

合法激励与非法集资的边界

——论员工持股计划排除二百人计算的
例外规定*

牛喜堃**

摘要:《证券法》第9条将依法实施的员工持股计划,作为公开发行“二百人”标准的例外规定。法理逻辑在于其属补偿性而非筹资性证券交易,不符合证券监管的立法本意。具体适用中,依法实施的员工持股计划无须穿透计算,作为直接持股主体视为一名股东,且豁免范围不宜限于本公司员工,可放宽至关联实体范畴。科创板首次公开募股(IPO)审核问答需相应完善,建议取消“闭环原则”,明确员工持股计划“依法实施”要素,通过负面清单设定要求,健全发行对象激励约束机制。

关键词:员工持股计划 公开发行 “二百人”
注册 闭环原则

一、问题的提出

《证券法》在公开发行证券和注册制条款中,进

* 本文仅代表作者个人观点,与所在单位无关。

** 上海证券交易所科创板公司监管部员工。

一步完善了“二百人”的规定,在法律上明确依法实施员工持股计划的员工人数排除出累计“二百人”范畴。就股权激励相关的制度安排,上市公司层面已形成较为完备的规则体系,但专门针对非上市公司层面则有所缺失,通常是在首次公开募股申报过程中关注其合法合规性。2019年3月3日发布的《上海证券交易所科创板股票发行上市审核问答》(以下简称《科创板审核问答》),确立了员工持股计划穿透计算的“闭环原则”。核心内容是承诺上市后锁定36个月或在基金业协会依法依规备案即可按一名股东计算人数,否则需穿透计算。证监会2020年6月修订《首发业务若干问题解答》,创业板2020年6月12日发布《深圳证券交易所创业板股票首次公开发行上市审核问答》,均明确首发申报前实施的员工持股计划原则上应当全部由公司员工构成,依法以公司制企业、合伙制企业、资产管理计划等持股平台实施的员工持股计划,按一名股东计算股东人数,^[1]相较科创板前期的制度创新更进一步。为便利科创公司实施股权激励,满足实务需要,落实《证券法》对员工持股计划的例外规定,科创板首次公开募股审核需要更为明晰、具体的问答指引,以明确市场预期。

二、科创板与创业板首次公开募股中的员工持股计划案例梳理

随着国家对国企混改的政策支持力度不断加大,数字经济时代科技创新企业逐渐成为中流砥柱,人才激励的重要作用日益凸显。2008年10月8日,国务院国资委发布《关于规范国有企业职工持股、投资的意见》(以下简称《规范职工持股意见》),国有企业职工投资参与国有中小企业改制和国有大中型企业辅业改制,科技骨干参股科研院所改制,对于推进企业股份制改革、完善公司法人治理结构、增强企业活力

[1] 《首发业务若干问题解答》(2020年6月修订)问题24:新《证券法》实施后,发行人在首发申报前实施员工持股计划的,信息披露有哪些要求?中介机构应当如何进行核查?

起到了重要作用。^{〔2〕} 党的十八届三中全会提出,积极发展混合所有制经济,允许混合所有制经济实行企业员工持股,形成资本所有者和劳动者利益共同体。^{〔3〕} 2018年中国联通股权激励方案公布,7855名员工获配8.4亿股,国有上市企业股权激励从2005年的2家增长到2019年的49家。^{〔4〕} 非上市公司层面缺乏公开数据,从科创板首次公开募股申报企业来看,国盾量子、埃夫特、中国电研等国有企业均设有持股平台进行员工激励。

相较传统企业,高科技企业对技术和人才依赖性强,风险性与成长性并存,吸引与挽留人才具有重要作用。股权激励实践之初,主要授予对象是高管人员,随后范围逐渐扩大至中小层管理者和普通员工。产业模式变革也进一步提升了股权激励的重要性,以产业集聚、生态布局整合资源,对企业经营业绩具有重要影响,共担风险、共享收益的员工持股成为迫切需求。例如,蚂蚁集团股权激励对象中包括阿里巴巴的员工、董事、顾问等人士,彰显了两者优先价值相依。

《证券法》确立的“二百人”标准为防范变相公开发行的风险铸就了坚实防线。但在本次修订前,却对科创公司实施股权激励形成一定束缚。为尽可能灵活、广泛地激励员工,同时避免碰触变相公开发行的红线,科创板与创业板拟上市公司尝试采取了多种方案设计,但仍不可避免地因人数过多或范围包含外部人员在首次公开募股中被要求穿透计算。按照现行《科创板审核问答》,无论是承诺锁定36个月,还是规范清理,均有损股权激励积极性与创造性。虽然证监会与创业板最新审核口径已扫清股东人数计算的障碍,但仍面临持股平台参与方范围过窄的潜在问题。

〔2〕 参见国资委:《推进国有企业改制 规范职工持股行为——〈关于规范国有企业职工持股、投资的意见〉答记者问》,载国务院国有资产监督管理委员会网,<http://www.sasac.gov.cn/n2588035/n2588320/n2588335/c4258655/content.html>,2020年11月24日访问。

〔3〕 参见中华人民共和国中央人民政府:《中共中央关于全面深化改革若干重大问题的决定》,载中国政府网,http://www.gov.cn/jrzq/2013-11/15/content_2528179.htm,2020年11月24日访问。

〔4〕 参见陈贇:《“十四五”:加快发展和完善国有企业的中长期激励机制》,载《中国发展观察》2020年第17期。

(一) 拟上市公司员工持股计划实践现状

科创板与创业板首次公开募股中的员工持股计划形式多样,最为常见的为设立合伙企业,部分通过信托计划、资管计划等形式,或因历史原因形成持股会,较为新颖的模式则采用虚拟股票,四种方式在激励对象及持股管理方面各具特色。

1. 合伙企业

据科创板与创业板已上市公司的披露文件,上市前多数采用有限合伙形式搭建员工持股平台。此种模式下,员工持股计划结构较为简单,但由于有限合伙企业合伙人应在50人以下,如果员工人数较多,则需搭建多个有限合伙,甚至需要多层嵌套才能满足要求。按照首次公开募股审核穿透计算的原则,很难实现激励对象超200人。激励对象一般包括关键岗位工作的核心骨干及对公司持续发展有直接或较大影响的人员,也可涵盖外部人员;持股管理机制上,根据《合伙协议》约定或设立专门员工持股管理委员会,审议员工持股计划参加对象及持股比例、决定员工股份分配或转让的受让对象、确定员工股份转让价格等;转让方式上,通常须将合伙份额转让给指定人员。

2. 三类股东

通过契约性基金、信托计划、资产管理计划等“三类股东”结构满足激励对象人数较多的需求,在实践中也较为常见。员工通过设立信托计划或资管计划等,委托具备资产管理资质的专业机构进行管理,并由持股计划持有人会议选举产生的持股计划管理委员会负责持股计划的日常管理,员工本身无法单方面决定持股事务。激励对象上,不限于本公司员工,可以包括母公司、控股子公司、兄弟公司的核心人员;转让方式上,通常要求不得转让、质押或作其他类似处置,不得要求对持股计划资产进行分配。由资产管理方根据持股管理委员会的指令处置股票。

针对“三类股东”的监管主要涉及两个层面:一方面,银保监会对投资者人数的限制。《信托公司集合资金信托计划管理办法》规定,集合资金信托参与信托计划的委托人为唯一受益人,2007年新规废止了对信托计划份额不超过200份的限制。2009年进一步修改,单个信托计划的自然人人数不得超过50人,但单笔委托金额在300万元以上的

自然人投资者和合格的机构投资者数量不受限制,且未对受益人人数做出要求。实践中,公司更倾向于选择委托人属于积极主动地位的单一资金信托,但在员工无法满足合格投资者标准的情况下,则尝试采用设立工会委员会作为单一资金信托委托人的方式突破 200 人的限制(见图 1)。另外,证监会防范层层嵌套及股东身份不明的首次公开募股发行审核政策。目前,考虑到部分新三板挂牌企业申请首次公开募股,涉及新三板发展问题,各板块就在新三板挂牌期间形成“三类股东”的监管要求予以明确,通常控股股东、实际控制人、第一大股东不属于“三类股东”,且依法设立并有效存续,已纳入国家金融监管部门有效监管则不必清理。但因员工持股计划形成的“三类股东”审核标准尚不明晰。

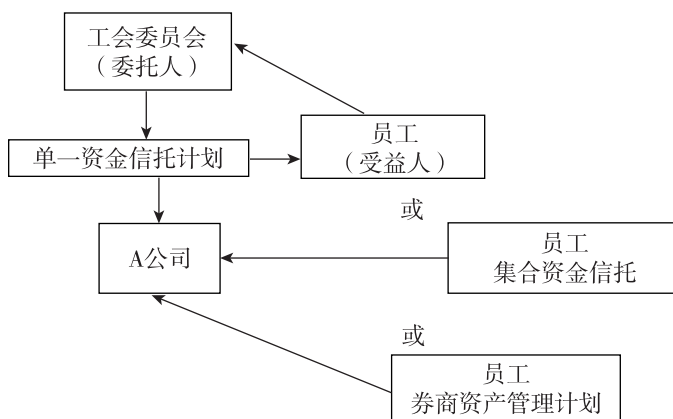


图 1 “三类股东”形式的员工持股计划

3. 职工持股会

在深化国有企业改革过程中,部分公司通过职工出资的方式形成持股会资金,成为改制后新设公司股东,全员持股模式下往往导致持股会会员远超 200 人。持股管理上,通常由工会指导,代表持股会会员行使股东权利,并以工会社团法人名义承担民事责任。转让方式上,持股会需严格执行托管和限制转让规定,员工如需退出,股权一般退还给职工持股会。2000 年,证监会明确工会和职工持股会不得作为发起人或股东,也不能间接持有公司股份。目前,各板块对于间接股东存在职工

持股会或工会持股情形的,如不涉及发行人实际控制人控制的各级主体,无须清理。但在《科创板审核问答》要求下,仍需穿透计算股东人数。

4. 虚拟股票

虚拟股票主要指经济受益权激励计划,其授予标的为经济受益权,是一种以股份价值为基础的经济激励安排。授予对象可以基于经济受益权获得一定金额的经济利益,该金额整体上与公司价值挂钩。但经济受益权仅是一种合同权利,并不等同于拥有公司的股份,不享有股东权利,仅享有对应的分红权和净资产增值收益权。激励对象上,可涵盖集团内公司的员工、董事、顾问或管理人确定的其他人士;持股管理机制上,公司以自有资金、对外筹集的资金或股份分红及转让收益等来授予权益,激励对象无权要求公司必须出售对应的股份;转让方式上,不具有流动性,不得要约出售、出售、出让、转让、质押、抵押或以其他方式处置。此种方式不涉及持股主体穿透披露的问题,激励人数更加自由。

(二) 科创板首次公开募股中员工持股计划面临的困境

虽然《科创板审核问答》允许满足一定条件下,可不穿透计算股东人数。但现实中,初创成长型科技企业激励人数超200人,完成基金业协会备案或存在困难,承诺锁定36个月对权利限制较大。此外,员工持股计划参与范围的限缩解释也可能导致无法适应新型经济模式下公司的发展需要。

“三类股东”模式的员工持股计划超200人,备案程序缺乏预期且不代表合规。2020年5月8日,中国银保监会就《信托公司资金信托管理暂行办法(征求意见稿)》公开征求意见,第8条规定:“资金信托面向合格投资者以非公开方式募集,投资者人数不得超过二百人。任何单位和个人不得以拆分信托份额或者转让份额受益权等方式,变相突破合格投资者标准或者人数限制。”虽然针对合格投资者设200人限制备受争议,监管尺度却有所收紧,与《证券投资基金法》的规定保持一致。科创板拟上市公司意图通过“三类股东”突破200人限制,能否完成备案程序存在较大不确定性。此外,2019年中国证券投资基金业协会发布《私募投资基金备案须知》,明确备案不构成对管理人和私募投资基金合规情况的认可。

合伙企业模式的员工持股计划超 200 人, 锁定 36 个月的要求可能降低科技企业股权激励吸引力。2019 年 10 月, 在科创板上市的中国电研, 共计 596 名员工通过 13 个有限合伙企业间接持有公司股权。虽然《员工持股管理办法》已对股份减持作出严格限定, 仍需承诺锁定 36 个月。港股与美股均未对上市前员工持股平台做此类强制, 给予公司灵活安排的空间, 深圳证券交易所首次公开募股审核也已不做强制要求。如汇创达于创业板上市, 将员工持股平台众合通认定为一名股东, 而众合通未设置锁定期, 因受公司实控人控制而承诺锁定 36 个月。

激励对象范围限缩解释不满足科创企业现实需求。新型经济模式下, 公司的经营研发愈加倚赖产业生态体系, 重视与境外先进企业和技术人员的战略合作, 因此对外部顾问或参股公司的员工进行激励已有实践案例, 但尚无法纳入员工持股计划中进行豁免。例如, 科创板上市公司中芯国际, 在港股上市期间, 曾于 2014 年披露购股权计划, 参与资格方面由董事会酌情邀请中国、美国或其他地区的本公司任何雇员、高级职员或其他服务供货商接纳购股权。2019 年 7 月在科创板上市的虹软科技, Arcergate 股权激励平台包括部分外部咨询服务人员, 只能选择穿透计算股东人数, 最终出资总人数为 190 人, 已临近 200 人的界限。

三、《证券法》公开发行规定豁免员工持股计划的法理逻辑

由于《证券法》对公开发行的严格界定, 科创公司超“200 人”员工持股计划往往在上市环节遭受挑战, 部分企业被要求全面清退, 部分企业则转向海外谋求上市。但员工持股计划在我国并非一开始就受此限制, 因应科技创新企业的发展需要, 伴随科创板首次公开募股审核中“闭环原则”的率先试点, 员工持股计划的松绑诉求已嵌入在立法理念中。从“证券”品种的经济实质出发, 不同特征的员工持股计划是否落入证券监管范畴在理论上存在讨论空间。鉴于我国无法通过判例形式逐案识别向员工发行股票不适用《证券法》, 在成文法层面确立了员工持股排除 200 人计算的例外规定。该规定与美国“701 规则”基

于员工持股计划属非筹资性证券交易而豁免发行注册,以及《JOBS法案》基于该安排不具二级市场交易活跃性而豁免实体注册的考量殊途同归。

(一) 员工持股计划与“证券”范畴

员工持股计划与证券发行监管之间的矛盾并非我国特有。对于不符合“证券”实质的员工持股计划,即使表现形式为法定列举的“证券”,美国司法裁判认为无须适用证券法,因而不涉及是否豁免的问题。而我国基于分业监管的职权体系,明确列举了股票、债券、存托凭证作为证券法的调整对象,无法跳脱出证券法对证券品种进行认定。因此,如股权激励的表现形式为纯持股平台,则需寻求豁免之路;如表现形式为资管产品、证券衍生品等,则不一定从公开发行证券角度进行规管,监管制度通常另有安排(如关于上市前股票期权的规定)。一直以来,完善“证券”定义的呼声较为强烈,未来如果有所调整,员工持股计划与证券法的关系或许将重新检视,而美国对员工持股计划与证券概念的认识提供了有益借鉴。

美国的员工持股计划(employee stock ownership plans, ESOP),又称雇员福利计划。在雇员福利计划中可以发行两种“证券”:一是员工在计划中享有的参与权益;二是所投资的工具(如持股的信托基金)持有股票的权益,所投资工具持有的权益通常属于证券。员工在计划中享有的参与权益则可设置为是否具备“共担性”(只由雇主支付则为非共担性)与“强制性”(员工无权选择是否参与或支付为强制性),^[5]而这两种特性决定了雇员福利计划在证券监管上的不同处理。

《1933年证券法》与《1934年证券交易法》两部法律对“证券”进行了清单式的列举(如票据、股票、债券),且实质上相同。但并未对这些名称的含义做出解释,也未明确“证券”与“非证券”划分的经济实质。法院在判例中逐渐发展出是否构成“证券”的分析框架。首先,需判断该投资工具是否落入法定列举范围以及是否符合该定义的内在特征,如并不符合,则适用“Howey测试”判断是否构成“投资合同”

[5] 参见[美]路易斯·罗思、[美]乔尔·塞利格曼:《美国证券监管法基础》,张路等译,法律出版社2008年版,第228页。

(investment contract);如均符合,还需依据“Reves 测试”考察其经济实质(见图 2)。

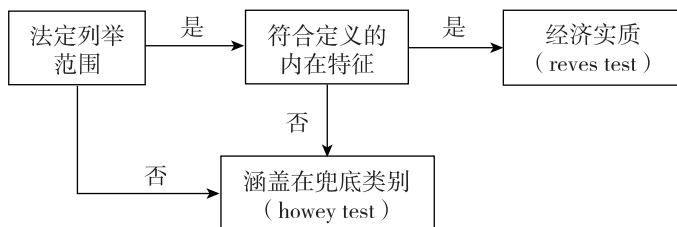


图 2 证券范畴的判断路径

“Howey 测试”在 1946 年提出,^[6]作为判断证券范畴的著名案例结论,成为弥补成文法不足的重要工具,主要包括四个构成要件:(1)投资者以现金或等值品投资;(2)投资于同一项目或实体;(3)投资者具有获利预期;(4)获利依赖于发起人或第三方的努力。就雇员福利计划而言,雇主可能无偿发放股票给员工,作为对其劳务的补偿,因此,争议焦点主要在于是否满足“以现金或等值品投资”这一构成要件,也成为判断前三种雇员福利计划不符合“证券”定义的重要依据。

关于员工持股计划的判例法最早源于 1979 年 International Brotherhood of Teamsters v. Daniel 案的裁决。该案中的员工持股计划是强制性非雇员共担计划,即雇员不能选择是否参加该计划,也不对该计划支付任何款项。^[7]最高人民法院认定,非共担、强制养老金计划不构成《1933 年证券法》或《1934 年证券交易法》意义上的“证券”。将“以现金或等值品投资”分解为两层含义,投资考虑(consideration)与投资决定(decision),在强制性的雇员福利计划中,员工不存在考虑做出投资的机会,也未做出过投资决定,因此不属于“证券”。^[8]基于此,强制性、非共担性和强制性、共担性的雇员福利计划均可认定不符合“证券”定义。

Daniel 案判决作出后,美国证券交易委员会在 1980 年和 1981 年

[6] SEC v. W. J. Howey Co., 328 U. S. 293 (1946).

[7] International Brotherhood of Teamsters v. Daniel, 439 U. S. 551 (1979).

[8] Uselton v. Commercial Lovelace Motor Freight, 940 F. 2d 564, 573 (10th Cir. 1991).

发布了两份文件,陈述对雇员福利计划如何适用《1933年证券法》的看法,推定第三种自愿性、非共担性的雇员福利计划不涉及证券。^[9]虽然 Daniel 案并未涉及此种类型,但其分析是否具有“证券”属性时,考虑的是包含持有权益的整个交易,而不仅仅是持有权益本身的特征。自愿性、非共担性的雇员福利计划中,普通员工主要是为了谋生而出卖自己的劳动力,而非为了投资。激励工具在员工全部不可分割的薪酬中,仅是相对无关紧要的部分,^[10]完全由雇主出资缴款,员工也并未做出投资的决定。

最后一种是自愿性、共担性。美国证券交易委员会与法院的界定存在差异,美国证券交易委员会认为雇员共担涉及金钱投资,通过所投资工具管理人的努力产生预期收益,符合“证券”的概念。但某些法院认为此种认定过于宽泛,雇员福利计划的设定可能不满足“Howey 测试”中的“获利预期”要件。例如,员工的福利是有保证的,类似于固定的年金,具有稳定性和安全性,能否赚取利益不依赖于投资工具的发展前景,^[11]但法院的此种认定囿于个案事实。因此,自愿性、共担性雇员福利计划可能属于证券,至少在员工的最终福利以投资成功因素为主,而不具有担保因素的情况下,构成“证券”。^[12]对于落入证券监管范畴的员工持股计划,需回归公开发行政券注册制的立法本意,判断员工持股计划排除适用的合理性。

(二) 员工持股计划不具备涉众筹资性

公开发行行为的规范是证券监管的重要组成部分,原因在于其具有涉众性,关系到公众投资者利益和金融市场秩序稳定。虽然就如何界定公开发行,各国法律作出不同的安排,但根本考量是一致的。例如,美国更为关注发行对象是否为成熟投资者,不以人数多少界定行为性质。《1933年证券法》下的“交易注册”是对特定发行行为提出信息披露要求,在以公众投资人作为买方的一级市场交易,解决公众投资者因经验、地位处于弱势带来的信息不对称问题。因而私募发行存在豁

[9] 参见前注[5]。

[10] *International Brotherhood of Teamsters v. Daniel*, 439 U. S. 551 (1979), pp. 559 - 560.

[11] *Tanuggi v. Grolier Inc.*, 471 F. Supp. 1209, 1215 (S. D. N. Y. 1979).

[12] 参见前注[5]。

免空间。

1993~1999年,将一半以上员工纳入雇员福利计划的美国大型公司占比由17%上升至39.4%。^[13] 由于需要考虑发行对象是否需要获得证券法的保护,如发行人信息的可获取性、自身投资经验及财富水平,一旦员工持股计划的范围扩大,能够满足上述标准的员工较少,无法通过私募发行路径豁免负担较重的注册义务。^[14] 经过广泛讨论,美国证券交易委员会依据《1933年证券法》的授予权限,制定了“701规则”,秉承监管强度与风险水平相匹配的理念,设置了多样化的发行限额。发行人每连续12个月可依照“701规则”销售的证券总额不超过以下三者中的最高额:(1)100万美元;(2)最近一个资产负债表日总资产的15%;(3)最近一个资产负债表日已发行的该类股份的15%。^[15]

监管认为雇员福利计划的本质属性与证券法的立法本意存在差异。由于员工在发行人处任职,掌握其基本情况,相较于发行人没有特殊联系的投资者而言,信息披露的类型和数量应当有所区分。为防止滥用豁免注册发行的规定,“701规则”明确仅针对非报告公司,不适用于证券交易所的报告公司。依据“701规则”发行的证券属于“受限证券”,除非该证券已注册或持有人符合豁免要求,否则不得自由交易。^[16]

我国严守“二百人”底线,主要考虑是如果特定对象人数较多,对于社会公众利益有一定影响,实质上具备了公开发行的特性。^[17] 1998年《证券法》最初颁布,未对“公开发行”进行界定。2005年修订时,采取列举方式规定了两种情形:一是向不特定对象发行证券;二是向特定对象发行证券累计超过200人。选定“200”这一数字,与2005年《公

[13] See *Disclosure of Equity Compensation Plan Information*, Exchange Act Release No. 34-43892, January 26, 2001.

[14] 参见吕稚馨:《美国员工持股注册豁免制度探析》,载《法律与新金融》2018年第1期。

[15] Rule 701(c) [17 CFR 230.701(c)].

[16] SEC, *Employee Benefit Plans-Rule 701*, <https://www.sec.gov/smallbusiness/exemptofferings/rule701>, 2020年10月30日访问。

[17] 参见程合红主编:《〈证券法〉修订要义》,人民出版社2020年版,第25页。

司法》新增发起人人数 200 人为限相衔接,又承接了 2002 年《信托投资公司资金信托管理暂行办法》中信托投资公司接受的资金信托合同不超过 200 份的规定。^[18]

该规定具有中国特定的历史成因,主要是 20 世纪 90 年代以来异常活跃的非法证券活动,共历经 3 个高峰期。第一个高峰表现为擅自发行和交易内部职工股。第二个高峰则为场外非法股票交易。第三个高峰为 2000 年年初以来的非法发行股票和非法经营证券业务。^[19] 2006 年国务院办公厅发布《关于严厉打击非法发行股票和非法经营证券业务有关问题的通知》,首次明确向特定对象转让股票后,公司股东累计不得超过 200 人。为防止规避“二百人”限制,监管层面一直秉承多次发行累计计算、穿透合并各级主体、二次转售后股东人数仍然受限 3 个计算原则。

但目前广泛提倡的科技公司员工持股计划,不同于股份制试点初期“内部职工股”的全新安排,与非法集资活跃期间的职工持股存在本质差异,与《证券法》的调整范围也不相匹配。根据最高人民法院《关于审理非法集资刑事案件具体应用法律若干问题的解释》,非法集资活动包括非法性、公开性、利诱性、社会性四个特征。利诱性包含有偿性和承诺性两个方面,投资者需要投入资金进行被动投资,获利依赖于发起人或第三方的努力。但员工持股计划中,投资回报主要来自员工自身提供劳务的努力,一般不具有利诱性。通常设置锁定期,严格限制对外转让,也缺乏公开性。

公开发行业务的证券监管,旨在促进资本募集与二级交易市场的诚信。然而,这些立法考虑在为补偿目的而向员工提供激励计划的情况下并不适配。^[20] 股权激励计划作为补偿性证券交易,不同于筹资性

[18] 参见郭雳:《特定对象发行:制度构建与疑义相析》,载《华东政法学院学报》2006 年第 1 期。

[19] 参见孙冲成:《对我国〈公司法〉第 79 条和〈证券法〉第 10 条“200 人”规定的反思》,载杨遂金主编:《民商法争鸣》(第 3 辑),法律出版社 2011 年版。

[20] See American Bar Association, *International Employee Stock Plans and the Federal Securities Laws*, *The Business Lawyer*, February 1994, Vol. 49, No. 2, February 1994.

证券交易,发行人主要关心的是补偿雇员,而非最大化其出售收益。^[21]

(三) 员工持股计划不具备交易活跃性

除《1933年证券法》下的“交易注册”,美国《1934年证券交易法》下的“实体注册”要求持续信息披露,如季报、年报,考虑的是二级市场上交易发行人证券,投资者需要掌握发行人近期的经营信息。一般而言,符合以下两种情形的公司需要履行该注册义务:第一,在全国性的证券交易所上市交易(第12条b款);第二,在册股东超过2000人,或非合格投资者超过500人,且资产超过1000万美元的非上市公众公司(第12条g款)。我国公开发行“200人”标准似未明确区分注册义务是对此次发行行为的注册,抑或是对上市公司实体进行的注册,不排除部分参考了美国对在册股东人数限制的规定。

从立法历史来看,第12条g款并非原始条款,而是由《1964年证券法修正案》纳入。^[22] 此次修正案的历史背景是国会要求美国证券交易委员会重新审查“管理证券市场的规则,以确定它们是否足以保护投资者”。^[23] 1961年,美国证券交易委员会经调查研究后建议,消除全国性证券交易所交易证券和场外交易市场交易证券之间的信息差异。此前证券监管上的注册和报告规定只适用于在全国性证券交易所上市的发行人,因为早在1929年,美国仅16%的股权证券交易量发生在柜台市场,至1961年,该数字为61%。^[24] 第12条(g)款的增加,旨在将证券法上的部分条款扩大至在场外交易市场交易的证券发行人,为判断依据何种标准对非上市公众公司施加信息披露义务,美国证券交易委员会对场外交易市场交易的企业进行数据回归分析,发现在册股东人数和交易数额呈正相关。而二级市场交易活跃度越高,信息披露必要性越强,因此,股东人数成为能够量化、间接反映二级市场交易

[21] See *Exempt Offerings Pursuant to Compensatory Arrangements*, Securities Act Release No. 33 - 7645, Feb. 25, 1999.

[22] Securities Act Amendments of 1964, Pub. L. No. 88 - 467, 78 Stat. 565 (1964).

[23] Robert Anderson IV, *Employee Incentives and the Federal Securities Laws*, University of Miami Law Review, Vol. 57, 2013.

[24] 参见吕雅馨:《美国员工持股注册豁免制度探析》,载《法律与新金融》2018年第1期。

的指标。

将员工持股计划放在股东人数设置的原始意图上考虑会发现,此种情况下,人数无法成为衡量交易活跃度的有效标准。员工持股计划虽然涉及人数较多,但通常会设置较长的限售期,具有不可转让性、人身附随性,即使内部可互相转让,也不会产生互相之间信息不对称的问题。2012年美国已通过《JOBS法案》修订了第12条g款,明确记名证券不包括根据员工持股计划所获得证券,^[25]员工持股人数不计算在股东人数内。

四、《证券法》公开发行规定豁免员工持股计划的适用理解

因不完全符合证券法规范募资行为、充分信息披露的立法本意,员工持股计划得以跨越公开发行严密规范的藩篱。然而,员工持股是国有企业在公司制和股份制改造过程中逐步发展起来的一种股权制度安排。其间经历多次反复,出现较大波动,也数度被紧急叫停。^[26]这反映出股权激励能够实现优化公司治理、劳动者共享发展成果方面存在普遍共识,但如何达到上述目的仍需在法律适用上积极研究探索。

(一) 立法取向转变为无须穿透计算

证券法保护边界性与职工持股性质可责性之间的动态平衡,初步突破股东人数上限“瓶颈”的潜在趋势,均传递出立法取向已转变为在公开发行规定中豁免员工持股计划。新《证券法》实施后,员工持股计划无须遵循监管层面的严格计算原则,仅将直接持股主体视为一名股东,上层股东人数不做限定,在员工之中的多次发行和二次转售也不必纳入计算。

我国企业内部职工持股的最初原因是内部筹集资金,随后作为国有企业股份制改造及改善经营管理的一种方式逐渐推广。^[27]1985年

[25] Jumpstart Our Business Startups Act, Pub. L. No. 112 - 106 Sec. 502.

[26] 参见黄群慧、余菁、王欣、邵婧婷:《新时期中国员工持股制度研究》,载《中国工业经济》2014年第7期。

[27] 参见王新红:《职工持股法律问题研究》,载《时代法学》2003年第2期。

国务院办公厅转发国家体改委《全国城市经济体制改革试点工作座谈会会议纪要》指出“试点企业可选择少数大企业试行吸收本企业职工入股”，主要原因是员工热情较高及缓解内部资金紧张。1992年5月，国家体改委发布《股份有限公司规范意见》后，大量国企实施职工持股。此时试点“内部职工股”的背景是允许设立不规范的定向募集股份有限公司，由于缺乏必要的法律规则进行约束，开始出现超范围、超比例发行，或以法人名义购买股份后分发给个人，造成内部股公众化、法人股个人化。^[28]因此，在募资为主要意图、员工投机心理大于激励作用、法治保障不健全的背景下，证券监管的态度只能逐渐收紧。

及至今日，经济发展向创新驱动转型，支持公司建立长效激励机制，激发员工积极性、创造性成为更为重要的时代命题。鉴于科技创新需求迫切、信息传递有效性提高、证券监管体系逐渐完备，《证券法》需要适应新经济企业员工持股和国有企业混合所有制改革的需求，放开员工持股计划的200人限制，^[29]向豁免其注册义务一端倾斜。

《证券法》修订过程中，对具有中国特色的公开发行“二百人”标准本身是否适宜，进行了广泛讨论。由于“二百人”与公司法股东人数上限相衔接，而纵观世界各国，放宽股东人数上限已逐渐成为共识。目前欧盟绝大多数国家不对公司股东最高人数进行限制，我国台湾地区和日本也相继取消了限定，美国国会也正在提议放宽公司股东人数上限。^[30]虽然为避免引发风险，将200人人数标准提高到2000人，将董事、监事、高级管理人员等发行人的关联人排除计算等建议均未被《证券法》采纳，^[31]但将员工持股计划作为公开发行“二百人”标准的例外规定却是向前迈进了一步。

（二）豁免范围不仅限于本公司员工

明确依法实施的员工持股计划能够豁免，随之而来的问题便是豁

[28] 参见王保树：《完善国有企业改革措施的法理念》，载《中国法学》2000年第2期。

[29] 证监会：《对十三届全国人大一次会议第4329号建议的答复》，载证监会官网，http://www.csrc.gov.cn/pub/zjhpublic/G00306201/201808/t20180831_343360.htm，2020年10月30日访问。

[30] 参见戴皓：《员工持股计划与IPO审核200人上限政策相衔接》，载环球网，<https://finance.huanqiu.com/article/9CaKrnJUOy>，2020年10月30日访问。

[31] 参见前注[17]。

免范围的界限如何划定。证监会最新审核问答认为原则上全部由公司
员工构成,新《证券法》施行之前设立的员工持股计划含外部人员,可
不清理但穿透计算。经考察比较法经验并结合现实情况,豁免范围的
理解应当有所放宽,即包括本公司或其母公司、控股子公司、集团内兄
弟公司的董事、高级管理人员或其他员工。

我国香港地区与美国规定的股权激励对象范围较为宽松,以便利
企业充分利用激励工具。香港证券交易所认为,虽然主要股东及其联
系人对上市发行人一般具有控制权或较大影响力,存在明显利益冲突。
但未禁止其作为发行对象,仅规定了严格限额标准下的审议要求。^[32]

美国“701 规则”下“员工”的范围则更加宽松,发行对象范围包括
非报告公司(或其母公司、控股子公司或兄弟公司)与该公司的雇员、
管理人员、董事、合伙人、受托人、咨询顾问。^[33]1999 年,“701 规则”将
发行对象范围扩大至包括兄弟公司的雇员,针对咨询顾问保持较为谨
慎的态度,做出严格限制。^[34]2018 年,美国证券交易委员会发现,自
1999 年一系列实质性修订以来,股权激励计划的种类和劳动力结构都
发生了重大变化,开始就“701 规则”现代化的改进方案征求意见。其

[32] 《港交所上市规则》第 17.04(1)条除第 17.03(3)条附注 1 及第 17.03(4)条附注所
载的股东批准外,每次根据上市发行人或其任何附属公司的计划向上市发行人的董
事、最高行政人员或主要股东或其各自联系人授予期权时,也须同时遵守本第 17.04
(1)条的规定。每向任何此等人士授予期权之前,必须先得上市发行人的独立非执
行董事批准(任何获授期权的独立非执行董事不计算在内)。如向上市发行人的主
要股东或独立非执行董事又或其任何联系人授予期权,会令计至有关人士获授期权
当日止的 12 个月内所有已授予或将授予的期权(包括已行使、已注销以及尚未行使
的期权)予以行使后所发行及将发行的证券:

(a) 合计超过有关类别已发行证券的 0.1%;及

(b) (若有关证券在本交易所上市)按授出期权当天的收市价计算的总值超逾
港元 500 万元。则该等再次授予期权的建议须经上市发行人的股东批准。上市发
行人须向股东发出信函。在该股东大会上,获授人、其联系人及上市发行人的所有
核心关联人士须放弃投票成票。

[33] Rule 701(c) [17 CFR 230.701(c)].

[34] Rule 701(c)(1) [17 CFR 230.701(c)(1)]. 要求包括:(1)自然人;(2)向发行人、
其母公司、其控股子公司或者兄弟公司提供真实的服务;(3)其提供的服务与融资交
易中的证券发行或者销售无关,不直接或者间接地促进或者维护发行人的证券市
场。

中,特别提及“零工经济”(gig economy),鉴于发行人利用数字平台为员工提供销售商品和服务的机会,需要理解其工作形式并确定这些关系的性质,为扩大“701 规则”豁免资格提供基础。^[35] 由于“701 规则”设置了多样化的发行限额,^[36] 而我国内地并未要求,香港地区也在考虑收紧有关向非雇员授出期权的披露规定,^[37] 目前尚不适宜过于宽泛,可以关联实体员工为限,暂不纳入外部顾问。

实践中集团内员工交叉持股的创新激励模式已广泛运用,且具备必要性及合理性。将合伙制理念运用到股权激励中,通常由集团内母公司员工和各子公司员工组成有限合伙,共同投资集团内的创新业务或重点业务,为业务成长凝聚人才。阿里巴巴、小米等互联网企业作出有益尝试后,其他行业的诸多企业也学习效仿,可见该创新模式对企业发展起到积极作用。国务院国资委《规范职工持股意见》中规定职工可投资参与本企业改制,确有必要的,也可持有上一级改制企业股权。科研、设计、高新技术企业科技人员确因特殊情况需要持有子企业股权的,存在豁免余地。表明规则上已考虑到扩大员工持股计划发行对象范围存在积极意义。

从公司法对公司独立性界定的角度看,当从集团角度考虑每个子公司时,独立边界往往并不一定需要划分特别清楚,从而局限员工持股计划激励对象的范围。企业集团通常作为整体运营,追求集团利益的最大化,而弱化集团内各个子公司的法人人格。集团内的子公司无法完全等同于传统意义上的独立法律实体,一定程度上缺乏独立性。^[38] 基于此,我国台湾地区“公司法”的最新修改也扩大了员工奖励工具的

[35] SEC, *SEC Adopts Final Rules and Solicits Public Comment on Ways to Modernize Offerings Pursuant to Compensatory Arrangements*, <https://www.sec.gov/news/press-release/2018-135>, 2020年10月30日访问。

[36] 发行人每连续12个月依照“701 规则”销售的证券总额不超过以下三者中的最高额:(1)100万美元;(2)最近一个资产负债表日总资产的15%;(3)最近一个资产负债表日已发行的该类股份的15%。

[37] 香港证券及期货事务监察委员会:《证券及期货事务监察委员会就交易所规管上市事宜的表现而作出的检讨报告》,2020年6月,第25页。

[38] 参见彭冰:《从零思考修改公司法》,载北京大学法学院招生教学信息平台, <https://mp.weixin.qq.com/s/p8qchuGdBawNzwiDHBBy2Q>, 2020年11月24日访问。

发放对象,可包括控制或从属公司之员工。主要立法理由在于,企业基于经营管理之需,常设立研发、生产或营销等各种功能之从属公司,且大型集团企业对集团公司员工均采取同等奖励措施。应赋予企业运用员工奖酬制度之弹性,借鉴外国实务作法,以符合实务需要。^[39]例如,研发子公司可以发行给生产事业母公司员工。^[40]

五、《科创板审核问答》员工持股计划条款的完善建议

无论是科创板拟上市公司员工持股计划存在的实践困境,还是《证券法》修改将员工持股计划排除“二百人”计算的立法考量,均反映出《科创板审核问答》确立的“闭环原则”已完成阶段性任务,应予删除。考虑到“三类股东”的审核标准中并未纳入因实施员工持股计划而形成的“三类股东”,可吸收借鉴证监会及深交所的规定,明确依法设立的资管计划、合伙企业等员工持股平台均适用员工持股计划审核问答。在此基础上,进一步明确员工持股计划“依法实施”的要素,通过设定负面清单方式予以具体化,健全发行对象激励约束机制。

(一)明确员工持股计划依法实施要素

《证券法》第9条明确规定,只有“依法实施”的员工持股计划才符合豁免条件,意味着不是任何冠名为“员工持股计划”的证券发行行为都可得到豁免。从《证券法》公开发行规定豁免员工持股计划的法理逻辑出发,建议厘清员工持股计划“依法实施”需具备的特征,为科创公司设计股权激励方案提供合理预期。

员工持股计划应满足下列要求:

一是不具备融资性。员工持股计划设立目的应是为员工的劳动提供回报、激发员工创造性,而非募集资金,可以从激励对象的要求、授予权益的条件等方面综合判断。

[39] 参见我国台湾地区“公司法”第167条。

[40] 参加郭大维:《我国台湾地区公司法制的再进化——评2018年我国台湾地区新修正“公司法”》,载蒋锋、卢文道主编:《证券法苑》(第26卷),法律出版社2019年版。

二是不具备外部性。出于长期绑定员工的考虑,设置较长期限的锁定期通常被认为是不具备外部性的。为防止隐藏在持股平台背后的变相公开发行,平台内部应建立严格的流转、退出机制,通常情况下不作流动性安排,设置持股管理委员会确定可转让的对象和条件。

三是不具备信息不对称性。参与对象应当是能够掌握公司基本情况、积极参与到公司日常经营中的员工,有助于避免信息不对称对投资者利益的损害,也能防范公司对“名义上的员工”利益输送。

(二) 设定员工持股计划负面清单

上述员工持股计划依法实施的基本要素,是探究《证券法》例外规定的立法逻辑后,对其核心理念的具体阐释,仍然较为概括。但各国立法仅是创造职工持股制度的环境,未对其运行规则直接作出规定,主要原因在于员工持股计划采取何种形式、如何运行,本质上属于自治范围。^[41] 因此,不建议规定该如何安排方为合规,从而限制激励方案的想象力。通过负面清单划出红线可能更加合适,具体可包括以下情形:

募集范围上,不得扩大至与员工有关系的人员,或并未为公司提供服务的人员。股份锁定上,员工在一定期限内不得转让。企业为激励员工而实施持股计划,如取得股份后可立即转让,则失去留住人才之本意。交易机制上,不得在社会上转让交易、不得继承,允许内部转让。对员工股的转让应严格限制,以避免职工持股变为投机工具。仅在符合特定条件时,可由持股计划的管理主体确定转让对象。但为激励员工持股,有必要允许员工内部转让股权。^[42]

(三) 健全发行对象激励约束机制

虽然激励对象的范围不宜完全限缩为本公司员工,应放宽至本公司或其母公司、控股子公司、集团内兄弟公司的董事、高级管理人员或其他员工。但如果设计不当,职工通过投资关联企业,从事不当利益输

[41] 参见王保树:《职工持股会的法构造与立法选择》,载《法商研究》2001年第4期。

[42] 参见蒋建湘:《国企混合所有制改革背景下员工持股制度的法律构建》,载《法商研究》2016年第6期。

送或转移国有企业利益,^[43]可能成为自身谋取福利的渠道。

基于此,在放宽“员工”范围的同时,也应当对其有所限定,可以考虑从以下两个角度入手:其一,借鉴我国香港地区针对特定对象设置审议标准及美国发行上限的思路,要求如向关联实体员工进行股权激励,每12个月内不得超过一定金额或一定股份数量;其二,对关联实体的投资范围、持股管理有所约束,即关联实体员工不得选择性投资已经成熟的业务,表决权行使由专门管理机构集中负责,限制员工独自行使表决权或决策权。如不满足上述条件,则不构成《证券法》意义上“员工持股计划”,相关人员按实际人数穿透计算,仍不能豁免注册义务。

(编辑:韩励豪)

[43] 参见国资委:《推进国有企业改制 规范职工持股行为——〈关于规范国有企业职工持股、投资的意见〉答记者问》,载国务院国有资产监督管理委员会网站,<http://www.sasac.gov.cn/n2588035/n2588320/n2588335/c4258655/content.html>,2020年11月24日访问。