效果。员工持股计划的推出有利于投资者对控股股东的股权质押行为形成“好的印象”。在信息不对称的影响之下, 股权质押行为会向市场传递控股股东资金短缺的负面信号, 基于此, 市场投资者形成对控股股东具有更大动机侵占中小股东利益的推断, 加剧股价下跌的可能性。员工持股计划不仅能够通过激励员工提升公司价值, 并且其在推出时就可以被预见的激励功能能够在一定程度上缓解投资者对于控股股东“不良动机”的猜测, 形成控股股东将工作重心放在协调公司治理内部冲突创造更大股东财富而非侵占中小股东利益的推断, 减小通过“用脚投票”等方式对控股股东股权质押行为进行“制裁”的可能性 (胡珺等, 2020)。

另一方面, 控股股东也有能力促使上市公司推出员工持股计划。员工持股计划的推行不仅需要员工的配合与支持, 更需要经过董事会和股东大会层面的提议、审批和表决通过等流程。控股股东不仅在股权层面掌握控制权, 在董事会和股东大会的相关决策中也掌握话语权, 这保障了控股股东推出员工持股计划的意愿能顺利实现。控股股东也可以通过管理层的人事任免和薪酬制定机制 (王雄元等, 2018) 等影响包括员工持股计划在内的重要决策。另外, 股权质押所导致的控制权转移风险不仅会影响控股股东自身, 还会影响公司正常的人事安排和生产经营。管理层为尽可能减小被更换的可能性, 以及由此可能导致的声誉损失, 有动机配合控股股东维护其控制权 (王雄元等, 2018)。相较于盈余管理等策略性手段来说, 利用员工持股计划来防范股权质押风险所面临的潜在阻力更小。带有控股股东私人目的的员工持股计划, 因其被普遍认可的激励功能 (Fang 等, 2015; Kumbhakar 和 Dunbar, 1993; 沈红波等, 2018) 而更容易得到市场投资者的认可, 作为员工持股计划切身受益者的公司员工也往往会予以支持。员工持股计划在实际实施过程中可以被预期的激励效果为控股股东推出员工持股计划提供额外的“好处”。在股权质押情境下, 控股股东往往对员工持股计划这种既具有风险防范属性又能发挥激励员工“余温”从而自身也能从中获益的措施抱有“何乐而不为”的心态。

基于以上讨论, 本文提出关于控股股东股权质押与员工持股计划基本关系的假设 1。

假设 1: 控股股东进行股权质押之后, 上市公司推出员工持股计划的可能性增大。

在控股股东股权质押情境下, 股价下跌导致控股股东丧失控制权的关键一环是控股股东用于质押的股票被平仓 (李常青等, 2018)。控股股东通过促使上市公司推出员工持股计划, 利用员工持股计划的股价提升效应使股价维持在高于质押合同中所规定的平仓线甚至预警线的水平 (李常青、幸伟, 2017), 防止在自身无力追加质押时质权方抛售质押股票引发实际的控制权转移。这是股权质押的控股股东推出员工持股计划的直接动机。这一直接动机在本质上体现为控股股东对控制权的重视。在集体享有所有者权益的公司股东中, 持有控制性股份的控股股东享有最大的剩余控制权和剩余索取权 (Grossman 和 Hart, 1986; Hart 和 Moore, 1990)。这意味着控股股东不仅可以实际影响甚至直接决定公司的重大事项, 也付出了相较于其他股东来说更大的成本。因而, 控股股东往往极其重视其对上市公司的控制权 (Johnson 等, 2000; 王雄元等, 2018), 尤其是在我国早期公司上市实行审核制的制度背景下, 上市资格的严格管制使得上市公司具有非常高的“壳价值” (Liu 等, 2019)。掌握控制权使控股股东具有获取控制权私人收益 (Dyck 和 Zingales, 2004) 的能力。控制权一旦发生转移, 控股股东不仅会丧失上述潜在的收益, 而且可能失去相应的董事会席位, 甚至可能引发投资者恐慌, 投资者“用脚投票”将会加大控股股东的财富损失。因而, 从根本上来说, 股权质押的控股股东推出员工持股计划的动机是防范自身控制权发生转移。

建立在假设 1 的基础上,围绕基本关系背后的作用机制,本文提出假设 2。

假设 2:股权质押的控股股东促使上市公司推出员工持股计划的动机是防范自身控制权发生转移。

那么,出于控股股东防范控制权转移风险的复杂动机的员工持股计划,究竟能在多大程度上达到预期的激励效果呢?本文认为,在控股股东股权质押的情境下,公司员工和市场投资者会对员工持股计划的纯粹激励功能产生怀疑,进而影响员工持股计划的激励效果的有效发挥。

员工持股计划是降低股东与员工之间代理冲突、激励员工的重要手段(Fang 等,2015;Kumbhakar 和 Dunbar,1993;沈红波等,2018),纯粹的以激励员工为目的的员工持股计划必然会受到公司员工的追捧和贯彻执行。然而,控股股东股权质押属于其个人行为,与上市公司及其员工并没有直接关系,并且控股股东通过股权质押所融到的资金绝大多数被用于控股股东自身而非上市公司,从根本上来说控股股东股权质押并不符合上市公司其他股东和公司员工的根本利益。因而,观察到控股股东股权质押这一现象的公司员工必然会重新审视上市公司推出员工持股计划的动机。如果公司员工能够察觉员工持股计划包含化解控股股东个人风险的复杂动机,那么他们必然会调低对员工持股计划的正面预期(Chang,1990;王砾等,2017),直接影响员工持股计划的实际激励效果。察觉到员工持股计划非纯粹激励动机的公司员工可能会向控股股东和董事会施压,致使员工持股计划被迫停止实施,而那些已推出和实施的员工持股计划也会因为员工对其激励功能产生怀疑而拒绝付出相应的努力,不能很好地发挥预期的激励效果。

出于复杂动机的员工持股计划不仅会因为员工的支持力度下降而不能发挥预期的激励效果,也会因为市场投资者的支持力度下降而具有更差的市场表现。员工持股计划的股价提升效应离不开有效资本市场的信号传递功能,然而,理性的市场投资者会对推出员工持股计划的上市公司的包括控股股东质押情况等在内的公开信息进行全面的评估,进而推测员工持股计划推出的背后除激励员工之外可能存在的其他动机,据此调整对相关上市公司的股票价格走势预期甚至可能对某些公司“用脚投票”(胡珺等,2020)。在控股股东股权质押情境下,察觉到员工持股计划复杂动机的市场投资者必然也会形成对员工持股计划激励功能弱化的推断,甚至增加对控股股东通过其他形式攫取公司利益(Lee 和 Yeh,2004;郑国坚等,2014)的揣测,从而对员工持股计划的正面反应“打折扣”。

基于以上讨论,围绕复杂动机下的员工持股计划的激励效果评估,本文提出假设 3。

假设 3:控股股东股权质押情境下员工持股计划的实际激励效果被削弱,市场给予的正面反应也更小。

### 三、研究设计

#### (一)样本选取

本文选取 2014—2018 年的 A 股上市公司为研究对象,并按照以下原则对初始样本进行筛选:剔除上市公司被 ST 的样本;剔除金融行业的上市公司样本;剔除主要变量数据缺失的样本。最终,本文共得到 14017 个公司-年度样本。本文所用的股权质押数据来源于 CSMAR 数据库,经与 CSMAR 的控股股东数据匹配后得到控股股东股权质押样本,上市公司员工持股计划数据来源于 Wind 数据库,其他数据均来自 CSMAR 数据库。为了克服极端值的影响,本文对所有连续变量进行了上下 1% 的 Winsorize 缩尾处理。

(二)主要模型设计与变量定义

为考察控股股东股权质押与员工持股计划之间的基本关系,本文建立如下实证模型:

$$ESOP_{i+1} = \beta_0 + \beta_1 Pledge_i + \sum_m \beta_m Controls_i + \sum Year + \sum Industry + \varepsilon_{i+1} \tag{1}$$

其中,被解释变量 *ESOP* 为上市公司推出员工持股计划的情况,包括上市公司当年是否推出员工持股计划(*ESOP\_dum*)和上市公司推出员工持股计划的规模(*ESOP\_scale*);核心解释变量 *Pledge* 为控股股东股权质押情况,包括控股股东年末是否存在股权质押(*Pledge\_dum*)和控股股东股权质押比例(*Pledge\_ratio*)。

模型的控制变量(*Controls*)包括:公司规模(*Size*);资产负债率(*Leverage*);产权性质(*State*);总资产回报率(*ROA*);第一大股东持股比例(*Top1*);前十大股东持股比例(*Top10*);是否两职合一(*Duality*);董事会规模(*Board*);董事会独立性(*Independence*);员工受教育水平(*Education*);基金持股比例(*Fund*);公司年龄(*Age*)。除此之外,模型还控制了年度(*Year*)和行业(*Industry*)固定效应。各个变量的具体定义和计算方法见表1。

表 1 主要变量定义

变量名	含义	变量定义
<i>ESOP_dum</i>	是否推出员工持股计划	虚拟变量。当年推出员工持股计划为 1,否则为 0
<i>ESOP_scale</i>	员工持股计划规模	员工持股数/上市公司总股数
<i>Pledge_dum</i>	控股股东年末是否存在股权质押	虚拟变量。控股股东年末存在股权质押余额为 1,否则为 0
<i>Pledge_ratio</i>	控股股东股权质押比例	控股股东质押股数/上市公司总股数
<i>Size</i>	公司规模	总资产的自然对数
<i>Leverage</i>	资产负债率	总负债/总资产
<i>State</i>	产权性质	虚拟变量。实际控制人为国有为 1,否则为 0
<i>ROA</i>	总资产回报率	净利润/总资产
<i>Top1</i>	第一大股东持股比例	第一大股东持股数/上市公司总股数
<i>Top10</i>	前十大股东持股比例	前十大股东持股数/上市公司总股数
<i>Duality</i>	是否两职合一	虚拟变量。董事长兼任总经理为 1,否则为 0
<i>Board</i>	董事会规模	董事会人数的自然对数
<i>Independence</i>	董事会独立性	独立董事人数/董事总人数
<i>Education</i>	员工受教育水平	本科以上员工数/员工总数
<i>Fund</i>	基金持股比例	基金持股数/上市公司总股数
<i>Age</i>	公司年龄	公司成立年限的自然对数

(三)描述性统计和均值差异检验

变量的描述性统计结果<sup>①</sup>显示,在 14017 个样本中,推出员工持股计划方案的共有 878 个,占

① 限于篇幅,描述性统计结果未展示。感兴趣的读者可向作者索取。



比 6.3%,与沈红波等(2018)和陈大鹏等(2019)等提供的统计结果基本一致。员工持股数占上市公司总股数的比例(*ESOP\_scale*)的均值为 0.091%。*Pledge\_dum* 的均值为 0.502,即平均有 50.2% 的上市公司的控股股东年末存在股权质押余额,说明上市公司的控股股东进行股权质押的现象较为普遍。控股股东质押股数占上市公司总股数的比例平均为 8.8%。其他变量的统计结果与以往研究基本一致,此处不再赘述。

为提供控股股东股权质押与上市公司推出员工持股计划关系的直观初步证据,本文对质押组公司和非质押组公司推出员工持股计划的可能性进行均值差异分析<sup>①</sup>。结果显示,非质押组 6980 个样本中共计 210 个样本推出员工持股计划,比例仅为 3%;而质押组总共 7037 个样本中共计 668 个样本推出员工持股计划,比例高达 9.5%。两组的均值差异为 6.5 个百分点且在 1% 的水平下显著,说明股权质押的控股股东所在的上市公司更倾向于推出员工持股计划。而从分年度和分行业来看,这一均值差异也是显著存在的。

四、控股股东股权质押与员工持股计划的基本关系考察

(一)基本回归结果

表 2 考察了控股股东股权质押与上市公司推出员工持股计划之间的基本关系。第(1)(2)列的被解释变量是上市公司是否推出员工持股计划(*ESOP\_dum*),主解释变量分别是控股股东是否存在股权质押(*Pledge\_dum*)和控股股东股权质押比例(*Pledge\_ratio*)。可以看到,上市公司推出员工持股计划(*ESOP\_dum*)与控股股东股权质押相关变量(*Pledge\_dum*和*Pledge\_ratio*)为正相关关系,并且均在 1% 的水平下显著。第(3)(4)列则用上市公司员工持股计划规模(*ESOP\_scale*)代替虚拟变量 *ESOP\_dum* 做了相同的回归,结果表明,*ESOP\_scale* 与控股股东股权质押呈现显著的正相关关系。这支持了本文提出的假设 1。

表 2 控股股东股权质押与员工持股计划的基本关系检验

	(1)	(2)	(3)	(4)
	<i>ESOP_dum</i>	<i>ESOP_dum</i>	<i>ESOP_scale</i>	<i>ESOP_scale</i>
<i>Pledge_dum</i>	0.1650*** (0.0440)		0.0430*** (0.0092)	
<i>Pledge_ratio</i>		0.5694*** (0.1761)		0.1712*** (0.0448)
样本量	12323	12323	12323	12323
伪 R <sup>2</sup> /R <sup>2</sup>	0.1180	0.1174	0.0338	0.0337
常数/控制变量/年度、行业固定效应	是	是	是	是

注:为缓解同期相关问题,我们考察的是当期解释变量对下一期被解释变量的影响,所以实际进入回归的样本少于样本总数;括号内为经稳健性调整和公司层面 cluster 处理后的标准误,\*\*\*、\*\*和\* 分别表示在 1%、5%和 10% 的水平下显著(下同)。

(二)内生性问题的控制

本文采用工具变量法解决可能存在的互为因果和遗漏变量等内生性问题。借鉴李常青等

① 限于篇幅,均值差异分析结果未展示。感兴趣的读者可向作者索取。

(2018)、王雄元等(2018)和谢德仁等(2016)等的研究思路,本文选择本年度同行业同省份其他上市公司控股股东的股权质押水平作为本上市公司控股股东股权质押的工具变量 *Pledge\_iv*,进行两阶段回归。表3的第(1)、(2)列用 *Pledge\_iv* 作为控股股东是否股权质押(*Pledge\_dum*)的工具变量,第一阶段的回归结果显示,*Pledge\_dum* 和 *Pledge\_iv* 在1%的水平下显著正相关,这在一定程度上说明所选的工具变量是有效的。为进一步判断所选工具变量的有效性,我们进行弱工具变量检验,结果显示第一阶段的F统计量为47.2652,大于临界值10,且P值为0.000,拒绝存在弱工具变量的原假设,因而本文所选取的工具变量是有效的。第二阶段的回归结果显示,员工持股计划规模与控股股东股权质押(*Pledge\_dum*)显著正相关,表明在控制内生性问题之后控股股东股权质押仍然能显著提高上市公司推出员工持股计划的可能性。第(3)、(4)列用 *Pledge\_iv* 作为控股股东股权质押比例(*Pledge\_ratio*)的工具变量的两阶段回归结果也说明了同样的问题。

表 3	内生性问题解决:两阶段回归			
	(1)	(2)	(3)	(4)
	第一阶段 <i>Pledge_dum</i>	第二阶段 <i>ESOP_scale</i>	第一阶段 <i>Pledge_ratio</i>	第二阶段 <i>ESOP_scale</i>
<i>Pledge_iv</i>	0.1551 *** (0.0226)		0.0327 *** (0.0054)	
<i>Pledge_dum</i>		0.3679 ** (0.1546)		
<i>Pledge_ratio</i>				1.7436 ** (0.7438)
样本量	12146	12146	12146	12146
F 检验	47.2652 ***		36.6251 ***	
常数/控制变量/年度、行业固定效应	是	是	是	是

除此之外,本文还用PSM-DID方法进一步控制了内生性问题,结果仍然显著成立。受篇幅限制,本文未展示PSM-DID的相关检验结果。

五、股权质押的控股股东推出员工持股计划的动机

控股股东进行股权质押之后,上市公司推出员工持股计划的可能性更大,这一公司治理现象背后蕴含着怎样的作用机制?下面从控股股东防范股权质押风险的视角回答上述问题。

(一)提升股价,规避平仓风险<sup>①</sup>

本文认为,控股股东推出员工持股计划的动机是防范自身控制权发生转移。这一动机将直接体现为控股股东利用员工持股计划的股价提升效应规避平仓风险。本文采用事件研究法来分析员工持股计划的股价提升效应。我们估计了期限长短不同的事件窗的CAR值并检验了其显著性,

① 限于篇幅,本部分具体的事件研究设计(包括模型设置、样本选择和计算过程)、检验结果和CAR值图形未展示。感兴趣的读者可向作者索取。



发现员工持股计划的推出具有显著为正的 公告效应,并且这一股价提升效应可以维持一年左右,这决定了员工持股计划具有防范平仓风险的属性。为了更加直观地展示员工持股计划的股价提升效应,本文绘制了在较短窗口期 $[-10,10]$ 和较长窗口期 $[-10,300]$ 内全体事件样本的累计超额收益率走势,可以清晰地观察到员工持股计划的股价提升效应。员工持股计划的股价提升效应可以降低质押股票的平仓风险吗?为此,本文设置质押股票是否出现疑似平仓(*Blast*)这一虚拟变量来刻画质押股票的平仓风险,定义如下:如果上市公司股票的年末收盘价小于质押股票的疑似平仓价格,<sup>①</sup>则认为出现疑似平仓,记 *Blast* 为 1;反之则认为质押股票没有出现疑似平仓,记 *Blast* 为 0。

首先,本文把控股股东股权质押的样本分为员工持股计划组(当年推出员工持股计划)和非员工持股计划组(当年没有推出员工持股计划),对两组样本出现疑似平仓的可能性进行均值差异分析,发现员工持股计划组出现疑似平仓的可能性显著更小。

其次,表 4 报告了多元回归的结果。其中,第(1)列报告了在未控制其他变量的情形下,员工持股计划的推出(*ESOP\_dum*)对质押股票出现疑似平仓可能性(*Blast*)的影响。结果表明员工持股计划的推出显著降低了质押股票被平仓的可能性。第(2)列则控制了相关变量以及年度、行业固定效应,回归结果保持一致。

表 4 员工持股计划降低平仓风险

	(1)	(2)
	<i>Blast</i>	<i>Blast</i>
<i>ESOP_dum</i>	-0.2552 *** (0.0575)	-0.1336 ** (0.0648)
常数	-0.5090 *** (0.0175)	0.9998 (0.6619)
样本量	6109	6108
伪 R <sup>2</sup>	0.0027	0.2103
控制变量/年度、行业固定效应	否	是

(二)防范控制权转移风险

本文首先用万科股权争夺这一外生冲击构建自然实验,以揭示员工持股计划推出的背后控股股东防范控制权转移的动机。2015 年的万科股权争夺事件成为我国资本市场上市公司控制权争夺的典型和标志性事件。可以预期,这一外生冲击将促使上市公司的控股股东重新审视自身控制权的稳定程度,在必要时采取加强控制权的措施。

本文选定质押严重组为实验组,质押不严重组为对照组,构建 DID 模型分析万科股权争夺这一外生冲击对控股股东股权质押状况不同的上市公司所施加的差异化影响。相比于质押不严重的控股股东来说,质押更为严重的控股股东面临更大的控制权转移风险,如果后者在万科股权争夺事件之后更可能推出员工持股计划,说明控股股东将员工持股计划作为防范控制权转移风险的策略性手段。本文构建的 DID 模型如下:

① 质押股票的疑似平仓价数据来自 Wind 数据库,该数据根据质押率、平仓线和融资成本计算得到。

$$ESOP\_dum_i = \gamma_0 + \gamma_1 Risk_i + \gamma_2 Time_{jt} + \gamma_3 Risk_i \times Time_{jt} + \sum_m \gamma_m Controls_i + \sum Year + \sum Industry + \varepsilon_i$$

(2)

其中, *Risk* 为表征实验组或对照组的虚拟变量, 如果样本期间第一年(即 2014 年)控股股东的质押股数占其持有上市公司股份总数的比例达到 2/3 及以上, 则认为控股股东的股权质押比较严重, 记 *Risk* 为 1, 否则记 *Risk* 为 0。 *Time<sub>j</sub>* 为表征外生冲击前后(即 2015 年万科股权之争前后)的虚拟变量, 为检验结论的稳健性, 本文具体设置了三个不同的 *Time<sub>j</sub>* 变量。具体地, 发生外生冲击之后的第 *j* 年(*j* = 1, 2, 3)记 *Time<sub>j</sub>* 为 1, 外生冲击之前的年份 *Time<sub>j</sub>* 为 0。 *Risk* × *Time<sub>j</sub>* 为二者的交乘项, 其估计系数  $\gamma_3$  为本文主要关注的结果。如果  $\gamma_3$  显著为正则表明万科股权争夺事件更大程度地促使了控股股东质押严重的上市公司推出员工持股计划。表 5 的 DID 模型回归结果显示, 交乘项 *Risk* × *Time<sub>j</sub>* (*j* = 1, 2, 3) 的系数均显著为正, 与预期结果一致。

表 5 以万科股权之争为外生冲击的自然实验

	(1)	(2)	(3)
	<i>ESOP_dum</i>	<i>ESOP_dum</i>	<i>ESOP_dum</i>
<i>Risk</i>	-0.2256 (0.1628)	-0.2327 (0.1606)	-0.2390 (0.1586)
<i>Time<sub>1</sub></i>	0.8420 *** (0.0806)		
<i>Risk</i> × <i>Time<sub>1</sub></i>	0.3881 ** (0.1824)		
<i>Time<sub>2</sub></i>		0.3654 *** (0.0800)	
<i>Risk</i> × <i>Time<sub>2</sub></i>		0.4125 ** (0.1694)	
<i>Time<sub>3</sub></i>			0.3872 *** (0.0789)
<i>Risk</i> × <i>Time<sub>3</sub></i>			0.4408 *** (0.1646)
样本量	4837	7629	10789
伪 R <sup>2</sup>	0.1747	0.1397	0.1245
常数/控制变量/年度、行业固定效应	是	是	是

另外, 本文认为, 如果控股股东的控制权比较稳定, 那么控股股东通过促使上市公司推出员工持股计划以防范控制权转移风险的动机更弱, 也就是稳定的控制权发挥负向调节效应。以下因素可以在一定程度上衡量控股股东控制权的稳定性。(1) 产权性质。一方面, 由于政府部门的监管, 国有上市公司控股股东的股权质押行为更加规范(谢德仁等, 2016); 另一方面, 国有上市公司所具有的天然的政治优势使得其控股股东在质权方面前具有更强的谈判能力(王雄元等, 2018), 同时因预算软约束的存在而更容易从银行获取贷款以防范控制权转移风险。(2) 董事长是否由控股股

东委派。如果控股股东通过委派董事长的方式在董事会形成了稳定的影响力 (Cai 等, 2009), 那么即便控股股东质押的股票出现部分平仓, 也只能导致控股股东持股比例的降低, 至少在短时间内不能撼动控股股东在董事会的决策影响力。另外, 委派了董事长的控股股东可以更加便捷和有效地推动上市公司采取各种措施缓解控制权转移风险。(3) 控股股东与其他股东是否存在一致行动关系。作为控股股东与其他股东所达成的事前制度安排, 在上市公司面临“野蛮人”入侵从而其控股股东面临控制权丧失的威胁时, 基于共同利益诉求而达成的一致行动关系将会促使控股股东和其一致行动人“同仇敌忾”共同阻击“野蛮人”的进攻。(4) 上市公司所在地区的市场化水平。在市场化水平较低的地区, 数量较少的上市公司对于支撑当地的经济发展和社会稳定具有举足轻重的意义, 因此地方政府往往扮演“隐性担保者”的角色介入本地上市公司的股权质押纠纷, 通过促成质权方和控股股东协商解决和利用行政权力干涉控制权变更的司法决策过程, 阻碍控制权变更按市场化逻辑达成。

基于以上讨论, 本文认为, 国有上市公司的、委派董事长的、与其他股东存在一致行动关系的, 以及市场化水平较低地区上市公司的控股股东的控制权更为稳定, 利用员工持股计划防范股权质押的控制权转移风险的可能性更小。本文分别将以上影响因素的代理变量 (产权性质 *State*; 董事长是否由控股股东委派 *Appointed*; 控股股东与其他股东是否存在一致行动关系 *Concert*; 是否位于市场化水平较低的地区 *Low\_marketization*) 引入基础模型, 并与控股股东股权质押比例 (*Pledge\_ratio*) 构成交乘项, 以此来考察上述表征稳定控制权的相关因素对控股股东股权质押与员工持股计划之间关系的影响。

回归结果<sup>①</sup>表明, 在以上上市公司推出员工持股计划为被解释变量的模型中, 这些表征稳定控制权的变量与控股股东股权质押比例 (*Pledge\_ratio*) 所构成的交乘项的估计系数均显著为负, 表明稳定的控制权负向调节控股股东股权质押与上市公司推出员工持股计划之间的关系, 从而进一步验证了股权质押的控股股东推出员工持股计划的防范控制权转移风险动机。

## 六、复杂动机下的员工持股计划的激励效果评估

在激励员工改善业绩这一公共目标的掩盖下, 股权质押的控股股东主导推出员工持股计划的动机是复杂的。那么, 出于控股股东防范股权质押风险的私人目的的员工持股计划究竟能在多大程度上达到预期的激励效果呢?

### (一) 员工持股计划的实际激励效果

除少数停止实施的情况之外, 大多数员工持股计划方案能够顺利实施。<sup>②</sup> 下面考察控股股东股权质押对这些顺利实施的员工持股计划的实际激励效果的影响。

本文采用总资产回报率 (*ROA*) 作为公司绩效的度量指标。表 6 的第 (1)、(2) 列的分组回归结果表明, 在控股股东不存在股权质押 (即 *Pledge\_dum* = 0) 时, 员工持股计划的实施能够显著地提高上市公司的绩效水平; 但是, 在控股股东存在股权质押 (即 *Pledge\_dum* = 1) 时, 员工持股计划的实施与公司绩效之间的正相关关系不但在统计意义上不显著, 而且在经济意义上的显著性也远小于

① 限于篇幅, 该部分的回归结果未展示。感兴趣的读者可向作者索取。

② 本文认为, 控股股东股权质押会影响员工持股计划的实施状况。在控股股东股权质押情境下, 意识到员工持股计划方案非纯粹激励动机的公司员工更有可能对员工持股计划的推出和实施持负面态度, 导致员工持股计划被迫停止实施。

控股股东不存在股权质押的情形。考虑到员工持股计划激励效果的发挥需要一定的时间,在短期内可能不容易观察到应有的效果,本文换用上市公司未来三年 *ROA* 的平均水平作为公司绩效的度量指标,将其记为 *ROA\_3years*。第(3)、(4)列的结果同样表明,员工持股计划的实施对公司绩效的提升作用主要体现在控股股东不存在股权质押的情形。

表 6 的第(5)列进一步将 *Pledge\_dum* 引入模型,并与员工持股计划变量(*ESOP\_dum*)构成交乘项,通过分析交叉效应来考察复杂动机下的员工持股计划的实际激励效果。可以看到,在以未来三年公司绩效平均水平(*ROA\_3years*)为被解释变量的模型中,交乘项的回归系数显著为负,表明股权质押弱化了员工持股计划的实际激励效果,与分组回归结果相一致。第(6)列换用经行业年度中位数调整的未來三年公司绩效平均水平(*ROAadj\_3years*)作为被解释变量,交乘项的回归系数仍显著为负,表明结论具有较强的稳健性。

表 6 复杂动机下的员工持股计划的实际激励效果

	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
	有质押 <i>ROA</i>	无质押 <i>ROA</i>	有质押 <i>ROA_3years</i>	无质押 <i>ROA_3years</i>	全样本 <i>ROA_3years</i>	全样本 <i>ROAadj_3years</i>
<i>ESOP_dum</i>	0.0032 (0.0030)	0.0071 * (0.0042)	-0.0017 (0.0023)	0.0057 * (0.0031)	0.0058 * (0.0031)	0.0060 * (0.0031)
<i>Pledge_dum</i>					-0.0071 *** (0.0015)	-0.0071 *** (0.0015)
<i>ESOP_dum</i> × <i>Pledge_dum</i>					-0.0076 ** (0.0039)	-0.0077 ** (0.0039)
样本量	4860	5151	3262	3765	7027	7027
R <sup>2</sup>	0.1112	0.1880	0.1744	0.2741	0.2216	0.2055
常数/控制变量/年度、行业固定效应	是	是	是	是	是	是

本文认为,股权质押情境下的员工持股计划未能达到预期的激励效果,原因在于这种具有复杂动机的员工持股计划不能有效提高员工薪酬绩效的敏感性(姜付秀等,2014),激励员工的功能被削弱。

(二)员工持股计划推出的市场反应

本文认为,如果市场投资者能够察觉到在股权质押情境下推出的员工持股计划的控股股东的风险防范动机,他们必然会降低对这种复杂动机的员工持股计划的支持力度,表现为复杂动机下的员工持股计划的市场正面反应更弱。为此,本文根据上一年度控股股东是否存在股权质押,将所有员工持股计划事件样本分为质押组和非质押组,对两组样本的员工持股计划的公告效应(*CAR* 值)进行均值差异分析。结果表明,前一年控股股东存在股权质押的上市公司推出的员工持股计划的正面市场反应小于前一年控股股东不存在股权质押的上市公司,这一结果在[-1,1]和[-3,3]等短事件窗以及[0,300]和[0,360]等长事件窗均显著成立。<sup>①</sup>

为了更加直观地展示控股股东股权质押对员工持股计划市场反应的影响,图 1 绘制了员工持

① 限于篇幅,分析过程未展示,感兴趣的读者可向作者索取。

股计划的 CAR 值走势。由左图较短窗口期  $[-10, 10]$  的 CAR 值走势可以看到,在员工持股计划公布之前,质押组和非质押组的上市公司推出的员工持股计划的公告效应即 CAR 值并无显著差异。然而,从员工持股计划公告日开始,虽然质押组和非质押组员工持股计划的 CAR 值均为正并且均呈上升趋势,但非质押组上市公司的员工持股计划的 CAR 值一直明显大于质押组。右图在较长的窗口期  $[-10, 300]$  绘制的 CAR 值走势则更加清晰地表明了质押组和非质押组的员工持股计划的 CAR 值走势的差异。从员工持股计划公告日开始,质押组上市公司的员工持股计划的公告效应一直小于非质押组,并且非质押组的员工持股计划的 CAR 值始终处于上升态势而质押组的员工持股计划的 CAR 值在维持不到 100 个交易日的增长态势之后转为下降甚至在接近 300 个交易日时变为负值。总体来看,图 1 清晰地刻画了质押组和非质押组上市公司的员工持股计划的 CAR 值的显著差异,表明市场投资者能够完全或部分意识到在股权质押情境下推出的员工持股计划的复杂动机,并且降低对这种具有复杂动机的员工持股计划的正面反应,这是复杂动机下的员工持股计划的激励效果弱化的市场表现。

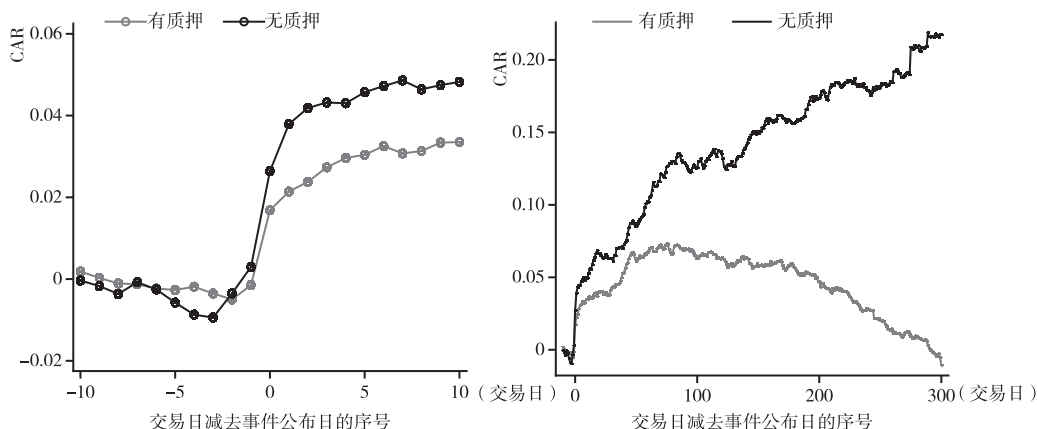


图 1 控股股东是否质押对 ESOP 公告效应的影响:  $[-10, 10]$  和  $[-10, 300]$

## 七、总结与启示

本文运用 2014—2018 年中国 A 股上市公司的数据,实证考察了控股股东股权质押与上市公司推出员工持股计划之间的关系。研究发现,控股股东进行股权质押之后,上市公司推出员工持股计划的可能性更大,在控制内生性问题之后这一关系仍然显著成立。本文进一步从控股股东动机的角度对上述基本关系背后的作用机制进行了分析,发现股权质押的控股股东推出员工持股计划的直接动机是利用员工持股计划推升股价,规避质押股票的平仓风险;而根本动机是防范自身控制权发生转移,这一方面体现在质押更为严重的控股股东所在的上市公司在万科股权争夺事件之后更有可能推出员工持股计划,另一方面体现在控股股东对上市公司的控制权更为稳定时,控股股东股权质押与上市公司推出员工持股计划之间的关系更弱。以上对于控股股东股权质押与上市公司推出员工持股计划的基本关系和作用机制的研究表明,一方面,员工持股计划在一定程度上演变为控股股东防范股权质押风险的策略性手段;另一方面,除了激励员工之外,员工持股计划还可能具有防范控制权转移风险的动机,在激励员工提高绩效这一公共目标的掩盖下控股股东主导推出的

员工持股计划的动机是复杂的。本文进一步对具有复杂动机的员工持股计划激励效果的评估表明,控股股东股权质押情境下员工持股计划的实际激励效果被削弱,市场给予的正面反应也更小。

员工持股计划是完善公司治理结构,增强员工的劳动积极性和企业凝聚力的重要手段,在当下的新一轮国有企业混合所有制改革中被大量采用。为保障员工持股计划激励功能的有效发挥并使之在国企混改中发挥应有的作用,本文的结论具有如下政策含义。第一,为避免控股股东股权质押削弱员工持股计划的激励效果,监管当局和资本市场应规范上市公司控股股东的股权质押行为,禁止控股股东进行过高比例的股权质押,必要时通过设立纾困基金等方式帮助上市公司及其控股股东化解风险。第二,加快推进公司上市注册制改革,降低上市公司“壳资源”价值,减弱甚至消除大股东对股权质押潜在控制权转移风险的过度担忧。同时,应完善上市公司内外部治理机制,比如良好的法律环境、有效的控制权市场、制衡的股权结构、独立性更强的董事会等,抑制大股东获取控制权私人收益的意愿和能力。第三,在控股股东存在股权质押或股权质押比例较大时,监管当局应通过发放问询函等形式对上市公司推出员工持股计划的动机加以判断和矫正,对动机不纯的员工持股计划方案进行必要的警告或劝阻,最大限度促使员工持股计划发挥其应有的激励功能。第四,监管当局和资本市场应逐步完善上市公司推出员工持股计划的信息披露。在推出员工持股计划时,上市公司除了披露必要的方案细节之外,还需要对上市公司控股股东的股权质押情况进行说明,为市场投资者和公司员工提供更多的有效信息,保护投资者和公司员工的合法权益。

#### 参考文献:

1. 陈大鹏、施新政、陆瑶、李卓:《员工持股计划与财务信息质量》,《南开管理评论》2019年第1期。
2. 胡翔、彭远怀、宋献中、周林子:《控股股东股权质押与策略性慈善捐赠——控制权转移风险的视角》,《中国工业经济》2020年第2期。
3. 黄登仕、黄禹舜、周嘉南:《控股股东股权质押影响上市公司“高送转”吗?》,《管理科学学报》2018年第12期。
4. 姜付秀、朱冰、王运通:《国有企业的经理激励契约更不看重绩效吗?》,《管理世界》2014年第9期。
5. 柯艳蓉、李玉敏、吴晓晖:《控股股东股权质押与企业投资行为——基于金融投资和实业投资的视角》,《财贸经济》2019年第4期。
6. 李常青、李宇坤、李茂良:《控股股东股权质押与企业创新投入》,《金融研究》2018年第7期。
7. 李常青、幸伟:《控股股东股权质押与上市公司信息披露》,《统计研究》2017年第12期。
8. 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》,《管理世界》2018年第11期。
9. 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》,《经济动态》2017年第2期。
10. 王雄元、欧阳才越、史震阳:《股权质押、控制权转移风险与税收规避》,《经济研究》2018年第1期。
11. 谢德仁、郑登津、崔宸瑜:《控股股东股权质押是潜在的“地雷”吗?——基于股价崩盘风险视角的研究》,《管理世界》2016年第5期。
12. 郑国坚、林东杰、林斌:《大股东股权质押、占款与企业价值》,《管理科学学报》2014年第9期。
13. Beatty, A., The Cash Flow and Informational Effects of Employee Stock Ownership Plans. *Journal of Financial Economics*, Vol. 38, No. 2, 1995, pp. 211 – 240.
14. Bova, F., Kolev, K. S., Thomas, J. K., & Zhang, F., Non-Executive Employee Ownership and Corporate Risk. *The Accounting Review*, Vol. 90, No. 1, 2015, pp. 115 – 145.
15. Cai, J., Garner, J. L., & Walking, R. A., Electing Directors. *The Journal of Finance*, Vol. 64, No. 5, 2009, pp. 2389 – 2421.
16. Chang, S., Employee Stock Ownership Plans and Shareholder Wealth: An Empirical Investigation. *Financial Management*, Vol. 19, No. 1, 1990, pp. 48 – 58.
17. Chang, X., Fu, K., Low, A., & Zhang, W., Non-Executive Employee Stock Options and Corporate Innovation. *Journal of Financial Economics*, Vol. 115, No. 1, 2015, pp. 168 – 188.
18. Chaplinsky, S., & Niehaus, G., The Role of ESOPs in Takeover Contests. *The Journal of Finance*, Vol. 49, No. 4, 1994, pp. 1451 – 1470.
19. Dann, L. Y., & Deangelo, H., Corporate Financial Policy and Corporate Control: A Study of Defensive Adjustments in Asset

and Ownership Structure. *Journal of Financial Economics*, Vol. 20, 1988, pp. 87 – 127.

20. Dyck, I. J. A. , & Zingales, L. , Private Benefits of Control: An International Comparison. *The Journal of Finance*, Vol. 59, No. 2, 2004, pp. 537 – 600.

21. Fang, H. , Nofsinger, J. R. , & Quan, J. , The Effects of Employee Stock Option Plans on Operating Performance in Chinese Firms. *Journal of Banking and Finance*, Vol. 54, No. 5, 2015, pp. 141 – 159.

22. Grossman, S. J. , & Hart, O. D. , The Costs and Benefits of Ownership: A Theory of Vertical and Lateral Integration. *Journal of Political Economy*, Vol. 94, No. 4, 1986, pp. 691 – 719.

23. Hart, O. , & Moore, J. , Property Rights and the Nature of the Firm. *Journal of Political Economy*, Vol. 98, No. 6, 1990, pp. 1119 – 1158.

24. Huang, Z. , & Xue, Q. , Re-examination of the Effect of Ownership Structure on Financial Reporting: Evidence from Share Pledges in China. *China Journal of Accounting Research*, Vol. 9, No. 2, 2016, pp. 137 – 152.

25. Johnson, S. , Boone, P. , Breach, A. , & Friedman, E. , Corporate Governance in the Asian Financial Crisis. *Journal of Financial Economics*, Vol. 58, No. 1 – 2, 2000, pp. 141 – 186.

26. Jones, D. C. , & Kato, T. , The Productivity Effects of Employee Stock-Ownership Plans and Bonuses: Evidence from Japanese Panel Data. *American Economic Review*, Vol. 85, No. 3, 1995, pp. 391 – 414.

27. Kumbhakar, S. C. , & Dunbar, A. E. , The Elusive ESOP-Productivity Link: Evidence from U. S. Firm-level Data. *Journal of Public Economics*, Vol. 52, No. 2, 1993, pp. 273 – 283.

28. Lee, T. , & Yeh, Y. , Corporate Governance and Financial Distress: Evidence from Taiwan. *Corporate Governance: An International Review*, Vol. 12, No. 3, 2004, pp. 378 – 388.

29. Liu, J. , Stambaugh, R. F. , & Yuan, Y. , Size and Value in China. *Journal of Financial Economics*, Vol. 134, No. 1, 2019, pp. 48 – 69.

30. Rauh, J. D. , Own Company Stock in Defined Contribution Pension Plans: A Takeover Defense?. *Journal of Financial Economics*, Vol. 81, No. 2, 2006, pp. 379 – 410.

## Research on the Complex Motives for ESOP from the Perspective of Controlling Shareholders' Equity Pledge

ZHENG Zhigang, ZHANG Hao, HUANG Jicheng, ZHAO Xijun

(Renmin University of China, 100872)

**Abstract:** Traditionally, ESOP (Employee Stock Ownership Plan) is considered as a means to motivate employees. This paper is based on the research scenario of the controlling shareholder's equity pledge, and sheds new light on the controlling shareholders' complex motives for launching ESOP. It is found that listed companies are more likely to launch ESOP after controlling shareholders' equity pledge. Due to the complex motives for ESOP in the context of equity pledge, ESOP fails to achieve the expected incentive effect, and is reduced, to a certain extent, to a tactical means that the controlling shareholders with equity pledge use to raise the stock price and guard against the risk of control transfer under the cover of “public good” of incentivizing employees. The findings of this paper provide a new policy-making direction and perspective for regulatory authorities and capital markets to regulate the launch of ESOP and equity pledge of controlling shareholders.

**Keywords:** Equity Pledge, ESOP, Risk of Closing Out, Risk of Control Transfer, Incentive Weakening

**JEL:** G30, G32, G34

责任编辑:诗 华