

# 员工持股计划、员工吸引与企业劳动就业

钱雪松 黄瑞蔚\*

**摘要:** 就业是最基本的民生,健全高质量充分就业促进机制具有重要意义。本文以2011—2021年中国上市公司为样本,考察员工持股计划如何影响企业劳动就业。研究表明,实施员工持股计划显著增加了企业劳动就业数量。机制分析表明,实施员工持股计划通过提高生产效率、缓解融资约束,增强企业的员工吸引力,从而扩大了劳动就业规模。异质性检验表明,对于非国有企业以及盈利性较高、行业垄断力较强的企业而言,实施员工持股计划对劳动就业的促进效应更为显著。此外,实施员工持股计划主要增加了企业高学历、高技能员工的劳动就业,从而改变了劳动就业结构。本文识别出员工持股计划对企业劳动就业的影响,并厘清了其作用机制,这对于理解如何实现“稳就业”、促进高质量充分就业等问题具有启示意义。

**关键词:** 员工持股计划;企业劳动就业;生产效率;融资约束;员工吸引

**中图分类号:** F241;F242

## 一、引言

党的二十大报告指出,就业是最基本的民生。强化就业优先政策,健全就业促进机制,促进高质量充分就业。当前,中国就业市场面临一定压力。国家统计局发布的数据显示,2023年全国城镇调查失业率平均值为5.2%,仍处于较高水平,如何稳定就业成为保障民生的重中之重。员工吸引不足是限制企业劳动就业的重要因素。由于生产效率较低、融资约束较强,部分企业的薪资、福利待遇等缺乏吸引力,导致企业难以招聘和保留员工,因而限制企业劳动就业。与此同时,我国上市公司出现了员工持股计划,其发展十分迅速,并受到社会各界的重点关注。此背景下,员工持股计划是否有利于促进企业劳动就业、增加员工数量,以及通过何种途径对劳动就业产生影响等问题亟待解答。

实际上,员工持股计划在许多国家得到普遍推广和不断发展,学术界也一直关注员工持股计划。一方面,大量研究围绕着激励动机和非激励动机两个维度展开,分析员工持股的实

\*钱雪松,华中科技大学经济学院、华中科技大学创新发展研究中心,邮政编码:430074,电子信箱:qianxuesong2008@163.com;黄瑞蔚,华中科技大学经济学院,邮政编码:430074,电子信箱:huangruiwei@hust.edu.cn。

本研究得到湖北省社会科学基金项目“基于全过程创新视角的强化企业科技创新主体地位研究”(HBSKJJ20240226)、国家自然科学基金项目“债务融资对企业劳动就业的影响及经济后果:基于信贷冲击的‘金融与劳动’研究”(72473046)的资助。作者感谢匿名审稿专家的建设性意见,文责自负。

施动因。不少学者发现,企业通过员工持股缓解代理冲突,从而形成生产激励,激发员工积极性,提高企业生产效率(Jones and Kato, 1995; 沈红波等, 2018)。同时,还有部分学者强调员工持股的非激励动机,可归为三类:一是进行市值管理,防止股价崩盘(陈运佳等, 2020; 孙晓燕、刘亦舒, 2021; 邱杨茜、黄娟娟, 2021);二是抵御外部恶意收购、强化大股东的控制权(郑志刚等, 2021; Kim and Ouimet, 2014);三是享受税收优惠、缓解资金压力(Beatty, 1995; Ittner et al., 2003)。

另一方面,也有许多学者关注员工持股的经济后果,考察其对企业生产率、财务业绩、研发创新以及公司治理的影响。从生产率维度来看,员工持股计划有利于缓解代理问题,同时增强员工归属感、提升员工忠诚度,从而形成生产激励,提高企业生产率(Bhagat et al., 1985; Ogbonnaya et al., 2017; Bryson and Freeman, 2019)。从财务业绩维度来看,员工持股计划有利于改善财务业绩,为公司带来超额收益,增加股东财富(Jones and Kato, 1995; 王砾等, 2017)。从研发创新维度来看,实施员工持股计划有利于激发员工创造性,促进人力资本升级,增加企业研发投入,促进企业创新(Chang et al., 2015; 孟庆斌等, 2019; 周冬华等, 2019)。从公司治理维度来看,实施员工持股计划有利于提高员工自我监督意识、促进员工参与公司决策(Bova et al., 2015),强化内部监督,提升企业信息透明度(Adwan et al., 2022),抑制违规行为(张学志等, 2022)。

上述研究识别了员工持股的激励作用和经济效应,增进了我们对员工持股计划的理解。但值得指出的是,受到研究视角的限制,现有文献主要从生产效率、研发创新、财务绩效等视角进行考察,评估员工持股计划的激励效果,而从就业角度切入的研究较为稀缺。

2014年,中国允许企业开展员工持股计划试点,这为从实证上考察员工持股如何影响企业劳动就业提供了丰富的研究场景,有助于提供来自中国员工持股实践的经验证据。员工持股作为吸引员工的有效方式,得到越来越多企业的关注,已经成为中国上市公司的一种重要股权激励手段。员工持股计划在提高员工激励、缓解融资难题等方面发挥着重要作用,与企业的劳动就业密切相关。

基于此,本文以2011—2021年中国上市公司为样本,运用双向固定效应模型来考察员工持股计划对企业劳动就业的影响。具体而言,本文将回答以下问题:第一,企业开展员工持股计划是否导致劳动就业数量增加?第二,如果员工持股计划引起劳动就业数量增加,那么员工持股计划通过何种途径对企业的劳动就业产生影响?第三,企业开展员工持股计划是否对不同技能、不同学历结构的劳动就业产生差异性影响,从而引起劳动就业结构发生变化?第四,员工持股计划对企业劳动就业的影响是否在不同特征维度上表现出差异?

本文的实证结果显示,与未开展员工持股的企业相比,实施员工持股计划企业的劳动就业规模更大,说明员工持股计划显著增加了企业的劳动就业数量,这一结果在考虑一系列稳健性检验后依然成立。机制检验结果显示,实施员工持股计划能够提高员工生产效率、降低融资约束指数。这表明,员工持股计划通过提高生产效率、缓解融资约束,增强企业的员工吸引力,从而增加了企业的劳动就业数量。异质性检验表明,对于非国有企业以及盈利性较高、行业垄断力较强的企业而言,实施员工持股计划对劳动就业的促进效应更为显著。本文还进一步讨论了员工持股计划对不同技能和不同学历结构劳动力的差异性影响,发现实施

员工持股计划引起企业高技能、高学历员工数量显著增加,但对低技能、低学历员工数量不存在显著影响。这表明,实施员工持股计划主要增加了企业高技能、高学历员工数量,从而改变了劳动就业结构。

本文可能的创新点主要体现在两个方面:

第一,本文从企业劳动就业视角评估员工持股计划的经济后果,探讨其激励效应,在理论上丰富了员工持股计划相关研究。现有研究对员工持股的经济后果评估主要集中在企业生产率、研发创新、公司治理以及财务绩效等方面,大多发现员工持股产生积极影响。上述研究识别了员工持股的激励作用,增进了我们对员工持股计划的认识与理解,但这些研究未能识别出员工持股计划对企业劳动就业的影响。因此,本文尝试研究员工持股计划对企业劳动就业的影响,包括考察其对劳动就业数量与劳动就业结构的影响,并从生产效率、融资约束两个视角探讨其作用机制,从劳动就业方面评估员工持股计划的经济效应,在理论上丰富了员工持股计划相关研究,并为企业开展员工持股计划提供了有力支持。此外,本文从融资约束视角来考察员工持股计划对企业劳动就业的影响,这对于理解金融摩擦如何影响劳动力市场具有重要意义。

第二,在我国面临就业市场压力的背景下,本文研究为我国如何实现“稳就业”目标、促进高质量就业等现实问题提供了经验支撑,具有一定的启示意义。当前,我国就业市场面临压力,企业“招工难”和劳动者“就业难”并存,形成结构性就业矛盾。同时,企业对高素质人才长期激励不足、福利保障水平较低,导致高技能人才匮乏。如何扩大就业容量、防范失业风险,同时缓解就业结构性矛盾、提高就业质量是当前经济调控的重要任务之一。本文发现,员工持股计划有利于稳定和增加就业,缓解我国“就业难”和“招工难”并存的结构性就业问题。同时,实施员工持股计划有助于增加企业高技能、高学历员工的劳动就业,缓解企业“技工荒”问题。此外,员工持股计划能够帮助员工获得更好的薪资待遇、福利保障和职业发展机会,从而促进高质量充分就业。

本文余下内容结构如下:第二部分介绍制度背景,并提出研究假说;第三部分介绍本文所使用的数据和计量模型;第四部分是基准回归分析,以及稳健性检验结果;第五部分探讨员工持股计划影响企业劳动就业的作用机制;第六部分是进一步分析,包括异质性检验与劳动就业结构分析;第七部分是结论。

## 二、制度背景与研究假说

### (一) 制度背景

我国的员工持股起始于 20 世纪 80 年代。当时,伴随着我国国有企业改革不断深化,部分企业开始尝试实施员工持股计划,以调动职工积极性、激发企业活力、完善激励机制,这为解决国有资本低效运作问题提供了新思路。但是,由于部分企业利用员工持股进行利益输送,甚至出现了内幕交易、操纵证券市场等证券欺诈行为,从而使得员工持股计划一度被迫暂停。

直至 2014 年,伴随着资本市场建设的发展和完善,我国颁布《关于上市公司实施员工持股计划试点的指导意见》等相关文件,允许上市公司按规定通过多种形式开展员工持股计

划,这才使得员工持股计划重新成为我国上市公司的激励制度。我国员工持股制度的核心要点在于激励员工,形成资本所有者和劳动者利益共同体。员工持股计划通过建立和完善劳动者与企业所有者的利益共享机制,改善公司治理水平,提高员工凝聚力和公司竞争力,促进公司持续健康发展。

员工持股对于企业员工吸引而言极为重要。员工持股通过建立长效激励约束机制,提高生产效率、缓解融资约束,从而改善员工的工作状况,吸引和保留企业员工,保持核心人才队伍稳定。例如,国机集团所属中国电器院长期以来面临着人才流失问题。在 2016 年开展员工持股计划之后,企业的离职率从之前的 10% 下降至 4.3%,骨干人才流失问题基本解决。<sup>①</sup> 可见,开展员工持股计划有利于吸引和保留员工,增加企业的劳动就业,尤其是增加企业高技能员工数量,促进企业的人力资本升级。

(二) 研究假说

本文主要从生产效率、融资约束两个方面切入,分析企业开展员工持股计划如何影响劳动就业。首先,企业开展员工持股有助于缓解代理问题,提高生产效率,从而增强企业的员工吸引力,对企业劳动就业产生重大影响。其次,融资约束是影响企业劳动就业的重要因素,而员工持股作为一种股权激励工具,与公司融资行为密切相关。在中国,上市公司因信用不足、抵押品不足等而难以获得资金,普遍面临融资约束难题。企业开展员工持股计划能够增加企业内部资金和提升外部融资能力,缓解企业融资约束,进而增强企业的员工吸引力,对其劳动就业产生影响。

1. 生产效率

大量研究表明,企业实施员工持股计划有利于协调股东与员工的利益冲突,缓解代理问题,提高生产效率。其一,员工持股使得员工报酬与公司股价密切相关,因而与业绩直接挂钩,从而激励员工关注公司的业绩和整体利益,因此能够调动员工的生产积极性,消除员工的机会主义行为(Bhagat et al., 1985; 沈红波等, 2018)。其二,员工持股计划使员工兼具劳动者与所有者双重身份,从而增强员工归属感和认同感、提升员工忠诚度和工作满意度,增加员工的工作投入(Ogbonnaya et al., 2017; Bryson and Freeman, 2019)。其三,员工持股计划使得员工成为公司股东,拥有一定股权和决策权,从而激励员工参与公司决策,强化内部监督、提高公司治理水平,提升公司运营效率(Bova et al., 2015)。

在许多企业,员工需要通过加班、降薪等弥补生产效率不足,从而导致员工福利缩减、工作负担增加,降低企业的员工吸引力。生产效率提高有利于降低成本、提高公司竞争力:一方面改善经营业绩、创造更多财富,提高员工薪酬待遇,另一方面降低劳动强度、减轻工作负担,改善员工工作状况,从而增强企业的员工吸引力。这一过程有利于保留在职员工,防止内部人员外流,同时还能使企业在劳动力市场上更有竞争优势,得到优秀人才关注,吸引和招聘更多潜在员工。劳动力市场面临着严重的信息不对称问题,开展员工持股意味着企业更加关注员工的福利待遇和长期发展,在生产效率、薪酬激励和企业竞争力等方面更具优势

<sup>①</sup>资料来源:《央企完善机制、激发活力的“实操指南”》,载于国务院国有资产监督管理委员会官网(<http://www.sasac.gov.cn/n2588025/n4423279/n4517386/n11702115/c11809217/content.html>)。



(张会丽等,2021)。这会向劳动力市场传递积极信号,建立起良好的企业声誉和形象,从而吸引更多员工。此外,实施员工持股计划的企业通常具有较好的发展前景和稳定的盈利能力,这为求职者提供了更好的职业发展空间和更强的安全感,增强求职者的信心,从而吸引更多员工,扩大其劳动就业规模。

生产效率提高还能通过增加企业投资引起劳动就业数量增加。生产效率提高有利于降低成本、增加超额利润,从而激励企业追加投资,扩大自身经营规模。此外,企业开展员工持股计划有助于提高公司治理水平,这使得企业在吸引投资、获得信任和长期发展方面具备竞争优势,从而引起企业投资增加、生产规模扩大。由于劳动力与资本要素投入具有一定互补性,企业追加投资的同时也会引起劳动需求增加(Garrett et al., 2020),从而导致劳动就业规模扩张。

基于此,本文认为企业实施员工持股计划有利于提高生产效率,增强企业的员工吸引力,从而增加企业的劳动就业。

## 2. 融资约束

劳动力是一种准固定生产要素,企业需要提前支付劳动报酬,加之工资支付与企业现金流产生之间存在期限错配,而且无法直接以劳动力作为抵押进行融资,因此企业需要通过信贷市场为劳动力融资。当企业面临融资约束,将会限制企业的劳动需求,减少其劳动就业(Chodorow-Reich, 2014; Benmelech et al., 2021; 张三峰、张伟, 2016),进而导致失业增加(钟宁桦等, 2021; 刘贯春等, 2021)。而且,融资约束迫使企业采取降低工资、取消福利待遇等方式来削减成本,获得相应的内源融资,从而恶化员工境况,降低员工满意度(Michelacci and Quadrini, 2009; Artz, 2010; 邵敏等, 2013)。因此,融资约束越大,则企业的员工吸引力会下降,从而导致企业难以招聘和保留员工,限制其劳动就业规模。

企业实施员工持股计划能够缓解融资约束,主要由于以下两个原因。其一,员工持股计划有利于避免员工现金薪酬支付,增加企业内部可用资金。企业通过授予员工股权代替现金薪酬,实现薪酬多元化,从而暂时保留原本用于支付员工报酬的现金流,增加企业流动性,缓解内部融资约束(Babenko et al., 2011; 周冬华等, 2019)。此外,如果企业通过发行限制性股票进行激励,员工在购买股票时还会注入流动性资金,增加企业权益资本,从而缓解融资约束。其二,员工持股计划向市场传递积极信号,降低信息不对称程度,从而提高企业的外部融资能力。员工作为企业内部知情人员,其自愿购买股权的选择表明对企业长期发展持积极态度,因此向投资者等传递利好信号(Ittner et al., 2003)。这有利于拓展外部融资渠道,增加外部信贷资金可得性,缓解企业的融资约束。此外,企业往往在股价被低估时实施员工持股计划,因此实施员工持股计划向市场传递股价上升、企业价值增加的信号,从而吸引投资,帮助企业获得更多外部资金。

融资约束缓解能够改善企业的资金状况,避免资金链断裂,增强企业的经营稳定性,因而提高员工的工作稳定性,增加企业的员工吸引力。而且,现金流增加能够使企业向员工提供更优厚的薪酬、福利待遇,投入更多资源用于员工培训和发展计划,从而为员工创造更多职业发展机会,改善员工工作状况,增强员工满意度,提高企业对员工的吸引力(Artz, 2010; Daley, 2017)。此外,融资约束缓解能够增加企业研发、市场扩展等项目投资,这不仅能推动

企业的长远发展,还能吸引希望在前沿技术和创新环境中工作的员工(解维敏、方红星,2011)。因此,员工持股计划通过缓解融资约束能够增强企业的员工吸引力,从而增加企业的劳动就业数量。

基于此,本文认为企业实施员工持股计划有利于增加企业内部资金,拓宽外部融资渠道,从而缓解融资约束,增强企业的员工吸引力,因而增加企业劳动就业。

结合以上分析,本文提出:

研究假说:企业实施员工持股计划能够增加企业的劳动就业。

三、研究设计

(一) 样本与数据

本文员工持股和企业劳动就业数据来自 Wind 数据库,其余变量数据来自国泰安(CSMAR)数据库。考虑到中国在2014年颁布《关于进一步促进资本市场健康发展的若干意见》等政策文件,允许上市公司重新开展员工持股计划,本文选取2011—2021年中国上市公司作为样本。本文对原始样本进行如下处理:第一,剔除金融类、ST类上市公司;第二,剔除变量缺失的样本;第三,剔除在职员工数量少于10人的样本;第四,采用Winsorize方法对所有连续变量在1%和99%分位进行缩尾处理,以排除异常值影响。最终得到31312个“公司-年度”样本观测值,形成面板数据。

(二) 模型设定与变量定义

为考察员工持股计划如何影响企业的劳动就业,本文构建如下双向固定效应模型进行检验,具体模型设定如下:

$$\ln Emp_{it} = \alpha + \beta \cdot ESOP_{it} + \delta X_{it} + u_i + \lambda_t + \varepsilon_{it} \tag{1}$$

(1)式中: $\ln Emp_{it}$ 代表*i*企业在第*t*年的劳动就业数量(自然对数形式)。 $ESOP_{it}$ 为虚拟变量,代表*i*企业在第*t*年是否实施员工持股计划。如果实施了员工持股计划,则该虚拟变量的取值为1,否则取值为0。本文重点关注 $ESOP_{it}$ 的估计系数 $\beta$ ,其衡量的是员工持股计划对企业劳动就业数量的边际影响。

$X_{it}$ 是一系列控制变量。参考余明桂和王空(2022),本文选取如下控制变量:企业产权性质(*Soe*)、资产负债率(*Leverage*)、总资产回报率(*ROA*)、企业的实际税率(*Tax*)、管理层薪酬( $\ln Salary$ )、固定资产规模(*Fix*)、研发投入(*RD*)、股权集中度(*OwnCon*)、企业规模( $\ln Size$ )、市场集中度(*HHI*)。此外,本文还控制了双向固定效应,避免企业特定因素、共同冲击因素可能引起的内生性问题。其中, $u_i$ 代表企业固定效应, $\lambda_t$ 代表时间固定效应。 $\varepsilon_{it}$ 为随机误差项,假定服从正态分布。

(三) 描述性统计

表1列出了所有变量的描述性统计信息。企业劳动就业数量的最小值和最大值分别为11和552810,样本变异性较大。取自然对数后,被解释变量的变异程度变小,这有利于缓解异方差和异常值的影响,从而保证其统计性质。虚拟变量 $ESOP$ 的均值为0.0954,说明总共有9.54%的“公司-年度”样本实施了员工持股计划,这有助于排除偶然性因素对估计结果的干扰。此外,可以发现其余控制变量均处于合理区间,不存在异常情形。

表 1 变量描述性统计

变量符号	变量名称	变量含义	观测数	均值	标准差	最小值	最大值
<i>Emp</i>	劳动就业数量	企业在职员工数量	31312	5783.573	19681.92	11	552810
<i>lnEmp</i>	劳动就业数量的自然对数	企业在职员工数量的自然对数	31312	7.6279	1.2946	2.3979	13.2228
<i>ESOP</i>	是否实施员工持股计划	实施了员工持股计划取值为 1, 否则取值为 0	31312	0.0954	0.2938	0	1
<i>Soe</i>	企业产权性质	国有企业取值为 1, 否则取值为 0	31312	0.3518	0.4775	0	1
<i>Leverage</i>	资产负债率	企业期末总负债与总资产的比值	31312	0.4161	0.2092	0.0510	0.9371
<i>ROA</i>	总资产回报率	企业当期净利润与期末总资产的比值	31312	0.0388	0.0632	-0.2665	0.2
<i>Tax</i>	企业的实际税率	企业所得税费用与税前利润的比值	31312	0.1526	0.1657	-0.5735	0.7897
<i>lnSalary</i>	管理层薪酬	企业管理层薪酬的自然对数	31312	15.2961	0.7308	13.4381	17.4531
<i>Fix</i>	固定资产规模	企业期末固定资产与总资产的比值	31312	0.2092	0.1584	0.0016	0.6905
<i>RD</i>	研发投入	企业当期研发费用与营业收入的比值	31312	0.0462	0.0448	0.0002	0.2677
<i>OwnCon</i>	股权集中度	企业前 3 位大股东持股比例之和	31312	0.4928	0.1545	0.1694	0.8778
<i>lnSize</i>	企业规模	企业期末总资产的自然对数	31312	22.1543	1.3188	19.7817	27.3025
<i>HHI</i>	市场集中度	行业内所有企业的市场份额的平方和	31312	0.2245	0.2144	0.0374	1

四、检验结果与分析

(一) 基准回归

表 2 汇报了基准回归结果。第(1)列是单变量检验结果, *ESOP* 的估计系数在 1% 水平上显著为正, 说明实施员工持股计划增加了企业的劳动就业数量, 与预期一致。第(2)—(3)列依次加入控制变量、双向固定效应, *ESOP* 的估计系数在 1% 水平上仍显著为正。第(3)列 *ESOP* 的估计系数为 0.0530, 其含义为实施员工持股计划之后, 企业的劳动就业数量平均而言增加了 5.3%, 这一结果表明员工持股计划对劳动就业的促进效应在经济意义上显著。

表 2 基准回归结果

变量	<i>lnEmp</i>		
	(1)	(2)	(3)
<i>ESOP</i>	0.3791 *** (0.0463)	0.0870 *** (0.0309)	0.0530 *** (0.0157)
<i>Soe</i>		-0.0581 * (0.0326)	0.0822 ** (0.0396)
<i>Leverage</i>		0.0933 (0.0786)	0.2019 *** (0.0661)
<i>ROA</i>		0.8708 *** (0.1477)	-0.1232 (0.0887)
<i>Tax</i>		-0.1022 ** (0.0489)	0.0458 ** (0.0197)
<i>lnSalary</i>		0.1578 *** (0.0214)	0.0795 *** (0.0132)
<i>Fix</i>		1.3151 *** (0.1065)	0.8307 *** (0.0958)

续表 2 基准回归结果

变量	lnEmp		
	(1)	(2)	(3)
RD		-0.3739 (0.2973)	0.4977 ** (0.2192)
OwnCon		0.2388 *** (0.0843)	0.1992 ** (0.0930)
lnSize		0.6567 *** (0.0161)	0.6873 *** (0.0197)
HHI		-0.1349 ** (0.0582)	-0.0284 (0.0332)
Constant	7.5918 *** (0.0221)	-9.7260 *** (0.3259)	-9.2195 *** (0.4786)
企业固定效应	NO	NO	YES
时间固定效应	NO	NO	YES
样本观测数	31312	31312	30805
R <sup>2</sup>	0.0074	0.5784	0.9389
F 统计量	67.06	413.7	159.1

注：\*、\*\*、\*\*\* 分别代表该估计量在 10%、5%、1% 的水平上显著。括号内的数值为该估计量在企业层面的聚类稳健标准误。下同。

(二) 内生性检验

1. 双重差分倾向得分匹配法(PSM-DID)

考虑到企业是否实施员工持股计划受到其他因素影响,处理组与对照组企业之间存在本质差异,即样本存在自选择偏差问题。为此,本文参考孟庆斌等(2019)的方法,采用PSM-DID 方法来控制处理组与对照组的特征差异,为处理组匹配特征尽可能相似的对照组,缓解自选择偏差问题。协变量选择同基准回归模型中的控制变量,其具体含义见表 1。本文采用 Logit 模型计算倾向得分,采用半径匹配方法。样本匹配完成之后,通过下面计量方程进行检验:

$$\ln Emp_{it} = \alpha + \beta \cdot Treat_i \cdot Post_{it} + \delta X_{it} + u_i + \lambda_t + \varepsilon_{it} \tag{2}$$

(2) 式中:  $Treat_i$  是分组虚拟变量,在样本期间内实施过员工持股计划的企业取值为 1,从未实施过员工持股计划的企业取值为 0。  $Post_{it}$  是时间虚拟变量,企业在开始实施员工持股计划当年及之后所有年份取值为 1,否则为 0。其余变量及其含义同前。表 3 第(1)列汇报了相应结果,交乘项  $Treat \cdot Post$  的估计系数显著为正,说明员工持股计划对劳动就业产生正向影响。<sup>①</sup>

2. 工具变量法

本文参考孟庆斌等(2019)、陈大鹏等(2019)的方法,计算与本企业同省份同年度、但处于其他行业上市公司的  $ESOP$  变量平均值,得到  $ESOP\_Mean$ ,以此作为工具变量。相同地区的企业由于地理位置较为接近,且受到相同政策影响,其员工持股授予行为存在一定的模仿行为,因而满足相关性条件。但是,其他行业的劳动就业对本企业不产生影响,这使得工具变量相对劳动就业而言为外生变量,因而满足外生性条件。

表 3 第(2)—(3)列展示了工具变量法的估计结果。第(3)列是一阶段回归结果,  $ESOP\_Mean$  的系数显著为正,说明  $ESOP\_Mean$  与  $ESOP$  变量高度相关,满足相关性条件。

①受篇幅限制,PSM-DID 的平衡性检验与动态效应检验留存备索。



同时,这也说明企业实施员工持股计划存在显著的同伴效应,同一地区不同行业之间的企业在员工股权激励方面存在模仿行为。此外,弱工具变量检验的  $F$  统计量为 836.973,远大于 10,这说明工具变量与  $ESOP$  变量高度相关,能够排除弱工具变量问题。第(2)列是主回归估计结果,虚拟变量  $ESOP$  的系数显著为正,说明研究结论成立。

表 3 内生性检验

变量	lnEmp	lnEmp	ESOP
	(1)	(2)	(3)
$Treat \cdot Post$	0.0547 *** (0.0189)		
ESOP		0.1487 ** (0.0714)	
ESOP_Mean			0.9765 *** (0.0650)
控制变量	YES	YES	YES
截距项	YES	YES	YES
企业固定效应	YES	YES	YES
时间固定效应	YES	YES	YES
样本观测数	30797	29159	29159
$R^2$	0.9388	0.4322	0.4848
$F$ 统计量	157.3	530.9	28.27

注:第(1)列为 PSM-DID 检验结果,第(2)——(3)列为工具变量法检验结果。

(三) 稳健性检验

1. 更换解释变量①

考虑到使用  $ESOP$  来衡量员工持股可能存在虚拟变量测度问题,本文借鉴陈大鹏等(2019)的做法,使用员工持股比例(员工持股数量与企业总股数的比值)来进行衡量。将基准回归模型中的  $ESOP$  变量替换为员工持股比例( $Share$ ),进行回归分析。表 4 第(1)列是更换解释变量的回归结果, $Share$  的估计系数在 1%水平上显著为正,说明企业劳动就业数量随着员工持股比例的上升而增加,这与使用  $ESOP$  回归的实证结果一致。

2. 控制行业固定效应

考虑到行业固定效应可能引起内生性偏误,本文通过控制行业固定效应进行稳健性检验。表 4 第(2)列是加入行业固定效应的回归结果, $ESOP$  的系数仍显著为正,说明员工持股计划对劳动就业数量产生正向影响。

3. 调整聚类标准误

考虑到标准误聚类方式影响统计推断的有效性,本文还调整了聚类稳健标准误。具体而言,本文在行业层面上聚类,作为稳健性检验。表 4 第(3)列是在行业层面进行聚类的结果,核心解释变量  $ESOP$  的标准误没有发生明显变化, $ESOP$  的系数在 1%水平上仍显著为正,估计结果稳健。

4. 控制工业机器人应用的影响②

近十年来,不少企业逐渐采纳工业机器人进行生产,这对企业的劳动就业产生了重大影

①感谢审稿专家的建设性意见。除了员工持股比例,本文还使用员工持股股数、持股人数、资金规模来测度员工持股计划的特征差异,并进行回归分析,结果与使用  $ESOP$  回归的实证结果一致。

②感谢审稿专家的建设性意见。

响。为了排除可能存在的遗漏变量偏误,本文参考王永钦和董雯(2020)的做法,构造企业层面的工业机器人渗透度指标(*Erobots*)。本文在基准回归中进一步控制该变量,表4第(4)列汇报了相应结果,*Erobots*的估计系数显著为负,说明工业机器人对企业的劳动就业产生了替代效应。更重要的是,*ESOP*的估计系数仍显著为正,系数估计值与基准回归相比基本一致,说明工业机器人应用并未对研究结论产生较大影响。

5.控制企业规模扩张的影响

员工就业与企业规模密切相关,因此员工持股也可能通过促进企业规模扩张增加企业的劳动就业。为了排除这一干扰,本文参考钟宁桦等(2021)的做法,使用“购建固定资产、无形资产和替他长期资产支付的现金”来测度企业投资支出,再除以总资产进行标准化,以该比值(*Invt*)衡量企业的规模扩张,在基准回归模型中控制该变量。表4第(5)列汇报了相应结果,*Invt*的估计系数显著为正,说明员工就业数量随着企业规模扩张而增加。更重要的是,*ESOP*的估计系数仍显著为正,系数估计值与基准回归相比基本一致。

6.控制地区层面差异的影响

考虑到劳动就业还可能受到地区层面变量的影响,本文加入地区政府财政压力、地区生产总值以及地区数字普惠金融指数这三个地区层面的控制变量。表4第(6)列是加入地区层面控制变量的回归结果,虚拟变量*ESOP*的估计系数仍显著为正,研究结论稳健。

表 4 其他稳健性检验

变量	lnEmp					
	更换解释变量	控制行业 固定效应	调整聚类 标准误	控制工业 机器人应用	控制企业 规模扩张	控制地区差异
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
Share	0.0169 *** (0.0056)					
ESOP		0.0530 *** (0.0157)	0.0530 *** (0.0175)	0.0512 *** (0.0160)	0.0479 *** (0.0163)	0.0534 *** (0.0170)
Erobots				-0.0014 ** (0.0006)		
Invt					0.4453 *** (0.1237)	
控制变量	YES	YES	YES	YES	YES	YES
截距项	YES	YES	YES	YES	YES	YES
企业固定效应	YES	YES	YES	YES	YES	YES
行业固定效应	NO	YES	NO	NO	NO	NO
时间固定效应	YES	YES	YES	YES	YES	YES
样本观测数	30805	30805	30805	27520	29556	26615
R <sup>2</sup>	0.9388	0.9389	0.9389	0.9315	0.9384	0.9392
F 统计量	162.1	158.7	177.2	131.8	145.0	113.6

注:由于新添加的变量存在样本缺失值,故而样本观测数与基准回归相比有所减少。下同。

五、机制检验

基于前文分析,员工持股计划主要通过两个途径对企业的劳动就业产生正向影响:一是提高员工的生产效率,二是缓解企业的融资约束。为此,本文从生产效率和融资约束两个方

面进行验证,剖析员工持股影响企业劳动就业的作用机制。

(一) 生产效率

本文以营业收入与劳动数量的比值(自然对数形式)衡量员工的生产效率,这一指标代表了劳动力的投入-产出比,其数值越高,代表员工的生产效率越高。为了检验该机制,本文将基准回归模型中的被解释变量依次替换为员工的生产效率( $\ln Y\_L$ )、全要素生产率( $TFP$ ①)以及营业收入(自然对数形式, $\ln Y$ ),以此考察员工持股计划对员工生产效率的影响。表 5 第(1)―(3)列是生产效率机制的检验结果。虚拟变量  $ESOP$  的系数均显著为正,说明企业在实施员工持股计划之后,员工的生产效率上升,全要素生产率提高,营业收入增加。可见,企业开展员工持股计划有利于提高生产效率,从而改善经营业绩、增强企业竞争力,因此能够提升企业的员工吸引力,对其劳动就业产生正向影响,该作用机制成立。

(二) 融资约束

本文以  $FC$  指数和  $KZ$  指数衡量企业的融资约束,其数值越大代表企业面临的融资约束越大。为了检验该机制,本文将基准回归模型中的被解释变量替换为  $FC$  指数和  $KZ$  指数进行回归分析。表 5 第(4)―(5)列是融资约束机制的检验结果, $ESOP$  的系数均显著为负,说明实施员工持股计划之后,企业面临的融资约束有所减弱。企业通过实施员工持股计划能够替代员工的现金薪酬支付,暂时保留内部资金,同时还能向市场传递积极信号,提高投资者的企业估值,从而吸引外部投资,缓解企业面临的外部融资约束。因此,企业实施员工持股计划能够缓解融资约束,从而增强企业的员工吸引力,促使其扩大劳动就业规模。

表 5 员工持股计划对生产效率和融资约束的影响

变量	$\ln Y\_L$	$TFP$	$\ln Y$	$FC$	$KZ$
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)
$ESOP$	0.0260 ** (0.0128)	0.0280 ** (0.0139)	0.0381 *** (0.0141)	-0.0113 ** (0.0044)	-0.1178 ** (0.0574)
控制变量	YES	YES	YES	YES	YES
截距项	YES	YES	YES	YES	YES
企业固定效应	YES	YES	YES	YES	YES
时间固定效应	YES	YES	YES	YES	YES
样本观测数	25474	25850	29198	24308	24110
$R^2$	0.8139	0.9258	0.9571	0.8820	0.7587
$F$ 统计量	106.7	259.6	383.9	305.4	336.4

(三) 员工吸引

本文从劳动就业的动态变化过程分析企业员工持股计划对员工吸引的影响。但是,由于企业员工就业的流量数据难以获取,本文采取间接方式来进行验证。一是参考 Autor 等(2007)的做法,使用  $ABS$  指标来测度企业员工就业的波动情况,衡量企业的用工稳定性。 $ABS$  指标越小,说明就业波动越小,员工流失程度更低,企业用工更加稳定,即企业对员工的吸引力更强。 $ABS$  指标的具体定义如下:

$$ABS_{it} = \frac{|Emp_{it} - Emp_{it-1}|}{(Emp_{it} + Emp_{it-1})/2}$$

(3)

①这里使用 LP 方法计算企业的  $TFP$ ,与使用其他方法(OLS、FE、AP、GMM)计算的  $TFP$  结果进行回归所得结论相同。

二是定义虚拟变量  $JC$  来刻画企业员工就业的动态变化:当员工数量相比上年增加,则企业发生就业创造,  $JC=1$ , 否则为 0。将  $JC$  对虚拟变量  $ESOP$  进行 Logit 模型回归,则  $ESOP$  的估计系数刻画了企业实施员工持股对就业创造概率的影响。如果虚拟变量  $ESOP$  的系数显著为正,则说明员工持股计划有利于提高就业创造,降低企业人员外流率,从而间接证明员工持股能够提升企业的员工吸引力。

为了检验员工生产效率和企业融资约束如何影响企业的员工吸引力,本文构建了如下两个计量模型。

$$EA_{it} = \alpha + \beta_1 \cdot \ln Y\_L_{it} + \gamma \cdot ESOP_{it} + \delta X_{it} + u_i + \lambda_t + \varepsilon_{it} \tag{4}$$

$$EA_{it} = \alpha + \beta_2 \cdot FC_{it} + \gamma \cdot ESOP_{it} + \delta X_{it} + u_i + \lambda_t + \varepsilon_{it} \tag{5}$$

其中:被解释变量  $EA$  是员工吸引的代理变量,即  $ABS$  变量和  $JC$  变量。核心解释变量分别是员工生产效率( $\ln Y\_L$ )和企业融资约束( $FC$ ),我们重点关注这两个解释变量的估计系数。其余变量及其含义同前。

表 6 汇报了相应的检验结果。第(1)—(2)列汇报了员工生产效率和企业融资约束对企业用工稳定性的影响。结果显示,  $\ln Y\_L$  的估计系数显著为负,而  $FC$  的估计系数显著为正,说明随着员工生产效率上升、企业融资约束减弱,企业的员工就业波动率下降。因此,实施员工持股计划能够降低员工就业的波动程度,增加企业用工稳定性,提升企业的员工吸引力。第(3)—(4)列汇报了员工生产效率和企业融资约束对企业就业创造的影响。结果显示,  $\ln Y\_L$  的估计系数显著为正,而  $FC$  的估计系数显著为负,说明随着员工生产效率上升、企业融资约束减弱,企业发生就业创造的概率上升。因此,企业实施员工持股计划后,发生就业创造的概率上升,即企业的员工吸引力增强。

综合以上机制检验结果,可知企业通过开展员工持股计划能够提升员工生产效率、缓解企业融资约束,从而吸引和保留企业员工,促进就业创造,降低企业人员流失率,进而增加企业的劳动就业数量。

表 6 生产效率和融资约束对员工吸引的影响

变量	$ABS$	$ABS$	$JC$	$JC$
	(1)	(2)	(3)	(4)
$\ln Y\_L$	-0.0242 ** (0.0094)		0.0659 ** (0.0275)	
$FC$		0.0318 * (0.0181)		-0.5341 *** (0.1078)
$ESOP$	-0.0005 (0.0060)	-0.0086 (0.0057)	0.1837 *** (0.0485)	0.1616 *** (0.0457)
控制变量	YES	YES	YES	YES
截距项	YES	YES	YES	YES
企业固定效应	YES	YES	YES	YES
时间固定效应	YES	YES	YES	YES
样本观测数	22164	23196	22587	23575
$R^2$	0.2386	0.2359		
$F$ 统计量	10.70	11.17		
Pseudo $R^2$			0.0780	0.0744
Wald $\chi^2$ 统计量			1636.71	1680.32



## 六、进一步分析

### (一) 异质性检验

实施员工持股计划对企业劳动就业的边际效应可能受到其他因素的影响,从而存在异质性效应。本文接下来从产权性质、企业盈利性及行业垄断力三个维度切入,考察实施员工持股计划对企业劳动就业的异质性影响。

#### 1. 产权性质

按照产权性质不同,可以将样本分为国有企业和非国有企业。为了检验员工持股对不同产权性质企业产生的异质性影响,本文按产权性质进行分组回归,比较组间系数差异。

表 7 第(1)一(2)列的检验结果表明,非国有企业组别的 *ESOP* 估计系数显著为正,但国有企业组别的 *ESOP* 估计系数并不显著,表明员工持股计划主要扩大了非国有企业的劳动就业规模。为了更好地比较组间系数差异,本文使用 Bootstrap 法进行检验,由经验 *p* 值可知两组样本中 *ESOP* 的估计系数大小存在明显差异,因此员工持股对非国有企业的劳动就业促进效应更为显著。产生这一现象的主要原因是我国非国有企业面临着“融资难、融资贵”等难题,受到的融资约束较大。融资约束往往迫使非国有企业通过降低工资、取消福利甚至裁员进行调整,这会恶化员工境况,使得企业缺乏吸引力,难以吸引和保留员工。而员工持股计划有助于缓解企业融资约束,增强员工吸引力,因此对非国有企业的边际效应相对较大。这表明,实施员工持股计划有助于缓解我国非国有企业的融资约束难题,提升其员工吸引力。

#### 2. 企业盈利性

本文以总资产回报率衡量企业的盈利性。将总资产回报率低于样本中位数的企业界定为低盈利性企业,反之则为高盈利性企业,以此分组进行回归。

表 7 第(3)一(4)列检验结果表明,企业盈利性越高,实行员工持股计划的边际效应越大,劳动就业规模扩张越大。产生这一现象的原因在于,盈利性较高的企业更有可能实施员工持股计划,以此提高员工生产效率。由于股价与公司盈利密切相关,员工的持股回报随着公司盈利而不断上升,因此盈利性较高的企业实施员工持股计划的激励作用相对较大,对员工的吸引力更强。同时,随着公司盈利增加,员工看到持有股票的价值不断上升,会提高自身工作的满意程度,进一步提升生产效率。这表明,盈利性较高的企业实施员工持股计划的激励作用更强,更有利于吸引和保留员工。

#### 3. 行业垄断力

本文以行业勒纳指数<sup>①</sup>衡量企业所处行业的垄断程度。该指数越大,则代表该行业的垄断力越强。本文将行业勒纳指数低于样本中位数的行业界定为弱垄断力行业,反之则为强垄断力行业,以此分组进行回归。

表 7 第(5)一(6)列检验结果表明,如果企业所处行业的垄断程度更高,则实行员工持股计划对劳动就业的边际效应越大。产生这一现象的原因在于,垄断行业缺乏竞争,生产激励较弱,降低生产成本和实现技术创新动力不足。实行员工持股计划在于形成生产激励,解

<sup>①</sup>个股勒纳指数=(营业收入-营业成本-销售费用-管理费用)/营业收入,行业勒纳指数通过对个股勒纳指数进行加权得到,权重是该公司营业收入与所处行业营业收入的比值。

决企业低效率问题,因此垄断力较强行业的企业更可能实施员工持股计划。利润分享机制让员工更加关注企业的经营成果,提高自身生产效率,这为解决垄断企业的低效运作问题提供了良好方案。而且,实行员工持股计划还可以通过促进企业内部竞争形成生产激励,即员工为了获得更高回报,努力提高自身劳动生产效率,从而提高整个企业的生产效率。这表明,员工持股计划能对垄断行业的企业形成较强的生产激励,缓解其运行低效问题,因此激励效应和员工吸引效应更为明显,对劳动就业的扩张效应也就更加显著。

表 7 异质性检验结果

变量	lnEmp					
	按产权性质分组		按企业盈利性分组		按行业垄断力分组	
	非国有企业	国有企业	盈利性低	盈利性高	垄断力弱	垄断力强
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
ESOP	0.0580 *** (0.0161)	0.0180 (0.0464)	0.0296 (0.0225)	0.0460 *** (0.0169)	0.0356 * (0.0184)	0.0613 *** (0.0239)
控制变量	YES	YES	YES	YES	YES	YES
截距项	YES	YES	YES	YES	YES	YES
企业固定效应	YES	YES	YES	YES	YES	YES
时间固定效应	YES	YES	YES	YES	YES	YES
样本观测数	19831	10897	15169	14804	15317	14894
R <sup>2</sup>	0.9323	0.9468	0.9377	0.9617	0.9568	0.9384
F 统计量	113.8	49.32	78.11	119.4	109.3	69.00
经验 p 值	0.000		0.017		0.000	

(二) 劳动就业结构分析

下面进一步分析员工持股计划对企业劳动就业结构的影响。本文参考钱雪松和石鑫(2023)、李小瑛和张宇平(2024)的做法,依据员工技能和学历结构分别对不同类型员工进行归类,分组检验员工持股计划对不同类型员工就业的影响。一是按照员工技能进行划分,将员工归类为高技能员工与低技能员工,高技能员工包含科技研发、市场销售与财务管理人员;低技能员工包含生产工人、辅助性职员。二是按照学历水平进行划分,将本科及以上学历员工归类为高学历员工,将本科以下学历员工归类为低学历员工。

表 8 汇报了实施员工持股计划对不同类型员工就业的影响。对于高技能和高学历员工而言,ESOP 的估计系数显著为正,说明员工持股能够增加其劳动就业;对于低技能和低学历员工而言,ESOP 的估计系数并不显著,说明实施员工持股计划对其劳动就业没有显著影响。这说明,实施员工持股计划主要增加了企业高技能员工与高学历员工的劳动就业。产生这一现象主要由于以下两个原因。

一是由于不同类型劳动的调整成本存在差异,融资约束主要抑制对高学历、高技能员工的劳动就业,从而改变劳动就业结构,偏离劳动力最优配置,造成低效率(申广军等,2020;余明桂、王空,2022)。实施员工持股计划有助于缓解企业的融资约束,因此对高学历、高技能员工就业的边际效应更大,这也间接地证明了员工持股计划通过缓解企业的融资约束扩大企业劳动就业规模。同时,这一过程还有利于降低劳动力错配程度,提高劳动配置效率。

二是企业实施员工持股计划的重要目的在于吸引和保留人才,因此激励对象往往是优秀人才和生产率较高的员工。企业通过该制度安排形成生产激励,充分发挥人力资本的作用,因此对高学历、高技能员工的劳动需求更大,其劳动就业增加得更多。而且,由于高技

能、高学历岗位的技能要求较高、技术较为复杂,其监督难度较大、代理成本较高,因而企业更有可能对高技能、高学历员工实施员工持股,以缓解代理问题。因此,高技能、高学历员工更可能成为员工持股激励对象,这增强了企业对该类雇员的员工吸引力,从而导致高学历、高技能员工的劳动就业增加得更多。

表 8 员工持股计划对不同技能、学历结构劳动力的差异性影响

变量	按技能水平分组		按学历水平分组	
	低技能	高技能	低学历	高学历
	lnEmp_LT	lnEmp_HT	lnEmp_LE	lnEmp_HE
	(1)	(2)	(3)	(4)
ESOP	0.0287 (0.0265)	0.0423** (0.0213)	0.0204 (0.0225)	0.0427** (0.0216)
控制变量	YES	YES	YES	YES
截距项	YES	YES	YES	YES
企业固定效应	YES	YES	YES	YES
时间固定效应	YES	YES	YES	YES
样本观测数	20229	20437	22081	21188
R <sup>2</sup>	0.9309	0.9332	0.9303	0.9294
F 统计量	56.18	78.30	83.27	145.5

七、结论

员工持股计划的经济效应评估是近年来学术界关注的焦点。本文以 2011—2021 年中国上市公司作为样本,考察员工持股计划对企业劳动就业的影响及其作用机制。研究发现,实施员工持股计划显著增加了企业的劳动就业数量。首先,实施员工持股计划有利于提高员工生产效率,从而增强企业的员工吸引力,对劳动就业产生积极影响。其次,实施员工持股计划有利于暂时避免员工的现金薪酬支付,增加企业内部资金,并向市场传递利好信号,拓宽外部融资渠道,从而缓解融资约束,促进员工吸引与保留,对劳动就业产生积极影响。此外,实施员工持股计划还对不同类型的劳动力产生差异性影响,从而改变劳动就业结构。具体来说,低技能、低学历员工就业无明显变化,但高技能、高学历员工就业显著增加。

区别于以往研究视角,本文从企业劳动就业视角评估员工持股计划的经济后果,丰富了员工持股计划相关研究。本文研究清晰识别出“员工持股计划→提高生产效率、缓解融资约束→增强企业的员工吸引力→增加劳动就业”这一传导机制,提供了来自中国微观企业的经验证据,这有助于厘清员工持股运作过程中对企业劳动就业决策产生的影响,增进了我们对员工持股影响微观企业行为的传导渠道及运作机理的认识和理解,为我国企业开展员工持股计划提供了有力支持。

如何实现“稳就业”和促进高质量就业是我国现阶段经济运行的一大难题。本文研究发现,员工持股有利于形成生产激励,提高员工生产效率,同时缓解融资约束,改善融资环境,促进人才吸引和保留,因此对增加就业总量和提高就业质量产生积极影响。这为解决企业运行效率低下、优质人才流失、“融资难、融资贵”以及“稳就业”与高质量就业等难题提供了新的解决思路,具有一定的启示意义。员工持股计划作为利润分享与产权治理的重要形式,是公司治理的重要工具。该制度安排有利于改善公司治理水平、提高员工凝聚力和公司竞争力,从而提高生产效率。因此,应进一步推进和完善我国的员工持股制度,建立起中

长期激励机制,并对员工持股进行规范化管理。要通过建立有效制衡的治理机制,构建健全的职工持股内外部监管体系,避免因制度不健全、程序不规范、管理不到位等问题致使国有资产流失、股东合法权益受损以及企业职工合法权益无法保障。健全的员工持股制度能够提高员工激励,使员工更加重视企业长期发展,提高企业核心竞争力,增强企业的员工吸引力,这对于解决如何提高公司运行效率、优化企业融资环境以及缓解就业市场压力和实现高质量就业等问题具有启示意义。

参考文献:

1.陈大鹏、施新政、陆瑶、李卓,2019:《员工持股计划与财务信息质量》,《南开管理评论》第1期。

2.陈运佳、吕长江、黄海杰、丁慧,2020:《上市公司为什么选择员工持股计划?——基于市值管理的证据》,《会计研究》第5期。

3.李小瑛、张宇平,2024:《机器人如何塑造企业技能结构?——兼析机器人技术进步的偏向》,《经济评论》第4期。

4.刘贯春、叶永卫、张军,2021:《社会保险缴费、企业流动性约束与稳就业——基于<社会保险法>实施的准自然实验》,《中国工业经济》第5期。

5.孟庆斌、李昕宇、张鹏,2019:《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》,《管理世界》第11期。

6.钱雪松、石鑫,2023:《企业财务杠杆、债务偿还压力与劳动雇用:来自中国的证据》,《世界经济》第9期。

7.邱杨茜、黄娟娟,2021:《控股股东股权质押与员工持股计划“工具化”——基于A股上市公司的实证研究》,《金融研究》第11期。

8.邵敏、包群、叶宁华,2013:《信贷融资约束对员工收入的影响——来自我国企业微观层面的经验证据》,《经济学(季刊)》第3期。

9.申广军、姚洋、钟宁桦,2020:《民营企业融资难与我国劳动力市场的结构性问题》,《管理世界》第2期。

10.沈红波、华凌昊、许基集,2018:《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》第11期。

11.孙晓燕、刘亦舒,2021:《股权质押、员工持股计划与大股东自利行为》,《会计研究》第4期。

12.王砾、代昀昊、孔东民,2017:《激励相容:上市公司员工持股计划的公告效应》,《经济动态》第2期。

13.王永钦、董雯,2020:《机器人的兴起如何影响中国劳动力市场?——来自制造业上市公司的证据》,《经济研究》第10期。

14.解维敏、方红星,2011:《金融发展、融资约束与企业研发投入》,《金融研究》第5期。

15.余明桂、王空,2022:《地方政府债务融资、挤出效应与企业劳动雇用》,《经济研究》第2期。

16.张会丽、赵健宇、陆正飞,2021:《员工薪酬竞争力与上市公司员工持股》,《金融研究》第1期。

17.张三峰、张伟,2016:《融资约束、金融发展与企业雇用——来自中国企业调查数据的经验证据》,《金融研究》第10期。

18.张学志、李灿权、周梓洵,2022:《员工持股计划、内部监督与企业违规》,《世界经济》第3期。

19.郑志刚、雍红艳、黄继承,2021:《员工持股计划的实施动机:激励还是防御》,《中国工业经济》第3期。

20.钟宁桦、解咪、钱一蕾、邓雅琳,2021:《全球经济危机后中国的信贷配置与稳就业成效》,《经济研究》第9期。

21.周冬华、黄佳、赵玉洁,2019:《员工持股计划与企业创新》,《会计研究》第3期。

22.Adwan, S., A. Alhaj - Ismail, and R. Jelic. 2022. "Non - executive Employee Ownership and Financial Reporting Quality: Evidence from Europe." *Review of Quantitative Finance and Accounting* 59(2):793-823.

23.Artz, B. 2010. "Fringe Benefits and Job Satisfaction." *International Journal of Manpower* 31(6):626-644.

24.Autor, D. H., W. R. Kerr, and A. D. Kugler. 2007. "Does Employment Protection Reduce Productivity? Evidence from US States." *Economic Journal* 117(521):189-217.

25.Babenko, I., M. Lemmon, and Y. Tserlukevich. 2011. "Employee Stock Options and Investment." *Journal of Finance* 66(3):981-1009.

26.Beatty, A. 1995. "The Cash Flow and Informational Effects of Employee Stock Ownership Plans." *Journal of Financial Economics* 38(2):211-240.

27.Benmelech, E., N. Bergman, and A. Seru. 2021. "Financing Labor." *Review of Finance* 25(5):1365-1393.



28. Bhagat, S., J. A. Brickley, and R. C. Lease. 1985. "Incentive Effects of Stock Purchase Plans." *Journal of Financial Economics* 14(2):195–215.
29. Bova, F., K. Kolev, J. K. Thomas, and X. F. Zhang. 2015. "Employee Ownership and Firm Disclosure." *Contemporary Accounting Research* 32(2):639–673.
30. Bryson, A., and R. B. Freeman. 2019. "The Role of Employee Stock Purchase Plans—Gift and Incentive? Evidence from a Multinational Corporation." *British Journal of Industrial Relations* 57(1):86–106.
31. Chang, X., K. Fu, A. Low, and W. Zhang. 2015. "Non-executive Employee Stock Options and Corporate Innovation." *Journal of Financial Economics* 115(1):168–188.
32. Chodorow-Reich, G. 2014. "The Employment Effects of Credit Market Disruptions: Firm-level Evidence from the 2008 – 9 Financial Crisis." *The Quarterly Journal of Economics* 129(1):1–59.
33. Daley, D. M. 2017. "Job Satisfaction versus Job Engagement: A Comparative Analysis on Perceptions of Accountability and Turnover." *International Journal of Organization Theory & Behavior* 20(2):161–192.
34. Garrett, D. G., E. Ohn, and J. C. Suárez Serrato. 2020. "Tax Policy and Local Labor Market Behavior." *American Economic Review: Insights* 2(1):83–100.
35. Ittner, C. D., R. A. Lambert, and D. F. Larcker. 2003. "The Structure and Performance Consequences of Equity Grants to Employees of New Economy Firms." *Journal of Accounting and Economics* 34(1)–3:89–127.
36. Jones, D. C., and T. Kato. 1995. "The Productivity Effects of Employee Stock-Ownership Plans and Bonuses: Evidence from Japanese Panel Data." *American Economic Review* 85(3):391–414.
37. Kim, E.H., and P. Ouimet. 2014. "Broad-based Employee Stock Ownership: Motives and Outcomes." *Journal of Finance* 69(3):1273–1319.
38. Michelacci, C., and V. Quadrini. 2009. "Financial Markets and Wages." *Review of Economic Studies* 76(2):795–827.
39. Ogbonnaya, C., K. Daniels, and K. Nielsen. 2017. "Does Contingent Pay Encourage Positive Employee Attitudes and Intensify Work?" *Human Resource Management Journal* 27(1):94–112.

## Employee Stock Ownership Plan, Employee Attraction and Corporate Employment

Qian Xuesong and Huang Ruiwei

(School of Economics, Huazhong University of Science and Technology)

**Abstract:** Employment is pivotal to people's well-being, and it has significant importance for developing sound mechanisms for promoting high-quality and full employment. This research examines how the employee stock ownership plan (ESOP) affects corporate employment, which is based on the sample of Chinese listed companies from 2011–2021. The empirical results reveal that ESOP has a positive impact on corporate employment. Analysis of the mechanism reveals that the increase in employment resulting from ESOP is attributed to the improvement of production efficiency and the ease of financial constraint, which enhances employee attraction. The positive impact of ESOP on employment is stronger in non-state-owned enterprises, as well as in firms with higher profitability, and industry monopoly. The ESOP also mainly increases the employment of highly educated and high-skilled employees, thereby changing the employment structure. Overall, this study identifies the impact of employee stock ownership plans on employment and clarifies its mechanism, which has important implications for further ensuring stability in employment and achieving higher-quality and full employment.

**Keywords:** Employee Stock Ownership Plan, Corporate Employment, Production Efficiency, Financial Constraint, Employee Attraction

**JEL Classification:** J21, J24, M51

(责任编辑:彭爽)