

# 革故鼎新—简析科创板规则的突破与创新

2019年1月30日，中国证券监督管理委员会（以下简称“中国证监会”）发布了《关于在上海证券交易所设立科创板并试点注册制的实施意见》（以下简称“《实施意见》”），以及《科创板首次公开发行股票注册管理办法（试行）》和《科创板上市公司持续监管办法（试行）》的征求意见稿。同日，上海证券交易所（以下简称“上交所”）发布了《上海证券交易所科创板股票发行上市审核规则》《上海证券交易所科创板股票上市委员会管理办法》《上海证券交易所科技创新咨询委员会工作规则》《上海证券交易所科创板股票发行与承销实施办法》《上海证券交易所科创板股票上市规则》（以下简称“《科创板上市规则（征求意见稿）》”）和《上海证券交易所科创板股票交易特别规定》等六项配套业务规则的征求意见稿<sup>1</sup>。前述规则的发布，标志着酝酿已久的科创板正式拉开帷幕。

较现有A股规则，科创板的业务规则具有诸多制度性突破与创新，预期会给中国资本市场乃至公司法、证券法等基本法律制度带来深刻的影响。本文将重点从以下十个方面予以简要分析。

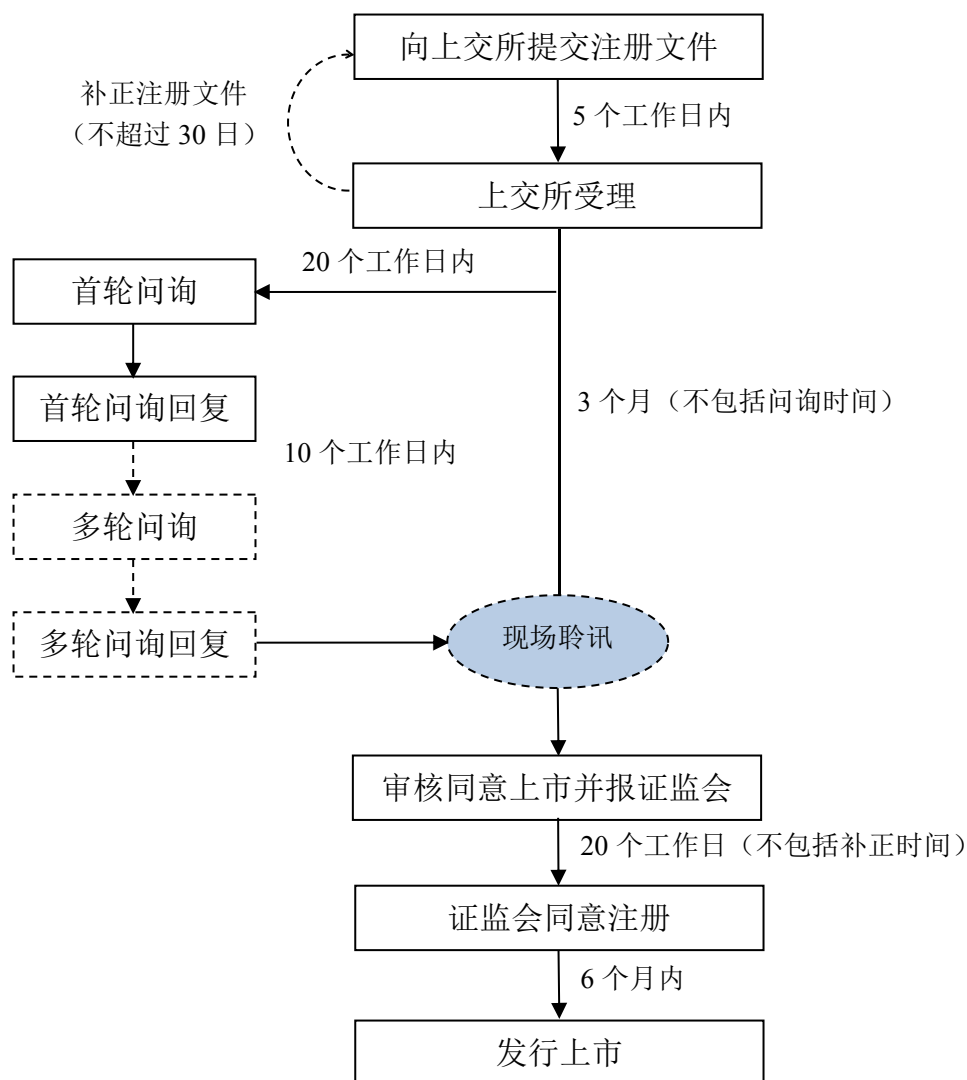
## 1 试点注册制

2015年12月27日，第十二届全国人民代表大会常务委员会第十八次会议通过《关于授权国务院在实施股票发行注册制改革中调整适用<中华人民共和国证券法>有关规定的决定》，授权国务院调整适用《中华人民共和国证券法》关于股票公开发行核准制度的有关规定，实行注册制度。2018年2月24日，第十二届全国人民代表大会常务委员会第三十三次会议决议对前述授权进行延期，授权期限延长至2020年2月29日。

根据《实施意见》，科创板将试点以信息披露为中心的股票发行上市注册制，即，上交所负责受理企业公开发行股票并上市的申请，并负责审核；在上交所审核通过后，将审核意见报送中国证监会履行注册程序。

科创板发行上市主要流程如下图所示：

<sup>1</sup> [http://www.sse.com.cn/disclosure/announcement/general/c/c\\_20190129\\_4716779.shtml](http://www.sse.com.cn/disclosure/announcement/general/c/c_20190129_4716779.shtml)。



科创板的定位是重点支持新一代信息技术、高端装备、新材料、新能源、节能环保以及生物医药等高新技术产业和战略性新兴产业，推动互联网、大数据、云计算、人工智能和制造业深度融合。结合科创企业的发展特点，科创板设置了多元包容的上市条件，允许符合科创板定位、尚未盈利或存在累计未弥补亏损<sup>2</sup>的企业在科创板上市。

<sup>2</sup> 2019年1月11日，中国证监会发布《发行监管问答—关于首发企业整体变更设立股份有限公司时存在未弥补亏损事项的监管要求》，对于非试点创新企业，在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时存在未弥补亏损，应当自完成整体变更的工商登记后运行满36个月方可申请首次公开发行股票。

与现行核准制下强调“盈利”的理念不同，上交所在《上海证券交易所科创板股票发行上市审核规则》中明确了以“市值”为基准的五套组合标准，发行人申请股票首次公开发行股票并在科创板上市的，符合其中一项标准即可：

预计市值	需同步满足的其他标准
≥10 亿人民币	<ul style="list-style-type: none"> <li>➤ 最近两年净利润均为正且累计净利润不低于人民币 5,000 万元； <b>或者</b></li> <li>➤ 最近一年净利润为正且营业收入不低于人民币 1 亿元</li> </ul>
≥15 亿人民币	<ul style="list-style-type: none"> <li>➤ 最近一年营业收入不低于人民币 2 亿元； <b>且</b></li> <li>➤ 最近三年研发投入合计占最近三年营业收入的比例不低于 15%</li> </ul>
≥20 亿人民币	<ul style="list-style-type: none"> <li>➤ 最近一年营业收入不低于人民币 3 亿元； <b>且</b></li> <li>➤ 最近三年经营活动产生的现金流量净额累计不低于人民币 1 亿元</li> </ul>
≥30 亿人民币	<ul style="list-style-type: none"> <li>➤ 最近一年营业收入不低于人民币 3 亿元</li> </ul>
≥40 亿人民币	<ul style="list-style-type: none"> <li>➤ 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，并获得知名投资机构一定金额的投资。</li> <li>➤ 医药行业企业需取得至少一项一类新药二期临床试验批件，其他企业需具备明显的技术优势并满足相应条件。</li> </ul>

注：上表中所称净利润以扣除非经常性损益前后的孰低者为准，所称净利润、营业收入、经营活动产生的现金流量净额均指经审计的数值。

### 3

## 允许有表决权差异安排企业上市

所谓“表决权差异安排”，是指发行人依照《公司法》第 131 条的规定<sup>3</sup>，在一般规定的普通股份之外，发行拥有特别表决权的股份。每一特别表决权股份拥有的表决权数量大于每一普通股份拥有的表决权数量，其他股东权利与普通股份相同。特别表决权股份一经转让，应当恢复与普通股份同等的表决权。

《科创板上市规则（征求意见稿）》第四章第五节就有表决权差异安排企业登陆科创板提出了更高的要求，主要包括：

<sup>3</sup> 《公司法》第 131 条规定，国务院可以对公司发行本法规定以外的其他种类的股份，另行作出规定。

- ✚ 设置时间要求：仅可在上市前设置，且应稳定运行至少 1 个完整会计年度后才可申请在科创板上市。
- ✚ 更高的市值要求：除需符合上交所科创板的一般上市条件外，市值及财务指标还需符合下列标准之一：1) 预计市值不低于 100 亿元人民币；或 2) 预计市值不低于 50 亿元人民币，且最近一年营业收入不低于 5 亿元人民币。
- ✚ 持股主体限制：应当为对上市公司发展或业务增长等作出重大贡献，并且在公司上市前及上市后持续担任公司董事的人员或者该等人员实际控制的持股主体。
- ✚ 持股比例限制：特别表决权股东在上市公司中拥有权益的股份合计应当达到公司全部已发行有表决权股份 10%以上。
- ✚ 差异限制：每份特别表决权股份的表决权数量应当相同，且不得超过每份普通股份的表决权数量的 10 倍。
- ✚ 转让限制：特别表决权股份不得在二级市场进行交易，但可以按照上交所有关规定进行转让。

特别表决权股份的设置是继优先股之后，对我国《公司法》“同股同权”原则的又一突破和创新，必将对科技创新型企业和专业投资机构之间的博弈和竞争生态产生重大影响。

## 4 允许红筹企业上市

为吸引代表新技术、新产业、新业态、新模式的企业在境内发行上市，国务院于 2018 年 3 月 22 日转发中国证监会《关于开展创新企业境内发行股票或存托凭证试点若干意见的通知》（国办发[2018]21 号），为红筹企业回归境内上市提供了系统化的制度支持。

根据《实施意见》，符合国办发[2018]21 号文要求的红筹企业，可以通过申请发行股票或存托凭证两种方式在科创板上市。具体来讲，已在境外上市的红筹

企业，市值应不低于 2,000 亿元人民币；尚未在境外上市的红筹企业，最近一年营业收入应不低于 30 亿元人民币且估值不低于 200 亿元人民币，或者营业收入快速增长，拥有自主研发、国际领先技术，同行业竞争中处于相对优势地位。

《科创板上市规则（征求意见稿）》第十三章就红筹企业在科创板上市以及境内外事项的协调作出了专门规定，主要包括：

- ✚ 更有利保护投资者原则：红筹企业在境内发行股票或者存托凭证并在科创板上市，股权结构、公司治理、运行规范等事项适用境外注册地公司法等法律法规规定的，其投资者权益保护水平，包括资产收益、参与重大决策、剩余财产分配等权益，总体上应不低于境内法律法规以及中国证监会规定的要求，并保障境内存托凭证持有人实际享有的权益与境外基础证券持有人的权益相当。
- ✚ VIE 结构的特殊披露要求：红筹企业具有协议控制架构或者类似特殊安排的，应当充分、详细披露相关情况特别是风险、公司治理等信息，以及依法落实保护投资者合法权益规定的各项措施。红筹企业应当在年度报告中披露协议控制架构或者类似特殊安排在报告期内的实施和变化情况，以及该等安排下保护境内投资者合法权益有关措施的实施情况。

## 5

### 允许 A 股上市公司分拆子公司在科创板上市

根据中国证监会于 2004 年 7 月 21 日发布的《关于规范境内上市公司所属企业到境外上市有关问题的通知》（证监发[2004]67 号），境内上市公司可以分拆有控制权的子公司到境外证券市场公开发行股票并上市。但是，就境内上市公司分拆下属子公司在境内上市，中国证监会原则上不予支持。因此，尚乏 A 股上市公司直接分拆控股子公司成功境内上市的案例，仅有少数上市公司通过股权转让的方式放弃对子公司的控制权，进而实现“分拆上市”，如康恩贝（600572）分拆佐力药业（300181）上市，轻纺城（600790）分拆会稽山（601579）上市，外高桥（600648）分拆畅联股份（603648）上市等。

《实施意见》规定，达到一定规模的上市公司，可以依法分拆其业务独立、符合条件的子公司在科创板上市。尽管如此，科创板的配套规则目前并未就分拆

上市作出更为具体的规定，这还有待于中国证监会和上交所进一步提供制度上的建设与支持。

## 6 宽严相济的股份锁定及减持制度

科创企业的发展高度依赖创始人以及核心技术团队，为此，科创板对创始人以及核心技术团队的股份锁定及减持作出了更为严格的安排：

- ✚ 保持控制权和技术团队稳定。除控股股东、实际控制人外，核心技术人員同样需承诺在上市后 36 个月内不减持所持有的首发前股份；控股股东及其一致行动人、实际控制人在限售期满后减持的，应保证公司有明确的控股股东和实际控制人。
- ✚ 对尚未盈利公司股东减持作出限制。对于上市时尚未盈利的公司，控股股东、董监高及核心技术人员在公司实现盈利前不得减持所持有的首发前股份，但公司上市届满 5 个完整会计年度后的，不再受此限制。
- ✚ 强化减持信息披露。在保留现行股份减持预披露制度的基础上，要求控股股东、实际控制人、董监高和核心技术人员减持首发前股份前披露公司经营情况，向市场充分揭示风险。

另一方面，为促进创新资本形成，便利创投资金退出，在首发前股份限售期满后，除按照现行减持规定实施减持外，创投企业还可以通过保荐机构或者上市公司选定的证券公司以询价配售方式，向符合条件的机构投资者进行非公开转让。

## 7 更为灵活的股权激励制度

相较于目前的《上市公司股权激励管理办法（2018 年修正）》，《科创板上市规则（征求意见稿）》第十章规定了更为灵活的股权激励制度，具体包括：

- ✚ 提高了股权激励的比例上限。《上市公司股权激励管理办法（2018 年修正）》规定，上市公司全部在有效期内的股权激励计划所涉及的标的股

票总数累计不超过公司股本总额的 10%，科创板将上限提高至不超过股本总数的 20%。

- ✚ 扩展了股权激励的对象。《上市公司股权激励管理办法（2018 年修正）》规定，单独或合计持有上市公司 5%以上股份的股东、实际控制人及其配偶、父母、子女，不得成为股权激励对象。科创板则放开了该等限制，但需要其在上市公司担任董事、高级管理人员、核心技术人员或核心业务人员。
- ✚ 提高限制性股票授予价格的灵活性。科创板取消了《上市公司股权激励管理办法（2018 年修正）》有关限制性股票的授予价格不得低于激励计划公布前 1 个交易日股票交易均价的 50%以及前 20 个交易日、前 60 个交易日、前 120 个交易日股票交易均价之一的 50%的限制，仅要求上市公司在股权激励价格出现上述情形时，聘请独立财务顾问发表专业意见。
- ✚ 提升股权激励实施方式的便利性。取消了限制性股票计划经股东大会审议通过后应当在 60 日内授予权益并完成登记的要求，允许满足激励条件后，上市公司再行将限制性股票登记至激励对象名下。获益条件包含 12 个月以上的任职期限的，可不再设置限售期。

## 8

### 市场化的发行承销机制

《上海证券交易所科创板股票发行与承销实施办法（征求意见稿）》对于科创板股票发行与承销做出了特别规定，主要有以下几个方面：

- ✚ 面向专业机构投资者询价定价。考虑到科创板对投资者的投资经验、风险承受能力要求更高，取消了直接定价方式，全面采用市场化的询价定价方式。
- ✚ 提高网下发行配售数量占比。将网下初始发行比例调高 10%，并降低网下初始发行量向网上回拨的力度，回拨后网下发行比例将不少于 60%。同时，明确回拨后网下发行比例不超过 80%，保障网上投资者的最低申购比例。

- ✚ 放宽战略配售的实施条件，引入发行人高管与核心员工认购安排。允许发行股票数量在 1 亿股以上的发行人进行战略配售；不足 1 亿股也可以进行战略配售，但战略投资者获得配售股票总量不超过首次公开发行股票数量 20%的。同时，允许发行人高管与员工通过专项资产管理计划，参与战略配售，但获配数量不得超过首次公开发行股票数量的 10%。
- ✚ 进一步发挥券商在发行承销中的作用。允许发行人保荐机构的相关子公司或者实际控制该保荐机构的证券公司依法设立的其他相关子公司作为战略投资者参与股票配售；首次公开发行股票数量不足 1 亿股的发行人，可以向前款规定的战略投资者配售股份。
- ✚ 降低超额配售选择权的实施门槛。允许科创板发行人和主承销商采用超额配售选择权，取消首次公开发行股票数量在 4 亿股以上的限制，但超额配售部分的股票数量不得超过 IPO 发行股票数量的 15%，促进科创板新股上市后股价稳定。

为防控过度投机炒作、保障市场流动性、为主板交易机制改革积累经验，《上海证券交易所科创板股票交易特别规定（征求意见稿）》针对科创企业的特点，对科创板交易制度作了差异化安排，主要包括：

- ✚ 引入投资者适当性制度。个人投资者参与科创板股票交易，要求申请权限开通前 20 个交易日证券账户及资金账户的资产日均不低于 50 万元人民币并参与证券交易满 24 个月。
- ✚ 放宽涨跌幅限制。将科创板股票的涨跌幅限制放宽至 20%；此外，为尽快形成合理价格，新股上市后的前 5 个交易日不设涨跌幅限制。
- ✚ 优化融券交易机制。科创板股票自上市首个交易日起可作为融资融券标的，标的证券的相关条件将由上交所另行规定。
- ✚ 调整单笔申报数量。科创板不再要求单笔申报数量为 100 股及其整倍数。对于市价订单和限价订单，规定单笔申报数量应不小于 200 股，每笔申



报可以1股为单位递增。市价订单单笔申报最大数量为5万股，限价订单单笔申报最大数量为10万股。

科创板实施注册制，制定了更具包容性的上市条件，同时也将实施更为严格的退市制度，以实现注册制下的“宽进严出”，具体来讲：

✚ 退市标准丰富完整且多元化。共计设置四大类退市标准，具体包括：1) 重大违法强制退市，吸收最新退市改革成果，列明了信息披露重大违法和公共安全重大违法两类重大违法退市情形；2) 交易类强制退市，构建成交量、股票价格、市值和股东人数四类退市标准；3) 财务类强制退市，多维度刻画丧失持续经营能力的主业“空心化”企业的基本特征，不再采用单一的连续亏损退市指标；4) 规范类强制退市，在保留现有未按期披露财务报告、被出具无法表示意见或否定意见审计报告等退市指标的基础上，增加信息披露或者规范运作存在重大缺陷等合规性退市指标。

✚ 退市程序简明、清晰。不再适用暂停上市、恢复上市程序，对触及退市标准的企业直接终止上市。

我们有理由相信，科创板作为改革的“试验田”，必将为中国资本市场后续改革积累更多可复制、可推广的经验。