

## 经营者持股期权制度的法律探讨

—— 韩炯

随着我国现代企业制度的逐步建立和企业“法人治理结构”的日渐完善，长期以来困扰国有企业改革的企业所有权与经营权分离的问题正逐步得到解决。无论是股份有限公司(包括上市公司)还是有限责任公司(包括国有独资公司)，其所有权一股权均为投资者一股东所有，而其经营权则为企业的股东会、董事会和经营层三级架构所掌握。随着我国证券市场和资本市场的发展，企业股权的多元化和分散化将成为一种趋势，由于企业股东会仅为一个会议制的、形式上的权力机构，故单一股东通过企业股东会对企业经营权的控制力将被削弱，企业的实际经营权将主要掌握在董事会和管理层的高级管理人员手中，而企业的董事和高级管理人员往往并非企业的股东，因而就引发了这样一个问题：企业的董事和高级管理人员利用监督机制不完善等因素，违背应对企业和股东承担的忠诚义务而趁机以权谋私，或者虽不非法谋取私利但也不尽勤勉尽责义务导致企业经营不善或亏损，直接或间接地损害了企业和股东的利益。这种情形已非个别现象，正逐渐成为企业制度改革进一步深化的障碍。

如何解决这个问题呢?近期政府、企业界和法律界都在探讨对企业经营者的激励制度，尤其是长期激励制度，而经营者持股期权制度正愈来愈受到广泛的关注。若干上市公司已开始了这方面的试点工作，形成了“武汉模式”、“贝林模式”、“东方模式”、“方正模式”等实施持股期权制度的操作模式，若干地方政府也逐步出台一些地方性的政府规章来调整持股期权制度的试点工作，中国证监会最近也向企业界和法律界人士征询意见以最终确定发布一部全国性的行政法规或规章来调整持股期权的实施。笔者拟从一名具有现代企业制度改革实务经历的法律工作者的角度对经营者持股期权制度的概念、目的、必要性、经营者持股期权的法律界定以及实施经营者持股期权制度的法律环境等问题提出一些粗浅的看法和意见，以期抛砖引玉。

### 一、经营者持股期权制度的概念及目的

所谓经营者持股期权制度，是在特定的契约条件下给予企业经营者一定数量的企业股权，通过经营者取得该股权的代价与资本市场上取得该股权的代价之间的价格差形成对企业经营者报酬的补充的制度。

经营者持股期权制度是企业经营者薪酬构成中的重要组成部分，建立经营者持股期权制度的目的是从企业产权结构上设定对企业经营者的激励机制，利用经营者持有企业股权的方式使其与企业所有者的利益趋同，以充分调动企业经营者的积极性与创造性，从而使企业通过经营者高效率的经营管理而得以持续、稳定和有效地发展。

### 二、实施经营者持股期权制度的必要性

我国探索激励企业经营者的制度也有时日了，先有实行高级管理人员年薪制，后有企业向职工发行内部股权证，再有企业上市时向职工发行附带时间条件的可上市职工股，最后又有设立企业职工持股会持有企业股权。尽管这些措施在某些方面有一定的作用，但不得不承认，在诸如激励企业管理人员、发挥管理人员主观能动性、降低代理成本、提高员工积极性等方面，过去的这些措施绝大部分没有取得预期的效果，而这些做法现在也逐渐退出了企业激励制度的舞台。究其原因，笔者认为，主要是由于这些激励措施给予企业经营者的均是实股或直接的奖励，而且均为短期激励措施，则不可避免地使企业经营者追求短期效应而忽视企业和股东的长远利益，经常导致企业在经营者离职后出现资产状况和财务状况的重大不利变化。

因此，为使企业的经营者尽其所能、勤勉尽责的管理经营企业，维护企业企业所有者的利益，探索一种全新的企业经营者激励制度是十分必要的，而这种制度的关键是使企业的所有者和经营者的长远利益趋同。经营者持股期权制度由于其“虚拟股权”和“远期让渡”的特点以及其“满足契约条件”的制约，使企业经营者在短期内无法获取直接的利益，而经营者获取期权的代价又与其行权时的资本市场价格有较大的差额，因此这种激励制度对企业的经营者有较大的吸引力，同时因其较好地保护了企业所有者的利益也为企

业所有者所期待。经营者持股期权制度作为被实践证明的较为有效的激励制度已被西方国家(特别是美国)广泛采纳。

尽管企业经营者持股期权制度在我国尚无规范的成功案例,但从制度本身而言,在成熟的市场经济国家已得到广泛的认同和实践,那么作为正在阔步迈向市场经济的中国,进行这方面的尝试是完全必要的,也表示必然的。

### 三、经营者持股期权的法律界定

将经营者持股期权作为一个特定的法律关系来看,其构成应当包括其法律主体、法律客体以及其法律内容三个部分。

#### (一) 经营者持股期权的法律主体

经营者持股期权的法律主体包括出让主体和受让主体两个方面。所谓出让主体是指将企业的持股期权赋予企业经营者的授予人,而受让主体则是指企业持股期权的受益人。

持股期权的授予人从理论上讲有两类,一是企业的股东,股东在某种契约条件下通过股权转让或者认股权转让的方式使经营者获得企业股权;二是企业本身,企业在某种契约条件下通过定向增发股权的方式使经营者获得企业股权。但目前的实践者更多地将目光集中于第二类,即由企业本身作为出让主体。

持股期权的受益人是指持股期权授予的对象和范围。由于持股期权是给予企业经营者的一种远期报酬,其受益人理所当然是企业的经营者。目前在美国有将企业经营者扩大为包括普通员工在内的企业全体员工的趋势,这是西方国家确立国民福利计划的组成部分,而非狭义上的经营者持股期权。然而在我国,持股期权制度的目的是突出“激励机制”而非“福利机制”,故就国情而言,企业的经营者的范围主要是包括总经理、副总经理、总会计师、总工程师及总经济师在内的企业高级管理人员,而不包括企业的中级管理人员和普通员工。

那么,包括董事长在内的企业董事会成员以及企业监事会成员是否应当成为持股期权的受益人呢?从欧美国家的普遍情况来看,企业的董事无论通过直接委派还是选举事实上往往是企业股东的代表,而独立董事往往由社会知名人士担任而并不直接参与企业的经营管理,因而在欧美国家的企业中,董事一般不是持股期权计划的受益人。但是,我国企业有其特殊之处,一方面由于大部分的企业是国有企业或者国有控股企业,所以其董事实际由政府任命,并非真正意义上的所有者代表,另一方面大部分的企业董事同时又是企业的高级管理人员,因而董事会对企业的经营管理决策具有实质性的重要影响。因此,这就决定了应将企业的董事会成员纳入到持股期权的受益人范围中。而监事由于其担负着监督董事和经营者的特殊责任,其与董事和经营者的利益应当趋异,因而监事理应被排除在持股期权计划的受益人之外。

此外,对于企业的个别技术骨干,特别是高科技企业的科研开发人员,由于其对技术的开发和应用对于企业的成长至关重要,故也应将其纳入持股期权的受益人范围为宜。

#### (二) 经营者持股期权的法律客体

经营者持股期权的法律客体是指持股期权的授予人和受益人的行为所共同指向的客观对象,即认股期权。首先,认股期权不同于股权。从民法角度来说,股权是物权,具有权利主体特定、标的物特定、支配效力、优先效力、追及效力等特征。而认股期权缺乏支配效力,没有优先效力和追及效力,是因契约而产生的一种民事权利,所以其不应属于物权范畴。

其次,认股期权也不同于债权。尽管其是权利主体要求义务主体为特定行为的权利,但是由于持股期权一旦行使就会产生新的物权或导致物权的转移,同时其也具备权利主体特定、标的物特定等物权的特征,因而认股期权也不完全属于债权范畴。

笔者认为,认股期权属于介于物权与债权之间的一种民事权利,具有债权的基本特征,同时也是物权的延伸权利,具有虚拟股权的性质。认股期权是赋予企业的经营者一种远期的股权索取权,在特定契约条件满足(到期)之后,企业经营者可以按照契约的约定向企业或其股东索取(包括受让和受赠)股权,也可以按照契约约定直接将股权变现以体现其作为企业经营者的价值和取得报酬。由于这种远期让渡的企业股权在到期之前并不发生转让,甚至在到期之后也不发生转让(如直接变现),故经营者持股期权在设立之初仅具有一种虚拟股权的性质。

### （三）经营者持股期权的法律内容

经营者持股期权的法律内容是指法律主体(授予人及受益人)之间就法律客体(认股权)的权利义务关系,换言之,是授予人与受益人之间的契约关系。笔者认为,这样的契约关系至少应当包括持股期权的行权条件、行权期、行权价以及行权数量等四个要素。

持股期权的行权条件是指受益人行使其股权索取权的特定契约条件,即受益人在满足何种条件或基于何种情形时可以行使其权利。行权条件一般约定在授予受益人持股期权的契约中,主要是对企业经营者经营业绩的考核指标,如企业在资本市场的股价增幅、净资产的增长、盈利能力的提高以及市场份额的扩展等。持股期权的行权期是指持股期权的受益人获得持股期权的时机以及行使其股权索取权的时间安排,主要包含有授予时机和行权安排等内容,是持股期权制度得以实施的重要环节。从授予时机角度来看,一般是指受聘、升职和年度评定等时机。行权安排则包括了授予期和行权时间表,一般来讲受益人在被授予期权后是按照匀速或加速的行权时间表来进行行权的。

持股期权的行权价指受益人可以在约定的期限内受让(或受赠)期权所指的企业股权。由于行权价与企业股权市场价之间的价格差正是持股期权制度激励作用的体现,所以行权价的制定和企业股权在资本市场上的一般价格能否反映企业经营者的经营成果是持股期权制度能否成功实施的关键所在。

持股期权的行权数量是指授予受益人行使股权索取权的数量,这是持股期权制度中的又一个重要环节。企业的高级管理人员究竟持有多少企业股权对于企业资产价值最有效率,现在理论界存在两种假说,即利益趋同假说和防御假说。利益趋同假说认为企业高级管理人员持股比例与企业资产的市场价值呈持续的正相关关系,而防御假说认为当企业高级管理人员持股比例超过一定比例时,防御效应会逐渐超过激励效应,造成企业资产的市场价值下降,同时“内部人”控制企业,使企业股东利益受损。

笔者认为,既然持股期权的法律内容是契约关系,那么就应当遵循“契约自由”的原则,由授予人和受益人根据企业的特定情况和其各自的目标自行约定行权条件、行权期、行权价以及行权数量,只要这种约定并不违反法律的规定,也不违反社会公共利益,则其契约关系就是合法有效的。目前的实践中,某些权力部门为规范持股期权的发展,出台了一些政府规章和规范性文件,其主观意愿是积极的,但客观上对前述四个要素的强制性规定阻碍了持股期权制度的发展模式,有悖于“积极试点探索符合中国国情的持股期权模式”的初衷。

### 四、实施经营者持股期权的法律环境

由于我国尚处于社会主义市场经济的初级阶段,企业产权交易的资本市场也才刚刚开始发展,企业的法人治理结构还有待与进一步的完善和健全。经营者持股期权制度对于我国更是一个全新的制度,其实施的法律环境亟待以法律、法规的形式确定下来,换言之,应加强全国人大或地方人大关于经营者持股期权的立法工作,而不仅仅停留在政府规章或规范性文件的层面上,这样才能保证持股期权制度运作的规范性以及与其相关制度的协调性。笔者认为,以下方面的法律、法规应进行适当的修订和增补以规范经营者持股期权制度的实施。

#### （一）关于公司法和企业法

首先,需解决企业的双轨制法律调整问题。由于我国目前的企业法律管理制度采用的是双轨制,即由公司法和企业法共同调整。公司法调整的是股份有限公司和有限责任公司,而其中的外商投资企业还分别由中外合资经营公司法、中外合作经营公司法 and 外资企业法等三部特别法进行调整。企业法由全民所有制工业企业法、集体企业法、私营企业法和合伙企业法组成,分别调整国有企业、集体企业、私营企业以及合伙企业,而联营企业至今仍无单行法规而由民法通则调整。这种多头调整的法律环境使公司制企业和非公司制企业实施增发股份和股权转让方面产生重大差异。公司制企业基于其企业资产的股权化已具备实施持股期权制度的内在基本条件,而非公司制企业目前尚无设置股份的可能性除非其改制为公司制企业。因此对企业的双轨制法律调整应当尽早改变,否则持股期权制度的实施就有其局限性和片面性。

其次,公司法中对于股权的解释范围应扩大适用至“远期让渡”的具有“虚拟股权”性质的期权。目前,我国公司法所指的股权均指实股,缺乏期股的概念,因而使持股期权的实施缺少法律基础。参照欧美国家的公司立法经验,我国亦应在公司立法中增加关于股权期权方面的规定。

第三，公司法中应明确并细化关于企业职工持股的规定。就目前的法律、法规规定所言，企业职工持股仅限于上市公司的职工股、有限公司和发起设立股份有限公司职工持股会所持的内部职工股以及股份合作制企业的职工个人股等三种，而调整该等职工持股的法律规范散见于政府规章和地方性规章中，缺乏统一调整的法律规范，并且近期的实践表明上述三种方式中的前二种因其未获得预期效果已逐步被弃用。因此，作为企业职工持股试点的全新制度，经营者(高级管理人员)持股期权制度亟待获得法律的认同。

#### (二) 关于证券法和产权交易法

首先，我国证券法需扩大解释证券的范畴，依笔者所见，任何可以等分的资产或权益都应被视为广义上的证券。一旦立法上对证券的诠释达到这一深度，则企业股权应被理解为股份或股票，而股权期权则为股票期权，其转让流通将不再有法律上的障碍，因为股票的主要特点是流动性和可变现性。当然，我国目前的证券流通仍因各种因素而受到一定的限制，这就需要提出另一个问题，即产权交易法的问题。

产权，无论是资产或权益，在我国因所有制的不同而被划分为多种类别，如国有产权、集体产权、混合制产权、外资产权以及私有产权等。目前，不同所有制产权之间的交易是存在一定的法律障碍的，比如外国投资者不得直接受让上市公司中的国有股份和集体股份等，产权交易也需要国有资产管理部门等政府部门的审核批准。但随着我国市场经济的逐步发展和国有企业改革的进一步深化以及法律制度的健全，产权交易的所有制界限将最终被打破。届时，经营者持股期权制度的法律环境将更加完善。

#### (三) 关于人才市场化的法律机制

目前，我国企业的高级管理人员的选拔仍然保留着很重的政府色彩，如行政任命等，较少有市场的公开竞争选拔。为实施经营者持股期权制度，就应当建立企业高级管理人员的公开选拔制度，而建立规范的人才市场是企业公开选拔关系管理人员的必要前提，因为人才市场给予管理人员一个市场价位，同时对于管理人员的监督也有助于减少管理人员在企业实施持股期权激励时可能作出的非诚信行为。所以，建立人才市场化的法律机制对于实施经营者持股期权亦是极为有益的。

#### (四) 关于财务制度和税法

由于我国目前的企业会计制度采用不同所有制企业适用不同的会计制度，不同行业的企业适用不同的会计制度，如股份制企业适用股份制企业会计制度，集体企业适用集体企业会计制度，而工业企业与商业企业也分别适用不同的会计制度，这种会计制度的差异性必然导致经营者持股期权制度的实施障碍。同时，我国实行的企业会计准则与国际通行的会计准则在会计科目设置、记帐方法等方面仍存有相当的差异，这也使得经营者所持的期权难以体现在企业的财务报表和年度报告中。因此，为使经营者持股期权制度得以顺利实施，对于我国现行的会计制度作适度的修改也是十分必要的。

此外，经营者持股期权制度的实质是给予企业经营者一种远期奖励，是企业经营者报酬的组成部分，然而由于行权条件和行权期的制约，经营者并不一定会实际取得这种报酬。现行税法对于这种存在不确定性的远期收益是否应该交纳所得税以及纳税的起征点等并没有明确规定。因此作为实施经营者持股期权制度的配套制度，税法中增补相关的内容也是不可或缺的。

### 五、结语

经营者持股期权制度作为一种激励企业经营者的试点制度正日益受到政府部门、企业界和法律界的关注和重视，某些地方政府也已颁布了地方性规章对其进行规范和指导。但作为一种新的制度，仍需要健全和完善完整的法律制度和相关的配套制度以保证其规范化运作。本文仅对经营者持股期权制度发表一些个人的看法，以期与企业界和法律界的同行商榷。

此文刊登于《上海国资》2000年第2期。