

分类号 \_\_\_\_\_  
UDC \_\_\_\_\_

密级 \_\_\_\_\_  
编号 10741



硕士学位论文  
(专业学位)

论文题目 云南白药员工持股计划的实施动因  
与效果研究

研究生姓名: 开赛尔江·艾尔肯

指导教师姓名、职称: 王春国 副教授 宋国荣 高级研究员

学科、专业名称: 会计硕士

研究方向: 企业理财与税务筹划

提交日期: 2023年6月19日

## 独创性声明

本人声明所呈交的论文是我个人在导师指导下进行的研究工作及取得的研  
究成果。尽我所知，除了文中特别加以标注和致谢的地方外，论文中不包含其他  
人已经发表或撰写过的研究成果。与我一同工作的同志对本研究所做的任何贡献  
均已在论文中作了明确的说明并表示了谢意。

学位论文作者签名： 张尔江·纳音 签字日期： 2023.6.1

导师签名： 王春国 签字日期： 2023.6.2

导师(校外)签名： 宋国荣 签字日期： 2023.6.15

## 关于论文使用授权的说明

本人完全了解学校关于保留、使用学位论文的各项规定， 同意 (选择“同  
意”/“不同意”) 以下事项：

1.学校有权保留本论文的复印件和磁盘，允许论文被查阅和借阅，可以采用  
影印、缩印或扫描等复制手段保存、汇编学位论文；

2.学校有权将本人的学位论文提交至清华大学“中国学术期刊(光盘版)电  
子杂志社”用于出版和编入CNKI《中国知识资源总库》或其他同类数据库，传  
播本学位论文的全部或部分内容。

学位论文作者签名： 张尔江·纳音 签字日期： 2023.6.1

导师签名： 王春国 签字日期： 2023.6.2

导师(校外)签名： 宋国荣 签字日期： 2023.6.15

# **Study on the Implementation Motivation and Effect of Yunnan Baiyao Employee Stock Ownership Plan**

**Candidate: Kaisaierjiang·Aierken**

**Supervisor: Wang Chunguo Song Guorong**

## 摘要

在我国经济进入高质量发展阶段的背景下,对于一家现代化的公司来说,一定要在公司内部建立起一套有效的、长远的、能够促进公司高质量、高稳定性发展的长效激励制度,而实施员工持股可以使公司所有者的利益与职工的个人的利益更好地捆绑在一起,并让他们共同分享企业未来的收益和所有权,从而形成一个长久而有效的激励机制。证监会在2014年发布《关于上市公司实施员工持股计划试点的指导意见》以来,在国家有关政策的推动下,不少上市公司开始对员工持股进行试点,并取得了一定的效果。随后,《关于国有控股混合所有制企业开展员工持股试点的意见》于2016年发布,提出“员工持股计划”将有助于调整国有企业和职工之间的风险和利益关系,是推动混合所有制改革的一项重要方式。目前,在我国的公司中推行这一制度还处在一个尝试和探索的时期,再加上国内市场经济环境还在持续发展变化,因此企业实施员工持股计划的效果还需要进行大量的实践来验证。再者,我国学者对员工持股计划的研究主要是以实证研究为主,因此当下从单个案例的角度出发,通过案例研究,深入分析员工持股计划对市场效应、员工激励、技术创新水平、治理结构和经营情况等方面的影响,为我国关于员工持股计划的研究提供了借鉴,也为其他企业实施员工持股提供了参考。

本文在确认了本案例研究的意义之后,选取了云南白药这一具有典型意义的国有企业为研究对象,采用案例研究法,先是对国内外有关开展员工持股计划的动因和效果的已有研究结果进行了梳理和归纳,从而为论文的写作奠定了一定的理论依据。之后,根据相关理论,分析了企业开展员工持股计划的动因与效果,并得到了有关的结论与启发。首先,本文介绍了云南白药的基本情况,从两期员工持股的实施内容、过程等方面对其实施特点进行了总结。接着,与云南白药的内外环境相联系,利用对上市公司年报、公司发布的其他资料以及金融媒体的报道等,再对其开展实施动因的研究后,本文得出云南白药实施员工持股的动因主要有五个:第一是向市场传递积极信号,提高公司股价;第二是提高公司科研能力。第三是增强员工归属感,减少人才的流失。第四是深化国企改革,优化公司股权结构。第五是改善公司的治理水平,推动公司长期可持续发展。随后,本文从市场效应、创新能力、激励效果、财务绩效和公司治理五个角度,对云南白药

员工持股计划的实施效果进行了分析和评价, 结果显示: (1) 云南白药两期员工持股计划都向外界发出了正面信号, 并在短期内对市场产生了正面的影响, 但是时效性不长; (2) 公司的研发创新能力得到提升; (3) 将员工的个人利益与企业的整体价值相统一, 使其工作的积极性与主动性达到最大化; (4) 员工持股对公司绩效有促进作用; (5) 员工持股计划的实施, 降低了公司的代理成本, 对公司的治理有较好的促进作用。从总体上来说, 员工持股计划的实施, 为云南白药的发展带来了积极影响。最后, 本文对云南白药实施两期员工持股计划后取得的成效及存在的问题进行了总结, 并从中得到了以下启示: 第一, 企业员工持股激励作用发挥时效不长的原因与员工持股计划锁定期偏短有关; 第二, 员工持股计划缺乏解锁条件时难以形成长期有效的激励机制。希望通过本论文的研究, 能为我国国有企业实施员工持股计划提供案例依据, 并能为其他企业实施员工持股计划提供借鉴。

**关键词:** 员工持股计划 云南白药 实施动因 实施效果

## Abstract

Under the background of high quality development of our country's economy, it is necessary for a modern company to establish an effective, long-term and long-term incentive system to promote high quality and stable development of the company. Since the China Securities Regulatory Commission issued the Guiding Opinions on the Pilot Implementation of Employee Stock Incentive Plans by Listed Companies in 2014, under the promotion of the relevant policies of the State, many listed companies have started the pilot implementation of Employee Stock Incentive Plans and have achieved certain results. Subsequently, the Opinions on Launching the Pilot Program of Employee Stock Ownership by State-controlled Mixed Ownership Enterprises (the "Opinions"), issued in 2016, put forward that the "Employee Stock Ownership Plan" will help adjust the risk and interest relationship between SOEs and employees, and is an important way to promote the mixed ownership reform. At present, the implementation of this system in our companies is still in a period of trial and exploration, and the domestic market economic environment is still changing, so the effect of implementing ESOP needs a lot of practice to verify. Furthermore, the research on ESOP in our country is mainly based on empirical research. Therefore, from the perspective of a single case, the impact of ESOP on the market effect, employee incentives, technological innovation level, governance structure and business conditions and other aspects is analyzed in depth through case studies at present, which provides reference for the research on ESOP in our country and the implementation of ESOP by other enterprises.

After confirming the significance of this case study, this paper selects Yunnan Baiyao, a state-owned enterprise with typical significance,

as the research object and adopts the case study method. Then, according to the principal-agent theory, human capital theory and signal transmission theory, we analyze the motivation and effect of ESOP, and get some conclusions and inspiration. First of all, this paper introduces the basic situation of Yunnan Baiyao, and summarizes its implementation characteristics from the implementation content and process of the two-phase ESOP. Then, in connection with the internal and external environment of Yunnan Baiyao, this paper makes use of the annual reports of listed companies, other materials issued by the companies and financial media reports to carry out the research on the motivation of implementation. The third is to enhance employees' sense of belonging and reduce brain drain. The fourth is to deepen the reform of state-owned enterprises and optimize the ownership structure of companies. The fifth is to improve corporate governance and promote long-term sustainable development. Subsequently, this paper analyzes and evaluates the implementation effects of the ESOP of Yunnan Baiyao from the perspectives of market effect, innovation ability, incentive effect, financial performance and corporate governance. The results show that: (1) Yunnan Baiyao Employee Stock Incentive Plans in two phases have sent a positive signal to the outside world, and have a positive impact on the market in a short term, but the timeliness is not long; (2) The company's R&D and innovation ability has been improved; (3) The personal interests of employees are integrated with the overall value of the company to maximize their enthusiasm and initiative for work; (4) Employee Stock Incentive Plans have a promoting effect on the company's performance; and (5) The implementation of Employee Stock Incentive Plans has reduced the agency cost of the company and has a better promoting effect on the company's governance. Generally speaking,

the implementation of ESOP has brought positive influence on the development of Yunnan Baiyao. Finally, this paper summarizes the achievements and existing problems of Yunnan Baiyao after the implementation of the two-phase ESOP, and obtains the following enlightenment from it: firstly, the reason for the short time limit for the ESOP to play its role of incentive is related to the short lock-up period of the ESOP; secondly, it is difficult to form a long-term effective incentive mechanism when the ESOP lacks unlocking conditions. I hope this paper can provide a case basis for state-owned enterprises to implement ESOP, and provide reference for other enterprises to implement ESOP.

**Keywords:** Employee Stock Ownership Plan; Yunnan Baiyao; Implementation motivation; Implementation effect



# 目 录

1 绪 论	1
1.1 研究背景和研究意义	1
1.1.1 研究背景	1
1.1.2 研究意义	2
1.2 文献综述	3
1.2.1 员工持股计划的实施动因	3
1.2.2 员工持股计划的实施效果	5
1.2.3 文献述评	8
1.3 研究内容和研究方法	9
1.3.1 研究内容	9
1.3.2 研究方法	12
2 概念界定与理论基础	13
2.1 员工持股计划的概念界定	13
2.2 理论基础	13
2.2.1 委托代理理论	13
2.2.2 人力资本理论	14
2.2.3 信号传递理论	15
3 云南白药员工持股计划的实施情况	16
3.1 云南白药基本情况	16
3.2 云南白药员工持股计划的实施内容与过程	17
3.2.1 云南白药员工持股计划的内容	17
3.2.2 云南白药员工持股计划的实施过程	22
3.3 云南白药员工持股计划的实施特点	24

4 云南白药员工持股计划的实施动因分析 .....	26
4.1 向市场传递正向信号 .....	26
4.2 提高公司科研能力 .....	26
4.3 建立长效激励机制 .....	28
4.4 优化股权结构 .....	28
4.5 改善公司治理水平 .....	29
5 云南白药员工持股计划的实施效果分析 .....	31
5.1 短期市场效应分析 .....	31
5.2 科研创新能力分析 .....	37
5.2.1 研发投入规模分析 .....	37
5.2.2 研发人员数量分析 .....	39
5.3 员工激励效果分析 .....	41
5.3.1 人力资源效率分析 .....	41
5.3.2 员工获利情况分析 .....	43
5.4 公司治理效果分析 .....	44
5.5 财务绩效分析 .....	47
5.5.1 盈利能力分析 .....	47
5.5.2 营运能力分析 .....	49
5.5.3 偿债能力分析 .....	51
6 结论与启示 .....	54
6.1 结论 .....	54
6.2 启示 .....	55
参考文献 .....	57
后 记 .....	60

# 1 绪论

## 1.1 研究背景和研究意义

### 1.1.1 研究背景

员工持股计划是一种非常有效的长期激励制度,它允许员工在购买公司股票或期权之后,与公司所有者分享公司所有权和未来收益权。员工持股制度最早出现在 19 世纪末的西方国家,它是在工业发展导致社会贫富差距急剧扩大的背景下产生的。之后在 20 世纪 50 年代,美国为解决当时存在的激烈劳资矛盾,进一步保障劳动人民的根本利益并促进经济社会的健康发展,而大力推广和实施员工持股计划,并取得很大的成功,有效缓解了经济社会压力。相对于西方国家,我国企业实施员工持股计划的时间相对较晚。改革开放以来,随着我国现代企业制度的逐步完善,越来越多的企业开始关注和接触员工持股制度。90 年代以后,我国相继出台了一系列的政策法规来促进我国上市公司员工持股制度的发展。但是,在实施过程中,却出现了员工对国有资产进行倒买倒卖,进行权力股、关系股等违规交易等问题,员工持股计划并没有取得预期的效果。1998 年,证监会取消了这一制度。随着经济体制改革的深入和资本市场的不断完善,国企改革已经进入了一个新的阶段。《中共中央关于全面深化改革若干重大问题的决定》在十八届三中全会上提出,要大力发展混合所有制经济。自此以后,我国国有企业通过重组、上市、引入战略投资者、股权激励等方式,逐步实现了国有企业的改制。之后,云南白药积极响应国家号召,于 2016 年启动国企改革,通过增资扩股,先后收购新华都、江苏鱼跃集团,形成多元化股权结构,实现了“管资产”向“管资本”的转变。同时,《决定》也提出,“允许混合所有制企业实行员工持股,建立员工与资本的利益共同体”。2016 年 8 月、2017 年 11 月分别发布了《关于国有控股混合所有制企业开展员工持股试点的意见》《关于深化混合所有制改革试点若干政策的意见》,这两份文件都表明,通过员工持股可以使企业与员工实现风险与收益的均衡,是推动我国混合所有制改革的有效途径。因此,云

南白药根据相关文件规定,在2019年和2021年两次实施员工持股计划,这一制度有利于企业的股权结构多元化。近几年来,实行员工持股计划的国有企业越来越多,员工持股计划对国有企业股权多元化,改善企业管理,以及对员工激励等方面有积极影响。但是,就整体而言,我国国企推行员工持股计划的历史并不长久,而且员工持股计划的实行也存在着一定的问题,有关的政策和实施条例仍处于持续地进行完善和改进的阶段,有关的实践案例研究很缺乏,能够带来的参考价值也很小。为此,本文拟以云南白药为个案,以国内外关于这一制度的研究结果为依据,探讨员工持股的实施动因及效果,综合分析该计划实施后产生的影响及问题,并在此基础上提出了几点建议,希望能对今后准备实施员工持股计划的企业提供一些参考。

### 1.1.2 研究意义

从理论意义上讲,国外学者早就开始研究企业员工持股制度,并从委托代理和人力资本等方面证实了企业员工持股对企业的成长具有积极的促进作用。然而,员工持股计划在我国企业实施的历史尚浅,有关员工持股的理论与机制尚不完善。而且,目前我国,国企实行员工持股机制的实例还很少见,仍处在尝试和摸索的状态,实际实行员工持股机制的国企更是凤毛麟角,不利于实证分析。另外,目前,我国学术界在员工持股方面的研究成果大多集中在私营企业,而在国企中的成果却较为零散。因此,本文紧紧围绕着与国企开展员工持股的有关政策,对云南白药实施这一制度的动因和对公司业绩的作用进行了详细的案例分析,希望能够对在我国国企开展的关于员工持股的实施效果方面的研究有所补充。

在实践意义方面,国企改革是当前我国经济改革的主要任务,而员工持股又是国企改革中一种重要的实现方式,因此,对员工持股对国企业绩的作用进行深入的探讨就显得尤为必要。员工持股计划是推进国企股权改革的第三次潮流,其主要目标是完善公司治理结构,提高公司的创新活力和转型升级的积极性,同时也是为了应对当前由于一股独大而造成的管理层监督不足、利益输送、投资效率低下等问题,肩负着我国政府和人民赋予其的重大任务。当前,新一轮的员工持股仍处于试点和探索的状态,而国企作为中国特色的经济体制的重要一环,其发

展道路和发展方向与国外不尽相同，因此，我们不能将国外的相关研究结果简单地应用到国企改革实践当中。本文以云南白药为例，对其开展员工持股的影响进行了分析，并从中得到一些总结和启发，对我国关于在国企中推行员工持股的个案研究进行了弥补，借此为即将实施员工持股计划的其他国企提供参考，这也方便了国资委及上级机关对国有企业混改中员工持股计划的具体执行情况进行了解，从而可以对有关的政策进行适时地改进。

## 1.2 文献综述

### 1.2.1 员工持股计划的实施动因

二十世纪四十年代，西方发达国家为应对日益严重的贫富分化，提出并推行了员工持股制度。在现代社会中，随着经济形势的持续变化与发展，实施员工持股计划的动因也发生了变化与发展。许多企业都是为了通过建立一个长远的激励机制，来激励员工，筹集资金，提升企业市值，优化股权结构，所以，学术界对此展开了大量的新研究。

第一，员工持股可以向资本市场发出积极的信号。根据信息传递理论，实施员工持股计划可以让被明显低估的公司实现股票价格的上升，Grullon 和 Michaely (2004) 提出，在公司的股票价格被明显低估的情况下，员工持股可以给公司的股票市场带来正面的信息，从而对企业股价进行激励，促进企业内部价值的发掘。章卫东等 (2016) 以 2014 年 6 月到 2015 年 6 月之间公布实施员工持股计划的公司为样本，对其进行了研究，研究发现，在实施员工持股制度后，企业股东累积超额收益率呈现正向变化，说明投资者预期员工持股计划可以顺利实施，进而提高企业的长期财富。之后，宋芳秀和柳林 (2018) 在 2014—2017 年期间对我国 A 股公司进行了实证分析，结果表明，发展潜力较大的企业，则更倾向于实施员工持股计划。

第二，员工持股计划有利于提高企业对员工的长期激励。通过员工持股计划，让企业员工持有公司股票，可以有效地构建出员工与企业之间利益共享、责任共担的机制。员工持股制度在激励员工的同时，也显示出企业对于人力资本的重视。

蒋春燕 (2004) 认为, 作为一种制度安排, 员工持股可以使公司与核心员工形成一种更加持久的雇佣关系, 由于单纯地给员工发工资、发红利, 很难发挥出更大的激励作用, 实施员工持股, 能够促使企业的骨干成员从根本上着眼于企业的长期发展。孔锦和徐永翔 (2015) 指出, 通过员工持股, 可以建立员工与公司的联结关系, 将劳动力和资金两个因素联系起来, 让职工变成一个真正的利益相关者, 促使职工对工作品质进行关注, 并主动参与到提高公司的运营效率中来。刘军 (2015) 在对我国于 2014 年推出的员工持股计划指导意见进行了分析后, 认为该计划有助于减轻公司代理问题, 形成利益共享、风险共担的机制, 并有助于提升员工的工作效率。

第三, 员工持股计划的实施可以帮助企业吸引高素质的人才, 提升企业的创新能力。陈文佳 (2019) 对 2014—2017 年之间公布了员工持股方案的 A 股上市公司进行了研究, 并利用 Logistic 模型对其进行了分析, 结果显示, 公司在实施员工持股方案的过程中, 与公司的员工形成一种利益共享、风险共担的机制, 从而能够吸引到更多的优秀人才。根据 Oyer and Schaefer (2005) 的观点, 对员工进行股权激励实质上就是一个反映出雇员差别的系统。在企业中, 股权对那些寻求工作保障、希望与企业共同成长的雇员具有较强的吸引力和动力。王智进 (2010) 提出, 员工持股的实施可以在保持原有员工的前提下, 引入新的员工, 以达到对人才的有效激励。同时, 冯星与贾尚晖 (2014) 也认为, 员工持股对企业吸引人才有积极的影响。

第四, 员工持股计划对于深化国企改革, 优化国企股权结构, 完善国企治理等方面都起到了积极的作用。Johnson (2001) 提出实行“员工持股”, 能有效提高公司经营效率, 实现公司股权多元化, 缓解企业内部的利益冲突。K.Tzioumiz (2008) 和 Pendleton (2010) 的实证分析表明, 降低企业的委托代理成本, 是企业实施员工持股制度的一个关键因素, 员工持股使职工与股东之间形成了一种协作关系, 缓解因信息不对称而导致的内部矛盾, 降低监督成本, 并在一定程度上缓解了委托代理问题。黄桂田 (2008) 提出, 员工持股能够降低企业财务风险, 改善企业治理结构, 提高企业经营效率。刘军 (2015) 也指出, 员工持股有助于减轻公司代理问题, 使企业和员工建立利益共享和风险共担的关系, 从而提高员

工的工作效能。在我国的国企改革进程中，员工持股制度的实施对于进一步推进国企的改革具有重要的现实意义。在国企中，高管们可能会因为一时的利益，而忽略了公司的长期发展。除此之外，国企还会开展一些成本与收益不相匹配的项目。所以，让员工参与企业剩余利润的分享，可以充分发挥民营主体的积极性和优势，提高企业的人力资源管理水平，提高企业的竞争力和生产效益。郭东阳（2020）认为，在混改过程中，国有企业为招揽、保留人才，实现国有企业的经营业绩，也可能以实施员工持股计划来实现。

### 1.2.2 员工持股计划的实施效果

第一，从员工持股计划对企业绩效的作用来看。大多数的学者都认为，员工持股对于企业绩效具有积极的促进效应。在 Klein（1987）的一项调查中，他将实施了员工持股计划的公司和没有实施这项计划的公司进行了比较，结果表明，实施了这项制度的公司，其当年的销售额增长速度要比没有实施这一制度的公司高。Cramton（2008）通过对 400 个实施了这一制度的公司金融资料进行分析，结果表明，在实施该计划之后，公司的资本回报率比实施该项目之前高了 15%，由此可见，员工持股计划实施后，企业的盈利状况得到了改善。宁向东与高文瑾（2004）通过对 1990 到 2000 年间实施员工持股计划的企业实证分析，发现员工持股比例越高，员工持股计划对企业经营绩效的正向影响越大。王月萍和沈乐平（2008）认为，股权激励能够改善绩效低下的公司治理，进而提高绩效。Bergstein（2015）提出，如果员工股权激励通过员工持股的方式来实现，则可以提高公司的运营效率。通过对世界范围内上万家推行了员工持股的企业数据的研究，Kim 和 Patel（2017）表明，职工持股的推行给企业带来了正面的经济效益。之后，Ahmed（2020）指出，实施员工持股计划不仅可以提高公司的经营绩效，还能增加企业和员工之间的信任度，减少企业的人流量，从而提高企业的生产率。

也有一些学者认为，员工持股计划的实施未对企业绩效产生激励作用，或者起到负面作用。Quarrey（2013）在对所选择的几个典型公司的研究分析中发现，员工持股不能提高公司的业绩。黄桂田（2008）通过对国有企业实行的员工持股计划进行研究分析，得出以下结论：当员工持股的比例达到了某一程度后，就会

对公司的经营业绩造成不利的影响,这就造成了企业经营效率的降低和企业资产质量的降低。

第二,在实施员工持股计划的基本市场反应方面。大部分的学者都认为,员工持股计划对于股票市场有着正面的作用。Blasi and Kruse (2007)根据信号传递理论,提出了一个新的观点:通过公布员工持股的消息,可以有效地将员工持股的相关消息传达给外部投资者,进而引发股票价格的上升。Kato 和 Michael 等 (2005)在计算了各个窗口期间,股票的累计回报率的改变后,也得到了同样的结果。王悦 (2017)研究分析了这种积极的市场反应,并在分析了公司股价上涨和股东获得的正向回报后,对这种积极的市场反应进行了验证。章卫东等(2016)的研究发现,定向增发、员工出资等融资方式具有比二级市场股权、员工出资等更强的市场效应。另外,国企员工持股的市场效应也比较明显,说明国企员工持股的市场价值更大。

第三,在员工持股计划的激励作用方面。国内外学者普遍认为,员工持股计划对企业核心员工的激励以及对企业创新能力的提高作用明显。Core and Guay (2001)认为,通过让员工持股,能够使那些在公司中作出重大贡献并有重大影响力的雇员留在公司中,进而持续地促进公司的创新行为。黄园等(2012)以我国 A 股的几个上市公司为样本,从公司的专利数目入手,研究发现随着公司高级员工持股比例的增加,公司的专利数目也会随之增加。Chang et al.(2015)年,通过对非管理人员的研究发现,在控制了“搭便车”的情况下,员工持股能够更好地激发其创新活动,从而提高其创新效率。陈效东(2017)通过大样本研究发现,相较于针对高管人员的股权激励方式,对核心员工实施员工持股的企业创新水平提升更为明显。周冬华等(2019)采用 2014-2017 年我国 A 股企业数据,对员工持股影响企业技术创新的机理进行了实证研究。结果表明,实施了员工持股计划的企业,其具有较高的企业自主知识产权。谭亚娟(2019)将其与股票期权激励进行比较,结果表明:员工持股具有更大的受惠面,且伴随着股票市场规模的扩大,通过对公司的员工进行持股激励,可以有效地提升公司职工的工作热情,从而提升公司的竞争力,这更有利于公司的发展,并能更好地吸引和保留优秀的人才。李韵和丁林峰(2020)利用构建的模型,对员工持股计划对企业集体创新的影响展



开了调查,结果表明,员工持股对公司的创新有着显著的推动效果,且表现出“U”形的累计作用。欧理平和赵瑜(2020)的研究发现,在公司中,核心技术员工持股对于公司的技术创新具有显著的提高效果,而具有更多的员工持股对于公司的技术创新成果具有较强的推动效果;

第四,员工持股对公司治理的影响方面。国内外学者关于员工持股计划的研究表明,员工持股计划的实施对降低公司代理成本,优化公司治理结构,优化公司股权结构具有积极作用。Jensen 和 Meckling(1979)对股权结构、代理成本、公司治理环境展开了系统的分析,最后发现,当员工和公司之间存在着利益分享机制时,他们更愿意履行自己的监督权。从而降低了公司的委托费用,使公司的经理人员的行为得到了规范化,减轻了公司的股份过度集中现象。Mandelker(1987)的研究认为,管理者和股东之间经常存在着利益上的分歧,因此,实施员工持股计划,可以把管理者的个人利益与公司的股票价格联系起来,把管理者的风险承受程度调节到与股东的预期程度相符,以此来避免管理者的委托风险。而我国学者黄群慧(2014)的研究进一步指出,员工持股计划具有激励效应和治理效应,实施员工持股计划可以降低公司的代理成本,有助于公司内部控制机制的完善。根据陈效东(2017)的研究结论,通过对公司员工的持股,能够使由于公司职员与公司高层人员之间的薪酬差异所导致的矛盾得到很好的缓解,从而有效地减少了双方的代理成本,有利于公司的技术创新。袁小兵与彭韶兵(2019)通过对六千多个企业高层违规情况的跟踪调查,得到结论:如果企业实行了员工持股计划,则能对高管行为进行有效监管,减少其违法事件发生的次数,进而减轻公司的委托费用;然而,若公司整体治理能力不强,则实施员工持股计划,会更增加公司高管违法行为发生的次数。周冬华等人(2019)认为,上市公司员工持股能够在企业内部形成一种利益共享机制,促使员工将个人利益与企业长远利益结合起来,从而降低企业的代理成本。在国有企业改革过程中,推行员工持股计划,有助于形成国有控股、民营参股和员工持股的多元化股份形式,推进国企改革和现代企业治理结构的形成。总体来说,员工持股计划利用让公司的员工持有公司股份,来对公司股权进行分配,为公司的员工们提供了一种可以让他们参加公司治理的方式和动机,并在他们和公司的高层人员之间构建起了一个相互监督的通道。与此同

时,还能让公司的决定变得更具民主性,让公司的决定变得更具可操作性,让公司的管理变得更好,这样才能让公司的管理水平得到提升。

### 1.2.3 文献述评

国内外大量的学术研究为推行员工持股计划奠定了一定的理论依据,并为员工持股制度的建设和完善起到了一定的指导作用。在对国内外有关的文献进行了研究并进行了分析和梳理之后,可以发现当前在员工持股计划的动因方面,国内外学者的研究结论都是比较一致的,相关研究都认为向资本市场传递积极信号、在企业与员工之间建立长期激励机制、吸引优秀人才,提高企业的创新能力、优化公司股权结构,减缓企业代理问题并改善公司治理水平是企业实施员工持股计划的重要原因。关于员工持股的实施效果,首先,国内外研究均表明,员工持股对企业的经营绩效具有显著的正向影响,并有利于公司资本的有效利用和企业生产规模的扩大,从而提高企业的运营效率。还有的研究人员指出,员工持股并没有给公司带来积极的影响,甚至带来了消极的影响。如果员工持股比例超过某一值,将会对公司业绩和经营管理造成不利的影响,并导致公司的资产质量下降。其次,大部分的理论都认为,职工持有公司股权对于股票市场有着积极的作用。上市公司公布员工持股计划,有助于向外部投资者传达积极的信号,使公司股票价格上升。此外,目前已有研究表明,员工持股计划的实施对公司的关键人才具有很强的吸引力,促进公司的自主研发和技术进步的效果,且表现出“U”形的累积效果。第三,多数学者认为员工持股能够改善公司治理。与对管理层进行股权激励不同,引进了员工持股这一方式,其适用的领域更广,可以提高员工对公司的经营和监督的积极性,从而缓解企业中一直存在的委托代理问题。

总的来说,在国内外众多的研究分析中,学者们对员工持股计划给予了肯定。但是,目前国内和国外的大部分研究,都是以理论为依据,采用实证的研究方式,从宏观的视角出发,选取了一个行业的总体或者是在股市中上市并实行了员工持股计划的全部的公司作为样本,来展开实证的分析,但是对一个具体公司的案例研究较少,这使得它难以为其他类似的公司提供可资借鉴的地方。所以,从目前国内外对员工持股的有关文献来看,在未来的研究中,可以按照其所处的行业和

性质的差异，具体将单个公司作为案例，对员工持股计划进行分析，以丰富我国员工持股计划的研究视角，完善员工持股有效性理论。

## 1.3 研究内容和研究方法

### 1.3.1 研究内容

本文以员工持股相关制度为基础，在全面查阅国内外相关资料后，依据委托代理理论、人力资本理论和信号传递理论等理论，结合我国当前员工持股计划实施情况，以云南白药为例，从方案概况、实施过程、实施动因、实施效果等多个角度，详细剖析了该公司员工持股计划，并进行了归纳总结，最后提出了几点看法。全文共分六个部分：

第一部分为绪论，这一部分主要是对云南白药“员工持股”这一论文选题的背景、选题意义、国内外关于员工持股计划实施的动因及效果的文献进行了分门别类地整理和总结，并对本论文的研究内容、方法和技术路线作了说明。

第二部分，为概念界定和理论基础，本部分首先对论文的主题——员工持股计划进行了界定。其次，对与写作相关的理论进行了阐述，包括：委托-代理理论，人力资本理论和信号传递理论等；

第三部分是案例介绍，在此部分中，本文首先介绍了案例企业云南白药的行业背景，经营情况，持股情况，接着对云南白药员工持股计划的实施方案进行了详细介绍，并详细阐述了员工持股计划的实施步骤。最后，对实施结果进行了整理和总结。

第四部分是对实施员工持股的动因的分析，本章与当前的公司背景、资本市场的状况、行业的发展趋势相联系，同时还与公司本身的运营特征相联系，对其实施员工持股的动因进行了分析。

第五部分为员工持股实施效果分析，对于云南白药员工持股计划产生的影响，主要从五个方面来进行评估：分别是短期市场效应，对企业的技术创新，对员工的激励作用，公司的治理作用，以及对企业的财务业绩的影响。

第六部分为研究结论与启示，对本文的研究内容进行了归纳总结，得出了研究结论，总结出了从这个例子中得到的启示，同时针对当前云南白药员工持股计划的设计与实施过程中存在的一些问题，提出了几点改进的建议，以期对其他国有企业员工持股计划的实施有所借鉴。

本文的研究框架如下图所示：

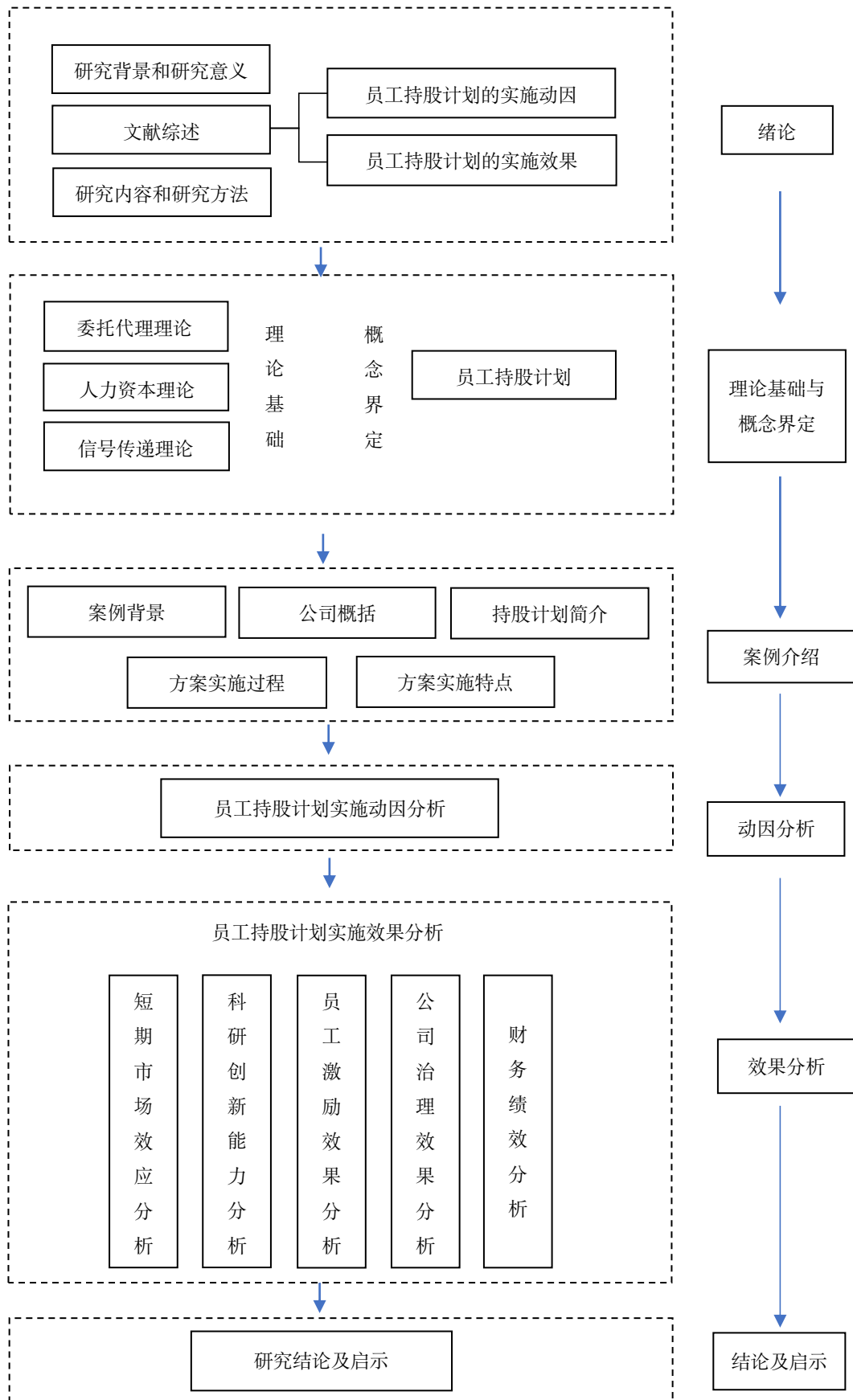


图 1.1 本文研究框架图

### 1.3.2 研究方法

本文的研究方法主要为案例分析法，具体介绍如下：

案例研究法：首先，通过对国内外相关资料的查阅，本文梳理出了与员工持股相关的理论，并对其进行了归纳，进而为文章的撰写提供了一个与之相关联的理论研究依据。然后，选择我国近年来具有代表性的国有控股公司——云南白药，对其员工持股计划进行了详尽的阐述，对其动因进行了深入的剖析，并从短期市场效应、员工持股计划对公司技术创新的影响在员工持股计划对员工的激励作用、公司的财务绩效以及公司的管理水平等方面，对其实施效果展开了评价，在此基础上，通过对云南白药员工持股计划实施情况的归纳和总结，得出本文的结论与启示。

## 2 概念界定与理论基础

### 2.1 员工持股计划的概念界定

员工持股计划最早是由美国开始实施和发展,它是一种让企业所有者与员工共同分享公司的未来利润和所有权,使员工的个人权益与公司的长期发展相结合的一种长效的激励机制。我国证监会在2014年6月发布的《关于上市公司实施员工持股计划试点的指导意见》中指出,员工持股计划是一种员工持有公司股份或期权来获取公司剩余收益的利润分配制度,通过该机制能够强化企业监督,抑制内部人控制等问题。

此处明确员工持股的概念。员工持股计划指的是企业通过在二级市场上购买、非公开发行、赠与或减持的方式,使本企业员工持有公司股票,从而成为本公司的股东,使持股员工拥有企业的部分产权,并获得一定的管理权,让员工与公司所有者共同分享公司所有权及将来收益的一种机制。员工持股计划的目标是把员工自身的权益与企业的长远发展联系起来,从而激发企业员工的工作积极性和创造性,让他们在分享利润,共担风险的前提下,可以提升他们的劳动生产力,进一步提升公司的经营效能,从而让公司的全体股东都受益。

### 2.2 理论基础

#### 2.2.1 委托代理理论

随着企业规模的不断扩大和市场经济的不断发展,企业所有者所拥有的时间和精力越来越难以支撑起整个公司,因此需要聘用职业经理人来代理自己行使企业管理权,从而形成了公司所有权和管理权相分离的局面。根据委托代理理论,在公司的所有权与管理权被分开之后,由于信息不对称,以及公司所有者与经理的利益目的存在差异,导致经理们在追求自己的私利时,损害公司的整体利益,并对公司的发展产生不利的作用。由于经营者与所有者的矛盾,使企业所有者承担一定的费用,这种费用被称为委托代理成本。公司的管理者可以从外部的市场

和内在的制度安排两个方面来解决这一问题。在市场环境中，经营者可以通过市场竞争机制来对管理者进行制约，让管理者在职业经理人的市场中，为维持一个良好的信誉，从而对自己的行动进行制约，并充分地实现自己对公司的价值，从而实现公司股东利益的最大化。而在内部机制角度方面，企业所有者可以从管理者的报酬结构入手，在企业内部建立一种长期激励制度，使代理人和公司的利益进行捆绑，这就使得他们更加重视公司的长期发展，进而获得公司的利润分配权利。

所以，员工持股计划就采用了上述的后一种方式。它从公司的内在机理出发，将代理人与公司的利益绑定起来，激发了他们的主观能动性，促进他们为节省公司的运营费用，并寻求公司的长期发展而做出自己的贡献，进而减轻两权分离所造成的利益冲突。在国有企业中，公司与员工的关系也出现了一些利益冲突的问题，同时，国有公司的所有者和剩余利润索取权还没有得到清晰的界定，国企员工在工作中会产生较大的代理成本。所以，在国有企业中，开展员工持股计划的一个主要目的就是要对国企进行深入的改革，对国企的股权结构进行优化，减少在国有企业中，因为剩余利润索取权的不明确，造成的员工工作热情不高的问题，进而对公司的生产运营效率进行提升，对公司的经营业绩进行最大程度地提升。

### 2.2.2 人力资本理论

美国经济学者贝克尔和舒尔茨于 20 世纪 60 年代首次提出人力资本理论。物质资本和人力是两个相对的概念，它们所指的是劳动者的外部能力和内部能力与品质的总和。

在工业革命后的一段时间里，物质资本相比人力资本在市场上占据了更重要的地位。但是随着科学技术的进步和市场经济的不断发展，资本投入给企业带来的生产效率提升程度在逐渐降低，劳动者所拥有的人力资本带来的收益慢慢超过了物力资本所创造的收益。在进行了深入的研究之后，学者们得出，当工人工作时间的持续累积增加，他们的技术水平会持续地提升，并可以为公司带来更长远的利润回报。因此，维持优质的人才资源是维持公司的竞争力，并实现公司价值的重要因素。



而员工持股计划正是激励和保留优秀人力资本的一项重要制度。员工持股计划的实施不仅在短期内激励企业内部优秀人才，提高生产效率和经营业绩，从长期来看，还可以让员工产生当家作主的感觉，营造出一种良好的公司工作气氛，将公司的核心员工留下来，从而提升公司的工作热情和工作效率。此外，还能吸引企业外部人才的加入，使企业保持持续的竞争力，让企业发展更加稳定和长远。

### 2.2.3 信号传递理论

信号传递理论是美国经济学家 Stephen Ross 在 1977 年提出来的。信号传递理论认为，公司可以借由改变资本结构来传递有关获利能力和风险方面的信息，以及公司如何看待股票市价的信息。公司通过实施员工持股计划，调整公司资本结构，使得公司内部高管和核心员工持有公司股票，这一行为向外界传递了公司发展稳定，业绩良好，有较好的发展空间等积极信号。而员工持股也代表着企业内部员工对企业发展充满信心。在信息不对称的情况下，投资者更愿意相信来自企业内部员工传递的信号，从而调整自己对该企业的投资战略，这将有利于提升公司股价。

### 3 云南白药员工持股计划的实施情况

#### 3.1 云南白药基本情况

云南白药自 1902 年创立以来，公司就以其品牌、产品及企业名称为核心，被业界公认为最具创新精神的中华老字号。公司致力于让传统中药走进现代人的生活中，从一瓶散剂，发展成为覆盖药品、个人护理健康品、中药材资源以及医物流四大板块的我国大健康产业领跑者之一。产品总数达到了 36 个类别，390 个品种，其中有 11 个产品的销售额超过了亿元，牙膏、气雾剂、创可贴、膏贴等在国内相关品类中排名第一。其品牌价值超过 300 亿人民币，在国内药企中排名前四，在中成药企业中排名第一，在 2021 年 7 月，它被选入了世界医药品牌价值 25 强，被评选为“中国最强大的医药品牌”，在 2021 年，它被选入了世界药企排行榜第 34 位。

2016 年 12 月，为全面深化国企改革，推进混合所有制改革试点工作，使云南白药尽快做强、做优、做大，云南省国资委、新华都工业集团和云南白药集团在昆明签署了战略投资者协议，拟以全额增资的方式引进新华都工业集团作为云南白药集团的战略投资者。以“白药模式”的开拓性而著称于世的混合所有制改革，引起了全行业的广泛关注，并得到了广泛的研究与借鉴。经过混改及整体上市，国资和民资已经变成了与白药并驾齐驱的两大股东（各自占据 25.14% 的股份），从而构成了一个没有实际控制人的股权结构。因此，无论是对公司的管理还是公司运行机制，都具有了相当的程度的市场化。全部董、监、高等高管均去行政化，他们不会再继续享有国有企业领导的福利，而是变成了一个可以全面实现市场化的职业经理人，并且对他们展开了市场化的选聘、薪酬及评价考核。股东大会以薪酬管理体系改革为突破口，推动了激励机制的建立，至今已经完成了 2 轮的员工持股激励。

此外，公司采取轻资产模式，创新盈利能力强。1999 年至 2021 年，营收由 2.32 亿元增长到 363.7 亿元，增长 157 倍；扣非归母净利润总额由 0.45 亿元增长到 33.4 亿元，增长 74 倍；净资产收益率连续多年保持两位数，上市以来向股东派发红利近 180.44 亿元，是近 20 年以来沪深两市对投资者回报最高的公司之一；

累计上缴税收近 217.05 亿元。仅混改以来至 2021 年，国资已获分红达 35.7 亿元，上缴税款达 126.45 亿元（省内 124.56 亿元），省内占比为 98.7%。其中，2021 年，实现税款入库 28.04 亿元，同比增长了 34.4%，入库云南的税款为 27.57 亿元，占税款入库总额的 98.3%。

## 3.2 云南白药员工持股计划的实施内容与过程

### 3.2.1 云南白药员工持股计划的内容

云南白药在 2019 年和 2021 年一共实施了两次员工持股计划。两次方案的主要信息如下：

#### （一）第一期员工持股计划

##### （1）制定规则

云南白药第一次员工持股计划的制定主要包括三方面，即依法合规、自愿参与和风险自担原则，公司实施员工持股计划，严格按照法律、行政法规的规定履行程序，真实、准确、完整、及时地进行信息披露。

##### （2）参与的对象设定

按照云南白药发布的消息，参与计划的人员中，有公司部分董事、监事、高管和其它内部员工，总计 485 名。其中，公司董事、监事及高级管理人员 13 人认购比例为 16.90%，其他员工不超过 472 人合计认购比例为 83.10%。持股比例的设计，既阻止了出现“平均主义”的情况，也能适当地体现出核心员工与普通员工在职位和贡献上的差别，同时还能避免出现管理者持股过高而对普通员工权益造成的侵害。

表 3.1 云南白药第一期员工持股计划的主要内容

参与对象	公司部分董事、监事、高级管理人员及其他人员
参与人数	485
资金来源	员工合法薪酬，自筹资金，本计划通过筹资和公司提取的资金和法律法规允许的其它途径得到的资金
股票来源	公司回购
认购数量	3,301,001 股
占公司股份总数	0.26%
锁定期	12 个月
存续期	5 年
管理模式	公司自行管理

数据来源：云南白药 2019 年度员工持股计划公告

### (3) 认购价格及锁定期的确定

本次股权认购的价格被设定为 37.07 元/股，不低于公司收购价格 74.13 元/股的 50%，收购的价格虽然比云南白药最近几年的股价要低一些，但是差距不大，这样既能最大限度地保障职工的权益，又能防止国家财产的损失。公司对股票的持股设定了为期 12 个月的锁定期和 5 年的存续期，这表明了公司要实现长期激励的目的。而由于公司派发股利或资本公积转增资本等原因而获得的股票，也必须符合该等规定。该计划的存续期为 5 年，从该方案经全体董事会议批准开始计算，存续期结束后自动结束。如果由于相关法律、法规和规范性文件对其股票出售有一定的约束，致使其在存续期限结束之前不能实现完全的变卖，则员工持股计划的存续期会随之延长。

### (4) 持股管理模式

在管理方式上，本次云南白药的员工持股项目是公司自己管理的。公司透过持有人大会，选出三位代表员工行使持股权益及执行员工持股计划的日常工作。

根据上表 3.1 可知，云南白药首个员工持股计划于 2019 年 10 月开始实施，共有 485 名职工参加。参与对象限定在公司部分董事、监事、高级管理人员及其

他员工。以员工合法薪酬、自筹资金、本员工持股计划通过融资方式筹集的资金以及公司计提的激励基金以及法律、法规允许的其他方式获得的资金通过公司回购专用账户进行股份回购 3301001 股，占公司总股本比例 0.26%，锁定期为 12 个月，而存续期为 5 年其中，锁定期从公司宣布上一次交易标的股份以该公司名义进行注册开始，为期 12 个月；由于公司派发股利或资本公积转增资本等原因而获得的股票，也必须符合以上规定。该方案的存续期为 5 年，从该方案经全体董事会议批准开始计算，有效期结束后自动结束。如果由于相关法律、法规和规范性文件对其销售有一定的约束，致使其在存续期限结束之前不能实现完全的变卖，则该公司的有效存续期会随之延长。从经营方式来看，本次云南白药的员工持股计划完全是公司自己经营的。本公司通过持有人大会，选出持股计划管理委员会，以代表持有人行使权利并进行日常经营。

## （二）第二期员工持股计划

云南白药针对第二期员工持股计划在 2021 年 3 月 25 日发布了《云南白药集团股份有限公司 2021 年度员工持股计划（草案）》的公告，之后在 2022 年 6 月 1 日因持有员工持股计划员工人数众多，为充分保障员工切身利益，更高效开展员工持股计划相关工作，本次员工持股计划管理委员会委员人数将由三人增至五人。且对上市公司董事、监事和高级管理人员不得买卖本公司股票的敏感期进行新的限定，经过第九届董事会 2022 年第八次会议审议通过了《关于〈云南白药集团股份有限公司 2021 年度员工持股计划〉及其摘要（修订稿）的议案》《关于〈云南白药集团股份有限公司 2021 年度员工持股计划管理办法〉（修订稿）的议案》，同意对上述两个文件的部分条款进行修订。

《云南白药集团股份有限公司 2021 年度员工持股计划》及摘要修订前后主要的区别在于，员工持股计划不得买卖公司股票的敏感期由公司定期报告前三十日内改为公司年度报告，半年度报告前三十日内。“公司业绩预告、业绩快报公告前十日内”改为“公司季度报告、业绩预告、业绩快报公告前十日内”。此外，本次员工持股计划管理委员会委员人数将由三人增至五人。这一修订充分体现出云南白药把对员工切身利益的保障和对各股东利益的保障放在第一位，并自信能使员工持股计划顺利、有效地实施。

下文的分析均以《云南白药集团股份有限公司 2021 年度员工持股计划（修订稿）》为参考依据。

表 3.2 云南白药第二期员工持股计划的主要内容

参与对象	公司部分董事、监事、高级管理人员及其他人员
参与人数	1400
资金来源	员工合法薪酬、自筹资金、本计划通过融资方式筹集的资金以及公司计提的激励基金以及法律、法规允许的其他方式获得的资金。
股票来源	公司回购专用账户已回购的股份
认购数量	16,699,997 股
占公司股份总数	1.31%
锁定期	12 个月
存续期	5 年
管理模式	公司自行管理

数据来源：云南白药 2021 年度员工持股计划公告

由表 3.2 可知，云南白药在 2021 年进行了一次新的员工持股，和前一次员工持股计划比起来，新的员工持股参与对象并没有什么太大的改变，不过参与数量却从 485 名扩大到了 1400 名，新的成员中，董事、监事和高级管理人员的数量和上一次差不多，只是多了 2 名。但是其他员工的人数增加了 913 人，总数达到 1385 人，增加幅度很大。本期员工持股计划与上期相比认购数量也明显增加，占公司股份总股数的比重为 1.31%，共计回购股票 16,699,997 股。参与持股计划的其他员工人数的大幅增加与持股计划股票的大幅增加可以反映在实施了首次员工持股激励后，员工对持股计划的热情有了显著的提高。与首次的员工持股计划进行对比也可以发现，其认购价格从 2019 年的 37.07 元/股，不低于公司回购价格 74.13 元/股的 50%，提高为 70.19 元/股，不低于公司回购股份实际成本（100.27 元/股）的 70%，该购股价格符合行业竞争环境和公司实际情况，具有合理性与科学性。从股票价格中我们可以看到，这是由于公司在两年的发展过

程中,公司的股票价格有了很大的提高,而且将股票价格设定为回购股票实际成本的70%,由此可以看到,公司管理层对公司的未来将会继续向好发展的信念坚定。此外,合理地增加持股计划购买的股份的价格,还能够让公司的人员对公司的发展具有更强的责任心和使命感,从而能够更好地将这些优秀的人才留下来,从而提升公司的核心竞争力。在资本的供给方面,第二期与第一期员工持股计划相差不大。在管理模式上,云南白药这一次的员工持股是由公司自行运营的,不过由于本次参加职工持股的职工数量显著增多,所以对新的职工持股方案进行了修改,职工代表的数量从原来的三名职工上升到了五名职工代表。此项措施令持股人员具有较强的参与及自治能力,亦有助于其更好地执行及督导。

#### (1) 制定规则

云南白药第二期员工持股计划的制定主要包括三方面,即依法合规、自愿参与和风险自担原则,公司实施员工持股计划,严格按照法律、行政法规的规定履行程序,真实、准确、完整、及时地进行信息披露。

#### (2) 参与的对象设定

按照云南白药发布的消息,参与计划的人员中,有公司部分董事、监事、高管和其它内部员工,总计1400名。其中,公司董事、监事及高级管理人员15人认购比例为41.98%,其他员工不超过1385人合计认购比例为58.02%。

#### (3) 认购价格及锁定期的确定

本期员工持股计划购买回购股份的价格为70.19元/股,不得少于公司所购买的股票的真实价格(每股100.27元)的70%。收购的价格比云南白药近几年的股价要低一些,这样既能最大限度地保障职工的权益,又能防止国家财产的损失。持有股份规定12个月的锁定期,存续期5年。

#### (4) 持股管理模式

在管理方式上,本次云南白药的员工持股项目是公司自己管理的。公司透过持有人大会,选出代表人数也从三人增加至五人,以代理员工行使持股权益及执行员工持股计划的日常工作。

### 3.2.2 云南白药员工持股计划的实施过程

#### (一) 云南白药第一期员工持股计划实施过程

表 3.3 云南白药第一期员工持股计划实施过程

时间	事件
2018 年 10 月 31 日	公司发布《独立董事关于回购公司股份以实施员工持股计划的独立意见》和《关于回购公司股份以实施员工持股计划的预案》
2019 年 10 月 12 日	公司发布员工持股计划(草案), 10 月 29 日公司审议通过员工持股计划(草案)及相关议案, 正式开展第一期员工持股计划
2019 年 12 月 6 日	员工持股计划非交易过户完成, 回购股份以非交易过户形式过户至“云南白药员工持股计划”专户中
2020 年 12 月 4 日	公司第一期员工持股计划锁定期届满, 所持有的股份全部解锁, 管理委员会将根据当时的市场情况择机减持。
2021 年 1 月 5 日	公司发布《关于员工持股计划减持完毕的公告》, 公司员工持股计划已通过集中竞价交易方式减持完毕全部所持本公司股份
2021 年 3 月 3 日	公司发布《关于第一期员工持股计划提前终止的公告》, 员工持股计划所持有的云南白药 3,301,001 股股票已全部出售完毕, 董事会审议通过同意公司员工持股计划提前终止

公司第一期员工持股计划自 2019 年 1 月 4 日首次实施股份回购至同年 11 月 19 日股份回购期满, 用集中竞价的方式, 共购买了 3,301,001.00 股股票, 也就是公司股票的 0.26%, 合计购买了 244,704,739.06 元 (其中不包括交易费)。随后, 回购股份被转移到了“云南白药员工持股计划”专户上。本公司首次员工持股计划锁定期于 2020 年 12 月 4 日届满。最终, 截至 2021 年 1 月 4 日, 该公司在员工持股项目中所拥有的 3,301,001 股云南白药员工持股股份已经售出, 相当于目前公司股份总数的 0.26%。公司的员工持股存续期原本定于在 2024 年 10



月 29 日到期,但是由于在 2021 年 1 月 4 日之前已经售出了所有云南白药第一期员工持股计划的所有股份,所以董事会决定,提前结束员工持股计划。这标志着云南白药首个员工持股计划的落幕。

从云南白药第一期员工持股计划的实施过程我们可以看到,员工持股计划原本锁定期 12 个月,存续期 5 年,但是从首次实施股份回购至第一期员工持股计划终止却只用了两年时间,云南白药第一期员工持股计划实施得有条不紊,并取得了显著成效。

## (二) 云南白药第二期员工持股计划实施过程

云南白药第二期员工持股计划相较第一期员工持股计划参与人数明显扩大,从 485 人扩大至 1400 人,因此为充分保障员工切身利益,更加有效地进行与员工持股计划有关的工作,将第二期员工持股计划管理委员会成员的数量从三人增加到五人,并且对上市公司董事、监事和高级管理人员不得交易本公司股份的敏感期进行了新的修改。再者,第二期员工持股计划购买回购股份的价格从不低于公司回购股份实际成本的 50%更改为不低于公司回购股份实际成本的 70%。除此外,制定规则、参与的对象设定、锁定期的确定、资金来源与持股管理模式并没有明显区别。

第二期的员工持股计划从 2020 年 6 月 17 日至 2020 年 12 月 25 日期间,通过公司的回购专用账户,共回购了 16,699,997 股股份,占公司总股本的 1.31%。该员工持股计划的实际认购金额是 1,107,042,801.13 元。随后,公司于 2021 年 7 月 1 日通过《云南白药股份有限公司回购专用证券账户》将回购股份全部转移到了《云南白药股份有限公司-2021 年员工持股计划》专户中。2021 年 6 月 8 日,因公司发布的《2020 年年度权益分派实施公告》中规定,本次权益分派的股权登记日为 2020 年 6 月 4 日,除权除息日为 2020 年 6 月 7 日,除息额为 3.9 元/股。按照《员工持股计划(草案)》,2021 年员工持股计划的股票价格由公司进行了新的调整,由原来的 70.19 元调整为 66.29 元。随后,2022 年 5 月 5 日,公司 2021 年度权益分派实施完毕,以总股本 1,283,015,697 股为基数,向全体股东每 10 股送红股 4.00 股,派 16.00 元人民币现金,公司 2021 年度员工持股计划所持有股份数变更为 23,379,996 股,占公司权益分派后总股本的 1.30%。最后,在本

员工持股计划于 2022 年 6 月 30 日锁定期满, 公司董事会将视市场情况择机进行减持。

表 3.4 云南白药第二期员工持股计划实施过程

2021 年 3 月 17 日	发布公告, 开始筹划第二期员工持股计划
2021 年 3 月 25 日	公司发布第二期员工持股计划(草案)
2021 年 6 月 8 日	对公司 2021 年度员工持股计划交易价格进行调整, 交易价格由 70.19 元/股调整为 66.29 元/股
2021 年 7 月 1 日	员工持股计划非交易过户完成, 回购股份以非交易过户形式过户至“云南白药集团股份有限公司—2021 年度员工持股计划”专户中
2022 年 6 月 1 日	对《云南白药集团股份有限公司 2021 年度员工持股计划》及其摘要、《云南白药集团股份有限公司 2021 年度员工持股计划管理办法》进行修订
2022 年 6 月 1 日	发布《2021 年度员工持股计划(修订稿)》
2022 年 6 月 7 日	第二期持股计划股份回购实施完成
2022 年 6 月 30 日	员工持股计划锁定期届满, 所持有的股份全部解锁, 管理委员会将根据当时的市场情况择机减持。

到目前为止, 云南白药第二期员工持股计划锁定期届满, 持股计划一切顺利。

### 3.3 云南白药员工持股计划的实施特点

从 2019 年到 2021 年, 云南白药一共实行了两次员工持股计划, 这两次员工持股计划的方案计划和目的相同, 因此制定规则、参与的对象设定、锁定期的确定、资金来源与持股管理模式并没有明显区别。两期员工持股计划其他主要几个区别和特点体现在以下几个方面:

- (1) 方案辐射员工范围越来越广

云南白药两期持股计划的参与人数从最初的 485 人增加到 1400 人左右，参与的对象越来越多，涵盖了从公司部分董事、监事、高级管理人员及核心技术人员和其他人员。这一方面体现了云南白药充分重视优秀人才同时将公司发展与个人价值相结合，全面调动员工积极性，以合理的参与对象的界定选择来提高激励效果，使员工分享到公司持续成长带来的收益。

### (2) 持股计划交易价格的适时调整

第一期员工持股计划交易价格在整个持股计划实施期间一直保持不变，为 37.07 元/股。但 2021 年 6 月 8 日，第二期员工持股计划由于 2020 年年度权益分派的原因，根据除息额为 3.9 元/股，将 2021 年度员工持股计划的交易价格由 70.19 元/股调整为 66.29 元/股。这一次的价格调整，是根据《员工持股计划(草案)》第四章中的“从董事会公告之日起，到员工持股计划回购股份之日止，如果公司发生了除权、除息、拆细、缩股等事项，则该股票的数量和价格也将相应调整。”云南白药这次持股计划股票价格的适时下调，充分体现了公司在实施持股计划时，把员工利益放在第一位，把企业的长期发展和员工的利益结合在一起，从而促进公司持续、健康的发展。

### (3) 管理上持续更新

云南白药第一期和第二期员工持股计划都采用了公司自行管理的方法，式，这样既节约了企业的经营费用，又便于在企业的正常运作中，获得众多的参与人员的有效监管。但公司因持有员工持股计划员工人数众多，为充分保障员工切身利益，更高效开展员工持股计划相关工作在第二期员工持股计划实施期间对《持股计划及其摘要》及《持股计划管理办法》进行了新的修订，新修订部分相较于第一期持股计划，将员工持股计划管理委员会委员人数将由三人增至五人。另外，对于上市公司董事、监事和高级管理人员不得买卖公司股票的敏感期，作了更为严格的修改。

## 4 云南白药员工持股计划的实施动因分析

### 4.1 向市场传递正向信号

在证券市场中，因为不对称的信息，管理者与投资者分别处于公司内外部，在获得和搜集信息的过程中都会出现一些不对称，因此，相对于外界的投资人来说，公司的管理层拥有更多的信息优势，而投资人对于信息的获得常常会出现延迟。除了难以获得真正的、高效的资讯之外，外部投资人本身也没有足够的专业素养，与公司的内部管理者相比，他们对公司的判断具有某种程度上的滞后性。因此企业要得到资本市场的支持，就必须传递良好的经营业绩和发展前景的正向信号。从市场信号传递角度来看，在资本市场有效的前提下，一个公司的运营情况和公司的业绩可以被证券市场的股价反映出来。当持股员工参与公司治理时，由于其风险偏好较低，就会加强控制企业的经营风险和财务风险，使得公司的绩效得到改善，并向市场发出了公司运营状况好转的信息，进而对可能的投资人产生了更大的吸引力。而员工属于公司内部，在市场投资者看来实施员工持股计划可以向资本市场传递出公司业绩良好，存在一定的可持续性，内在价值大，对未来有着较高的成长趋势的信号。并且因为委托代理问题的存在，员工持股可以使员工获得公司拥有者的身份，使公司与员工利益存在密切联系，员工在工作中将从公司长远发展来维护公司的利益。这将进一步向市场传递正向的信号，这样的市场信号表明，投资者将更容易获得并掌握清楚的信息，从而可以对自己的投资决策进行快速的制定并进行相应的修正，这也对公司股价在资本市场上的正常波动是有利的。

### 4.2 提高公司科研能力

云南白药集团始终把新药研发摆在第一位置，围绕着药品、保健品、中药资源、药品流通等四个板块，构建了从选育、种植、研发、生产到保健品和服务的完整的市场价值链，构建了“三产融合”、“多板块融合”的可持续发展的经济循环。按照公司的发展策略，以“紧跟市场”为指导思想，开发云南白药的新技

术。公司在研究与发展的理念上，确立了“开发”与“设计”的发展理念。“开发”指的是对新型的自然医药进行积极的研究，而新型的自然医药的研究通常是一个漫长的研究过程，为公司长远发展积累了大量的资源，公司拥有十多项正在研发的具有专利权的自然新药，这些新药将会在未来数年内为公司带来利润。“设计”指的是针对目前的需求，对已有的药物做进一步的深入研究，并针对不同的群体需求，添加更多的适应症，剂量，规格等，来进行新的药物的研发。而新产品的开发，就是一个快速而又高效的过程，可以让研究结果在很短的时间里，变成一个新的经济增长点。

云南白药公司于 1999 年获得批准，建立了“双博士”研究工作站，以引进和保留优秀的科技人员。其中，上海有机化学研究所，昆明植物研究所，版纳热带植物园和云南大学为主要的博士后科研工作提供了技术支持。目前，共引进了 9 名博士生，完成出站 7 人，在站 2 人。而云南白药两期员工持股计划的重点，就在于建立健全长期的共同创新与共享的激励与约束机制，以留住并激励优秀的科研人才。因此，第一期员工持股计划参与员工 472 人，合计认购比例高达 83.10%。第二期员工持股计划更是将员工人数扩大到了 1385 人，合计认购比例为 58.02%。从上文对员工持股计划参与对象构成的介绍中也可以看出，这一切都是要培育并保留优秀的研究人员，提升公司的科研实力，从而开发出更多的优质的产品，提高公司的核心竞争能力。

并且在第一期员工持股计划实施同年 2019 年 12 月，公司建立了北京大学—云南白药国际医学研究中心。北大-白药医学中心为云南白药以科技赋能，为云南白药注入新的科技力量，通过科技研发创新，推出具有变革性的白药新品的同时，对现有传统产品进行改造、升级、换代，变成更优秀的产品，更广泛地推广到市场，让云南白药能够赢得未来持久的市场竞争力。因此从中可以看出云南白药非常重视公司科研能力，借以员工持股计划的实施将进一步激励和留住优秀的科研人才，并吸引更多的科研人才。形成的长效激励机制可以减少现有核心科研人员的离职风险，并推动更多的科研人才加入，保证公司的科研团队保持稳定与高效，提高公司的科研能力，助力公司科研战略的顺利实施。

### 4.3 建立长效激励机制

目前,我国制药行业的发展面临着严重的人力资源短缺问题。而制药公司所面对的人才短缺的问题,其根源在于公司现有人才的流失。在制药公司各个领域都存在着人才短缺的情况下,如何将现有的人才留下来,如何吸引更多的人才,成为了制药公司在人力资源的一个关键问题。

根据相关理论,工资水平通常只是对员工工作的影响因素,它只能够维持员工原来工作的效率红线,但是,作为一种鼓励的方式,员工持股计划能够让员工变成公司的拥有者,能够让他们分享他们为公司创造价值所带来的附加资本效益。其次,根据人力资本理论,优秀的人才对企业来说是保持企业活力和竞争力的核心因素,而吸引和留住公司人才也需要从薪资待遇水平来入手。

而云南白药作为一家以研发为主的医药公司,公司能否保留并招揽到有才华的人,将会对公司能否拥有足够的人力资本起到重要作用。但是作为公司重要组成部分的研发人才的工资薪酬却较低,在2019年云南白药公司总员工8124人,2019年发放总薪酬为189745.02万元,所有员工的平均工资为23.36万元,而研发人员的人均工资为7.51万元,还不如全体员工平均工资的三分之一。这无疑会使公司科研人才对工资薪酬不满,从而造成人才的流失。而云南白药是一家有着丰富的生产经营经验、在全国制药产业中占中高水平的国企,但云南白药的人力资源管理体系相对滞后,无法有效地调动和维持其员工工作积极性。因此,云南白药在经过2016年的混改以后,公司推出了两期的员工持股计划,以期解决企业核心人才薪资水平不高、薪资水平不平均、人才流失严重和人才激励不足的问题,为人才提供一个靠个人能力和公司发展来实现个人价值的平台,以此达到公司和高新技术人才的利益共享,互利共赢。

### 4.4 优化股权结构

云南白药在2016年,为响应国家政策,全面深化国企改革,推进企业混合所有制改革,进一步做强、做好、做大企业而启动云南白药混合所有制改革。云南白药在混改过程中,以增资扩股的形式引入了新华都集团、江苏鱼跃集团等战

略投资者，从而使公司的股份结构更加完善，最终成型为云南省国资委持有云南白药控股 45%的股份，新华都和江苏鱼跃分别持有 45%和 10%的股份的新局面。之后，在 2018 年，云南白药吸收合并白药控股，白药控股和云南白药合为一体。此次吸收合并后，云南省国资委和新华都及其一致行动人并列成为公司第一大股东，持股比例两者都为 25.1%。

云南白药在混改之后，积极寻求新的管理层和员工薪酬激励机制，并在 2017 年审议通过了《云南白药集团股份有限公司高级管理人员薪酬管理与考核办法》，新的薪酬机制更加强调员工积极性，创新思维和价值创造。此外，中共十八届三中全会发布的《中共中央关于全面深化改革若干重大问题的决定》提出“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”。再者，2016 年 8 月，国家发展改革委《关于国有控股混合所有制企业开展员工持股试点的意见》及 2017 年 11 月《关于深化混合所有制改革试点若干政策的意见》均明确提出，实施员工持股计划有利于实现对职工与公司之间的风险与收益的均衡，是推进我国国企体制和机制创新的一种有效手段。因此，云南白药作为地方国有控股的上市公司，积极响应国家政策，为推动云南白药混改，健全员工与股东共同承担利益和风险的机制，优化并形成多元化的股份结构，改善公司的管理体制，提升公司的整体效益，《回购公司股份以实施员工持股计划的预案》于 2018 年第一次临时董事会会议上予以批准，并于 2019 年启动第一期职工持股计划，之后在 2021 年实施了第二期员工持股计划。

## 4.5 改善公司治理水平

云南白药经过上百年的发展，已成为我国中药行业的龙头企业，但是在中药行业竞争不断变得剧烈的背景下，云南白药为了继续扩大市场规模，提高公司经营效益，就需要具备更加完善的治理结构和治理水平，以确保公司在中药行业竞争中稳定发展的龙头地位。而改善公司的治理结构和治理水平，就需要从处理员工和公司的关系方面来下手。

员工作为企业的实际经营实践者，其掌握着企业的更详细信息。但是如果员工和企业的利益关系不得到好的管理，就会造成企业员工为个人利益而做出机会

主义和具有道德风险的行为。从委托代理理论的视角来看,若缺少一种较为行之有效的治理方式,无法将经理人与所有者的利益进行合理的平衡,就会造成双方的利益矛盾,员工会因为一己私欲而对公司造成伤害,从而降低公司的运营效率。而员工持股计划可以将员工从管理者的身份转变为所有者和经理人的结合,这可以让公司与员工之间建立起一个利益团体,可以对员工和管理者的投机行为有效地减少,从而降低对公司所有者集体利益的影响。此外,员工持有一定的公司股票能够使他们有一定的监督权和决策权,使持股员工形成第三方的独立监督方,让其出于维护企业和自己的整体利益而运用自己所拥有的信息,对公司管理展开高效的监管,从而对公司管理者为自己的利益,而损害公司资产运营的行为进行了约束,以提升公司资产的使用效率,进而对公司的治理结构进行了改进。而在制药这个市场上,由于市场的竞争非常大,所以云南白药先后推出了两次的员工持股,目的就是要用员工持股的形式,来完善公司的内部管理,从而提升公司的经营效能,减少监管的代理成本。并通过员工持股计划把激励和约束结合有机结合在一起,从而提升企业的外部竞争能力,推动公司长期可持续发展。



## 5 云南白药员工持股计划的实施效果分析

### 5.1 短期市场效应分析

从前面的论述中可以看出,在员工持股计划中,可以构建并健全出一套可以让员工与公司之间形成的利益分享和风险共担的激励制度,进而可以让员工对工作的热情和主动性得到充分的调动。所以,在这一制度下,公司管理者和员工的行动将会在某种意义上对公司的运营效率和经营绩效产生积极的作用。从市场的角度来说,公司向资本市场发布了一条关于员工持股计划的信息,这也可以向市场发出一种积极的、正面的信息,告诉人们公司目前的运营状况是平稳的,而且,管理层对公司的发展有信心。同时,依据信息传递理论,员工持股计划的市场效应可以通过企业在公布期间的股票价格反应来度量。在公司员工持股的声明公布以后,股价的上涨和下跌反映出了在资本市场上,投资者是否认为员工参与公司管理是否能够提升公司的价值,这也反映出了股东的财富效应。当投资人觉得员工持有股份对公司的成长有积极的作用,且会增加公司的价值时,他们会购买公司的股份来进行投资。在市场投资者认为公司实行员工持股会对公司产生负面影响,从而影响公司的长期发展的情况下,就会导致公司价值的下降,从而导致投资者对公司股票的大量卖出和公司股价也随之下跌。因此,在员工持股计划公布期间,公司股份的变动情况中,我们可以观察到市场对公司发展前景的预期。如果在公布公告后,公司的股价出现了上升,那么就说明了资本市场看好公司在未来有持续发展的潜力。本节中所采用的事件研究法,就是一种评价某个特定的事件和股价变动之间相关性的一种方式,它的测量方式就是观察在该事件出现时公司股价有没有出现一个反常的回报率。因此,本文采用事件研究法,通过观测选定窗口期内超额收益率(AR)和累积超额收益率的(CAR)变动情况来分析云南白药两期员工持股计划带来的短期市场反应。为了保证研究的准确和有效性,需要先假设三个条件:金融市场是有效的;所研究的事件是市场未预期到的;事件的窗口期间无其他事件的混合型效应。

首先是定义事件日,本文的事件日分别是两期员工持股计划(草案)及摘要的公告日。第一期员工持股计划(草案)虽然是在2019年10月11日公布,但

是发布时已是当日晚间，并且 12 日和 13 日因为周末股市休市，所以将第一期员工持股计划的事件日定义为 2019 年 10 月 14 日。第二期员工持股计划的时间日定义为 2021 年 3 月 25 日。窗口期是事件可能影响的一段时间段，窗口期的确定不宜过长也不能过短，本文选择了公司公布该员工持股计划的前后 10 个交易日作为一个时间窗口，表示为「-10, 10」。估算窗口期被用来估算在没有受某些事情的影响下，股票的收益率与股指的收益率之间的联系。通常情况下，如果设定的时间比较久，可以让计算的结果更加符合实际情况。然而，如果设定得太久，就会造成估算窗口的不干净，所以，这篇文章将员工持股计划的发布日期之前的 65 个交易日到前 5 个交易日作为估算窗口，表示为「-65, -5」。

其次是建立市场报酬率模型来计算日超额收益率和累积超额收益率来确定员工持股计划对公司股价的影响。具体步骤为：

(1) 计算日收益率

日收益率  $R_{it}$  即为云南白药当日收盘价较上一日收盘价所变动的比率。

(2) 计算预期收益率  $ER_{it}$

预期收益率是云南白药每日所预期能达到的收益率，本文选用市场模型来计算预期收益。由于云南白药的成分是属于沪深 300 指数，因此云南白药的预期收益率  $ER_{it}$  等于沪深 300 指数日收益率  $R_{mt}$ ，即沪深 300 指数当日收盘价较上一日收盘价所变动的比率。

(3) 计算超额收益率  $AR$

云南白药的超额收益率即云南白药日收益率比预期收益率多多少。

(4) 计算累积超额收益率  $CAR$

$$CAR = \sum_{-10}^{10} AR$$

云南白药累积超额收益率为云南白药窗口期超额收益率  $AR$  之和。

根据上述市场报酬率模型来分别对云南白药两次员工持股计划发布之前及之后的超额收益率和累积超额收益率进行测算，具体数据见下图 5.1。接着，画出了一个在该时间点上超额收益率和累积超额收益率的变动趋势图，如图 5.1 所示。

表 5.1 云南白药第一期员工持股计划日超额收益率及累积超额收益率统计表

窗口	日收益率 Rit	预期收益率 ERit	超额收益率 AR	累积超额收益率 CAR
-10	-0.0204619	-0.0114314	-0.0090305	-0.0092616
-9	-0.0008273	0.00267821	-0.0035055	-0.0127671
-8	0.02546057	-0.0077158	0.03317638	0.02040926
-7	-0.0111021	-0.0077086	-0.0033935	0.01701576
-6	-0.0091855	0.00299651	-0.0121821	0.00483371
-5	-0.0059745	-0.0098945	0.00392003	0.00875374
-4	0.01098446	0.0060689	0.00491556	0.0136693
-3	-0.0086101	0.00144879	-0.0100589	0.00361042
-2	-0.0097188	0.00817019	-0.017889	-0.0142785
-1	0.00772604	0.0095725	-0.0018465	-0.016125
0	0.11272275	0.01061167	0.10211108	0.08598607
1	0.01247672	-0.0042977	0.01677446	0.10276053
2	-0.0332904	-0.0034449	-0.0298455	0.07291502
3	-0.0068493	0.00064497	-0.0074943	0.06542074
4	-0.0237548	-0.014226	-0.0095288	0.0558919
5	0.0200157	0.00296171	0.01705398	0.07294589
6	0.00307811	0.00387545	-0.0007973	0.07214854
7	-0.0095896	-0.0063631	-0.0032264	0.06892211
8	-0.011038	-0.0001033	-0.0109346	0.05798748
9	0.01096534	0.00674298	0.00422236	0.06220984
10	0	0.00764732	-0.0076473	0.05456252

数据来源：新浪财经，作者自行计算

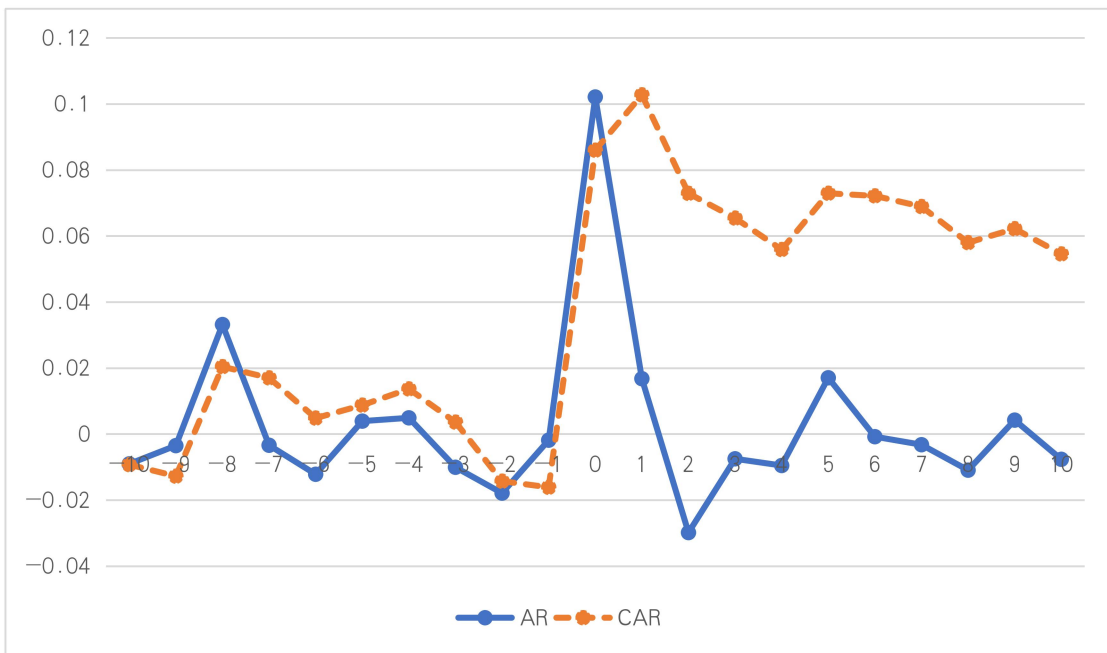


图 5.1 云南白药第一期员工持股计划日超额收益率及累积超额收益率变化趋势图

第一个员工持股计划的事件日期是 2019 年 10 月 14 日，如表 5.1 所示，在该窗口期内事件发生日期之前，AR 在 0 值上下波动，而 CAR 在事件日前两天降至 0 值之下。云南白药的 AR 和 CAR 在发布员工持股计划公告的事件日大幅上涨，在整个窗口期内达到了最大值，且非常明显，超额收益率 (AR) 为 10.21%，累积超额收益率为 8.60%，与事件日前一日超额收益率 (AR) -0.18% 和前一日累积超额收益率 (CAR) -1.61% 相比增幅非常明显。说明员工持股计划公告向市场传递了正向的利好消息，较大地刺激了当日股价。在事件发生日之后的第一天，超额收益率 AR 有明显下降，但是仍然为正值 1.68%，但是在第二天下降到为负值，之后的整个窗口期内跟事件日之前一样在 0 值上下波动。事件日之后，虽然 CAR 也有下降趋势，但是整体还是远远高于事件日之前的水平。由于在选取的窗口日内，云南白药没有发布其他的公告，因此可以认为窗口期内的股价变动是由于云南白药发布员工持股计划公告所引发的。通过分析以上数据可以得出，云南白药第一期员工持股计划带来了正向市场反应，但是时效性不长，但可以看出外部投资者对此持有较为积极的支持态度。

表 5.2 云南白药第二期员工持股计划日超额收益率及累积超额收益率统计表

窗口	日收益率 Rit	预期收益率 ERit	超额收益率 AR	累积超额收益率 CAR
-10	0.01280512	0.02490402	-0.0120989	-0.012099
-9	0.00126432	0.00354119	-0.0022769	-0.0143759
-8	-0.0457738	-0.0215375	-0.0242363	-0.0386122
-7	0.01315028	0.00870215	0.00444813	-0.0341641
-6	0.0244898	0.00423282	0.02025698	-0.0139071
-5	0.01123506	0.00802022	0.00321484	-0.0106923
-4	-0.0314396	-0.0261933	-0.0052463	-0.0159385
-3	0.01082005	0.00999782	0.00082222	-0.0151163
-2	-0.0091751	-0.0094717	0.00029669	-0.0148196
-1	0.00706685	-0.0160822	0.0231491	0.00832946
0	0.01839006	-0.0004748	0.01886483	0.0271943
1	0.06161888	0.02266181	0.03895707	0.06615137
2	-0.06886	0.00176459	-0.0706246	-0.0044733
3	-0.0177069	0.00948111	-0.027188	-0.0316613
4	-0.0170473	-0.0091016	-0.0079457	-0.039607
5	0.00597461	0.01236441	-0.0063898	-0.0459968
6	0.01385796	0.00993586	0.00392209	-0.0420747
7	-0.0309983	-0.0041112	-0.0268871	-0.0689619
8	-0.0236776	-0.0071202	-0.0165574	-0.0855193
9	0.01401789	0.00165957	0.01235832	-0.073161
10	-0.0232381	-0.0150365	-0.0082015	-0.0813625

数据来源：新浪财经，作者自行计算

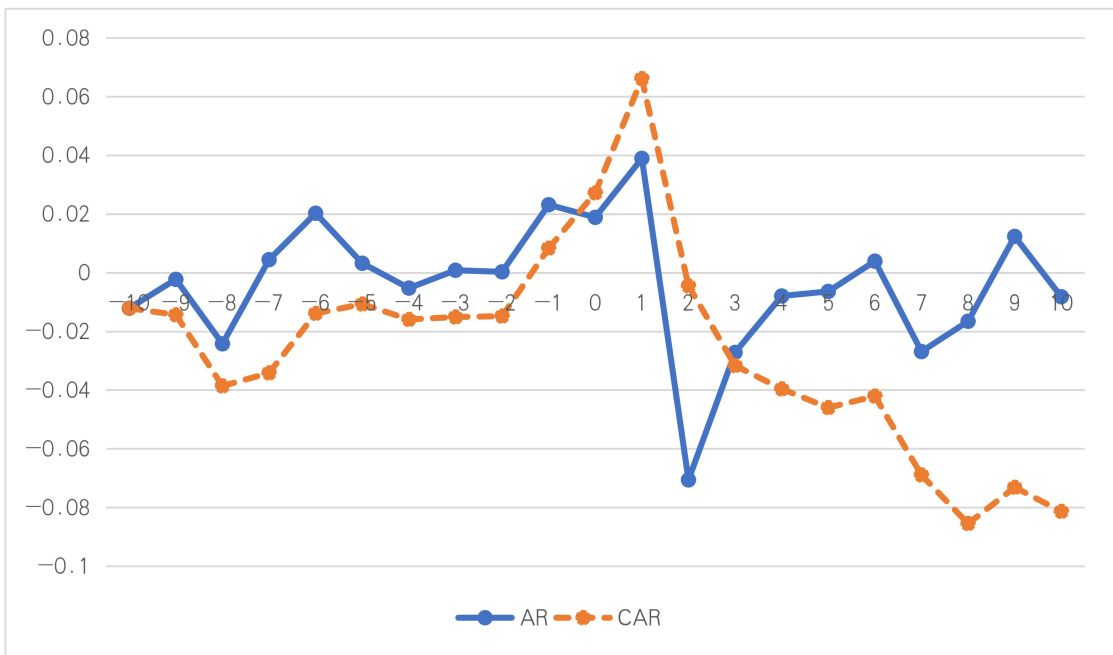


图 5.2 云南白药第二期员工持股计划日超额收益率及累积超额收益率变化趋势图

第二期员工持股计划的事件日为 2021 年 3 月 25 日，从表 5.2 可以看出，在整个窗口期内事件日之前，云南白药 AR 均在 0 值上下波动，CAR 一直在 0 值以下，在事件日前第八天有所下降，之后又上升到原来水平并保持稳定。在事件日，云南白药员工持股计划公告当日公司的 CAR 持续上涨，但是 AR 较前一日有所下降。但是超额收益率 (AR) 和累计超额收益率 (CAR) 在事件日第二天都上涨较为明显，这可能是因为 2021 年 3 月 25 日员工持股计划公告在当日发布时间较晚，股市已经闭市，因此到第二天股市开盘时市场才能有所反应。在事件日之后第二天，云南白药的超额收益率 (AR) 和累计超额收益率 (CAR) 都大幅下降，虽然超额收益率 (AR) 在第三天又有所上涨，并在之后的窗口期内在 0 值上下波动，但是累计超额收益率 (CAR) 却一直在持续下降。通过分析以上数据可知，市场对云南白药第二期员工持股计划的公告发布在事件日反应正向且比较明显，但是时效性短。

综上，因为在选取的两期员工持股计划窗口期内，云南白药没有发布其他的重要公告，因此可以认为窗口期内的股价变动是由于云南白药员工持股计划的发布所引起的。从以上两次的实施情况来看，云南白药的每一期员工持股计划，都

会向外界发出一个积极的信息，并且得到了很好的回应，不过这种回应持续时间很短，所以在短期对股市起到了正面的影响。

## 5.2 科研创新能力分析

从本质上讲，技术创新是一种人的创新，需要智力的投入。制药公司在进行新的技术开发和创新时，必须拥有一批高科技高素质的研究人员，这样才能确保其研究工作的高效性，并能使公司的市场竞争能力得到不断增强。为了提升自己的研究与开发水平，公司必须进行大规模的研究与开发，而这些研究与开发的基础，就是公司拥有充足的研究人员进行研究与开发。因此为了吸引和留住高素质的科研人才，企业需要支付科研人员高额薪酬，此外还需要建立一种长期的激励机制，以使其进行持续不间断的创新。而员工持股计划能够在给予核心研发人才更为丰厚的报酬的同时，还能形成一种长期的激励机制，从而激发他们的创新意识和潜力。这同时也使员工形成主人翁意识，增加员工的忠诚度和对企业的信心，从而进一步提高公司科研能力。

云南白药是一家具有自主研发实力的国际著名制药公司。通过两个阶段的员工持股计划所产生的激励制度，将会对那些在工作中表现出主动的、在工作中获得了创新结果的职工进行股权奖励，这将会帮助公司的生产品质得到改善，进而增强公司的竞争力。本文拟从研发投入和研发人员的数量两个方面考察员工持股对企业科研创新能力的影响。

### 5.2.1 研发投入规模分析

企业要进行研发创新，就需要大量研发费用的投入。而研发费用的投入也从侧面反映了企业愿意为研发投入多大的成本。

表 5.3 云南白药 2018-2021 年研发投入情况表

	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年
研发费用 (亿元)	1.10	1.74	1.81	3.31
营业收入 (亿元)	267.08	296.65	327.43	363.74
研发费用占营业收入的比例 (%)	0.41%	0.59%	0.55%	0.91%

数据来源：云南白药公司年报

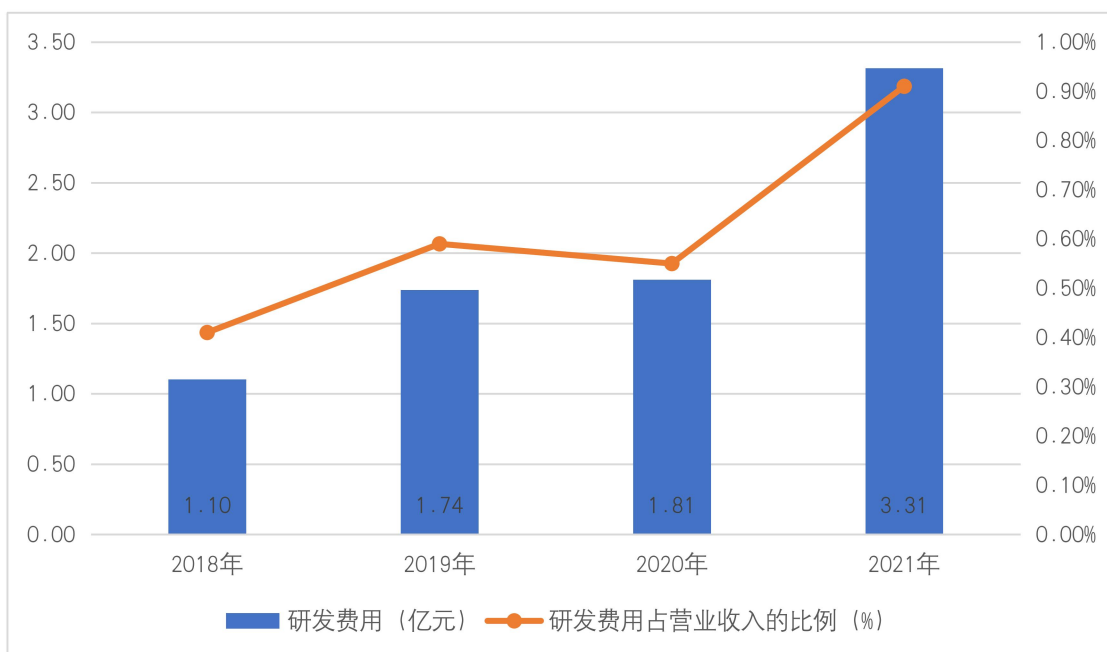


图 5.3 云南白药 2018-2021 年研发投入情况图

从图 5.3 和表 5.3 中可以看出，云南白药在实施员工持股计划的这三年中成稳定上升的趋势，从实施第一期员工持股计划到第二期员工持股计划的实施，云南白药参与员工持股的研发人员越来越多，而公司对研发的投入费用越来越高，这表明科研人员参与持股计划的人数和研发费用的投入成正向的相关关系。2019 年研发费用相较于 2018 年增加了 0.64 亿元，研发费用占营业收入的比例为 0.59%。虽然在 2020 年占营业收入的比例从 0.59% 降到了 0.55%，这是因为 2020 年企业营业收入创下了新高，我们从表 5.3 中也可以看出，虽然占比稍微有所下降，但



是研发费用还是在继续上升。并且，从图 5.3 中我们可以看出，到了 2021 年，云南白药的研发费用较于 2018 年上升了三倍之多，达到了 3.31 亿元。这表明，云南白药员工持股计划的实施对企业的研发产生了积极的正面影响，促进了企业的研发工作发展。

### 5.2.2 研发人员数量分析

创新的基础是“人”，因此，要实现研发创新的发展，就必须有一批研发创新人才作为后盾。一个公司的研发人员的总数可以反映出该公司的创新实力，研发人员占总员工的比例可以反映出公司的创新动力和可持续发展能力。作为一家在这个竞争日益加剧的医药行业上赫赫有名的公司，站在科学研究的前沿，才能保证公司的长期竞争力。

表 5.4 云南白药 2018-2021 年研发人员数量情况表

	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年
研发人员数量	711	748	830	1,106
研发人员数量较上年变动比率 (%)	1.43%	5.20%	10.96%	33.25%
研发人员占总员工之比(%)	8.81%	9.21%	10.21%	13.07%

数据来源：云南白药公司年报

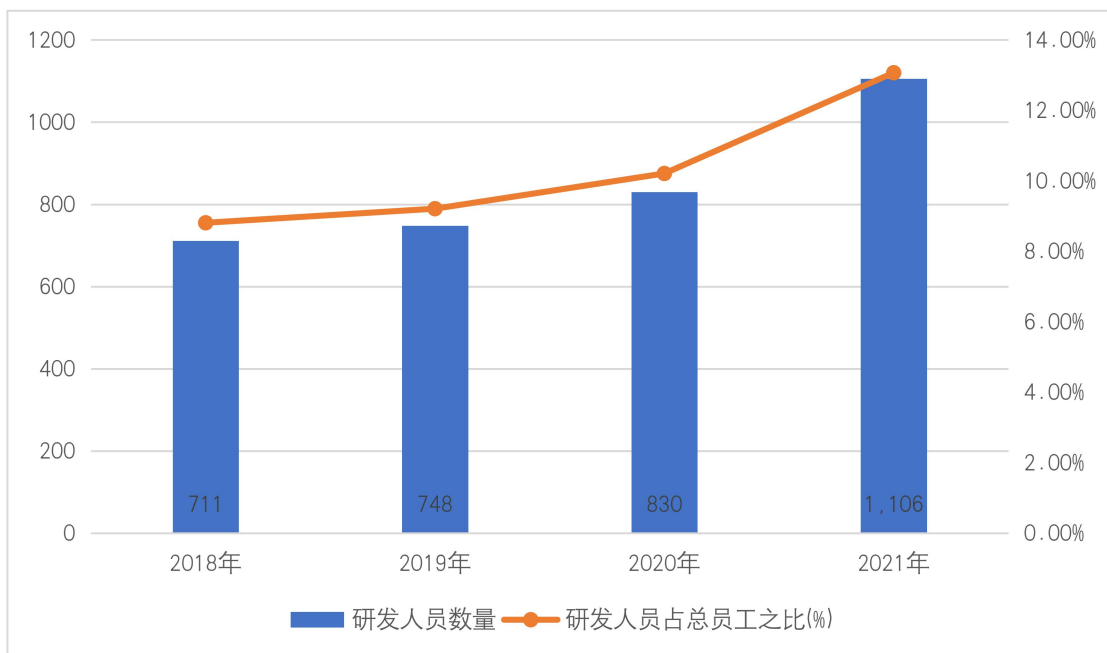


图 5.4 云南白药 2018-2021 年研发人员数量情况图

从表 5.4 和图 5.4 中可以看出，云南白药在第一期和第二期员工持股计划的实施过程中，研发人员的数量呈稳步增长趋势。从 2018 年的 711 人，达到 2021 年的 1106 人。研发人员数量较上年变动比率在 2021 年更是达到了 33.25% 的惊人程度。云南白药自从员工持股计划的实施，三年间研发人员数量就增加了 395 人，研发人员占总员工之比也从 2018 年的 8.81% 增加到了 2021 年的 13.07%。从研究结果中可以看出，通过员工持股计划的实行，云南白药对研发技术人员方面的吸引力得到了增强，在研究人员数量上出现了明显的增加，这表明公司的研究与开发的创新实力得到了明显提升，这也就意味着，员工持有股权对公司研发创新能力的发展起到了正向的促进作用。

## 5.3 员工激励效果分析

### 5.3.1 人力资源效率分析

公司的视角来看待人力资源效率,就是企业所拥有的人力资源的有效利用程度,是人力资源围绕企业绩效做出的有效贡献的程度,与员工的积极性和自主性有很大关系。而云南白药实施员工持股计划,是要调动员工的工作热情,提高其工作积极性,增加员工工作的自主性,进而提高公司的效益,增强公司的竞争力。所以,可以用一个有效的指标来评价职工持股的有效性。本篇论文选取的核心指标是人均销售收入和人均净利润。在整理和计算云南白药各年份的财务报表后得出如表 5.5 所示的数据。

表 5.5 云南白药 2018 年-2021 年人力资源效率指标统计

年份	营业收入 (万元)	净利润 (万元)	员工人数	人均销售收入 (万元)	人均净利润 (万元)
2018 年	2670821.35	328974.60	8068	331.04	40.78
2019 年	2966467.39	417305.20	8124	365.15	51.37
2020 年	3274276.68	551103.62	8131	402.69	67.78
2021 年	3637391.90	279633.60	8464	429.75	33.04

数据来源: 云南白药公司年报, 作者自行计算

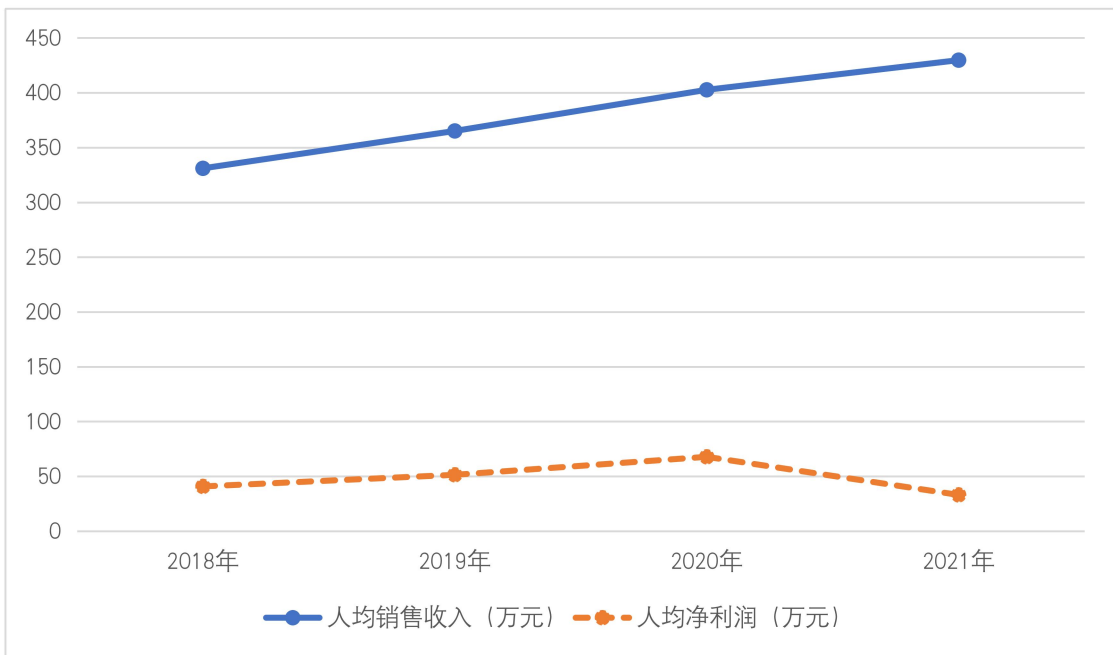


图 5.5 云南白药 2018 年-2021 年人力资源效率变化趋势图

从表 5.5 可以看到，在云南白药实行了第一期员工持股计划以后，其人数有了显著的增加，并在 2021 年第二期员工持股计划期间从 2018 年的 8068 人增加到了 8464 人，净增加 396 人。从图 5.5 可以看出，在员工人数大幅增加的情况下，人均销售收入依然大幅正向增长。此外，人均净利润在前两年也呈增长趋势，且增长明显，但是在 2021 年却突然下降到 2020 年的人均净利润的一半。这是因为云南白药 2021 年证券投资失败，公允价值变动损失 19.29 亿元，导致公司净利润同比下降 49.17%，较 2020 年的净利润几乎腰斩。所以，在 2021 年度，人均净利润指标不具备参考价值。但是从人均销售收入的增长趋势和 2018-2020 年的人均净利润增长情况来看，员工持股计划的实施使公司人力资源效率得到明显的提升，人均销售收入更是从 2018 年的 331.04 万元增长到 2021 年的 429.75 元。由此可以看出，云南白药实施员工持股计划后，员工的工作效率得到了显著的提升，员工的工作积极性和主观能动性得到了充分地激发，对公司的生产和经营起到了积极的促进效果，员工的权益与企业的利益之间也有了长远的联系，职工的权益得到了充分的保障。

### 5.3.2 员工获利情况分析

云南白药在 2021 年 1 月 5 日发布《关于员工持股计划减持完毕的公告》，公告显示，公司员工持股计划减持完毕，由表 5.6 可以看出，云南白药近一月共减持 0.26% 公司股份，共计 3301001 万股，成交金额为 404342469.40 万元。据此计算出，卖出均价为 122.49 元/股。

表 5.6 云南白药第一期员工持股计划的减持情况

减持方式	减持期间	减持股数（股）	成交金额（元）	占公司总股本比例(%)
集中竞价	2020/12/4-2021/1/4	3301001	404342469.40	0.26%
合计		3301001	404342469.40	0.26%

数据来源：云南白药 2019 年度员工持股计划减持完毕公告

云南白药第一期员工持股计划的股票来源是在公司回购专用账户中回购的股票，也就是公司在 2019 年 1 月 4 日到 2019 年 8 月 31 日之间回购的 3,301,001 股股票，总金额为 244704739.06 元，占公司股本的 0.26%。本期员工持股计划以 37.07 元/股的价格购买回购股份，不低于公司回购股份均价（74.13 元/股）的 50%。

综上所述，云南白药第一次职工持股项目的股权转让价格为 37.07 元/份。与 122.49 元/股的抛售价格相比，本公司的员工在一买入一售出中，共获得了 15963.78 万元的利润，每股净利润 85.42 元，回报率为 230.43%。参与本次计划的人员中共有 13 名董监高获得了 2697.88 万元的收益，其中全体参与员工获得了 13265.9 万元的收益，平均每个职工获得了 28.11 万元的收益。由此我们可以看到，持股比例的设计和持股收入防止了平均主义对发生，它能够适当地体现出核心员工与普通员工在职位和贡献上的不同，同时也能避免出现管理者持股太高而对普通员工的收益造成的损失。持股计划的实施对参与员工起到了有效的激励作用。

云南白药在 2022 年 6 月 30 日发布公告称，第二期员工持股计划锁定期届满。云南白药第二期员工持股计划的股票来源是在公司回购专用账户中回购的股票，

也就是在 2020 年 6 月 17 日到 2020 年 12 月 25 日这段时间里，公司回购的股票有 16,699,997 股，认购总额为 1,107,042,801.13 元，也就是公司股本的 1.31%。本期员工持股计划以 70.19 元/股的价格购买回购股份，该价格不低于公司回购股份的实际成本（100.27 元/股）的 70%。在 2021 年 6 月 8 日，由于权益分派，第二期员工持股计划的交易价格从 70.19 元/股调整为 66.29 元/股。随后，2022 年 5 月 5 日，公司 2021 年度权益分派实施完毕，以总股本 1,283,015,697 股为基数，向全体股东每 10 股送红股 4.00 股，派 16.00 元人民币现金。本公司在 2021 年员工持股计划中所持有的股份数量变更为 23,379,996 股，占权益分派后总股本的 1.30%。因此，本公司员工持股计划中持有之股份，共计 23379996 股，全部解除锁定。

而在云南白药第二期员工持股所持股份解锁当日，云南白药股价为 60.39 元/股，之后更是低于 60 元/股，近 4 个月一直在 50 元/股上下波动，低于员工持股计划受让价格 66.29 元/股，因此第二期员工持股计划目前处在亏损状态。但因为第二期员工持股计划有 5 年存续期，因此云南白药第二期员工持股计划目前并没有进行股份减持，因此，目前还不能对第二期员工持股的收益进行统计。但是考虑到公司将来的发展前景和竞争力，在未来 5 年的时间长度下，第二期员工持股计划的获益将成必然。

## 5.4 公司治理效果分析

委托代理理论是建立在非对称信息博弈论的基础上的。非对称信息指的是某些参与者拥有但另一些参与人不拥有的信息。在委托-代理关系中，管理者与所有者对公司的控制能力存在差异，管理者对公司的经营控制能力比所有者更强。在这种情况下，由于管理者只是所有者的被委托人，他们为了自己的私利，往往会忽略或损害整个公司的利益，从而增加公司的代理成本。因此，对管理者的权力进行有效的监管与制约，从而降低公司的代理成本，成为当前公司管理中迫切需要研究的课题。而在员工持股计划中，它为解决这一问题，提出了一种行之有效的方法。在进行员工持股的时候，员工的角色会从经营者变成公司的拥有者，这样既可以对员工与企业利益之间的冲突进行调整，又可以让员工能够在维护自

己的权益的同时，起到一个第三方的监管作用，从而对公司的内部治理结构进行更好的优化。

通过分析企业的资产周转率、管理费用率，可以来衡量企业的委托代理成本。然而，由于公司的总资产周转率会受很多的影响，它很可能会受公司的运营风险和公司的规模等方面的影响，所管理费用率作为衡量代理成本大小的指标。管理费用率是指管理费用与主营业务收入的百分比。其中，管理费用是指的是：公司的行政管理部门为了对生产和运营进行组织和管理而产生的各种成本，这些成本的来源包括了公司经费、工会经费、董事会会费、业务招待费、咨询费、诉讼费等。在我国上市公司中，管理费用占主营业务收入的比重是一个重要的指标，它直接关系到上市公司的利润。当管理费用比率较高时，代表着公司的委托成本较高，公司的利润被组织和经营的支出所吞噬，因此要想提升公司的利润，就需要加大对管理费用的控制力度。相对于销售费用和财务费用来说，管理费用和管理人员的联系是最密切的。此外，由于管理者职务的支出经常被管理开支所掩盖，所以管理人员职务支出的变化可以从某种意义上反映管理人职务支出的问题。为此，我们利用管理费用率，对云南白药员工持股计划实施下的公司代理成本进行分析，并以此来说明员工持股计划对公司治理的影响。

表 5.7 云南白药 2018 年-2021 年公司治理效果指标数据

指标/年份	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年
管理费用 (万元)	31206.69	95745.86	86044.79	107946.30
主营业务收入(万元)	2668015.31	2958521.30	3269557.97	3629583.12
管理费用率(%)	1.17%	3.24%	2.63%	2.97%

数据来源：云南白药公司年报

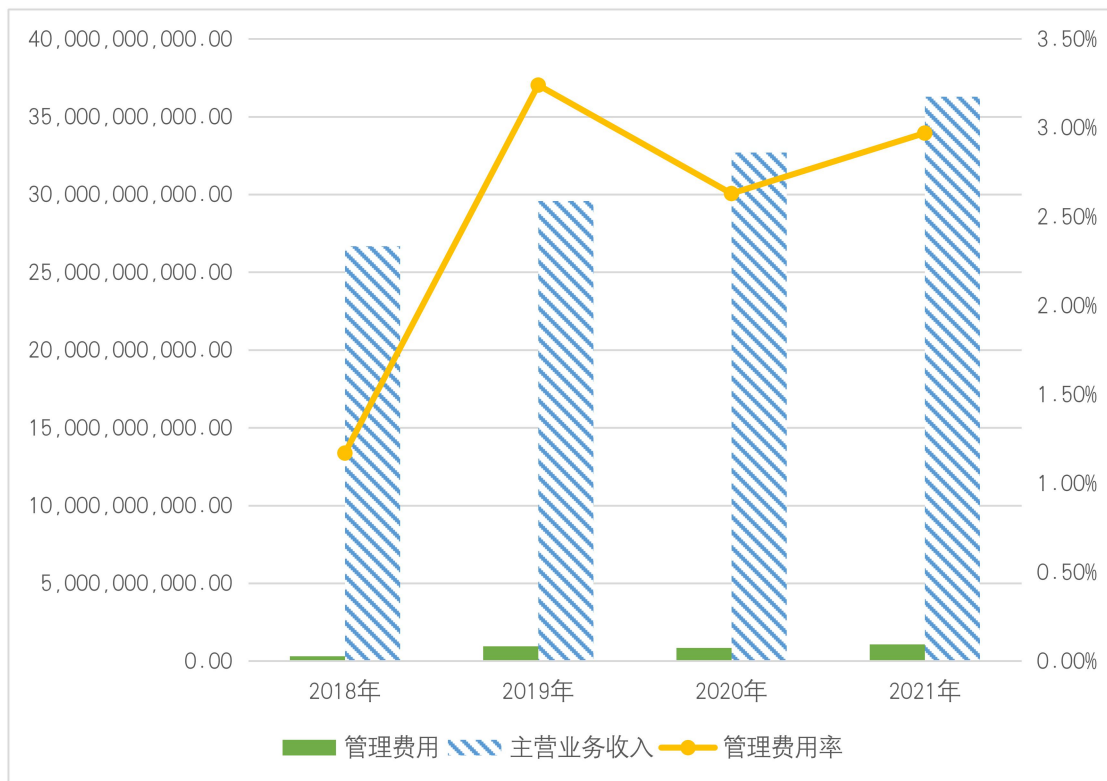


图 5.6 云南白药 2018 年-2021 年公司治理效果指标趋势图

根据上表 5.7 和图 5.6 可以看出, 云南白药的主营业务收入在 2018 年至 2021 年呈持续增长趋势, 但是管理费用在 2018 年为 3.12 亿元, 但是在 2019 年却迅速增长为 9.57 亿元, 管理费用增长了三倍之多, 创下近十年来的新高。通过分析云南白药 2019 年报表和各种公告可知, 2019 年管理费用大幅增加是因为本期支付的中介费、职工薪酬以及员工持股计划费用增加。其中金额增加最多的是职工薪酬, 从 2018 年的 2.99 亿元增加至 2019 年的 4.7 亿元, 增加金额为 1.71 亿元, 其间增幅 57%。其次当年确认了 1.65 亿元的员工持股计划费用。再者, 云南白药管理费用中的“其他”科目金额也是大幅增加, 从 2018 年的 205 万元增加至 2019 年的 9220 万元, 增加金额高达 9015 万元。因此, 云南白药在 2019 年的管理费用率因为当年的管理费用大幅增加而从 2018 年的 1.17% 增加到 2019 年的 3.24%, 但是增幅小于管理费用的增加幅度。之后, 在 2019 年第四季度实施员工持股计划之后, 2020 年的管理费用又得到相应的减少, 公司的管理费用率也下降到了 2.63%, 并且在当年没有特殊的管理费用增加情况。但是, 在 2021 年云南白药的管理费用又增加到 10.79 亿元, 通过查阅当年年报可知, 当期管理



费用的增加是因为本期股份支付金额较上年增加 4.46 亿元。如果剔除该干扰项,则管理费用减少到 6.33 亿元,管理费用率减少到 1.74%。总而言之,根据对上述内容的研究和分析,我们可以发现,在实行了员工持股计划以后,云南白药的管理费用比率呈现下降的态势,表明员工持股计划的实施提高了员工的主人翁意识,对经营者为追求自身利益而损坏整体利益的行为起到了约束和监督的作用,从而减少了企业的代理成本,起到了良好的公司治理效果。

## 5.5 财务绩效分析

本文的财务绩效分析从盈利能力、经营能力和偿债能力这三个方面来展开。基于云南白药的两期员工持股计划前后 2018 年-2021 年,共 4 年的财务报表数据对其财务状况和经营成果进行比较,能够更好地评价员工持股对于公司的财务绩效产生的作用。

### 5.5.1 盈利能力分析

盈利能力是指企业获取利润的能力,它是一家公司存在与发展的基础。在企业的长远经营业绩中,营业利润率、销售毛利率、销售净利率、总资产回报率、净资产收益率等是企业进行盈利能力分析的重要指标。在此基础上,本文选择了部分关键指标销售净利率、营业利润率和净资产收益率这三项,经分析后,力求对云南白药的盈利能力做出全面、准确地评价。

销售净利率是反映一家公司的利润状况最为直接的一种方法,它可以用来度量一家公司因销售收入而产生的纯利程度;运营利润率是一种测量企业运营效率的方法,它是指运营利润在销售收入中所占的比例。在对公司利润水平进行描述方面,净资产收益率是最主要的一个指标,它可以用来度量公司运用自有资金的效率,它还可以代表公司股东权益的收益水平。

表 5.8 云南白药 2018 年-2021 年盈利能力指标数据

指标/年份	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年
销售净利率 (%)	12.32%	14.07%	16.83%	7.69%
营业利润率(%)	14.35%	15.99%	20.80%	9.58%
净资产收益率(%)	16.72%	11.03%	14.50%	7.33%

数据来源：云南白药公司年报，作者自行计算

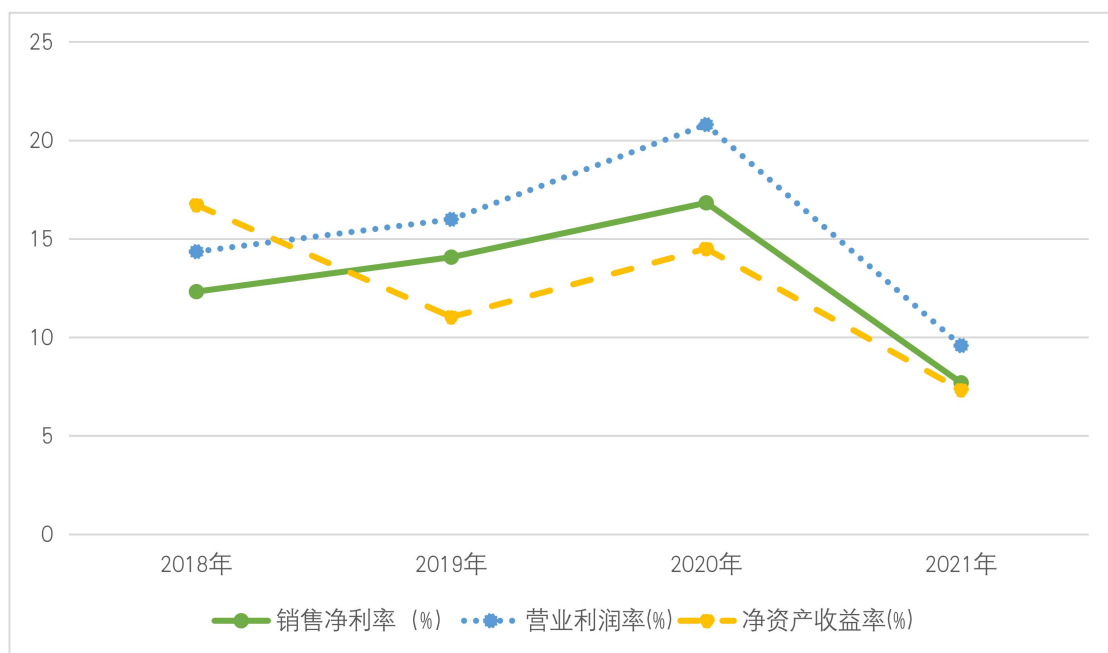


图 5.7 云南白药 2018 年-2021 年盈利能力指标数据趋势图

如表 5.8 所示，自 2018 年-2021 年，云南白药销售净利率和营业利润率连年增长，尤其是在 2019 年第四季度实施员工持股计划之后，在 2020 年销售净利率较 2019 年同比增长 19.61%，营业利润率较 2019 年同比增长 30.08%，增幅明显提高，这说明了员工持股计划的实施使云南白药的盈利能力在短时间内得到提升。但是在 2021 年，企业的销售净利率和营业利润率都有明显下降，这是因为云南白药在 2021 年证券投资失败，导致企业净利润下降 19.29 亿元，净利润较 2020 年同比下降 49.17% 所致。所以，在测算员工持股对云南白药利润所产生的影响时，需要将这一影响剔除。

其次,从图 5.7 可知,云南白药净资产收益率在 2019 年较上一年明显下降,虽然经过 2019 年第四季度员工持股计划的实施,在 2020 年净资产收益率呈上升趋势,但是在 2021 年又迅速下降,且降幅巨大并跌超 2018 年员工持股计划实施之前的水平。在一方面,这是因为在 2021 年公允价值变动损失 19.29 亿元所致,在另一方面,通过查相关数据进行研究显示,公司净资产收益率在 2019 年持续下降是因为云南白药扣除非经常性损益后归母公司的净利润近几年连年下降,年报显示,2019 年云南白药实现营业收入 296.65 亿元,同比增长 9.80%;实现归母净利润 41.84 亿元,同比增长 19.75%;实现扣非后归母净利润 22.89 亿元,同比下滑 20.80%。这反映,员工持股计划在短时间内提高了企业的净资产收益率,但是效果持续时间不长。

通过以上分析可知,云南白药员工持股计划在提高企业盈利能力方面在短时间效果显著,在提升销售净利率、营业利润率和净资产收益率方面有着积极的作用。

### 5.5.2 营运能力分析

企业的营运能力不仅仅是指企业的运营能力,更是指企业对各种资本的有效利用,从而获得利润。公司的营运能力指标,其目的是要展现出公司资本运营流转的状况,并能反映出公司对经济资源的管理和运用的效率的水平。本文将从存货周转率、应收账款周转率和总资产周转率三个方面来分析云南白药的营运能力变化情况。

表 5.9 云南白药 2018 年-2021 年营运能力指标数据

指标/年份	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年
存货周转率(次)	1.99	1.95	2.08	2.74
应收账款周转率(次)	17.30	15.25	11.71	6.77
总资产周转率(次)	0.92	0.74	0.62	0.68

数据来源:云南白药公司年报,作者自行计算

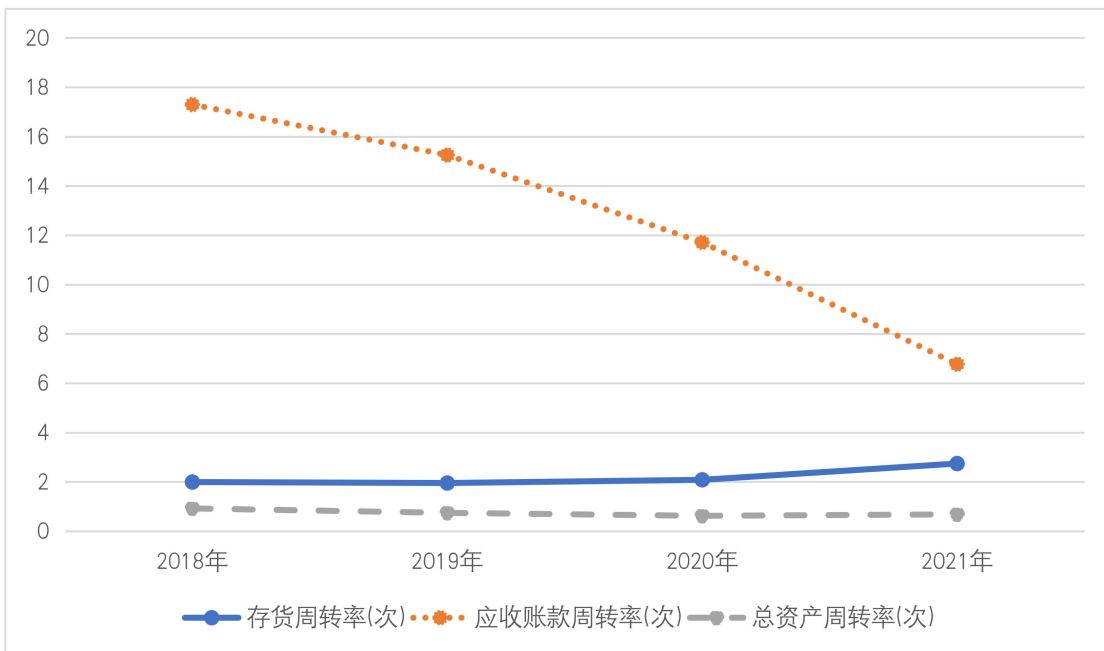


图 5.8 云南白药 2018 年-2021 年营运能力指标数据

存货周转率是衡量一个公司的销售量与库存的重要指标,该指标较高表明公司的库存流动性较好。从表 5.9 和图 5.8 可以看出,云南白药的存货周转率在实施员工持股计划之前呈下降趋势,2019 年较上年有所下降,但在 2019 年第四季度实施员工持股计划之后,公司存货周转率得到提升,并在 2021 年达到 2.74/次,较 2018 年的 1.99/次上升了 37.69%。由此我们可以看出,公司实施员工持股计划有效提高了企业的销售和存货管理能力,这得益于员工持股的实施发挥了激励作用,增加了员工的主动性和积极性。

应收账款周转率是反映企业应收账款周转速度和管理效率的一个指标。而总资产周转率则是衡量公司创造收入的重要指标,也是公司经营管理能力的重要指标。从表 5.9 和图 5.8 我们可以看出,云南白药的应收账款周转率和总资产周转率连年下降,并且经过两期员工持股计划的实施仍然呈持续下降的趋势,这表明公司的营运能力很可能出了问题。在经过相关资料和数据的研究发现,2016 年至 2021 年,云南白药的应收账款分别为 10.12 亿元、12.34 亿元、18.53 亿元、20.38 亿元、35.54 亿元、71.84 亿元,分别占到当期营业收入的 4.52%、5.07%、6.94%、6.87%、10.85%、19.75%,应收账款规模在近几年一直持续增长。此外,数据进一步显示,2018 年-2020 年,云南白药的营收增速分别为 9.84%、9.80%、

10.38%、11.09%，而同期对应的应收账款增速分别为 50.22%、9.96%、74.39%、102.14%，应收账款的增速远超营业收入的增速。公司应收账款连年增长是因为，公司为了扩大自己的市场份额，而在销售方式上选择“先货后款”的方式。而应收账款的大量增长增加了对应收账款的管理难度，账款回收难，周期变长，并且产生了大量的坏账损失。所以，云南白药的应收账款周转率和总资产的周转速度逐年下降，公司的营运能力面临着一些问题。

通过以上的分析可知，云南白药员工持股计划的实施对改善公司的销售与库存管理水平，提升公司的库存周转速度有了很大的帮助。但是因为云南白药公司战略上的选择，形成了大量的应收账款和坏账损失，因此公司的应收账款周转率和总资产周转率都呈持续下降的趋势。

### 5.5.3 偿债能力分析

企业短期偿债能力的主要指标包括速动比率、流动比率和现金比率等，衡量长期偿债能力的指标主要有资产负债率等。为此，在这一部分中，我们将从速动比率、流动比率以及资产负债率三个方面对云南白药的债务偿还能力进行详细的研究和分析。

表 5.10 云南白药 2018 年-2021 年偿债能力指标数据

指标/年份	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年
流动比率	2.68	4.65	3.15	3.58
速动比率	1.70	3.43	2.45	2.92
现金比率(%)	29.62%	135.15%	97.72%	152.62%
资产负债率(%)	34.42%	23.28%	30.56%	26.50%

数据来源：云南白药公司年报，作者自行计算

流动比率是指一家公司的流动性资产与流动性负债之间的比例，它被用来度量一家公司在一段时间内是否有足够的资金来支付它所欠下的钱。通常情况下，该公司的流动比率愈高，则表示该公司的资本流动状况愈好，其短期偿付的能力

也愈好；而速动比率在流动比率的基础上扣除库存之后的比率，对企业的短期偿债能力是一个较好的衡量指标。现金比率可以反映出公司的即时变现能力，可以表现出公司可以及时偿付到期的债务的能力。由表 5.10 可知，云南白药的流动比率和速动比率一直保持得很高的位置上，流动比率和速动比率在 2019 年达到了近几年的峰值，并且在当年年末实施员工持股计划的下一年该指标明显下降。这主要是由于云南白药在 2018 年度扩大了企业生产和运营活动，导致了公司的流动债务上升，公司的流动比率降低到了 2.69。而在 2019，因为公司拥有大量的存货，所以公司的流动比率高于往年，为 4.65。但是，因为大量的存货减弱了库存变现能力，不利于公司长远的收益。因此，通过对公司进行员工持股，提升了公司的工作热情和主动性，公司的“去库存”能力也得到了加强，流动比率降到了企业平均水平。在速动比率上，公司在 2019 年，通过增加银行存款来提升公司的现金，从而提升公司的速动资产，同时，公司的一年内到期的应付债券也减少了流动负债，从而提高了公司的速动比率。在现金比率方能，该比率在企业实施员工持股年份相比上一年得到明显的提升，虽然在 2020 年较上年有所下降，但是在 2021 年又继续得到提高，总体上比实施员工持股计划之前保持上升的趋势。。因此从整体来看，在 2019 年实施第一期员工持股计划之后，公司的流动比率和速动比率有了显著的提升，公司的短期偿付能力也有了一定程度的增强。

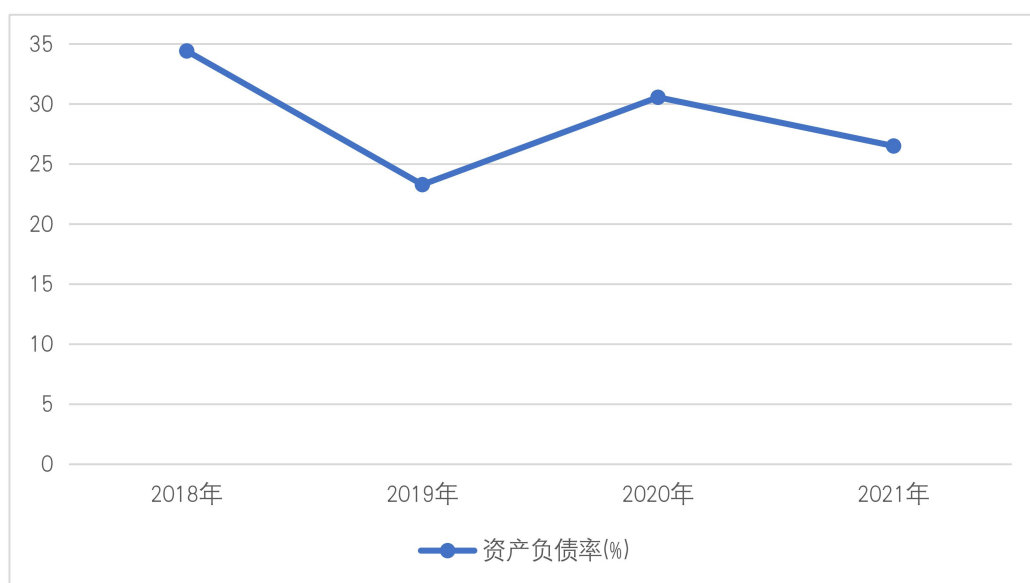


图 5.9 云南白药 2018 年-2021 年资产负债率变动图

长期债务能力是指一家公司承担和保证其长期债务的能力。资产负债率为总负债与总资产的百分比，该比率越低，表明债务人所提供的资金占公司资本总额的比重越低，企业所承担的财务风险相对较小，对企业的发展与稳定是有利的。资产负债率既可以度量企业的长期偿付能力，也可以反映企业的资产质量状况，本文选择资产负债率来分析云南白药 2018—2021 年的长期负债能力。由表 5.10 和图 5.9 可知，云南白药资产负债率在 2019 年得到明显的下降，虽然在 2020 年有所上升，但是在下一年又持续下降。这表明，员工持股计划的实施使企业的长期负债能力得到提高，资产负债率下降，企业的财务风险得到进一步的缓解。

通过以上的研究，我们可以看出，该公司的流动比率、速动比率和资金比率都得到了明显的提高，并且该公司的资产负债率也得到了明显的降低，云南白药实施了两期员工持股计划，使该公司的短期和长期还款能力都得到了极大地提高，资产质量得到了很大的改善。研究结果显示，员工持股计划降低了公司的金融风险，增强了公司的发展稳定性。

## 6 结论与启示

### 6.1 结论

云南白药员工持股计划的推出，既是顺应了当前省内国企改制的趋势，也是顺应了当前我国全面深化国企改革的总体需要。本文基于云南白药在 2019 年和 2021 年实施的两期员工持股计划，通过对文献综述的整理和对案例的结合，以委托代理理论，人力资本理论和信号传递理论为基础，对云南白药实施的两期员工持股计划展开动因及效果分析并得出以下结论：

在动因方面，云南白药实施员工持股计划的动因主要为向市场传递积极的正向信号，提高公司的科研能力，增强员工归属感，减少人才流失，深化国有企业改革，改善公司治理水平等几个方面。

在实施效果方面，本文主要从市场反应、企业研发创新、员工激励、企业绩效和公司治理等几个方面对云南白药的两期员工持股计划激励效应进行了分析。

第一，通过对发布计划的公告日前后市场反应进行分析，得出云南白药的两期员工持股计划均向外界传递了积极的信号，外部投资者对云南白药员工持股方案持支持态度，在短期内对市场产生了正向作用，但是时效性不长。

第二，在对云南白药科技研究开发与创新的研究中，我们可以看到，在实行了股权激励后，公司的研究开发支出明显提高，而且对研究开发人才的吸引也明显增强。对于一个目前在竞争越来越激烈的医药行业的知名企业，走在科研的最前端也就保持了企业持久的竞争力和可持续发展的能力。通过员工持股计划的实施公司研发人员数量占比得到提高，对企业的研发创新能力的提升起到积极的作用。

第三，通过对企业员工的激励效果进行综合的研究，发现员工持股计划的实施使得参与计划的员工获得了大量的收益，并且提高了公司的人力资源效率，还使员工和企业利益发生捆绑效应，激励了员工的积极性和主动性。

第四，通过对公司的治理效应展开分析，结果显示员工持股计划的推行降低了公司的代理成本。员工持股计划实施后企业管理费用率有所下降，员工持股计划取得了较好的公司治理效应。



第五,通过对计划前后的财务绩效进行研究分析,发现员工持股对提高企业盈利能力方面在短时间内效果显著。在营运能力上,由于有很多的应收账款和坏账的存在,所以,员工持股对营运能力的改善作用并不明显。从偿债能力的角度来看,员工持股降低了公司的金融风险,改善了公司的偿还债务的能力,增加了公司的发展的稳定性。

## 6.2 启示

对云南白药两期员工持股计划的实施动因和激励效果进行研究的基础上,本论文得出,员工持股计划的执行对企业的市场效应、研发创新、员工激励、财务绩效以及公司治理等方面都具有积极的激励作用,但也有一些问题,即激励作用不持久,作用不显著。本文对云南白药在推行员工持股过程中出现的问题进行了研究与分析,并总结了以下几点启示:

第一,企业员工持股锁定期不应太短;从以上的分析中,我们可以看到,员工持股激励的持续时间较短,这很大程度上是因为员工持股锁定时间较短。云南白药的两个员工持股计划都是5年的存续期,而只有12个月的锁定期。国资委对员工持股计划的锁定时间意见为一到三年,而云南白药的锁定时间仅为《指导意见》规定的最短锁定时间。锁定期太短,会使员工忽略公司的长期发展,无法达到公司长期激励的目的。此外,从国内外的研究中可以看出,在较长的锁定期中,对长期激励来说,更有利。在较长的锁定期中,员工的创新周期与持股期间能够相互协调,员工与公司的利益将会更加契合,这对建立员工长期激励机制是有利的。所以,在对员工持股计划设定锁定期的时候,企业应当尽可能地选择更长的锁定时间,也可以在5年的存续期中,设定第一年解锁40%,第二年、第三年分别解锁30%员工所持股份的,按照一定的比例进行阶梯式解锁的机制。这样,就可以把员工的个人利益和公司的利益长期地联系在一起,形成一种更加长期的激励体系。

第二,根据实施目标,公司应制定相应的持股解锁条件。云南白药两个阶段的职工持股项目都没有设定对应的解锁门槛,当锁定期一过,职工所持有的股份就会被解除,此时职工很有可能会在股价较高时马上卖掉,这种情况下职工持

股项目的执行结果会受到股市行情的严重影响,具有某种程度上的投机性质,与公司推行职工持股项目的初衷是不一致的。所以,在对员工持股计划的方案进行设计的时候,应该将其放在对员工的长期的鼓励上,从长远的角度来考虑问题,并将其与公司的发展阶段、行业领域以及公司的战略方向等方面相联系,从而建立起一种多元化的绩效考核评价体系。例如,除了选择净资产收益率、利润增长率等能够体现云南白药的经营绩效的全面的财务指标之外,还应该选择一些对于不同职位、层次的人员的非财务指标来进行评价。比如,在企业经营方面,可以把销售增长率、市场占有率、投资回报率等作为企业经营业绩的衡量标准;可以通过技术研发转化率、专利申请数量等来对技术研发人员进行全面评价。这样,就可以在公司内部,积极构建员工和公司之间的长远利益关系,并在此基础上,构建长效的激励体系,从而对公司产生积极影响。

综上所述,企业员工持股计划的实施对企业的各个财务绩效、非财务绩效、市场效应方面都起到了一定的作用。然而,在制订员工持股计划的时候,公司要通过对锁定期进行适当的延长,完善解锁条件等方式,来解决激励效果期限短、激励效果不显著的问题,以使员工持股计划达到更好的长期激励效果。

## 参考文献

- [1]Agrawal A, Mandelker G N. Managerial incentives and corporate investment and financing decisions[J]. *Journal of Finance*, 1987, 42(4):823-837.
- [2]Ahmed D B. Behavioral effects of employee stock ownership: French case[J]. *Asian Journal of Empirical Research*, 2020, 10(2): 53-64.
- [3]Bergstein M,Williams W.The benefits of ESOPs[J].*CPA Journal*, 2015, (4):54.
- [4]Blasi,Kurse and Conte. Employee ownership and corporate performance among public corporations[J].*Industrial and Labor Relations Review*,2007,50(1):60- 79.
- [5]Chang X, Fu K, Low A, et al.Non-executive employee stock options and corporate innovation[J]. *Journal of financial economics*, 2015, 115(1): 168-188.
- [6]Core J E, Guay W R. Stock option plans for non-executive employees[J]. *Journal of financial economics*, 2001, 61(2): 253-287.
- [7]Cramton P,Mehran H,Tracy J.ESOP Fables : The impact of employee stock ownership plans on labor disputes [J]. *Working Paper*,2008(3):347.
- [8]Cresson,John E. Stock Market Reactions to First-time Employee Stock Ownership Plans Adopt ions [J]. *Academy of Accounting and Financial Studies Journal*,2007,11(2) :1
- [9]Gustavo Grullon,Roni Michaely.The information content of share repurchase programs[J]. *Journal of Finance*,2004(59):651-680.
- [10]Jensen M C,Meckling W H. Theory of the firm:Managerial behavior,agency costs, and ownership structure[M]*Economics social institutions*.Springer, Dordrecht, 1979.
- [11]Johnson,Yisong S. Tian. The value and incentive effects of nontraditional executive stock option plans[J]. *Journal of Financial Economics*, 2001, 57(1):3-34.
- [12]Jones D C, Kato T, Pliskin J L. Profit sharing and gainsharing: A review of theory, incidence,and effects[J]. *Economics Working Paper Archive*, 1994.
- [13]Kato H K, Michael L, et al. An empirical examination of the costs and benefits of executive stock options: Evidence from Japan[J]. *Journal of Financial Economics*,

- 2005,78( 2):435-461.
- [14]Kim K Y,Patel P C.Employee ownership and firm performance:A variance decomposition analysis of European firms[J].Journal of Business Research, 2017, 70:248-254.
- [15]Klein K J. Employee stock ownership and employee attitudes: a test of three models.[J].Journal of Applied Psychology,1987,72(2):319-332.
- [16]Oyer P, Schaefer S. Why do some firms give stock options to all employees?: An empirical examination of alternative theories[J]. Journal of financial Economics, 2005, 76(1): 99-133.
- [17]Pendleton A, Robinson A. Employee stock ownership, involvement, and productivity: an interaction-based approach[J]. Industrial & Labor Relations Review, 2010,64(1):3-29.
- [18]Quarrey Rosen.Advances in the The Future of Broad—Based Options:What research tell us economic analysis of participatory and Labor-Managed Firms[J].2013(9):39-43.
- [19]Tzioumis, K. Why do firms adopt CEO stock options? Evidence from the United States[J]. Journal of Economic Behavior and Organization,2008,68:100-111.
- [20]陈效东.谁才是企业创新的真正主体:高管人员还是核心员工[J].财贸经济,2017,38(12):127-144.
- [21]陈文佳.企业员工持股计划实施动因的研究分析[J].广西质量监督导报,2019(11):148-149.
- [22]冯星,贾尚晖.上市公司实施股权激励的动机研究[J].生产力研究,2014(02):113-117+122.
- [23]郭东阳.行业市场化程度、员工持股计划与国有企业混改绩效[J].财会通讯,2020(22):87-89.
- [24]黄桂田,张悦.企业改革 30 年:管理层激励效应——基于上市公司的样本分析 [J].金融研究,2008(12):101-112.
- [25]黄群慧,余菁,王欣,邵婧婷.新时期中国员工持股制度研究[J].中国工业经

- 济,2014(07):5-16.
- [26]黄园,陈昆玉.高管层股权激励对企业技术创新的影响研究——基于深沪 A 股上市公司的面板分析[J].科技管理研究,2012,32(12):179-182.
- [27]蒋春燕,赵曙明.企业特征、人力资源管理与绩效:香港企业的实证研究[J].管理评论,2004(10):22-31+63-64.
- [28]孔锦,徐永翊.员工持股计划激励作用的实证研究——基于陕西省非上市中小企业的历史数据[J].广西大学学报(哲学社会科学版),2015(02):68-74.
- [29]李韵,丁林峰.员工持股计划、集体激励与企业创新[J].财经研究,2020,46(07):35-48.
- [30]刘军.员工持股计划的激励效应及政策完善[J].财会月刊,2015,(1):33-36.
- [31]宁向东,高文瑾.内部职工持股:目的与结果[J].管理世界,2004(01):130-136.
- [32]欧理平,赵瑜.员工持股计划能促进企业创新吗[J].会计之友,2020(09):59-65.
- [33]宋芳秀,柳林.上市公司员工持股计划:实施动机、方案设计及其影响因素[J].改革,2018(11):88-98.
- [34]谭亚娟.上市公司员工持股计划的资管模式应用研究[J].财会通讯,2019(17):53-57.
- [35]王悦.上市公司杠杆员工持股激励计划研究[J].财会通讯,2017(26):54-58.
- [36]王智进.我国企业员工持股计划研究[D].吉林:吉林大学,2010.
- [37]王月萍,沈乐平.员工持股与公司治理结构优化[J].区域经济评论,2008(08):6-7.
- [38]袁小平,彭韶兵,刘光军.员工持股计划能抑制高管违规行为吗[J].财会月刊,2019(24):36-44.
- [39]章卫东,罗国民,陶媛媛.上市公司员工持股计划的股东财富效应研究——来自我国证券市场的经验数据[J].北京工商大学学报(社会科学版),2016,31(02):61-70.
- [40]周冬华,黄佳,赵玉洁.员工持股计划与企业创新[J].会计研究,2019(03):63-70.

## 后 记

时光飞逝，三年的硕士求学之路已接近尾声。回顾这段时间的学习生活，面对对我有养育之恩的母校，我的心里充满了无限的感触。

在这论文完成之际，我想特别感谢我的导师王春国副教授，他对自己的工作充满了激情，对学生也有很强的责任感。从选题，写作，校对，到最后的定稿，老师都给予了我无微不至的帮助。在这里，我要向老师致以诚挚的谢意。

此外，我还想感谢在这三年中对我提供过帮助的各位老师和同学。感谢他们在这三年来对我的包容和支持，你们成为了我最坚强的后盾。

也特别感谢在这三年中对我提供心理支持和鼓励，在我背后默默为我奉献的家人。没有他们，我无法度过这三年美好的时光；没有他们，我不可能顺利地完成学业。

最后，再次感谢所有在我论文撰写过程中对我提供帮助的老师和同学，希望你们在以后的学习和工作生活中如夏花一般绚烂开放！非常感谢你们！