

# 员工持股计划：在改革中前行

■ 蔡浩 中国首席经济学家论坛研究院高级研究员

员工持股计划最终目标是要形成资本所有者和劳动者利益共同体，激发员工创新活力，完善公司治理，提高企业市场竞争力，要达成这一目标，相关制度的设计、完善和突破是关键。

最近听到一个故事：一位女士，10多年前加入一家互联网初创公司，公司老板分配股权，给了她0.2%的股份。其间，她的岗位从前台到行政、客服、人力资源等部门的管理工作，最终升为资深副总裁。10多年过去了，当这家公司最终在纽约证券交易所成功上市的时候，她瞬间成为了亿万富豪。这家公司叫阿里巴巴，公司的老板叫马云，而这位女士就是有着“最牛前台”之称的董文红。

阿里巴巴能够成功，原因自然有很多，然而出于专业原因，我最有兴趣的是这个员工持股计划，这个计划给了董文红梦想，而她也坚持着这个梦想，最终造就了这段职场上的传奇。

## 为什么要实施员工持股计划？

员工持股计划（Employee Stock Option Plan, 简称 ESOP）是指为了激励、吸引员工，通过让员工持有公司股票而使其获得剩余劳动成果的<sup>1</sup>利益分享并参与经营决策的一种制度安排，也是一种长期绩效奖励计划。具体来说，就是由员工（包括没有股份的管理层）出资购买公司的部分股权（或是增发的股票），成为公司股东，通过员工持股组织代理员工参与公司经营决策，分享公司发展壮大的成果，如分红和上市交易，这也是“最牛前台”传奇得以产生的制度因素。

员工持股计划在理论上是为了解决代理人问题而出现的。代理理论认为，公司所有者和代理人（没有股票的管理层和员工）之间存在严重的信息不对称，代理人对其自身的工作状况、努力程度的了解要高于公司所有者，其个人目标和公司目标通常难以统一，因而在履行代理职责时可能不会做出对公司股东最有利的决策，从而产生所谓的“代理人风险”。而员工持股计划，以及其他形式的股权激励，就是为了将公司的利益与代理人的利益相结合，实现经营目标的统一，价值取向的统一，激励与约束的统一，长期利益与短期利益相统一，从而尽可能的消除这种风险。

## 国际、国内发展历程

员工持股兴起于 20 世纪 50 年代的美国，早期是作为员工退休福利计划的一部分。后来，随着相关理论的逐渐兴起和完善，比如被称为员工持股计划奠基人的美国经济学家、律师路易斯·凯尔索于上世纪 50 年代提出的“双因素论”，美国经济学家舒尔茨和贝克尔于 60 年代创立的人力资本理论，麻省理工大学教授马丁·魏茨曼于 80 年代发表的《分享经济论》，促使员工持股计划在美国快速发展，被越来越多的企业作为强化公司治理的

重要制度安排。由于员工持股计划体现了劳动与资本的，是现代企业发展的趋势，也迅速在英国、法国、日本等发达国家推广开来。

中国的员工持股计划最早始于 1992 年，主要面向上市公司，由于彼时的制度设计不完善、市场不成熟等原因，员工持股成为了一种短期的员工福利，甚至在上市过程中出现了利益输送现象，因而在 1998 年被叫停。而后的 10 多年中，只有少数非上市公司发行过员工股，相关法规推进的也较缓慢。到 2013 年 11 月，中央政府在《关于全面深化改革若干重大问题的决定》中明确了“允许更多国有经济和其他所有制经济发展成为混合所有制经济…… 允许混合所有制经济实行企业员工持股，形成资本所有者和劳动者利益共同体”。2014 年 6 月银监会发布了《关于上市公司实施员工持股计划试点的指导意见》（以下简称《指导意见》），中国上市公司开展员工持股计划正式重启。而根据媒体报道，《关于混合所有制企业实行员工持股试点的指导意见》2015 年初便已通过国资委内部审议，未来将作为国企改革的重要配套制度推出。

## 在中国上市公司的实践与作用

在 2014 年 6 月银监会公布《关于上市公司实施员工持股计划试点的指导意见》后，中国上市公司迎来了一波员工持股潮。从 2014 年下半年到 2015 年 10 月末，沪深两市共有 376 家上市公司发布了员工持股计划草案。中证金融研究院的张望军、孙即、万丽梅近期在银监会主办的《金融监管研究》期刊中发表的论文《上市公司员工持股计划的效果和问题研究》表明，目前中国上市公司员工持股计划的主要实施方式以二级市场购买和非公开发行认购为主，资金来源为员工自筹与融资借款，融资杠杆比率从 1:1 到 20:1 不等。从参与企业成分来看，民企是绝对的主力军，有 304 家参与，占比达 80.85%，而国企仅 37 家，占比仅 9.84%。

该文进一步将公布员工持股计划前后的公司重要财务指标的变化率进行比较检验，发现盈利能力强的公司实施员工持股的意愿较强，而高科技和技术创新等成长性强的企业也更倾向于员工持股，这两点并不难理解，因为对员工参与的吸引力更强。而实施员工持股计划对国企盈利能力的改善效果较为明显，财务水平的改善程度显著强于民企。这表明虽然员工持股计划的实施年限较短，但也能一定程度说明，至少在短期内，上市公司通过实施员工持股计划对提升经营能力乃至改善公司内部治理的效果更加明显。由于国企的激励手段向来不如市场化程度较高的民企，员工持股本身就是一种较为市场化的员工激励手段，因而这一研究成果也符合现实逻辑。

## 争议和分析

员工持股计划在中国之所以推行缓慢，除了中国证券市场发展较晚、相应制度不够成熟的因素之外，最大的问题，或者说争议，

一位女士，10 多年前加入一家互联网初创公司，公司老板分配股权，给了她 0.2% 的股份。其间，她的岗位从前台到行政、客服、人力资源等部门的管理工作，最终升为资深副总裁。10 多年过去了，当这家公司最终在纽约证券交易所成功上市的时候，她瞬间成为了亿万富豪。这家公司叫阿里巴巴，公司的老板叫马云，而这位女士就是有着“最牛前台”之称的董文红。



还在对员工持股理论的认识层面。

员工持股理论的支持者认为，应当加快相应制度的建设和完善，将西方先进市场的经验与中国的国情相结合，广泛在上市公司和非上市公司、民企和国企中推广员工持股制度。员工持股制度作为现今世界公司治理的一种重要发展趋势，应该将员工持股制度作为国企改革的重要配套战略措施来激励国企员工的积极性，激发国企活力，提高企业效率，促进国企改革转型，为促改革、稳增长的发展目标服务。

反对者认为，中国历史上员工持股出现过许多不公平不平等的现象，还涉及不少腐败、违法行为，在以公有制为主体的中国基本经济制度中，企业、特别是国企实行员工持股制度很可能会在员工中产生新的不公平现象，拉大贫富差距，从而反过来影响企业发展。而最主要地担忧是，员工持股制度可很大能被企业作为一种对员工利益输送的手段。

从宏观上看，这是效率与公平之争；从微观上看，这是收入分配之争。宏观上，这与世界企业发展的趋势相关，与中央政府的发展

战略和改革策略相关，本文不作过多讨论。以下将着重讨论微观层面的争议。

在中国证券市场制度不断完善的当下，认为员工持股计划很大可能会发展成为利益输送，明显是忽略了三个属性。

首先是员工持股的定价方式。上市公司员工持股计划的实施主要是通过二级市场购买和非公开发行两种，两者占比超过 90%。二级市场购买的价格就是员工持股的成本价格。而非公开发行（定向募集）的方式同时适用于上市和非上市公司，对上市公司来说，“发行价不低于“定价基准日”前二十个交易日公司股票均价的百分之九十”，对于非上市公司来说，认购价格通常要与净资产相当。

其次是员工持股计划因为具有长期激励的属性，所以是具有锁定期的。二级市场购买的方式锁定期为 12 个月，非公开发行方式的锁定期为 36 个月。对持份额较多的高管和<sup>2</sup>个人，通常还有额外的二级市场流通管理制度，比如对非上市金融企业来说，在锁定期满后，5 年内不得售出超过 50% 的股份。

最后也是最重要的，是股票的市场属性，即股票是有涨有跌的。结合认购成本价和锁定期（流通管理）这两大属性，稍有证券常识的人都会意识到其中蕴含的市场价格和期限风险，更别说还有从员工持股计划建立到真正流通之间长达数年的资金成本。只有通过持股激励，不断完善企业内部治理，提升企业经营能力，保持企业的长期竞争力，才能保证在股票流动时获得超额的资本利得收益。

从上市公司员工持股重启后，在中国的发展状况来看，“利益输送”的担忧似乎有些多余，据媒体报道，2015 年实施员工持股计划并完成涉及员工人数共 5.15 万人左右，其中有 3.5 万员工被套，占比高达 68%。而根据《上市公司员工持股计划的效果和问题研究》一文的研究表明，在通过二级市场购买进行的员工持股计划中，过半数计划的当日收盘价低于收购成本价，而股票市价低于收购成本价 20% 的股票占比高达 32.6%。

即便是对于非上市公司而言，在一个日渐成熟的股票市场，股票价值跌破净资产的概率也是越来越大。以银行业为例，在香港联交所上市的 19 家国内银行当中，有 14 家市净率（股票价格/每股净资产）小于 1，少数银行甚至近乎腰斩，而市净率高于 1 的几家银行多为上市不久。而在国内 A 股市场，16 家上市银行也仅有 5 家行市净率高于 1。这意味着如果现在以净资产价格实施员工持股计划，在锁定期结束后，银行业员工面临的也必然是“被套”局面。

鉴于以上分析，在现实中，员工持股计划并非很多人眼中的“香饽饽”。笔者从北京安理律师事务所高级合伙人、企业股权设计专家王新锐律师方面了解到，企业的员工持股计划，关键是要看市场价值和净资产之间的价格有多大差距，或者员工对企业成长的预期有多强，在员工自愿的情况下，肯定不是所有员工都愿意参加这样的计划。这与上述《上市公司员工持股计划的效果和问题研究》一文的研究观点相符，也与笔者了解到的情况

相同。事实上，在很多实施员工持股计划的企业中，员工认购比例都远远达不到上限，甚至时常有企业强迫员工认购股票的事情发生。

只有在员工认为企业具有非常高的成长价值（如本文开头所举的“最牛前台”的例子），或是对企业的盈利能力有信心、认为净资产价格会持续上升的情况下，才会心甘情愿地参与到员工持股计划中来，更努力的与到未来企业的发展中去。从另一个方面来说，在基于员工自愿的前提下，能够推出员工持股计划的企业，至少说明其多数员工都对持股计划的设计达成了共识，也认可了企业未来发展，或是成长性高，或是盈利能力强，或是兼而有之。

然而，这只是比较理想的状态。对大多数成熟企业，尤其是国企而言，要想激发员工的活力和潜力，必须要特别注重员工认股成本的设计，认股成本若是低于市场价格（或者净资产价值）的幅度过多，则对员工的激励程度有限，也会有利益输送和国有资产流失的嫌疑；而若是认股成本过高，则员工承受的风险较大，很难产生足够吸引力。这不仅是一个度的把握，还可能涉及相关制度的改革和完善。

将劳动者和资本所有者缔结成利益共同体是员工持股制度产生的起因也是最终目标，是为“道”，对员工持股的细节设计是为了达成最终目标的手段，是为“术”。只有道术相互结合，相互促进，才可能最大限度的发挥员工持股制度的效用，就这点而言，中国的大部分企业都可以向中国最大的未上市公司——华为——学习。英国《金融时报》两年前刊发的一篇文章曾经详细披露过华为的员工持股情况，自 1997 年华为建立《员工持股计划》（ESOP）管理办法以来，有超过半数的员工都成为了华为的股东，大多数员工持股量为数万股，少数员工则能达到数百万股。员工持有公司总股本的 98.82%，剩下的由创始人任正非持有，此外，任正非对公司的重大决策具有一票否决权（类似于金股）。2013 年时，华为员工持股定价为 5.42 元/股，而前一年的分红为 1.41 元人民币，收益占比达 26%。华为的秘书、前台、司机等基层员工也能参与该项计划，据悉这是华为拥有最敬业和素质最高的前台、司机等员工的原因。《华为研发》一书的作者张利华认为，华为推行的“全员持股”采用利益捆绑的方式将人才紧紧栓在了公司的大船上，是华为能快速聚集人才、实现高速增长的最重要原因。这与国内许多公司“老板发财，基层员工清贫，人才不断流失”形成了鲜明对照，是道术结合的典范，值得大部分公司的借鉴。

随着中国各项改革的深入推进，员工持股计划作为改革的配套措施，作为现代企业治理的发展趋势，试点范围将会不断扩大，覆盖面也会越来越广。正所谓“不忘初心，方得始终”，员工持股计划最终的目标是要形成资本所有者和劳动者利益共同体，激发员工创新活力，完善公司治理，提高企业市场竞争力，最终更好的促进国民经济的快速发展。要达成这一目标，“道”与“术”的结合，相关制度的设计、完善和突破是关键。

# 女性企业高管如何为股东创造价值

■ 夏春 诺亚香港首席研究官

英语里面有一个专用名词（Alpha Female, Google DeepMind）将研发的智能围棋系统命名为 AlphaGO 也许和这有些关联。3 月 9 日，AlphaGO 开始了连胜李世石的传奇。把时间拉回到前一天，在今年的 3 月 8 日，全球第二大投资管理公司富达环球投资管理（State Street Global Advisors）推出了一个代码为 SHE 的交易所买卖基金，专门投资于那些拥有较多女性企业领导层的公司股票，更中性的表述称这些公司高管具有性别多样性。

## 女性领导力基金

SHE 的推出是基于 MSCI 在 2015 年 11 月发布的一项研究：MSCI 全球指数里拥有“女性领导力”的公司 在 2009 年 12 月–2015 年 8 月的每年平均资本回报率为 10.1%。这样公司满足下列三个条件之一：（1）公司首席执行官为女性，另外董事会至少有一名女性董事；（2）董事会至少有二名女性董事；（3）董事会女性比例高于所在国的平均水平。研究发现不具备这些特征的公司的每年平均资本回报率为 7.4%。

MSCI 的发现并非独家，实际上类似发现很多，仅举数例：早在 2007 年麦肯锡就发布报告指拥有显著性别多样性的欧洲公司的资本回报率<sup>3</sup>为 11.4%，高出平均水平 10%，息税前利润高出平均水平 48%，股价增长率高出泛欧 600 指数 1.7 倍。2012 年瑞士信贷的研究报告发现董事会拥有至少一名女性董事的公司股价表现好过全部由男性组成董事会的公司股价，在市值低于 100 亿美元的公司表现更加明显。不仅如此，前者更具有更高的平均资本回报率，更低的负债率，更高的市净率和更快的收入增速。这些

公司在后续更新的报告里再次确认了这些发现，其他就单个发达国家进行的案例研究也基本给出支持性结论，倒是本文接下来会给出一个有趣的反例。

实际上，第一个推出以女性领导力为主题的 ETF 并非富达，而是巴克莱在 2014 年 7 月 10 日推出的 WIL (Women In Leadership) 交易所买卖基金。WIL 在多数时间表现略好于标普 500 指数，不过其更小的波动性是以较低的流动性和交易量换取的，而 SHE 在推出后两个月的表现和标普 500 指数基本持平。

不光咨询公司和金融界，学术圈对这个问题也产生了浓厚的兴趣，而且他们采取了控制企业特征、行业特征、高管个人特征等方法争取做到更合理对比。应该说，在更高标准和鼓励发表反对意见的氛围下，学者对于女性高管是否更擅长创造价值没有统一的结论。另外，学者特别在乎“先有鸡还是先有蛋”这个问题，有可能并非女性高管让公司股价更高，而是更好的公司聘请了更多的女性高管。之前的研究都很难解决这个问题，但最新的一项研究由香港大学完成，研究者采取了逆向思维的方法较好地处理了这一难题。他们发现，即使在高标准<sup>4</sup>的控制下，那些因为疾病和意外事件导致女性董事突然去世的公司股价在短期和长期的下跌相对于男性董事的突然去世更加明显。而且，当去世的女性董事的职位由男性董事替代时，股价的下跌会更加突出。研究结论是市场认为女性董事能为公司创造出更高的价值（前面提到的女性董事少或者没有的公司股价表现不好，一种可能是知道公司表现不佳的女性董事选择提前离职，而“突然”事件可以排除这种可能）。研究还发现那些具有更严格的人才选拔机制的公司更能让女性高管发挥才智。

另外，学者们还发现拥有至少一位女性董事的未上市公司相比没有的破产概率要低 20%，而且公司破产概率随着女性董事的增加而变得更小。

## 女性高管创造股东价值的原因

综合来看，相对男性，女性不仅仅自己是优秀的投资者（参见《女性投资理财更有优势？》<sup>5</sup>做出的解释），还可能为其他投资者创造出更多的价值（Women are not only good investors, but also could be good for investors）。原因有以下几点。

（1）多元化的领导风格。诸多研究证明女性在包括辅导和训练等领域内有特别的领导力特征。更重要的是，由于大多数女性表现出的共享与合作特质，由女性掌权的公司会降低首席执行官的单人绝对统领，而由大家共同商议达成决定。

（2）高级管理层更好的沟通。研究表明有女性存在的团队沟通程度会显著提升。

（3）良好的公司治理。研究表明有女性董事的公司有更好的企业与社会治理方法。这类公司对投资者更加透明，造假和其他财务诈骗的可能性也较低。

（4）更加审慎的财务政策。有女性董事的上市企业比没有女性董事的上市企业使用更低的财务杠杆。例如瑞士信贷的研究显示，较低杠杆的欧洲上市公司在过去 20 年中平均每年跑赢大盘 2.5%，在过去 4 年中平均每年跑赢大盘 6.5%。

## 提高企业女性高管的比例

目前，企业女性高管的比例远低于女性就业比重，图 1 显示在美国标普 500 的公司女性董事只有 19.2%，新兴市场这个比例只有 8.4%，推出 WIL 基金的巴克莱也没能做到

自己定义的“女性领导力”标准（首席执行官为女性或者董事会女性董事达到 25%）。前面提到的这些发现很自然地引向了另外一个问题：企业能否通过提高女性高管的比例来提升企业业绩和股票价格。MSCI、麦肯锡和许多关注女性权利的<sup>6</sup>组织在一起积极推动企业女性高管比例的提升，例如达到 30% 的目标（在 MSCI 数据里，只有三个国家这一比重超过了 30%，包括挪威 40.1%，瑞典 33.7% 和法国 33.5%）。

无独有偶，今年 3 月 8 日香港的非盈利机构社商汇发表了最新的《香港企业女性董事概况报告》。指出构成恒生指数的 50 家上市公司的 638 名董事中只有 71 人为女性（11.1%），与上年持平，落后英国的 26.1% 及美国的 20%，甚至低于其他亚洲国家如马来西亚（13.4%）及印度（12.3%）。此外，所有董事均为男性的企业数目由 14 家上升至 16 家，而且有 7 家恒指企业自 2009 年来一直没有女董事。香港大企业<sup>7</sup>在实现领导层性别多样性上进展缓慢。该报告的主旨是呼吁香港企业订立任命女性的自愿性目标，最少一年增加任命多一名女性董事，以增加董事会中的多元性，帮助企业发展。

眼尖的读者应该注意到《香港企业女性董事概况报告》并没有展示香港公司股价表现和董事会成员性别组成的关系。我的两位硕士课程学生倒是做了一个非常简单（也就不太严格）的分析，发现恒生指数这 50 家上市公司里在 2014 年拥有女性管理层和女性独立董事的公司在过去十年的股票价格表现显著落后于大盘，反而是那些全部为男性组成管理层和董事会的公司股价表现显著领先于大盘。这样的结果让人意外，可能和香港的企业文化有深层次的联系。如果不寻根究底的话，这个发现倒称得上是一个“战胜恒指”

的简单策略。

## 强制性还是自愿性提高？

提高女性高管在董事会的比例有强制性和自愿性两种方法。作为反对“性别歧视”的先驱，挪威在 2003 年规定上市公司到 2005 年 7 月 40% 的董事会成员必须是女性（当时这一比例只有 9%），目的是打破天花板，推动性别平等。2005 年没有达标后，这一法律变成强制执行，2008 年开始仍然不能达标的公司必须解散。研究发现市场在法律公开的时候就反应负面，那些没有女性董事的公司股价下跌幅度更大，因为市场担心新增加的女董事过于年轻而且缺乏经验（董事会规模没有增大，男性董事减少）。事实上，市场的判断也是对的，在接下来几年里，受到影响的公司利润下滑，负债增加，运营成本上升，经营业绩表现明显下降（支持的观点则认为裁员减少和符合条件的女性董事会逐年增加）。大约 20% 的上市公司不得不选择改变公司法人结构或者退市成为私人公司来应对法律。我想这也是为什么香港的社商汇呼吁企业订立任命女性的自愿性而非强制性目标。不过，这些在学术圈形成巨大影响的研究并没有对欧洲国家的政策执行产生效果，芬兰、冰岛、西班牙、荷兰已经相继从 2010 年开始采取了类似强制规定（但从 MSCI 的研究看到 2015 年底都还没有达到法律规定的比例），法国、德国也即将实施，据说亚洲的印度和马来西亚也有意效仿。

反而是前面提到的香港大学的研究特别强调了公司自愿性提高女性高管比例的重要性：如果“天花板效应”是因为更严格的人才选拔机制造成，那么就有它存在的价值。在这样的制度下，被选拔出来的具备高能力高才智的女性高管更能够为公司和股东创造价值。