我国上市公司股权激励的制度建设探讨

赵立新

(西南财经大学中国金融研究中心, 成都, 610074)

内容摘要: 股权激励对改善我国上市公司薪酬结构不合理、薪酬偏低、经营管理层行为短期化以及吸引和留住人才等方面起到了积极的作用, 但同时也存在着相当多的问题, 因此本文从内部约束机制、外部约束机制、监管制度三方面提出建设性意见, 旨在改善股权激励制度对我国上市公司的负面影响。

关键字: 股权激励 内部约束机制 外部约束机制 监管制度

综观最为发达也最为成熟的美国股权激励制度, 其发展过程随社会经济的变迁, 经历了上世纪 50 年代的兴起、60 和 70 年代的持续发展、80 和 90 年代的迅速增长以及 21 世纪后期的平稳推进四个渐进式发展阶段, 而与股权激励相关的法律法规和监管体系也是在这个过程中逐步建立与完善, 并且随着经济形势的发展经历过多次调整。由美国等经济发达国家的股权激励发展过程可以看出, 股权激励的运用的确为解决“代理人问题”起到了很大作用, 达到了“激励相容”的目的, 但同时也应该看到任何制度都不是完美全面的, 股权激励也不例外, 它同样存在着可能增加公司风险, 在一定程度上会扩大薪酬差距等问题。

2005 年我国对《公司法》、《证券法》做了重大修改, 为股权激励扫清了法律障碍。2005 年 12 月 31 日证监会发布《上市公司股权激励管理办法(试行)》, 标志着上市公司股权激励制度的正式推行。2005 年 4 月开始的股权分置改革, 解决了资本市场的结构性障碍, 统一了非流通股和流通股的利益基础, 也为股权激励的实施提供了必要条件。2007 年, 我国在上市公司实施了新会计准则, 实现了与国际会计准则的趋同, 为股权激励的实行提供了必备的前提条件。

尽管如此, 由于存在股票市场有效性不足、经理人市场尚待完善、上市公司治理“形似而神不至”, 在行权环节征税且税率较高等问题, 与刺激美国及其他西方国家大规模实施股权激励的四大因素相比, (如大力推进税收政策与会计准则、出台对经理层贷款计划等支持措施的配套政策、关键人才的争夺日益激烈, 以及 80 年代后美国股市长达 20 多年大牛市) 我国实施股权激励的外在环境仍有较大的不同。在内部环境方面, 目前由于国资委对国有控股上市公司实施股权激励制度持谨慎态度, 且有趋严的趋势, 因此, 国有上市公司股权激励推进较慢。民营企业尽管有通过股权激励逐步改变家族企业特点的理论依据和现实的必要性, 但因民营企业整体处于发展阶段, 股权激励的实施是一个渐进的过程。因此有必要对上市公司股权激励制度的演进和完善做进一步研究和探讨。

我国的上市公司股权激励制度目前普遍存在的问题包括行权业绩指标单一、以财务指标为主; 行权业绩指标偏低; 授予方式以一次授予为主, 多次授予极少, 不利于股权激励的长效性; 激励数量占公司总股本的比例偏高, 上市公司为此需要承担较大的成本, 导致部分

上市公司出现财务性亏损；个别国有控股上市公司的高管人员获授的数额较大，与员工薪酬差距拉大；以行权日为纳税时点，且股权激励所得按工资、薪金所得缴纳个人所得税，税收负担较重等等。

尽管存在上述问题，我们不能因此而全面否定上市公司股权激励存在的必要性和合理性。股权激励制度作为一种新生事物，资本市场和监管部门必须有一个研究、探索和推进的过程，而上市公司则需在试点中积累经验。从近两年来的实践情况来看，股权激励制度得到了上市公司、投资者、市场等各方面的正面评价，对改善我国上市公司薪酬结构不合理、薪酬偏低、经营管理层行为短期化以及吸引和留住人才等方面起到了积极的作用。因此，虽然我国上市公司在股权激励试点过程中难免出现问题，但重要的是坚持及时经验总结、积极稳妥推进，随着配套制度的完善和监管环境的改善逐步加以解决。

一、外部约束机制完善方面的建议

在股权激励问题上，如果没有足够的外部约束，股权激励就容易演变成被上市公司内部控制者获取更多个人利益的一种工具。为了建设股权激励的外部约束体系，除了要健全与股权激励直接相关的法律法规之外，还应该在完善市场方面做出努力。比如，可以从完善经理人市场、建立高管人员资信体系、设法规避中国资本市场定价有效性不足的制约等方面着手。

1. 完善经理人市场 建立高管个人资信体系，加强高管诚信建设

建立以市场供需为基础的成熟职业经理人市场，是使高管股权激励机制真正有效的必要条件。在一个完善的经理人市场中，一方面，职业经理人之间会展开激烈竞争，为了在竞争中取胜，必须不断地提高自身的素质，而滥竽充数者会被淘汰；另一方面，借助市场机制，公司的职业经理人会受到强有力的外部约束，一旦他们因欺诈、舞弊等行为而被公司解雇就很难在市场上再获得被雇佣的机会。

完善经理人市场，要从多方面开展工作：

第一，要从制度上承认其功能和地位。政府有义务通过法律法规、管理制度等形式为经理人市场的形成和完善提供政策支持。

第二，应当完善约束机制。约束机制是对经理人行为的限制，包括法律法规、政策、公司规定、公司控制管理系统等，约束机制的作用是激励机制无法替代的，良好的控制约束机制，能促使经理人市场有效发挥作用，防止经理人实施不利于公司的行为，从而保证股权激励的顺利进行。

第三，应当完善市场选择机制，以保证经理人市场能对经理人行为产生长期的约束引导作用。在市场选择机制下，经理人的价值是由市场确定的，良好的市场竞争状态将淘汰不合格的经理人，经理人在经营过程中会考虑自身在经理市场中的价值定位而避免采取投机行为，从而减少了股权激励中的不当行为。

当然，完善经理人市场，还需要国有企业深化改革，减少和取消行政干预，大力推广现代企业制度，让更多的公司上市，让更多的经理人的行为得到资本市场的关注和监督。

从目前中国的现状来看，高级的管理人员对重大经营活动具有决策权，大权在握，很容易产生权力寻租。同时，道德概念很抽象，信用体系是必须以制度为基础，没有信用制度，缺乏约束，很难保证经济诚信，尤其在股权激励这种利益攸关的事项中。所以，如果要使股权激励达到公平合理的结果，必须加强高管个人资信体系的建设。

2005年4月，上海证监局与上海资信有限公司宣布将上市公司高管信息在社会联合征信系统披露。2007年12月，根据上海证监局与上海资信有限公司签署的合作备忘录，上海辖区证券公司综合治理以来其高管及从业人员的执业违规记录将纳入上海市个人信用联合征信系统。这些执业违规记录包括刑事处罚、行政处罚和被市场禁入信息等。这些标志着上海初步建立起了证券公司高管诚信系统和社会化监督制约机制。

但是，在全国范围内，高管个人资信体系的建设仍相当滞后，其中最困难的是达成各部门之间的协调。建立资信体系涉及银行、公检法、海关、税务、保险等许多部门，各个部门要统一标准，步调一致，这是一个非常复杂的工程。

因此，应该建立和完善个人资信体系，尤其是对于上市公司高管，应该追加更多的信息记录要求，进行更加严格的监控。要使得违规成本足够大，直接影响其经济生命。

具体来说，重中之重是相关法律制度的完善。目前，即使在上海，《上海市个人信用征信管理试行办法》仍然是一个政府规定，并未形成上海当地法规，而国家也没有相关法律法规。这导致了无论是业务的开展还是监督管理都面临着无法可依的障碍。现有的《民法通则》、《合同法》和《反不正当竞争法》中都规定了诚信守法的法律原则，《刑法》中对诈骗等犯罪行为处以刑罚的规定，《商业银行法》做出了“保障存款人的合法权益不受任何单位和个人的侵犯”的规定，《反不正当竞争法》做出了有关侵犯商业秘密的规定等。”因此，应重点从此突破，解决如何界定政府信息数据的开放与保护国家秘密的关系、企业信用数据的开放与保护商业秘密的关系、个人信用数据的开放与保护个人隐私的关系方面的问题。

2. 市场定价有效性不足的情况下设法使股权激励更好地发挥完善公司治理的作用

在市场定价有效性不足的情况下，股价未必反映出企业的真实价值，而股权激励方案中高管的所得利益是直接和股价挂钩的，这样一来方案就未必能达到预期的效果。本意是使治理结构更加完善，使管理更能促进企业的价值最大化，实际上却可能引起高管进行财务造假、曲线控制股价、甚至伙同庄家进行内幕交易的可能。这些行为的出现实际上宣判了一个公司股权激励计划的失败。另一方面，如果股权激励时股市正处于泡沫严重的时期，则很可能导致高管实际上所得甚少，努力得不到应有的回报。

中国目前的资本市场定价有效性恰恰较差。因此，要使股权激励更好地发挥完善公司治

理的作用，就必须注意三点：一是要选择合适的时机，不应在公司有重组等重大利好前，也不应在股票市场严重低估或高估时，应尽量选择股价能够比较反映公司当前合理价值并且未来一段时间市场情况较为平稳的时点；二是要加强对高管的监管，加强对证券市场行为的规范，最大限度地抑制违规自利行为的出现；三是采用分期行权，使高管必须每年只能得到股权激励财富的一部分，事实证明这是更有效的方法。

3. 建议改革目前税收制度，促进股权激励有效发挥作用。

从税收制度分析，尽管各国具体的税法规定有所不同，其基本原则是公平合理、倾向于长期激励。值得借鉴的是，美国和英国的国家税法将股票期权分为法定股票期权和非法定股票期权两类。法定和非法定的区分标准是是否经过监管部门的批准。法定股票期权类似于我国的备案制。为保护股东利益，防止经理人操纵股价，使股票期权充分发挥其长期激励的目的，国家税法对法定股票期权的界定较为严格，同时给出授权时免税以及行权时延迟纳税时间等优惠措施来引导企业采用法定股票期权。法国的税收尽管未区分法定与非法定，但是为鼓励经理人长期持有股票期权以及行权所得的公司股票，使股票期权充分发挥其长期激励的作用，法国税法对长期持有的股票期权和股票直接给予一定的税收减免优惠。而我国的股权激励只有备案制一种方式，且无任何税收优惠，实施股权激励的公司在授予日以及行权日均要依法纳税，授予日的税赋达到 45% 的标准。建议改革目前关于股权激励的税收制度。适当降低股权激励收益的税率，激励对象通过股权激励所获取的收益应该低于“工资、薪酬”的税率；改变纳税义务发生的时间，建议在转让股票时征税，降低激励对象持有股票的成本和股票下跌所带来损失的风险，鼓励激励对象长期持有公司股票；使税率与持有股票的时间相匹配，激励对象持有公司股票的时间长，适用较低档次的税率，鼓励其长期持有股票，实现长期激励的作用。

二、内部约束机制完善方面的建议

要使股权激励制度健康发展，真正成功应用于每个公司并带来公司治理的大进步，仅仅依靠政府监管和其他外部约束还是远远不够的。很多企业的内部信息，尤其是一些“模糊信息”很难为外界确知，因此一个良好的内部约束机制是非常必要的。在内部约束中，最重要的应该是独立董事、监事和薪酬委员会的监督约束，因为他们具有一定的独立性和客观性，又在股权激励计划的制定和通过过程中处于关键地位。相反，如果独立董事、监事和薪酬委员会组成的内部约束机制无法有效实现监督作用，股权激励计划的实施过程中就容易出现经理人的“自我激励”。

要让独立董事、监事和薪酬委员会能够更好地起到制约作用，需要相关法律制度的配合。实际上监管层已经在这一问题上做出了长足的努力，陆续出台规定，要求董事会一般以上要由独立董事担任，薪酬委员会要全部由独立董事担任，独立董事和监事不得为股权激励

对象，股权激励方案必须由薪酬委员会提出，等等。这些规定都有力地促进了独立董事、监事和薪酬委员会在股权激励中发挥应有的作用。但是，目前股权激励中涌现出的诸多问题，如高管辞职套现、监事辞职、业绩考核目标太低、激励额度超过公司承受力，等等，说明内部约束机制还有很大的改善必要。主要可以考虑进一步加大独立董事、监事的独立性，对其薪酬采取更加固定的形式并提高薪酬水平，对其在股权激励计划的制定和实施中的工作采取更加保密的形式。

1. 进一步推进国有企业股权激励

在国有企业的股权激励实践中，额度的选择是很重要的，如果额度与员工个人努力和对公司的贡献不相称，或者与公司的成长和承受能力不相称，就是不恰当的。根据 2006 年 9 月国资委发布的《国有控股上市公司（境内）实施股权激励试行办法》，在股权激励计划有效期内授予的股权总量，应结合上市公司股本规模的大小和股权激励对象的范围、股权激励水平等因素，但是由于激励额度太小，导致上市公司实施股权激励的动机不足，这是国资管理部门需要考虑的问题。另外，国有上市公司的股权激励只是对国有企业漫长的委托代理链条中的一环进行激励，那么相关各环节的激励呢，如果没有，这种激励机制能否长久落实；如果有，又该如何推进。

2. 家族民营企业、新兴民营企业的股权激励和可持续发展

民营企业主往往有着双重身份——资本家和企业家，对“股权激励”寄托了更多的“厚望”，且民营企业实行“股权激励”有决策方面的优势，民营企业大多可以自己做主。通过实行股权激励，可以使经营者和经营骨干的利益与企业的长期发展联系在一起，从而使企业团队具有强烈的凝聚力，使企业决策达到最优。

家族民营企业则是民营企业中特殊的一类，中国 20 多年的家族企业发展历程，大体上经历了家族创业、家族化管理、专业化管理到建立现代企业制度等几个重要阶段，这也是一个企业规模不断扩大，企业组织不断完善，企业产权逐渐明晰的过程。家族企业在留住人才方面一直存在较大的挑战，因此，为调动专业人才和职业经理人在家族企业工作的积极性，曾先后出现过工效挂钩制、承包制、重奖制、年薪制等一系列激励措施。但是，这些措施虽在一定程度上刺激了专业管理人才和职业经理人的积极性，却仍存在管理层行为短期化、负盈容易负亏难、激励不足和约束不够等诸多问题。

股权激励是保证职业经理人和企业各自利益统一的最为有效的措施，能很好地解决家族民营企业面临的人才困境。深圳华为推行“劳者有其股”，使一大批年轻的博士、硕士为华为努力工作。美的电器、方大 A 等上市公司也实施了管理层持股，取得了良好的效果。管理层持股的股权结构使经营者自身的利益与公司股东的利益紧紧联系在一起，将追求自身价值最大化与追求企业利润最大化划上了等号，人力资本得到最大限度的优化配置。苏泊尔的例

子进一步表明，引入股权激励是家族民营企业突破经营理念、公司治理结构、人力资源等方面的发展瓶颈，保持可持续发展的有效途径。

新兴民营企业则是另一类特殊的民营企业。它们处于创业阶段，处于资金人才短缺而发展要求迫切的时期，对所招人才多采取高积累低分配的政策，这必然导致优秀人才不愿意来工作。对于实力较弱的新兴民营企业，创新和人才上的断链很可能就会宣判其死刑，而企业恰恰又缺乏足够的资源来奖励员工。因此股权激励对于留住人才非常关键。

总的来说，股权激励制度对于民营企业有重要的实际意义，未来需要监管部门、中介和其他社会力量对民营企业普及股权激励知识，让其熟悉其作用和做法，帮助民营企业留住人才，减少短期行为，从而促进其可持续的发展。

三、股权激励监管制度探讨

美国对上市公司高管薪酬的监管主要是强化信息披露监管，从2006年以来，美国上市公司年报实行了更为严格的高管薪酬披露规定。其目的就是为投资者提供关于高管和董事薪酬更加全面有效的披露。我国上市公司年报披露准则中明确要求公司详细披露高管、董事和监事的薪酬，但由于观念及内外部环境差异，一些上市公司极力规避其董事、监事和高管人员薪酬的披露。因此对上市公司实行股票期权进行有效的持续监管非常必要。

1. 初次实行股票期权的强制性信息披露的要求

股票期权计划必须获股东大会批准，并要在股东大会上通过一项特别决议，否则，股票期权不能向公司员工赠予。参照国际上的经验，笔者认为，董事会在将股票期权计划提交股东表决时，至少应当提供以下公开信息：（1）股票期权计划的预期效果（2）决定股票期权计划的依据和原则（3）股票期权计划与公司发展战略、经营目标的关系（4）高级管理人员的薪酬（包括股票期权）的披露（5）薪酬委员会的组成和运作；（6）股票期权计划下的发行总量；（7）参加股票期权计划员工的级别证明；（8）股票期权计划的期限；（9）股票期权计划的授予范围；（10）行权价格或价格的确定方式，及行权价格的调整方法；（11）行权期和行权过程；（12）参加股票期权计划的员工资格的评价过程；（13）每位员工在要股票期权计划中的最大数以及总数。

2. 持续信息披露要求

参照国际上有关股票期权计划的信息披露要求，对上市公司实行股票期权的持续信息披露应当做出以下要求：

实行股票期权计划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，应当分别按每名董事、监事、高级管理人员，被授予超过数量原则限制的股东大会批准的特别指定的参与者，其他参与者合计数，在定期报告中披露历次股票期权计划授予及行使的情况。

公司在年度报告内还应当披露：薪酬委员会的组成、职能、议事规则和报告期内会议

情况；薪酬委员会关于董事及高级管理人员薪酬的报告；高级管理人员是否达到董事会设定的考核指标；经股东大会批准的每个股票期权计划的概要，并说明股票期权计划的实施对公司费用及利润的影响。

3. 反证券欺诈的措施

由于我国股票市场存在弱有效性以及投机现象和操纵行为较为严重等问题，并且不同于美国、英国等其他地方的证券市场，那里上市公司的股东能执行权利去阻止管理层滥用股票期权计划。因此，国内的法律和监管框架过于放松是不适宜的，必须实行严格的反证券欺诈措施。

美国是唯一允许库存股份的主要普通法地区，已实施了非常严格的规则及规例。例如：《1934年证券交易法》第16节规定：防止内幕信息的不公平使用，期权被授予人不得利用内幕信息行权或出售股票。持有公司股票比例超过10%的股东和董事、执行经理一起统称为“内部知情者”。公司所有的内部知情者名单都需要上报到美国证券交易委员会(SEC)。如果某月内部知情者股票持有状况发生变化，则必需在下月的头十天内向美国证券交易委员会呈报情况。该报告须列明上月底持股情况和该月持股变动情况。

10B-5条款：防止市场操纵：1. 不可利用任何策略、计划或技巧来欺诈；2. 不得在信息披露过程中，有虚假记载、误导性陈述或者有重大遗漏；3. 不得参加任何起到欺诈任何人的行为、动作或商业行为。

根据境外有关证券监管经验，我们设计制订了针对我国上市公司股票期权的反证券欺诈的基本条款：

上市公司未按规定披露有关股票期权授予、行权和转让等信息或所披露的信息有虚假记载、误导性陈述或者有重大遗漏的，一经查实，中国证监会进行处罚。超过股票期权计划规定的股票期权授予范围的人员，直接或假借他人名义持有股票期权的，一经查实，中国证监会将责令处理非法持有的股票和股票期权，没收非法所得，并处以所买卖股票等值以下的罚款。情节严重的，中国证监会将责令该上市公司终止股票期权计划的实施。股票期权计划参与者进行内幕交易的，一经查实，中国证监会将依照《证券法》有关规定进行处罚。股票期权计划参与者操纵或与他人联手操纵本公司股票价格，获取不正当利益或者转嫁风险的，一经查实，中国证监会将依照《证券法》有关规定进行处罚。

参考文献：

1. 栾祖盛，美国企业现行股票期权计划存在的问题与争论[J]，南开管理评论，2000，(3)
2. 施东晖，经理期权计划在美国公司的兴起和影响，世界经济[J]，2000年第7期
3. 王步芳，股票期权理论与实证研究的发展[J]，上海财经大学学报，第4卷，第2期，2002，6，11-18
4. 张维迎，1995：《企业理论与中国企业改革》，载《经济学与中国经济改革》，上海人民出版社，上海。
5. 黄钟苏、高晓博编著《经理激励与股票期权》中华工商联和出版社 2001

6. 张剑文 《公司治理与股权激励》 广东经济出版社 2001
7. 李曜 《股权激励与公司治理：案例分析与方案设计》 上海远东出版社 2001
8. Amin Mawani 2003. Cancellation of executive stock options: Tax and accounting income considerations*. Contemporary Accounting Research 20, no. 3 (October 1): 495-517. <http://www.proquest.com/> (accessed October 2, 2005).
9. Lisa K Meulbroek 2001. The efficiency of equity-linked compensation: Understanding the full cost of awarding executive stock options. Financial Management 30, no. 2 (July 1): 5-44. <http://www.proquest.com/> (accessed October 2, 2005).
10. Marion Hutchinson 2003. An analysis of the association between firm risk, executive share options and accounting performance: Some Australian evidence. Review of Accounting & Finance January 1 48-71. <http://www.proquest.com/> (accessed October 2, 2005).

The Exploration of the Stock Incentive System of China Listed

Companies

Zhao Lixin

(Chinese Financial Research Centre of Southwestern University of Finance and
Economics, Chengdu, 610074)

Abstract: In the matter of improving the unreasonable salary structure of listed companies, the low pay, short-term behavior of the operating management, as well as attracting and retaining qualified personnel, the Stock incentives play an active role, but at the same time there are a number of questions. This article from three areas--- the internal constraint mechanism, the external constraint mechanism and the system monitor, offer constructive ideas to improve on the negative impact of the system of stock incentives for listed companies.

Keywords: stock incentive the internal constraint mechanism the external constraint mechanism regulatory system

收稿日期: 2009-03-23

作者简介: 赵立新, 西南财经大学中国金融研究中心金融学博士, 研究方向: 金融理论与实践