

分类号_____

学校代码 10590

UDC_____

密级_____

深圳大学硕士学位论文

上市公司股权激励若干法律问题探讨

颜 军

学 科 门 类 法 学

专 业 名 称 国际法学

学院（系、所） 法 学 院

指 导 教 师 黄亚英 教授

摘 要

随着我国股权分置改革的进行和我国股权激励相关法律法规的相继出台,今后的公司实践中将会有越来越多的公司采用这一制度以激励本公司的经营管理者。近期,我国有关机构相继颁布了股权激励的法律法规,揭开了我国股权激励法律制度的新篇章。根据新颁布的有关股权激励法律法规的规定,实践中已经有多家上市公司公布了股权激励方案(草案)。笔者希望本文能对我国已经或将要开展的股权激励的公司实践活动,以及我国股权激励法律制度的健全与完善,提供微薄的意见或者建议。

本文包括前言、正文和结语三大部分。其中正文包括四个章节。第一章是对股权激励制度所作的简要介绍,以期读者对该制度有一个初步的认识;第二章是关于国外及香港的股权激励制度;第三章是我国上市公司股权激励的法规与实践;第四章是国有上市公司股权激励问题。

通过全文的论述,笔者认为,首先,股权激励制度是公司对经营管理者长期薪酬激励的一种重要方式,它通过有条件的授予经营者一定数量公司股权的形式,使企业的经营者与股东所追求的价值目标趋于一致,从而更加勤勉尽责地为公司的长远利益服务;其次,股权激励形式上是一个财务和经济问题,实质上是一个法律问题,股权激励实施的每一个环节都涉及法律关系的调整和法律关系的变更;最后,要用发展的观点来看待该制度的实施,尤其是正确看待制度在实施与发展中出现的一些偏差与错误,认真分析出现问题的原因,寻求解决问题的办法与对策,而不是单纯地对制度本身横加指责,制度毕竟是用来实现所追求的目的或效果的载体。

关键词: 上市公司; 股权激励; 国有上市公司

Abstract

With the stock market reform conducting and the related law and regulations going on, our corporations will adopt the institution to encourage corporate senior managers by share. In the recent periods, our related institutions enact the laws or regulations about the share incentive, and then there is the new start of the share incentive in my country. Combined with the launching Stock Division Reform, under the laws and regulations about the Stock Stimulation, many listed companies had announced their Stock Stimulation Plan (Draft). And the author hopes my paper could give directions and suggestions to the practice of stock stimulation and perfection of the institution of my state.

This dissertation consists of three parts: foreword, body and conclusion. The body is composed of four chapters. Chapter one is a brief introduction of the share incentive system in order to make this system initially known to readers; Chapter two is on the share incentive systems overseas and in Hong Kong; Chapter three is the law systems and practice of listed corporations in our country; Chapter four is the study on the share incentive of state-owned listed corporations.

Through the discourse of the whole dissertation, my conclusion is as follows: Firstly, the share incentive system is an important way of long-term pay incentives to the proprietors of corporations. Which grants conditionally certain quantity of corporation shares, it is to unify the goals of proprietors and share holders and make them more diligent to serve the long-term interests of corporations. Secondly, the share incentive in the form is an issue of finance and economy. In essence, the share incentive is a legal issue. Every process of implementation of the share incentive scheme covers the adjustment and change of legal relationship. Lastly, we should regard the implementation of this system with the development point. It is especially important to regard rightly deviation and mistakes appearing in the implementation and development. It is necessary to analyze seriously the causes of those problems appeared and seek the solution to the problems instead of criticizing purely the share

incentive system itself. After all, this system is the carrier of achieving goals or effects to be sought.

Key words: Listed Corporation, Share Incentive, State-owned Listed Company

目 录

摘 要.....	I
Abstract.....	II
前 言.....	1
第一章 股权激励制度概述	2
第一节 股权激励的定义.....	2
第二节 股权激励的模式.....	3
一、股权激励的常用模式	3
二、我国上市公司股权激励的主要模式	4
第二章 国外及香港股权激励制度	6
第一节 概述.....	6
第二节 中美股权激励制度比较.....	7
一、美国股权激励的立法	8
二、美国股权激励法律制度的主要内容	9
三、美国股权激励中的股票期权	9
四、中美两国关于上市公司股权激励制度的立法分析比较 ..	11
第三节 香港的股权激励.....	11
一、香港上市公司股权激励概述	11
二、《主板上市规则》重点条款解析	11
三、《创业板上市规则》重点条款解析	13

第三章 我国上市公司股权激励的法规与实践	14
第一节 股权激励措施在我国上市公司的实施	14
一、股权分置改革前的实施状况	15
二、股权分置改革后的实施状况	16
第二节 股权激励的法律现状与缺陷	17
一、股权激励的法律现状	17
二、股权激励相关法规的修订	18
三、股权激励现行法规的不足	18
第三节 上市公司股权激励面临的新问题	20
一、激励过度问题	20
二、操作过程中的难题	21
第四节 完善上市公司股权激励的建议	21
第四章 国有上市公司的股权激励问题	23
第一节 国有上市公司股权激励的现状 & 问题	23
一、国有上市公司股权激励的现状	23
二、国有上市公司股权激励存在的问题	24
第二节 国有上市公司股权激励新法规解析	27
一、《上市公司股权激励管理办法（试行）》	27
二、《国有控股上市公司（境内）实施股权激励试行办法》	28
三、两个“办法”的比较	30
第三节 完善国有上市公司股权激励制度的对策分析	31
一、法律法规方面	31

二、其他方面	32
结 语.....	34
参考文献.....	35

前 言

股权激励制度是现代企业制度发展过程中的产物。现代公司制度的特征是公司股权多元化，公司股东的所有权与经营权相分离，造成的直接矛盾是公司经营管理者¹的长期利益与公司股东们的长期利益不一致。利益是企业及企业所有者所追求的终极目标，公司经营管理者作为企业日常运营管理的人员，直接影响着公司收益率。但是由于经营管理者与公司所有者即股东们的长期利益存在不一致性，那么就无法保证经营管理者去创造利益最大化。股权激励机制的原理在于，公司授予公司经营管理者若干股票或期权，让他们成为公司的“准股东”。这样一来，他们就可能以股东的视角和责任感去维持公司的日常运营，确保公司利益最大化。

股权激励制度发源于美国。它最早是以股票期权的形式在美国硅谷的高科技公司中被作为激励制度而开始采用。其后若干年内，股权激励制度在美国和世界范围内迅速发展起来。在其发展过程中，由于不少公司的经营管理层对短期利益的过度在乎，他们宁愿冒着牺牲公司和股东长期利益的风险去追逐自身短期利益的最大化，由此在现代公司中出现了代理的风险。在实践中，股权激励机制的缺陷与不足也逐渐暴露出来。因而，尽快完善与之配套的法律法规就成了当务之急。由于我国的上市公司以国有上市公司为主，因而不能笼统地对所有上市公司股权激励机制进行规范。在实践中，我国的立法部门针对上市公司的实际情况，分别制定了《上市公司股权激励管理办法（试行）》和《国有控股上市公司（境内/外）实施股权激励试行办法》。这种区别对待、针对性立法的模式对股权激励机制在我国上市公司的应用起到了积极作用。

然而，在上市公司陆续采用股权激励机制的过程中，由于监管、立法部门的混乱以及现有法律法规存在着诸多缺陷，在股权激励实施的过程中出现了种种问题。笔者通过对股权激励制度及相关法律法规的分析比较，探讨解决此类问题之策。

¹ 本文中所指的“经营管理者”、“高管人员”包括中国证监会所界定的董事长、董事、监事、总经理（总裁）、财务总监、董事会秘书及上市公司的副总经理（副总裁）等，与作为“所有者”的公司股东相对应。

第一章 股权激励制度概述

股权激励制度虽然是随现代公司制度的发展而兴起的，它的初衷乃公司所有者即股东对经营管理者授予股票或期权，对其形成一种长期激励，继而使其能更尽职尽责地履行职务。授予的股票亦或期权，本质上仍属于劳动报酬的范畴，授予本身在形式上也属于公司财务问题。但是，从一份股权激励计划的设计到经公司股东大会或董事会授权再到最后授予对象的行权和出售所获得的股票和期权，其间的每个程序都涉及法律关系的变更，每个步骤都不能缺少法律法规的明确与规范。

基于对股权激励制度这样一个法定性的认可，促使笔者去对股权激励制度作进一步的探讨与研究。

第一节 股权激励的定义

在现有的对股权激励研究的著述中，不少学者对股权激励的定义都过于空洞，笔者认为，赋予股权激励过高的期望与内涵是与现实相悖的。股权激励的实质在于公司授予公司经营管理者若干股票或期权，让他们成为公司的“准股东”。这样一来，他们将以股东的视角和责任感去维持公司的日常运营，确保公司利益最大化。即，股权激励的精华在于将股东与经营管理者的利益捆绑在一起，以期实现利益共荣共损。

现代企业理论和国外实践证明股权激励对于改善公司治理结构，降低代理成本、提升管理效率，增强公司凝聚力和市场竞争力起到非常积极的作用。但是股权激励应用过程中出现的种种问题，也让人们开始理性地思考和对待股权激励。在笔者看来，股权激励是一把双刃剑。由于在制定股权激励计划的时候，人们只是非理性地认为这样一种制度便能促使公司利益最大化，而忽略了对授予对象作出具体地、严格的限制，最终导致了不少公司经营管理者为利用股权激励计划实现自身短期利益而损害公司及股东长期利益的严重后果。因此，笔者并不赞同现有的对股权激励作出的全部为积极方面的定义。相对而言，将股权激励的定义局限在仅为一种激励方式更显得客观公正。

至此，笔者赞同《上市公司股权激励管理办法（试行）》对股权激励的定义：股权激励指依据我国《公司法》、《证券法》及其他有关法律、行政法规的规定，

上市公司以本公司股票为标的，对其董事（除独立董事）、监事、高级管理人员及其他员工进行的长期性激励。上市公司以限制性股票、股票期权及法律、行政法规允许的其它方式试行股权激励计划的，适用本办法的规定。²

第二节 股权激励的模式

一、股权激励的常用模式

我国的《上市公司股权激励管理办法（试行）》涉及的股权激励模式有股票、限制性股票、股票期权。但在国际上，通用的股权激励模式有：股票期权、股票增值权、员工持股计划（ESOP）³、虚拟股票、限制性股票等。

比较二者，笔者认为股权激励的模式可以作一个新的划分：全值股权激励模式和增值股权激励模式。

全值激励模式包括：股票、限制性股票、业绩股票、强制持股、员工持股计划等。此种股权激励模式的特点在于公司实施此种股权激励时，授予激励对象的是在条件符合的前提下的全部价值。但是实施这种股权激励模式，会造成公司的激励成本过高。而在当期兑现的时候，也会对上市公司的财务数据造成利空影响，引起上市公司股票在二级市场的波动。

增值激励模式包括：股票期权、股票增值权、虚拟股票等。对应全值股权激励模式，此种激励模式的特点是授予激励对象未来获得一定利益的期权（到期行权）或者说激励对象已获得的期权等能随着公司的发展而产生增值效应。笔者认为，此种股权激励模式才是股权激励的真谛。

就现阶段股权激励应用的实际情况而言，股票期权最为各国公司接受，其应用也最为广泛，所以笔者以股票期权为例对股权激励进行介绍。

1、股票期权概述

股票期权模式是国际上一种最为经典、使用最为广泛的股权激励模式。笔者将其归类为增值激励模式，其主要特征是：公司经股东大会同意，将预留的已发行未公开上市的普通股股票认股权作为整体报酬中的一部分，以事先确定的某一期权价格有条件地无偿授予或奖励给公司高层管理人员和技术骨干，股票期权的

² 参见证监会《上市公司股权激励管理办法（试行）》第三条的规定。

³ ESOP(Employee Stock Ownership Plans,简称 ESOP)，又称公司职工持股计划。其目的是，由于高科技公司创办初期缺少流动资金，公司为留住人员，激励士气所采取的措施之一。

享有者可在规定的时期内做出行权、兑现等选择。

根据美国联邦税法规定，股票期权分为两种基本类型：激励性股票期权和非法定股票期权。⁴ 激励性股票期权属于一种可享用税收优惠的股票期权工具。激励性股票期权的授予价格一般等于或大于授予日股票市场价格。非限定性股票期权的限制相对激励性股票期权少，公司可以根据自身的需要去设计这种期权。非限定性股票期权主要是指不符合美国国内税收法规优惠规定的股票期权。⁵ 该类股票期权的行权价通常采用授予时的公司股票的市场价格。行权等待期一般在 3 到 5 年，而且等待期满可以一次性行权，也可以分批分期行权。

2、股票期权的法律属性

（1）激励对象即权利主体的特殊性

股票期权的利益享有者归属于实施股权激励公司的特定人员。具体而言，一般来说，授予激励的对象只能是公司的经营管理层或有重大贡献的骨干成员。而一般的公司普通职员，公司董事会、监事会的成员及普通员工不在激励范围之内。相关的法律法规对此都有明确的规定。

（2）股票期权权利客体的特殊性

首先是形式上的特殊性：股票期权的获取基于个人或团队对公司的贡献和公司价值增长，在公司制定股权激励计划时以书面形式予以规定。其次是内容上的特殊性：股票期权本身除了依据股票期权合同规定认购公司股份的权利外，没有任何其它权利。只有当激励对象行权后获得具体的股份了，才能拥有相应的权利，但在流通性上仍有约束。约束的解禁及相应股份的流通则要根据股票期权合同中的有关规定执行。

（3）实施股权激励主体的特殊性

由于相关公司必须有合理、合法的可实施股票期权的股票来源，这就缩小了实施的主体。所以，一般来说，设计和实施股票期权的该类公司必须为公众上市公司。此外，良好的资本市场也是实施股票期权的基础和载体。

二、我国上市公司股权激励的主要模式

在我国的《上市公司股权激励管理办法（试行）》中，涉及的股权激励模式

⁴ 《股权激励专题研究》，北京鑫牛投资顾问有限公司。

⁵ [美]国家员工所有权中心编：《股票期权的理论、设计与实践》，张志强译，上海远东出版社 2001 年版，第 7 页。

有股票、限制性股票、股票期权。此外，我国上市公司的股权激励模式还有岗位股份、虚拟股票、股票增值权、强制持股、年薪转股份、业绩股票等。经笔者统计，除去我国在股权分置改革后上市公司大部分开始采用股票期权外，此前的我国上市公司股权激励的主要模式皆为现股奖励、虚拟股票、业绩股票以及强制持股等等。我国上市公司股权激励模式的主要特点是激励模式单一，绝大部分的激励立足点均为股票，而相应的期权激励模式却在上市公司实施股权激励的计划中罕见，这是由我国上市公司股权分置的独特性决定的。下面笔者以虚拟股票、业绩股票和强制持股为例，对我国上市公司股权激励既有的激励模式进行分析：

1、虚拟股票

虚拟股票是实施股权激励计划的公司为期初授予经营管理层一定数量的虚拟股票，并以授予时股票的二级市场价格（或一定程度折扣）作为将来的行权价。若将来股票市场价格高于行权价，激励授予对象将获得虚拟股票溢价带来的收入，这一收入由公司支付。此种方式的优点在于，管理层并不真正持有股票。这种激励模式有效地解决了我国在股票期权中的股票来源上的难题。

2、业绩股票

业绩股票是指实施股权激励计划的公司根据业绩水平，以股票作为长期激励形式支付给经营管理者的激励模式。该公司在周期初设定业绩目标，如果周期末达到目标，则该公司为经营管理者提取一定的激励基金用以购买本公司股票。

3、强制持股

此模式是指公司强制经营管理层购买一定数量的该公司股票并加以锁定。由于经营者自身持有公司股票，一旦公司业绩下降、股价下跌，经营者就要完全承担损失，从而给经营管理者以相对程度的压力和约束。

然而，随着股权激励机制的不断发展，单一的激励模式已跟不上现代企业制度对公司治理效率的要求。然而，改变旧有单一的激励模式，探寻新的激励模式并非简单的引进国外先进股权激励模式的成品，而是应该结合我国上市公司具体实际，辅以匹配的法律法规体系。

第二章 国外及香港股权激励制度

第一节 概述

前文笔者已述及，我国上市公司股权激励机制存在着模式单一的缺点。诚然，在实践中，我国的股权激励机制的缺陷远远不止于此。他山之石，可以攻玉。股权激励制度最先在美国实施，因此美国关于股权激励的法律法规相对来说比较完善，在公司法、税法和会计法等相关法律法规上对股权激励给予了规范与保护，有许多地方值得我国的公司和监管层学习与借鉴。

以美国以外的其他国家为例：英国的股权激励制度与美国相比较起来有较大的差距，但英国对股权激励的法律保护是在不断调整的。可见，对于股权激励这样一个仍处于高速发展中的新兴事物，法律规范的调整也应该是动态的。日本由于其公司的股权结构与英美有较大差异，所以日本的股权激励也不如英美那样普遍。但进入 21 世纪，日本已经充分认识到股权激励对现代公司治理的重要性，日本的商业法典和税法也针对股权激励的实施作出了相应的调整。⁶这一点，我国的实际情况与日本十分接近，我国上市公司的股权结构具有独一无二性，但是由于我国的市场及监管层都没有意识到股权激励的重要性，因而我国上市公司在实施股权激励计划上远远落后于先进国家，相关的法律法规也相应滞后。

随着股权激励机制在美国的不断普及和发展，世界上许多国家已开始研究和引进这种先进的公司治理机制。尽管发展水平不同，但总的趋势是各国政府都在积极地完善相关法律和改善市场环境，如完善配套法律法规，制定优惠政策，以推动股权激励制度的发展。据统计，《财富》杂志评出的全球 500 强中，89% 的公司已在高层经理中实行了股权激励。在美国，几乎 100% 的高科技公司、约 90% 以上的上市公司都实行了这一制度。⁷ 面对着股权激励在世界范围内如火如荼的发展，我国上市公司应在理性分析自身特点的基础之上，积极、主动地借鉴不同国家和地区特别是英美等国的股权激励机制。下表是不同国家和地区股权激励制度的概览（见图 1）：

⁶ 陈文：《股权激励与公司治理法律实务》，法律出版社 2006 年版，第 69 页。

⁷ 刘湘宁：《如何建立完善的股权激励制度》，载于《财富》杂志，2007 年 12 月刊。

不同国家和地区股权激励制度概览⁸

国家/地区	股权激励	有无优惠政策
美国	世界上股权激励最发达的国家, 有许多股权激励模式及完善的股权激励的监管制度	对于激励性股票期权有税收优惠, 非法定股票期权则不能享受税收优惠
英国	股权激励种类比较丰富, 制度比较完善	如果股权激励计划获得国内税务局批准, 行权收益可以获得较大幅度的税收优惠
日本	70 年代至 80 年代, 主要长期激励方式为 ESOP, 90 年代初修改相关法律, 促使股权激励制度逐渐完善	税收方面的政策与一般国家的政策相似, 没有明显的优惠
意大利	股权激励相对简单, 员工持有期权数量一般不能超过总股本的 10%	法定股权激励的条件容易满足, 其持有人享有十分明显的税收优惠
中国台湾	90 年代开始实行股权激励, 当地政府为此修改了相关法律, 允许回购等, 以方便公司获得股票来源	股权激励的征税环节较少, 实际税率相当低
新加坡	股权激励发展迅速, 但目前主要授予高管人员, 还没有普及一般员工	1999 年, 新加坡修改了征税的相关办法, 是股权激励行权收益的实际税率下降, 促进了期权计划的发展
加拿大	股权激励体系与美国相似, 发展比较成熟, 会计、税收与其他监管制度比较完备	90 年代末推出一种有税收优惠的股权激励计划, 享受的税收优惠类似于美国激励性股权激励

图 1

第二节 中美股权激励制度比较

股权激励制度发源于美国, 在美国的应用也最为普遍。因此, 以美国为例介绍股权激励法律制度具有典型意义。更为重要的是, 从 1999 年起, 我国一些公

⁸ 《股权激励机制专题研究》, <http://finance.sina.com.cn/t/20040412/1613714122.shtml>, 最近访问时间: 2008-6-5.

司开始陆陆续续在美国证券市场上市,在纽约交易所或纳斯达克上市的中国公司在实施股权激励时势必会因中美两地不同的法制遭遇法律上的冲突。因而,深入地了解美国股权激励制度,不仅对于完善我国的股权激励制度具有借鉴意义,更对解决现实中赴美上市的上市公司因实施股权激励而面临的法律冲突问题具有重大实用价值。

一、 美国股权激励的立法

美国关于股权激励的立法具有全面、立体的特点,它不仅对上市公司实施股权激励的内容及实施程序作了详尽的规定,还对实施股权激励上市公司相关的信息披露也作出了规定。

(1) 关于股权激励制度内容的法律规定

关于股权激励制度内容的法律规定主要由《税法》⁹和公司的内部文件加以规定。《公司法》、《证券法》、证券交易所规则、对上市公司形成约束力的某些社团或机构发布的公司治理准则或报告、《会计法》等其他法律对股权激励的内容也有相关的规定。

(2) 关于制度实施程序的法律规定

关于实施程序的法律规定和信息披露的规定更多地体现在《公司法》和《证券法》的规定中,并且近年来出现了随公司治理的完善和逐渐发展的趋势。根据美国《公司法》“公司自治”原则,对公司高管授予股权的薪酬激励制度由各公司自行制定,即股权激励的具体内容由公司通过公司章程、公司的内部细则、经理与公司签订的服务合同以及董事会的决议等公司内部文件自行制定,而法律对其仅起监督管理的作用。

(3) 信息披露的法律规定

信息披露要求实行股权激励的上市公司在其年度报告、中期报告和季度报告等定期报告中披露公司的董事、监事、和高级经理人员参与股权激励和被授予的股票期权数额及授予和行权的情况。在披露的内容中还应包括:薪酬委员会成员的组成,职能议事规则;薪酬委员会关于董事及高级管理人员薪酬的报告;经股东大会批准的每个股权激励计划的概要,并披露股权激励可能对实施公司费用

⁹ 本文所涉及的美国法律,如无特别说明,均指美国联邦法律。

及利润的影响。¹⁰

二、美国股权激励法律制度的主要内容

美国的法律对于保护股权激励的实施、打击舞弊和反欺诈行为都有严格的规定，其股权激励制度涉及《公司法》、《税法》、《证券法》、会计准则及上市规则。

1、《公司法》¹¹

各州的公司法对公司的证券发行在不同程度上予以管制，对于向拥有员工 500 人以上的公司实施股权激励而发行股票就要求由证券交易委员会当作公众公司来管制。

2、《证券法》

《证券法》主要对信息公开和披露及提案作出规定，对公司的证券发行也在不同程度上予以管制。

3、《会计法》

《会计法》涉及财务会计准则委员会的规则及建议。

4、交易所规则涉及纽约交易所和纳斯达克的规则。另外还有美国律师协会、董事协会、美国薪酬协会的各种指南、规则、建议及公司内部的自律性规定与声明等。法律规范的对象不但包括企业而且包括券商、律师、会计师和投资顾问等相关的中介服务结构。

三、美国股权激励中的股票期权

如前文所述，股权激励的形式有很多种，但是实践中和理论上股票期权都是采用最多和制度最为健全的方式。因此，美国以及其它许多国家或者专门对股票期权制度加以立法或者将对股票期权制度的规定作为借鉴的标准，所以笔者以股票期权为例介绍美国股权激励制度内容的法律规定。

1、激励对象

根据美国国内税务法则的规定，经营管理者在拥有该公司 10% 以上的投票权后，未经股东大会批准，不能参加股票期权计划，只能持有非法定股票期权。¹²此条规定对激励性期权和非法定股票期权的授予对象作出了明确的界定。

¹⁰ 陈文：《股权激励与公司治理法律实务》，法律出版社 2006 年版，第 109 页。

¹¹ 包括对各州有指导意义的标准公司法和各州的公司法。

¹² 参见 1986 年《美国国内税务法则》第 423 条，来源于 www.lexis.com/。