

私募股权融资协议八个核心条款

一、业绩对赌条款

以被投资企业未来的经营业绩为对赌的标的，以企业家和私募股权投资者之间相互转让一部分股权或退回一部分投资款作为赌注，以激励企业管理层努力工作并且达到调整企业估计目标的条款。

业绩对赌条款举例：

鉴于本次交易是以 200 年度净利润 万元及包含投资人投资金额完全摊薄后 倍市盈率为作价依据，且公司和原股东承诺公司 20 年度税前利润（或净利润）不低于 万元。

如果标的公司 20 年度经审计的净利润低于 元，则视为未完成经营目标，应以 20 年度经审计的实际净利润为基础，按照 倍市盈率重新调整本次交易的投资估值，调整后标的公司所有股东所持有的股份比例保持不变，公司应以现金的方式退还各投资方相应多付的投资款。

此时，标的公司估值（设为 A）=实际完成净利润× 倍市盈率。标的公司需将投资方多投的投资款（具体为“ 万元—A×（投资时的所致的股权比例）”）退还投资方。公司退还的投资款由投资方按照各自持股比例进行分配。（投资人可以选择：退款或股权调整。

原股东承诺对本协议上述约定的对投资方的现金补偿义务承担连带清偿责任。如果受到法律的限制或者其他任何原因，标的公司未能或者无法履行上述义务，原股东有义务向投资方退还上述应退还的投资款。

二、一票否决权

为了保护作为小股东的私募股权投资者的利益，增强小股东的话语权，防止大股东滥用股东权利。私募股权投资者往往在融资协议中规定在特定事项中他有一票否决的权利。

一票否决权举例：

在标的公司首次公开发行股票并上市前，以下主要事项应当按照修订后的公司章程所规定的决策机制由公司董事会或者股东大会审议通过，如系董事会决议事项，则必须经标的公司董事会至少一名投资方董事的投票确认方可形成决议；如系股东大会决议事项，则需经出席股东会议的股东或股东代表所持表决权三分之二以上，并且同时需要甲方的股东代表同意，方可形成决议：

公司合并、分立、被收购、解散、清算或者变更公司形式

公司业务范围、本质和/或业务活动的重大改变
并购和处置（包括购买及处置）超过 万元的主要资产；
商标、专利、专有技术等知识产权的购买、出售、租赁及其他处置
公司向银行单笔贷款超过（原则上 500）万元或者累计超过（原则上 1000 万）的额外债务
等。

三、反稀释条款

其本质是如果被投资企业在本次融资后再次融资的，那原先的投资者必须获得与新投资者同样的购股价格。实践中，反稀释条款有两种形式：棘轮条款和加权平均反稀释条款，这两种形式的最大区别是前者不考虑新发行股份的数量，而只关注发行价格，而后者将数量和价格一并予以考虑。

反稀释条款举例：

各方同意，本协议签署后，标的公司以任何方式引进新投资者的，应确保新投资者的投资价格不得低于本协议投资方的投资价格。

如新投资者根据某种协议或者安排导致其最终投资价格或者成本低于本协议投资方的投资价格或者成本，则标的公司应将其间的差价返还投资方，或又原股东无偿转让所持标的公司的部分股份给投资方，直至本协议投资方的投资价格与新投资者投资的价格相同。投资方有权以书面通知的形式要求标的公司或者原股东履行上述义务。

各方同意，投资完成后，如标的公司给予任一股东（包括引进的新投资者）的权利优于本协议投资方享有的权利的，则本协议投资方将自动享有该等权利。

四、回购权（回赎权）

如果被投资企业发生以下情形如在约定的期限内没有上市，或者经营出现重大问题时，那被投资企业或企业原始股东有义务按事先约定的价格回购私募股权投资投资者所持有的全部或者被投资企业的股权，从而实现私募股权投资投资者退出被投资企业的目的。

回购私募股权投资投资者的股权主体：被投资企业和企业原始股东。但如果被投资企业回购，需要复杂冗长的减资程序，同时减资按公司净资产所支付给股东的款项与回购价格之间的差额还需设计一个弥补机制，如服务费，咨询费协议等。

回购条款举例：

当出现以下情况时，投资方有权要求标的公司或原股东回购投资方所持有的

全部公司股份：

不论任何主观或者客观原因，标的公司不能在 年 月 日 前实现首次公开发行股票并上市，该等原因包括但不限于标的公司经营业绩方面不具备上市条件，或由于公司历史沿革方面的不规范未能实现上市目标，或由于参与公司经营的原股东存在重大过错、经营失误等原因造成公司无法上市等。

五、共同出售权

如果企业原始股东想要出售股份时，作为小股东的私募股权投资者有权与这些股东一起出售。

共同出售权条款举例：

原股东经投资方书面同意向公司股东以外的第三方转让其股份时，投资方有权按第三方给出的相同条款和条件，根据原股东及投资方当时的持股比例共同出售股份。投资方选择按相同条款和条件与原股东按持股比例共同出售股份给同一受让方的，原股东应保证收购方优先购买投资方的股份。

六、强卖权

如果被投资企业发生如未能在约定的期限内上市等情形，那么私募股权投资者有权强制性要求公司的原有股东（主要是创始人股东和管理层股东）与自己一起向第三方转让股份，原有股东应按照私募股权投资者与第三方达成的转让价格和交易条件出售股份。

七、优先购买权

当被投资企业原始股东对外转让股权时，私募股权投资者有权在相同条件下优先购买原始股东对外转让的股权的权利。

优先购买权举例：

原股东经投资方书面同意向公司股东以外的第三方转让其股份时，投资方有权按第三方给出的相同条款和条件购买原股东拟出售的股份；

八、陈述与保证

是被投资企业、企业原始股东以及私募股权投资者对于事实情况的陈述和对于特定事项的保证，是今后承担法律责任的依据和基础。

陈述与保证举例：

原股东和标的公司在此特别向投资方声明、保证和承诺如下：

1、信息批露

基于本次交易之目的，向投资方提供的全部书面文件资料 and 通过口头、电子等其他非书面方式提供的信息均是真实、准确、完整和有效的，没有重大遗漏或误导性陈述，其所提供的书面文件的复印件均与原件一致、副本均与正本一致。鉴于该等信息是投资方对标的公司进行投资决策所依赖的重要材料，如果出现任何虚假、隐瞒和不实，将承担一切赔偿责任。

2、合法设立、有效存续并依法运作

标的公司有效存续，并通过历年工商年检手续，不存在任何可能导致其终止、停业、解散、清算、合并、分立或丧失法人资格的情形或法律程序。标的公司不存在违反其章程条款以及营业执照规定的情形。原股东并承诺，标的公司将进一步依法建立健全法人治理结构，完善和规范公司股东大会、董事会、监事会的运作。

等

九、其他

融资协议可能还会涉及到可转换证券，优先清算权等等，但是这些条款存在法律障碍，尚不能顺畅使用。

首例业绩对赌条款无效案评析与风险防控 对赌原是舶来词，全称“Valuation Adjusted Mechanism”，字面翻译“估值调整机制”，是投融资双方在对融资企业估值出现分歧时，为了保障双方的利益而建立的一种机制。对赌协议的基本框架是，投资者与融资企业或大股东约定，当融资企业的业绩(一般是税后净利润)达到或未达到一定水平时，一方向另一方支付现金或赠送股份。

对赌条款是国内投融资协议中的核心条款之一，因国内法律不认可同股不同权，作为小股东的投资者无法用国外通行的优先股条款保障自己利益，故特倚重对赌条款。但大凡舶来品往往容易水土不服，最近 PE 机构 XX 与被投资企业 XX 公司因对赌条款纠纷闹上法庭，一审二审都认定对赌条款无效。

一、案例回放

1、缔结良缘

苏州工业园区 XX 有限公司（以下简称“XX”）成立于 2007 年 9 月，注册资本和实收资本皆为 5000 万元，张 XX 出资 500 万元，任法定代表人。XX 共 17 位股东，主要股东为苏州市工商业联合会、苏州市青年商会。

XX 有色资源再利用公司（以下简称“XX 公司”，其前身为“甘肃众星锌业有限公司”）系香港 XX 有限公司（以下简称“XX 公司”）在甘肃省设立的外商独资有限公司，注册资本为 384 万美元。2007 年 10 月，XX 决定投资 XX 公司，最终与 XX 公司、陆波（为 XX 公司法定代表人兼总经理）、XX 公司签订合约：XX 以现金 2000 万元人民币对 XX 公司进行增资，增资额为现金 2000 万元，其中 114.7717 万元计入 XX 公司注册资本，1885.2283 计入 XX 公司资本公积，增资后，XX 公司成为一家中外合资企业，其中 XX 持有 3.85% 股权，而 XX 公司持有 96.15% 股权。

同时，合约里约定了对赌条款：约定 XX 公司 2008 年净利润不低于 3000 万元人民币。否则，XX 有权要求 XX 公司予以补偿，如果 XX 公司未履行补偿，XX 有权要求 XX 公司履行补偿义务。补偿金额 = (1 - 2008 年实际净利润 / 3000 万元) × 本次投资金额。

2、对簿公堂

正所谓，天算不如人算。2008 年，有色金属全行业风云突变哀鸿遍野，XX 公司未能幸免于难，根据工商年检报告登记记载，XX 公司 2008 年度净利润仅为 2.6858 万元。XX 遂要求 XX 公司按照业绩对赌条款约定的补偿金额补偿 1998 万元，XX 公司自然拒绝。XX 一怒之下将 XX 公司告上法庭，请求兰州市中级人民法院判令：XX 公司、XX 公司、陆波向其支付协议补偿款 1998.2095 万元并承担本案诉讼费及其它费用

3、一审判决主旨

兰州市中级人民法院认为，XX 有权要求 XX 公司补偿的约定不符合《中华人民共和国中外合资经营企业法》第八条关于企业净利润根据合营各方注册资本的比例进行分配的规定判定对赌条款无效，并且驳回 XX 的所有请求，并要求 XX 承担所有诉讼费用。

4、二审判决主旨

海富公司因不服兰州市中级人民法院判决向甘肃省高级人民法院提起上诉。

甘肃高院认为，因四方当事人签订的业绩对赌条款违反了投资领域风险共担的原则，使得 XX 作为投资者不论 XX 公司经营业绩如何，均能取得约定收益而不承担任何风险。参照《最高人民法院〈关于审理联营合同纠纷案件若干问题的解答〉》第四条第二项关于“企业法人、事业法人作为联营一方向联营体投资，但不参加共同经营，也不承担联营的风险责任，不论盈亏均按期收回本息，或者按期

收取固定利润的，是明为联营，实为借贷，违反了有关金融法规，应当确认合同无效”之规定。XX 除已计入 XX 公司注册资本的 114.771 万元外，其余 1885.2283 万元资金性质应属名为投资，实为借贷。

据此，判令 XX 公司与 XX 公司应共同返还海富公司 1885.2283 万元及占用期间的利息，同期银行定期存款利率计付利息。

5、尘埃未落

XX 公司不服二审结果，上诉到最高院。该纠纷现正在最高人民法院审理中

6、几家欢喜几家愁

让 XX 欣慰的是，二审虽认定对赌条款无效，但判令 XX 公司返还 XX2000 元中的 1885 万元和利息，其结果与 XX 诉请法院判令 XX 公司支付补偿款 1998.2095 万元可谓殊路同归，也难怪 XX 董事长张亦斌对此认为：“虽然对赌被判无效，但高院支持我们投资的钱还给我们。我们也不是那么在意对赌条款，主要是为了把本金拿回来。”

但问题是，该二审的判决在学界和 PE 界引起了轩然大波，该判决并非牢不可摧，很多学者专家的评论便是佐证，目前尚在最高院审理中，其结果尚不明朗，结论尚未盖棺论定。从一审二审判决结果来看，都认定对赌条款无效，只是对无效后果的承担迥异而已，而不同的后果承担对投资者会影响甚巨。

二、本律师对甘肃高院的判决的评析

首先，适用法律有误。

甘肃高院判决书以合同法第五十二条第五项规定：违反法律、行政法规强制性规定的合同无效为由，判决补偿条款无效。但本律师认为适用法律有误：首先，《联营合同解释》是最高人民法院制定的司法解释，并不属于《合同法》第五十二条第五项规定的法律以及行政法规强制性规定。其次，《联营合同解释》是最高院在 1990 年颁布的，众所周知，今日的市场环境与彼时的市场环境可谓今非昔比，援引这么古老的司法解释来判断本案是无法让人信服的。是故，甘肃高院的判决确有了为了特定判决之结果，生搬硬套适用法律之嫌。

其次，甘肃高院认定对赌条款违反了投资领域风险共担的原则，既而认定是明为联营，实为借贷。但本律师认为该认定理由牵强不充分，理由如下：

1、基于信息的不对称性，投资者往往是以高溢价从原股东处购买股权的。本案中，XX 以 2000 万元投资却只占 XX 公司股份的 3.85%，相当于对 XX 公司整体估值为 5.2 亿元。即便 XX 公司能实现每年 3000 万元的利润，则市盈率仍高达

17 倍，这对于一个生产电解锌锭为主的企业，这样的估值无疑是梦幻般的。也就是说，XX 投资 XX 公司时就存在了巨大的投资风险，而对赌条款正是为了平衡投融资双方的利益、降低投资风险而产生的。从本案来看，如 XX 公司 2008 年业绩达标，XX 当初的高溢价投资只换取极少部分股权，溢价的绝大部分让渡给了 XX 公司。而如 XX 公司业绩未达标，补偿相当于重新核定 XX 当初高溢价的投资额而已，并未增加融资方 XX 公司的风险。补偿条款并非保护投资方 XX 的单方利益，相反已预先满足了融资方 XX 公司利益，因此认定违反风险共担是勉为其难的。

2、本案中，只约定了 2008 年的具体利润指标，而其他年份尚无约定，因此并不符合《联营合同解释》规定的按期收取固定利润的。因该期为多期是题中应有之义。同时假如 2008 年 XX 公司盈利刚达到目标，但 2009 年因为某种原因破产清算，XX 仍然可能血本无归，这不是风险又是什么呢？

3、甘肃高院将投资款项分为两部分，即已计入 XX 公司注册资本的 114.7717 万元和 1885.2283 万元增资溢价款，同时认定前者投资款，后者的性质属名为投资，实为借贷，让人一头雾水，如果按此逻辑，那么公司在进行 IPO 时溢价发行股票获得的溢价款都可以被认定为“借贷”，这与常理不符，与通行的财务会计准则也不符。如果一定要认定“名为投资，实为借贷”，那么 2000 万元的投资款在整体上都应视为借贷，而绝不是人为划分。

三、风险防范

中国虽然不是判例法国家，也就是说先前的判决并不一定会对其后的相同案件的判决具有当然的拘束力，但甘肃高院的该次判决无疑会对今后法院适用法律产生重大影响。作为投资者来说，特别是作为以投资为主营业务的私募股权投资者来说，最重要的是如何防范相应的法律风险。据此，本律师建议：

（一）、不迷信对赌，做好尽职调查

在实务中，处于赌局中的投融资双方均处于非理性状态，其原因如下：一方面是投资方对于信息不对称，有些投资方甚至不尽职调查完全依靠融资方提供信息，另一方面在于目前 PE 投资市场存在“资金多、好项目少”的局面，融资企业挟所谓优质项目以向投资方开高价的情况比比皆是。从本案来说，2012 年 4 月 27 日，XX 董事长张亦斌回忆 5 年前的情形：“这个项目当时有熟人介绍，而且当时有色金属比较热，我们没做尽调，两个星期就投了。有鉴于此：

对投资方来说，不要太迷信对赌，降低风险的方式之一就是做好尽职调查，应该在选择投资时加强对融资企业网所处行业现状及发展趋势、在行业中的地位以及融资企业本身经营管理及品牌形象等等诸多方面的尽职调查，以对融资企业成长估值做出理性判断，而不是靠纸上合约来防备被融资公司“忽悠”；

而对于融资企业来说，则需要放弃豪赌公司不确定未来的心态，让公司融资沦为变相的民间借贷。如果融资方与投资方一旦对簿公堂，后续融资时，鉴于前车之鉴，会让其他投资方望而却步，其结果，融资方今后是很难进行后续融资。

（二）、合同条款的调整

1、显示公平原则

PE 投资中，常见的对赌条款多约定业绩达标时融资方行权，业绩未达标时投资方行权。但本案的补偿条款仅约定业绩未达标时投资方（XX）行权，而未约定业绩达标时融资方（XX 公司）行权，其表象看似并非对赌而是单方赌博，单方面保护了投资方的利益，也的确更容易认定为“保底条款”，这也是该案两审法院均认定补偿条款违反风险共担原则而无效的认定理由之一。

2、对赌主体的设计

从案涉对赌条款来看，XX 对赌的主体是 XX 公司和 XX 公司，正因为对赌主体是公司，因此《联营合同解释》才有适用的可能，如果将对赌主体换成融资企业的原始股东，则法院不能依据《联营合同解释》将投资行为认定为名为投资实为借贷行为而归于无效。

（三）、IPO 时慎选对赌标的

一般对赌条款的对赌标的是现金如本案，也可以是融资企业原始股东的股份。但证监会对可能引起股权不稳定的对赌条款，会要求事先清理并详细披露的；对赌条款仅涉及投资方对融资方管理层的激励，并未引起股权不稳定，可以顺利过会，如机器人 IPO。因此，投资方选择对赌标的应考虑证监会的上述要求。

股权激励计划的税收策略研究

【摘要】在现行税收政策框架下，制定有利于降低激励对象税收负担的股权激励方案，将在更好地实现激励效果的同时，相对地减少公司费用、缓和股东和激励对象的利益冲突。本文以优化公司股权激励效果为基本价值目标，通过对相关税收政策和万科、阿里巴巴等公司案例的分析，总结了公司实施股权激励计划时可以采取的若干税收应对策略。

【关键词】股权激励；股票期权；限制性股票；股票增值权；税收

一、问题的提出

早在证监会 2005 年 12 月 31 日发布《上市公司股权激励管理办法（试行）》（以下简称《管理办法》）之前的 2005 年 3 月 28 日，财税部门就针对股票期权个人所得税征管问题做出了规定。近几年来，在股权激励受到上市公司广泛追捧的背景下，财税部门也相继发布了一系列通知文件，针对股权激励个人所得税的征管问题做出了规定。

从财税部门的相关规定可以看出，目前对股权激励个人所得税征管办法的规定主要是以股票期权为基本对象的，同时规定了限制性股票和股票增值权比照对股票期权的规定。对于股票期权，根据激励对象获得收入的不同情形和性质分别按照“工资、薪金所得”、“财产转让所得”和“利息、股息、红利所得”三类应税所得项目计缴个人所得税。对于不同的股权激励方式，以及获得收入的不同情形，也规定了不同的应纳税所得计算时点。这些规定在一定程度上给上市公司留下了税收筹划的空间，例如财税部门的相关规定，并不直接对以非本公司股票为标的实施股权激励计划的情形加以规范，这就给予了上市公司通过选择具体股权激励方案享受有利税收政策的操作空间。此外，目前我国对信托财产税收征管问题的法律缺失，也在客观上为公司股权激励计划提供了一些节税途径。

对于上市公司而言，实施股权激励计划会产生费用，这在一定程度上可能会加剧股东和激励对象的利益冲突，影响股权激励的效果。因此，有效控制股权激励费用，是优化股权激励效果需要考虑的一个重要问题。而在税收层面上来看，虽然现行税法未对公司股权激励规定企业所得税优惠^①，但是对激励对象个人所得税的规定却存在税收筹划的空间。基于此，公司如能制定有利于降低激励对象税收负担的股权激励方案，将有利于实现更好的激励效果，而同时这也将相对地减少公司费用、缓和股东和激励对象的利益冲突。以下先对财税部门关于股权激励个人所得税的基本征管办法进行梳理，并在此基础上，结合万科、阿里巴巴等公司的实际操作经验，总结若干可供参考的股权激励税收应对策略。

二、现行股权激励个人所得税基本征管办法

目前股权激励个人所得税的征管办法主要体现于财税部门发布的五个通知

文件中，即《财政部、国家税务总局关于个人股票期权所得征收个人所得税问题的通知》（财税[2005]35 号文）、《国家税务总局关于个人股票期权所得缴纳个人所得税有关问题的补充通知》（国税函[2006]902 号文）、《财政部、国家税务总局关于股票增值权所得和限制性股票所得征收个人所得税有关问题的通知》（财税[2009]5 号文）、《财政部、国家税务总局关于上市公司高管人员股票期权所得缴纳个人所得税有关问题的通知》（财税[2009]40 号文）、《国家税务总局关于股权激励有关个人所得税问题的通知》（国税函[2009]461 号文）。其中主要涉及了股票期权、限制性股票和股票增值权三种股权激励模式。而据统计，截至 2009 年 9 月，我国 A 股市场共有 93 家上市公司发布股权激励方案，其中股票期权方式 61 家，限制性股票方式 29 家，股票增值权方式 3 家。[②]因此本文也主要围绕这三类股权激励方式展开论述。

（一）股票期权个人所得税征管办法

按照财税[2005]35 号文的规定，股票期权是指上市公司按照规定的程序授予本公司及其控股企业员工的一项权利，该权利允许被授权员工在未来时间内以某一特定价格购买本公司一定数量的股票。员工行权时，对其从企业取得股票的实际购买价（施权价）与购买日公平市场价（收盘价）的差额，按照“工资、薪金所得”计算缴纳个人所得税；员工在行权日之前将股票期权转让的，以股票期权的转让净收入，作为工资、薪金所得征收个人所得税；员工将行权后的股票再转让时获得的高于购买日公平市场价的差额，按照“财产转让所得”计算缴纳个人所得税（境内股票暂免征税）；员工因拥有股权而参与企业税后利润分配取得的所得，应按照“利息、股息、红利所得”适用的规定计算缴纳个人所得税。

此外，员工取得可公开交易的股票期权，属于员工已实际取得有确定价值的财产，应按授权日股票期权的市场价格，作为员工授权日所在月份的工资薪金所得。如果员工以折价购入方式取得股票期权的，可以授权日股票期权的市场价格扣除折价购入股票期权时实际支付的价款后的余额，作为授权日所在月份的工资薪金所得。员工取得上述可公开交易的股票期权后，转让该股票期权所取得的所得，属于财产转让所得。员工取得可公开交易的股票期权后，实际行使该股票期权购买股票时，不再计算缴纳个人所得税。

（二）限制性股票和股票增值权个人所得税征管办法

按照财税[2009]5 号文和国税函[2009]461 号文的规定，股票增值权所得和限制性股票所得，比照股票期权所得的有关规定计算征收个人所得税。限制性股票是指上市公司按照股权激励计划约定的条件，授予公司员工一定数量本公司的股票。对于限制性股票，原则上应在限制性股票所有权归属于被激励对象时确认其限制性股票所得的应纳税所得额。限制性股票个人所得税纳税义务发生时间为每一批次限制性股票解禁的日期。

按照财税[2009]5 号文和国税函[2009]461 号文的规定，股票增值权是指上市公司授予公司员工在未来一定时期和约定条件下，获得规定数量的股票价格上升所带来收益的权利。被授权人在约定条件下行权，上市公司按照行权日与授权日二级市场股票差价乘以授权股票数量，发放给被授权人现金。上市公司根据授权日与行权日股票差价乘以被授权股数，直接向被授权人支付的现金，是股票增值权被授权人获取的收益，也即应纳税所得额。股票增值权个人所得税纳税义务发生时间为上市公司向被授权人兑现股票增值权所得的日期。

三、为激励对象提供纳税资金来源便利

案例 1 万科如何为激励对象提供纳税资金便利

万科于 2006 年实施的限制性股票激励计划，利用信托方式管理用于股权激励的资金和股票，并为限制性股票设置了储备期和等待期。在激励计划方案中规定，出于为激励对象缴纳个人所得税款的目的，信托机构可于等待期即 T+1 年（或补充归属时的 T+2 年）最后 20 个属于交易窗口期的交易日售出不超过该年度计划项下信托机构所持公司股份总数的百分之二十五的股份，并可于当期归属（或补充归属）前 20 个属于交易窗口期的交易日再售出不超过该年度计划项下信托机构所持公司股份总数的百分之二十五的股份。

由于按照相关规定，限制性股票归属于激励对象时即应确认应纳税所得，而万科的限制性股票激励计划规定自股票归属于激励对象之日起，激励对象即享有股东应享有的一切法定权益，因此归属日当日也即个人所得税纳税义务发生时间。一般情况下，按照“工资、薪金所得”适用的九级超额累进税率，相当一部分激励对象适用的税率都可能高达 45%，而此时激励对象获得的还只是股票而非现金，且受《公司法》第一百四十二条的限制，即使获得股票后立即卖出 25%的股票也无法保证一次性地获得足额的纳税资金。而万科的股权激励方案提供了两次出售最高共计 50%信托管理股票为激励对象缴纳个人所得税的机会，这就从根本上解

决了激励对象纳税资金来源的问题，有利于激励其长期持有公司股票。

相比之下，一般的限制性股票股权激励方式是：上市公司按照预先确定的条件授予激励对象一定数量的本公司股票，激励对象只有在工作年限或业绩目标符合股权激励计划规定条件的，才可出售限制性股票并从中获益，即通过设置解禁条件对激励对象进行约束，在限制性股票解禁之前，激励对象不能出售股票。

这就意味着，限制性股票解禁之日也即纳税义务发生之日，为了纳税，激励对象有两种方案可以选择：

- （1）为持有公司股票而自筹资金缴纳个人所得税；
- （2）不计市场交易价格地出卖足够股票缴纳个人所得税。

第一种方案等于是要求激励对象在未实际取得确定价值财产之前就要现行纳税，第二种方案则是迫使激励对象减少对公司的持股，可以说无论哪种方案，都与股权激励的目标格格不入。

通过比较，可以总结出万科为激励对象提供纳税资金便利的操作思路和优势所在。在操作思路，万科利用了信托方式（以激励对象为委托人）管理用于股权激励的限制性股票，使股票在归属于激励对象（相当于一般限制性股票解禁）之前并非是在“白白等待”，而可以通过信托公司按照信托合同的规定，相对独立地对股票进行管理，因而得以规避《公司法》关于高管人员转让股份的限制性规定，为激励对象的税金来源早作筹划。这种做法的优点很明显，即能够更大程度地促使激励对象长期持有公司股票。[③]

2009年5月4日发布的财税[2009]40号文针对上市公司高管人员取得股票期权所得时无足额资金及时缴纳个人所得税的问题，规定“纳税确有困难的，经主管税务机关审核，可自其股票期权行权之日起，在不超过6个月的期限内分期缴纳个人所得税”，且规定其他股权激励方式参照执行。对高管人员而言，这6个月的缓冲期不但直接为其纳税提供了“分期付款”的便利，而且也可能产生一种新的税收筹划途径：如果这6个月期间跨越两个年份，则高管人员即可在《公司法》规定的范围内获得了两次转让股份筹措纳税资金的机会。[④]这对上市公司的启发意义在于，可以在制定股权激励方案时对行权日期的确定加以考虑，以便于6个月的缓冲期可以跨越两个年份。当然，财税[2009]40号文只对“高管人员”适用，对于非高管激励对象，万科所用的信托模式依然是一个不错的选择。

四、利用商业信托获得股息红利阶段的税收便利

案例 2 作为信托财产的股权所获股息红利如何纳税？

2006 年 7 月 21 日，公司实施 2005 年度每 10 股派现金 1.5 元的分红派息方案，“2006 年度激励计划”购入的 24,913,618 股万科 A 股股票共获得 3,737,042.7 元派息款，深国投使用该等款项共购入 538,400 股万科 A 股股票。.....2007 年 5 月 16 日，公司实施 2006 年度每 10 股派现金 1.5 元及转增 5 股的派息及资本公积金转增股本方案。转增股本后，“2006 年度激励计划”持有万科 A 股股票 43,457,550 股。同时，“2006 年度激励计划”持有的股票获得派息款 4,345,755.00 元。深国投使用此派息款项购入万科 A 股股票 282,700 股。.....2008 年 6 月 16 日，公司实施 2007 年度每 10 股派现金 1 元及转增 6 股的派息及资本公积金转增股本方案。转增股本后，“2006 年度激励计划”持有万科 A 股股票 61,022,670 股。同时，“2006 年度激励计划”获得 3,813,916.90 元派息款。根据“首期激励计划”相关规定，深国投使用有关款项购入 424,700 股万科 A 股股票。

——万科：《关于实施 2006 年度限制性股票激励计划的公告》

对证券投资基金从上市公司分配取得的股息红利所得，按照财税[2005]102 号文规定，扣缴义务人在代扣代缴个人所得税时，减按 50% 计算应纳税所得额。

——《财政部、国家税务总局关于股息红利有关个人所得税政策的补充通知》（财税[2005]107 号）

一般情况下，激励对象因参与股权激励计划拥有股权而参与企业税后利润分配取得的所得，应按照“利息、股息、红利所得”适用的规定计算缴纳个人所得税，即适用 20% 的比例税率。从制度层面来讲，这本身是不存在太多争议的，但万科的信托模式股权激励计划却对此提出了一个问题，即限制性股票被作为信托财产单独管理期间，其所获股息、红利如何纳税？从万科公开的《关于实施 2006 年度限制性股票激励计划的公告》中披露的数据来看，以其 2006 年实施的 2005 年度分红派息方案为例，每 10 股派现金 1.5 元，“2006 年度激励计划”购入的 24,913,618 股万科 A 股股票共获得 3,737,042.7 元派息款，即 $24,913,618 \div 10 \times 1.5 = 3,737,042.7$ 元，深国投使用该等款项共购入 538,400 股万科 A 股股票。其间未见信托财产获得的该项所得缴纳任何税款。

我国目前并未对信托财产如何征税做出明确规定，仅对证券投资基金这一特定商业信托形式所获股息红利规定了 50% 的应纳税所得额优惠。结合这种法律缺失现状和万科披露的数据，有足够理由相信万科成功利用信托财产税收征管政策的缺失实现了限制性股票获得股息红利阶段的税收便利。当然，信托财产获得的股息红利被用于购买股票并最终用于限制性股票激励计划，在这些股票最终归属于激励对象时，激励对象还是要按照“工资、薪金所得”缴纳个人所得税的，所以万科此举是否能真正获得税收上的优惠，还要取决于公司股价变动趋势等因素。但毫无疑问的是，在信托模式下，获得股息红利阶段的税收优惠肯定为在归属阶段为激励对象解决纳税资金来源问题提供了更大操作空间。

五、利用非上市公司股票实施股权激励

案例 3 上市公司利用非上市公司股票实施股权激励

阿里巴巴（中国）网络技术有限公司是注册于开曼群岛的 ALIBABA.COM CORPORATION 出资 100% 设立的阿里巴巴中国控股有限公司（香港）的全资子公司，于 1999 年 9 月成立。为优化企业薪酬制度，吸引人才和调动雇员积极性，该公司实行了雇员期权激励计划，对符合特定条件的雇员，允许其按特定价格购买一定数量的该公司境外母公司（ALIBABA.COM CORPORATION）的股权，该境外母公司为非上市公司。

——国家税务总局《关于阿里巴巴（中国）网络技术有限公司雇员非上市公司股票期权所得个人所得税问题的批复》（国税函[2007]1030 号）

与证监会《管理办法》仅适用于沪深两市上市公司的规定有所不同，财税部门关于股权激励个人所得税的相关规定中并未明确规定仅适用于沪深上市公司，因此并不排除适用于在香港上市的阿里巴巴，但按照财税[2005]35 号文第一条的规定，股票期权是指上市公司按照规定的程序授予本公司及其控股企业员工的一项权利，国家税务总局在《关于阿里巴巴（中国）网络技术有限公司雇员非上市公司股票期权所得个人所得税问题的批复》中据此认为，现行有关个人股票期权所得征收个人所得税的规定，仅适用于以上市发行的股票为内容，按照规定的程序对员工实施的期权奖励计划。因此，阿里巴巴（中国）网络技术有限公司雇员以其非上市的境外母公司股票期权形式取得的工资薪金所得，不能按照财税[2005]35 号规定缴纳个人所得税。

国家税务总局对阿里巴巴模式股票期权征税问题给出的解决方案是：因一次收入较多，可比照《国家税务总局关于调整个人取得全年一次性奖金等计算征收个人所得税方法问题的通知》（国税发[2005]9 号）规定的全年一次性奖金的征税办法，计算征收个人所得税。纳税义务发生时间，按雇员的实际购买日确定，其所得额为其从公司取得非上市股票的实际购买价低于购买日该股票价值的差额。而由于非上市公司股票没有可参考的市场价格，为便于操作，除存在实际或约定的交易价格，或存在与该非上市股票具有可比性的相同或类似股票的实际交易价格情形外，购买日股票价值暂按其境外非上市母公司上一年度经中介机构审计的会计报告中每股净资产数额来确定。

按照国家税务总局提供的这种解决方案，阿里巴巴股票期权将按照全年一次性奖金的征税办法计较个人所得税，即将雇员当月内取得的全年一次性奖金，除以 12 个月，按其商数确定适用税率和速算扣除数，并据此计算应纳税额。〔⑤〕与上市公司适用的税收政策相比，这种税收征管办法可能为阿里巴巴留下某些节税操作途径。以下通过举例说明阿里巴巴利用非上市公司股票实施股票期权激励计划可能存在的节税空间。

例 1 上市公司 A 于 2007 年 1 月 1 日通过实施一项股票期权激励计划，约定高管自 2007 年 1 月 1 日起在公司工作满 2 年，即可于 2009 年 1 月 1 日至 3 月 31 日间按每股 4 元的价格购买本公司股票。经理甲于 2008 年底满足工作年限要求，于 2009 年 2 月 20 日行使股票期权，购买本公司股票 5000 股。该股票当日收盘价为每股 20 元，甲 2 月份取得工资、薪金收入 15000 元。〔⑥〕

根据财税[2005]35 号文和国税函[2006]902 号文的相关规定，甲在购买日取得的股票期权应纳税所得额=（20—4）×5000=80000（元）。甲取得来源于中国境内的股票期权形式工资薪金所得的境内工作期间月份数为 2，则甲股票期权所得的应纳税额计算如下：

第一步：确定税率、速算扣除数

$80000 \div 2 = 40000$ （元），对应的税率为 25%，速算扣除数为 1375

第二步：计算应纳税额

应纳税额= $(80000 \div 2 \times 25\% - 1375) \times 2 = 17250$ (元)

例 2 例 1 中，假设 A 公司为非上市公司。经审核，公司近期不存在可供参照的股票实际交易价格，经中介机构审计的该公司 2008 年度会计报告中每股净资产为 20 元，其他关于经理甲行权和其所获得的工资、薪金收入等数据均不变。

根据国税函[2007]1030 号文的规定，甲在购买日取得的股票期权应纳税所得额= $(20 - 4) \times 5000 = 80000$ (元)，则甲股票期权所得的应纳税额计算如下：

第一步：确定税率、速算扣除数

$80000 \div 12 \approx 6667$ (元)，对应的税率为 20%，速算扣除数为 375

第二步：计算应纳税额

应纳税额= $80000 \times 20\% - 375 = 15625$ (元)

由此可见，由于财税部门对以上市公司股票和非上市公司股票为对象实施股权激励规定了不同的应纳税额计算依据和方法，可能适用不同的税率、速算扣除数和应纳税额计算公式，因而最终的应纳税额也可能存在差异。[⑦]这就为像阿里巴巴这样利用非上市公司股票实施股权激励计划的公司提供了操作相关变量、进行税收筹划的空间。

六、充分利用应纳税所得额确认时点

案例 4 万科公司关于股票过户时点的方案和实际操作

万科在激励计划中对限制性股票的归属方式做出了规定，即在达成归属条件的前提下，信托机构在获得公司提交的激励对象名单后的五个工作日内向深圳证券交易所、中国证券登记结算有限责任公司提出非交易过户之申请，在履行相关审核程序后，将该年度计划项下的股票及现金余额全部归属激励对象。

而万科 2008 年 9 月 13 日公布的《关于 2006 年度限制性股票激励计划实施

完成的公告》显示，根据交易所过户程序要求，实际过户给激励对象个人账户的股票数量以 2008 年 8 月 20 日万科 A 股收盘价总金额扣除激励对象应缴纳个人所得税及其它费用后相对应的股数为准，实际过户股票总数为 54,609,696 股。剩余 6,837,674 股万科 A 股股票已按照相关规定在二级市场售出，该等款项将用于激励对象缴纳个人所得税及其它费用，缴纳相关税费后所余资金将以现金方式退还激励对象。

虽然万科将等待期结束之日（即 T+1 年年报公告日）称为当期归属时点，但股票系由信托公司受激励对象的委托进行管理，是作为信托财产所有权独立存在的，激励对象并不对信托财产中的股票直接享有所有权，在这一时点，也并不必然将股票立即过户给激励对象。而根据相关规定，应在限制性股票所有权归属于被激励对象时确认其限制性股票所得的应纳税所得额。从该规定的本意来看，应该说在万科模式下，只有在股票过户给激励对象时，激励对象才真正对股票享有所有权，因而万科模式下股票的真正归属时点并非是其名义上所称的“当期归属时点”，而应该是其过户时，应纳税所得额的确认也在此时。

此外，如果比照关于可公开交易的股票期权的相关规定，万科的限制性股票在过户时等于授予了激励对象“可公开交易的限制性股票”，对此也应参照对可公开交易的股票期权的相关规定，由于其在过户时才属于员工已实际取得有确定价值的财产，因而应按过户当日限制性股票的市场价格，作为员工获得股票当日所在月份的工资薪金所得征税。

实际上万科《关于 2006 年度限制性股票激励计划实施完成的公告》也显示，实际过户给激励对象个人账户的股票数量以 2008 年 8 月 20 日计算的为准。从万科对限制性股票过户时点的操作来看，股票的过户虽然是由信托公司负责申请办理的，但启动过户程序的主动权却在万科手中，即信托公司在万科提交激励对象名单后才能启动过户程序，这意味着万科握有选择过户时点的主动权，而对过户时点的恰当选择显然可以带来税收上的便利。数据也显示，2008 年限制性股票过户当日万科股价处于低点，仅约 7 元，而其股价高点曾一度达到 40 元，显而易见，对过户时点的选择可以直接影响到应纳税所得额的计算。

与限制性股票所有权归属时点的功能相似，股票期权的行权时点、股票增值权的兑现时点等也是确认应纳税所得额的时间标准，因此，对于这些时点的选择都可能产生税收筹划的效果。这对上市公司的启发意义在于，在实施股票期权计划时，可以考虑行权期间的长短、股价规律性波动特征等因素设计特定的方案；

在实施股票增值权时，可以在正当限度内对兑现时点进行选择。当然，公司的这种选择可能涉及公司费用和激励对象税收负担两者之间一定程度上的冲突，这就需要公司根据自身价值目标做出判断了。

七、小结

总而言之，由于我国现行股权激励个人所得税征管办法具有明显的政策性特征，显得不够完善、成熟，且显得既有些纷繁复杂又容易滞后于公司和市场的实践，加之相关税收制度如股权激励企业所得税、信托财产税等的建设同样不够完善，故而为上市公司实施股权激励计划时留下了一定的税收筹划空间。作为市场主体，上市公司完全可以在合法合规的基本前提下进行合理的税收筹划，用有限的费用实现更好的股权激励效果，在平衡股东权益和经营者利益的基础上，从长期、可持续的层面上为公司股东创造更大的价值。

私募股权投资融资拖带权条款

私募股权(PE)投资某个公司时，经常会有一个拖带权条款(drag along right)。关于这个拖带权，创业者需要小心，不要觉得只要能吸引投资，什么都是次要的。这个条款，弄不好，创业者就会血本无归。

何谓拖带权？

所谓拖带权，就是 PE 在投资后要出售股权时，要求其他股东随同自己将公司股权一起出售的权利，前提是，保证其他股东以同样的价格、条款和条件出售。这并不是严格的定义，只是笔者的理解。很多定义中强调大股东享有的迫使小股东一起出售股权的权利。但是，美国特拉华州出现了判决小股东行使这项权利的案例。所以，是否大股东并不是必要条件，只要双方（或多方）认可行使，只要在章程中规定，就可以了。

拖带权是谈判形成的权利，是约定的权利，而不是法定的权利。

为什么设计这么个条款呢？这主要是保证 PE 的资金退出渠道畅通而设计的。如果公司没有上市，也没有其他资金退出渠道，PE 的本性决定了他是不可能投资这个公司的，所以，他必须要保证资金退出渠道的畅通。而在我国，这并不是很容易。对于股份有限公司，我们的多层次资本市场刚刚起步，对有限责任公司，股权转让更不容易。

一旦外部投资人如果想购买这个公司的股权，总是希望控制公司。在经过了一轮金融资本后，进入的大多时产业资本，而产业资本更强烈地要控制公司。这

时，尤其是在有限责任公司组织形式下，一并收购是最为彻底的，谁也不希望有个几个小股东碍手碍脚。所以，购买方经常会要求，如果买部分股权，其他股权一并转让。如果 PE 有了拖带权这个权利，可以要求其他股东一起出售，其退出会相对容易。

拖带权在我国的公司法中并没有提及，“公司章程对股权转让另有规定的，从其规定。”这一句话，就有了很多操作可能性。无论是拖带权还是尾随权还是其他与股权转让相关的权利，都可以在公司章程中规定。（从 PE 角度讲，需要注意的一点是，根据这个规定，在公司章程中规定拖带权更有利于操作，比约定在投资协议中更有效力）。

但是，在拖带权条款中，创业者有很多必须要注意的事项：

第一，谁享有拖带权？

一般是 PE，他们无论是在投资的公司中所占股份大小，都会尽力要求拖带权。这与创业公司融资时的地位有关，与公司所处的行业状况有关，总而言之，与退出难易程度有关。如果创业公司融资迫切，并且可选择余地小，那 PE 的条件必然要高，列这个条款是理所当然。如果行业中股权流通比较难，那么这个条款就成为必备条款了。

创业者在谈判时，应尽力避免小股东行使拖带权的情况出现。

第二，在什么情况下行使拖带权？

拖带权并不是说权利人想行使就行使，没有任何限制的。因为，这个权利的行使，是以对他人的权利造成影响甚至伤害为必要条件的，这必然需要限制。

拖带权的行使应当是善意的，是在其他的退出渠道都不畅通的情况下使用的，是最后的救济手段。比如，公司如果能在约定的时间上市，无论是在境内上市还是境外上市，那都是具备了退出渠道，这时就不能行使拖带权。如果股权购买人愿意与创业者合作的，那就也不必要行使拖带权。