

doi:10.16060/j.cnki.issn2095-8072.2017.01.006

新型股权激励机制与新兴企业上市研究^{*}

陈琪¹ 刘卫²

(1. 上海对外经贸大学工商管理学院, 上海 200062; 2. 上海证券交易所, 上海 200042)

摘要: 知识与资本密集型创新型企业的一个显著特征是大多都已实施了大面积的员工持股或持续滚动的新型股权激励计划。然而, 保荐机构与监管层基于首发管理办法中对公司股权稳定性的规定, 存在着操作层面上的保守操作或“一刀切”的简单处理, 即一般要求公司终止该计划后再上市, 而这与公司核心团队的稳定性需求相违背, 成为这类拟上市公司被迫赴海外上市的重要因素之一。本文通过分析带有股权激励机制新兴企业的特征, 发现股权激励机制与上市准入制度在财务指标、股权结构及操作层面链接不畅, 并从法律、规章制度层面及风险防范角度进行可行性分析, 最后提出了在新形势下对金融支持产业发展的改革建议, 具有一定的理论意义和实践价值。

关键词: 新型股权激励机制; 新兴企业; 员工持股

中图分类号: F276

文献标识码: A

文章编号: 2095-8072(2017)01-0066-10

一、引言

目前, 中国经济已进入转型升级的关键期。加大对有市场发展前景的先进制造业、现代信息技术产业和信息消费等产业的扶持是国家产业结构升级的内在要求。适应新型股权激励制度, 一方面可以提高和创新国内企业公司治理水平, 以新型股权激励手段带动整个创新型企业更快的发展, 甚至进而影响传统行业在内的国资企业改革; 另一方面有利于完善国内创新企业投融资环境, 扫清互联网等创新型企业被迫海外上市融资的尴尬局面, 达到更好的利用直接融资等金融手段支持创新型企业发展的要求, 为国家产业结构升级奠定现实基础。

目前, 股权激励是众多新兴产业企业与创业型企业(以下简称“新兴企业”)留住核心团队的重要机制, 但是监管机构在发行审核时往往将股权激励等同于股权不清晰、股权结构不稳定。带股权激励的拟上市公司难以通过审核。随着新型股权激励形式的发展创新, 新兴企业的上市需求与管理层股权激励的矛盾更加突出。有必要从制度上解决新兴企业带股权激励计划上市的问题, 以适应市场发展的需要。同时, 新兴企业的股权激励问题既存在于境内企业IPO上市, 又存在中概股回归A股的过程。在IPO股票发行改革过渡期, 附带股权激励的企业是否允许上市, 中概股回归是否允许股权激励安排平移, 都是目前亟待研究的重要课题。

^{*} 本文系2015年上海市人民政府决策咨询重点课题(2015-A-71-1)、2015年上海科技创新课题(15ZSO81)的阶段性成果。本文仅代表个人观点, 与所在单位无关。

二、股权激励的理论分析与文献综述

随着企业的发展壮大,企业所有者没有足够的时间与能力完成公司的管理工作。此时,就形成了所有者与经营者之间的契约是典型的委托代理关系,公司股东委托经营者管理经营企业的发展与运行,使其股权收益最大化。但是,作为理性的经营者,其个人目标与企业的目标往往不能始终一致。那么所有者只有对经营者进行适当的约束与激励将二者之间的利益差异降到最小。股权激励属于长期激励措施的一种。股权激励是指以公司股票为标的,对公司董事、监事、高级管理人员、骨干员工及其他人员进行长期性激励机制,其产生源于现代企业制度中所有权和经营权的分离。经营者在一定时期内持有公司的股权,靠其努力经营享受资本收益。

在委托代理理论与激励理论的基础上,国内外学者对从宏观、微观及不确定等方面对股权激励的效果进行了大量的实证研究。由于时代背景、人文环境、法律健全制度及资本市场的完善程度不同,一部分研究认为股权激励与公司业绩呈现显著的正相关(Jensen and Meckling, 1976; Holmstrom and Costa, 1986; Smith and Watts, 1992; Biz-jak et al, 1993)与不显著正相关(Mark & Li, 2001; Victoria Krivogorsky, 2006)。另一部分学者认为股权激励与公司业绩呈现非线性关系(Davis, 2005; Pukthuanthong & Walker, 2007; Mc Connell, Servaes & Lins, 2008; Benson & Davidson, 2009),更有学者发现股权激励与公司业绩呈现负相关。而从微观层视角看,国内外学者从限制性股票与股票期权模式、行权条件及公司特征等方面进行研究比较(Core, Guay & Verrrccchia 2003)。还有一些学者从不确定性与管理投资者决策角度分析认为股权激励有利于协调股东与管理者利益,股权激励成为替代不确定环境下股东监督的有效机制(Hall and Murphy, 2003; Panousi and Papaniko laou, 2012; 程仲鸣和夏银桂, 2008; 徐倩, 2014)。

虽然我国资本市场近几年发展迅速,但是新兴企业这几年才提出与发展,关于新兴企业股权激励的研究很少。本文首先分析新兴企业股权激励的特征与存在的问题,随后探讨股权激励机制与上市准入制度链接不畅的原因,最后对新型股权企业实施股权激励可行性与风险控制进行深入分析并提出相关政策建议。

三、新兴企业的股权激励特征

股权激励的方式受股票的流动性和定价机制影响,对于那些未上市的创新型企业,股权激励的方式主要为股票增值权和虚拟股票,在实践中常用员工持股、管理层持股、股票期权、延期支付、虚拟股票以及上述方式的混合运用模式。

(一) 创新型企业的员工持股现象普遍且占比较高

1. 员工大面积持股现象普遍

员工持股是创新型企业采用的最普遍的方式。目前互联网、医药生物等创新型企业中,绝大部分都有员工持股计划。2015年中企赴海外上市共有136家,香港上市

121家,美国上市11家,这些上市公司中半数以上都存在员工大面积持股现象,其中甚至在IPO进程中包括了员工持股、股票期权、限制性股票、虚拟股票等多重股权激励情况。例如早在2007年,阿里巴巴在港交所IPO时,发行8.59亿股股票中,就有4900名员工持股,占集团7000人左右的65%。在员工持股比例方面,董事、员工持有4.04亿股,占发行股票的40%,员工持有3919万股的认股权和25万股的受限股票。百度、腾讯、京东、汽车之家等公司都存在员工大面积持股的现象。

2. 员工总体持股的比例较高

创新型企业因为知识密集的特殊性,员工持股占总股本的比例通常也较高,甚至员工总持股比例比大股东持股还要多。例如,2011年奇虎360纽交所上市前,员工持有公司22.3%的股权,超过第一大股东周鸿祎个人持有的21.5%;2014年京东在NASDAQ上市前其老总刘强东就公开表示,其员工已超过他个人持股70%以上,假设大股东持有10%,员工至少持有17%的京东股权;58同城2013年纽交所上市,第一大股东姚劲波持股27.9%,员工持股超过10%的股份和期权,此外还不包括已经实施的Evergreen计划,未来10年无需股东大会批准可发放1.5%的员工期权。类似的公司还包括去哪网、腾讯、阿里巴巴、聚美优品等。

(二) 股权激励机制成为现代创新型企业发展的内在需求

1. 激发核心团队和高管的激励占比较高

创新型企业的激励相对偏重于核心团队和高管,激励花销较大,以此激发核心团队活力。以京东、聚美优品、唯品会、当当近几年的激励计划为例,唯品会2011年对高管的股权激励成本高达4.4亿元,占激励计划总额的80%以上;京东与聚美优品核心团队占激励总额均在40%以上。

2. 激励不以盈利为基础

传统性行业在股权激励方面可能会“量力而行”,更多的会顾及到公司的营业收入和毛利润,而创业型企业因为自身发展特点,常不以盈利为基础。

通过研究京东、当当等4家互联网企业可以发现:一是企业高速发展期,股权激励成本往往会大幅超过毛利润。例如,唯品会2011激励成本相当于毛利润的17%;二是企业面临发展稳定期,激励成本会大幅下降,且管理层活跃程度也下降,企业发展面临下坡路。例如,当当2013年的激励成本相当于毛利润的1%。2015年,根据京东上市后首份年报披露的信息,京东赴美上市前,在大面积亏损的情况下仍给予刘强东36.7亿规模股权激励,导致公司账面亏损达50亿人民币。

3. 突出激励的连续性和一致性

创业型企业在发展过程中较为关注长效激励机制,以达到稳定核心创业团队和完善公司治理的目的。2010年以来,国内以互联网为主的创业企业引入“受限制股份单位计划”(RSUs, restricted stock units),类似于创投模式的“Vesting”条款,每年伴随着奖金发放半年奖和年终奖。

例如，阿里巴巴创新了一种“滚动的股权激励计划”，即所有员工入职后1年即可享受，根据职位的高低和贡献的大小分发，而每一份受限制股份单位的发放则分成4年逐步到位，即每年授予25%。这样员工总有一大部分的未行权期权在手里，保持了激励的连续性。根据2011年财报显示，阿里网络私有化前期，尚未行权的受限制股份单元总计约为5264万份，雇员持有占比达到56%。此种长效的激励机制被更多的互联网和其他创新型企业广泛采用，被誉为稳定创业团队的“金手铐”。

四、新兴企业上市的股权激励问题

股权激励制度对新兴企业发展创新起到了很大的作用。但是，新兴企业股权激励机制与上市准入制度的法律与财务衔接不畅，通过走访中信、瑞银、海通、国泰君安、华福、华西等数十家券商投行的调研反馈，我们发现新型企业的特点在产业政策、上市财务指标、股权激励问题及双重股权架构等方面与现行政策法规存在一定的矛盾（见表1）。其中，股权激励问题具体表现为以下方面：

表1 股权激励已是创新型企业境内上市主要难题之一

序号	障碍	创新型企业特点	难点
1	产业政策限制	(1) 大多注册在外； (2) 外资PE、VC成为股东常态化； (3) 大股东是中国国籍，但团队及技术人员较多具有外国身份。	涉及工信部、中宣部、国务院新闻办公室、文广局等多个部门。尽管外资股权比例部分可以允许达到50%，但在实际操作中只要有外资参与，就不能取得许可，例如《电信增值业务经营许可证》。
2	上市财务标准	(1) 盈利不达标，前期烧钱后期盈利； (2) 现金流紧张，融资需求迫切； (3) 持续的融资需求，融资时间表紧凑。	首发管理办法的财务指标要求： (1) 主板：最近3年连续盈利，且累计超过3000万元；最近3年现金流量净额累计超过5000万元； (2) 创业板：最近2年连续盈利，且累计不少于1000万；或者最近1年盈利，且最近1年营业收入不少于5000万。
3	股权激励问题	(1) 留住人才，需要每年持续滚动的股权激励； (2) 员工超过200人持股常态，甚至BAT公司前台都有股份； (3) 员工行权后的非经常损益的会计处理比较难。	(1) 首发管理办法第13条对股权清晰的要求； (2) 《非公管理办法》与《审核指引》中，对于200人公司，需要满足权属清晰及股权结构清晰的要求，且监管机构行政许可审核的要求，才能挂牌上市； (3) 主板IPO上市操作中，针对具有股权激励的企业，要么不接收，要么要求暂停激励计划，以避免审核中因股权清晰问题被否。
4	AB双重股权架构	(1) 多轮融资后，创始人占股较少，实行AB股权架构的开始盛行； (2) 互联网等创新型企业的股东分散，“长尾效应”显著，传统的公司治理效果不好。	据我国《公司法》（2013修正）第103、126条，公司发行的新股是同股同权，即“一股一权”。且我国股份种类采用法定主义，虽然第131条为公司发行的股份种类预留了立法空间，但国务院至今未行使这一立法权。
5	上市不确定性	上市融资目标更加明确。	排队时间长、不确定因素复杂等。

资料来源：课题组走访中信、瑞银、海通、国泰君安、华福、华西等数十家券商投行的调研反馈

（一）新型股权激励与我国法定股权激励类型不匹配

《上市公司股权激励管理办法》规定上市公司股权激励的方式有限制性股票、股票期权及法律、行政法规允许的其他方式。该办法明确规定的股权激励类型只有限制性股票和股票期权，而对于创新型企业运用的业绩股票、虚拟股票、股票增值权、延期支付等新型激励方式没有做出规定。因此，导致在上市申请与核准过程中对拟上市公司的激励计划存在着保守操作和“一刀切”的简单化处理。

（二）未上市企业的股权激励缺乏明确具体的法律规定

我国针对非上市公司股权激励只能适用《公司法》第142条的规定。依据该规定，股份有限公司可以收购本公司股份用于奖励给本公司职工，但不得超过本公司已发行股份总额的5%。然而，对新兴企业而言具有以下方面的局限性：（1）5%的份额达不到激励效果。与动辄上千员工的传统企业比，新兴企业员工较少，以技术与资本密集为主，5%的份额激励不具有效果。（2）缺乏长期激励效应。《公司法》要求用于奖励职工的股份应当在1年内转让给职工，难以满足高管中长期激励的需求。（3）可适用的激励类型非常有限。该规定仅适用于业绩股票、股票奖励、限制性股票等股票激励方式，不包括限制性股票单元、虚拟股份、延期支付、股票增值权等新型激励方式。

（三）IPO 审核过于重视单一的财务指标

按照我国现行《企业会计准则》及相关规定对股权激励的会计处理，股权激励计划的实施会对拟上市企业上市前的会计利润产生负面影响。第一，股权激励的会计处理摊薄财务指标。根据我国《企业会计准则》拟IPO企业股东以较低价格转让给高管、核心技术人员，或高管、核心技术人员以较低价格向IPO企业增资，上述两种行为都应视为股权激励。股份支付进行会计处理：将当期取得的服务计入相关资产成本或当期费用，同时计入负债。这可能将原本符合IPO上市财务标准的公司划入“不合标准”的一类，致使拟上市公司股权激励不可持续。第二，单一的财务指标成为“拦路虎”。我国现行首发管理办法对拟上市公司企业过于重视单一的“净利润-收入”财务要求。如果净利润由于股权激励计划的实施而被摊薄，则有可能达不到首发管理办法要求的最低指标而使公司上市进程受到影响。为避免拟上市企业因股权激励造成会计的当期非经常性损益，传统企业会在上市前暂停股权激励。

（四）股权清晰的“穿透式”要求严厉

创新型企业股权激励与员工持股普遍，依据现行《非公办法》与《审核指引》，^①超过200股东人数的公司定向发行与公开上市都需要中国证监会的行政许可和核准。

^①《非公办法》是指2013年实施的《非上市公众公司监管办法》，将部分200人公司逐步纳入监管范围。《审核指引》是指2013年实施的《非上市公众公司监管指引第4号——股东人数超过200人的未上市股份有限公司申请新政许可有关问题的审核指引》，解决200人公司的合规性问题，与行政许可的审批条件配合试用。既要符合行政许可的标准，也要符合《审核指引》的要求。

其中，指引中的“穿透式”股份代持和间接持股的监管要求，必须还原至实际股东，使创新型企业的股权清晰问题变得复杂，从而导致腾讯、百度等这样全员工持股公司被迫选择海外上市。在商业实践中采用成立有限合伙企业的方式，由激励对象担任有限合伙的LP，借助各种形式的持股平台实现法律规避，但有限合伙企业的人数限制、合规性风险使得股权激励的问题更加复杂，操作难度大。

（五）在操作层面，新型股权激励工具上市前普遍遇障碍

基于对公司股权清晰与稳定性的考虑，要求公司上市前确定的股权激励计划必须执行完毕才能上市，或者终止该计划后再上市。加之，当前以互联网为首的创业型企业广泛运用股票期权、限制性股票、虚拟股票、员工持股等新型股权激励工具，甚至常伴随着交叉和叠加使用，使创业类企业上市操作过程更加棘手。穿透式股权还要求，员工持股的企业在境内上市前，大股东一般都将引进融资方回购员工持股，这既增加上市成本，又打击员工的积极性。互联网、医药生物等创业型公司股权更加分散，其境内上市的代价更加高昂。

（六）境外拟上市企业的股权激励制度具有相对优势

美国资本市场对拟上市企业尤其是新型科技创新型企业带未完成股权激励计划上市持包容甚至是鼓励的态度，并采取充分信息披露规则强化监管。从2014年赴美上市的中国公司的招股说明书中可以发现，这15家公司全部进行了股权激励（见附录1），多数公司在IPO以前已经执行多期股权激励计划，在IPO时均有未完成或正在进行的股权激励计划，并且计划IPO后继续执行股权激励计划。这些公司均在招股说明书中详细披露了股权激励的执行情况以及未完成股权激励对公司的可能影响。在股权激励的类型上也具有更大的包容性，不仅包括股票期权、限制性股票，还有受限制股份单位、股票增值权、股份支付、递延股份等激励方式（见附录2）。

五、新型股权激励可行性分析与风险评估

虽然股权激励制度与我国上市准入制度存在一定程度的不畅通，但是新型股权激励制度可以带动创新型企业的发展，减少优质上市资源的流失，助力海外中概股的回归。因此，对于新型股权激励制度的可行性分析与风险的测量仍具有现实意义。

（一）可行性分析

1. 法律层面：未明确禁止，不存在实质性法律障碍

关于拟上市公司的股权激励，我国目前并无专门法律规定，也没有明确禁止。只有《公司法》第143条对公司回购自己股份作股权激励做了相应的规定，仅适用于股票激励的情形，但对于以大股东转让、赠与、定增等方式实行的股权激励，虚拟股票等现金激励方式，以及其它新型股权激励形式均未明确作出禁止性规定，所以拟上市公司带股权激励计划上市不存在实质性法律障碍。

2. 规章制度层面：股权清晰及股权结构清晰

《审核指引》^①明确规定，对于符合该指引的200人公司达到了股权形成真实、有效、权属清晰及股权结构清晰的要求，且满足了监管机构行政许可审核的要求，那么拟上市的200人公司可申请公开发行并在证券交易所上市，也可在其他交易场所挂牌公开转让等行政许可。据此，也就是说类似于已经进行员工持股、限制性股票激励的拟上市企业，只要满足《审核指引》的要求并通过行政审核，在交易所挂牌上市就不存在任何障碍。

3. 操作层面：股权激励的真实影响可判断

在实际操作层面，证券保荐机构为了在IPO审核中更加顺利，保荐机构、当地证监局等在上市辅导过程中普遍会针对拟上市的“非上市公众公司”对员工持股、股票期权、限制性股票等各种股权激励进行清理。其实，大多数拟上市公司的股权激励计划，包括互联网为主的创新型企业的激励计划都不会真实影响到公司股权结构的稳定，也不会对控制权有触及，这在很多中概股的案例中比比皆是。从阿里巴巴、百度等赴美上市的招股说明书来看，只需要对激励计划达到了股权结构清晰的要求，进行充足的信息披露与说明就足以保障激励计划在上市过程这段期间的不间断，这也给我们进行可行性分析提供了难得的经验。

4. 可用于改进的方式

首先，将审核制逐步过渡到注册豁免或备案制。200人公司以审核制过渡到注册豁免或备案制，有利于提高拟上市公司股权激励计划的延续性，提高拟上市公司境内上市的积极性。其次，招股书制定严格的股权激励的信息披露制度。针对拟上市企业的股权激励尤其是IPO时尚未完成或正在执行的股权激励计划，拟在招股说明书中要求充分披露股权激励计划的详细内容。比如：招股书概要、风险因素及公司管理层部分等。再次，中介机构出具“股权清晰”意见书及重视对保荐机构的培训。证监会发行部、证券业协会等应该基于此开始制定一定的标准，对保荐机构进行操作层面的培训与解释。

（二）放开后的风险防范

通过在美国上市的中概股公司的招股说明书可以发现，公司执行股权激励计划的类型主要包括两类：一是权益结算类，涉及股票期权、限制性股票、限制性股份单位；二是现金结算类，以虚拟股票为主。基于此，我们对在A股IPO审核中允许拟上市企业带着激励计划上市，放开后的风险进行评估，具体如下：

1. 权益结算类

针对权益结算类，允许拟上市企业带激励上市，需要防范以下可能存在的风险：

^①《审核指引》是指2013年实施的《非上市公众公司监管指引第4号——股东人数超过200人的未上市股份有限公司申请新政许可有关问题的审核指引》，解决200人公司的合规性问题，与行政许可的审批条件配合试用。既要符合行政许可的标准，也要符合《审核指引》的要求。

第一，影响股本总额，增加股本总数的不确定性；第二，影响股东人数与排名变化，但不会对大股东和实际控制人有影响；第三，行权影响IPO前期财务指标，增加非经常性损益。

2. 现金结算类

现金结算类主要以虚拟股票模式为主，一般对于股权增值部分具有剩余索取权、分红权，但不具有实质性的股权，其风险在于：IPO审核前可能会因为分红，减少企业的资本公积以及当期的成本确认，可能会影响IPO关于净利润的财务指标。总体上，权益结算类与现金结算类都不足以影响股权架构与股权清晰，且可以通过严格的确权制度和信息披露制度得到解决，总体风险可控。

六、政策建议

随着中国产业结构调整以及以互联网为代表的创新型企业的快速发展，适应新型股权激励机制是资本市场发展的迫切需要，放宽拟上市公司带股权激励计划IPO的限制，或者允许拟上市公司带股权激励计划IPO，可缓解目前中概股资源大面积流失海外的问题。

（一）在行政规章上，肯定新型股权激励机制的价值

可供选择的方式：一是修改《首发管理办法》，明确包括股票期权、限制性股票、虚拟股票等新型股权激励的认定标准，以及拟上市公司带股权激励计划上市的法定程序要件，规定必要的审查主体与流程；二是以IPO发行改革为契机，参照新三板中对员工持股以及带股权激励上市的先例，在得到监管部门对200人公司批准的基础上，由保荐机构（主办券商）等中介机构根据专业知识判断且出具股权清晰、架构稳定的专业意见书，在实际操作中可允许或鼓励拟上市企业带激励计划上市。

（二）利用更严格的股东确权制度，突出股权清晰、明确

申请行政许可的200人公司，应执行股份确认，通过公证、律师见证等方式明确股份的权属。针对员工持股或IPO前实施股权激励的创新型企业，应当执行更严格的股份确认，确权股份数量应达到股份总数的90%以上。未确权部分应当设立股份托管账户，专户管理，并明确披露责任的承担主体。

（三）强化股权激励事项的信息披露体系

建议实行比新三板更严格的信息披露要求，突出上市过程中股权激励的信息披露，主要注意两个方面：一是及时性，拟上市公司在提交材料时，因为股权激励导致的股份变动，需要及时在披露材料中重点说明；二是完备性，首先对股权激励类型、数量、人员占比进行详述说明，其次对股权激励计划的解释，说明设置计划的原因。

（四）落实中介机构的专业责任，强化防范股权不清晰风险

确保中介机构依法履职、恪尽职守，运用其专业知识和专门经验，对发行人提供

的信息资料进行核查验证,作出股权清晰的专业判断。例如:利用情景假设工具,即如当前激励计划全部行权,是否将对股权稳定性造成影响进行分析说明,并出具“股权清晰”意见书。相反,对于中介机构违反执业规范导致出具的文件存在误导性陈述或者重大遗漏的,必须依法承担相应的民事、行政和刑事法律责任。

参考文献

- [1] Aggarwal, R. K., and Andrew A. Samwick, “Empire Builders and Shirkers: Investment, Firm Performance and Managerial Incentives”, *Journal of Corporate Finance*, 2010, 12(3): 489–515.
- [2] Benson, Bradley W. and Wallace N. Davidson, “Reexamining the Managerial Ownership Effect on Firm Value”, *Journal of Corporate Finance*, 2009, 11(5): 573–586.
- [3] Hall, Brian J. and Kevin J. Murphy, “The Trouble with Stock Options”, *The Journal of Economic Perspectives*, 2003, 8(22): 49–73.
- [4] Jensen, Michael C. & William H. Meckling, “Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure”, *Journal of Financial Economics*, 1976, 10(4): 305–360.
- [5] Krivogorsk, Victoria, “Ownership, Board Structure, and Performance in Continental Europe”, *The International Journal of Accounting*, 2006, 41(4): 176–197.
- [6] Mc Connell, J. J., H. Servaes and K. V. Lins, “Changes in Insider Ownership and Changes in the Market Value of the Firm”, *Journal of Corporate Finance*, 2008, 14(2): 92–106.
- [7] Panousi, V. and D. Papanikolaou, “Investment, Idiosyncratic Risk and Ownership”, *Journal of Finance*, 2012, 67(3): 1113–1148.
- [8] Pukthuanthong, K. & T. Walker, “Venture Capital in China: A Culture Shock for Western Investors”, *Management Decision*, 2007, 45(4): 708–731.
- [9] 程仲鸣, 夏银贵. 制度变迁、国家控股与股权激励[J]. 南开管理评论, 2008(11): 89–96.
- [10] 高友才, 向倩. 我国战略性新兴产业的选择与发展对策[J]. 经济管理, 2010(11): 21–25.
- [11] 吕长江, 张海平. 股权激励计划对公司投资行为的影响[J]. 管理世界, 2014(1): 118–126.
- [12] 罗富碧, 冉茂盛, 杜家廷. 高管人员股权激励与投资决策关系的实证研究[J]. 会计研究, 2008(8): 69–76.
- [13] 徐倩. 不确定性、股权激励与非效率投资[J]. 会计研究, 2014(3): 41–48.

【作者简介】陈 琪: 经济学博士, 上海对外经贸大学工商管理学院讲师, 复旦大学应用经济学博士后。研究方向: 企业管理。

刘 卫: 国家公派芝加哥大学经济学博士, 上海证券交易所资本市场研究所研究员。研究方向: 证券交易、资本市场。

Study on New Equity Incentive Mechanism and Innovative Companies Listed

CHEN Qi¹ & LIU Wei²

(1. Shanghai University of International Business and Economics, Shanghai 201620, China;

2. Shanghai Stock Exchange, Shanghai 200120, China)

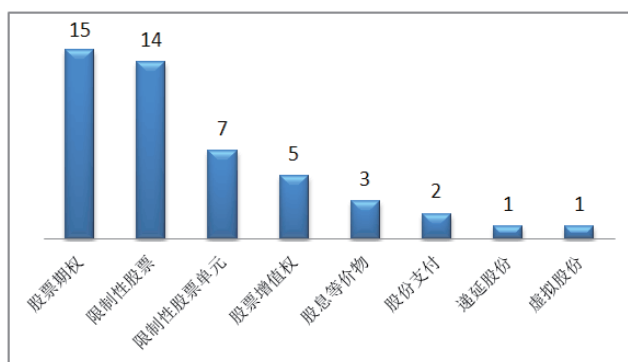
Abstract: A knowledge-intensive and capital-intensive notable feature is the most innovative companies have implemented a large area of ESOP or continuous scrolling of the new equity incentive plan. However, the sponsor starting with regulators based management approach provides for the stability of the company's equity, there is a conservative operation on the operational level, or "one size fits all" simple process. That is, generally require the Company to terminate the program after the listing, which is the company's core team and stability demands contrary, become an important factor of these listed companies are forced to go overseas listing. In this paper, with the characteristics of emerging enterprise equity incentive mechanism by analyzing the equity incentive mechanism and market access system in the financial index, ownership structure and operational links

are sluggish, and analyzes the feasibility from the law, regulations and risk prevention perspective, the proposed under the new situation of the financial support for industrial development and reform suggestions, has certain theoretical significance and practical value.

Keywords: new equity incentive mechanism; emerging enterprises; ESOP

附录1：中概股美国上市附带股权激励情况统计

2014年赴美上市的中国公司共有15家，从招股说明书中可以发现，全部是带着股权激励计划上市。主要特征有：第一，多数公司在IPO以前已经执行多期股权激励计划；第二，在IPO时均有未完成或在进行股权激励计划，并且伴有股票期权、限制性股票、增值权等计划的重叠；第三，计划IPO后继续执行股权激励计划。这些公司均在招股说明书中详细披露了股权激励的执行情况以及未完成股权激励对公司的可能影响，为本研究建议提供了重要参考。



数据来源：根据SEC网站招股书整理

附图1 2014年赴美上市中概股股权激励计划类型及家数

附录2：中概股附股权激励美国上市的具体案例

附表1 2014年赴美IPO前带股权激励计划类型的公司

公司名称	上市地点	上市时间	股权激励类型
乐居	纽交所	4月17日	期权、限制性股票和限制性股票单元
猎豹移动	纽交所	5月8日	限制性股票、期权
聚美优品	纽交所	5月17日	期权、限制性股票
智联招聘	纽交所	6月13日	股票期权
阿里巴巴	纽交所	9月19日	股票期权、限制性股票、限制性股票单元、股利等价物、股票增值权、股份支付
一嗨租车	纽交所	11月18日	限制性股票、股票期权、股票增值权、限制性股票单元、股利等价物等
达内科技	纳斯达克	4月3日	期权、限制性股票
爱康国宾	纳斯达克	4月10日	期权、限制性股票和限制性股票单元
新浪微博	纳斯达克	4月17日	股票期权、限制性股票、限制性股票单元、股利等价物、股票增值权、
途牛网	纳斯达克	5月9日	期权、限制性股票和限制性股票单元
京东商城	纳斯达克	5月20日	期权、限制性股票和限制性股票单元
迅雷	纳斯达克	6月24日	期权、限制性股票
创梦天地	纳斯达克	8月7日	限制性股票、股票期权、股票增值权、限制性股票单元
天华阳光	纳斯达克	11月4日	期权、限制性股票 (stock-based awards such as restricted shares)
陌陌	纳斯达克	12月12日	期权、限制性股票和限制性股票单元

数据来源：根据SEC网站招股书整理

(责任编辑：吴素梅)