

# 上市資訊

2018年8月号（总第26期）

发行上市中心

2018年8月3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】

湖北省重点拟上市企业走进上交所

温州乐清市政企团走进上交所

招商银行与上交所签署战略合作备忘录并走进上交所

### 【市场前沿】

2018年上半年A股IPO审核形势分析

2018年上半年全球IPO市场形势分析

### 【监管动态】

沪市公司股权激励情况评估及相关政策建议

## 【发行信息】

### ■ 股票发行上市信息

#### 1、股票发行融资情况

截至7月31日，今年上交所IPO上市企业41家，募集资金681.66亿元，股票再融资企业178家，募集资金3970.15亿元。

#### 2、在会审核企业情况

截至7月31日，证监会按周公布的主板、中小板、创业板在审企业共计308家。其中，上交所在审企业146家，深交所在审企业162家（中小板55家、创业板107家）。

#### 3、新增IPO申报情况

截至7月31日，今年新增IPO申报企业共计69家，其中，上交所29家，深交所40家（中小板15家、创业板25家）。

### ■ 债券发行上市信息

#### 1、公司债发行情况

截至7月31日，本所2018年已完成公司债累计发行726只，发行金额8822亿元。

#### 2、资产支持证券发行情况

截至7月31日，本所2018年已完成资产支持证券挂牌225只，发行金额4137亿元。

#### 3、债券上市情况

截至7月31日，本所各类债券挂牌数量已达11122只，比去年底增加736只，增幅7.09%；债券托管金额已达7.83万亿元，比去年底增加4243.55亿元，增幅5.73%。

## 【交流动态】

1、2018年7月20日，湖北省上市办组织金融干部及重点拟上市企业高管28人，赴上交所参观交流。学员们首先观摩了长飞光纤上市仪式，参观了交易大厅及投教基地，随后又参加了拟上市公司专项培训。上交所上市公司监管二部的专家就最近IPO审核要点进行了细致分析。培训结束后学员们前往南京，参观上市公司亿嘉和，并与公司高管座谈。（供稿人：董贺）

2、2018年7月13日，上交所乐清服务站、乐清市金融办联手组织市内金融干部与拟上市企业高管约50余人“走进上交所”。考察团一行首先观摩了“密尔克卫”上市仪式。随后，上证金服相关负责人作了欢迎致辞，发行上市中心专家就资本市场现状、发展趋势、IPO形势及审核要点作了专题报告，债券业务中心专家对交易所债券市场和业务进行了专业解读，会后学员与专家进行了互动交流。（供稿人：葛托）

3、2018年7月6日，招商银行总行与上交所在上交所交易大厅签署了《招商银行与上海证券交易所战略合作备忘录》。根据协议，招商银行与上交所将在信息共享、联合培训、金融支持等领域开展合作。双方将建立工作协同和信息共享机制，共同支持企业拓宽融资渠道，降低融资成本，推动产业提质增效，促进经济转型升级。签署仪式结束后，举办了招商银行千鹰展翼百家规模企业走进上交所培训活动，上交所发行上市中心专家就IPO形势及审核政策进行了专题解读。（供稿人：刘卫）

## 【市场前沿】

# 2018 年上半年 A 股 IPO 审核形势分析

上交所发行上市中心 易舸

## 一、A 股 IPO 总体情况

### （一）IPO 数量大幅下降、规模明显提升

2018 年上半年，A 股共核发批文 58 家，其中上交所 37 家，深交所 21 家。A 股共有 63 家企业完成 IPO 上市，首发募资 923 亿元，分别较 2017 年同比减少 74.5% 和 26.4%。其中，上交所 IPO 企业 36 家、募资 637 亿元，深交所 IPO 企业 27 家，募资 286 亿元。上交所 IPO 家数、募资额分别较去年同期减少 70.2% 和 16.8%，分别占全市场总数的 57% 和 69%。

工业富联、宁德时代、药明康德等大型创新企业，养元饮品、美凯龙、华宝股份等消费品龙头企业，华西证券、江苏租赁、成都银行等金融企业，带动 IPO 平均融资额同比增长 187%。

### （二）审核数量和审核通过率稳中有降

2018 年上半年，发审委共审核 IPO 企业 111 家，其中主板 62 家、中小板 17 家、创业板 32 家，月发审数量从 2017 年平均 41 家左右逐渐减少到近期的 10 家左右。

发行审核延续了去年四季度以来的从严趋势，审核通过率和申报成功率稳中有降。上半年，全市场整体审核通过率（过会家数/安排上会家数）为 52.3%，申报成功率（过会家数/安排

上会和终止审查家数总和)为 22.4%。

分板块看,上半年主板审核通过率较 2017 年第四季度有小幅回升,创业板审核通过率和申报成功率大幅降低,中小板审核通过率和申报成功率出现不同程度下降。

### **(三) IPO“堰塞湖”基本解决**

2018 年上半年,虽然发审速度放缓,但是 IPO 终止审查企业达到 148 家,已经超过 2017 年的 146 家;新增报会企业仅 67 家,大幅低于去年同期的 225 家。截至 2018 年 6 月 30 日,在会企业为 322 家,较 2017 年底减少 38%,其中主板 153 家,中小板 56 家,创业板 113 家,主板在会企业家数占比 47.5%。

## **二、上会企业特征分析**

### **(一) 企业上会速度加快,板块出现明显变化**

2018 年上半年,共有 111 家企业上会,除工业富联外,其余 110 家企业均为 2017 年底在会企业,占 2017 年底在会待审企业总数的 23%。企业上会速度进一步加快,平均审核天数(首次预披露日至发审会审核日)为 447 天,较 2017 年缩短 89 天。分板块看,上半年主板安排上会比例最高、中小板平均审核天数最短,而创业板安排上会比例最低、平均审核天数最长。

上半年,主板、中小板和创业板安排上会比例(相对于 2017 年底)分别为 27%、23%和 17%,而 2017 年安排上会比例(相对于 2016 年底)分别为 67%、67%和 62%。由于主板在会待审企业多、安排上会比例高,上半年主板上会企业占比出现明显

提升。上半年 111 家上会企业中，主板、中小板和创业板占比分别为 55%、15%和 30%，而 2017 年分别为 46%、18%和 36%。

上半年，主板和中小板平均审核天数较 2017 年分别缩短 132 天和 181 天，而创业板增加 19 天。创业板从 2017 年上会速度最快板块成为最慢板块，而中小板从上会速度最慢的板块成为最快的板块，主板则出现了工业富联等“闪电过会”案例。

## （二）规模较大企业上会比例更高，平均规模显著提升

2018 年上半年，安排上会比例与企业净利润规模呈正相关；而 2017 年，扣非净利润 5000 万至 8000 万企业的上会比例最高。

上会企业平均规模提升明显，扣非净利润中位数由 2017 年的 6637 万元提升至上半年的 9035 万元；扣非净利润 8000 万以上企业占比从 2017 年的 40%大幅提高至 56%，扣非净利润 5000 万以下企业占比由 2017 年的 34%下降至 17%。

分板块看，上半年，主板、中小板、创业板安排上会企业扣非净利润中位数分别为 1.29 亿元、6338 万元和 7237 万元，主板和创业板规模提升的趋势还在延续，而中小板安排上会企业平均规模却出现了下降、甚至低于创业板平均规模。

与 2017 年的情况相比，不同板块安排上会企业的规模分布出现明显变化。上半年，主板扣非净利润 1 亿元以上企业占比提升最为明显，已达 58%；中小板扣非净利润 5000 至 8000 万企业占比提升最为明显，创业板扣非净利润 5000 万至 8000 万和 1 亿元以上企业占比均出现了显著提升。

### **（三）战略新兴产业企业占比下降**

2018年上半年安排上会企业中，代表性战略新兴产业企业有46家，在111家上会企业中占41%，低于2017年44%的比例。包括计算机、通信和其他电子设备制造业13家、专用设备制造业10家、软件和信息技术服务业8家、医药制造业5家等。

战略新兴企业在安排上会的比例和上会速度方面都不占优势。上半年，战略新兴企业安排上会比例21%、平均审核天数461天，非战略新兴企业上会比例24%、平均审核天数436天。

### **（四）保荐机构呈现集中化趋势**

2018年上半年，111家安排上会企业保荐机构中，排名前十的券商共保荐64家企业，占58%；其中38家过会，占上半年58家过会数的66%。2017年，这10家券商合计保荐48%的上会企业，合计保荐50%的过会企业。2017年，保荐上会企业数排名前十的券商占比52%。保荐业务更加向大型券商集中。

## **三、被否企业特征和否决原因分析**

### **（一）审核天数板块间差异扩大**

2018年上半年，被否企业平均审核天数为482天，较2017年缩短42天。分板块看，平均审核天数差异扩大。主板和中小板平均审核天数分别缩短90天和268天，创业板增加了65天。

### **（二）被否企业规模提升，否决率与规模水平有一定联系**

2018年上半年，不同规模上会企业在通过率和否决率方面出现明显差异。其中，扣非净利润5000万以下企业的通过率仅

为 11%、否决率达 67%；扣非净利润 5000 万至 8000 万企业的通过率为 26%、否决率为 68%；而扣非净利润 8000 万以上企业的通过率达到 77%、否决率仅为 18%。

基于安排上会企业规模整体提升和小企业更高的否决率，被否企业规模明显提升。上半年中小板和创业板被否企业净利润中位数均在 5600 万左右，较 2017 年有不同幅度提升；而主板被否企业净利润中位数为 6600 万，较 2017 年出现小幅下降。

### （三）持续盈利能力和关联交易关注比例上升

2018 年上半年被否企业主要涉九大类问题。其中，财务会计问题占比最高为 37%，持续盈利能力和规范运行其次，分别占 16%和 13%，关联交易和内控问题仍是重点，均占 12%左右。

财务会计问题中，占比较高的依旧是会计处理的规范性、真实性和毛利率。与 2017 年比，财务会计问题、持续盈利能力和关联交易的关注比例分别上升 1 个、5 个和 3 个百分点，而规范运行和内控问题关注比例分别下降 2 个和 3 个百分点。

分行业看，各行业关注度较高问题有一定规律。对互联网和相关服务行业、商务服务业，持续盈利能力问题的关注度较高，分别达 18%和 17%；对通用设备制造业、建筑装饰业及汽车制造业，关联交易问题关注度较高，分别达 15%、13%和 14%；对医药制造业，内控问题关注度达 25%，显著高于其他行业。

## 四、终止审查企业特征分析

### （一）终止审查企业数量大幅提升，主板撤材料比例较低



2018年上半年，共有148家企业终止审查，撤材料比例（相对于2017年底）达31%，而2017年全年撤材料的比例（相对于2016年底）仅为17%。一季度针对IPO被否企业的政策进一步收紧，单季度终止审查企业家数达到108家。

上半年主板、中小板和创业板终止审查数量分别为57家、26家、65家，撤材料的比例分别为26%、35%和35%。而2017年该比例分别为13%、15%和22%，主板与创业板差异缩窄。

## （二）终止审查企业平均规模提升

2018年上半年，终止审查企业扣非净利润中位数为4249万元，较2017年的3475万元有所提升。其中，8000万以上企业占比由2017年的14%提升至18%，5000万至8000万企业占比由17%提升至23%，3000万以下企业占比由29%降至19%，而3000万至5000万企业占比保持在40%。

上半年主板、中小板、创业板终止审查企业扣非净利润中位数分别为5432万、4724万、3689万，均较2017年有所提升。

## （三）规模较小企业撤材料比例更高

撤材料的比例与企业规模呈负相关。2018年上半年，扣非净利润3000万以下企业撤材料的比例高达75%，3000万至5000万企业撤材料的比例也达到了52%，而5000万至8000万和8000万以上企业撤材料的比例分别为26%和13%。

分板块看，上半年各板块均呈现出这种负相关性。对于扣非净利润3000万以下企业，撤材料比例最高的是创业板，而对

于 3000 万至 5000 万、5000 万至 8000 万及 8000 万以上企业，撤材料比例最高的都是中小板。

#### （四）撤材料后二次报会比例提升

2018 年上半年终止审查的 148 家企业中，17 家企业目前处于辅导备案状态；仙乐健康和迈瑞医疗 2 家企业重新报会；多益网络已向联交所提交 IPO 申请。

2017 年终止审查的 146 家企业中，23 家企业目前处于辅导备案状态；6 家企业重新报会，目前长城证券已经过会、国安达被否；碧桂园物业已经通过介绍上市的方式在香港上市。

### 五、新增报会企业特征分析

#### （一）企业板块选择出现明显变化，中小板受益

2018 年上半年，主板新增报会企业数量占比由 2017 年的 43% 小幅下降至 42%，中小板数量占比由 2017 年的 13% 大幅提升至 22%，创业板数量占比由 2017 年的 43% 下降至 36%。

按规模看，归母净利润 8000 万以下的新增报会企业板块分布出现了变化，主板份额下降；部分 8000 万至 1 亿元规模企业的申报板由主板变为中小板；5000 至 8000 万规模企业的主要申报板由中小板变为创业板；1 亿元以上的板块分布基本稳定。

#### （二）净利润规模显著提升

2018 年上半年，新增报会企业最近一期归母净利润中位数为 1.21 亿元，大幅超过 2017 年的 5350 万元。其中，8000 万以上企业占比由 2017 年的 31% 提高至 69%，3000 万至 5000 万企

业占比由 32% 下滑至 4%，3000 万以下企业占比由 13% 降为 0。

分板块看，主板、中小板、创业板分别为 2.14 亿元、1.46 亿元和 7750 万元，较 2017 年水平均有大幅度提升。

主板新增报会企业中，除了净利近 1 亿的车头制药及亏损的小米集团，其余企业净利均在 1 亿以上；中小板新增报会企业中，净利润 8000 万以上企业占比大幅提升；创业板方面，净利润在 5000 万至 8000 万及 1 亿以上企业占比均明显提升。

### （三）金融企业占比提升，主板战略新兴企业报会少

2018 年上半年，新增报会企业中排名前三的为计算机、通信和其他电子设备制造业，仪器仪表制造业及货币金融服务业。其中，计算机、通信和其他电子设备制造业在 2017 年新增报会中也排第一；货币金融服务业上半年新增报会数 5 家，已达 2017 年全年新增报会量。上半年新增报会企业中，代表性战略新兴产业的企业 29 家、占比为 43%，略低于 2017 年 42% 的比例。

分板块看，主板新增报会企业中，战略新兴企业占比为 29%，略低于 2017 年 31% 的水平；创业板新增报会企业中，战略新兴产业占比 75%，较 2017 年的 54% 大幅提升。上半年新增报会战略新兴企业中，主板份额为 28%，低于 2017 年的 33%。

### （四）保荐机构集中度高

2018 年上半年，67 家新增报会保荐机构中，广发证券、中信证券、中金公司、民生证券、招商证券和申万宏源排名靠前，合计保荐了 35 家企业。（摘编：张冯彬）

## 【市场前沿】

# 2018 年上半年全球 IPO 市场形势分析

上交所发行上市中心 易胖

## 一、全球 IPO 市场概况

2018 年上半年全球共有 655 家企业上市，合计融资 884 亿美元，平均融资额为 1.35 亿美元。

从行业上看，信息技术、金融、医疗保健和工业企业占比较高。其中，信息技术和医疗保健行业 IPO 企业家数占比为 30%（去年同期为 28%），IPO 融资额占比达到 43%（去年同期为 27%）。

从规模上看，有 13 家企业 IPO 融资额超过了 10 亿美元，而去年同期为 9 家企业。

## 二、主要市场 IPO 概况

### （一）美国市场

今年上半年，美国股指表现平平，道指下跌近 2%，标普 500 指数上涨约 2%，纳斯达克上涨约 9%。然而，美国市场 IPO 家数和金额分别增长了 50%和 40%。其中，科技公司是 IPO 主力，信息技术和医疗保健行业 IPO 数量占比达到 61%（去年同期为 43%），融资额占比达到 54%（去年同期为 34%）。

分市场看，今年上半年纽交所 IPO 数量为 33 家，融资额 167 亿美元，平均融资额 5.1 亿美元；纳斯达克 IPO 数量为 69 家，融资额 110 亿美元，平均融资额 1.6 亿美元。整体上看，

在纽交所 IPO 的企业融资规模大于在纳斯达克 IPO 的企业。

截至 2018 年 6 月 30 日，102 家企业股价较发行价平均上涨 17%，有 36 家企业股价低于发行价。其中，25 家信息技术企业股价较发行价平均上涨 54%，仅 3 家企业低于发行价；37 家医疗保健企业较发行价平均上涨 10%，有 16 家企业低于发行价。

今年上半年，有 15 家企业在美国市场 IPO，合计融资 41 亿美元，IPO 数量和融资额占比均为 15%左右。

## （二）香港市场

今年上半年，恒生指数跌幅约 3%，但香港 IPO 市场表现突出。上半年，联交所共 101 家企业完成 IPO，数量全球第一。

分行业看，金融和房地产行业 IPO 融资额占比依然较高，合计达到 50%（去年同期为 60%）。由于“独角兽”企业平安好医生 IPO（融资额 88 亿港元），医疗保健行业融资额占比较高。

从规模看，营收低于 2 亿的企业数达 51%，融资额占比仅 10%。发行市销率最高的为平安好医生（26.61X），最低的为金泰丰国际控股（0.10X）。从盈利规模看，亏损企业数量占比和融资额占比均为 24%左右；盈利规模在 3000 万以上的企业数占比为 26%，融资额占比达 62%。按发行市值，98 家企业中，6 家高于 100 亿，11 家介于 10 亿至 100 亿，其余 81 家低于 10 亿。

上半年在港 IPO 的 101 家企业中，35 家为中国企业，占 35%（去年同期为 32%），合计融资 426 亿港元，占比 85%（去年同期为 92%）。其中，有 5 家 H 股公司，分别为江西银行、甘肃银

行、雅生活服务、杉杉品牌和天保能源，合计融资 186 亿港元；有 30 家红筹企业，包括平安好医生、正荣地产、有才天下猎聘、汇付天下、维信金科、中国新华教育等，合计融资 240 亿港元。

上半年融资额超 10 亿港元的 IPO 共 9 起，全部为中国企业。

截至 2018 年 6 月 30 日，98 家企业股价较发行价平均下跌 15%，有 71 家企业股价低于发行价。其中，32 家中国企业股价较发行价平均下跌 19%，仅 7 家企业股价仍高于发行价。

### **(三) A 股市场**

上半年，上证综指跌 14%，深证综指跌 15%，IPO 市场同样遇冷，共 63 家完成 IPO（同比降 74%），首发募资 923 亿（同比降 26%）。得益于工业富联、宁德时代、药明康德等“独角兽”上市，平均融资额大升 187%，也提升了新兴行业融资额占比，信息技术和医疗保健行业 IPO 融资额占比达 44%（去年同期 25%）。

分市场看，今年上半年上交所 IPO 数量为 36 家，融资额 637 亿元，平均融资额 17.7 亿元；深交所 IPO 数量为 27 家，融资额 286 亿元，平均融资额 10.6 亿元。

从企业规模看，有 40 家企业扣非净利润超过了 1 亿元，在沪深交易所上半年 IPO 总量占比分别为 73%和 51%，融资额占比分别为 93%和 84%；扣非净利润低于 8000 万元的企业仅 11 家，在沪深交易所上半年 IPO 总量占比分别为 14%和 22%，融资额占比分别为 2%和 11%；扣非净利润最低的仅为 3618 万元。

### **三、中国企业 IPO 概况**

## （一）市场分布

2018 年上半年共 113 家中国企业上市，合计融资 1543 亿元，平均融资额 14 亿元。其中，境内和境外市场分别有 63 家和 50 家中国企业上市，融资额分别为 923 亿元和 620 亿元。

分行业看，房地产和医疗保健企业 IPO 融资额更集中于境外市场，金融和可选消费企业 IPO 融资额在境内境外市场基本平衡，日常消费和材料企业基本在境内 IPO 融资。

## （二）行业分布

从 IPO 融资额行业分布看，无论境外还是境内市场，信息技术均为第一大行业，金融和可选消费占比也较高。

从平均融资额看，境内外市场存在较明显差异。对于信息技术、医疗保健、可选消费等新经济企业较多的行业，“独角兽”企业 IPO 大幅拉高平均融资金额，如 A 股市场的工业富联、美股市场的爱奇艺、香港市场的平安好医生。对金融行业，香港市场和 A 股市场 IPO 企业多为传统的银行、证券公司等，而在美国 IPO 的 2 家企业均为从事互联网消费信贷的中小企业。

## （三）财务状况

今年上半年，在 A 股 IPO 的中国企业营收规模和净利水平较高，在美国 IPO 的中国企业营收规模较大、亏损较普遍、成长性最佳，在香港 IPO 的中国企业整体规模较小、成长性最差。

分规模看，大规模企业表现出更高成长性和较高盈利能力。

## （四）发行情况

整体来看，无论是发行市销率还是发行市盈率，A 股市场和香港市场都较为接近，并且低于美国市场。

从上市后表现看，美国市场情况整体上好于香港市场。在美国市场，上市首日表现最好的是农米良品，上涨 55%，上市首日表现最差的是盛世乐居，下跌 28%；截至 6 月 30 日，股价表现最好的是 AGM Group，上涨 374%，股价表现最差的是盛世乐居，下跌 23%。在香港市场，上市首日表现最好的是元力控股，上涨 61%，上市首日表现最差的是 ZC Tech Group，下跌 24%；截至 6 月 30 日，股价表现最好的是怡园酒业，上涨 200%，股价表现最差的是江苏创新，下跌 50%。

截至 2018 年 6 月 30 日，20%美国 IPO 的中国企业股价低于发行价；78%香港港 IPO 的中国企业股价低于发行价。

#### **四、下半年 IPO 市场展望**

今年上半年，全球 IPO 市场形势整体表现优于二级市场；而在全球流动性收缩的宏观背景下，部分新经济企业加快了上市步伐。预计下半年，新经济企业将把握时间窗口和市场余热、积极申报 IPO，发行市值低于私募融资估值的情况可能更加普遍。其中，香港市场将迎来一批新经济企业上市，行业结构有望得到实质扭转；而美国市场仍然会是大型科技企业的主要上市地之一，无线音箱制造商 Sonos、世界最大的自由职业工作社区 Upwork、中国企业拼多多和腾讯音乐将在下半年 IPO。

自 2017 年开始，香港交易所开启了大刀阔斧的上市制度改革



革，相关政策于今年上半年相继落地。今年4月24日，香港交易所正式公布《新兴及创新产业公司上市制度》的咨询总结；自4月30日起，香港交易所开始接受双重股权结构公司、尚未盈利的生物科技公司、在海外上市的创新产业企业赴港上市申请。今年4月21日，全国中小企业股份转让系统有限责任公司与香港交易所在北京签署了合作谅解备忘录，新三板挂牌公司可同时在港交所上市。近日，联交所发布新指引，以便利互联网公司申请上市。此外，H股全流通试点工作也在有序推进。

目前，联交所申请状态为处理中的拟上市企业达262家，其中102家为中国企业，包括11家H股企业和91家红筹企业。根据媒体报道，陆金所、微医、猫眼微影、万达体育、复宏汉霖、天士力生物、君实生物、斗鱼、喜马拉雅、比特大陆、嘉楠耘智等企业下半年拟赴港IPO。（摘编：张冯彬）

## 【监管动态】

# 沪市公司股权激励情况评估及相关政策建议

上交所上市公司监管一部 张春芳

## 一、沪市公司股权激励实践特点分析

随着 2016 年 7 月证监会颁布实施《上市公司股权激励管理办法》（简称《管理办法》），上市公司股权激励进入快速发展阶段。沪市公司股权激励家数虽然不多，但《管理办法》实施后，方案披露速度有加快迹象。《管理办法》实施至今近两年，共有 219 家次上市公司披露股权激励计划，约占全部股权激励计划数量的 48%，尤其是 2017 年更为明显，达 125 家次。对照《管理办法》和股权激励实施效果，沪市公司股权激励呈以下特点。

### （一）股权激励以定向增发的限制性股票为主，激励期限以 4 到 5 年居多

在经历股票市场几次大幅波动后，沪市公司的股权激励由以股票期权为主逐步过渡为以限制性股票为主的激励方式。尤其是 2015 年股市异常波动后，为保证激励对象在考核达标的情况下取得激励收益，减少二级市场波动对激励效果影响，上市公司更是倾向于采取限制性股票激励方式。这一现象与西方公司薪酬体系中股票期权比重在降低、其他股权激励方式比重在上升趋势基本一致。主要有两方面原因：一是股价下跌，期权

失去其价值；二是 2004 年 FASB 修订会计准则，改变了 APB(美国注册会计师协会下属会计准则委员会)原先关于期权“内在价值”计量薪酬费用的规定，要求期权必须以公允价值计量并计入公司成本，使得该方式在会计成本计量和利润确认方面不再具有制度优势，由此导致为实现激励转而采取限制性股票方式。

从股票来源看，90%以上的公司选择向激励对象定向发行股票作为股票来源。从激励期限看，沪市公司股权激励方案大部分只涉及 3 个考核年度，加上国企和民企分别有两年和一年等待期，导致股权激励期限以 4 至 5 年居多，合计达 375 家次，占全部 461 家次的 81%。原因可能是上市公司出于激励效果考虑作出的安排，以规避市场波动导致激励过度或不足风险。

## (二) 以单一财务指标增长率为主要激励考核指标

以《管理办法》颁布后的 219 家次股权激励方案为例，公司激励考核指标多集中在财务方面的盈利和发展指标，而较少涉及运营指标和偿债指标，具体表现在：

一是单一财务考核指标最多，增长率幅度差异较大。单一财务考核指标达 170 家次，占 78%。其中单一净利润增长考核指标最多，为 134 家次；单一营收指标 22 家次；净利润和营收指标二选一 12 家次。从净利润考核指标披露看，沪市公司以是否扣除非经的净利润为基数，考核指标既有单一、复合、环比、平均增长率，也有通过绝对数额、行业 75 分值、同行业利润比较行业特定指标，如航空业单机利润指标等体现增长率要求。

国有企业虽也以财务指标为主，但不仅涉多项指标考核，且包括行业对照指标等外部约束，央企更是以净资产收益率+经济增加值为标配，搭配净利润和营收等作为考核指标。

增长率在各家公司间幅度差异较大，小到仅有年度 5% 的增幅，大到年度高达 100% 以上的增幅。

二是以净利润为核心的多指标组合是激励考核指标体系的有益补充。在利润指标外，辅以净资产收益率、主营业务收入增长率，主营业务收入占比，包括扣非后营业收入要有较高占比，主营业务利润增长率、营业利润占比、研发费用增长率、息税折旧及摊销前利润、现金营运指数、现金分红等指标组合，但此类组合指标整体占比不大，合计仅 49 家次。早期公司还有采用应收账款、产品销量、矿产量、总资产周转率等营运指标组合。总体看，上市公司之所以选择财务指标作为考核对象，可能主要由于这些指标简单直观，提供了一个“可视标准”，符合一般投资者对于公司价值的认知。

### （三）国企激励家数较少，但人均激励幅度并不低

从实施股权激励公司数看，国企激励数少于民企。451 家方案中，国企仅 88 家，占比 19%，低于其上市公司家数占比。

从人均激励份额看，国企人均激励份额略低于民企。虽然国有股权激励管理制度规定，国企首期激励份额不得超过公司总股本的 1%，且存在激励收益绝对金额限制，但从整体人均激励份额中位数 6.82 万份看，国企中位数为 6.59 万份，并不低。

从激励幅度看，董事高管与员工差距较大，但国企激励幅度差距明显低于民企。已披露董事高管和员工激励份额的 384 家公司初始激励份额显示：22 家次只对高管激励，董事高管与员工人均激励份额差异较大，最大的达 28 倍之多，高管激励份额是员工 10 倍以上的公司共 37 家，其中 17 家为上市 10 年以上公司。但从总体看，董事高管与员工激励倍数（董事高管激励份额/员工激励份额）中位数为 4.08 倍，国企董事高管激励倍数超过中位数的家次占比仅 29%，明显低于非国有企业 54% 的比例，说明国企董事高管与员工激励幅度差距相对较小。

此外，国企从预案披露到股东大会审议时间间隔略长于民企，可能是国企激励数量较少原因之一。从方案披露到完成股东大会审议程序的 58 家国企中，时间间隔中位数为 40 天，但各家公司差异巨大，有的长达 1 年半。甚至有公司披露预案后两年多依然未召开股东大会审议股权激励事项，也未明确终止股权激励计划，公司披露股权激励方案的目的根本无从实现。

#### **（四）上市公司尤其是新上市公司推出方案速度明显加快**

《管理办法》出台后，上市公司尤其是新上市公司推出股权激励速度明显加快。其中，2017 年推出的公司数量多达 125 家，是前些年的 2 倍之多。主要原因包括以下两方面：

**一是兑现承诺，维护股价。**2016 年 7 月至今，219 家股权激励方案有 76 家是上市不满一年的公司，更有 23 家是上市不满 3 个月的公司。为避免股权结构出现大幅变动导致影响公司

IPO 进程，实现尽快上市，部分公司在上市前推迟实施股权激励计划，待上市后即迫不及待实施。推出股权激励方案，虽然有利于公司未来发展，也可借机维护公司二级市场股价，但实践中上市后匆忙推出经常得不偿失，部分方案不得不提前终止。

二是外部环境有利于实施股权激励计划。从市场环境看，近两年股票市场整体稳定，股价处于较低水平，全球经济开始复苏，国内经济底部区域逐渐明朗，公司业绩增长可期。在经历 2015 年沪市公司利润整体下滑后，2016 年已恢复性增长，2017 年稳中有升，在股价和业绩双重底部推出股权激励计划更有利于实现股权激励效果。从政策环境看，《管理办法》无事前备案要求的便捷性一定程度上有利于上市公司根据需要适时推出股权激励计划，加快股权激励方案的披露速度。《管理办法》实施后沪市公司股权激励以小批量、多频次为主，公司激励幅度占公司总股本比例的中位数仅 1.6%；预留需求也不强烈，只有约 54% 的公司有预留股份安排，预留股份中位数约为 15%，说明《管理办法》的相关规定能够满足公司正常需要。

#### （五）提高企业效益效果比较明显

以 1 年为 1 个考核期，全部 461 家股权激励方案已完成 454 期考核，达标 314 期，达标率为 69%，而以 2014 年归母净利润为基数，以股权激励最低净利润增长率 5% 为标准，沪市公司近三年归母净利润总体增长达标率仅 56%，明显低于股权激励公司的达标率，其中 11 期因激励价格倒挂而没有行权外，其余考

考核期激励对象均正常行权，实现激励收益。由于激励方案考核指标大部分为财务增长率，反映出股权激励对于提升企业财务业绩及改善财务状况效果明显。沪市也涌现一批通过股权激励实现跨越式发展的公司，如某家电制造企业自 2009 年实施股权激励以来，已连续成功实施四期股权激励计划，公司的股东权益、归母净利润、公司市值分别由 2008 年底的 68 亿元、7.7 亿元、120 亿增长到 2017 年底的 322 亿元、69 亿元、1148 亿元。

#### （六）股权激励与公司股价上涨无显著相关性

以 2015 年取消股权激励事前备案后完成股东大会的 256 家股权激励方案为样本，股权激励披露预案日至股东大会召开日，股权激励公司股价总体上涨率为 57%，二者无显著相关性。随着股权激励公司进入行权期，从预案披露日至行权起始日和行权起始日下一年度对应日的股价变化看，股价上涨公司占比分别为 59% 和 61%，说明股权激励公司进入行权期后，即使业绩考核达标，股价上涨幅度也相对有限。

上述公司中，仅 51 家次涉及非公开发行、配股及高送转，期间股价上涨比例分别为 70%、51%、31%，从另一方面反映出公司股价短期可能受高送转或资本运作影响，长期则与公司因股权激励提高经济效益有关。

### 二、沪市公司股权激励存在的主要问题

（一）董事高管的股份减持限制和税款筹集矛盾突出，激励对象的税收负担仍然过重

不同于货币薪酬，股权激励持股要求与及时缴纳税款成为一对现实矛盾。股权激励的目的之一是希望激励对象长期持股，以实现激励对象与公司利益绑定。目前持股管理制度趋严，尤其是减持新规出台后，减持股份更受严格限制，而税务部门出于税收监管严肃性，要求激励对象按时纳税。虽然税务部门在个税缴纳时限方面已经做了很多努力，由最初的即时纳税到延缓 12 个月纳税，但纳税义务时间与减持股份限制间的矛盾依然存在，实践中也确实出现减持额度无法满足缴纳税款的需要，或计算应纳税所得额时采用的股价远大于激励股份出售时股价的情况，大幅降低了激励收益，增加了纳税人负担。

## **（二）《管理办法》部分条款的规定与股权激励实践需要存在一定差距**

### **1.窗口期的原则性规定不利于股权激励的正常实施**

目前，《管理办法》对股权激励限制性股票授出、行使权益窗口期作出了原则性限制，但未设定股权激励预案披露的窗口期。制度初衷看，窗口期设置主要是防范内幕交易，但就激励股份授出、行使而言，因激励对象激励价格等关键要素在获授股票、行权、缴款、股份登记过程中均已既定，规定实施阶段窗口期不仅不能约束激励效果，反而会影响《管理办法》规定股东大会 60 天内完成相关授予登记工作进程，影响正常行权。

### **2.取得激励股份纳入短线交易买入端管理有监管过严之嫌**

《证券法》中关于短线交易规定是为了防范内幕交易，目



前实践中，也将激励对象在获得激励股份视为买入，与前、后半年内卖出股份的行为构成短线交易。但其不同于二级市场买卖，更类似于协议转让，从方案披露到股东大会批准，再到获得激励股份，期间较长，每一进展均履行了信披义务，获得时点也不完全由激励对象掌握，且有相应等待期或锁定期，时间跨度均超 6 个月，将其纳入短线交易范围有监管过严之嫌。

### 3.激励股份注销程序相对过于繁冗

目前《管理办法》沿用《公司法》相关条款，规定激励股份回购注销需编制回购预案，提交股东大会审议通过，并按公司法规定通知债权人，此外还需债券持有人会议通过，与纯粹减资回购注销程序并无实质差别。激励对象在获得激励股份后，其是否真正归属激励对象、从而增加公司注册资本，还取决于后续是否完成考核指标约束，从股份性质看，该部分股份属于效力待定股份，不加区别会增加上市公司不必要的负担。

### （三）股权激励费用的计量实践中缺乏统一标准，影响考核指标评价的公允性

股权激励费用计量与分摊关乎业绩考核指标是否实现，目前股票期权采取 B-S 模型估值，各公司在参数选取上存在较大差异，由此导致各公司激励费用确认结果缺乏可比性，尤其是限制性股票的激励费用估算差异更大，实践中存在授予日市价法、年末表日市价法，看跌期权法、基金估值法等多种估算方法。虽然证监会会计部 2014 年 5 月的会计监管报告明确指出“一

般情况下，公司向职工授予的股份在职工提供服务以达到行权条件的等待期内被限制转让，但计量所授予股份在授予日的公允价值时，不应考虑在等待期内转让的限制或其他限制，因为这些限制属可行权的非市场条件”，但因其不具规则效力，实务中仍有公司采用其他方法确认，从而影响考核指标评价公允性。

#### **（四）股权激励方案考量因素的信息披露针对性不强**

从披露情况看，存在相关要素设计的考量因素信息含量不足的情况。主要包括三方面：首先是考核指标的确定依据不足。无论采取哪种考核指标，少有公司披露股权激励考核指标的确定依据，对公司制订的各项考核指标缺乏具体分析和论证。如某有色金属冶炼企业，2016年净利只有8000万，其未来三年的净利润考核指标分别高达3亿、6亿和12亿，对其确定的条件和相关风险揭示不够，不利于投资者正确决策。其次是激励幅度标准不够明确。一般来说，激励幅度通常设定为基本工资的一定倍数。但相关股权激励方案未向投资者传递各激励对象额度分配标准、股权激励收益在整个薪酬结构中的占比信息，难以建立股权激励的合理预期。再次是较少公司披露激励期限的设定与公司发展需要之间的关系，相关内容不够充分。

#### **（五）有公司随意推出股权激励方案，激励条件过于宽松**

因《管理办法》对激励价格作出了不能下调的刚性规定，导致部分方案在匆忙推出后因股价下跌出现公司股价与激励价格倒挂而被迫终止。有公司随后推出完全重复的股权激励计划，

变相调低激励价格。如某电子设备制造企业 2015 年披露两次股权激励方案，差异主要体现在一是激励份额扩大到原先 3 倍，二是限制性股票激励价格由首次每股 11.3 元下调为 7.25 元。

有些公司设定的激励考核指标过于宽松，不仅是单项财务指标，且增幅极为有限，即使是双指标考核，也经常是二选一达标即可，基本起不到约束效果。更有公司为达到考核指标，不惜以各种原因多次调整。相关方案的调整，虽然有其一定合理的客观原因，但部分却直接反映出确保激励收益的自利意图。

激励价格上，上市公司普遍采用限制性股票五折的激励方式，以确保实现激励收益，2015 年后这一激励方式高达 84%。

### 三、有关完善上市公司股权激励实践的相关政策建议

#### （一）进一步调整纳税时点，切实减轻激励对象税收负担

股权激励收入本质属于工资薪金范畴，自 2005 年明确纳入个税征管范围以来，相关规定虽几经修改和完善，一定程度上减轻了激励对象纳税负担，但通过纳税义务时间调整，进一步减轻激励对象纳税负担仍有较大空间。虽然目前还无法做到股权出售与纳税负担的反向调节机制，但可以通过进一步调整纳税时点，在股票出售时计算激励对象应纳税所得额并纳税，既可以保持持股稳定，同时也确保税款不会流失，切实减轻激励对象纳税负担，避免出现以薪酬纳税的情况。

#### （二）细化和完善《管理办法》窗口期、短线交易、股份注销等相关规定

目前,《管理办法》对间隔期、窗口期和短线交易仅是做了相关原则性规定,而激励股份注销又规定的过于细致,给实践工作带来一些困难,有必要进一步予以完善。

### **1.优化窗口期相关规定**

从实际效果角度看,股权激励在实施阶段因关键要素已经确定,没有必要为其设定窗口期。相比之下,股权激励预案因确定了股权激励价格,会直接影响激励对象利益和激励效果,为其设定窗口期反倒有必要,同时取消实施阶段的窗口期也能减少实施过程中因授出、缴款、登记等流程较长引起的不便。

### **2.激励股份不纳入短线交易范畴**

如前所述,激励对象获取的激励股份来自于上市公司而不是二级市场,且上市公司须按照既定程序,履行公开信息披露义务,因此,此类股份并不具有内幕交易特征,建议股权激励所得股份不纳入短线交易范畴。虽然这种安排可能存在一定程度上的套利空间,但能提高股权激励效率,给予激励对象出售股份筹措税款的时间窗口,便于股权激励计划实施。

### **3.简化股权激励股份回购注销程序**

股权激励股份虽会增加公司注册资本,但不同于股东主动增资行为,在激励对象未完成考核指标、不符合解锁条件情况下,该部分股票应无条件注销,以区别于股东主动增减资行为。但目前对该类应当无条件注销的股份规定了相对繁冗的决策程序,将激励股份注销当作普通减资行为,妨碍了股权激励正常

的退出机制。建议修改相关法律规定，增加激励股份注销的例外规定，避免过度保护债权人利益，提高实施股权激励便利性。

### **（三）明确激励费用计算标准和会计处理**

如前所述，虽然企业会计准则就激励费用的计算做了原则性规定，但实践中，不同公司在具体会计处理和参数选择时依然有一定差异。同时，因激励费用对净利润的抵减作用，明确的激励费用计量标准有利于公司确定合理的激励幅度。因此，在监管上有必要进一步提供明确的指导意见，便于上市公司统一执行，保证考核指标的严肃性和可比性。

### **（四）股权激励方案设计应综合考虑公司发展的实际需要，功能宜定位于激励对象货币收入的补充**

新“国九条”将完善上市公司股权激励制度作为提高上市公司质量的重要抓手之一，上市公司设计激励方案时，应统筹考虑激励指标、激励幅度、激励期限的关系，增强考核指标的约束性，将其与增强上市公司盈利能力、增加股东回报紧密结合，建立与公司发展相适应的激励幅度与激励期限，减少激励对风险行为的过度偏好。G20 金融稳定理事会也在《稳定薪酬做法原则》中提倡延长激励薪酬支付期限，提高延期支付的薪酬比重，强调激励的长期性，增加业绩门槛，设定多元化业绩指标，以体现激励的约束机制。从目前情况看，因股权激励总额和个人额度限制，兼之董事高管流动性差，人才市场尚不成熟，股权激励的多重目标难以实现，应将其主要定位于激励对

象货币收入的有益补充，合理确定与公司发展相匹配的激励幅度。充分考虑未来发展趋势、外部环境、产业周期、人力资本结构、产业状况等因素，恰当设计以增长为基础的考核约束指标。选取合适的激励方式，不能一味为确保实现激励收益而采取与企业发展不相适应的激励方式。

#### **（五）通过信息披露等途径增强激励指标的约束机制**

股权激励属于公司自治事项，放松管制、强化监管已成为国内外监管部门的共同理念，通过完备的决策程序和充分的信息披露，为投资者提供更多的激励方案内容和考量因素，充分发挥投资者决策支持作用。

**首先，指标设计上避免单一指标，尽量采用多指标考核体系并披露其合理性。**除净利润、营业收入、净资产收益率指标外，还可以引入主营业务利润、经营性现金流量、应收账款周转率、存货周转率等财务指标作为激励指标，通过多层次成体系的指标要求，约束上市公司的盈余管理行为。

**其次，加强考核指标质量的披露。**充分考虑资本运作对考核指标影响，通过资本运作前后财务指标的变化，避免为完成考核指标而进行无谓的再融资和并购重组等外延式扩张冲动。同时增加公司指标纵向的历史比较和行业间的横向比较，强化外部约束机制，促使公司自觉设计合理的激励指标。此外，除财务指标外，还可以鼓励企业设定市场客观指标，如经济增加值、税收等，切实体现激励的约束特征。（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