

# 上市資訊

2018年5月号（总第23期）

发行上市中心

2018年5月4日

## 目录

### 【发行信息】

股票发行上市信息

债券发行上市信息

### 【交流动态】

杨浦区金融干部和拟上市企业走进上交所

佛山市南海区金融干部和拟上市企业走进上交所

江西省金融干部和拟上市企业走进上交所

### 【市场前沿】

境外若干市场上市公司不同投票股权结构規制简介

### 【课题研究】

中美贸易摩擦影响简析

### 【检查实务】

IPO核查中销售价格检查方法的思考

## 【发行信息】

### ■ 股票发行上市信息

#### 1、股票发行融资情况

截至4月30日，今年上交所IPO上市企业25家，募集资金259.90亿元，股票再融资企业112家，募集资金2275.34亿元。

#### 2、在会审核企业情况

截至4月30日，证监会按周公布的主板、中小板、创业板在审企业共计323家。其中，上交所在审企业159家，深交所在审企业164家（中小板49家、创业板115家）。

#### 3、新增IPO申报情况

截至4月30日，今年新增IPO申报企业共计17家，其中，上交所7家，深交所10家（中小板2家、创业板8家）。

### ■ 债券发行上市信息

#### 1、公司债发行情况

截至4月30日，本所2018年已完成公司债累计发行411只，发行金额5005.50亿元。

#### 2、资产支持证券发行情况

截至4月30日，本所2018年已完成资产支持证券挂牌116只，发行金额2372亿元。

#### 3、债券上市情况

截至4月30日，本所各类债券挂牌数量已达10674只，比去年底增加288只，增幅2.77%；债券托管金额已达7.55万亿元，比去年底增加1386亿元，增幅1.87%。

## 【交流动态】

1、2018年4月27日，借伯特利上市契机，由杨浦区金融办主任宋南晖带队，杨浦区机关干部、宁波银行及企业高管一行50余人，赴上交所学习交流。学员们首先观摩了伯特利上市仪式，并参观了证券历史陈列室。随后，发行上市中心总经理魏刚对学员的到来表示欢迎，金融办宋主任介绍了杨浦区资本市场情况。发行上市中心、债券业务中心专家就审核发行最新动态及债券业务知识进行了专题培训。（供稿人：王新苗）

2、2018年4月26日，借南海区企业文灿股份上市契机，由中共佛山市南海区委员会副书记李军带队，南海区领导干部及企业高管一行60余人，赴上海证券交易所学习交流。上海证券交易所发行上市中心副总经理官万炎对参与走进上交所的政府干部与企业家表示欢迎，发行上市中心专家就当前资本市场总体形势做了讲解，并和大家进行了交流。（供稿人：周宇）

3、2018年4月17日，借沃格光电上市契机，江西省金融办组织江西金融干部及重点企业高管约80人走进上交所。学员们首先观摩了沃格光电上市仪式，并参观了交易大厅。随后，江西省金融办资本市场处副处长李楠介绍了江西资本市场发展的有关情况。上交所资本市场研究所所长施东辉就中国经济：趋势、周期和时代做了深入浅出的解读，发行上市中心专家就当前资本市场形势与机遇、审核发行最新动态做了详细讲解。培训期间，学员们还实地参观了风语筑。（供稿人：张冯彬）

## 【市场前沿】

# 境外若干市场上市公司不同投票股权架构規制简介<sup>1</sup>

上交所法律部 武俊桥 姜沅伯 滕玉琳

美国是允许上市公司实施双层股权架构的典型市场，监管机构和交易所对其限制较少，但市场约束机制发达，实践中上市公司章程或招股书中对超级表决权有限制，以平衡控股股东与小股东权益。日本于 2008 年放开双层表决权架构限制。近年，新加坡、香港为满足科技创新等新经济企业上市，探索放开“一股一权”严格限制，但在制度上进行较多限制。

## 一、美国市场

### （一）規制要点

美国从 1900-1920 年间不加限制，到 1925-1980 年代以纽交所为代表的原则禁止，再到 1988 年至今有限制允许三阶段。

目前，对 IPO 及上市公司双层表决权进行规范的，主要是 1994 年 SEC 敦促纽交所、纳斯达克、美国交易所共同采用的表决权规则。主要内容是：已注册并公开交易的普通股股东表决权不得以任何方式被减少或限制。被禁止的方式包括但不限于公司所采取的任何发行或其他行为，如采用基于持有时间的表决权方案、限制表决权方案、发行超级表决权等。根据该规则：

---

<sup>1</sup> 文章为精简版，如需全文，请与发行上市中心联系。

一是公司在首次公开发行前和首次公开发行时，可以发行表决权不同的股票。此后的路演和招股说明书中，公司应当对此进行说明，并充分披露不同表决权架构、限制以及对公司并购、公众投资者权益的影响。公众股东自判风险，做出决策。

二是公开发行并上市后，不得再发行含有更高类别的表决权股份。换句话说，公司上市时，没有采用双层表决权架构的，上市后不得再采用双层表决权架构；公司上市时已采用不同表决权架构的，可以继续发行不超过现有表决权架构的股份，但不得因此导致普通股东表决权股份比例降低。

三是公司上市后可发行较低表决权的股份。其中最为典型的是优先股。由于发行较低表决权的股份，不会稀释现有股东表决权，且还会增加公司可用资金，因此股东们往往支持。

四是事先要向交易所咨询。违背交易所对双重表决权的有关规则将成为公司上市的障碍，因此交易所上市规则要求含有双重表决权的公司应在上市前向交易所进行咨询。

## （二）市场实践

美国上市公司除了遵守各交易所有关双层表决权架构的少量规定外，大多数也在章程等相关文件中，从多方面对差异表决权实施限制，以保护普通表决权股东权益。主要限制包括：

一是**转让限制**。如持有超级表决权的股东及其关联人转让给非关联人的，或者在规定限期内转让给非关联人的，表决时一般应当一股一权。大多数美国上市的中概股都做了规定，如

百度、京东的招股书都明确：持有 B 类股份的股东将其持有的股份转让给非关联人的，B 类股份立刻自动转换为 A 类股份。

**二是最低持股数量。**一般招股书明确公司创始人或核心人员至少持有规定比例或数量的超级表决权股份，否则超级表决权股份自动转换为普通投票权股份。如百度规定，当公司 CEO 李彦宏及其关联人合计持有已发行 B 类股份比例低于所有已发行 B 类股份 5% 的，所有 B 类股份将立刻自动转换为 A 类股份；汽车之家将持股数量下限定为所有类别股份总数的 39.3%。阿里巴巴则要求公司合伙人至少持有入伙时 40% 的股份。

**三是控制权变更。**招股书明确公司控制权变更或类似情形的，超级表决权股份自动转换为普通表决权股份。如汽车之家明确，若公司控制权有变，所有投票权股份自动转换为一股一权的股份；京东规定，B 类股东向非关联人转让其大多数有表决权的流通股份或其表决权，或出售所有或绝大多数资产时，B 类股份将立即自动转为等量的 A 类股份。

**四是已发行股份下限。**一般超级表决权股份减少至一定比例，自动转换为普通表决权股份。如迈瑞医疗规定，超级表决权股份低于 20%，LinkedIn、Zynga 规定低于 10%，将自动转换。

**五是股东投票决定。**如规定超级表决权股东多数投票赞成，即可进行转换。如 Facebook 规定，须大比数超级表决权股东通过)；Groupon 规定须 66.6% 超级表决权股东通过。

**六是重要事项“一股一票”或者分类表决。**如阿里巴巴规定，

与公司控制权转让、并购相关的事项，合伙人和普通股东具有同等的权利。京东规定，章程修改、关联交易等重要事项表决，要经过普通表决权股东多数和所有股东表决权多数通过。

**七是日落条款。**一般规定创始人退休、丧失工作能力或去世，或到特定日期，超级表决权股份将自动转换为普通表决权股份。如京东规定，刘强东不再担任董事、CEO时，全部B类股份全部立即自动转为等量A类股份。如Groupon规定，于发行五年后超级投票权丧失。

## 二、新加坡市场

2003年以前，新加坡公司法一直严格要求“一股一权”原则，禁止公司采用差异化股权架构。2003年，新加坡公司法修改删去了对公众公司非上市子公司的双重表决权限制。2015年8月，新加坡公司法作出修改，第64A条取消了对公众公司一股一权的限制，允许公众公司发行包含不同表决权的股票。但为了防止滥用双层股权结构损害公众投资者权益，也加入了一系列的限制措施，以保护当前和未来公众股东的权益：

**一是**公司发行包含不同表决权股票(特别包含超级表决权股票)事项须经股东大会不少于三分之二绝对多数的表决通过。

**二是**在提出发行超过一种类型普通股提案时，须提供一份关于每种类型股票投票权特别说明以供股东大会表决时参考。

**三是**公众公司发行股票的种类及包含投票权的数量必须要在公司章程中清晰载明以便投资者充分了解不同的表决权。

四是持不含投票权(non-voting shares)股票的股东对有关公司解散事项和改变该类股票其他权利的事项可进行投票表决。

2017年2月16日，新加坡证券交易所SGX发布《关于双层股权架构未来监管框架的咨询文件》，就允许含有双重表决权架构公司上市的可能性进行了讨论。该文件认为，若允许其上市，应附加一定的限制条件，具体建议措施包括：

一是关于发行人的限制。一股一权仍是默认股权架构，双层股权架构上市须有基于新交所全面评估后令人信服的理由。新交所初评通过后，由上市咨询委员会复核。具有一定规模、符合主板上市要求的上市申请人，可以实施差异化表决权架构。现存的同股同权上市公司不得转化为差异表决权架构公司（不论股东大会是否批准）；公司市值不低于5亿新加坡元（24亿人民币）。申请人应当满足一定程度的成熟投资者持股比例要求，即不低于公众持股量要求的90%，如：（1）市值在5亿-10亿新元的，成熟投资者持股比例不低于13.5%；（2）市值在10亿新元以上的，成熟投资者持股比例不低于10.8%。

二是对超级表决权股东的限制。超级表决权股东须包含执行总裁、首席执行官或相当职位。公司上市时确定不同的表决权架构，不可上市后进行调整。一般情况下，股份出售、转让，丧失管理身份，不同投票权失效；如果执行总裁、CEO或相当职务者丧失管理身份，全部不同投票权均失效，双层股权架构终止。除供股外，禁止在上市后发行差异表决权股份融资。



**三是普通表决权股东权益保护措施。**表决权最大差异比例为普通表决权的 10 倍。可设置自上市后五年期限的日落条款，除时间外还可考虑其他触发因素，如改变主营业务、不同投票权比例降特定比例，都自动丧失超级表决权。此外上市规则可要求不同表决权股东与发行人和受托人间签署 **Coat-tail** 协议，应是事先经新交所审查。协议一般约定，不同表决权股东不得出售其股份，除非同时向普通股东发出收购要约，价格不低于向不同投票权股东发出的最高价，且不得附加条件。

**四是强化公司治理。**董事会要具备独立性：提名委员会、薪酬委员会和审计委员会的多数成员包括主任须独立，若主任不独立，则须一半以上董事独立，若主任独立，则须三分之一以上董事独立。董事会成立风险委员会，至少由三人组成，多数成员包括主任须独立。独立董事选举时实行一股一票，批准发行差异化表决权的股东会决议应当以特别多数的方式作出。公司应当在章程和各种文件中明确表述不同种类股份的权利。

**五是强化公司信息披露。**双层股权结构公司须采用不同的证券代码标记。招股说明书年报披露不同投票权风险及不同投票权股东身份，年报中要持续披露不同投票权股东身份，会议通知披露不同类别股东的投票权。

### 三、香港市场

为吸引优质上市资源，联交所 2014、2015 年连续发布咨询文件，讨论允许含有不同投票权体系的公司上市的可能性。2017

年6月16日联交所发布设立创新板的咨询文件，提到香港拟设立的创新板允许“采用非传统管治架构的公司”。2017年12月15日联交所发布设立创新板的咨询总结，拟修改《主板规则》允许不同投票权架构的创新产业公司在主板上市。2018年2月23日，联交所就新兴及创新产业公司上市制度征询市场意见，适用对象之一就是拥有不同表决权架构的高增长及创新产业公司。但为保护投资者，咨询文件从发行人、超级表决权受益人、保障措施等三方面，对超级表决权进行了限制。

### （一）严格限定发行人资格

发行人必须是高市值创新产业行业、业务成功并得到外界认可的新上市申请人。

一是高市值。市值至少100亿港元，如低于400亿港元，要求在最近一个经审计会计年度录得不少于10亿港元收入。

二是创新产业。申请人必须为具备多于一项如下特点的新经济公司：（1）能证明公司成功营运有赖其核心业务应用了新的科技、创新理念、业务模式，亦令该公司有别于现有上市公司，与众不同；（2）研发将为公司贡献一大部分的预期价值，并以研发为主要业务及占去大部分开支；（3）能证明公司成功营运有赖其专利业务特点或知识产权；（4）相对于有形资产总值，公司的市值/无形资产总值较高。

三是业务成功。申请人能提供证明业务高增长的记录，可利用业务活动、用户、客户、单位销售、收入、盈利及/或市场

价值（如适用）等营运数据客观计量，证明高增长轨迹可持续。

**四是外界认可。**需得到资深投资者（包括金融机构）提供有意义的投资（不只是象征式投资），上市时的总投资额最少有**50%**要保留至首次公开招股后满六个月（个别投资者或要符合最低投资水平除外），分拆上市除外。

## **（二）严格限定超级表决权股东资格**

允许新上市申请人实施不同表决权架构，拥有超级表决权的股东必须是对公司业务增长有重大贡献且上市时及以后一直担任公司董事的个人；同时，超级表决权股东上市时合计持股至少**10%**但最多不超**50%**，且超级投票权因规定原因自动丧失。

其中自动丧失超级表决权情形包括：（1）身故；（2）不再为董事；（3）被联交所视为失去行为能力；或（4）被联交所视为不再符合《上市规则》有关董事规定；（5）股份转让给他人。

## **（三）普通表决权股东权益保护特别措施**

**一是上市后不得提高不同投票权的比例。**不得提高已发行的不同投票权比重，亦不得增发任何不同投票权股份，但供股或公开发售等按比例向全体股东发售股份，可按比例认购不同投票权股份维持投票权。

**二是普通表决权股东最低表决权比例及超级表决权倍数限制。**不同表决权上市发行人的普通表决权股东，拥有可于股东大会上就议案投票的合资格投票权不少于**10%**，且必须有权召开股东大会或在议程上提呈议案。超级表决权股份的表决权不

得超过普通表决权股份的 10 倍。

三是重大事宜“一股一票”表决。对普通表决权股东权益影响较大的下列重要事宜须按“一股一票”投票表决：（1）修订公司章程，（2）委任或罢免独立非执行董事，（3）委聘或辞退核数师，（4）任何类别股份所附带权利的变动，（5）发行人清盘。

四是强化信息披露和公司治理。强化信息披露包括：股份代号独特标记、在上市文件及公司通讯中风险揭示内容等。强化公司治理内容包括：强制发行人设立由独立非执行董事组成的企业管制委员会，以检视、监察及申报发行人是否有遵守不同投票权保障措施；要求发行人一直聘用合规顾问，就是否遵守不同投票权保障措施及相关规则提供意见。

五是其他保障措施。普通表决权股东权益保护措施须在公司章程中作出规定，便于普通表决权股东通过民事诉讼强制发行人执行；超级表决权股东须向发行人承诺尊重普通表决权股东权益保护措施。港交所将通过执行《上市规则》方式，对违反普通表决权股东保护规定的发行人及超级表决权股东惩戒。

## 四、日本市场

### （一）日本公司法原则上允许差异表决权架构

日本公司法曾严格奉行“一股一权”原则。后来通过建立股份单元制度和种类股制度，实质上允许设立差异化表决权结构。

一是股份单元（**share units**）制度。2001 年公司法修订，在第 188 条建立了股份单元制度。日本公司可在章程中规定，

由一定数量的股份组成一个股份单元，每一个股份单元享有一个表决权。同时，日本公司法并未禁止发行两种包含股份数量不同的股份单元。日本法务省规定，每一单元所含股份不得超过 1000 份以及已发行股份总数的 1/200。

**二是种类股制度。**经 2001 年、2005 年两次公司法修订。日本公司法明确规定股份公司可就不同事项，如表决权受限制的股份、附特定事项否决权的股份发行不同内容的两个以上不同种类股。发行表决权范围受限制股份或附特定事项否决权股份，应当在章程中规定该类股可发行的总股数、可行使表决权的事项或需经过种类股股东会表决的事项及相应的权利行使条件。同时还规定，若公众公司发行的限制表决权股数量超过已发行股份总数的二分之一，则须采取必要的更正措施。

## **（二）东交所对差异表决权架构规定了限制措施**

2008 年以前，东京证券交易所（TSE）不允许任何包括特殊投票权结构的公司上市。为满足上市公司对防范敌意收购的需要，2008 年 TSE 修订上市规则，允许公司在 IPO 中设置差异化表决权结构。但为防范差异化表决权弊端，TSE 逐步规定了限制性措施和上市审查要求。目前上市规则相关制度内容如下：

**一是差异化表决权必要性与适当性审查。**东交所在上市审查环节将对差异表决权的必要性和适当性进行审查，审查原则是要保证某（些）人持续参与公司运营的差异化表决权架构从普通股东利益角度看应具有必要性，且该架构对于实现其必要

目标而言是适当的。若东交所认为对普通股东权利造成了不当限制，则不得在该交易所上市。

**二是内部人控制受到限制。**使用差异表决权架构的主要目的不应为维护董事会的地位或用作反收购措施，以避免公司完全由内部人所把控，否则将无法通过交易所审查。

**三是股份转换机制。**当差异表决权股被转让，或者其持有人原有身份丧失、死亡时，差异表决权股自动转换为普通股。若差异表决权架构之必要性丧失，则差异表决权股份全部转为普通股份。公司章程应表明，若公司被以极小比例（**extremely small ratio**）股本控制，则无表决权股份或小额表决权股份的安排会被解除。2014年TSE将股份转换条款改为章程必备条款。

**四是利益冲突防范机制。**公司应当具有良好的内控规则，如听取管理层之外独立第三方意见的规则，从而防范不同种类股东间的利益冲突。

**五是普通股东保护措施。**公司应当制定对普通表决权股东的具体保护措施，特别是在公司与其母公司、控股股东和其他关联人进行交易时。

**六是信息披露机制。**发行大额表决权股份的目的、必要性与计划安排应当在首次上市申请文件中充分披露。

2014年首家采用差异化表决权架构的公司 **Cyberdyne** 在TSE成功上市。**Cyberdyne** 是由筑波大学教授 **Sankai** 设立的一家知名的外骨骼机器人制造公司，**Sankai** 教授的革命性技术与

持续性奉献是公司的关键。Cyberdyne 共发两类股份：1085 万份 A 类股票和 777 万份 B 类股票，B 类股票由 Sankai 及其基金会持有。其中，每 100 份 A 类股票和每 10 份 B 类股票均为一个股份单元，每 1 个股份单元享有 1 表决权。因此，Sankai 教授所持有的 41.7% 股权比例的 B 类股票获得了 87.7% 的表决权。

为符合 TSE 的监管要求，Cyberdyne 章程规定：一是“打破”条款，当外部要约收购者获得股份比例（A 类股份与 B 类股份同等算入）达 75% 时，B 类转换为 A 类股票；二是日落条款，当 Sankai 教授不再担任公司高管时，以及 Sankai 教授退休后每过五年，要履行全体股东意愿确认程序，经三分之一以上股东（此时 B 类股份的股份单元视为 100 股）的三分之二以上表决权同意，B 类股份全部转为普通股份；三是股份转换条款，B 类股东以外第三人取得 B 类股份或者 B 类股东去世时，该部分 B 类股份转换为 A 类股份，在公司因换股交易被合并或成为全资子公司时，B 类股份无须经股东大会同意即自动转为普通股份；四是关联交易约束条款，成立一个由外部董事和审计师组成的特别委员会，对于公司与 Sankai 教授或其基金会的交易，应由该委员会决策通过；公司与筑波大学进行交易也须与筑波大学无关联之董事（半数以上为独立董事）的批准；五是普通股东保护条款，在股份拆分合并、单元股数变更、无偿分配股份或供股时，A 类股份与 B 类股份应同等对待。（摘编：张冯彬）

## 【课题研究】

# 中美贸易摩擦影响简析<sup>2</sup>

上交所资本市场研究所 缪斯斯 张克菲

特朗普上任后，“美国优先”的贸易保护主义倾向明显加重，美国挑起的贸易保护争端逐渐升级。特朗普自上任以来，对华贸易频繁打出“双反”（反倾销、反补贴）等贸易救济牌，利用本国贸易法对华发起“337 调查”、“301”调查和“201”调查等非常规性贸易救济调查。中美贸易摩擦表面上是贸易失衡问题，但更深层次是两国在全球经济、政治领导权的较量。因此，本轮中美贸易摩擦将会持续发酵，具有长期性和战略性特点。

### 一、中美贸易摩擦的基本情况

#### （一）本轮中美贸易摩擦发展过程

2017 年以来，中美双边经贸摩擦逐渐升级。2017 年美国发起针对中国贸易救济立案达 25 起，对华开展贸易调查 27 起。

2018 年以来，特朗普贸易保护主义政策持续发力。1 月 22 日，美国宣布对进口大型洗衣机和光伏产品分别采取为期 4 年和 3 年的全球保障措施，并分别征收最高税率达 30%和 50%的关税；2 月 14 日，对进口中国的铸铁污水管道配件征收 109.95%的反倾销关税；2 月 27 日，对中国铝箔产品厂商征收 48.64%至 106.09%的反倾销税，以及 17.14%至 80.97%的反补贴税；3

---

<sup>2</sup> 文章为精简版，如需全文，请与发行上市中心联系。



月 8 日，对进口钢铁和铝分别征收 25%和 10%的关税；3 月 22 日，根据对华“301 调查”报告，特朗普签署备忘录，认定中国存在伤害美国知识产权、创新和技术转让的政策、规定、行为，将对从中国进口约 500 亿美元商品大规模加征关税，向 WTO 投诉中国的歧视性许可做法，并限制中国企业对美投资并购；4 月 3 日，美国贸易代表办公室（USTR）发布了对中国产品征收额外 25%关税的清单建议，包含约 1300 个独立关税项目，涉及航空航天、信息和通信技术、机器人和机械等行业。

3 月 23 日早上，中国商务部发布了针对美国进口钢铁和铝产品 232 措施的中止减让产品清单并征求公众意见，拟对自美进口部分产品加征关税，以平衡因美国对进口钢铁和铝产品加征关税给中方利益造成的损失。4 月 2 日，中国对原产于美国的 7 类 128 项进口商品中止关税减让义务，对水果及制品等 120 项进口商品加征 15%关税，对猪肉及制品等 8 项进口商品加征 25%关税。针对美国近日公布的 301 关税清单，中国再度发出警告，将立即将美国这一错误做法诉诸 WTO 争端解决机制，并对美产品采取同等力度、同等规模的对等措施。

## （二）本轮中美贸易摩擦焦点：301 调查

美国贸易争端手段分为两类：一类是 WTO 多边规则下的贸易救济（remedy），包括反倾销、反补贴等；另一类是依据美国国内贸易法相关条款采取的贸易调查（investigation），包括 337 调查、232 调查、201 调查等。本轮焦点是 301 调查，该调

查成形于美国《1974年贸易法》第301条。按规定，美国贸易代表可对贸易伙伴的法律、政策或做法进行调查，决定或报经美国总统决定是否采取提高关税、限制进口、取消免税待遇或停止执行有关协定等报复措施。经多次修订，301调查衍生出超级301和特别301调查，其中，超级301调查针对贸易自由化领域；特殊301调查针对知识产权保护 and 知识产权市场准入。

美国301调查于2017年8月展开，主要针对中国伤害美国知识产权、创新和技术转让的政策、规定、行为。调查内容包含四方面：（1）中国政府是否强迫美国企业转让技术；（2）是否削弱美国企业在华技术谈判能力；（3）是否直接或间接不公平地帮助中国企业收购美国先进技术与知识产权；（4）是否非法侵入商业机密等。本次美国对中国的调查超出了知识产权保护本身，涵盖了中国技术贸易、技术管理以至国家技术发展战略的诸多政策、措施与做法。因此，美国采用一般301程序进行调查。本次301调查有三大特点。一是301调查指控全部指向技术领域，技术领先优势和产业竞争优势被削弱是美国的主要担心。二是301调查的指控全都指向政府干预问题，美国认为中国政府主导经济是削弱美国技术优势的主要不公因素。三是301调查的指控大多不涉及现有具备约束力的国际规则，或仅涉及少数存争议规则，调查采用301（b）款调查程序。在这一程序下，不必要求被调查方有违反国际规则行为，只要美国认为其采用“不合理”和“歧视性”措施有损美国利益，就可进行调查。

## 二、中美贸易摩擦的起因分析

深层原因在于中美两国在全球经济、政治领导权的较量。当前，中国已发展成全球第二大经济体，高端科技制造领域快速崛起，已对美国构成威胁。美国希望通过限制中国出口，遏制中国在高科技领域的发展，维护自身在全球的领导地位。

### （一）经济因素

一是中美贸易严重失衡引发贸易摩擦加剧。中美贸易长期处于中国货物贸易顺差、服务贸易逆差的格局，且商品逆差巨大，服务顺差微小。随着中国制造能力的提升和比较优势的发挥，中国自 2000 年开始替代日本成为美国最大的贸易逆差来源国。2017 年，美国贸易逆差达 5684 亿美元，同比增长 12.6%，其中，货物贸易逆差达 8112 美元，增长 7.8%，创 2009 年以来新高。据美方统计，2017 年美国对华货物贸易逆差 3752 亿美元，占美国货物贸易逆差的 46.3%，排名第 1 位，高于排第 2 位至第 9 位的 8 个国家之和（44%）；对华服务贸易顺差 385 亿美元，增长 1.2%，占美国服务贸易顺差的 15.9%，排名第一位。

二是中国技术追赶对美国构成威胁。中国在高新技术领域发展呈追赶态势，且在多项指标位居全球前列，挑战美国的技术领先地位。在科学与工程技术方面，中国科学与工程学位授予量超越美国。根据最新估算，全球科学与工程第一大学学位授予量中，有近一半属于中国（22%）与印度（25%）。在研究与开发绩效方面，中国研发支出投入已超越欧盟，成为全球仅

次于美国的第二大研发支出国。2017年，中国研发经费投入总量达1.75万亿人民币，同比增长12%；研发经费投入强度(研发经费与国内生产总值之比)为2.12%，较上年提高0.01个百分点。在专利申请数量方面，中国专利申请数全球领先。世界知识产权组织2017年底发布的《世界知识产权指标》报告显示，中国国家知识产权局受理的专利申请量超过130万件，超过了美国、日本、韩国及欧洲专利局总和。中国有望在未来3年内成为全球第一大国际专利申请国。在风险投资资金流向方面，近年来中国对风险投资资金的吸引力快速上升。2014年以来，中国已超越欧盟成为全球仅次于美国的第二大风险投资资金吸引国。在高新技术产出规模方面，自2011年以来，中国超越欧盟成为全球最主要高新技术产出国。截至2016年，中国高新技术产出规模占全球比重达32%，高出欧盟12个百分点。在美方看来，处于上升期的中国对美国技术领先地位已构成威胁。

## (二) 政治因素

一是对华鹰派官员上台导致对华政策转向。特朗普自从当选美国总统以来，一直高喊“美国优先”口号，倡导贸易保护的单边主义。2016年12月，特朗普组建白宫国家贸易委员会，并任命纳瓦罗为委员会主席。纳瓦罗鼓吹对中国征收43%的高额关税，甚至渲染“中美战争”。近期，特朗普内阁经历重大人事变更，对华鹰派官员接连上台，对中美经贸关系产生重要影响。2018年3月13日，特朗普宣布解除蒂勒森的国务卿职务，

由现任中情局局长蓬佩奥接任。蓬佩奥与特朗普观点一致，认为中国是美国最大竞争者。3月22日，约翰·博尔顿取代麦克马斯特担任总统国家安全事务助理，对外政策十分强硬，属于战争鹰派。可看到，鹰派官员的上台不仅意味着特朗普团队重新进行权力洗牌，也意味着特朗普团队的对华政策将全面转向。

二是特朗普为中期选举和竞选连任做铺垫。2018年是美国国会中期选举年，5月将进入中期选举密集投票期，11月将迎来国会中期选举。特朗普意图打“贸易保护牌”拉票，以继续维持共和党在参众两院优势地位，谋求在2020年美国大选中连任。特朗普认为，不断扩大的贸易逆差，意味着美国不断缩减就业岗位。为中期选举造势，特朗普通过对华展开贸易争端的激进方式来提升政绩，兑现竞选时承诺的“美国利益至上”原则。

三是中美政治意识差异较大。中国自2001年加入WTO以来，一直未获得美国、欧盟、日本等国承认的市场经济地位。西方国家认为，将中国引向市场经济，中国就会自然走向西方的民主。然而，加入WTO后，中国仍未充分践行市场原则，对经济造成根本性扭曲。特别是近期中共十九大的召开、宪法修改以及党和国家机构改革等事件，进一步确立了中国共产党的领导是中国特色社会主义的根本，建立了中国新时代的发展方向，与西方民主国家的理念背离，与美国倡导的“西方游戏规则”不一致。这种意识形态上的差异导致中美双方在南海冲突、一带一路、台湾问题等方面的摩擦加剧。

### 三、本轮中美贸易冲突的影响分析

#### (一) 对宏观经济影响

一是对整体经济发展的影响。去年以来，中国对外贸易复苏明显，成为拉动经济增长的重要动力。2017年，我国进出口金额为4.1万亿美元，同比增长11.4%，为近年来新高；其中出口总额为2.3万亿美元，同比增速为7.9%。从三大需求对GDP贡献率来看，2017年我国最终消费支出、资本形成总额和货物与服务净出口三项的贡献率分别为58.8%、32.1%和9.1%，其中，消费和投资的贡献率较2016年明显下降，对外贸易对经济增长的贡献率明显上升。据海关总署数据，2017年中国对美国出口金额达4297亿美元，占总出口金额的19%。中国的对外非金融类直接投资1200亿美元，其中对美投资78亿美元，占总金额的6.5%。尽管从额度来看，500亿美元的贸易额仅占中国总出口金额的2%，但中美贸易摩擦的影响不仅局限于出口本身，出口一旦大幅下滑将扭转市场对中国整体经济增长的信心，在极端情况下将引发大量外商直接投资(FDI)撤离中国。此外，如果贸易顺差显著萎缩，基于货币投放基础的外汇占款将下降，引发国内流动性紧缩。如果与投资增速下行、金融监管趋严三者相互叠加，经济增长将面临较大的下行压力。

二是对中美汇率走势的影响。如果中美贸易摩擦持续升级，将不可避免动摇全球对人民币汇率的信心，迫使中国不得不通过消耗外汇储备稳定人民币汇率，以冲抵中美贸易下降的影响。

国内核心资产的估值也将受到损失，人民币汇率的压力还将会传导至国内通胀率，引起国内市场波动加剧。

**三是对国内通货膨胀的影响。**中国若对美国发起更大范围的农产品制裁，在当前农产品价格低位情况下，国内及国际农产品价格或将上涨，并进一步助推国内通胀，给中国经济带来滞胀压力。随着工业化城镇化快速发展，中国对农产品需求刚性增长。2017年中国大豆产量为1455万吨，大豆进口量为9553万吨，进口量占总消费量的86%，其中，约35%进口大豆来自美国。考虑到大豆是我国畜牧业主要饲料来源之一，大豆价格上升可能导致国内肉制品价格显著上升，进而推高中国通胀。

**四是对行业的影响。**贸易战首先影响针对中国计划加征25%附加关税的行业，尤其是航空航天、信息及通信技术、机械领域。技术密集型行业将受严重冲击，比如交通行业中的航空产品、现代铁路、新能源汽车，新技术产品中的机电、电子、通信和信息技术。其他细分行业如纺织品、金属制品也将面临冲击。此外，对美出口占比较高的行业也会受影响。从2017年我国对美出口额行业分布看，机电、音像设备及其零件占比最高（46.20%），第二是杂项制品（11.88%），第三是纺织原料和纺织制品（9.88%）。从中国对美贸易顺差行业分布看，机电、音像设备及其零件，杂项制品，纺织原料和制品依旧居前列。

## （二）对资本市场的影响

中美贸易战开战后，全球金融市场进入避险模式，权益类

市场大跌。截至3月23日，美股全线大跌，道琼斯指数、标普500指数与纳斯达克指数分别大跌4.88%、4.78%与5.04%。3月23日，日经225指数收跌4.51%，创2月7日以来最大跌幅，香港恒生指数下跌2.45%。美国金融股和科技股大幅下挫，中概股受重挫，持续下跌至收盘。截至3月23日，京东下跌6.46%，阿里巴巴下跌7.78%，百度下跌8.68%，新浪下跌9.98%。腾讯单一最大股东南非投资企业 Naspers 宣布，计划出售至多1.9亿股腾讯股份，对腾讯持股比例将从33.2%降至31.2%。从全周来看，美股大跌，亚太股市共振明显。

短期看，贸易战对A股市场风险偏好冲击较大，会在一定程度上影响投资者从净出口层面对中国经济增长的判断，对短期市场情绪和风险偏好影响较大。由于此次贸易战主要针对新兴产业、制造业，因此将对相关板块形成冲击。长期看，全球权益类资产波动将加剧。如果摩擦持续升级，可能导致投资者对经济增长的担忧加剧，进而恶化风险偏好，对市场造成冲击。如果美国提升贸易壁垒，大概率会推高通胀水平。这一情况的结果会进一步加大今年全球权益资产波动率，从而导致流入股票市场包括A股资金会减少，甚至流出。对于国内债市而言，风险偏好下降利好市场。但现在仍处在加息和去杠杆周期，流动性回归中性和控制杠杆上升仍是主要政策目标，且今年美国应该还有两次加息，所以债市仍将是震荡市。（摘编：张冯彬）



## 【检查实务】

# IPO 核查中销售价格检查方法的思考<sup>3</sup>

上交所监管执行部 杨颖

在 IPO 企业现场检查工作中，对收入循环的核查十分重要。而销售价格的确和计量是收入循环的重要环节，销售价格也是反映交易公允性和企业定价能力的重要信号，基于此，本文探讨了 IPO 核查中对销售价格进行检查与运用的方法。

### 一、在 IPO 核查中运用销售价格检查方法的原因

销售价格是收入计量的基础，在首发企业现场检查中对销售价格进行检查和分析，有助于提升收入循环检查的成效，这主要基于以下两个方面的原因：

第一，当销售合同含有价格折扣、价格调整、奖励积分等特殊商业条款时，销售的名义价格与收入计量的实际价格可能存在差异。实务中，企业在进行收入计量时，往往未能考虑这些特殊因素，由此导致收入未能真实反映企业的盈利能力。因此，在现场检查中，当企业销售存在类似的特殊价格条款时，需要对销售价格进行核查，以验证收入计量的准确性。

第二，检查工作不同于审计工作，需要在有限的时间内迅速明确检查重点，并对重点风险领域实施穿透式核查。销售价格是反映销售业务商业合理性和企业定价能力的重要信号，因

---

<sup>3</sup> 文章为精简版，如需全文，请与发行上市中心联系。

此在现场检查中对销售价格进行变动趋势分析、同行业对比分析、分客户或产品类型对比分析，有助于识别虚增合同单价、毛利率异常、潜在关联交易等情况，并进而通过分析收入舞弊或经营信息披露不合规的风险，明确拟检查的重点。

## 二、核查收入确认时计价的准确性

核查收入确认时对销售价格的计量是否准确，是检查收入计量金额准确性的重要手段。检查人员应当在了解企业销售定价政策的基础上，检查企业是否对价格折扣、价格调整做出了准确的会计处理，是否对关联销售按公允价格计量。

### （一）了解销售定价政策及其执行情况

通过了解企业定价政策及其执行情况，可从整体上判断企业对销售价格计量不准或利用价格调整收入和利润的可能性。

**第一，了解产品定价机制及执行情况。**获取企业的价格管理制度，并与管理层及重要岗位业务人员访谈，了解企业对不同客户和产品类型的定价策略、关于产品销售价格的制定和调整过程的审批流程、销售部门与财务部门之间对销售价格信息的传递制度、财务部门进行收入账务处理的价格依据等。对比书面制度与访谈了解的情况是否存在矛盾，关注是否存在随意调整价格、价格信息传递不畅的异常情况。

**第二，了解与客户协商定价的方式。**向管理层了解企业与重要客户协商确定产品价格的过程；核查重要客户销售合同中的价格条款，关注价格条款中是否存在价格折扣、折让或对已

售出产品进行价格调整的特殊条款，关注双方对销售价格的最終确认方式等；核查销售相关的补充协议，关注是否存在交易完成后，对销售价格进行后续调整的情况。

## **（二）核查对价格折扣的处理情况**

当企业销售业务中存在较多价格折扣时，检查人员应当首先关注价格折扣是否真实、合理，是否利用价格折扣转移收入，然后检查价格折扣的计算和会计处理是否准确。

**第一，核查价格折扣的真实性。**查阅销售合同中有关价格折扣的具体条款或交易双方关于价格折扣约定的具体文件；抽查大额折扣是否经授权批准，是否合法、真实；核查价格折扣是否及时结算、是否最终提交给客户或从货款中扣除，关注有无虚设中介转移收入、私设账外“小金库”等情况。

**第二，核查价格折扣的合理性。**核实折扣发生的原因，并了解是否符合行业惯例和企业历史交易情况。

**第三，核查价格折扣金额计算与会计处理的准确性。**获取并复核折扣明细表的数据，并与明细账中的合计数核对是否相符；核查企业是否按扣除价格折扣后的金额确定收入金额，对于发生在资产负债表日后的价格折扣是否按照资产负债表日后事项的相关规定进行了处理；关注经销商模式下对经销商的价格折扣、返利等奖励金额是否充分、合理地计提。

## **（三）核查对已售出产品进行价格调整的情况**

通常情况下，交易双方在销售发生时即可确定销售价格，

但某些情况下，由于产品性质特殊或客户地位强势，交易双方会对已售出产品进行价格调整。由于销售发生时价格并未最终确定，企业按估计的销售价格确认收入，待销售价格最终确定后，再与客户结算暂定价与最终价之间的价差。现场检查中应当关注企业是否存在这种情况，是否进行了正确的会计处理。

第一，核查收入核算使用的销售价格和合同价格是否存在差异，及收入明细账中是否存在较多红字冲回等异常情况，分析企业是否对已售出产品进行售价调整。如存在，应查阅销售合同中是否明确约定对售出产品价格调整条款及结算方式，并向管理层了解企业对已售出产品进行价格调整原因及合理性。

第二，分析销售价格调整的经济实质。获取销售价格调整协议，了解价格调整发起方的意图及双方协商调整价格的过程，了解企业的审核流程及管理层对价格调整经济实质的分析；获取销售价格调整明细表，分析调价产品的特点，其中新产品或特殊产品的比例是否较高；分析产品销售时间和销售价格调整的时间差及其合理性；向审计师了解价格调整是否属于行业惯例。基于以上分析，并结合与企业管理层及中介机构的沟通，判断价格调整的实质是经营过程中的正常价格调整还是企业为维护客户关系替客户承担成本费用的行为。

第三，核查收入确认依据的暂估销售价格是否满足企业会计准则“收入的金额能够可靠地计量”的要求。了解企业选取暂估销售价格的依据，是否存在合理估计基础；获取各年度产品

价格调整明细表，核查历史交易中暂估销售价格与最终销售价格的差异是否较大，评估企业在历史期间是否作出了可靠估计。

**第四，核查暂估价格与最终价格之间差额的会计处理是否正确。**当各年度暂估价与最终价间差额较大、对各期间收入准确性影响较大时，检查人员需在对价格调整经济实质作出判断基础上，检查价格差额是否确认在正确的会计科目和会计期间。

#### **（四）核查关联销售价格的公允性**

根据《关联方之间出售资产等有关会计处理问题暂行规定》（简称《暂行规定》），上市公司与关联方之间的交易，显失公允的交易价格部分，一律不得确认为当期利润，应当作为资本公积处理。检查人员应当关注对关联方销售商品的价格是否公允，是否存在利用关联交易虚增收入的异常情况。当商品同时销售给关联方和非关联方时，比较同一产品销售中关联方和非关联方的销售价格差异，结合《暂行规定》，应按对非关联方销售的加权平均价格，作为衡量对关联方销售同类商品的价格是否公允的主要标准；当商品仅销售给关联方时，结合《暂行规定》，若销售价格超过产品账面价值 120%时，要进一步结合历史资料、同行业同类商品销售均价衡量价格的公允性。

此外，在检查关联销售价格是否公允时，应向管理层了解企业对关联方定价依据是否合理，并进一步结合关联交易的商业合理性、关联交易占销售额比重、是否同时向同一关联方采购和销售、是否存关联销售款项长期拖欠等情况进行综合判断。

对超出公允价值部分，应核查会计处理和信息披露是否合规。

### 三、利用销售价格分析收入舞弊风险

现场检查中，对产品的销售价格实施分析性程序，有助于分析企业虚增销售单价、虚构交易的风险。

#### （一）分客户进行销售价格的趋势分析和对比分析

第一，分析同一客户的销售价格变动情况。选取重要客户，抽查部分产品的入账价格与合同价格是否存在差异，若存在差异需要核实未按合同执行的原因及合理性；分析同一客户同一会计年度内各月平均销售价格的变动情况，是否存在年度内产品价格差异较大或存在多个销售价格的情况。若存在上述异常情况，检查人员需分别向管理层及具体业务人员了解销售价格变动的原因及合理性，价格的调整是否按内部控制制度履行了审批程序，分析是否存在企业与客户串通，在期末调高销售价格虚增收入、再以其他形式向客户返利的可能性。

第二，分析同一类型产品对不同客户的价格差异。选取公司的主要产品，分析同一或相近期间内，购买同一型号产品的同一类型客户在销售价格上的差异，并由此判断是否存在对某一客户的销售价格明显偏高或偏低的情况；比较报告期内就同一类型产品销售给不同客户的平均价格变动趋势，是否存在某一客户价格波动过大的情况。若存在上述异常情况，需要了解企业对该客户的定价依据，结合该客户的工商信息、实际控制人及管理层情况、经营情况等，分析是否存在关联销售非关联

化，利用潜在关联方虚构交易或虚增价格的情况。

## （二）分析母子公司之间销售的价格是否合理

虽然母子公司之间的销售会被合并抵消，但实务中仍然存在利用内部交易价格直接调节利润的情况。检查人员应当重点关注子公司是否以明显偏低的价格向母公司销售大量产品，通过了解定价的依据，分析是否存在利用子公司亏损，调节归属于母公司所有者的净利润和少数股东损益的情况。此外，还应关注是否存在享有税收优惠的一方高价销售给另一方，再由另一方对外销售，并进而通过内部转移定价避税的情况。

## （三）分析销售价格与毛利率变动情况

检查人员在分析主要产品平均单价与毛利率变动趋势是否匹配时，若发现销售价格持续下降，毛利率逐年上升的异常情况，应进一步分析毛利率上升是否有合理解释，如毛利率较高的产品销售占比上升或销售成本下降幅度大于价格下降幅度；若毛利率与价格反向变动无法合理解释，则需关注毛利率数据是否存在计算错误或是否存在其他舞弊因素导致毛利率虚增。

# 四、检查与销售价格相关的信息披露合规性

## （一）主要产品价格持续下降的信息披露

现场检查中，若主要产品销售价格逐年下降，应当检查产品价格下降是否与产品质量、工艺水平有关；比较分析企业与同行业主要企业产品价格变动情况，关注是否存在同行业主要公司产品价格未下降但发行人产品价格下降或发行人产品价格

下降幅度大于同行业主要公司的情况，了解企业的经营及市场环境是否存在不利变化的可能。基于此，核查企业在申报材料中是否披露了产品价格下降的情况、是否披露价格下降的真实原因、是否充分揭示可能的经营风险等。

## （二）对重要客户定价能力的信息披露

现场检查时，通过查阅销售合同、了解企业与重要客户的销售价格确定方式和历史交易情况、对重要客户进行实地访谈的方式，若发现某些客户在重要产品销售价格确定和调整过程中占主导权，则应重点关注企业对重要客户的定价能力，及行业内其他公司是否存在类似情况，以核查发行人是否对客户存重大依赖，是否在申报材料中准确、完整地揭示了信息或风险。

## 五、小结

收入循环的现场检查涉及销售真实性、收入确认与计量的准确性、销售款项收回情况等多个方面，而现场检查时间紧、任务重，如何利用有限的时间和检查资源快速、有效地识别收入循环的重点检查领域，值得检查人员深思。在销售与收款的整个流程中，销售价格的确定是重中之重，其能反映企业收入金额、定价能力、经营风险等多方面的信息。因此，本文提出了以销售价格为切入点实施收入循环检查工作的思路，包括在收入循环检查中对销售价格进行检查，并利用销售价格分析收入舞弊风险、检查信息披露合规性等，以期在常规检查程序基础上结合销售价格的作用，提升检查效率。（摘编：张冯彬）



## 【免责声明】

本刊所载文章观点仅代表作者个人观点，不代表上海证券交易所观点。在任何情况下，本刊所载文章不构成任何投资建议，不做出任何形式的担保，据此投资，责任自负。

本刊为内部参考资料，相关版权归上海证券交易所所有，未获得本所事先书面授权，任何机构和个人不得对相关文章进行任何形式的复制、发表或传播。如需引用或获得本所书面许可予以转载、刊发时，均须注明出处。

(本期编辑：张冯彬， 校对：王新苗)



服务创造价值



上交所企业上市服务

### 发行上市中心

联系人: 谢笑

电话: 021-68828602

邮箱: xxie@sse.com.cn

地址: 上海市浦东南路 528 号南塔 13 楼

邮编: 200120

传真: 68801288

送: 各地方政府、证监局、拟上市公司及相关中介机构