

海问观察：初探创业板注册制改革系列（一）

2020年4月27日，中央全面深化改革委员会第十三次会议审议通过了《创业板改革并试点注册制总体实施方案》，宣告创业板试点注册制改革正式启动，随后中国证券监督管理委员会（以下简称“中国证监会”）及深圳证券交易所（以下简称“深交所”）于同日即发布了《创业板首次公开发行股票注册管理办法（试行）》等一系列配套规则的征求意见稿，为创业板试点注册制改革提供了具体路径。就首次公开发行股票并上市（以下简称“IPO”）的相关规则而言，本次创业板试点注册制改革总体借鉴了科创板试点注册制的经验，强调以信息披露为核心、简化发行条件、强化市场主体责任、加大了对违法违规行为的处罚力度，在发行条件、审核注册程序、发行承销、信息披露原则要求、监管处罚等方面亦深度借鉴了科创板的相关规定。同时，鉴于创业板的板块定位、涉及存量上市公司的情况等方面，在定位、发行条件、上市条件、投资者适当性等方面与科创板存在一定的差异。本文旨在讨论本次创业板注册制改革的政策及立法进程、注册制改革后创业板与其他板块的比较、创业板注册制IPO的发行条件与上市条件、创业板注册制IPO的审核注册程序以及对未来创业板注册制改革的展望。

一. 创业板试点注册制改革的政策及立法进程

2019年8月，中共中央国务院发布了《中共中央国务院关于支持深圳建设中国特色社会主义先行示范区的意见》，其中明确指出深圳要提高金融服务实体经济能力，研究完善创业板发行上市、再融资和并购重组制度，创造条件推动注册制改革。该等文件为创业板注册制改革提供了明确的政策依据。

2019年12月，十三届全国人民代表大会常务委员会第十五次会议表决通过新修订的《中华人民共和国证券法》（于2020年3月1日正式实施），明确“公开发行证券，必须符合法律、行政法规规定的条件，并依法报经国务院证券监督管理机构或者国务院授权的部门注册。”该等规定为后续中国证监会、深交所推行创业板注册制规则提供了上位法的依据。

2020年2月，国务院发布的《国务院办公厅关于贯彻实施修订后的证券法有关工作的通知》明确要求“研究制定在深圳证券交易所创业板试点股票公开发行注册制的总体方案”，进一步加快了顶层设计的推进。

2020年4月27日，中央全面深化改革委员会第十三次会议审议通过了《创业板改革并试点注册制总体实施方案》，中国证监会和深交所当晚亦发布了一系列的具体配套规则的征求意见稿，主要包括《创业板首次公开发行股票注册管理办法（试行）》（征求意见稿）、《深圳证券交易所创业板股票发行上市审核规则（征求意见稿）》等。创业板注册制改革至此正式启动。

二. 注册制改革后创业板与其他板块若干方面的比较

创业板注册制改革后，在所属市场、审核程序、目标定位、企业类型、财务指标、投资者适当性、发行定价、交易涨跌幅限制等方面与主板及科创板存在差异，具体为：

项目	创业板	科创板	主板
所属市场	深交所	上交所	沪深交易所
审核程序	<ul style="list-style-type: none"> • 采取注册制 • 降低发行条件和上市条件的准入门槛，以信息披露为核心 • 创业板上市委员会审核、中国证监会注册 • 审核时限原则上6个月 	<ul style="list-style-type: none"> • 采取注册制 • 降低发行条件和上市条件的准入门槛，以信息披露为核心 • 科创板上市委员会审核、中国证监会注册 • 审核时限原则上6个月 	<ul style="list-style-type: none"> • 采取核准制 • 发行条件和上市条件较为严格 • 中国证监会发审委审核 • 审核时间存在较大不确定性，通常需12个月左右
目标定位	成长型创新创业企业，支持传统产业与新技术、新产业、新业态、新模式深度融合	面向世界科技前沿、面向经济主战场、面向国家重大需求，优先支持符合国家战略，拥有关键核心技术，科技创新能力突出，主要依靠核心技术开展生产经营，具有稳定的商业模式，市场认可度高，社会形象好，具有较强成长性的企业	具有一定盈利规模的大型蓝筹企业或稳定发展的中型企业
企业类型	接受红筹企业、协议控制架构、存在表决权差异安排的企业	接受红筹企业、协议控制架构、存在表决权差异安排的企业	暂不接受红筹企业、协议控制架构、存在表决权差异安排的企业

项目	创业板	科创板	主板
一般企业上市财务指标（具体对比请见本文下述上市条件部分）	<p>3套上市指标，对于未盈利企业上市，一年后评估可实施性</p> <ul style="list-style-type: none"> 最近两年净利润均为正，且累计≥5,000万元；或 预计市值≥10亿元，最近一年净利润为正且营业收入≥1亿元；或 预计市值≥50亿元，最近一年营业收入≥3亿元 	<p>5套上市指标，允许未盈利企业上市</p> <ul style="list-style-type: none"> 预计市值+净利润（+营业收入）；或 预计市值+营业收入+研发投入；或 预计市值+营业收入+经营活动现金流；或 预计市值+营业收入；或 预计市值+技术优势 	<p>对发行人有盈利要求，不允许亏损企业上市</p> <ul style="list-style-type: none"> 最近三年净利润均为正且累计≥3,000万元； 最近三年经营活动产生的现金流量净额≥5,000万元，或者近三年营业收入累计≥3亿元；且 最近一期末不存在未弥补亏损
投资者适当性	<ul style="list-style-type: none"> 存量投资者：可以继续参与创业板股票交易，不受影响 新增个人投资者：在申请权限开通前20个交易日证券账户及资金账户内资产日均不低于10万元（不包括通过融资融券融入的资金和证券），且参与证券交易24个月以上 	<p>个人投资者应当同时具备以下两个条件：</p> <ul style="list-style-type: none"> 申请权限开通前20个交易日证券账户及资金账户内资产不低于50万元（不包括通过融资融券融入的资金和证券）；且 参与证券交易24个月以上 	
发行定价	市场化的询价定价方式、直接定价方式	市场化的询价定价方式	直接定价方式（限制市盈率）
交易涨跌幅制度	20%涨跌幅限制，上市后前五交易日不设涨跌幅	20%涨跌幅限制，上市后前五交易日不设涨跌幅	10%涨跌幅限制

三. 创业板注册制IPO的发行上市条件与科创板现行规则的比较

1. 发行条件

在发行条件方面，按照以信息披露为中心的原则，中国证监会于4月27日发布的《创业板首次公开发行股票注册管理办法（试行）》（征求意见稿）精简优化了创业板股票首次公开发行的条件，取消了目前创业板现行发行条件中关于盈利业绩、不存在未弥补亏损、主营业务唯一等方面的要求，并与科创板现行的发行条件基本保持一致，具体为（与科创板的差异部分已**标红**注明）：

项目	《首次公开发行股票并在创业板上市管理办法》	《创业板首次公开发行股票注册管理办法（试行）》（征求意见稿）	《科创板首次公开发行股票注册管理办法（试行）》
主体资格和运营年限	<ul style="list-style-type: none"> • 发行人是依法设立且持续经营3年以上的股份有限公司，具备健全且运行良好的组织机构，相关机构和人员能够依法履行职责 • 有限责任公司按原账面净资产值折股整体变更为股份有限公司的，持续经营时间可以从有限责任公司成立之日起计算 		
股权和治理结构	<ul style="list-style-type: none"> • 发行后股本总额不少于三千万元 • 公开发行的股份达到公司股份总数的25%以上；公司股本总额超过4亿元的，公开发行股份的比例为10%以上 • 发行人具有完善的公司治理结构，依法建立健全股东大会、董事会、监事会以及独立董事、董事会秘书、审计委员会制度 		
财务和内控要求	<ul style="list-style-type: none"> • 最近两年连续盈利，最近两年净利润累计≥1,000万元或者最近一年盈利，最近一年营业收入≥5,000万元 • 最近一期末净资产≥2,000万元，且不存在未弥补亏损 • 会计基础工作及财务报表规范，并由注册会计师出具无保留意见的审计报告 • 内控制度健全且被有效执行，并由注册会计师出具无保留结论的内部控制鉴证报告 	<ul style="list-style-type: none"> • 会计基础工作及财务报表规范，且最近3年财务会计报告由注册会计师出具标准无保留意见的审计报告 • 内控制度健全且被有效执行，并由注册会计师出具无保留结论的内部控制鉴证报告 	<ul style="list-style-type: none"> • 会计基础工作及财务报表规范，并由注册会计师出具标准无保留意见的审计报告 • 内控制度健全且被有效执行，并由注册会计师出具无保留结论的内部控制鉴证报告
独立运营能力	<ul style="list-style-type: none"> • 未明确将独立性作为发行条件，但在招股书编报准则中规定，发行人招股书应明确披露资产完整、人员独立、财务独立、机构独立和业务独立（即与控股股东、实际控制人及其控制的其他企业间不存在同业竞争或者显失公平的关联交易） • 发行人业务完整，具有直接面向市场独立持续经营的能力：资产完整，业务及人员、财务、机构独立，与控股股东、实际控制人及其控制的其他企业间不存在对发行人构成重大不利影响的同业竞争，不存在严重影响独立性或显失公平的关联交易 		

项目	《首次公开发行股票并在创业板上市管理办法》	《创业板首次公开发行股票注册管理办法（试行）》（征求意见稿）	《科创板首次公开发行股票注册管理办法（试行）》
经营稳定性	<ul style="list-style-type: none"> • 最近2年内主营业务没有发生重大变化 • 最近2年内董监高没有发生重大变化 • 最近2年实际控制人没有变更 • 发行人的股权清晰，控股股东和受控股股东、实际控制人支配的股东所持发行人的股份不存在重大权属纠纷 • 注册资本已足额缴纳，主要资产不存在重大权属纠纷 	<ul style="list-style-type: none"> • 最近2年内主营业务没有发生重大不利变化 • 最近2年内董监高没有发生重大不利变化 • 最近2年实际控制人没有变更 • 控股股东和受控股股东、实际控制人支配的股东所持发行人的股份权属清晰，不存在导致控制权可能变更的重大权属纠纷 • 不存在主要资产、核心技术、商标等重大权属纠纷，重大偿债风险，重大担保、诉讼、仲裁等或有事项，经营环境已经或者将要发生重大变化 	<p>科创板额外要求最近2年内核心技术人员没有发生重大不利变化</p>

项目	《首次公开发行股票并在创业板上市管理办法》	《创业板首次公开发行股票注册管理办法（试行）》（征求意见稿）	《科创板首次公开发行股票注册管理办法（试行）》
合规经营	<ul style="list-style-type: none"> 应当主要经营一种业务，且符合法律、行政法规、公司章程、国家产业政策及环境保护政策 发行人董监高应忠实勤勉且符合法定任职条件，不存在被中国证监会采取证券市场禁入措施尚在禁入期，或者最近三年内受到中国证监会行政处罚，或者最近一年内受到证券交易所公开谴责，或者因涉嫌犯罪被司法机关立案侦查或者涉嫌违法违规被中国证监会立案调查，尚未有明确结论意见 发行人及其控股股东、实际控制人最近三年内不存在损害投资者合法权益和社会公共利益的重大违法行为，不存在未经法定机关核准，擅自公开或者变相公开发行证券，或者有关违法行为虽然发生在三年前，但目前仍处于持续状态的情形 		<ul style="list-style-type: none"> 生产经营符合法律、行政法规的规定，符合国家产业政策 最近3年内，发行人及其控股股东、实际控制人不存在贪污、贿赂、侵占财产、挪用财产或者破坏社会主义市场经济秩序的刑事犯罪，不存在欺诈发行、重大信息披露违法或者其他涉及国家安全、公共安全、生态安全、生产安全、公众健康安全等领域的重大违法行为 发行人董监高不存在最近3年内受到中国证监会行政处罚，或者因涉嫌犯罪被司法机关立案侦查或者涉嫌违法违规被中国证监会立案调查，尚未有明确结论意见等情形

上述创业板注册制改革后的发行条件与科创板的发行条件基本相同，主要的区别在于创业板并未设置核心技术人员在最近两年未发生重大不利变化的发行条件，笔者认为这主要是由于创业板和科创板两者的定位及面向的企业类型不同所导致的，不同于科创板重点强调发行人的科创属性，创业板更加关注发行人的模式创新、业态创新以及新旧产业融合促进作用，因此未将核心技术人员持续性列为发行条件。

2. 上市条件

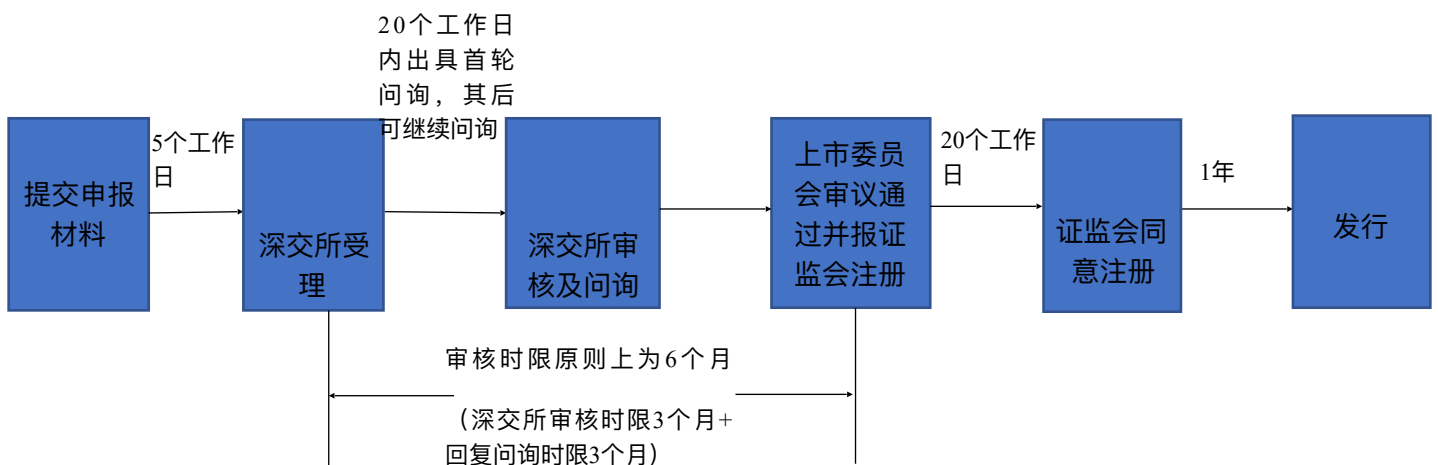
在上市条件方面，和科创板现行规则类似，深交所于4月27日发布的《深圳证券交易所创业板股票发行上市审核规则（征求意见稿）》支持特殊股权结构和红筹企业上市，就未盈利企业亦明确了上市标准，同时将在一年后评估其实施性。同时，深交所发布的前述审核规则设置了多套上市标准，具体与科创板规则比较如下（与科创板的差异部分已**标红**注明）：

公司类型	上市条件	创业板注册制	科创板
一般企业	(市值)+净利润	<ul style="list-style-type: none"> 最近两年净利润均为正 且累计净利润≥5,000万元 	<ul style="list-style-type: none"> 预计市值≥10亿元 最近两年净利润均为正；且 累计净利润≥5,000万元
	市值+净利润+收入	<ul style="list-style-type: none"> 预计市值≥10亿元 最近一年净利润为正；且 营业收入≥1亿元 	<ul style="list-style-type: none"> 预计市值≥10亿元 最近一年净利润为正；且 营业收入≥1亿元
	市值+收入+研发投入	/	<ul style="list-style-type: none"> 预计市值≥15亿元 最近一年营业收入≥2亿元；且 最近三年累计研发投入占最近三年累计营业收入的比例≥15%
	市值+收入+经营活动现金流	/	<ul style="list-style-type: none"> 预计市值≥20亿元； 最近一年营业收入≥3亿元；且 最近三年经营活动产生的现金流量净额累计≥1亿元
	市值+收入	<ul style="list-style-type: none"> 预计市值≥50亿元；且 最近一年营业收入≥3亿元 	<ul style="list-style-type: none"> 预计市值≥30亿元；且 最近一年营业收入≥3亿元
	市值+技术优势	/	<ul style="list-style-type: none"> 预计市值≥40亿元；且 主要业务或产品需经国家有关部门批准，市场空间大，目前已取得阶段性成果；医药行业企业需至少有一项核心产品获准开展二期临床试验，其他符合科创板定位的企业需具备明显的技术优势并满足相应条件
未上市红筹企业或	市值+(净利润)	<ul style="list-style-type: none"> 预计市值≥100亿元；且 最近一年净利润为正 	<ul style="list-style-type: none"> 预计市值≥100亿元

公司类型	上市条件	创业板注册制	科创板
表决权差异企业	市值 + (净利润) + 收入	<ul style="list-style-type: none"> • 预计市值≥50亿元 • 最近一年净利润为正；且 • 最近一年营业收入≥5亿元 	<ul style="list-style-type: none"> • 预计市值≥50亿元；且 • 最近一年营业收入≥5亿元
已上市红筹企业	市值 + (净利润)	<ul style="list-style-type: none"> • 符合国家战略、掌握核心技术、市场认可度高，属于互联网、大数据、云计算、人工智能、软件和集成电路、高端装备制造、生物医药等高新技术产业和战略性新兴产业，且达到相当规模的创新企业 • 市值≥2,000亿元；且 • 最近一年净利润为正 	<ul style="list-style-type: none"> • 符合国家战略、掌握核心技术、市场认可度高，属于互联网、大数据、云计算、人工智能、软件和集成电路、高端装备制造、生物医药等高新技术产业和战略性新兴产业，且达到相当规模的创新企业；且 • 市值≥2,000亿元

四. 创业板注册制IPO的审核注册程序

注册制改革后，创业板IPO的注册程序与科创板基本保持一致，发行人的发行上市申请文件将首先由深交所予以审核，深交所认为发行人符合发行条件、上市条件和信息披露要求的，将审核意见、发行上市申请文件及相关审核资料报送中国证监会履行注册程序；认为发行人不符合发行条件、上市条件和信息披露要求的，则将作出终止发行上市审核的决定，简要流程和时限如下：



五. 关于创业板试点注册制改革的新老衔接

依照中国证监会于4月27日发布的《关于创业板改革并试点注册制实施前后相关行政许可事项过渡期安排的通知》，自2020年4月27日起，中国证监会停止接收

首次公开发行股票并在创业板上市申请。创业板试点注册制相关制度征求意见稿发布之日起，申请首次公开发行股票并在创业板上市的企业，（1）已通过发审委审核并取得核准批文的，发行承销工作按照现行相关规定执行；（2）已通过发审委审核未取得核准批文的，可以继续创业板试点注册制相关制度正式发布前推进行政许可程序，并按照现行规定启动发行承销工作；也可以自主选择申请停止推进行政许可程序，在创业板试点注册制相关制度正式发布实施后，向深交所申报，履行发行上市审核、注册程序后，按照改革后的制度启动发行承销工作。向深交所申报的，由深交所按照中国证监会在审企业顺序安排发行审核工作。

创业板试点注册制实施之日起，中国证监会终止尚未经发审委审核通过的创业板在审企业首次公开发行股票的审核，并将相关在审企业的审核顺序和审核资料转深交所。创业板试点注册制实施之日起10个工作日内，深交所仅受理中国证监会创业板在审企业的首次公开发行股票申请；创业板试点注册制实施之日起10个工作日后，深交所开始受理其他企业的首次公开发行股票申请。

根据科创板公开征求意见稿及正式实施的经验而言¹，创业板相关办法亦会在1个月左右正式实施。因此，在该过渡期间，就已申报或已反馈企业究竟是继续等待排队还是终止中国证监会审核程序并准备创业板注册相关文件或可能成为该企业考虑的重点。加之对于创业板注册制的市盈率期待、快速审核的诱惑（根据科创板经验，首家科创板企业于注册制推行后4个月内完成上市）、财务数据的再次更新都将成为在审企业的鱼和熊掌。

六. 创业板注册制的展望

距离科创板试点注册制正式落地尚不满一年，创业板发行制度也即将迎来历史上最为重大的一次改革，本次创业板试点注册制改革的相关征求意见稿时限为一个月，我们相信创业板注册制改革相关的配套规则势必会在近期内正式实施，同时也期待相关部门尽快出台与创业板注册制改革相配套的发行与承销规则，以更好地迎接创业板注册制改革的到来。

¹ 中国证监会于2019年1月30日发布《关于就<科创板首次公开发行股票注册管理办法（试行）>公开征求意见稿的通知》，于2019年3月1日，《科创板首次公开发行股票注册管理办法（试行）》正式实施。