

上市资讯

2020年5月号（总第48期）

发行上市服务中心

2020年6月2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】

张江生物医药企业交流会成功举办

杨浦区重点拟上市企业座谈会成功举办

上交所进一步完善沪市退市股票重新上市首日交易机制

【专题研究】

沪市上市公司股权激励制度研究

【发行信息】

■ 股票发行上市信息

1、 股票发行融资情况

截至5月31日，今年上交所主板IPO上市企业21家，募集资金505.95亿元；科创板IPO上市企业35家，募集资金400.95亿元。

2、 在会审核企业情况

截至5月31日，证监会按周公布的在审企业共计581家。其中，上交所在审企业310家（主板153家，科创板157家），深交所在审企业271家（中小板72家、创业板199家）。

3、 新增IPO申报情况

截至5月31日，今年新增IPO申报企业共计159家，其中，上交所117家（主板12家，科创板105家），深交所42家。

■ 债券发行上市信息

1、 公司债发行情况

截至5月31日，本所2020年已完成公司债累计发行1400只，发行金额14550.2亿元。

2、 资产支持证券发行情况

截至5月31日，本所2020年已完成资产支持证券挂牌324只，挂牌金额3258亿元。

3、 债券上市情况

截至5月31日，上交所各类债券挂牌数量已达17609只，比去年底增加2241只，增幅14.58%；债券托管金额已达11.22万亿元，比去年底增加10848.60亿元，增幅10.70%。

【交流动态】

1、2020年5月26日，“浦江之光·医话未来：张江重点生物医药企业交流会”在张江科学城成功举办。本次座谈会围绕服务科创板建设、“浦江之光”行动，旨在发挥张江科学城产业集聚优势，通过主动了解企业诉求，加大科创企业培育力度，助推更多科创企业在科创板上市，提高科创板企业数量和质量。

2、2020年5月26日，“浦江之光”闪耀杨浦——杨浦区重点拟上市企业座谈会在杨浦区成功举办。会上，上海金融局金融市场处介绍了“浦江之光”政策精神，上交所发行上市服务中心相关负责人介绍了当前科创板进展情况。在座谈交流环节，专家们与参会企业逐一介绍情况并就上市准备阶段关心的问题答疑解惑。

3、2020年5月29日，上海证券交易所修订发布了《上海证券交易所风险警示板股票交易管理办法》，并自即日起施行。本次修订主要调整完善了沪市退市股票重新上市首日的盘中临时停牌及申报价格限制措施。重新上市的股票由于公司基本面可能发生较大变化，加之上市首日无价格涨跌幅限制，当日股票价格可能出现大幅波动。此次修订旨在减少交易阻力和不必要的干预，增强市场流动性，保障重新上市股票的充分交易。经调整后的相关措施与科创板新股上市后前5个交易日无价格涨跌幅限制期间的做法保持一致。

【专题研究】

沪市上市公司股权激励制度研究

上交所公司监管一部 黄瑾 韩嘉怡 张乐 侍谦

股权激励制度在推动上市公司稳中向好发展中发挥了较大作用。为促进上市公司建立健全激励约束机制，证监会于2016年7月修订并发布了《上市公司股权激励管理办法》（以下简称《管理办法》），并于2018年8月进一步修订完善《管理办法》，上市公司股权激励由此进入快速发展阶段。在经济由高速增长转向高质量增长中，完善相关基础制度安排，推动提高上市公司质量是日常监管与服务中重点考虑的问题之一。为此，本文通过梳理研究沪市股权激励实施情况，总结相关成效、探讨现存问题，就进一步支持上市公司正向激励、抑制不当利益输送提供了相关政策修订和配套制度设立的监管建议。

一、沪市公司股权激励的实施现状

（一）沪市股权激励实施总体情况

自《管理办法》发布至2019年12月31日，沪市共有355家公司发布418家次股权激励计划。在此期间，沪市公司开始实施股权激励的公司数量在新规定发布后增长明显，2017年近110家，其后稳中略有上升。沪市公司中，共有76家国有企业发布激励计划，占比约21.41%。共有237家民营上市公司发布激励计划，占比约66.76%。共有42家其他类型上市公司（如

合资企业、校办企业、混合所有制企业)发布激励计划,占比约11.83%。总体而言,沪市上市公司总数中约两成公司推出股权激励计划,实施数量总体并不多,但逐年略有增加。

(二)沪市公司股权激励实施效果评估

1.实施激励后公司业绩提升效果较好。统计显示,2016年7月至2016年12月31日,推出激励计划的公司,其业绩增长显著高于未实施股权激励的公司。

从激励力度上来看,2016年7月以来,实施股权激励总数占总股本在3%以下的公司,2016-2019年年平均净利润增长率为20.79%;实施股权激励总数占总股本大于等于3%且小于6%的公司,年平均净利润增长率27.8%;实施股权激励总数占总股本大于等于6%,年平均净利润增长率24.09%。

从激励期数上来看,2016年至今,实施一次股权激励的公司,净利润年平均增长率为21.57%;多次实施股权激励的公司,净利润年平均增长率为25%。

2.终止实施等异常情形有所增加。2016年7月至今,沪市共有15家次公司终止实施股权激励,有2家公司激励方案未获股东大会通过。终止实施原因包括:一是股票激励计划推出后,公司二级市场股价倒挂,原激励计划已较难达到预期效果;二是股权激励对象自有资金有限,在规定期限内无法完成缴款认购;三是计划制定时间较早,激励对象范围出现较大变化,原考核指标也不再适用,难以达到预期目的和效果。

3. 国有企业实施数量远不及民营企业。自 2016 年 7 月至 2019 年 12 月底，共有 30 家央企实施股权激励方案，其中 17 家激励方式为限制性股票，激励数量合计 217849.96 万股，13 家激励方式为股票期权，激励数量合计 62659.3 万股；34 家地方国有企业实施股权激励方案，其中 22 家激励方式为限制性股票，限制性股票激励数量合计 64988.16 万股；12 家激励方式为股票期权，股票期权激励数量合计 90349.52 万股。同期，共 229 家民营企业实施股权激励方案。激励方式上，172 家企业采用限制性股票，24 家企业采用股票期权，33 家企业同时采用两种激励方式。激励数量上，限制性股票激励数量合计 267699.98 万股；股票期权激励数量合计 181022.63 万股。

4. 股权激励规模占公司总股本比例较低，仅少数公司设置预留股份。统计显示，自 2018 年至 2019 年底发布预案的 225 家沪市上市公司看，平均激励规模占总股本比例约为 1.49% 左右，总体激励规模较低。限制性股票预留比例约为 4.63%，股票期权预留比例约为 6.3%，整体比例不高。平均有效期为 57 个月，其中最短 36 个月，最长 120 个月。

二、完善股权激励制度需要重点考虑的几个问题

结合现行制度下上市公司股权激励的相关实践情况及资本市场政策变化带来的新情况，本文进一步探讨完善现行股权激励制度需要重点考虑的几个问题，并提出相应的建议。

（一）股权激励的定位与功能

从学界观点来看，股权激励的定位大致可以分为两类：一类是基于代理人理论的传统激励型，旨在通过股权激励计划使公司管理层等核心人员的利益与公司利益保持一致，降低代理成本，构建起中长期的激励约束机制，从而提升公司价值；另一类是后期发展起来的薪酬型，这一类型基于双因素经济理论等，更多地将股权激励计划视为薪酬体系的一部分，即“股票薪酬”，重视非激励目标的实现，比如缓解公司的现金流压力、减少高管税赋压力、降低财务报告成本等，在创新型企业中尤为常见。落实到具体方案中，激励型的股权激励方案一般会设置较高的行权条件，从而达到激励管理层、提升公司业绩的目的；而薪酬型股权激励方案的行权条件往往较低，属于薪酬安排的一部分。目前上市公司实施股权激励计划的目标仍以激励型为主，但薪酬型的方案数量也在逐渐增加。

现行的《管理办法》对于股权激励的定位没有直接的要求，但从条款设置来看整体偏激励型，对于激励对象、授予价格、解锁条件等均有要求。从实践来看，可能存在两方面问题，一是相关要求在一定程度上限制了薪酬型股权激励计划的方案设计，二是激励型股权激励计划的实际效果不如预期。部分公司的股权激励方案虽然定位为激励型，但在指标的设置上仅仅是满足规则的最低要求，业绩指标实际上并不具备“激励性”，锁定时间也不具有“长期性”，甚至变相为高管输送利益，与股权激励方案的目标并不相符。

本文认为，股权激励的两种定位及其功能各有其合理性，上市公司可以根据自身需求和客观条件制定适合的股权激励方案。基于不同的定位，两种类型的股权激励方案包含的要素可能有所不同，从信息披露的角度，应当要求上市公司清晰地说明相关要素设计的内在逻辑和主要考虑。规则上一方面建议适当放宽对激励对象、授予价格、解锁条件等要素的硬性规定，尤其是对于薪酬型计划，在股权激励的功能定位和方案设计方面给予上市公司更多自主权；另一方面应当加强对信息披露的要求，比如要求公司在方案中对于股权激励的目的进行细化和明确，既可以为交易所后续对公司实施股权激励进行持续监管提供抓手和依据，也可以防止市场和中小股东误读薪酬型股权激励计划是对管理层的不当利益输送。如果公司明确自己的股权激励方案为激励型，那么交易所在事后监管中可以对业绩指标、锁定期、激励对象等要素进行重点关注。

（二）股权激励的方案内容

上市公司股权激励方案的设计，应当综合考虑宏观经济情况、所处行业经营规律、企业发展规划和财务情况、平衡员工权益和股东权益等因素科学制定，从而充分实现其计划的目标和功能。结合上市公司的实践情况看，现行的《管理办法》关于股权激励方案内容的规定可能存在事前灵活性不足、事后无法有效追责等问题。

1. 激励对象。管理办法目前对股权激励的激励对象有较严

格规定。从正面界定看，激励对象应是“上市公司的董事、高级管理人员、核心技术人员或核心业务人员，以及公司认为应激励的对公司经营业绩和未来发展有直接影响的其他员工”。从负面清单看，单独或合计持有上市公司5%以上股份的股东或实际控制人及其配偶、父母、子女，不得成为激励对象。

实践中，许多公司的股权激励对象覆盖面都很广泛。例如A公司2018年限制性股票激励计划，激励对象达1709人，占公司总人数的23.21%。除公司董事、高级管理人员及骨干人员外，覆盖了劳动模范、突出贡献人员及公司董事会认为其他需要激励的员工。此外，部分企业，尤其是创新型企业，核心技术骨干同时也是5%以上股东或其直系亲属的情况也比较常见，如果将5%以上股份的股东直接排除在激励对象的范围外，可能限制公司正常的人力资源体系和薪酬激励体系。

因此，建议《管理办法》适当放宽激励对象的范围，给予公司更多的自主性。为避免利益输送，可考虑对大股东或实控人或公司所在行业进行一定限制，如对于创新型企业，在充分说明必要性的情况下，允许单独或合计持有上市公司5%以上股份的股东或实际控制人及其配偶、父母、子女成为激励对象，这些人员应在公司任职且确为需要激励的人员；同时也可强化审议程序的合规性要求。

2. 授予价格。公司应当结合股权激励计划的目的、管理费用的成本考量、直接融资需求等多个方面来确定授予价格。限

制性股票定价上，《管理办法》要求限制性股票授予价格原则上不得低于市场参考价的 50%；自主定价的，需要说明定价依据和定价方式，并聘请独立财务顾问发表专业意见。实践中，已有公司采用非原则定价的模式，如 B 公司以回购均价五折作为限制性股票授予价格，但相关案例较少。

从美国、香港等市场来看，一般不对激励股份的授予价格进行限制，阿里巴巴等企业在境外市场也一直采用零对价授予限制性股票单元（RSU），这亦是其维系股权激励机制有效性的内在要求。另外，科创板也已经允许在满足一定信息披露要求的情况下，上市公司授予激励对象限制性股票的价格低于市场参考价 50%的，如 C 公司推出的首份激励方案，即突破了限制性股票的 50%的原则性定价要求，体现了有益尝试。建议借鉴境外市场和科创板的相关实践经验，在限制性股票授予价格方面给予上市公司更多灵活性，满足不同公司的需求。

股票期权定价上，《管理办法》要求股票期权授予价格原则上不得低于市场均价；也可采用自主定价方式。股票期权的行权价格如果低于市场价格，即变成本身就具有价值的实值期权，侧重薪酬性而不是激励性。从境外实践看，美国市场的股票期权也区分激励型股票期权和非激励型股票期权。如果公司拟以低于市场均价的价格授出股票期权，应当在方案中结合股权激励的定位、定价依据等内容详细论证其定价的合理性。

定价基准日方面，目前确定授予价格的基准日是股权激励

计划草案披露日的前1个和前20个/60个/120个交易日。实践中，一方面公布草案后公司股价可能波动较大，对实施股权激励产生影响；另一方面，股权激励计划草案一般在董事会决议后披露，对于部分企业尤其是国有企业，董事会决议后到股东大会前需要履行复杂的审批程序，间隔时间可能很长，从而导致在股东大会审议草案时股价已经和前期确定的授予价格出现了较大的差距。建议参照非公开发行的监管规定，允许公司自主选择董事会决议日、股东大会决议日或授予日作为定价基准日，在审议程序合规、避免利益输送的前提下，给予公司更多的自主决策权。这一原则，也应适用于预留权益定价，即建议公司自主选择以首次授予价、预留权益董事会决议日定价或是预留权益授予日定价为授予价格，但公司应当在股权激励计划草案中明确定价方法。

3. 行权条件。行权条件是股权激励方案的核心要素之一，应当和股权激励方案的整体目标相对应，结合公司经营趋势、所处行业发展周期科学设置。现行的《管理办法》在行权条件方面给予了公司比较大的自主权，仅原则性地要求公司“应当设立激励对象获授权益、行使权益的条件”以及“披露所设定指标的科学性和合理性”。

实践中关于行权条件产生的问题比较多。目前多数公司的股权激励方案定位都是激励型，但部分公司设置的行权条件含金量较低，从而产生了“利益输送”的嫌疑。例如，D公司

2018年限制性股票激励计划中，限制性股票授予价格仅为回购均价的一折，其以2017年扣非后净利润为基准，设置未来三年的解锁条件分别为增幅10%、20%及30%，引发市场高度关注，其后公司难以回应市场质疑，终止有关计划。再如，E公司曾于2006年实施股票期权激励计划，激励条件设置较低，公司高管从中获得收益超3亿元，仅总裁一人就获益超2亿元。这一“天价”的激励收益，引发市场对公司变相向高管输送利益的质疑。此外，也有公司制定明显过高的行权条件，引发市场对公司业绩大幅上涨的猜测，对投资者造成一定的误导。如F公司2014年、2015年、2016年三年扣非后净利润分别仅2700万元、-3.68亿元、-6694万元，其2017年限制性股票激励计划中未来三年的扣非后净利润考核指标分别高达1亿元、1.2亿元和1.5亿元，对指标制定条件和相关风险揭示不够，不利于投资者正确决策。建议《管理办法》对于公司确定行权条件增加更细致的信息披露要求，督促公司更科学审慎地制定合适的行权条件。

此外，关于行权条件的调整在实践中也存在一定争议。《管理办法》仅对可能导致加速行权和降低授予价格这两类情形设置了负面清单，但未禁止其他情形下上市公司调整激励方案。实践中，部分公司以中美贸易战、疫情等宏观环境变化不可抗力、或公司自身经营情况发生较大变化等为由，下调行权条件。建议《管理办法》在规则层面对于调整行权条件进行原

则性规定，同时在交易所层面，立足防范不当利益输送，加大问询力度，要求上市公司从信息披露层面说明激励方案调整的合理性、必要性，激励方案调整后如何体现激励效果等。

4. 持股时间。无论是激励型还是薪酬型股权激励，从公司利益的角度出发都应当是鼓励员工长期持有企业股票。尤其是激励型股权激励，如果限售期过短，不仅难以实现管理层和股东利益的长期一致性，还可能导致高管为了短期目标采取过于激进的经营战略，而忽视公司的长期利益。

从沪市公司实践看，国企和民企被要求分别设置不少于两年和一年的等待期，加上至少两年的考核期，导致多数方案激励期限仅为三至四年，少数在《管理办法》施行前推出的计划甚至更短，谋求短期利益意图突出。例如 F 公司临近新规发布推出 2016 年度限制性股票激励计划，有效期仅 12 个月，期满后股票一次全部解锁上市。而在美国市场，公司激励方案通常设计在较长时间内将上市公司业绩与激励对象利益相绑定，防止激励对象的短期行为。以阿里巴巴集团限制性股票单元（RSU）为例，激励对象获授股票单元后至少需要等待一年，等待期期满后，分 4-6 年才归属激励对象。

建议《管理办法》能从规则角度方便和鼓励公司设计更加长期的股权激励方案，从而真正实现其效果。比如，关于行权的业绩条件，公司如果设计长期的股权激励方案，可能无法准确预测多年后的业绩变化趋势，可以规定股权激励计划分期行

使权益超过 36 个月的，允许上市公司在股权激励方案中仅说明行权条件的标准或方法，后续由股东大会授权董事会明确每一期的权益行使的具体条件。

5. 股票来源。《公司法》修订后，允许公司回购股份用于股权激励或员工持股，且应在三年内回购或注销。为体现市场化改革方向，可允许上市公司将回购股份作为库存股，并再次作为激励权益授予来源，而非必须注销。但《公司法》规定，回购股份应采用公开的集中交易方式。而上市公司因激励对象不适格或考核指标未达标回购的股份，属于定向回购，不是通过公开集中方式购回，如允许其适用前述规定，可能需考虑相关规则是否适用的问题。

6. 回购权益。《管理办法》规定，在行权条件未能满足或者公司和激励对象失去主体资格等情况下，公司应当回购已授出权益。同时规定，激励对象负有个人责任的，股权激励回购价格不得高于授予价格，出现其他情形的，回购价格不得高于授予价格加上银行同期存款利息之和。

目前，实践中出现了因部分激励对象未能勤勉尽责或存在其他违规行为导致使上市公司权益受损、股价下跌的情形，比如 G 公司。按现有规则和公司的股权激励方案，即使公司股价大幅下跌，公司仍需以原授予价格回购过错责任人持有的股份，客观上损害了其他股东的利益，具有不适当性。对于激励对象因为个人责任导致不符合主体资格的，激励对象不应可以

反而因此获益，建议规定回购价格不得高于公司股票的市场价格。实践中，也已经有公司在股权激励方案中明确特定情况下回购价格为授予价格和回购时股票市场价格的孰低值。

此外，当公司出现“信息披露文件有虚假记载、误导性陈述或者重大遗漏”情形时，激励对象作为管理层和核心员工很有可能对此负有责任，在此期间公司不应当回购其已获授权益，使其相当于在其他投资者之前减持公司股份。建议《管理办法》明确“在公司被中国证监会立案调查或者被司法机关立案侦查期间，以及在行政处罚决定、刑事判决作出之后6个月内”不得回购及行使权益，这也与减持新规的相关思路一致。

7. 创新型激励方式。对于限制性股票和股票期权以外的股权激励方式，《管理办法》原则性地规定了“参照新规执行”。但实践中，创新型的激励方式具体如何落实仍存在较多争议。比如，股票增值权、虚拟股票等不涉及实际股票的增减，是否需要按照规则要求履行相应决策程序并进行信息披露。此类不会产生实际股本变动的创新型激励方式，对于国有企业等实施严格资本管理的企业可能是比较适合的激励方式，在一定程度上可以避免繁琐的审议程序。再如类似员工持股计划形式的股票池管理模式，此类中激励对象不直接持有上市公司股票，有利于上市公司在激励对象范围较广情形下集中管理激励股份，提高操作便利性。建议在制度修订过程中，对上述创新型激励方式有更多的关注。

（三）股权激励的实施程序

在避免利益输送等违规情形下，简化和明确实施程序，平衡公平和效率，可以增加股权激励制度对于上市公司的吸引力。结合上市公司在实施股权激励过程中遇到的问题，对于股权激励的实施程序提出以下建议。

1. 方案审议。股权激励计划目前的审议程序比较复杂。实施股权激励需经董事会提出方案并由股东大会审议通过，如果上市公司推出多期激励计划的，每期方案推出均需股东大会审议通过，决策程序灵活性不够。此外，股权激励方案经股东大会审议通过后，上市公司变更、终止股权激励计划的，需提交股东大会审议，同时还需要独立董事和监事会等发表意见。

实践中，为鼓励上市公司推出长期激励方案，建议对多期的股权激励计划，经股东大会整体授权，可以由董事会后续根据实际情况制定和实施具体的每期计划，或董事会提交股东大会年度授权，由上市公司在该年度内灵活授予并及时披露，减少审批决策次数。对于非重大的内容调整、依照法规进行的终止实施等情形，也建议适当简化有关审议决策程序要求。

2. 回购注销。对限制性股票的回购注销，上市公司需要编制回购预案，提交股东大会审议通过，通知债权人并取得债券持有人会议通过，与一般的减资回购注销程序无实质差别，程序较为复杂。但客观上，一方面上市公司回购注销已授出权益，绝大多数是依照法律法规和激励方案的既定要求进行，属

于频繁发生且影响较小的行为；另一方面，已授出权益是否真正归属于激励对象、从而增加公司注册资本，还取决于后续是否实现行权条件的约束，因此从股份性质上看，该部分股份应当属于效力待定股份，区别于其他的普通股份。建议《管理办法》对于限制性股票的回购注销程序能予以适当的简化。比如，明确依照《管理办法》规定回购注销已授出权益的，不需要再经过股东大会审议，根据前期授权可以由董事会具体实施。再如，参照科创板的有益尝试，对于限制性股票增加“符合股权激励计划授予条件的激励对象，在满足相应获益条件后分次获得并登记的本公司股票”类型，先对拟授予股票进行管理，满足解锁条件后再过户到激励对象名下，减少因为不符合行权条件而回购注销的繁琐程序。

3. 窗口期。《管理办法》对股权激励限制性股票授出、行使权益的窗口期作出了限制，“上市公司不得在相关限制期间内向激励对象授出限制性股票，激励对象也不得行使权益”。但在实践中，对于“授出限制性股票”的解释存在一定争议。

限制性股票的授予是一个持续的过程，从董事会决议授出权益到最终完成股份的登记过户，时间可能长达2个月，其中最主要的时间节点是授予日和激励股份完成登记日。上述两个日期是否均不得在限制期内，实践中有不同理解。股票买卖以过户登记为交易完成的标志，因此一般的窗口期限制都针对过户登记日。但从立法目的看，该条款主要是为了防范内幕交

易。对于股权激励而言，方案披露日即确定授予价格，授予日确定上市公司的股权激励成本，最后的过户登记反而是程序性操作，利用内幕信息牟利的可能性较小。因此，建议在《管理办法》中对于“授出限制性股票”进行定义，明确授予日和激励股份完成登记日均不得在窗口期内。

4. 短线交易。新《证券法》修订了短线交易相关规定，实践中对通过股权激励取得股份如何适用短线交易有不同理解。根据《管理办法》的前述规定，董事和高管通过股权激励获得股份也应受短线交易的规制。同时，在此前的监管实践中，沪深两所对于股权激励获得股份，均按适用短线交易规制口径执行。在行政监管上，股票期权行权也被认定为短线交易“买入”行为而受到行政处罚。但是，一方面激励股份授出属于公司行为，能否归属及归属时点并不受激励对象主观意识影响；另一方面，激励股份授出时，其授予条件及价格已在激励计划中充分披露，并经股东大会审议通过，市场预期较为明确，与二级市场中的买入行为存在较大差异，引发内幕交易可能性较小，并非短线交易的规制目标。据此，建议《管理办法》明确将股权激励获得股份排除适用短线交易。

三、股权激励办法的未来修订方向

综合来看，股权激励办法的未来修订，应重点把握两类问题。一是股权激励本质上也是薪酬政策的组成部分，实质上属于公司治理和规范运作范畴，应充分尊重并赋予公司自治空

间。二是从制度建设角度，完善这一机制的核心是信披监管，一方面让市场充分了解公司激励方案乃至薪酬结构的确定依据和决策过程，充分发挥市场的监督约束作用，避免不当激励；另一方面以此对近年政策和实践带来的新问题新情形予以规范。同时，从公司治理角度，还需督促公司健全内控制度，完善治理结构。基于前述考虑，在适度简化程序“做减法”的同时，应立足信披“做加法”。具体如下。

（一）完善方案内容披露要求，回应规范新问题新变化

为应对规范市场和政策发展带来的新问题，需要对激励方案主要内容提出相应的披露要求。

一是明确激励功能目标的信息披露，尤其是激励型方案的披露。如果公司拟采用薪酬型方案，特别是科技创新类公司，应鼓励其结合自身现金流、财务成本、生产经营、人力资本需要等情况，论证激励的必要性及合理性。为体现总体薪酬分配或薪酬结构合理性，可以要求公司说明激励薪酬的决定标准和依据，与市场同类人员或行业平均的比较，权益授予价值在薪酬结构中的占比等。

二是完善激励对象的信息披露，尤其是董事、高管、5%以上股东及实控人等关键少数的相关披露。为防范利益输送及过度激励行为，需要说明上述人员与公司业务及业绩关联度及其合理性，公司决定激励报酬的评价因素和标准，并列示上述人员获授权益在其薪酬结构中占比。此外，为体现约束性，还可

增加审议程序上的合规要求。

三是优化授予价格的信息披露，尤其是非原则定价的相关披露。采用非原则定价方式的，要求说明授予价格与原则定价差异及合理性，相关会计处理及理由，对公司经营业绩的影响；对激励型计划，为防范大幅折价引致的利益输送，还需论证大幅折价与业绩指标、解锁期等方面的匹配度，如何体现激励约束，也可在适当延长锁定期或限制权益生效比例等方面做出相应约束性规定。

四是规范行权条件信息披露，鼓励多元指标并引导行业对标。要求公司具体分析论证行权条件确定依据，引导开展有关指标与历史业绩、行业平均甚至国际行业的比较等；除财务指标外，还可以鼓励企业选用非财务类指标，如税收、分红等，构建多元体系，反映风险管理和股东回报等要求；公司筹划或实施资本运作的，要求细化资本运作对考核指标的影响。

五是完善已授出权益回购价格的信息披露，明确已授出权益回购价格确定方法及依据，相关会计处理及理由，对公司经营业绩的影响；尤其是回购价格存在差价兜底性质的，应进行特别提示；对激励对象因个人责任导致不符合主体资格的，明确激励对象不应以此获益，且已授出权益回购价格不得低于公司股票的市场价格。

六是支持特定行业或类型公司开展正向激励，鼓励公司探索创新型激励方式，明确相应披露要求。考虑允许上市公司采

用股票池式间接持股方式实施股权激励；鼓励国有上市公司采取股票增值权、虚拟股票等创新型方式，并明确因该方式不涉及实际股票增减，无需完全按现行规则满足决策和披露要求。

七是明确权益估值披露要求，尤其是细化权益公允价值计量相应模型和参数的选取要求，并就估值依赖多种假设和参数选取，进行特别提示；可以要求独立财务顾问就估值结论的合理性发表意见。

（二）加强持续披露要求，反映约束激励计划落实执行

《管理办法》对股权激励筹划、审议、实施、变更及终止等阶段提出明确的信息披露要求。但实践中，我们发现，上市公司普遍存在重首次方案披露、轻持续进展披露的情况；对股权激励实施过程中重要节点的披露有限，建议予以完善。

一是强化股权激励方案实施中重大调整（包括变更、终止）的披露要求，防范激励对象获授激励股份后的“暗箱”运作行为。比如，上市公司对已通过股东大会审议的股权激励方案进行变更的，涉及授予价格、权益行使条件、授予股份数量变动超过 20%等重大变更的，应当提交股东大会审议并及时披露；如涉及会计处理的，需要说明相应会计处理及理由等。

二是为反映股权激励执行情况，需要完善定期报告相应披露要求，如要求说明报告期内全部有效计划持有的股票总额及其占公司股本总额的比例，报告期内出现激励对象不再适合参与激励计划的情形及其处理情况，报告期内激励对象实际激励

收益及其薪酬占比（董事、高管等关键少数单独列示）、薪酬考核制度变化情况等。公司无法披露有关权益价值及实际激励薪酬的，需说明相应理由。

（三）细化中介机构意见披露要求，协同发挥外部监督作用

《管理办法》要求律师事务所、独立财务顾问（如有）等中介机构对股权激励方案、变更等发表意见。实践中，我们发现，部分中介机构披露的意见，存在缺乏论证和判断依据、审慎性不足，仅简单发表结论性意见、针对性不强，信息相似雷同、有效性不够等问题。为督促这些机构归位尽责，强化外部监督，建议通过信息披露，细化对律师事务所、独立财务顾问（如有）等出具的意见文书的披露要求。关于激励计划内容，需重点就激励对象、规模、价格（授予及回购）、行权条件及决策过程合规合理性，会计处理（如需）及激励目标和计划的匹配性发表意见；关于激励计划实施，需重点就重大调整（包括变更、终止）具体内容理由及合理性、会计处理（如需）、决策过程合规合理性发表意见。

四、股权激励配套制度的衔接完善

从近两年市场服务过程中收到的反馈情况来看，上市公司股权激励制度除有证监会《管理办法》的制度构建外，还需要国资管理、财政税收、会计处理等多方位配套制度的衔接。虽然相关部门已相继就股权激励事项作出了一些安排，但整体的

制度配套协同尚有不足。激励企业和对象无法通过实施激励享受相应的制度红利，可能对参与激励的积极性构成影响。以下分别从国有企业、税收制度以及会计处理等具体方面，提出一些思考和建议。

（一）国有企业

2019 年以来，国资监管部门加大力度授权放权、放松管制，陆续印发了系列方案，从政策层面为国有上市公司股权激励“松绑”。国资委《关于进一步做好中央企业控股上市公司股权激励有关事项的通知》（以下简称《通知》）率先落实了央企实施股权激励的操作指引。总体上，伴随国有控股上市公司实施股权激励范围扩大及激励薪酬总额与工资总额脱钩，国有企业股权激励运作提速。但与民营企业相比，国企上市公司同时受证券监督和国资监管制度的规制，实施股权激励计划在业绩要求、约束条件、激励收益等方面的要求依然较民营企业严格，在实际操作中对于调动国有上市公司员工积极性也形成了一定的制约。

具体而言，国有企业实施股权激励的特殊障碍主要体现在两方面。一方面是前置审批复杂，不同于民营企业仅需股东大会审议通过即可，国有上市公司实施股权激励面临复杂的审批环节，涉及各级国有控股股东、国资部门、省政府、市政府等，由于时间上没有明确的期限，各地的审批时间均不确定，可能导致上市公司错过推出激励计划的合适时机。对此，《通

知》已经加大了国资部门授权放权力度，国资部门不再审核激励分期实施方案，只审核股权激励整体计划，分期实施方案的审核职责由中央企业集团履行。另一方面是受规则硬性规定约束，对于方案内容有比较多的硬性规定，企业的自主性和灵活性受限。比如业绩要求方面，能够实施股权激励的国有控股上市公司业绩水平需要在同行业均值水平（或对标企业 75 分位值）以上；薪酬方面，权益授予价值占授予时薪酬总水平（含股权激励收益）的最高比重为 40%；激励对象方面，中央和国资委管理的中央企业负责人不纳入激励范围。此外，财政部《关于金融类国有和国有控股企业负责人薪酬管理有关问题的通知》第四条规定，国有控股金融企业暂停实施股权激励和员工持股计划，在政策公布之前，不得实施股权激励和员工持股计划，实质上直接限制了国有金融企业推出股权激励的可能。

为此，建议推动国资和财政部门，结合规则执行和实践情况，进一步研究国有上市公司股权激励计划制度安排，同时加大国有企业股权激励优秀案例的推广宣传力度，扩展国有控股上市公司实施股权激励空间。

（二）税收制度

在个人所得税方面，我国法律将激励股票的行权（解锁）认定为工资薪酬予以扣税，加之以限制性股票解禁日作为纳税义务触发时点，与股票实际减持时间及董事高管受到的严格减持约束相矛盾，大幅降低了激励收益，增加了纳税负担。这与

境外成熟市场做法有所差异。以美国市场为例，激励型股票期权计划收益按照资本利得而非薪酬收入纳税。由于薪酬收入适用累进税率，其最高税率高于资本利得税率，激励对象通过激励收益所负担的税收将大幅低于工资薪酬税负。另一方面，对激励对象在股票出售时取得的收益，按照持股时间长短分别征收短期资本利得税或长期资本利得税，由于后者的税率远低于前者，因此激励对象持有股票的时间越长，其负担的股权激励的税收成本也就越低，以此鼓励激励对象长期持股。此外，美国税法中激励型股票期权纳税义务发生时点在股票的出售环节，激励对象持有时间越长，所获取的延迟纳税的好处越多。

在企业所得税方面，现行规则规定股权激励费用发生当期不能在计征企业所得税前扣除，行权年度才允许列支，会造成企业先交税，后抵扣或退税的情况；而且允许税前列支的费用为实际行权时该股票的公允价值与激励对象实际行权支付价格的差额和数量，与企业实际承担的费用不匹配。

（三）会计处理

股权激励公允价值的计量直接影响激励费用计量是否准确和考核指标评价是否公允。虽然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上标准不一，差异较大，由此导致各公司激励费用的确认结果缺乏可比性。另外，目前会计准则对股权激励等待期内每股收益的计算也存在进一步明确的空间。如果上市公司解锁条件含

有同行业其他企业的业绩设置，企业可能难以在资产负债表日获知同行业公司业绩，因而不能按照会计准则解释第 7 号的规定计算等待期内每股收益。

为此，建议联合财政部、税务总局等部门，研究制定完善上市公司股权激励制度的配套措施。税收制度上，可借鉴国际经验，考虑在员工取得公司股票、取得股息收入、转让公司股票时实行个人所得税的减免政策，引导公司及员工积极参与激励计划；若激励对象持有公司股票的时间越长，其适用的税率越低，能够鼓励激励对象长期持有股票，真正实现其长期激励的作用；股权激励满足某些规定时，激励对象如果享有差异税率能够很好地辅助激励功能的发挥。其次，会计处理上，建议细化相关会计准则规定，为激励计划实施的会计处理提供更加明确的指引，打消公司在会计处理方面的疑虑。（摘编：黄玲）

【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：黄玲， 校对：张冯彬)



服务创造价值



上交所企业上市服务

发行上市服务中心

联系人：谢笑

电话：021-68828602

邮箱：xxie@sse.com.cn

地址：上海市浦东南路500号33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