

# 员工持股计划、“魔鬼契约”与内幕交易

## ——基于康得新的案例分析

郝群<sup>1</sup>, 黄志忠<sup>2</sup>

(1. 三亚学院 商学院, 三亚 572022;

2. 南京大学 商学院, 南京 210093)

**摘要:** 通过梳理员工持股计划(ESOP)的国内外代表性文献,总结了四个理论假说,比较了我国与成熟市场在ESOP制度方面的差异。以康得新为案例,研究发现我国的ESOP制度存在一定的不足,导致公司的ESOP被用作反收购或保护管理层与控股股东堑壕的工具,ESOP中被嵌入“魔鬼契约”,ESOP成为利诱和胁迫关键员工的工具,以便管理层或控股股东对上市公司实施利润操纵、财富掠夺与掏空。最后发现了ESOP作为“魔鬼契约”的经济后果:利润操纵、内幕交易与员工离职潮。在此基础上,提出了改进ESOP制度的建议。

**关键词:** 员工持股计划;魔鬼契约;利润操纵;内幕交易

**中图分类号:** F275

**文献标志码:** A

**DOI 编码:** 10.7511/JMCS20260211

## 0 引言

经济的高质量发展有赖于好的制度,而一个好的制度往往需要不断修正、完善才能形成。员工持股计划(Employee Stock Ownership Plans, ESOP)自2014年6月开始在我国上市公司试行,已经过去十多年了,现在正是需要全方位评价的时候。本文立足于对已有文献的梳理与总结,通过一个案例来阐明当前ESOP制度存在的尚未被关注到的一系列重大缺陷,并对目前的制度提出相应的改进建议。

有关ESOP的文献相当丰富。尽管如此,员工持股计划对公司和股票市场的微观行为(如股票波动性、交易量、日内波幅、内幕交易等)会产生怎样的影响,仍然没有得到统一的结论。赵宇恒等提出了反收购的假说<sup>[1]</sup>,蒋运冰和苏亮瑜则提供了支持信号传递假说的证

据<sup>[2]</sup>。ESOP的“魔鬼契约”假说并没有被国内相关研究明确提出并加以检验。

在中国,ESOP所发挥的作用与发达国家会有不同,原因是二者在制度上存在差异。在美国,ESOP是一种员工福利计划,正式推行于1987年的ERISA法案,通过信托接受公司可减税的医疗保险和养老金津贴定期缴款来积累股票的方式运作。然后,这些公司股票被分配到参与者的个人账户中,作为个人激励,以提高公司的生存能力和业绩<sup>[3]</sup>。除了税收优惠,员工持股计划还很有吸引力,因为其赋予了实际所有权,并被认为可以改善员工的工作态度。但是,有研究认为,美国的ESOP制度有很大的缺陷,即受托管理资产的信托公司代为行使ESOP相关的投票权,这使得原本极其分散的股权结构更加分散,所有权与控制权的进一步分离会加大代理问题,造成了美国历史上最大

收稿日期: 2024-09-05

基金项目: 海南省哲学社会科学规划课题“促进企业创新的海南自贸港金融生态环境建设研究”(HNSK(ZC)25-144)

作者简介: 郝群,女,陕西西安人,三亚学院商学院讲师,硕士,主要研究方向为财务管理与公司治理;黄志忠,通讯作者,男,福建仙游人,南京大学商学院教授,博士,主要研究方向为公司财务与资本市场, E-mail: acchuang@163.com。

的破产案(2002年的世通公司案)及一连串公司管理层滥用职权的丑闻,其中引人注目的是安然公司财务舞弊案<sup>[4]</sup>。

在日本,ESOP出现于1919年,是金松商行(当时日本主要的综合贸易公司之一)引进的一项计划,该方案的目的是“协调资本、经营和劳动三方”。随后出现了许多模仿者,员工所有权稳步扩大,特别是在1935年至1945年期间。然而,随着第二次世界大战的结束,这些原始的员工所有权计划完全消失了。日本ESOP历史的第二阶段始于日本战后民主改革时期,当时曾指定公司31.4%的股份由在这些公司工作的员工购买。在这个过程中,成立了持股信托(ESOP trusts)。然而,这些信托面临严重的财务困难,并最终全部消失。现行的ESOP始于20世纪60年代末,似乎重新激发对ESOP兴趣的动力来自日本政府部门,在1967年日本政府通过非正式渠道鼓励企业采用ESOP,主要是为了保护国内企业免受外资敌意收购。日本ESOP的特殊机制安排与其他国家(包括美国)有很大不同。首先,设立ESOP的日本公司不会因此获得税收优惠。其次,为了促使员工个人参与ESOP,公司往往提供补贴。通常情况下,公司将出资相当于员工缴纳金额的5%至10%,并承担管理费用。第三,在日本,大多数ESOP示范模式规定高管不能参与ESOP。第四,和其他国家一样,参加者在ESOP中的个体份额(和分红)由信托持有。然而,日本ESOP的一个独特之处是每名参与者都有权撤回股份,但需要满足某些条件。常见要求是雇员必须至少保留1000股在信托中,并且只能以1000股为单位进行撤回操作。第五,尽管大多数员工持股计划采用的示范规则允许成员完全退出员工持股计划,但限制了成员的重新加入。第六,示范规则要求退休工人以股票或现金的形式提取累积贡献的总金额加上所有股息。最后,员工持股计划的股东通常由一名“总董事”代表,他在股东大会上被授权对该计划持有的股票进行投票。决策通常是由总董事独立做出的,而不是通过将员工参与的投票制成表格。多数员工持股计划采用的示范规则要求总董事必须参与计划,因此总董事通常是非管理者。根据示范规则,总董事由其他

参与者按照一人一票的原则选出<sup>[5]</sup>。

在韩国,ESOP同样是一种员工福利,ESOP的股权由设在公司内部的员工持股协会负责管理,公司授权员工指定协会主席和协会中一半的工作董事(working directors),另一半工作董事由管理团队指定。因此,韩国的ESOP与日本的在制度上相似。参与ESOP的员工可以通过员工持股协会像其他的股东那样行使他们对公司议题的投票权,这使得参与ESOP的员工有动机去挑战管理者的行为并促使他们做出能提升市场业绩的决策,这在一定程度上有助于减轻所有权与控制权分离导致的代理问题<sup>[6]</sup>。

可见,在多数国家,ESOP被用作授予员工福利的一种形式,或者被当作是一种为员工避税的手段。而在中国,ESOP与其他国家有诸多不同。其一,当前的ESOP可能与日本第二阶段的ESOP类似,但又有不同。不同之处是中国的ESOP可以由信托管理,也可以由基金代持。基金代持ESOP股份就可能会与基金自身购买的ESOP公司的股份产生利益冲突,而相关法律法规又不禁止。其二,大多数中国上市公司的ESOP不是授予员工的福利,员工需要自己出资购买ESOP的份额,而现实中参加ESOP的员工大多有很重的房贷压力,因而ESOP对员工来说基本上是一种负担。员工在家庭生存的压力下屈服于公司高管的各种要求成为一种理性的选择。其三,中国的ESOP不是长期性的,而是短期性的,这容易导致公司的短期行为。既然中国的ESOP制度有这么多的局限性,现实中会被如何利用?又如何可能成为激励员工的工具?公司员工是否会被胁迫参与ESOP?其不良后果是什么?这些问题至今缺乏文献的全方位研究。本文以一个上市公司的持股计划为例,来揭示ESOP如何被管理层和控股股东利用而沦为“魔鬼契约”,以及由此带来的不良后果——利润操纵、内幕交易与员工离职潮。

本文可能的贡献在于:①将我国的ESOP制度与其他国家进行比较,指出我国ESOP制度存在的漏洞;②总结了ESOP的各种理论假说;③揭示ESOP“魔鬼契约”在我国的存在性;④揭示了ESOP“魔鬼契约”的可能不良经济后

果;⑤本文首次提出了 ESOP 与内幕交易的关联关系,并提供了个案证据,丰富了 ESOP 的文献和内幕交易的文献;⑥本文针对现行 ESOP 制度的漏洞提出了改进建议。

## 1 理论分析与假设

### 1.1 ESOP 的反收购与堑壕工具假说

在美国,上市公司的股权结构高度分散,控制权市场也比较活跃。ESOP 被一些公司的管理者利用于“扎根”(managerial rooting)的目的,或者说被管理层用于应对当前的或潜在的敌意收购。ESOP 有这种功效的原因是公司管理层决定是否设立员工持股计划,并在许多情况下决定员工持股计划受托人采取的行动,包括影响受托人对未分配的股份进行投票,代表员工对分配的股份进行投票。管理层可以终止该计划,也可以将其转变为不需要投票的计划,并将其私有化。因此,从管理的角度来看,员工持股计划代表了一种潜在的强大的堑壕工具,能保护管理者免受经理劳动力市场的约束<sup>[7]</sup>。中国的 ESOP 制度在涉及股票的托管和投票权方面与美国相似,但是控制公司的更可能是控股股东而不是管理者。因此,中国的 ESOP 容易成为控股股东获取私人利益的工具<sup>[1,8-11]</sup>。公司实施 ESOP 的动机也可能是为了帮助质押股权的控股股东稳定股价<sup>[8-11]</sup>、帮助控股股东顺利减持股份套现<sup>[8-10]</sup>、帮助控股股东维持控制权地位<sup>[1]</sup>等。在这些情况下,ESOP 并不会发挥激励协同效应,甚至会导致大股东掏空程度的加剧<sup>[11]</sup>。

### 1.2 ESOP 的“魔鬼契约”假说

1997年,Clark等<sup>[12]</sup>提出了ESOP的“魔鬼契约”假说。“魔鬼契约”假说是指,ESOP推出者向ESOP参与者承诺给予可观的好处,以收买ESOP的参与者。当ESOP启动时,管理层(大股东)会建立一个信托,负责ESOP中的股票投资权。管理层(大股东)通常会选择受托人,虽然受托人有义务为“员工的最大化利益”投票,但这充其量只是一个模糊的概念。在绝大多数投标中,ESOP的受托人投票支持管理层<sup>[13]</sup>。公司员工可能会对管理层的这种安排产生抵触而退出ESOP。如果大部分的员工选择退出ESOP,管理层利用ESOP来巩固自己

控制权的如意算盘就不能得逞。因此,管理层有动机以给予额外津贴、通过操纵股价或内幕交易使参与者获得巨额意外财富、承诺参与者免遭裁员等引诱员工参与ESOP。在这种情况下,ESOP实际上是管理层(大股东)和员工之间签订的“魔鬼契约”,以牺牲其他股东的利益为代价来提高自己的福利。

长期来看,参与ESOP“魔鬼契约”的员工与管理层共同掠夺公司财富必然会使公司的长期业绩受损,最终导致公司亏损甚至破产,这对参加ESOP的员工来说并非好事。因为,如果ESOP是长期的项目,员工股东持有的股票短期内不能退出,一旦公司出现巨额亏损或破产,参与ESOP的员工股东将面临灾难——家庭财富的“灰飞烟灭”及个人失业。这对需要偿还巨额购房贷款的家庭来说绝对难以承受。不过,好在中国的ESOP可以只设置一年或两年的期限,管理层或控股股东可以向员工承诺通过盈余管理的手段获取外部投资者的信任使股价上涨,之后乘机高价发行股票来弥补管理层、控股股东掏空所造成的亏空。受巨额财富诱惑的员工很可能会参与这种机会主义的ESOP。即使有较多的员工不想参与,管理层和控股股东也可以通过暗示公司因业绩不佳近期有裁员计划这种威逼手段胁迫员工参加ESOP。一旦有较多的员工参与这种“魔鬼契约”,管理层就可以大胆地实施他们的利润操纵和股价操纵行为以获利。

利润操纵和股价操纵虽然短期内能奏效,长期还是会被市场发现。市场一旦发现公司的ESOP是一次性的,进而识别出公司的股价操纵行为,股票价格可能会发生崩盘。股价崩盘对质押股权的控股股东来说是一种灾难,因为他们质押的股票一旦价格跌至质押权人设定的平仓线,质押的股票就会被强制出售,质押股权的控股股东就要遭受股价的损失和控制权丧失的双重打击。因此,在公司ESOP实施一年之后,管理层和控股股东会再次引诱参加过员工继续参加ESOP。但是,市场并不是管理层和控股股东所认为的那样容易欺骗。也就是说,第二年ESOP期间股价出现崩盘是大概率事件。如果股价确实发生崩盘,那么受到伤害的参与ESOP的员工对管理层和控股股东将

不再信任甚至产生怨恨心理,管理层与员工的关系可能会变得恶劣,这会迫使有能力的员工离职。

根据以上分析,预测实施机会主义 ESOP 的公司会进一步刺激大股东掏空,实施的第二年会增发新股,以后股价崩盘的风险会加大,公司会实施盈余管理或利润操纵行为,员工可能会出现离职潮。目前已经有文献提供了 ESOP 与控股股东掏空正相关<sup>[11]</sup>、与盈余管理正相关<sup>[14]</sup>、与股价崩盘风险正相关<sup>[15-16]</sup>的证据。本文提出未被证实的 3 个假设,来验证“魔鬼契约”假说:

假设 H1:公司实施非纯粹福利性的 ESOP 后很可能会增发新股;

假设 H2:公司实施非纯粹福利性的 ESOP 后很可能会实施利润操纵行为;

假设 H3:基于财务动机的 ESOP 可能会导致公司出现员工离职潮。

### 1.3 ESOP 的内部人交易假说

Myers 和 Majluf 指出,在信息不对称的条件下,处于公司内部“内部人”比“外部人”掌握的信息更多<sup>[17]</sup>。内部人会利用他的这种信息优势去获取超额利润,导致内幕交易的发生。但是,内幕信息的形成往往需要设法收集分散在公司不同部门的信息<sup>[18]</sup>,需要高层管理者之间相互协作和相互信任,才能排除可能影响有效沟通的障碍。此外,为了防止私人信息泄露给董事会或外部投资者,所有能够接触到内部信息的高管和员工都需要默许,并在制造和部署增加信息不对称的材料方面提供足够的协作。因此,Pham 认为 CEO 跟其他高管搞好关系才能为他们的机会主义内部人交易创造和隐藏私人信息<sup>[19]</sup>。Pham 以标准普尔 1 500 家上市公司为样本的实证研究表明,管理层朋友关系的强度与机会主义的内部人交易显著正相关,与内部人交易的期间收益正相关<sup>[19]</sup>。

ESOP 的实施有助于管理层紧密关系的形成。一方面,CEO 或控股股东可以利用具有“魔鬼契约”性质的 ESOP 收买那些能够产生或知晓企业部分私密信息的员工。另一方面,CEO 或控股股东也可以通过杠杆型 ESOP 将那些能够产生或知晓部分私密信息的员工的家庭大部分甚至超过全部的财富与公司的命运捆

绑在一起,迫使参与 ESOP 的员工们重度依赖他们,与他们结成同盟。

当公司的经营状况不好时,质押股权的控股股东需要采取特殊的手段来管理市值。但股票市场在大多数情况下是理性的,当市场知晓公司的经营状况不好时,股价必然会有相应的负面反应,造成公司股价出现崩盘风险。消除股价崩盘风险是质押股权的控股股东市值管理的首要目标。显然,单靠控股股东的交易行为无法实现长期稳定股价的目标,公司管理层和上层员工的支持必不可少,因为只有高管和相关员工们的协同合作才能在账面上“管理”公司的财务业绩。有了“好看”的财务业绩,股票价格才可能被稳定住。因此,当公司财务业绩不好时,实施 ESOP 的公司操纵利润的可能性比较大。由于公司的股票价格直接影响参与 ESOP 员工的家庭财富和生活质量,因此,这些员工乐意参与公司的利润操纵。由于利润操纵行为存在被发现的风险,“及时行乐”是参与操纵利润员工和股东们的信条,也就是说,一旦股票市场不能识别公司的真实财务状况而对实施 ESOP 的公司“好消息”做出正面的反应,他们就会迫不及待地通过内幕交易获得超常收益,以弥补因这些员工过度投资于高风险的本公司股票所承担的未来巨大损失的可能,否则,他们加杠杆投资于高崩盘风险、低收益的本公司股票是不理智的。当然,在信息敏感期内的内部人交易是违法的,因此,参与 ESOP 的员工会选择在临近敏感期的时间段买入股票来隐藏他们的内幕交易行为。

根据以上分析,提出 2 个假设:

假设 H4:控股股东质押股权时公司更可能实施杠杆型的 ESOP;

假设 H5:杠杆型的 ESOP 在实施期内更可能发生财务报告公告日之前的内幕交易。

## 2 研究设计

### 2.1 案例选择

本文选取江苏康得新复合材料股份有限公司(简称康得新,股票代码 002450)为研究对象,是因为:①公司在 2015 年的第 69 号临时公告中明确了员工持股计划的目的是“维护公司股价稳定”,但在正式的员工持股计划公告

中则隐藏了真实的意图<sup>①</sup>。不管是采用大样本量的实证研究,还是采用文本分析方法,这种情况都无法被揭示。唯有采用案例研究方法才能窥探到公司实施 ESOP 的真实意图。<sup>②</sup>管理层与终极控制人家族的关系只有通过多年跟踪比较才能确定,大样本量和文本分析都无法实现这个功能。<sup>③</sup>公司隐瞒了大股东掏空的事实,多年之后更换审计师才以临时公告的形式披露出来,大样本量和文本分析都无法捕捉到这种情况,从而会对实证研究结论产生不利的影响。<sup>④</sup>公司财务舞弊多年后被证监会查处,为本文的假设提供了直接的证据。当然,公司内部人是否实施了内幕交易,还需要通过研究提供间接的证据。

## 2.2 测度内幕交易

根据内幕交易的相关研究文献,在重大信息公告之前,股票的交易会出现异常换手率,股价会上涨(如果是利空消息则会下跌),这两个特征是判定内幕交易的标准<sup>[20]</sup>。

本文用两种方法测度异常换手率:一是将案例公司在观察期的股票换手率与可比公司同期的股票换手率进行对比(横向异常换手率),二是将观察期的股票换手率与对照期的股票换手率进行对比(纵向异常换手率)。累计超常收益的测度同样如此。

### 2.2.1 横向比较

横向异常换手率等于本公司股票的观察期换手率减去可比公司股票的同时期换手率或行业同时期的平均换手率,即

$$abTurnover_{kt} = Turnover_{kt} - Turnover_{int} \quad (1)$$

横向超常收益率等于本公司股票的观察期收益率减去可比公司股票的同时期收益率或行业同时期的平均收益率,即

$$AR_{kt} = Return_{kt} - Return_{int} \quad (2)$$

式中: $Turnover_{kt}$  代表时间  $t$  康得新的观察期换手率, $Turnover_{int}$  代表时间  $t$  可比公司或行业观察期的平均换手率; $Return_{kt}$  代表时间  $t$  康得新的观察期日收益率, $Return_{int}$  代表时间  $t$

可比公司或行业观察期的日平均收益率; $abTurnover_{kt}$  ( $AR_{kt}$ ) 代表康得新的观察期日超常换手率(收益率)。

横向累计超常收益为

$$CAR_{kt} = \sum_{-60}^t AR_{k\tau} \quad (3)$$

个股的观察期累计毛收益为

$$CR_{kt} = \sum_{-60}^t Return_{k\tau} \quad (4)$$

### 2.2.2 纵向比较

纵向异常换手率等于本公司股票的观察期换手率减去本公司股票的观察期前对照期的平均换手率,即

$$abTurnover_{kt} = Turnover_{kt} - \overline{Turnover}_{k,t-\tau_1}^{k,t-\tau_2} \quad (5)$$

纵向超常收益率等于本公司股票的观察期收益率减去本公司股票的观察期前对照期的平均收益率,即

$$AR_{kt} = Return_{kt} - \overline{Return}_{k,t-\tau_1}^{k,t-\tau_2} \quad (6)$$

式中, $Turnover_{kt}$  和  $Return_{kt}$  的定义同上, $\overline{Turnover}_{k,t-\tau_1}^{k,t-\tau_2}$  表示康得新在观察期前多个对照期的平均换手率; $\overline{Return}_{k,t-\tau_1}^{k,t-\tau_2}$  代表康得新在观察期前多个对照期的日平均收益率。 $abTurnover_{kt}$  ( $AR_{kt}$ ) 代表康得新的观察期内日超常换手率(收益率)。

纵向累计超常收益为

$$CAR_{kt} = \sum_{-60}^t AR_{k\tau} \quad (7)$$

### 2.2.3 回归检验

回归检验是综合以上两种比较的方法。借鉴 Bernile 等<sup>[20]</sup>用行业的平均换手率作为横截面比较的控制变量,观察变量为代表疑似内幕交易期间的性质变量,样本期间取财务报告公告前 60 个交易日至公告日(不包含疑似内幕交易期间)作为疑似内幕交易的对照组进行纵向对比。作为案例研究,本文的样本公司只有一个,即康得新。为了检验内幕交易的存在性,选

<sup>①</sup>在《江苏康得新复合材料股份有限公司 2015 年员工持股计划》中则是另一种提法——员工持股计划的目的是:“1. 建立和完善劳动者与所有者的利益共享机制;2. 进一步完善公司治理结构,倡导公司与个人共同持续发展的理念,有效调动管理者和公司员工的积极性;3. 吸引和保留优秀管理人才和业务骨干,兼顾公司长期利益和近期利益,更灵活地吸引各种人才,从而更好地促进公司长期、持续、健康发展。”

取了两家与康得新可比的公司——双星新材(002585)和有研新材(600206)为对照组进行模型的回归,以检验内幕交易的存在性。

$$Turnover_{it} = \beta_1 + \beta_2 inflike_{it} + \beta_3 Turnover_{pt} + \epsilon_{it} \quad (8)$$

式中: $inflike_{it}$ 代表案例股票观察期间(疑似内幕交易期间),当康得新股票交易落入观察期间时变量取1,否则取0; $Turnover_{pt}$ 代表对比公司组合的平均换手率。这里不对股票收益进行回归,这是因为疑似内幕交易期间实为内幕人建仓期间,内幕人为了降低成本,会想办法压低股票交易价格,使得内幕交易期间的股票收益不会显著异于其他期间。

### 3 案例分析

#### 3.1 康得新 ESOP 情况

康得新于2014年11月11日不经董事会和股东大会审议即实施了“变种”的员工持股计划——部分董事、高管和员工融资增持公司股份计划(简称“2014增持计划”)。之后分别于2015年、2016年、2017年推出三期员工持股计划。

经过深圳证券交易所的问询,后来公司披露,“2014增持计划”参与者实际上仅包括高管和控股股东、康得新核心员工,因而实质上是控股股东主导的管理层持股计划。根据公司对问询函的回复,公司管理层与员工在控股股东的倡导下实施了 this 持股计划。在这个持股计划中,控股股东对所有股份的本金和固定收益做了担保。持股计划设置了警戒线和止损线(未披露具体数据),当持股计划的单位净值跌至警戒线、止损线时,控股股东承担补仓义务(追加资金)。该持股计划的成本是32.89元/股,购入股票1642.46万股,占总股本的1.68%,分3个资产组管理:华富基金、浦发银行、铭渤2号至4号。分组之后,托管机构所持有的单组股票数量均未达到前10名股东行列,因而免于公告。

2015年7月6日,公司发布董事会会议(决议)和召开临时股东大会的公告,同时发布2015年员工持股计划草案。此为公司定义的第一次(正式的)员工持股计划,参与对象为公司及下属子公司员工,不含董事、监事和高管。

参与此次ESOP的员工需要自筹资金,并且只能购买基金产品——长信基金-涌信A号中的高风险A3次级份额,而控股股东只为长信基金-涌信A号中的优先级A1和次级A2提供本金和收益的担保。根据《长信基金-涌信3号资产管理计划资产管理合同(草案)》,该计划确定警戒线是0.92(92%),平仓线是0.88(88%)。当本计划份额净值低于0.92元时(单位份额成本为1元),控股股东需在次日进行补仓,或支付违约金;若本计划份额净值低于0.88元时,控股股东同样需在次日追加资金,否则要支付违约金。若在 $t+2$ 日13:00前未补仓,股票将被按市价变现,直到全部股票被变现为止。合同约定,A1级基金持有者获得其初始委托财产8%的年化预期固定收益率,A2级基金持有者获得更高的收益率以使A1级与A2级合计的年化收益率为9.95%。扣除A1级和A2级的9.95%收益率之后,若A1级和A2级持有者有损失则由控股股东补足,A3级持有者(即第一期ESOP参与者)若有损失则由其自己承担,若还有收益则由A2级计划持有者和A3级计划持有者之间按15%和85%分配。第一次ESOP于2015年9月15日完成建仓,平均购入成本为25.62元/股,共买入约233.92万股。第一期ESOP存续期不少于12个月。第一期ESOP终止日和总收益信息未曾披露。

2016年11月16日,公司发布第二期ESOP。该期ESOP于2016年12月30日建仓完毕,每股平均购入成本为19.22元,共买入了约3077.2430万股,支付现金5.9138亿元,占总股本的0.87%。所购入股票锁定期为12个月,受托机构为云南国际信托有限公司,所设警戒线为0.90,止损线为0.87。该期ESOP于2018年11月21日终止,减持股票收回资金约3.6亿元,第二期ESOP最终以亏损超2.638亿元收场,其中控股股东垫付了0.323亿元。

2017年8月8日,公司发布第三期ESOP。在ESOP公告发布之后的2017年8月25日,深圳证券交易所就向公司发送《关于对2017年半年报的问询函》,指出公司2015年至2017年6月的报表存在存贷双高的问题,并要求公司补充说明公司的货币资金水平与资金需求是否匹配。在深交所发送问询函期间,康得新股票

正处于暂停交易期。康得新股票在9月7日复牌,复牌首日股价上涨7.37%,涨到20.83元。公司第三期ESOP于2017年10月27日建仓完毕,每股平均购入成本约为21.33元,共买入约5383.48万股,支付现金约11.48亿元,占总股本的1.52%。所购入股票锁定期为12个月,受托机构为陕西省国际信托股份有限公司,所设警戒线为95%,追加线为0.88,止损线为0.84。2017年10月28日公司公告完成ESOP建仓,第二个交易日股票上涨了3.32%至24.3元每股。

2018年5月18日,公司再次回复深交所对2017年年报中存贷双高问题提出的问询函,此时公司首次披露了银行存款27.03亿元被冻结的事实。公告日处于康得新股票停牌期间。2018年11月6日,康得新股票复牌,股价连续4天跌停,跌停板打开后2018年11月16日股价收盘于11.97元。而2017年的第三期ESOP到期日为2018年10月28日,处于股票停牌期间。期间,如果参与ESOP的股份还在,根本来不及出清。可以说,参与第三期ESOP的员工损失惨重。

### 3.2 康得新实施ESOP动因假说的分析

第二部分提出了除激励协同效应假说之外的三个理论假说,分别是反收购与堑壕工具假说、“魔鬼契约”假说和内部人交易假说。根据上节对康得新三期ESOP的介绍,看到康得新ESOP并不是给员工提供的一项福利,从第一期ESOP的基金投资计划来看,员工成了ESOP信托基金其他投资者风险的兜底者。因此,基本上可以否定激励协同效应假说。下面分别对三个假说进行验证。

#### 3.2.1 反收购与堑壕工具假说

反收购与堑壕工具假说认为,管理层或控股股东为了维护其对公司采取的在职消费、掠夺或掏空的策略而实施具有反收购作用的ESOP。因此,该假说的关键在于管理层或控股股东是否存在堑壕行为。

管理层和控股股东的变动情况如表1所示。从表1可以看到,管理层的薪酬从2013年起出现惊人的增长,而且这些年高管薪酬的增长与公司的操纵后ROE和操纵前ROE都极

不匹配。比如,2015年康得新的操纵后ROE相比2014年更低,但薪酬却增长了。2018年公司操纵后的ROE只有1.6%,不到2014年ROE的8%,但2018年三名高管的总薪酬却是2014年的1.53倍。如果将2018年的公司业绩与2012年相比,ROE从13.8%下降到了1.6%,而薪酬则增加4.24倍。Jensen和Meckling指出,过度薪酬是管理层掠夺的一种形式<sup>[21]</sup>。可见,管理层堑壕行为相当严重。

由于公司总经理是公司终极控制人的妻子,她代表了控制股东的利益。从表1的最下面两行可以看到,控股股东自2017年起以不入账的形式侵占了上市公司40.48亿元的资金,这是控股股东对上市公司明目张胆的掏空。可见,康得新在公司实施ESOP之前就已经存在较为严重的管理层和控股股东堑壕行为,公司的ESOP符合反收购与堑壕工具假说。

#### 3.2.2 “魔鬼契约”假说

“魔鬼契约”假说是指ESOP推出者向ESOP参与者承诺给予可观的好处,以收买ESOP的参与者。ESOP推出者收买员工的目的的一方面是为了抵御外部的敌意收购者,另一方面是为了隐瞒管理层的舞弊行为,甚至是为了协助其进行机会主义内部人交易。

第一大股东股权质押情况及股价相对市场的变动情况如表2所示。从表2可以看到第一大股东出现几乎百分之百的股权质押比例,这可能使得控股股东康得投资集团有较强的动机去实施利润操纵以维持股价。康得新股价从2011年上半年的2.53元稳步上涨至2013年下半年的8.45元,这段时间对于康得投资集团来说是适宜的,控股股东不用考虑股价崩盘对高比例质押下控制权的威胁。2014年上半年起情况出现恶化,康得新股价出现较大幅度的下跌,此时,质押了99.99%所持股份的康得投资集团开始有动机去操纵利润以提振市场信心。2014年11月公司推出由控股股东兜底的针对高管和核心员工的增持计划,明显具有收买高管和核心员工的意图。从2014年下半年至2015年下半年的股价来看,“2014增持计划”发挥了稳定股价的作用,因而该期增持计划符合“魔鬼契约”假说。

表1 管理层和控股股东的变动情况

Tab.1 The change of management and controlling shareholders

年份	报告的 ROE/%	更正后的 ROE/%	三名高管年度薪酬/万元				控股股东资金 侵占/亿元	为控股股东 担保/亿元
			总薪酬	总经理	董事会秘书	财务总监		
2010年	7.88	7.88	99.77	39.89	27.81	32.07	—	—
2011年	12.4	12.4	128.68	52.30	32.35	44.03	—	—
2012年	13.8	13.8	137.14	69.09	25.04	43.01	—	—
2013年	17.4	17.4	382.32	242.61	69.55	70.16	—	—
2014年	20.7	20.7	469.38	298.84	78.99	91.55	—	—
2015年	15.2	-44.1	478.13	297.82	83.49	96.82	—	—
2016年	12.6	-29.0	651.53	449.60	79.70	122.23	0.12	14.82
2017年	13.7	-69.6	732.20	494.55	87.62	150.03	40.48	14.63
2018年	1.6	-230.7	718.82	455.53	89.76	173.53	40.48	14.63

注:数据来源于瑞华会计师事务所2017年4月发布的《关于康得新复合材料集团股份有限公司控股股东及其他关联方资金占用汇总表专项审核报告》和公证天业会计师事务所发布的《康得新复合材料集团股份有限公司专项说明(2020年度)》。

从上证综指来看,从2015年下半年至2016年上半年,股市经历了一波暴跌行情。此时,质押了99.91%持有股份的康得投资集团有极强的动机去向市场传递极端意外的利好消息。为了让公司员工配合操纵利润并隐瞒实情,公司实施了第一期ESOP。根据中国证监会的调查报告,在实施首期ESOP期间,康得新自2015年1月至2018年12月通过虚构销

售业务的方式虚增营业收入、营业成本、研发费用和销售费用;两次非公开发行股票,并将发行股票筹集的资金通过其他公司作为过桥地转出后转回公司用于归还银行贷款、配合虚增利润(同时造成现金流量的虚增)。这与“魔鬼契约”假说所预期的一致,公司实施ESOP可能就是为了胁迫员工参与系统性的财务舞弊。

表2 第一大股东股权质押情况及股价相对市场的变动情况

Tab.2 Equity pledge status by the largest shareholder and share price fluctuations relative to the market

年份	年底持股 比例/%	年底出质股权 的比例/%	上半年平均 股价(复权)/元	下半年平均 股价(复权)/元	上半年上证 综指均值	下半年上证 综指均值
2011年	34.42	93.50	2.53	3.34	2 851	2 492
2012年	28.72	96.90	3.41	4.51	2 343	2 104
2013年	28.50	99.94	7.21	8.45	2 264	2 126
2014年	23.52	99.99	6.96	9.20	2 050	2 415
2015年	15.28	99.91	14.13	16.67	3 935	3 517
2016年	22.28	99.92	16.49	18.04	2 913	3 091
2017年	24.06	99.50	19.15	22.58	3 174	3 321
2018年	24.05	99.45	20.70	9.90	3 210	2 687

### 3.2.3 内部人交易假说

上文已经提供了康得新的公司管理层通过ESOP收买和胁迫员工的证据。当公司员工受制于管理层时,管理层与员工结成了一个联盟。Pham认为,管理层联盟的形成会导致机会主义的内部人交易<sup>[19]</sup>。2014年11月11日,康得新公告一项部分董事、高管和员工融资增持公司股份的计划。这个增持计划共买入股票1 642.46万股,占总股本的1.68%,并由控股股东保证计划参与者的本金和一定的固定收益,因而可视为控股股东对高管和高层员工的收买。而公司的三名高管:总经理、副总经理和财务总监都是在2013年至2018年领取巨额薪酬,而且都是女性(除了2014年至2015年公司聘任了总经理的儿子担任一段时间的副总经理)。可以认为康得新的管理层与高层员工之间形成了联盟。根据Pham的理论,管理层很可能会实施机会主义的内部人交易行为。

根据公告,2014年11月的增持计划存续期至少12个月,即增持计划的股票在2015年11月11日之前不能出售,该计划的持股成本是32.89元/股。2015年上半年中国股市处于牛市阶段,参与增持计划的高管和高层员工应该是满心欢喜的。但在高管的增持计划期满之前,2015年6月12日股市开始出现震荡,19日开始了股市的崩盘行情。康得新的股价也受到很大的冲击。为了稳定股价,公司于2015年7月6日紧急出台第一期的ESOP。也就是说,第一期ESOP很可能是为了保护内部人交易而为之。果然,第一期ESOP的效果很显著,股价在ESOP公告的当天就上涨了10%,加上之后的4个交易日,5个交易日共上涨了24.44%,股价从第一期ESOP前的27.89元一路上涨至2015年11月11日的阶段最高点36.6元。按这个价格计算,上述内部人交易共获利6 126.38万元,潜在收益率为11.34%。除此之外,这些高管还有可能实施其他未公告的机会主义内部人交易。下面将通过调查和实证的手段来验证。

## 3.3 假设的相关证据与检验

### 3.3.1 假设H1和假设H2的相关证据

假设H1认为公司实施非纯粹福利性的ESOP后很可能会增发新股,假设H2认为公

司实施非纯粹福利性的ESOP后很可能会实施利润操纵行为。2019年7月6日,中国证监会的处罚公告《康得新复合材料集团股份有限公司关于收到中国证监会行政处罚事先告知书的公告》不仅为假设H2提供了证据,也为假设H1提供了证据。处罚公告中说明,“2015年12月,康得新依据中国证券监督管理委员会(简称中国证监会)的核准批复,非公开发行了约17 074.56万股股票,发行价为每股人民币17.57元,募集资金净额298 226.92万元,用于向光电材料增资,建设年产1.02亿平方米先进高分子膜材料项目。2016年9月,康得新依据中国证监会的核准批复,非公开发行29 411.76万股股票,发行价为每股人民币16.32元,募集资金净额478 422.59万元,用于向光电材料增资,建设年产1亿片裸眼3D模组产品项目和前述先进高分子项目及归还银行贷款。2018年6月10日,康得新与中国化学赛鼎宁波工程有限公司、沈阳宇龙汽车(集团)有限公司签订《采购委托协议》。随后,2018年7月至12月期间,康得新累计将24.53亿元从募集资金专户转出,以支付设备采购款的名义分别向以上的协议方支付21.74亿元、2.79亿元;转出的募集资金经过多道流转后主要资金最终回流至康得新,用于归还银行贷款、配合虚增利润等,变更了募集资金用途。”康得新利用非公开发行股票筹集的资金配合利润操纵,其原因是管理层和控股股东掏空造成了公司资金的短缺。公司利润操纵的动机则是为高比例质押股权的控股股东管理市值服务的。虽然利润操纵和增发股份不是ESOP的直接后果,但ESOP却是迫使关键员工共同参与利润操纵的手段。而增发新股则可能是管理层用以虚构现金流量掩盖利润操纵的手段。

### 3.3.2 ESOP与员工离职潮

假设H3指出,基于财务动机的ESOP可能会导致公司出现员工离职潮。康得新2015—2018年员工与关键技术人员变动情况如表3所示。从康得新2015年至2018年员工人数和关键技术人员数量的变化,由此可以清楚地看到,康得新实施三期ESOP之后员工人数和关键技术人员都出现了大幅度的萎缩,究其原因,是因为康得新所推行的ESOP不是员

工的福利,而是胁迫员工参与 ESOP、掩盖管理层和控股股东非法活动并成为其所承担风险的兜底工具。第二期和第三期 ESOP 带给员工的不是收益而是巨额的损失。这些员工没有能

力用手投票反对管理层和控股股东的掠夺行为,只能选择用脚投票。总之,员工离职潮与非福利性的 ESOP 息息相关,假设 H3 由此得到支持。

表3 康得新 2015—2018 年员工与关键技术人员变动情况

Tab. 3 Changes of employees and key technical personnel in KDX from 2015 to 2018

年份	员工人数	增长率/%	关键技术人员数	增长率/%
2015 年	3 836	18.98	1 540	45.84
2016 年	4 053	5.66	1 637	6.30
2017 年	4 081	0.69	1 648	0.67
2018 年	3 717	-8.92	1 028	-37.62

### 3.3.3 ESOP 将员工与控股股东利益深度捆绑

上文已经分析,康得新推行 ESOP 的主要原因是控股股东高比例质押股权及股市的崩盘。控股股东为了管理市值而实施利润操纵行为,为了让关键员工参与利润操纵的同时严守秘密,让员工参与高杠杆的 ESOP 是一种最优的选择。因为股价下跌会使参与 ESOP 的员工加倍损失,参与 ESOP 的员工不得不参与财务舞弊,还得与管理层一起严密防范财务舞弊的“机密”泄露。康得新第二期 ESOP 和第三期 ESOP 都没有披露员工的资金来源和购买的基金等级。第一期 ESOP 的披露比较清楚。《江苏康得新复合材料股份有限公司 2015 年员工持股计划(草案)》写明:“公司正式员工参与本员工持股计划的资金来源为其合法薪酬、自筹资金等。”“本员工持股计划设立后委托长信基金管理有限责任公司管理,并计划认购长信基金管理有限责任公司设立的长信基金-涌信 A 号中的次级 A3 份额。”“对于次级份额而言,通过份额分级,放大了次级份额的收益或损失,若市场面临下跌,次级份额的跌幅可能大于本公司股票跌幅。”从这些描述中可以得知,康得新员工参与的 ESOP 被限定于购买以本公司股票为标的高杠杆特定基金产品,而该基金是封闭式基金<sup>①</sup>。至此,假设 H4 得到验证。

### 3.3.4 ESOP 执行期间年报、半年报前内幕交易检验

康得新 2016 年 2 月 26 日公布业绩快报,净利润比上年增长 42.19%,每股收益比上年增长 39.44%。但康得新因筹划收购境外公司股权事宜自 2016 年 2 月 14 日起实施了停牌,至 2016 年 3 月 8 日才复牌。因此,本公告不存在业绩快报前的内幕交易。

康得新于 2016 年 4 月 22 日发布 2015 年的年度报告,公告前 30 天刚好是公告前的第 21 个交易日。年度报告显示,2015 年全年净利润为 13.9951 亿元,相比 2014 年,净利润增长了 40.55%,可以说是重大利好。与好消息相应,如图 1 所示,在年度报告发布之前的第 28 个交易日开始,康得新股票出现了一波持续至年度报告前 9 日的行情。从换手率来看,年报前第 24 个交易日至第 22 个交易日股票交易量出现了明显的异常(换手率为 2.37%,明显高于年报前 60 个交易日至年报公告日的平均 1.95%的换手率),刚好处于年报的敏感期之前。

另外,年报发布之前的-12 天至-11 天康得新股票交易也出现了异常,2015 年年报发布前后股票价格行为如图 1 所示,可以看到这两天的换手率为 2.52%,虽然这段时间处于内部人交易的信息敏感期内,但公司参与 ESOP 的员工不属于受内部人交易约束的群体,这些员

<sup>①</sup>基金产品的封闭式特征在 2015 年 7 月 6 日的公告《长信基金-涌信 2 号资产管理计划资产管理合同(草案)》中说明。

工可以因“魔鬼契约”的承诺而获得内幕信息。因此, -12天与-11天这两个交易日的异常也

可能是内幕交易的结果, 由此将其与-24天至-22天的异常期合并为内幕交易的检测窗口。

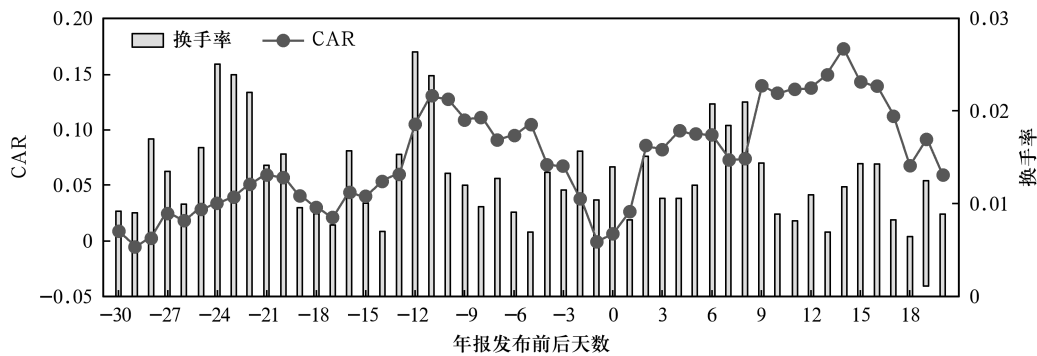


图1 2015年年报发布前后股票价格行为

Fig. 1 Stock price related behaviors around release of the 2015 Annual Report

为了检验内幕交易, 选择了与康得新同行业、观察窗口未实施员工持股计划、控股股东未质押股权且现今为止仍然正常经营的公司为可比公司, 这种公司很少, 只找到两家: 双星新材(002585)和有研新材(600206)。计算这两只股票组合的流通市值加权平均日换手率( $Turnover_p$ 表示)和流通市值加权平均日收益率(用 $Return_p$ 表示)作为康得新异常换手率和超常收益率的估计标准。选取康得新发布年报前的60个交易日至年报发布日前一天为样本期间, 对模型进行了回归分析。根据模型(8)

$$Turnover_{it} = \beta_1 + \beta_2 inflike_{it} + \beta_3 Turnover_{pt} + \epsilon_{it} \quad (8)$$

模型中  $inflike_{it}$  为疑似内幕交易的哑变量, 当康得新股票交易日落入年报前 $[-24, -22]$ 和 $[-12, -11]$ 期间时取1值, 否则取0值。 $Turnover_{pt}$ 为可比股票双星新材(002585)和有研新

材(600206)股票组合的平均换手率。 $Turnover_{it}$ 为康得新股票  $t$  日的换手率。

内幕交易期间购入股票至年报后的累计超常收益如表4所示。在怀疑为内幕交易的期间, 康得新股票获得了9.31%的超常收益; 从年报公告前的24个交易日至年报公告当天, 内幕交易最高共可获得14.57%的超常收益和31.05%的持股收益。

模型(8)的回归结果显示,  $inflike_{it}$  的系数在1%的显著性水平上为+0.011, 表明在 $[-24, -22]$ 和 $[-12, -11]$ 两个期间内, 股票换手率表现出显著异常的高, 符合内幕交易的特征, 假设H5得到支持。

模型(8)的回归结果:

$$Turnover_{it} = 0.014^{***} + 0.011^{***} inflike_{it} - 0.042 Turnover_{pt}, \quad adj. R^2 = 0.264。$$

表4 2015年度报告发布前的内幕交易检验

Tab. 4 Pre-release inspection of insider trading for the 2015 Annual Report

样本期间	CAR <sub>it</sub> /%	累计毛收益 CR <sub>it</sub> /%
$[-24, -22]$	2.24	9.97
$[-12, -11]$	7.07	4.60
$[-12, -11] \cup [-24, -22]$	9.31	14.57
$[-24, -11]$	10.19	18.33
$[-60, 0]$	14.67	31.05

2016年半年报的情况同样如此,公司报告了8.958亿元的半年度净利润额,比2015年上半年的净利润增长了36.63%,比第一季度增长了124.6%,因而也是重大利好消息。康得新2016年半年报前后股票价格行为如图2所示,在半年报的高管交易敏感期(即2016年7月26日起,系半年报公告前的第21个交易日之后)临近的 $[-23, -22]$ 期间康得新股票出现了异常的换手率。通过观察发现,内幕信息在ESOP联盟员工间的扩散日是半年报公告前的第3个交易日。因此,将 $[-23, -22] \cup [-3]$ 界定为疑似内幕交易日。

2016年半年度报告发布前的内幕交易检验如表5所示,由于半年报的披露时间2016年8月24日尚处于股市低迷期,疑似内幕交易日

期间的超常收益与个股的持有收益相差不大,分别为6.29%和6.71%。而半年报披露之前的60个交易日累计超常收益率为-8.06%,累计持股收益率为9.70%。而正的累计持股收益率主要发生在信息敏感期之前。

模型(8)回归结果显示, $inflike_{it}$ 的系数在1%的显著性水平上为+0.012,表明在 $[-23, -22]$ 和 $[-3]$ 两个期间内,股票换手率显著异常,符合内幕交易的特征,假设H5同样得到支持。

模型(8)的回归结果:

$$\begin{aligned} Turnover_{it} = & 0.011 + 0.012^{***} inflike_{it} + \\ & 0.099^{***} Turnover_{pt}, \\ \text{adj. } R^2 = & 0.198. \end{aligned}$$

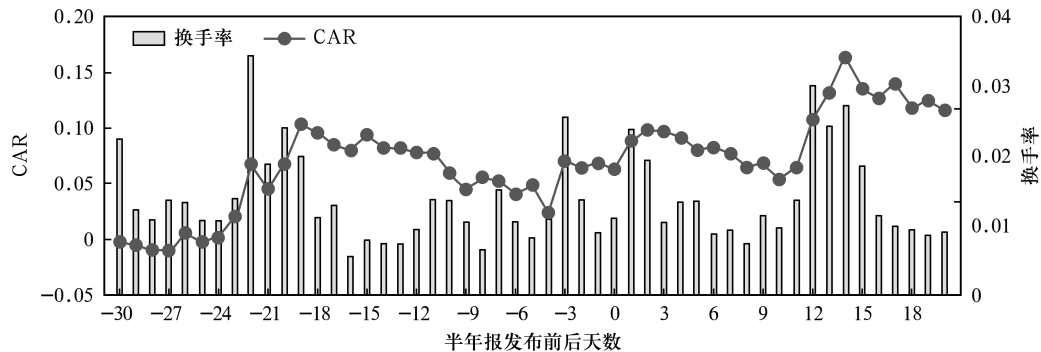


图2 康得新2016年半年报发布前后股票价格行为

Fig. 2 Stock price related behavior surrounding the release of KDX's 2016 Interim Report

表5 2016年半年度报告发布前的内幕交易检验

Tab. 5 The test of informed trading before the release of 2016 Interim Report

半年报发布前后天数	$CAR_{it}/\%$	累计毛收益 $CR_{it}/\%$
$[-23, -22]$	3.42	2.87
$[-3]$	2.87	3.84
$[-23, -22] \cup [-3]$	6.29	6.71
$[-60, 0]$	-8.06	9.70
$[-21, 0]$	-5.51	-6.20

## 4 结论与建议

### 4.1 研究结论

本文比较了中国员工持股计划(ESOP)与美国、日本和韩国ESOP在制度层面的差异,

发现中国的ESOP容易被控股股东用于满足其反收购与堑壕的目的,参与ESOP的员工背上了沉重的财务负担,并且要承担巨大的风险,使得参与ESOP的收益与风险极端不匹配。

当控股股东高比例质押其所持有的股权

时,他们有很强的动机与公司管理层和员工签订“魔鬼契约”,以便控制管理层和员工。中国企业的员工属于弱势群体,具有“魔鬼契约”性质的 ESOP 能够发挥“刀俎”的作用,逼迫企业的员工参与操纵利润、操纵股价等违法行为,同时也被承诺从中获利。

本文以康得新实施 ESOP 为例,检验了 ESOP 的“魔鬼契约”假说,发现公司控股股东康得投资集团利用 ESOP 来“管理市值”以降低其高比例质押股权的风险。ESOP 被设置成高风险等级的封闭式基金产品,购买 ESOP 的资金由员工自筹。因此,康得新所推行的 ESOP 不是员工的福利,而是胁迫员工参与 ESOP、掩盖管理层和控股股东非法活动并为其所承担的风险兜底。具有“魔鬼契约”性质的 ESOP 一方面能够维护控股股东和高管掠夺公司财富、损害中小股东的利益,另一方面导致了一系列的经济后果:操纵利润、向普通投资者超高价增发新股以弥补亏空、内幕交易和出现员工离职潮。因此,中国式的一些 ESOP 容易产生新的代理问题,不利于企业发展。

#### 4.2 改进建议

(1)中国的一些 ESOP 未发挥激励协同效应,原因在于 ESOP 制度对公司员工利益的保护不够,因而现有的 ESOP 制度应该修订,应该严格规定 ESOP 只能由非高管参与,并且 ESOP 的股票不应由员工自己筹资购买,而应由公司根据员工的绩效免费赠予,或者由公司收取的员工养老金购买。

(2)中国的一些 ESOP 容易成为管理层和控股股东收买关键员工的“魔鬼契约”,原因在于 ESOP 的股权受托人由管理层指定,参与 ESOP 的员工丧失投票权,公司股权过于集中,容易出现股价操纵和对内幕交易的监测力度不足等。因此,应参考日本或韩国的 ESOP 制度,提高参与 ESOP 的员工参与公司重大决策的程度,提高和加大对股价操纵和内幕交易的监测技术和力度。规定控股股东不能随意承诺对 ESOP 的本金和收益保底,以免 ESOP 成为“魔鬼契约”。制度还应该规定在 ESOP 的股票组合中不能加入公司外部人购买的股票,不能设置优先级和次级的不同级别权益。

(3)中国 ESOP 期限太短,容易导致操纵

利润之类的短期行为。建议适度限制 ESOP 股份的出售。

(4)相关制度应慎重设置重大事项信息发布的敏感期,只要有敏感期,内幕交易就可能会发生。监管部门应该对上市公司重大信息披露前的异常交易进行监测。除了公司的高管,参与 ESOP 的员工也可以列为内幕交易的监控对象。

#### 参考文献:

- [1] 赵宇恒,朱欣然,石潮滨. 员工持股计划在反收购中的应用——以金科股份为例[J]. 财务与会计, 2023(13): 29-32.
- [2] 蒋运冰,苏亮瑜. 员工持股计划的股东财富效应研究——基于我国上市公司员工持股计划的合约要素视角[J]. 证券市场导报, 2016(1): 13-22.
- [3] Culpepper R A, Gamble J E, Blubaugh M G. Employee stock ownership plans and three-component commitment [J]. *Journal of Occupational and Organizational Psychology*, 2004, 77: 155-170.
- [4] Eaton G E. The paradox of employee (pension fund) ownership of corporate enterprises: Imbalances in power and responsibility and transfer of wealth from employee-owners to the managerial class [J]. *The Journal of Economic Asymmetries*, 2008, 5(1): 53-64.
- [5] Jones D C, Kato T. The productivity effects of employee stock-ownership plans and bonuses: Evidence from Japanese Panel Data [J]. *The American Economic Review*, 1995, 85(3): 391-414.
- [6] Jung H, Choi S. The effects of employee stock ownership on stock liquidity: Evidence from the Korean market [J]. *North American Journal of Economics and Finance*, 2021, 58: 1-16.
- [7] Chang S. Employee stock ownership plans and shareholder wealth: An empirical investigation [J]. *Financial Management*, 1990, 19(1): 48-58.
- [8] 孙晓燕,刘亦舒. 股权质押、员工持股计划与大股东自利行为[J]. 会计研究, 2021(4): 117-129.
- [9] 陈运佳,吕长江,黄海杰,等. 上市公司为什么选择员工持股计划? ——基于市值管理的证据

- [J]. 会计研究, 2020(5): 91-103.
- [10] 邱杨茜, 黄娟娟. 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 [J]. 金融研究, 2021(11): 170-188.
- [11] 郑志刚, 张浩, 黄继承, 等. 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 [J]. 财贸经济, 2021, 42(7): 67-81.
- [12] Clark R W, Philippatos G C, Shrieves R E. Employee stock ownership plans and corporate control [J]. *Managerial Finance*, 1997, 23(3): 19-38.
- [13] Bruner R F, Brownlee II E R. Leveraged ESOPs, wealth transfers, and “shareholder neutrality”: The case of Polaroid [J]. *Financial Management*, 1990, 19 (1): 59-74.
- [14] 陈大鹏, 施新政, 陆瑶, 等. 员工持股计划与财务信息质量 [J]. 南开管理评论, 2019, 22(1): 166-180.
- [15] 王德宏, 孙亚婕. 有效激励还是激励扭曲: 员工持股计划对股价崩盘风险的影响 [J]. 金融评论, 2023, 15(5): 77-102+126.
- [16] 关月琴, 于晓红, 李晶晶, 等. 制度设计视角下员工持股计划加剧股价暴跌风险的作用机理研究 [J]. 管理学报, 2022, 19(9): 1409-1418.
- [17] Myers S A, Majluf N S. Stock issues and investment policy when firms have information that investors do not have [J]. *Journal of Financial Economics*, 1984, 13 (2): 187-221.
- [18] Coase R H. The nature of the firm [J]. *Economica*, 1937, 4(16): 386-405.
- [19] Pham M D. Management friendship and insider opportunism [J]. *International Review of Financial Analysis*, 2022, 84: 1-19.
- [20] Bernile G, Hu J, Tang Y. Can information be locked up? Informed trading ahead of macro-news announcements [J]. *Journal of Financial Economics*, 2016, 121: 496-520.
- [21] Jensen M C, Meckling W H. Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure [J]. *Journal of Financial Economics*, 1976, 3(4): 305-360.

## Employee Stock Ownership Plans, “Devil’s Contracts” and Insider Trading: A Case Study of KDX

XI Qun<sup>1</sup>, HUANG Zhi-zhong<sup>2</sup>

( 1. School of Business, University of Sanya, Sanya 572022, China;

2. School of Business, Nanjing University, Nanjing 210093, China )

**Abstract:** This paper provides a comprehensive review of the existing literature on employee stock ownership plans (ESOP) both domestically and internationally, summarizes four theoretical hypotheses, and compares the differences in ESOP systems between China and other mature markets. Drawing on an in-depth case study of Kangdexin Composite Materials Group (KDX), the research finds that there are certain deficiencies in China’s ESOP systems, which leads to the ESOP being used as a tool for anti-takeover or protecting the management and controlling shareholders’ entrenched positions. “Devil’s contracts” are embedded in the ESOP, and the ESOP becomes a tool to entice and coerce key employees, allowing the management or controlling shareholders to manipulate profits, plunder wealth, and embezzle wealth of the listed company. This paper discovers the economic consequences of ESOP as “devil’s contracts”, such as profit manipulation, insider trading, and a wave of employee resignations. Finally, the paper proposes suggestions for improving the ESOP system.

**Keywords:** employee stock ownership plans; devil’s contract; earnings manipulation; insider trading

[ 责任编辑 武 爱 ]