DOI:10.19374/j.cnki.14-1145/f.2016.03.034

人力资本财务激励的市场效应

——基于上港集团员工持股计划的案例研究

张　华，刘宏扬

（兰州理工大学 经济管理学院，甘肃 兰州 730050）

【摘　要】 员工持股计划作为企业实施大范围人力资本财务激励的有效措施，需要合理的制度构架作为保障。文章以上港集团为案例研究对象，分析了该公司2014年度将广大员工作为激励主体的员工持股计划有关方案的设计要点，并通过事件研究法，考查了员工持股计划公告的短期财富效应。结果表明，虽然采用非公开发行方式作为股票来源会对现有股东权益形成潜在稀释，但并未影响员工持股计划公告扭转公司股价走势的局面。因此，上港集团的员工持股计划以其受益面广、成本低、管理机制公开透明等特点获得了市场的普遍认可，为劳动密集型企业实施员工激励以及国企混合所有者改革提供了先试先行的有益借鉴。

【关 键 词】 人力资本；财务激励；员工持股计划；市场效应

【中图分类号】F275.4　　【文献标识码】A　　【文章编号】1004-2768（2016）03-0144-04

一、问题的提出

基于公司财务管理“组织财务活动和处理财务关系”的基本逻辑，财务资本和人力资本共同构成了价值创造的驱动要素。同时，随着知识经济的迅速发展，人力资本正逐步取代财务资本成为企业最重要、最具有战略性质的资本来源（朱焱，2010）[1]。这一趋势在传统劳动密集型产业的转型升级过程中尤为显现。但与财务资本相比，人力资本价值难以量化的特点始终是人力资本效用最大化的根本障碍，因而也成为实现人力资本产权价值相关制度安排的切入点。

现实中，如何通过制度设计解决所有权和经营权分离下的人力资本所有者和企业权益的双赢，是公司制企业尤其国企亟待破解的难题。为降低人力资本的非稳定性、代理成本和监督成本等外部性问题，人力资本入股作为一项制度创新（肖曙光，2006）[2]，成为量化人力资本价值的重要手段。同时，这一举措作为一项促进人力资本所有者和企业权益双赢的财务激励措施，目前正在众多的企业进行有益的尝试。由此，包括限制性股票、管理层收购和员工持股计划等在内的一系列财务激励措施应运而生。

按照舒尔茨（1990）[3]的观点，人力资本由通过一定方式的投资并掌握了专门知识和技能的人力资源构成。因此从理论上讲，员工持股计划是企业最大范围内实施人力资本财务激励的有效措施。相比其他股权激励方式，员工持股计划具有覆盖面广、实施难度低及成本低等特点。因此，2014年6月，我国《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）一经发布，即引发各界的积极反响。时隔一年已有近300家上市公司推出员工持股计划，但其中国投资背景的公

【收稿日期】2015-11-15

【基金项目】兰州理工大学科研发展基金（13-0475）

【作者简介】张华（1980-），女，内蒙古呼和浩特人，兰州理工大学经济管理学院讲师，研究方向：公司理财与会计控制；刘宏扬（1992-），女，河南平顶山人，兰州理工大学经济管理学院会计硕士研究生，研究方向：会计理论与财务会计。

(C)1994-2020 China Academic Journal Electronic Publishing House. All rights reserved.　http://www.cnki.net

司占比较低。

面对国有企业改革的难题，发现适合于采用员工持股计划的行业、企业，并通过制定有效的员工持股计划实施方案以充分调动人力资本所有者的积极性，使员工持股计划成为参与国有企业混合所有制改革的主要手段，具有重要的理论和现实意义[4]。因此，本文以《指导意见》发布以来首个探索员工持股混合所有制改革并且员工持股参与人数最多的国有企业——上港集团作为案例研究对象，探讨该公司员工持股计划的适用性、方案设计要点及其引发的市场反应，为我国国有上市公司尤其是劳动密集型企业实施员工激励提供借鉴。

二、上港集团的员工持股计划

（一）上港集团简介

上海国际港务（集团）股份有限公司（简称上港集团，股票代码 600018）目前是我国最大的港口股份制企业，是目前货物吞吐量、集装箱吞吐量均居世界首位的综合性港口。主营业务包括集装箱码头、散杂货码头、港口物流和港口服务四个板块。公司于 2006 年在上海证券交易所挂牌整体上市。据 2014 年年报显示，上海市国资委直接及间接持有上港集团 65.32%的股份。作为一家经营性国有控股公司，截至 2014 年 12 月 31 日，在职员工共有 19 000 余人，其中操作人员 11 000 余人，约占员工总数的 59%。因此，该公司属于典型的劳动密集型企业，如何有效地实施员工激励关系到公司的经营前景与竞争优势。

（二）上港集团员工持股计划的实施过程

上港集团 2014 年度员工持股计划从草案审议到认购股票资金到账，历时半年多的时间，主要事件如表 1 所示。

（三）上港集团的员工持股计划方案分析

我们针对上港集团 2014 年度员工持股计划草案，从参与对象、授予数量、资金来源、股票来源等八个方面剖析了上港集团员工持股计划的主要内容，如表 2 所示。

总体来看，上港集团的 2014 年度员工持股计划具有以下几方面的特点：

1.此次员工持股计划吸收了众多员工的自愿参股。上港集团此次员工持股计划的参与对象约为公司员工总数的 72%，这一数据刷新了同类改革个案的记录。另外高管认购的份额仅为员工持股计划总份额的 1%，其他员工合计认购份额占总份额的 99%，有效避免了管理层“一股独大”引发的自利行为[5]，实现了众多一线员工从人力资源到人力资本的识别与激励过程。这样的制度设计完全符合该公司劳动密集型的行业特点。

表 1　上港集团员工持股计划实施时间表

时　间	主　要　事　件
2014.11.15	董事会审议通过《上港集团 2014 年度员工持股计划（草案）（认购非公开发行股票方式）》等议案
2014.12.6	股东大会投票通过 2014 年度员工持股计划（草案）
2014.12.23	中国证监会受理了公司非公开发行股票的申请
2015.3.6	公布非公开发行股票相关事项进展：公司董事、监事和高级管理人员参加员工持股计划认购价为 4.33 元 / 股，共认购 420 万股，其资金来源为员工持股计划持有人的自筹资金
2015.4.3	非公开发行 A 股股票的申请获得中国证监会发行审核委员会审核通过
2015.5.5	收到中国证监会关于非公开发行股票申请的核准批文
2015.5.16	公告由于 2014 年度利润分配方案的实施，本次非公开发行股票发行价格由 4.33 元 / 股调整为 4.18 元 / 股
2015.5.26	完成非公开发行 A 股股票目标，共发行 41849.5 万股，募集资金 1,749,309,100 元，由受托管理该员工持股计划的资管机构长江养老设立专项产品予以管理
2015.6.5	发布非公开发行股票发行结果暨股份变动公告

资料来源：根据上港集团公告整理

表 2　上港集团员工持股计划主要内容

项　目	主　要　内　容
参与对象	上港集团总部及下属相关单位共 16053 人参与该持股计划，其中高管 12 人
授予数量	参加对象认购员工持股计划的认购股份累计不超过 42000 万份，总金额不超过 181860 万元
资金来源	员工的合法薪酬及法律法规允许的其他方式
股票来源	公司非公开发行的股票
标的股票的价格	本次员工持股计划所认购的非公开发行股票的价格为 4.18 元 / 股
持股期限	本次员工持股计划的存续期为 48 个月，其中前 36 个月为锁定期，后 12 个月为解锁期
持股规模	本次全部有效的员工持股计划所持有的股票总数累计不得超过公司总股本的 10%，单个员工的股票总数累计不得超过公司总股本的 1%
资产管理机构	委托长江养老保险股份有限公司设立上港集团员工持股计划专门管理产品进行管理

资料来源：上港集团 2014 年度员工持股计划（草案）

2.此次员工持股计划的股票来源为非公开发行方式。将员工持股计划与非公开发行股票结合，不仅有利于员工持股成本的降低，避免了二级市场股价的过度波动，而且补充了公司的权益资本，有助于改善其资本结构。

3.此次员工持股计划设置了较长的激励期限。上港集团此次员工持股计划的存续期为 48 个月，自员工所认购的股票登记到其名下时开始计算，其中前 36 个月为锁定期，后 12 个月为解锁期。该持

(C)1994-2020 China Academic Journal Electronic Publishing House. All rights reserved.　http://www.cnki.net

股期限较一般的股权激励期限长，有助于平衡企业的短期业绩和长期发展之间的关系，从而建立起公司与员工“风险共担、利益共享”的机制。

4.此次员工持股计划没有对解锁设置相应的考核标准。结合覆盖面广泛的参与对象，有利于避免由普通员工承担公司决策失误的不利后果，从而在实质上起到长期激励员工的效果。这对于劳动密集型企业形成长期竞争优势也具有重要的推动作用。

5.此次员工持股计划在管理模式上也有新的探索。首先，上港集团此次员工持股计划全体持有人组成持有人大会，制定《持有人大会章程》；其次，依据《章程》民主选举产生持有人大会的常设机构员工持股计划管理委员会，代表员工行使合法的股东权利；为增加管理的透明度，本次员工持股计划委托长江养老管理和进行市场运营，有助于降低风险，保障员工利益的实现。

三、上港集团员工持股计划的财富效应

（一）上港集团员工持股计划的短期财富效应

通过上述对上港集团 2014 年员工持股计划方案的简单评述，我们可以发现该方案的推出具有一定的成熟性和创新性，为劳动密集型企业实施员工激励提供了有益的借鉴。以下我们通过股价表现和累计超额收益率两个角度，考查此次员工持股计划的短期财富效应。

1.员工持股计划草案公告日前后的股价表现。首先，我们通过该公司员工持股计划草案公告日（2014 年 11 月 18 日）前后的股价走势考查投资者对该方案推出的满意程度。

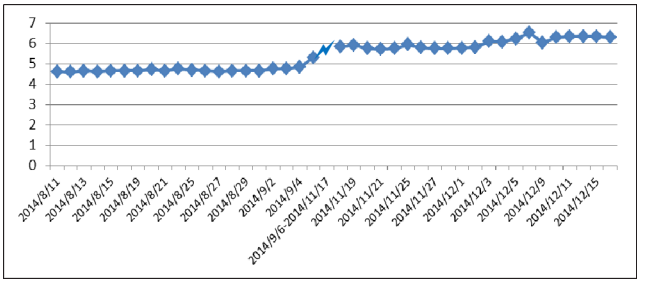

图 1　上港集团员工持股计划草案公告日前后 20 个交易日的收盘价情况

从图 1 可以直观的看出，以 2014 年 9 月 6 日至 11 月 17 日的停牌期为界，上港集团员工持股计划草案公告日后 20 个交易日的股价较之前有明显上涨，并且 2014 年 9 月 5 日停牌当天的收盘价就已呈现上涨趋势。可见，员工持股计划的推出明显改善了股价一度低迷的走势。虽然这次员工持股计划的股票来源于非公开发行方式，并且股票定价较低，现有股东面临一定的权益稀释问题，但这并未影响股价的上行走势，其中表现出市场对公司未来盈利持续性的信心更助推了股价的上涨。

2.员工持股计划草案公告日前后的累计超额收益。参考胡挺（2014）[6]的做法，通过测算“平均超额收益（AAR）”和“累计超额收益”（CAR）考查上港集团员工持股计划所带来的短期财富效应。具体步骤如下：

第一，定义事件窗口。本文将员工持股计划草案公告日（2014 年 11 月 18 日）定为事件发生日（t=0），事件窗口确定为 41 天，即[-20，20]。以事件窗口前 120 个交易日作为样本期。

第二，计算上港集团股票每日的实际收益率 R_{it} 和上证 A 股指数的实际收益率 R_{mt}。

$$R_{it}=\frac{R_{i,t}-R_{i,t-1}}{R_{i,t-1}} \tag{1}$$

$$R_{mt}=\frac{R_{m,t}-R_{m,t-1}}{R_{m,t-1}} \tag{2}$$

其中，个股实际收益率 R_{it} 和上证 A 股指数收益率 R_{mt} 的计算均以当日收盘价为基准；t 从员工持股计划草案公告日前 140 天到公告日后的 20 天，即 t=-140，-139，…，21，20。

第三，利用样本期的数据计算 μ_i。

$$\mu_i=\frac{1}{120}\sum_{n=-140}^{n=-21}(R_{it}-R_{mt}) \tag{3}$$

第四，计算股票超额收益率 AR_{it}，假设 μ_i 在事件窗口保持不变。

$$AR_{it}=R_{it}-R_{mt}-\mu_i,\ t=-20,-19,\cdots,19,20 \tag{4}$$

第五，计算平均超额收益率（AAR）和累计超额收益率（CAR）。

$$AAR_t=\frac{\sum_{t=1}^{n}AR_{it}}{n} \tag{5}$$

$$CAR_t=\sum_{t=T_1}^{T_2}AR_{it} \tag{6}$$

t=-20，-19，…，19，20

(C)1994-2020 China Academic Journal Electronic Publishing House. All rights reserved.　http://www.cnki.net

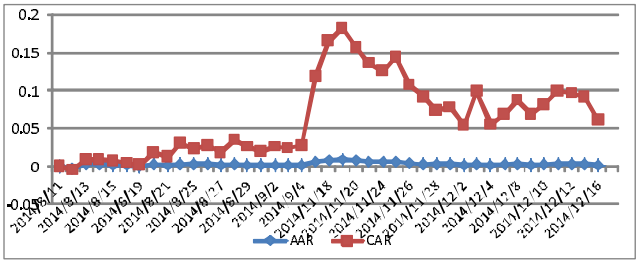

图 2　上港集团员工持股计划的市场反应趋势

由图 2 可知，上港集团在 2014 年 8 月 11 日至 12 月 16 日的事件期内，股票的平均超额收益率为 0.147 3%，累计超额收益率为 6.038 1%，尤其是 2014 年 11 月 19 日即员工持股计划公布的第二天，获得了 18.172 2%的累计超额收益率。而通过计算清洁期 2014 年 2 月 18 日至 2014 年 8 月 8 日的情况，上港集团实现的超额收益率均值为 -0.122 2%，累计超额收益率为 -29.3251%，相比事件期，清洁期的累计超额收益显著为负。由此可见，上港集团 2014 年度推出的员工持股计划帮助公司及时修正了股价的走势，获得了累计超额收益的正效应。但是由于公司选择了增发新股作为员工持股计划的股票来源，市场意识到公司在实施人力资本激励的同时还有较强的补充资本动机，因此累计超额收益的正效应比较有限。尽管如此，持续上涨的股价还是为员工持股计划的成功实施奠定了基础。

（二）上港集团员工持股计划的财务效应

1.员工持股计划对上港集团股权结构的影响。上港集团此次员工持股计划作为国企混合所有制改革先试先行的开端，员工持股计划实施前后的股权结构变化较小（见表 3）。在前十大股东中，国家股的持股比例下降了 3.40%，法人股下降了 0.06%，员工持股增加至 1.81%。由于股权结构变动幅度较小，员工持股对原有股东的权益稀释程度比较有限。此外，员工持股计划带来的短期财富效应也弥补了权益的潜在稀释。

2.员工持股计划对上港集团资本结构的影响。据 Wind 资讯统计显示，2014 年末上港集团的资产负债率为 36.12%，流动负债占负债总额的比重为 60.58%。根据 2014 年年报，负债项目中的期末短期借款为 87.4 亿、长期借款为 85.32 亿，加之公司对其 2011 年发行的 5 年期应付债券实施了回售，回售后的应付债券余额仍有 27.98 亿元，因此公司面临较大的偿债压力。上港集团本次员工持股计划以非公开发行 A 股方式募集的资金，扣除发行费用后的净额为 1 719 790 605 元，公司计划将这一款项全部用于偿还银行贷款，以缓解企业短期资金压力，优化负债结构和资本结构。因此本次筹资对资本结构的优化具有一定的贡献，有助于增强公司抵御财务风险和再融资的能力。

表 3　上港集团员工持股计划前后的股权结构比较

股份类型		员工持股计划前（2014.12.31）的持股比例	员工持股计划后（2015.6.3）的持股比例	股权变动 -3.40%
前十大股东	国家股	65.32%	61.92%	-0.06%
	法人股	25.06%	25.00%	1.81%
	员工股	--	1.81%	1.65%
其他流通股		9.62%	11.27%	--
合计		100%	100%	

资料来源：根据上港集团年报及相关公告整理

通过以上分析可见，上港集团 2014 年员工持股计划的财务效应主要是由于其股票来源采用了非公开增发 A 股方式，对公司的资本结构优化产生了一定的积极影响。

四、结语

员工持股计划的本质是企业财务资本所有者与人力资本所有者分享未来收益和风险的一种机制，它的特点在于实现了对人力资本的广泛激励。事实上，员工持股计划在劳动密集型企业中更具有现实适应性和广泛的应用前景。通过考查上港集团 2014 年度员工持股计划的实施方案及其财富效应，我们发现：上港集团此次员工持股计划以其覆盖面广、实施成本低、管理机制公开透明等特点赢得了市场的认可。这一过程体现出员工持股计划是企业实施大范围人力资本财务激励措施的本质属性。并且在对员工实施人力资本激励的同时补充了资金，改善了公司的资本结构，起到“一箭双雕”的作用。由此可见，制度的合理架构是确保员工持股计划有效实施的重要前提，也是其获得市场认可的重要基础。总之，上港集团的员工持股计划开启了国企混合所有制改革的帷幕，同时也为推进劳动密集型产业的转型升级奠定了基础。

（下转第 160 页）

(C)1994-2020 China Academic Journal Electronic Publishing House. All rights reserved.　http://www.cnki.net

[2] Teoh,Welch,and Wong. Earnings management and the long-term market performance of initial public offerings[J].Journal of Finance,1998(12):1935-1974.
[3] 陆正飞,魏涛.配股后业绩下降:盈余管理后果与真实业绩滑坡[J].会计研究,2006(8):52-59.
[4] 薄澜,王轶英,王书林.银行贷款、公司债与盈余管理[J].当代财经,2014(4):119-129.
[5] 陈祥有,万寿义.A股发行公司IPO前盈余管理与IPO后市场表现的实证研究[J].现代管理科学,2009(10):107-109.
[6] 魏涛,陆正飞,单宏伟.非经常性损益盈余管理的动机、手段和作用研究——来自中国上市公司的经验证据[J].管理世界,2007(1):113-121.
[7] 李延喜,包世泽,高锐和孔宪京.薪酬激励、董事会监管与上市公司盈余管理[J].南开管理评论,2007(10):55-61.
[8] Healy P M.The effect of bonus schemes on accounting decisions[J].Journal of Accounting and Economics,1985(7):89-92.
[9] 李增福,曾庆意,魏下海.债务契约控制人性质与盈余管理[J].经济评论,2011(6):88-96.
[10] Sweeney,A.P.Debt-covenant violations and manager's accounting responses[J].Journal of Accounting and Economics,1994(5):281-308.
[11] 杨洁.我国创业板上市公司IPO盈余管理实证研究[J].金融与经济,2013(7):72-75.
[12] 潘端莲,杨有红.盈余管理与创业板公司IPO前后的业绩变化[J].北京工商大学学报(社会科学版),2013(5):65-72.
[13] 王棣华,徐丽娜.创业板上市公司IPO过程中的业绩变化与盈余管理——来自中国创业板上市公司的经验数据[J].中国注册会计师,2014(10):42-48.
[14] 谢柳芳,朱荣,何苦.退市制度对创业板上市公司盈余管理行为的影响——基于应计与真实盈余管理的分析[J].审计研究,2013(1):95-102.
[15] 刘新民,张莹,王垒.创始高管团队薪酬激励对真实盈余管理的影响研究[J].审计与经济研究,2014(4):61-70.
[16] Dechow P.M.,Sloan R.G.,Sweeney A.P.Detecting Earnings Management[J].The Accounting Review,1995,70(2):193-225.
[17] Roychowdhury S.Earnings Management through Real Activities Manipulation[J].Journal of Accounting and Economics,2006,42(3):335-370.
[18] Cohen Daniel A.,A.Dey.,Thomas Z.Lys.Real and accrual-based earnings management in the pre- and post- Sarbanes-Oxley periods[J].The Accounting Review,2008,83(3):757-787.

(责任编辑:C　校对:T)

(上接第147页)

【参考文献】

[1] 朱焱.人力资本财务控制:理论逻辑与分析框架[J].会计研究,2010(1).
[2] 肖曙光.企业人力资本入股实施:一个整体框架研究[J].中国工业经济,2006(8).
[3] 舒尔茨.论人力资本投资[M].北京:北京经济学院出版社,1990.
[4] 剧锦文.员工持股计划与国有企业的产权改革[J].管理世界,2000(6).
[5] 邵帅,周涛,吕长江.产权性质与股权激励设计动机——上海家化案例分析[J].会计研究,2014(10).
[6] 胡挺,王继康.我国企业海外并购提升了公司价值吗——以吉利并购沃尔沃为例[J].华东经济管理,2014(2).

(责任编辑:D　校对:R)

(上接第155页)

【参考文献】

[1] Morris J R.On Corporate Debt Maturity Strategies [J].Journal of Finance,1976,31(1):29-37.
[2] Myers S.C.Determinants of Corporate Borrowing[J].Journal of Financial onomics,1977(5):147-175.
[3] Jensen M.C.,Meckling W.H.Theory of the Firm:Managerial Behavior,Agency Costs,and Capital Structure[J].Journal of Financial Economics,1976(3):305-360.
[4] Diamond DW.Debt Maturity and Liquidity Risk[J].Quarterly Journal of Economics,1991,106(3):709-737.
[5] 肖作平,廖理.公司治理影响债务期限水平吗?——来自中国上市公司的经验证据[J].管理世界,2008(11):143-156.
[6] 孙弘博,李泽广,Man-Wah Luke Chan.债务期限与投资决策互动关系中的非线性机制[J].当代经济研究,2014(7):70-75.
[7] 杨胜刚,何靖.上市公司债务融资结构特征的实证检验[J].证券市场导报,2007(4):43-50.
[8] 燕玲.新会计准则对企业债务期限结构的影响——基于R&D投入会计处理变化的研究[J].中央财经大学学报,2013(1):86-89.
[9] 袁卫秋.我国上市公司的债务期限结构[J].会计研究,2005(12):53-58.
[10] 黄乾富,沈红波.债务来源、债务期限结构与现金流的过度投资——基于中国制造业上市公司的实证证据[J].金融研究,2009(9):143-155.
[11] 胡援成,刘明艳.中国上市公司债务期限结构影响因素:面板数据分析[J].管理世界,2011(2):175-177.
[12] 李世辉,雷新途.两类代理成本、债务治理及其可观测绩效的研究——来自我国中小上市公司的经验证据[J].会计研究,2008(5):30-37.
[13] 张琛,刘银国.会计稳健性与自由现金流的代理成本:基于公司投资行为的考察[J].管理工程学报,2015(1):98-105.
[14] 王志芳,油晓峰.我国上市公司债务代理成本的实证分析[J].财政研究,2009(7):74-77.

(责任编辑:C　校对:L)

(C)1994-2020 China Academic Journal Electronic Publishing House. All rights reserved.　http://www.cnki.net