

NEWSLETTER



中倫律師事務所
ZHONG LUN LAW FIRM

中 伦 e 简 报
深度观察

— 中伦 —
资本市场系列
七个切面
深度解读
科创板

发行条件篇 001 /

审核程序篇 021 /

信息披露篇 039 /

特殊投票权机制篇 057 /

特定股东约束机制篇 070 /

红筹企业篇 088 /

“最严”退市制度篇 100 /



前言

2019年3月1日,中国证券监督管理委员会(以下简称“证监会”)正式发布了《科创板首次公开发行股票注册管理办法(试行)》(以下简称“《注册管理办法》”)及《科创板上市公司持续监管办法(试行)》(以下简称“《持续监管办法》”)。同日,上海证券交易所(以下简称“上交所”)及中国证券登记结算有限责任公司亦发布了《上海证券交易所科创板股票发行上市审核规则》(以下简称“《科创板上市审核规则》”)、《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》”)等设立科创板并试点注册制的相关配套规则。(以下将有关科创板的证监会相关文件和上交所相关配套规则等合称为“科创板新规”)

备受市场关注的科创板和注册制大幕正式拉开,系列新规的出台与制度上的突破对市场来说既是机遇也是挑战。对于该等系列新规,中伦律师从发行条件、上市审核程序、红筹企业、特殊投票权、信息披露、股东约束机制及退市制度七个方面对科创板规则进行了深度解读,供各位读者参考。

科创板发行条件的 创新、突破和挑战

作者：熊川、王振、刘佳



image by samuele-errico-piccarini-unsplash

2019年3月1日，中国证券监督管理委员会（以下简称“证监会”）正式发布了《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》”），并就《科创板首次公开发行股票注册管理办法（试行）》（以下简称“《注册管理办法》”）及《科创板上市公司持续监管办法（试行）》；同日，上海证券交易所（以下简称“上交所”）及中国证券登记结算有限责任公司亦发布了设立科创板并试点注册制的相关配套规则。倍受市场关注的科创板和注册制正式落地，这一系列尝试无疑将对推动资本市场深化改革发挥重要作用。同时，系列新规的出台与制度上的突破也势必对市场主体和中介机构的现有实践有所挑战。本文中，我们期待能通过对新规体系与现有机制的对比分析，揭示科创板制度上的创新与突破之处。

第一部分\

科创板主要发行条件的创新、突破解读

(一) 主体资格条件

序号	事项	主板及中小板上市规则	创业板上市规则	科创板上市规则
1	注册地	注册地在境内	注册地在境内	允许注册地在境外、主要经营活动在境内的红筹企业，在符合《国务院办公厅转发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）、《科创板首次公开发行股票注册管理办法（试行）》、《上海证券交易所科创板股票上市规则》等规定的前提下申请上市。

序号	事项	主板及中小板上市规则	创业板上市规则	科创板上市规则
2	股本总额	发行前股本总额不少于三千万元； 发行后股本总额不少于五千万元。	发行后股本总额不少于三千万元。	
3	发行人性质	发行人应当是依法设立且合法存续的股份有限公司。		
		经国务院批准，有限责任公司在依法变更为股份有限公司时，可以采取募集设立方式公开发行股票。	尚无明文规定。	
4	持续经营	持续经营时间应当在3年以上，但经国务院批准的除外。	持续经营时间应当在3年以上。	
		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。		
5	分拆子公司	可以分拆子公司到创业板上市，但需要满足至少六个条件：（1）上市公司公开募集资金未投向发行人项目；（2）上市公司最近三年盈利，业务经营正常；（3）上市公司与发行人不存在同业竞争且出具未来不竞争承诺，上市公司及发行人股东或实际控制人与发行人之间不存在严重关联交易；（4）发行人净利润占上市公司净利润不超过50%；（5）发行人净资产占上市公司净资产不超过30%；（6）上市公司及下属企业董事、监事、高管及亲属持有发行人发行前股份不超过10%。		达到一定规模的上市公司，可以依据法律法规、中国证监会和交易所有关规定，分拆业务独立、符合条件的子公司在科创板上市。

解读：

在发行人主体资格方面，与主板、中小板及创业板规则相似，发行人须为持续运营时间 3 年以上的股份有限公司、可拆分上市等，但相对而言，我们理解科创板发行条件的创新及突破在于：

第一，放宽了对发行人注册地的要求，允许在境外注册、主要经营活动在境内、且符合创新企业境内发行股票或存托凭证相关要求的红筹企业申请上市，这点与主板、中小板及创业板发行条件存在重大创新和突破之处。

第二，在部分内容方面，相对于主板和中小板发行条件，科创板更多延续了创业板的审核精神，例如，发行后的股份总额不少于 3000 万元、持续运行时间无“经国务院批准的除外”相关表述。

第三，科创板明文规定可通过分拆子公司在科创板上市，但对该事项仅作了原则性规定，我们理解该等标准则需要后续细化。

(二)所有者条件

序号	事项	主板及中小板上市规则	创业板上市规则	科创板上市规则	
1				仅允许上市前设置	(1) 发行人在首次公开发行并上市前不具有表决权差异安排的，不得在首次公开发行上市后以任何方式设置此类安排。
				市值要求	市值及财务指标符合下列标准之一：(1) 预计市值不低于人民币100亿元；(2) 预计市值不低于人民币50亿元，且最近一年营业收入不低于人民币5亿元。

序号	事项	主板及中小板上市规则	创业板上市规则	科创板上市规则	
1	表决权差异	不允许	不允许	资格要求	(1) 持有特别表决权股份的股东应当为对上市公司发展或业务增长等作出重大贡献，并且在上市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； (2) 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。
				表决权差异限制	上市公司章程应当规定每份特别表决权股份的表决权数量。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。
				差异限制	除公司章程规定的表决权差异外，普通股份与特别表决权股份具有的其他股东权利应当完全相同。
				不得增发	上市公司股票在上市后，除同比例配股、转增股本情形外，不得在境内外发行特别表决权股份，不得提高特别表决权比例。上市公司因股份回购等原因，可能导致特别表决权比例提高的，应当采取将相应数量特别表决权股份转换为普通股份等措施，保证特别表决权比例不高于原有水平。

序号	事项	主板及中小板上市规则	创业板上市规则	科创板上市规则	
1	表决权差异	不允许	不允许	普通表决权保障	上市公司应当保证普通表决权比例不低于10%；单独或者合计持有公司 10%以上已发行有表决权股份的股东有权提议召开临时股东大会；单独或者合计持有公司 3%以上已发行有表决权股份的股东有权提出股东大会议案。
				不得上市交易	特别表决权股份不得在二级市场进行交易，但可以按照有关规定进行转让。
				永久转换	出现下列情形之一的，特别表决权股份应当按照1:1的比例转换为普通股份： （1）持有特别表决权股份的股东不再符合本规则规定的资格和最低持股要求，或者丧失相应履职能力、离任、死亡； （2）实际持有特别表决权股份的股东失去对相关持股主体的实际控制； （3）持有特别表决权股份的股东向他人转让所持有的特别表决权股份，或者将特别表决权股份的表决权委托他人行使； （4）公司的控制权发生变更时，上市公司发行的全部特别表决权股份应当转换为普通股份。

序号	事项	主板及中小板上市规则	创业板上市规则	科创板上市规则	
1	表决权差异	不允许	不允许	特定情形转换	上市公司股东对下列事项行使表决权时，每一特别表决权股份享有的表决权数量应当与每一普通的表决权数量相同： (1) 对公司章程作出修改； (2) 改变特别表决权股份享有的表决权数量； (3) 聘请或者解聘独立董事； (4) 聘请或者解聘为上市公司定期报告出具审计意见的会计师事务所； (5) 公司合并、分立、解散或者变更公司形式。
				持续披露	上市公司具有表决权差异安排的，应当在定期报告中披露该等安排在报告期内的实施和变化情况，以及该等安排下保护投资者合法权益有关措施的实施情况。前款规定事项出现重大变化或者调整的，公司和相关信息披露义务人应当及时予以披露。上市公司应当在股东大会通知中列明持有特别表决权股份的股东、所持特别表决权股份数量及对应的表决权数量、股东大会议案是否涉及第4.5.10条规定事项等情况。
				监事会专项报告	监事会应在定期报告中，就特别表决权是否符合本规则要求出具专项意见。

序号	事项		主板及中小板上市规则	创业板上市规则	科创板上市规则		
1	表决权差异		不允许	不允许	不得滥用	不得滥用特别表决权，不得利用特别表决权损害投资者的合法权益。出现前款情形，投资者合法权益的，本去搜可以要求公司或者特别表决权股东予以改正。	
					特别表决权股份登记	上市公司应当按照及中国结算的有关规定，办理特别投票权股份登记和转换成普通投票权股份登记事宜。	
2	实际控制人	稳定性	最近3年内实际控制人没有发生变更。	最近2年内实际控制人没有发生变更。	最近2年内实际控制人没有发生变更，不存在导致控制权可能变更的重大权属纠纷。		
		合规性	股权清晰，控股股东和受控股股东、实际控制人支配的股东持有的发行人股份不存在重大权属纠纷。				
			无明确规定	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。	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。		

解读：

在所有者条件方面，我们理解科创板的创新及突破之处主要在于：

第一，允许在符合相关条件的情况下存在表决权差异；科创板允许发行人具有同股不同权的特殊股权结构，但同时也对此进行了严格的要求，具体可参考本刊中的“特殊投票权机制篇”。

第二，一定程度上加大了对实际控制人的要求，在最近两年内实际控制人未变更的前提下还加上了“不存在导致控制权可能变更的重大权属纠纷”这一要求，这更加凸显了对实际控制人稳定性的要求。实操中，科创板所定位的行业相关公司一般属于私募投资热衷的投资标的，不少投资协议中也有关于股权对赌的安排，该等安排不排除会引发公司控制权存在权属变动争议或纠纷。尽管对于处于发展成熟的行业的公司来说，一般不会存在可能导致控制权变更的权属纠纷，但对于科创板所定位行业的公司来说，可能并非如此，未来中介机构在承做科创板业务时势必需要重点核查是否存在潜在可能导致控制权变动的协议、约定、安排或纠纷等。

第三，相对于主板、中小板及创业板的发行条件，科创板明确和细化了发行人控股股东、实际控制人不得存在相关犯罪及相关重大违法行为（包括不存在贪污、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）。对此，我们理解，公司主要股东可以通过特别表决权机制扩大自己对公司的控制权，但这种控制权的扩大并非是毫无条件的，控股股东或实际控制人必须在合法合规运行方面保持更高的要求，也进一步体现了科创板在公司控制权稳定性等方面有更高的要求。对于中介机构而言，在控股股东和实际控制人核查方面可能将不再仅局限于承诺、征信报告等，还需要通过更多的核查手段印证公司控股股东和实际控制人的合规性。

(三) 财务、内控及盈利相关条件

序号	事项	主板及中小板上市规则	创业板上市规则	科创板上市规则
1	财务及内控合规	发行人会计基础工作规范，财务报表的编制和披露符合企业会计准则和相关信息披露规则的规定，在所有重大方面公允地反映了发行人的财务状况、经营成果和现金流量，并由注册会计师出具无保留意见的审计报告。		
		发行人内部控制制度健全且被有效执行，能够合理保证公司运行效率、合法合规和财务报告的可靠性，并由注册会计师出具无保留结论的内部控制鉴证报告。		
2	盈利要求	同时符合下列标准：	符合下列标准中的一项：	应当至少符合下列上市标准中的一项：
		(1) 最近3个会计年度净利润均为正数且累计超过人民币3000万元，净利润以扣除非经常性损益前后较低者为计算依据；	(1) 最近两年连续盈利，最近两年净利润累计不少于一千万元；	(1) 预计市值不低于人民币10亿元，最近两年净利润均为正且累计净利润不低于人民币5000万元，或者预计市值不低于人民币10亿元，最近一年净利润为正且营业收入不低于人民币1亿元；
		(2) 最近3个会计年度经营活动产生的现金流量净额累计超过人民币5000万元；或者最近3个会计年度营业收入累计超过人民币3亿元；	(2) 最近一年盈利，最近一年营业收入不少于五千万元。	(2) 预计市值不低于人民币15亿元，最近一年营业收入不低于人民币2亿元，且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%；
				(3) 预计市值不低于人民币20亿元，最近一年营业收入不低于人民币3亿元，且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；

序号	事项	主板及中小板上市规则	创业板上市规则	科创板上市规则
2	盈利要求			(4) 预计市值不低于人民币30亿元，且最近一年营业收入不低于人民币3亿元；
				(5) 预计市值不低于人民币40亿元，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。医药行业企业需取得至少一项一类新药二期临床试验批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。
			注：净利润以扣除非经常性损益前后孰低者为计算依据（试点企业可不适用）。	前款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	无影响持续盈利能力行为	(1) 发行人的经营模式、产品或服务的品种结构已经或者将发生重大变化，并对发行人的持续盈利能力构成重大不利影响；	仅规定了发行人应当在招股说明书中分析并完整披露对其持续盈利能力产生重大不利影响的所有因素，充分揭示相关风险，并披露保荐人对发行人是否具备持续盈利能力的核查结论意见。 实践中，一般参照主板及中小板规则操作。	未对发行人的持续盈利能力要求予以明文规定，仅有如下限制行为：

序号	事项	主板及中小板上市规则	创业板上市规则	科创板上市规则
3		(2) 发行人的行业地位或发行人所处行业的经营环境已经或者将发生重大变化，并对发行人的持续盈利能力构成重大不利影响；		(1) 发行人不存在经营环境已经或者将要发生重大变化等对持续经营有重大不利影响的事项。
		(3) 发行人最近1个会计年度的营业收入或净利润对关联方或者存在重大不确定性的客户存在重大依赖；		
		(4) 发行人最近1个会计年度的净利润主要来自合并财务报表范围以外的投资收益；		
		(5) 发行人在用的商标、专利、专有技术以及特许经营权等重要资产或技术的取得或者使用存在重大不利变化的风险；		(2) 发行人不存在主要资产、核心技术、商标等的重大权属纠纷，重大偿债风险，重大担保、诉讼、仲裁等或有事项；
		(6) 其他可能对发行人持续盈利能力构成重大不利影响的情形。		(3) 应满足上一部分所述盈利要求。

解读：

在财务规范性方面，我们理解，尽管科创板发行条件与主板、中小板及创业板等条件是一致的，但由于科创板是注册制的一项制度实践，在财务规范等信息披露方面，对发行人与中介机构来说，挑战与压力并不会低于主板、中小板及创业板的相关要求。

在盈利条件及持续盈利能力方面，我们理解科创板的主要创新和突破在于：

第一，在盈利要求方面，科创板创新性地设置了五种基于不同市值的盈利要求，特别是对于预计市值不低于人民币 40 亿元，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的科创公司，并未设置最低盈利要求，这对于前期研发投入大且回报较慢的行业来说较为有利。同时，《科创板审核问答》中明确要求保荐机构对发行人的市值进行预先评估，但实践中保荐机构如何结合发行人的特点、市场环境、外部融资情况进行合理的综合判断，交易所对保荐机构的评估结果接受程度如何，也有待于进一步关注。

第二，在持续盈利能力方面，与主板和中小板不同的是，科创板的持续能力要求总体上更为简化，且弱化了相关财务指标，我们理解，这与科创板所定位行业企业的短期盈利能力相对较弱有关，另外一方面也体现出将相关持续盈利能力交由市场去判断的注册制精神。

(四) 组织合规条件

1. 公司治理

序号	事项	主板及中小板上市规则	创业板上市规则	科创板上市规则
1	治理结构合规	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，相关机构和人员能够依法履行职责。		
			发行人应当建立健全股东投票计票制度，建立发行人与股东之间的多元化纠纷解决机制，切实保障投资者依法行使收益权、知情权、参与权、监督权、求偿权等股东权利。	

序号	事项		主板及中小板上市规则	创业板上市规则	科创板上市规则
2	管理层 合规	稳定性	最近3年内董事、高级管理人员没有发生重大变化。	最近2年内董事、高级管理人员没有发生重大变化。	最近2年内董事、高级管理人员没有发生重大不利变化。
		合规性	发行人的董事、监事和高级管理人员应当忠实、勤勉，具备法律、行政法规和规章规定的资格，且不存在下列情形： （1）被中国证监会采取证券市场禁入措施尚在禁入期的； （2）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的； （3）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的。		董事、监事和高级管理人员不存在最近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。
3	核心技术人员的稳定性		尚无明文规定		最近2年内核心技术人员没有发生重大不利变化。

解读：

在三会制度方面，科创板的要求与主板、中小板及创业板条件基本类似，我们理解科创板的主要创新和突破在于：

第一，科创板对于管理层的稳定性要求并非单纯着眼于重大变化，而是更加关注是否存在不利的重大变化。对于是否发生重大不利变化的认定标准来看，《科创板审核问答》在整体上沿用了《首发审核非财务知识问答》《首发审核财务与会计知识问答》（下称“IPO 审核 51 条”）中的审核思路。主要包括：对于认定是否发生重大不利变化的原则亦需遵循“实质重于形式”的原则；仍沿用 IPO 审核 51 条中的关于董事、高级管理人员量变（变动的人数及占比）、质变（变动是否会对发行人生产经营产生重大不利影响）的两个维度。

第二，科创板新增了对于核心技术人员稳定性的要求，指出最近两年内核心技术人员应没有发

生重大不利变化，这一点在主板、中小板、创业板发行条件中虽然并没有明确，但实操中审核部门也比较关心技术类企业的核心技术人员变化，而科创板则第一次明确的将核心人员的稳定作为发行条件之一，这与科创板所定位行业企业的特点也是相符的。

2. 业务及资产

序号	事项		主板及中小板上市规则	创业板上市规则	科创板上市规则
1	主营业务要求	内容	发行人的生产经营符合法律、行政法规和公司章程的规定，符合国家产业政策。	发行人应当主要经营一种业务，符合法律、行政法规和公司章程的规定，符合国家产业政策及环境保护政策。	符合相关行业范围（科创板将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的战略性新兴产业，推动互联网、大数据、云计算、人工智能和制造业深度融合）、依靠核心技术开展生产经营、具有较强成长性等。
		稳定性	发行人最近3年内主营业务没有发生重大变化。	最近2年内主营业务没有发生重大变化。	最近2年内主营业务没有发生重大不利变化。
2	业务独立	总体要求	2015年底，中国证监会修订了《首次公开发行股票并上市管理办法》和《首次公开发行股票在创业板上市管理办法》，删除了“业务及人员、财务、机构独立”一条，但《公开发行证券的公司信息披露内容与格式准则第1号—招股说明书（2015年修订）》仍规定了人员、财务、机构及业务独立要求，且实践中亦照此执行。		业务及人员、财务、机构独立。
		同业竞争	述修订中亦删除了“发行人的业务与控股股东、实际控制人及其控制的其他企业间不得有同业竞争”一条，但实践中仍参照此条规定执行。		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。
		关联交易	关联交易价格公允，不存在通过关联交易操纵利润的情形。	尚无明文规定，但实践中参照主板规则执行。	不存在严重影响独立性或者显失公平的关联交易。

序号	事项	主板及中小板上市规则	创业板上市规则	科创板上市规则
3	资产完整	发行人的注册资本已足额缴纳，发起人或者股东用作出资的资产的财产权转移手续已办理完毕，发行人的主要资产不存在重大权属纠纷。		发行人不存在主要资产、核心技术、商标等的重大权属纠纷，重大偿债风险，重大担保、诉讼、仲裁等或有事项。
	资产科目	（1）最近一期末无形资产（扣除土地使用权、水面养殖权和采矿权等后）占净资产的比例不高于20%；	1）最近一期末净资产不少于两千万； （中国证监会根据《关于开展创新企业境内发行股票或存托凭证试点的若干意见》等规定认定的试点企业（以下简称试点企业），可不适用弥补亏损。）	尚无明文规定
		（2）最近一期不存在未弥补亏损		

解读：

在业务及资产方面，我们理解科创板有了比较大的创新或突破，主要在于：

第一，在主营业务方面，科创板一方面限制了发行人的行业范围，即限于新一代信息技术、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的战略性新兴产业，推动互联网、大数据、云计算、人工智能和制造业深度融合的范围内，因此在选择进入科创板前，公司及保荐人应先对自身行业是否符合科创板要求作出判断；另一方面科创板放宽了对于主营业务稳定性的要求，只限制了有重大变化是不利的情况，而未要求所有重大变化都不能发生，但如前所述何为“不利”则需要进一步明确。

第二，在业务独立性方面，对于常见且难以解决的同业竞争及关联交易问题，科创板在一定程度上放宽了相关限制，在同业竞争方面，主板、中小板及创业板一直秉承“不得存在同业竞争”的要求，而科创板则突出了“不存在对发行人构成重大不利影响的同业竞争”；在关联交易方面，将“关联交

易价格公允，不存在通过关联交易操纵利润的情形”的要求变为“不存在严重影响独立性或者显失公平的关联交易”。可见，科创板在业务独立性的认定方面更加看重同业竞争及关联交易是否存在重大或严重不利影响。对于如何把握“构成重大不利影响的同业竞争”，本次上交所通过《科创板审核问答》的形式对具体标准予以明确。相较 IPO 审核 51 条较为机械的认定标准，《科创板审核问答》从量上明确了标准与尺度，即“竞争方的同类收入或毛利占发行人该类业务收入或毛利的比例达 30% 以上的，如无充分相反证据，原则上应认定为构成重大不利影响。”进一步地，实践中企业与中介机构还将面临如何认定同类的概念，这也有待于监管机构给与具体判断指标。

第三，在资产完整性方面，科创板沿袭了主板、中小板及创业板对资产不存在重大争议的规定，但并未明文要求“发行人的注册资本已足额缴纳，发起人或者股东用作出资的资产的财产权转移手续已办理完毕”，这与近年来《公司法》在不断弱化实缴注册资本的理念的相符，但科创板是否允许注册资本可以不足额缴纳等则尚待进一步明确确认。

第四，在部分资产科目方面，科创板相关规则目前并未作出明确规定，我们理解这也与科创板所定位相关行业轻资产、短期盈利能力较弱的特点相吻合，实际上这与市场通常判断公司优质与否的理念是相符的，更加关注公司的未来盈利能力，而对于现有资产状况关注程度相对较低。

3.经营合规

序号	事项	主板及中小板上市规则	创业板上市规则	科创板上市规则
1	无违法行为	(1) 最近36个月内未经法定机关核准，擅自公开或者变相公开发行过证券；或者有关违法行为虽然发生在36个月前，但目前仍处于持续状态；	(1) 发行人最近三年内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；	(1) 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；
		(2) 最近36个月内违反工商、税收、土地、环保、海关以及其他法律、行政法规，受到行政处罚，且情节严重；		

序号	事项	主板及中小板上市规则	创业板上市规则	科创板上市规则
1	无违法行为	(3) 最近36个月内曾向中国证监会提出发行申请，但报送的发行申请文件有虚假记载、误导性陈述或重大遗漏；或者不符合发行条件以欺骗手段骗取发行核准；或者以不正当手段干扰中国证监会及其发行审核委员会审核工作；或者伪造、变造发行人或其董事、监事、高级管理人员的签字、盖章；		
		(4) 本次报送的发行申请文件有虚假记载、误导性陈述或者重大遗漏；	(2) 发行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。	2) 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。
		(5) 涉嫌犯罪被司法机关立案侦查，尚未有明确结论意见；		
		(6) 严重损害投资者合法权益和社会公共利益的其他情形。		

解读：

在经营合规性方面，科创板对于发行人违法行为的限制性规定总体较为笼统，未像主板规则一样进行详细列举。对于中介机构而言，先前较为关注发行人在各领域的合法合规性，并通过开具大量合规函的方式印证其合法合规性，而科创板则主要关注了发行人不得存在相关刑事犯罪、不得存在国家安全、公共安全等方面的重大违法行为，总体上，关注领域更为宏观和笼统后，中介机构未来在合法合规事项的核查重点上可能会有所转变，发行人在此方面的工作压力也可能会进一步降低。

(五) 募集资金用途

序号	事项	主板及中小板上市规则	创业板上市规则	科创板上市规则
1	募集资金用途	应当有明确的使用方向，原则上用于主营业务。	尚无明文规定，但实践中参照主板及中小板规则。	科创公司应当建立完善募集资金管理使用制度，按照交易所规定持续披露募集资金使用情况和募集资金重点投向科技创新领域的具体安排。

解读：

与主板、中小板、创业板的原则性要求不同，科创板募集资金放开了对于主营业务投资的限制，这也基本符合科创板企业的现实情况。

第二部分\

科创板发行条件与IPO51条的衔接

除了依据相关明确规定外，主板、中小板、创业板审核过程中亦参照 IPO 审核 51 条进行审核。对于 IPO51 条中规定的相关要求是否仍适用于科创板则不得而知。例如，IPO 审核 51 条中，明确规定了“三类股东”、持股工会等问题的解决态度或方式，那么对于拟在科创板上市公司的股东中存在类似问题的，是否同样需要采取类似清理、披露等方式予以解决，目前尚不得知。尤其是科创板所定位行业的不少企业历史上在进行股权融资或在新三板挂牌时可能引入了“三类股东”，对于此类常见问题，则可能需要科创板进一步明确。

第三部分\

科创板主要发行条件的约束与挑战

通过分析对比，我们倾向于认为科创板股票公开发行条件整体而言在现行发行条件基础上进行了精简优化，取消了现行发行条件中关于盈利业绩、不存在未弥补亏损、无形资产占比限制等方面的要求。同时，在发行条件方面允许存在表决权差异安排等特殊治理结构的企业上市，这更是科创板践行注册制的题中应有之意。但是，我们理解，这一系列精简优化并不代表实质发行条件整体降低，主要原因如下：

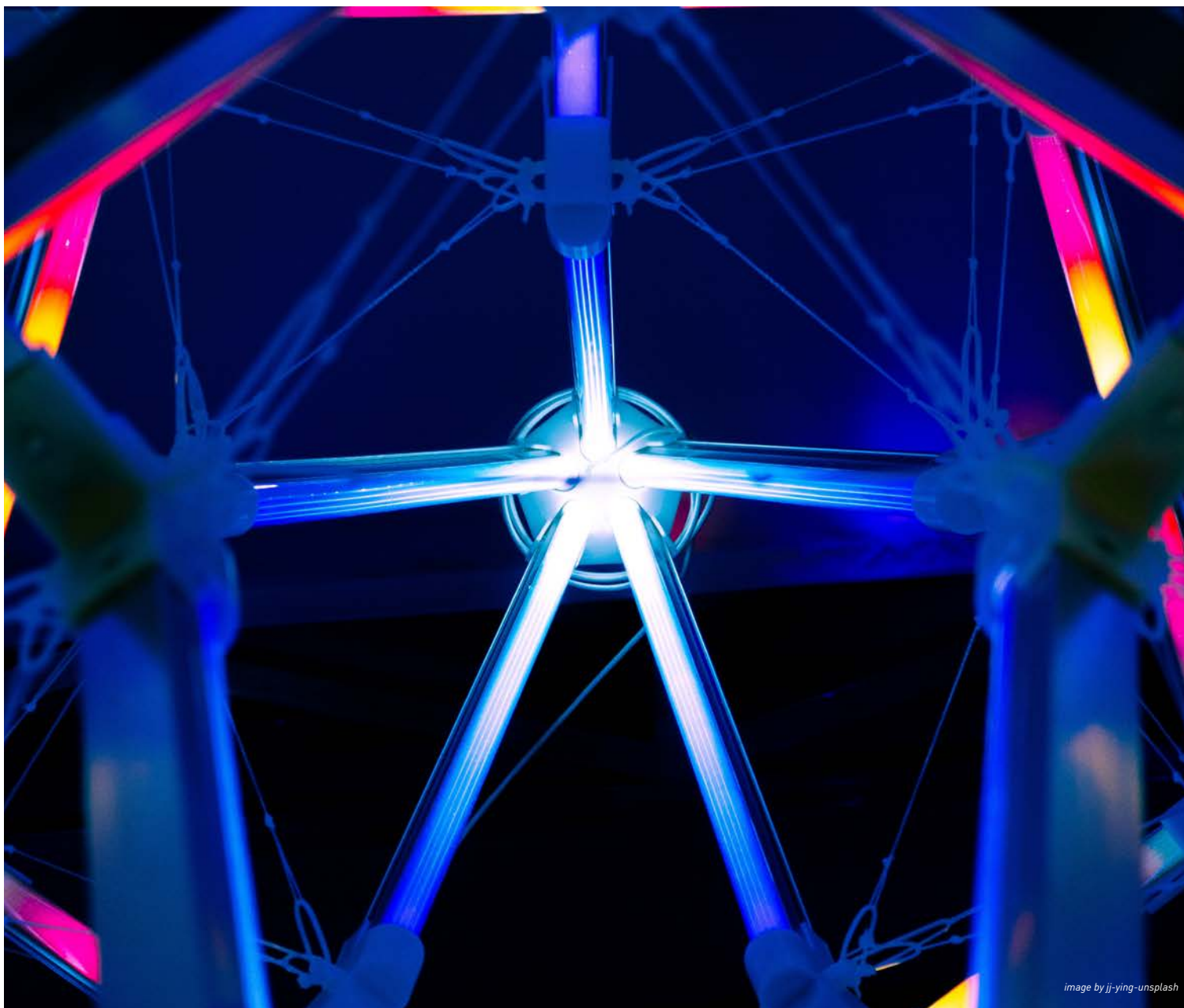
第一，尽管从规则层面简化了相关发行条件，但科创板上市企业仍需要证券交易所审核委员会予以审核。尽管有些发行条件并未规定在相关规则中直接体现，但与主板、中小板、创业板相类似，并不排除审核部门通过窗口指导意见等方式进一步提出一些审核要求，例如，在近期发布的《科创板审核问答》中，交易所已经就同业竞争等相关问题提出了指导性意见。另外，鉴于实践中的复杂性，亦不排除科创板上市企业在审核过程中，审核委员会可能根据实际情况，秉承审慎审核的态度，提出相关指导意见或出于监管考虑的理解，而这将对企业成功上市产生影响。例如，如前所述，就“何为‘不利’影响或变化这一问题”，相关规则并未细化、明确。如果实践中发行人和中介机构着重对特定情况不属于“不利”范畴进行解释，一旦审核部门对此等解释思路不予认可，很可能导致上市工作“功亏一篑”；

第二，科创板在信息披露、监管责任等方面对拟上市企业和券商、会所、律所等中介服务机构提出了更多要求和挑战。在信息披露方面更是首次提出了信息披露的“充分性、一致性和可理解性”，虽然上述“三性”的表述在正式稿中进行了删除，但核心要求依然予以了保留。就信息披露的充分性而言，审核委员会可能并不一定直接否决企业上市，但很可能要求发行人充分披露相关问题和信息并要求中介机构充分发表意见，这将对发行人和中介机构带来新的重大挑战。

综上，我们理解，总体上科创板发行条件进一步简化与科创板试行注册制的理念相符，但不排除实际操作中可能会因为监管审核的不确定性及信息披露的高要求等因素带来新的一些隐性“发行条件”，故公司及相关中介机构在申请创业板上市过程中需要密切关注监管趋势，并保持充分的专业及审慎态度。

上市审核程序全攻略

作者：熊川、叶云婷、张鑫、陈志浩



科创板不单纯依靠监管机构对于上市企业的审核和判断，而是更重视发行人、中介机构上市申请文件及所披露信息的充分性、一致性和可理解性，并交由市场来进行价值判断。

2019年3月1日，中国证券监督管理委员会(以下简称“证监会”)、上海证券交易所(以下简称“上交所”)正式发布了此前向社会公开征求意见的8项科创板制度规则，并自即日起开始实施，科创板步入实行阶段的序幕就此拉开。下文将从科创板注册制下的上市审核具体规则及程序角度出发，着重结合证监会发布的《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》”)、《科创板首次公开发行股票注册管理办法(试行)》(以下简称“《注册管理办法》”)的精神，对上交所制定的《上海证券交易所科创板股票发行上市审核规则》(以下简称“上市审核规则”)等发行上市审核相关规则作出解读与评析。

第一部分\ 科创板上市流程分析

(一) 上市审核组织架构

从整体组织架构层面，上交所除了设立独立的审核部门，负责审核发行人公开发行并上市申请，还设置上市委和咨询委，分别负责上市审查及业务技术政策咨询。两委员会与交易所审核机构分工协作，共同完成企业审查工作。

上交所的发行上市审核职责将由上交所发行上市审核机构(以下简称“发行上市审核机

构”)与上市委共同承担。主要审核职责由发行上市审核机构承担，上市委侧重于通过会议审议等形式，对发行上市审核机构出具的审核报告以及申请文件进行审议，发挥其监督作用。

咨询委设置的主要目的是为科创板相关工作提供专业咨询、政策建议，特别是科创企业通常具有极强的专业性和前瞻性，为把握该等企业的技术特点，咨询委将根据相关行业特色、发展前景等为上市审核机构提供更为专业的专业咨询意见。

上市委和咨询委的具体情况如下：

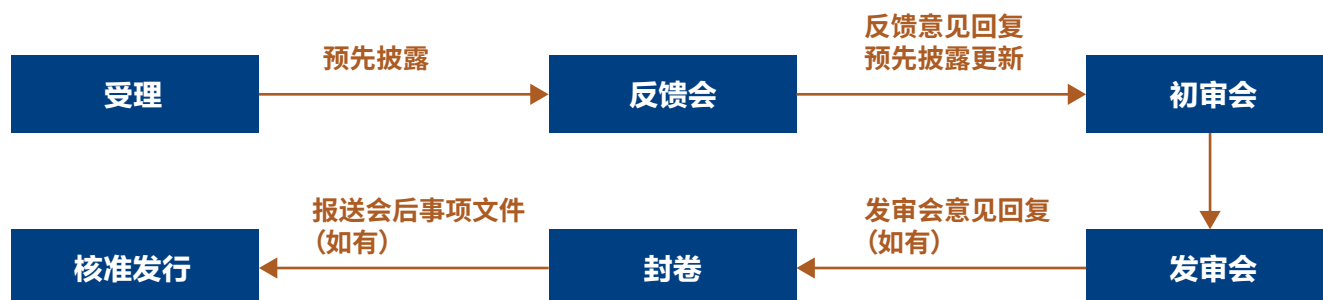
委员会类型	相关要点	主要内容
上市委员会	工作范围	1.对交易所发行上市审核机构提交的审核报告和发行上市申请文件进行审议。 2.对发行人提出异议的交易所不予受理、终止审核决定进行复审。 3.对交易所发行上市审核工作提供咨询。
	人员构成	交易所以外的专家和交易所相关人员30至40人组成。
	参会委员	每次审议会议由5名委员参加，法律、会计专家至少各一名。
	合议意见形成机制	会议以合议方式进行审议和复审，通过集体讨论，按少数服从多数的原则形成审议意见。
	咨询会议	不定期召开上市委咨询会议，对交易所发行上市审核机构及相关部门提交咨询的项进行研究、讨论。
科技创新咨询委员会	委员会定位	咨询委员会是交易所专家咨询机构，负责向交易所提供专业咨询、人员培训和政策建议。
	人员构成	共40至60名，由从事科技创新行业的权威专家、知名企业家、资深投资专家组成，所有委员均为兼职。
	委员会职责	1.交易所科创板的定位及发行人是否具备科技创新属性。 2.交易所《科创板企业上市推荐指引》等规则的制定。 3.发行上市申请文件中与发行人业务和技术相关的问题；（供交易所发行上市审核问询参考）。 4.国内外科技创新及产业化应用的发展动态。 5.交易所根据工作需要提请咨询的其他事项。

(二) 上市审核全流程

1. 现行IPO审核流程

现行IPO审核权限主要归属于证监会，首发审核工作流程分为受理、反馈会、初审会、发审

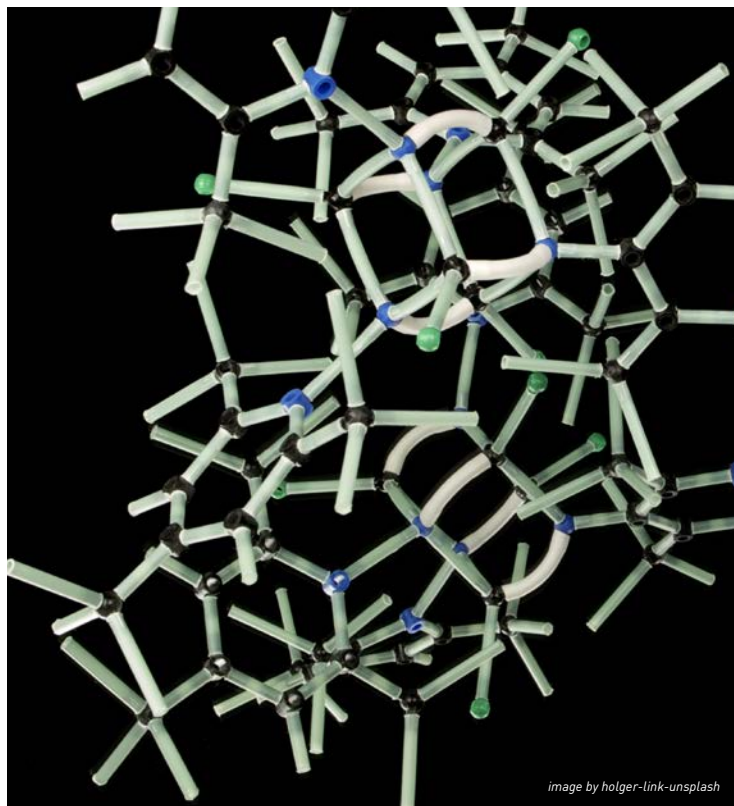
会、封卷、核准发行等主要环节。根据证监会2019年1月25日公布的《中国证监会发行监管部首次公开发行股票审核工作流程》，基本审核流程图如下：

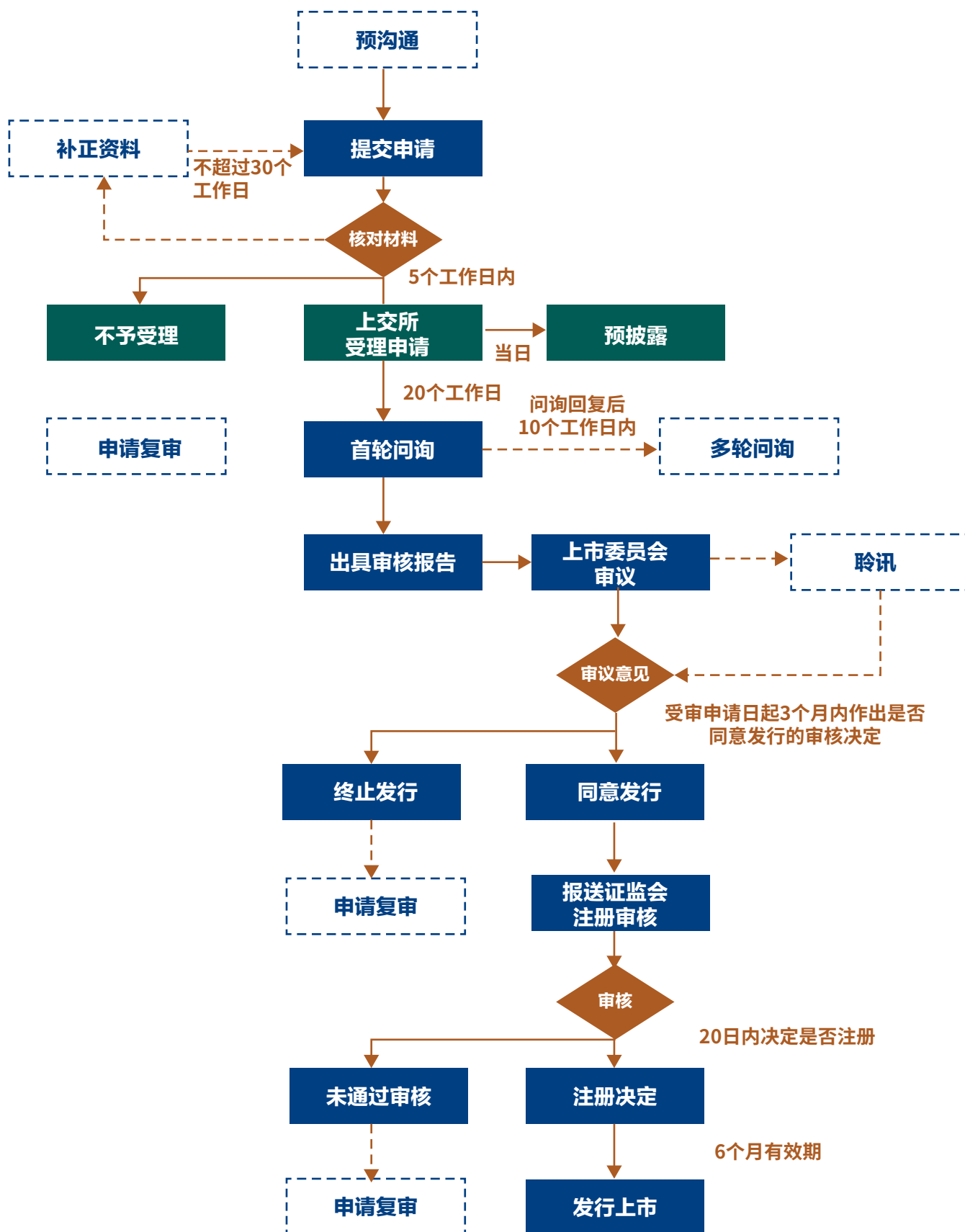


证监会通过内部多重审核，对企业IPO进行实质性审查。

2. 科创板IPO审核流程

科创板应注册制改革之背景，部分上市审核权限授权交易所行使。交易所对申报上市的企业进行实质性审查并出具审核意见，若交易所审核后无异议，再提交中国证监会进行注册登记。证监会同意注册后，企业可顺利登陆交易所上市。具体审核流程情况如下：





基于上市审核规则,我们对科创板IPO各流程相关内容及解读如下:

审核机构	上市流程	时间	主要内容	解读与评析
交易所	预沟通	提交发行上市申请文件前	在对于重大疑难、无先例事项等涉及交易所业务规则理解与适用的问题,发行人及保荐人可以通过交易所发行上市审核业务系统进行线上咨询后经预约当面咨询。	预沟通的创设有利于申请人和中介机构理解交易所规则,完善申报材料,提高过审效率。 评析:我们期待交易所适时公开普适性的咨询意见答复,以进一步提高交易所规则的可预期性和可理解性。
	提交上市申请	提交申请期间	发行人委托保荐人通过交易所发行上市审核业务系统报送以下申请文件: (1)证监会规定的招股说明书、发行保荐书、审计报告、法律意见书、公司章程、股东大会决议等注册申请文件; (2)上市保荐书; (3)交易所要求的其他文件。	-申报文件全流程电子化报送,大幅提高送审效率和便捷程度; -高度强调工作底稿的齐备和及时报送,体现了压严压实中介责任的监管思路。 评析:我们注意到申请文件并未提及律师工作报告,是否意味着律师事务所在科创板申请报送文件无需如现行规定提供工作报告,而仅需提供法律意见书,可能需要进一步予以确认。
	补正申请材料	补正申请材料	发行人补正发行上市申请文件的,交易所收到发行上市申请文件的时间以发行人最终提交补正文件的时间为准。 交易所按照收到发行人发行上市申请文件的先后顺序予以受理。	明确交易所受理时间,提高受理的可预期性。

审核机构	上市流程	时间	主要内容	解读与评析
	交易所作出受理决定	收到发行上市申请文件后五个工作日内	交易所对文件进行核对，作出是否受理的决定，告知发行人及其保荐人，并在交易所网站公示。 发行人可在收到不予受理决定后五个工作日内向交易所申请复审，但自行撤回的无权申请复审。	-不予受理事由中，不再有“法律、行政法规及中国证监会规定的其他情形”这类兜底条款，增强了受理结果的可预期性； -增设不予受理的救济程序。
	预披露	交易所受理发行上市申请文件当日	发行人应当在交易所网站预先披露招股说明书、发行保荐书、上市保荐书、审计报告和法律意见书等文件。 交易所受理发行上市申请后至中国证监会作出注册决定前，发行人对披露文件予以更新并披露。	预披露增加了文件披露内容，前置了披露时点，强化了信息披露和社会监管要求，同时也为投资人投资决策提供了更丰富的信息。
发行上市审核机构	多轮问询	问询回复后10个工作日内	首轮审核问询后，存在下列情形之一时，可继续审核问询： 1.首轮审核问询后，发现新的需要问询事项； 2.发行人及其保荐人、证券服务机构的回复未能有针对性地回答交易所发行上市审核机构提出的审核问询，或者交易所就其回复需要继续审核问询； 3.发行人的信息披露仍未满足中国证监会和交易所规定的要求； 4.交易所认为需要继续审核问询的其他情形。	-问询是交易所审核的主要方式，但凡交易所对发行人信息披露或上市条件存有疑惑，均可自行决定是否继续进行问询。 评析：我们理解交易所仍会结合问题性质，明确问询主体，发行人及中介机构的回复同样是上市申请文件的组成部分，从而落实中介机构证券市场“看门人”的责任。

审核机构	上市流程	时间	主要内容	解读与评析
上市委员会	出具 审核报告	/	认为不需要进一步审核问询的，将出具审核报告并提交上市委员会审议。	发行上市审核机构进行第一步实质性审查，督促发行人及中介机构完善信息披露，再提交上市委员会进行审议。
	聆讯	/	上市委员会可对发行人及其保荐人进行现场问询。	—科创板上市委员会审核引入了聆讯机制，上市委员会可现场对发行人代表及保荐代表人进行问询。 评析：结合联交所聆讯机制，通过上市委员会的聆讯审核通常是企业IPO路程的里程碑。
	发表 审议意见	/	5名委员按照少数服从多数原则，就审核报告及是否同意发行上市的初步建议发表意见。	—科创板上市委员会审核引入了聆讯机制，上市委员会可现场对发行人代表及保荐代表人进行问询。 评析：结合联交所聆讯机制，通过上市委员会的聆讯审核通常是企业IPO路程的里程碑。
交易所	作出 审核决定	受理之日起三个月内	申请股票首次发行上市的，交易所自受理发行上市申请文件之日起三个月内出具同意发行上市的审核意见或者作出终止发行上市审核的决定。	明确了审核机构审核环节最长6个月的时间限制，对审核机构提出明确的要求，对企业IPO时间安排提供更直接的参考。

审核机构	上市流程	时间	主要内容	解读与评析
证监会	审核申报文件	20个工作日内	中国证监会注册程序中对发行人及其保荐人、证券服务机构提出反馈意见的，交易所将中国证监会反馈意见告知发行人及其保荐人、证券服务机构。	—证监会仍可能采取反馈的方式，对上市申报内容进行审查。 评析：证监会仍保留了实质审查的权力，未来其是否会依据现有审核思路针对重点事项进行实质审查抑或仅进行形式审查，现阶段还尚未可知。
	注册	6个月内	证监会办理注册登记。	—证监会虽然负责注册，但仍可决定退回补充审核，可决定是否同意上市企业进行注册。 评析：证监会和交易所均对审核、注册时间限制作出安排，原则上强化了审核过程和结果的确定性。

注：

1、发行上市审核机构的审核时限，不包括发行人及其保荐人、证券服务机构回复交易所审核问询的时间，发行人及其保荐人、证券服务机构回复交易所审核问询的时间总计不超过三个月。

2、中国证监会依照法定条件，在20个工作日内对发行人的注册申请作出同意注册或者不予注册的决定。发行人根据要求补充、修改注册申请文件，以及中国证监会要求保荐人、证券服务机构等有关事项进行核查的时间不计算在内。

3、交易所因不同意发行人股票公开发行并上市，作出终止发行上市审核决定，或者中国证监会作出不予注册决定的，若拟再次提起上市申请，有六个月“冷静期”的要求。

第二部分\特殊情形下的审核事项

(一) 异常情况处理

1. 专门规定媒体质疑处理机制

发行人、保荐人均负有关注舆情的义务。在交易所受理发行上市申请后至股票上市交易前的时间内,如发生舆情与信息披露存在重大差异且可能对发行上市产生重大影响的,发行人应当向交易所作出解释说明,并及时履行信息披露义务。保荐人、证券服务机构负有必要核查和向交易所报告的义务。

2. 专门规定投诉举报机制

如交易所收到上市相关投诉举报,可向发行人、保荐人、证券服务机构进行问询。保荐人、

证券服务机构负有必要核查和向交易所报告的义务。

(二) 审核中止或终止

1. 审核中止

前期就主板、中小板和创业板中止审查的情形主要参考《中国证券监督管理委员会行政许可实施程序规定》《发行监管问答——关于首次公开发行股票中止审查的情形》《发行监管问答——首次公开发行股票申请审核过程中有关中止审查等事项的要求》等规定,而此次上交所直接将中止审核的情形、中止事项的处理和恢复审核的情形落实进科创板上市审核规则中,进一步体现了上交所加强事前事中事后全过程监管的基本思路。

事项	主板、中小板、创业板	科创板	解读与评析
中止审核的情形	1. 关于首次公开发行股票中止审查的情形: (一) 申请文件不齐备等导致审核程序无法继续的情形 (二) 发行人主体资格存疑或中介机构执业行为受限导致审核程序无法继续的情形 (三) 对发行人披露的信息存在重大质疑需要进一步核查的情形	(一) 发行人及其控股股东、实际控制人涉嫌贪污、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犯罪,或者涉嫌欺诈发行、重大信息披露违法或其他涉及国家安全、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,被立案调	—侧面强化了对中介机构的监管。保荐人、证券服务机构能否勤勉尽责,是注册制试点能否顺利落地的重要基础。此次上市审核规则中对于中止审核情形的列举也印证了这一点,从侧面对保荐人、证券服务机构的业务规范和行业自律提出了较高的要求。

事项	主板、中小板、创业板	科创板	解读与评析
中止审核的情形	（四）发行人主动要求中止审查或者其他导致审核工作无法正常开展的情形。 2.首次公开发行股票申请审核过程中有关中止审查等事项的要求： （1）发行人、或者发行人的控股股东、实际控制人因涉嫌违法违规被中国证监会立案调查，或者被司法机关侦查，尚未结案。 （2）发行人的保荐机构、律师事务所等中介机构因首发、再融资、并购重组业务涉嫌违法违规，或其他业务涉嫌违法违规且对市场有重大影响被中国证监会立案调查，或者被司法机关侦查，尚未结案。 （3）发行人的签字保荐代表人、签字律师等中介机构签字人员因首发、再融资、并购重组业务涉嫌违法违规，或其他业务涉嫌违法违规且对市场有重大影响被中国证监会立案调查，或者被司法机关侦查，尚未结案。 （4）发行人的保荐机构、律师事务所等中介机构被中国证监会依法采取限制业务活动、责令停业整顿、指定其他机构托管、接管等监管措施，尚未解除。	查或者被司法机关立案侦查，尚未结案； （二）发行人的保荐人或者签字保荐代表人、证券服务机构或者相关签字人员因首次公开发行并上市、上市公司发行证券、并购重组业务涉嫌违法违规，或者其他业务涉嫌违法违规且对市场有重大影响被中国证监会立案调查，或者被司法机关侦查，尚未结案； （三）发行人的保荐人、证券服务机构被中国证监会依法采取限制业务活动、责令停业整顿、指定其他机构托管或者接管等监管措施，尚未解除； （四）发行人的签字保荐代表人、证券服务机构相关签字人员被中国证监会依法采取市场禁入、限制证券从业资格等监管措施，尚未解除； （五）保荐人或者签字保荐代表人、证券服务机构或者相关签字人员，被交易所实施一定期限内不接受其出具的相关文件的纪律处分，尚未解除；	—科创板上市条件可以体现“包容性”，但上市监管依然要从严，保荐人、证券服务机构能否勤勉尽责是保证上市企业质量的重要支撑，对保荐人、证券服务机构业务规范和行业自律的监管有利于从源头落实这一点。 评析：上交所对发行上市相关的信息披露，将从充分性、一致性、可理解性（“新三性”）三个方面进行审核，其中明确指出“交易所重点关注发行上市申请文件的内容是否前后一致、具有内在逻辑性。”在现行规则下以往的审核实践中，可能存在部分发行人和中介机构为了赶时间、抢进度，突击申报，导致发行申请文件信息披露质量不高、尽职调查不到位以及招股说明书披露的信息前后不一致、涉嫌与事实不符等情形，但相较于《关于首次公开发行股票中止审查的情形》和《中国证监会关于进一步推进新股发行体制改革的意见》等规定，科创板上市审核规则中尚未强调“申请材料中记载的信息自相矛

事项	主板、中小板、创业板	科创板	解读与评析
中止审核的情形	(5) 发行人的签字保荐代表人、签字律师等中介机构签字人员被中国证监会依法采取市场禁入、限制证券从业资格等监管措施，尚未解除。 (6) 对有关法律、行政法规、规章的规定，需要请求有关机关作出解释，进一步明确具体含义。 (7) 发行人发行其他证券品种导致审核程序冲突。 (8) 发行人及保荐机构主动要求中止审查，理由正当且经中国证监会批准。	(六) 发行人提交的文件已过有效期，需要补充提交； (七) 发行人及保荐人主动要求中止审核，理由正当并经交易所同意。	盾、或就同一事实前后存在不同表述且有实质性差异的而中止审查”这一情形。
中止事项的处理	同原有规定相似，科创板上市审核规则同样规定，待中止审核情形消除后，发行人可向交易所申请恢复审核。 就由于保荐人、证券服务机构或相关签字人业务活动或监管原因导致审核中止的，区别于现行规定要求原保荐机构应当对其推荐的所有在审发行申请项目进行全面复核，科创板上市审核规则要求更换保荐人或证券服务机构或相关签字人员，并由新的保荐人或证券服务机构或相关签字人员重新进行尽职调查或对签字文件进行复核。		该等处理方式更强调推动落实保荐人、证券服务机构尽职调查、审慎核查的职责，更好发挥保荐人、证券服务机构“看门人”的作用。

审核终止

立足我国资本市场“新兴加转轨”的国情、市情，更好发挥市场监管作用；但在强调监管转型、强化市场约束的同时，强化事前事中事后全过程监管。此前对于终止审核的情形散见于《首次公开发行股票并上市管理办法》和《首次公开发行股票并在创业板上市管理办法》等规定中，而此次科创板上市审核规则对终止审核的情形进行了系统化的列举，更加强调事前的监管。

事项	主板、中小板	创业板	科创板	中伦观点
终止审核的情形	发行人向中国证监会报送的发行申请文件有虚假记载、误导性陈述或者重大遗漏的，发行人不符合发行条件以欺骗手段骗取发行核准的，发行人以不正当手段干扰中国证监会及其发行审核委员会审核工作的，发行人或其董事、监事、高级管理人员的签字、盖章系伪造或者变造的。	发行人向中国证监会报送的发行申请文件有虚假记载、误导性陈述或者重大遗漏的； 发行人不符合发行条件以欺骗手段骗取发行核准的，发行人以不正当手段干扰中国证监会及其发行审核委员会审核工作的，发行人或其董事、监事、高级管理人员、控股股东、实际控制人的签名、盖章系伪造或者变造的，发行人及与本次发行有关的当事人违反本办法规定为公开发行股票进行宣传的。	（一）发行上市申请文件内容存在重大缺陷，严重影响投资者理解和交易所审核； （二）发行人撤回发行上市申请或者保荐人撤销保荐； （三）发行人未在规定时间内回复交易所审核问询或者未对发行上市申请文件作出解释说明、补充修改； （四）发行上市申请文件被认定存在虚假记载、误导性陈述或者重大遗漏； （五）发行人阻碍或者拒绝交易所依法实施的检查； （六）发行人及其关联方以不正当手段严重干扰交易所发行上市审核工作； （七）发行人的法人资格终止；	—科创板上市审核规则对于终止审核的情形有所删减和扩充，其中增加“发行上市申请文件内容存在重大缺陷，严重影响投资者理解和交易所审核”。 评析：该情形体现了交易所对于新三性中“可理解性”的重视，从监管层面保证发行人对于“可理解性”的落实，有利于督促发行人承担好信息披露第一责任人职责；督促保荐人、证券服务机构切实履行信息披露的把关责任；对相关信息披露义务人形成震慑，提高信息披露质量，以便于投资者在充分理解发行人基本信息的情况下作出投资决策。

事项	主板、中小板	创业板	科创板	中伦观点
			(八) 本规则第六十四条第一款规定的中止审核情形未能在三个月内消除, 或者未能在本规则第六十五条规定的时限内完成相关事项; (九) 交易所审核不通过。	
终止审核的后果	证监会将采取终止审核并在36个月内不受理发行人的股票发行申请的监管措施。			—科创板上市审核规则尚未提及终止后果。 评析：主要体现了政府意在厘清和理顺发行上市过程中监管机构与市场的关系，推动从监管向市场监管的转变，加快实现监管转型，强化市场约束，促进市场参与各方归位尽责，为实行股票发行注册制奠定良好基础。

第三部分\交易所自律监管

(一) 自律监管重点规定梳理

与科创板上市制度配套, 对于发行人和保荐机构、证券服务机构出现的违规行为, 交易所增改了相应可以采取自律监管措施或纪律处

分。交易所自律规则规定了(1) 发行人一般违规情形; (2) 发行人特殊违规情形; (3) 发行人相关方特殊情形处理; (4) 中介机构及其相关人员特殊情形处理; (5) 未达盈利预测的处分等五种情形下相应的监管或处分措施, 区分了自律监管措施和纪律处分的种类、适用情况。其中, 自律监管重点事项情况如下:

序号	事项	主要内容
1	发行人违规情形	区分了发行人一般违规情形与特殊违规情形。 1. 一般违规情形，可视情节轻重采取书面警示、监管谈话、要求限期改正等监管措施，或者给予通报批评、公开谴责、一定期限内不接受发行人、中介机构及其相关人员提交的发行上市申请文件、信息披露文件等纪律处分； 2. 特殊违规情形，一年至五年内不接受其提交的发行上市申请文件的纪律处分
2	再次申报限制	保荐人报送的发行上市申请在一年内累计两次被交易所不予受理的，自第二次收到交易所相关文件之日起三个月后，方可向交易所报送新的发行上市申请。 交易所审核不通过作出终止发行上市审核的决定或者中国证监会作出不同意注册决定的，自决定作出之日起六个月后，发行人方可再次向交易所提交发行上市申请。
3	未达盈利预测的处分	发行人披露盈利预测的，利润实现数未达到盈利预测百分之八十的，除因不可抗力外，交易所可以对发行人及其董事长、总经理、财务负责人给予通报批评、公开谴责或者一年内不接受发行人提交的发行上市申请文件的纪律处分；对签字保荐代表人给予通报批评、公开谴责或者一年内不接受其签字的发行上市申请文件、信息披露文件的纪律处分。 利润实现数未达到盈利预测百分之五十的，除因不可抗力外，交易所可以对发行人及其董事长、总经理、财务负责人给予公开谴责或者三年内不接受发行人提交的发行上市申请文件的纪律处分；对签字保荐代表人给予公开谴责或者一年至二年内不接受其签字的发行上市申请文件、信息披露文件的纪律处分。
4	诚信公示与执业质量评价	交易所建立发行人及其控股股东、实际控制人、董事、监事、高级管理人员以及保荐人、证券服务机构及其相关人员等机构和个人的诚信公示制度，对外公开交易所采取的监管措施和纪律处分，记入诚信档案，并向中国证监会报告。 交易所对保荐人、证券服务机构在科创板从事股票发行上市相关业务的执业质量进行定期评价，评价结果供发行上市审核参考。

(二) 自律监管措施机制评析

1. 明确区分不同主体责任后果

交易所在纪律处分的种类规定中,针对不同主体,明确了不同的处分后果,有利于进一步明确各主体的责任大小。对于发行人,可以予以6个月至5年不接受其提交的上市申请文件的处分;对于中介服务机构,可以予以三个月至三年内不接受其提交的上市申请文件、信息披露文件;对于中介服务机构相关人员,可以予以三个月至三年内不接受其提交的上市申请文件、信息披露文件。

2. 引入预计市值制度,压严压实中介机构责任

结合发行上市条件,科创板引入了预计市值的相关规定,该等规定理论上可以使得一批发展前景良好但尚未盈利的企业登录。但我们理解,预计市值制度存在一定的主观性,将预计市值作为尚未盈利的拟上市企业的财务指标之一,从利于审核的角度,该等企业在上市申请文件中可能会对未来盈利进行预测。那么,本次征求意见的相关规定中对未达盈利预测同时设置了相关处分规则,除发行人及其相关方、保荐人可能受到通报批评、公开谴责等处分措施之外,该等企业还可能面临最高五年内不能提交公开发行证券的申请。据此,预计市值制度实则对于

证券服务机构也提出较高的要求。

第四部分\

科创板审核制度改革亮点

(一) 全面试点注册制

1. 与现行审核制度的本质区别

科创板不单纯依靠监管机构对于上市企业的审核和判断,而是更重视发行人、中介机构上市申请文件及所披露信息的真实、准确和完整,并交由市场来进行价值判断。

2. 证监会监管角色的转变

科创板审核实行“两步走”:第一步,发行人向上交所提交发行上市申请文件,上交所进行审核;第二步,上交所审核通过后,将审核意见、相关审核资料及发行人上市申请文件报送证监会,证监会视情况履行注册程序。

3. 证监会仍保留部分审核权限

证监会在注册过程中仍可进行实质性审核,而证监会在现行审核制度中的严格审核逻辑是否仍将延续、是否能与科创板审核标准接轨,以及具体注册细节如何实行,我们还需拭目以待。

4. 为发行人提供复审通道

科创板上市审核规则对发行上市申请不予

受理或中止审核的情形,发行人可以提请复审,就复审申请仍需律师事务所出具专项法律意见书,为发行人提供了进行复审的通道。

(二) 推进审核公开、实施电子化审核

证监会与上交所建立全流程电子化审核注册系统,申请、受理、问询、回复等事项通过发行上市审核业务系统办理,实时共享信息。

该等举措有利于提高审核效率,亦便于在整体流程中提高审核的透明度以及公开接受社会监督,更利于促进投资市场的运行。

(三) 两大委员会功能定位

科创板将设置科创板上市委员会(以下简称“上市委”)与科技创新咨询委员会(以下简称“咨询委”)。我们理解,咨询委的设置更加贴合科创板未来审核的需要,一方面有利于严把相关科创企业质量,另一方面也有利于审核机构更加了解科创企业的行业、技术特点等,从而对通过审核有所帮助。

(四) 强化信息披露、持续强监管

1. 强化信息披露义务

上交所着重从投资者需求出发,在审核规定中逐一明确了发行人及其相关方、保荐人、证

券服务机构等的诚实守信、勤勉尽责义务,并从信息披露充分性、一致性和可理解性角度开展审核工作,督促各方真实、准确、完整地进行信息披露。

2. 现场检查可能将更为常态化

保荐人在申报时需同步以电子文档形式交存工作底稿,审核过程中需随时根据问询补充报送工作底稿,交易所还将根据需要调阅上市申请相关资料、并启动现场检查。结合当前的审核趋势,基于科创板的审核精神,为了更好地落实证券服务机构审慎核查的职责,不排除现场检查可能将在未来实行过程中更加趋于常态化。

3. 证监会、交易所所有权随时叫停

在审核、注册、发行过程中,若发行人发生重大事项,可能导致发行人不符合发行条件、上市条件或者信息披露要求的,证监会、交易所可以根据其职权随时要求暂停发行、暂缓上市、甚至撤销注册。但值得注意的是,前述所提及的“重大事项”在科创板相关文件中并未明确具体情形,尚待出台细则予以明确。

4. 媒体质疑及投诉举报的影响

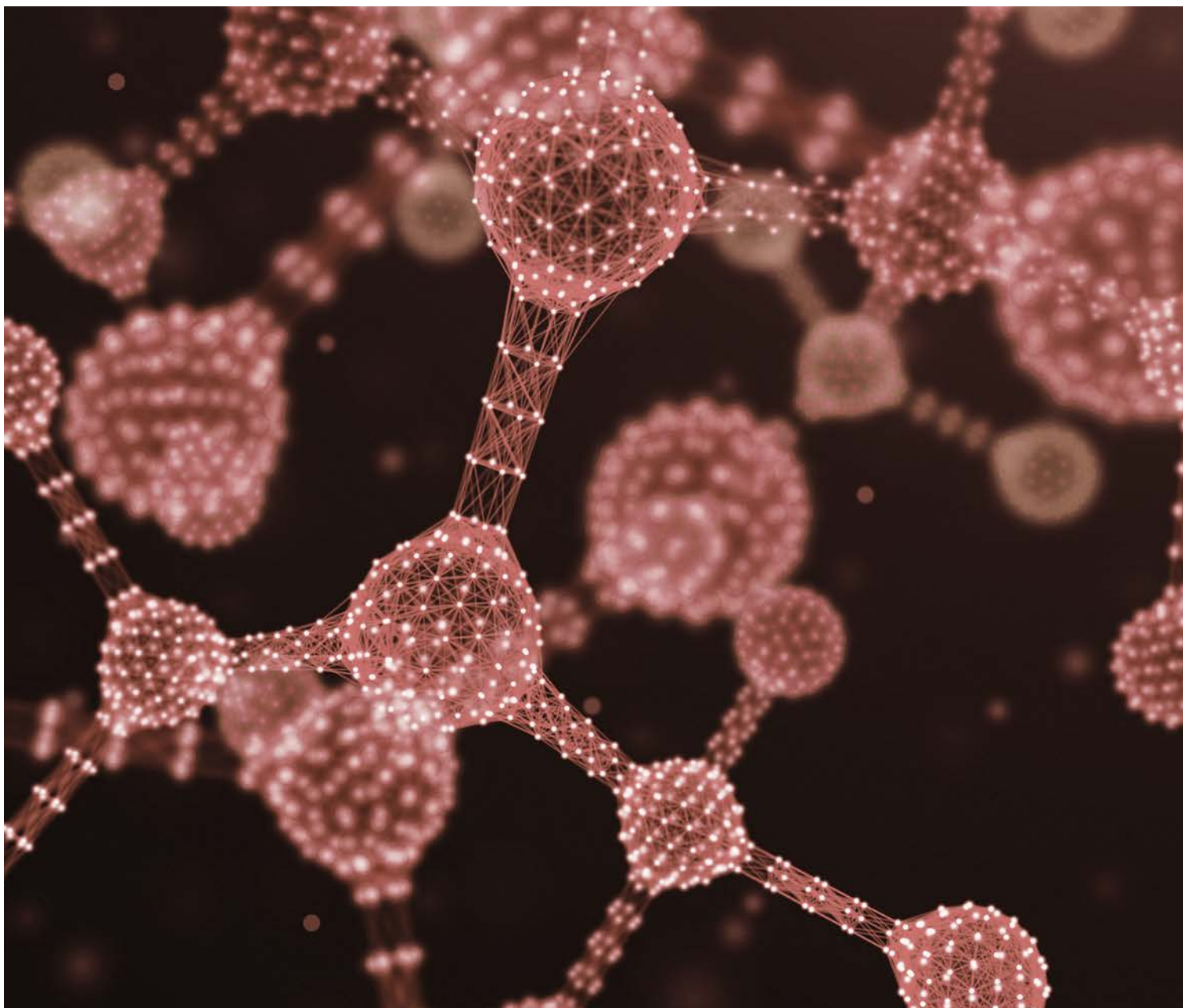
本次科创板相关规定中将媒体质疑及投诉举报的相关具体处理方式搬上台面。在申请及审核过程中发行人如出现异常情况(如出现媒

体负面报道、相关投诉举报),保荐人、证券服务机构还需及时作出解释说明、履行必要的核查义务,并向交易所报告。我们注意到,规则中可能更加侧重于媒体的报道、传闻等,如出现重大差异且可能对上市产生重大影响的,要求“应当”作出解释说明、“应当”进行核查并向交易所报告;而对于投诉举报,则为“可以”进行问询、进行核查并向交易所报告等。虽然该等问题并非首次出现在相关规则中(例如《上市公司并购重组审核工作规程》中亦提及“重组事项相关问题存疑、存在投诉举报或媒体质疑的,经反馈会议决定,可请派出机构实地核查”),但这无疑使得上市企业需要更加关注舆论的影响,同时,也向证券服务机构提出了更高的要求。

张豪东对本文亦有贡献

迎接信息披露新挑战

作者：熊川、周德芳、罗琳、张汶希、赵宇婷



信息披露是注册制的核心。上交所制定的《上海证券交易所科创板股票发行上市审核规则》（以下简称“《上市审核规则》”）、《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》”）亦对发行人、相关信息披露义务人、中介机构等主体的信息披露工作提出了新要求、新挑战。本文将从科创板试行注册制的背景下，解读与评析科创板信息披露相关规则，以及对各方带来的挑战。

第一部分\

科创板上市公司信息披露规则体系

（一）科创板上市审核规则中的信息披露要求

1. 信息披露的要求

发行人及其控股股东、实际控制人、董事、监事和高级管理人员应当依法履行信息披露义务，保荐人、证券服务机构应当依法对发行人的信息披露进行核查把关。

2. 信息披露审核标准

（1）充分性审核。重点关注发行上市申请文件披露的内容是否包含对投资者作出投资决策有重大影响的信息，披露程度是否达到投资者作出投资决策所必需的水平。

（2）一致性审核。重点关注发行上市申请文件的内容是否前后一致、是否具有内在逻辑性。

（3）重点关注发行上市申请文件披露的内容是否简明易懂，是否便于一般投资者阅读和

理解。

3. 信息披露违规的法律后果

（1）发行人及相关方：对相关主体给予通报批评、公开谴责、公开认定三年以上不适合担任上市公司董事、监事、高级管理人员或者自确认之日起一年至五年内不接受控股股东、实际控制人及其控制的其他发行人提交的发行上市申请文件等纪律处分。

（2）中介机构及相关人员：对相关机构给予一年至三年内不接受其提交的发行上市申请文件、信息披露文件的纪律处分；可以对相关人员给予三年内不接受其签字的发行上市申请文件、信息披露文件的纪律处分。

（二）科创板上市规则中的信息披露要求

针对此次上交所发布的《科创板上市规则》中有关信息披露的内容，我们从信息披露的基本规范、信息披露的形式和信息披露的责任等三方面进行总结。

1. 信息披露的基本规范

(1) 基本原则：及时、公平、真实、准确、完整五原则

上市公司和相关信息披露义务人应当及时、公平地披露信息，保证所披露信息的真实、准确、完整。

(2) 一般要求：行业、分阶段、自愿、浅白

行业信息披露：上市公司应当披露能够充分反映公司业务、技术、财务、公司治理、竞争优势、行业趋势、产业政策等方面的重大信息，充分揭示上市公司的风险因素和投资价值，便于投资者合理决策。

分阶段披露：上市公司筹划重大事项，持续时间较长的，应当按照重大性原则，分阶段披露进展情况，及时提示相关风险，不得仅以相关事项结果尚不确定为由不予披露。

自愿信息披露：上市公司和相关信息披露义务人认为相关信息可能影响公司股票交易价格或者有助于投资者决策，但不属于本规则要求披露的信息，可以自愿披露。

浅白语言：上市公司的公告文稿应当重点突出、逻辑清晰、语言浅白、简明易懂，避免使用大量专业术语、过于晦涩的表达方式和外文及其缩写，避免模糊、模板化和冗余重复的信息，不得含有祝贺、宣传、广告、恭维、诋毁等性质的

词语。

(3) 信息披露的监管：追问式、直通车

刨根问底：交易所经审核认为信息披露文件存在重大问题，可以提出问询。上市公司和相关信息披露义务人应当在规定期限内如实答复，并披露补充或者更正公告。

直通车：上市公司应当通过交易所上市公司信息披露电子化系统登记公告。

2. 信息披露的形式

(1) 定期报告：年度报告（业绩快报、业绩预告）；半年度报告；季度报告。

(2) 临时报告：重大交易和关联交易；行业信息和经营风险；其他重大事项。

3. 信息披露违规的法律后果

(1) 信息披露义务人：通报批评；公开谴责；收取惩罚性违约金。

(2) 控股股东：通报批评；公开谴责；公开认定其3年以上不适合担任上市公司董事、监事、高级管理人员、董事会秘书；收取惩罚性违约金。

(3) 董监高：通报批评；公开谴责；公开认定其3年以上不适合担任上市公司董事、监事、高级管理人员、董事会秘书；收取惩罚性违约金。

(4) 破产管理人：通报批评；公开谴责；建议法院更换管理人或管理人成员。

(5) 中介机构:3个月至3年内不接受保荐机构、证券服务机构提交的申请文件或信息披露文件,1年至3年内不接受保荐代表人及其他相关人员、证券服务机构相关人员签字的申请文件或者信息披露文件的纪律处分。

第二部分\

科创板信息披露规则与现行规则的对比分析

(一)信息披露的基本规范

项目	上交所主板	科创板
基本原则	真实、准确、完整、及时、公平。	真实、准确、完整、公平、及时。
一般要求	无专门章节	(1) 行业信息披露。上市公司应当披露能够充分反映公司业务、技术、财务、公司治理、竞争优势、行业趋势、产业政策等方面的重大信息,充分揭示上市公司的风险因素和投资价值,便于投资者合理决策。 (2) 针对性披露。上市公司应当对业绩波动、行业风险、公司治理等相关事项进行针对性信息披露,并持续披露科研水平、科研人员、科研资金投入、募集资金重点投向领域等重大信息。 (3) 分阶段披露。上市公司筹划重大事项,持续时间较长的,应当按照重大性原则,分阶段披露进展情况,及时提示相关风险,不得仅以相关事项结果尚不确定为由不予披露。 (4) 自愿信息披露。上市公司和相关信息披露义务人认为相关信息可能影响公司股票交易价格或者有助于投资者决策,但不属于本规则要求披露的信息,可以自愿披露。上市公司和相关信息披露义务人自愿披露信息,应当审慎、客观,不得利用该等信息不当影响公司股票交易价格。 上市公司和相关信息披露义务人按照本条披露信息的,在发生类似事件时,应当按照同一标准予以披露。 (5) 浅白语言。上市公司的公告文稿应当重点突出、逻辑清晰、语言浅白、简明易懂,避免使用大量专业术语、过于晦涩的表达方式和外文及其缩写,避免模糊、模板化和冗余重复的信息,不得含有祝贺、宣传、广告、恭维、诋毁等性质的词语。 (6) 控股、参股公司信息披露。上市公司合并报表范围内的子公司及其他主体发生本规则规定的重大事项,视同上市公司发生的重大事项,适用本规则。

项目	上交所主板	科创板
		上市公司参股公司发生本规则规定的重大事项，可能对上市公司股票交易价格产生较大影响的，上市公司应当参照适用本规则履行信息披露义务。 （7）暂缓及豁免披露。上市公司和相关信息披露义务人拟披露的信息属于商业秘密、商业敏感信息的，按照本规则披露或者履行相关义务可能引致不当竞争、损害公司及投资者利益或者误导投资者的，可以按照本所相关规定暂缓或者豁免披露该信息。 拟披露的信息被依法认定为国家秘密，按本规则披露或者履行相关义务可能导致其违反境内法律法规或危害国家安全的，可以按照本所相关规定豁免披露。 上市公司和相关信息披露义务人应当审慎确定信息披露暂缓、豁免事项，不得随意扩大暂缓、豁免事项的范围。暂缓披露的信息已经泄露的，应当及时披露。 （8）调整适用。上市公司和相关信息披露义务人适用本所相关信息披露要求，可能导致其难以反映经营活动的实际情况、难以符合行业监管要求或者公司注册地有关规定的，可以向本所申请调整适用，但是应当说明原因和替代方案，并聘请律师事务所出具法律意见。 本所认为不应当调整适用的，上市公司和相关信息披露义务人应当执行本所相关规定。

解读：

上交所主板规则中信息披露基本原则及一般规定共有 25 条，散见于第二章信息披露的基本原则和一般规定中。科创板关于信息披露的一般要求单列一章，且分为 4 节，从基本原则、一般要求、监管方式和管理制度四大方面共 30 条，对科创板上市公司的信息披露制度作了系统性、体系性的规定。具体而言，在信息披露的基本规范方面，科创板上市规则存在以下特征：

1. 维持信息披露的基本原则不变。
2. 新增信息披露的一般要求。科创板新增了

行业信息披露、分阶段披露、调整适用的要求，这显然是监管结合科创板上市企业的特点制定的针对性的规则。除此之外，对于自愿披露，明确规定了自愿披露应当审慎、客观，不得利用该等信息不当影响公司股票交易价格。

对上市公司公告文稿的表达提出了更高的要求。相比于上交所主板规则，除了简明易懂的要求外，科创板还要求公告文稿应当重点突出、逻辑清晰、语言浅白、简明易懂，避免使用大量专业术语、过于晦涩的表达方式和外文及其缩写，避免模糊、模板化和冗余重复的信息，不得含有祝贺等性质的词语。

(二) 科创板上市发行审核中的信息披露要求

项目	上交所主板	科创板
责任主体	发行人应对其信息披露负责。	发行人应对其信息披露负责，保荐人、证券服务机构须对发行人的信息披露承担把关责任。
审核文件	(一) 上市申请书； (二) 中国证监会核准其股票公开发行的文件； (三) 有关本次发行上市事宜的董事会和股东大会决议； (四) 营业执照复印件； (五) 公司章程； (六) 经具有执行证券、期货相关业务资格的会计师事务所审计的发行人最近3年的财务会计报告； (七) 首次公开发行结束后发行人全部股票已经中国证券登记结算有限责任公司上海分公司（以下简称中国结算）托管的证明文件； (八) 首次公开发行结束后，具有执行证券、期货相关业务资格的会计师事务所出具的验资报告； (九) 关于董事、监事和高级管理人员持有本公司股份的情况说明和《董事（监事、高级管理人员）声明及承诺书》； (十) 发行人拟聘任或者已聘任的董事会秘书的有关资料； (十一) 首次公开发行后至上市前，按规定新增的财务资料和相关重大事项的说明（如适用）； (十二) 首次公开发行前已发行股份持有人，自发行人股票上市之日起一年内持股锁定证明； (十三) 第5.1.5条所述承诺函； (十四) 最近一次的招股说明书和经中国证监会审核的全套发行申报材料； (十五) 按照有关规定编制的上市公告书； (十六) 保荐协议和保荐人出具的上市保荐书； (十七) 律师事务所出具的法律意见书； (十八) 本所要求的其他文件。	(一) 上市申请书； (二) 中国证监会同意注册的决定； (三) 首次公开发行结束后发行人全部股票已经中国证券登记结算有限责任公司（以下简称中国结算）上海分公司登记的证明文件； (四) 首次公开发行结束后，具有执行证券、期货相关业务资格的会计师事务所出具的验资报告； (五) 发行人、控股股东、实际控制人、董事、监事和高级管理人员根据本规则要求出具的证明、声明及承诺； (六) 首次公开发行后至上市前，按规定新增的财务资料和相关重大事项的说明（如适用）； (七) 本所要求的其他文件。

解读：

1. 明确发行审核中信息披露责任主体。发行人应当保证信息披露的真实性、准确性和完整性，并对信息披露负责；保荐人、证券服务机构须对发行人的信息披露承担把关责任。

3. 减少首发审核信息披露的文件。上交所

主板规则要求的文件约为 18 项，科创板上市规则要求的文件约为 7 项，在上市文件披露方面，上交所规定约为 5 项，科创板规定约为 3 项，相较于上交所主板，科创板对提交文件的数量要求显著减少，体现科创板“注册制”的优势及简化发行流程的安排。

(三) 业绩预告与业绩快报的披露

1. 业绩预告的披露

所在板块	一季度业绩预告	半年度业绩报告	三季度业绩预告	年度业绩预告
上交所主板	无强制性要求	无强制性要求	无强制性要求	会计年度结束后一个 月内
上交所科创板	无强制性要求	无强制性要求	无强制性要求	会计年度结束后一个 月内
深交所主板	不晚于当年的4月15日	不晚于当年的7月15日	不晚于当年的10月15日	不晚于次年的1月31日
深交所中小板	不晚于当年3月31日； 若公司在3月底前披露 年度报告的，则年度报 告同时披露。	与第一季度报告同时 披露。	与半年度报告同时披露。	与第三季度报告同时 披露。

所在板块	一季度业绩预告	半年度业绩报告	三季度业绩预告	年度业绩预告
深交所创业板	公司年度报告预约披露时间在3月31日之前（含）的，应当与年度报告同时披露；公司年度报告预约披露时间在四月份的，应不晚于当年的4月10日披露。	不晚于当年的7月15日	不晚于当年的10月15日	不晚于次年的1月31日

2. 业绩快报披露

所在板块	具体要求
上交所主板	无明确规定。
上交所科创板	上市公司预计不能在会计年度结束之日起2个月披露年度报告的，应当在该会计年度结束之日起2个月内披露业绩快报。
深交所主板	拟发布第一季度报告业绩预告但其上年年报尚未披露的上市公司，应当再发布业绩预告的同时披露其上年度的业绩快报。
深交所中小板	年度报告预约披露时间再3-4月份的公司，应在2月底之前披露年度业绩快报；交易所鼓励半年度报告预约披露时间在8月份的公司，在7月底之前披露半年度业绩快报。
深交所创业板	年度报告预约披露时间在3-4月份的公司，应在2月底之前披露年度业绩快报。

解读：

1. 在体例编排方面，科创板上市规则将业绩预告和业绩快报作为一节放在定期报告的章节下，体现出监管对科创板上市主体业绩报告及业绩快报的着重关注，并将其作为科创板上

市主体的定期报告的一部分来看待。

2. 在业绩预告的披露方面，上交所主板规则规定了可以豁免业绩预告的情形，但科创板未规定豁免的情形，并明确规定对满足财务类退市指标情形，股票被实施退市风险警示的上

市公司，应当于会计年度结束之日起 1 个月内披露业绩预告。

3. 在业绩快报的披露方面，上交所主板规则赋予上市公司选择权，但对于科创板上市公司，如其无法在规定期限内披露年报的，则需披露业绩快报，同时对正式披露前，如预计无法保密、泄露或因传闻导致股票交易异常波动的，则应披露业绩快报。科创板增加了业绩快报披露的情形，明确了特定情形下的披露义务。

4. 在董事会未能审议通过定期报告方面，科创板做了更为明确细致的规定，即除要求公司披露原因及存在的风险外，还要求董事会出具专项说明及独立董事发表意见。而且对于定期报告的审计，尤其是季度报告，如上市公司拟实施送股或者以资本公积转增股本的，上交所主板未明确规定需要审计，但科创板明确规定除仅实施现金分红的，可免于审计外，季度报告也需要审计，强化了上市主体的信披责任。

(四) 重大交易的披露

1. 重大交易的披露标准

项目	主板 / 中小板	创业板	科创板
交易涉及的资产总额	上市公司最近一期审计总资产的10%以上。	上市公司最近一期审计总资产的10%以上。	上市公司最近一期审计总资产的10%以上。
交易的成交金额	上市公司最近一期经审计净资产的10%，且绝对金额超过1000万元。	上市公司最近一期经审计净资产的10%，且绝对金额超过500万元。	上市公司市值的10%以上。
交易标的（如股权）的资产净额。			上市公司市值的10%以上。
交易标的（如股权）最近一个会计年度营业收入。	上市公司最近一个会计年度经审计营业收入的10%以上，且绝对金额超过1000万元。	上市公司最近一个会计年度经审计营业收入的10%以上，且绝对金额超过500万元。	上市公司最近一个会计年度经审计营业收入的10%以上，且超过1000万元。

项目	主板 / 中小板	创业板	科创板
交易产生的利润	上市公司最近一个会计年度经审计净利润的10%以上，且绝对金额超过100万元。	上市公司最近一个会计年度经审计净利润的10%以上，且绝对金额超过100万元。	上市公司最近一个会计年度经审计净利润的10%以上，且超过100万元。
交易标的（如股权）最近一个会计年度相关的净利润。	上市公司最近一个会计年度经审计净利润的10%以上，且绝对金额超过100万元。	上市公司最近一个会计年度经审计净利润的10%以上，且绝对金额超过100万元。	上市公司最近一个会计年度经审计净利润的50%以上，且超过100万元。

2. 重大交易提交股东大会审议的标准

项目	主板 / 中小板	创业板	科创板
交易涉及的资产总额	上市公司最近一期审计总资产的50%以上。	上市公司最近一期审计总资产的50%以上。	上市公司最近一期审计总资产的50%以上。
交易的成交金额	上市公司最近一期经审计净资产的50%，且绝对金额超过5000万元。	上市公司最近一期经审计净资产的50%，且绝对金额超过3000万元。	上市公司市值的50%以上。
交易标的（如股权）的资产净额。			上市公司市值的50%以上。
交易标的（如股权）最近一个会计年度营业收入。	上市公司最近一个会计年度经审计营业收入的50%以上，且绝对金额超过5000万元。	上市公司最近一个会计年度经审计营业收入的50%以上，且绝对金额超过3000万元。	计营业收入的50%以上，且超过5000万元。

项目	主板 / 中小板	创业板	科创板
交易产生的利润	上市公司最近一个会计年度经审计净利润的50%以上，且绝对金额超过500万元。	上市公司最近一个会计年度经审计净利润的50%以上，且绝对金额超过300万元。	上市公司最近一个会计年度经审计净利润的50%以上，且超过500万元。
交易标的（如股权）最近一个会计年度相关的净利润。	上市公司最近一个会计年度经审计净利润的50%以上，且绝对金额超过500万元。	上市公司最近一个会计年度经审计净利润的50%以上，且绝对金额超过300万元。	上市公司最近一个会计年度经审计净利润的50%以上，且超过500万元。

3. 关联交易的审议标准

审议机构	主板 / 中小板	创业板	科创板
董事会	与关联自然人发生的交易金额在30万元以上的关联交易； 与关联法人发生的交易金额在300万元以上，且占公司最近一期经审计净资产绝对值0.5%以上的关联交易。	与关联自然人发生的交易金额在30万元以上的关联交易； 与关联法人发生的交易金额在100万元以上，且占公司最近一期经审计净资产绝对值0.5%以上的关联交易。	与关联自然人发生的成交金额在30万元以上的交易； 与关联法人发生的成交金额占上市公司总资产或市值0.1%以上的交易，且超过300万元。
股东大会	与关联法人发生的交易金额在3000万元以上，且占公司最近一期经审计净资产绝对值5%以上的关联交易。 上市公司为关联人提供担保。	与关联法人发生的交易金额在1000万元以上，且占公司最近一期经审计净资产绝对值5%以上的关联交易。 上市公司为关联人提供担保。	与关联人发生的交易金额站上市公司总资产或市值1%以上的交易，且超过3000万元。 上市公司为关联人提供担保。

解读：

在重大交易、关联交易的信息披露标准方面，科创板上市规则引入“市值”指标。科创企业有其自身的成长路径和发展规律，财务表现上，很多企业在前期技术攻关和产品研发期，投入和收益在时间上呈现出不匹配的特点，有的企业存在暂时性亏损，有的企业在研发阶段

还没有产生收入，故科创板上市规则体现出明显的“市值”导向，丰富完善了相关市场、财务指标体系，用市值代替净资产作为测算指标，将更有利于满足不同模式类型、不同发展阶段、不同财务特征，但已经拥有相关核心技术、市场认可度高的科创企业上市需求。

(五) 信息披露违规的法律责任

监管对象	上交所主板	科创板
发行人、上市公司、相关信息披露义务人	通报批评； 公开谴责；	通报批评； 公开谴责； 收取惩罚性违约金；
控股股东	/	通报批评； 公开谴责； 公开认定其3年以上不适合担任上市公司董事、监事、高级管理人员、董事会秘书； 收取惩罚性违约金。
董监高	通报批评； 公开谴责； 对于董监高，公开认定其3年以上不适合担任上市公司董事、监事、高级管理人员； 对于董事会秘书，公开认定其不适合担任上市公司董事会秘书。	通报批评； 公开谴责； 公开认定其3年以上不适合担任上市公司董事、监事、高级管理人员、董事会秘书； 收取惩罚性违约金。

监管对象	上交所主板	科创板
破产管理人	通报批评； 公开谴责； 对于董监高，公开认定其3年以上不适合担任上市公司董事、监事、高级管理人员； 对于董事会秘书，公开认定其不适合担任上市公司董事会秘书。	通报批评； 公开谴责； 公开认定其3年以上不适合担任上市公司董事、监事、高级管理人员、董事会秘书； 收取惩罚性违约金。
中介机构	通报批评； 公开谴责；	3个月至3年内不接受保荐机构、证券服务机构提交的申请文件或信息披露文件； 1年至3年内不接受保荐代表人及其他相关人员、证券服务机构相关人员签字的申请文件或信息披露文件。

解读：

1. 首次将控股股东单列为信息披露违规的责任主体。一般理解，控股股东属于“其他信息披露义务人”范围，但科创板上市规则将控股股东单列为信息披露违规的责任主体，强化了控股股东对于上市公司信息披露的责任。

2. 设置更严厉的信息披露违规法律后果。相比于上交所主板信息披露违规法律后果，科创板增加收取惩罚性违约金、“冷淡处理”等处罚措施，处罚措施相对更加严厉。另外，上交所乃至科创板暂未对“惩罚性违约金”有进一步规定，未来不排除上交所继续出台有关“惩罚性违约金”的专项规定。

(六) 科创板新增信息披露要求

项目	内容
行业信息	上市公司应当主动披露对股份交易价格或者投资者决策有重大影响的行业信息。包括： （一）所处行业的基本特点、主要技术门槛，报告期内新技术、新产业、新业态、新模式的发展情况和未来发展趋势； （二）核心竞争优势，核心经营团队和技术团队的竞争力分析，以及报告期内获得相关权利证书或者批准文件的核心技术储备； （三）当期研发支出金额及占销售收入的比例、研发支出的构成项目、费用化及资本化的金额及比重； （四）在研产品或项目的进展或阶段性成果；研发项目预计总投资规模、应用前景以及可能存在的重大风险； （五）其他有助于投资者决策的行业信息。
经营风险	上市公司尚未盈利的，应当在年度报告显著位置披露公司核心竞争力和经营活动面临的重大风险。 上市公司应当结合行业特点，充分披露尚未盈利的原因，以及对公司现金流、业务拓展、人才吸引、团队稳定性、研发投入、战略性投入、生产经营可持续性等方面的影响。
股份质押	上市公司控股股东及其一致行动人质押股份占其所持股份的比例达到50%以上，以及之后质押股份的，应当及时通知公司， 上市公司控股股东及其一致行动人质押股份占其所持股份的比例达到50%以上，且出现债务逾期或其他资信恶化情形的，应当及时通知公司 控股股东及其一致行动人出现质押平仓风险的，应当及时通知上市公司，披露是否可能导致公司控制权发生变更、拟采取的措施，并充分提示风险。 上市公司持股5%以上股东质押股份，应当在2个交易日内通知上市公司，并披露本次质押股份数量、累计质押股份数量以及占公司总股本比例。
严重异常波动	上市公司股票交易出现本所业务规则规定的严重异常波动的，公司或相关信息披露义务人应当披露并核查下列事项： （一）是否存在导致股价严重异常波动的未披露事项； （二）股价是否严重偏离同行业上市公司合理估值； （三）是否存在重大风险事项； （四）其他可能导致股价严重异常波动的事项。

解读：

1. 新增行业信息和经营风险的披露要求。

科创板的设立旨在增强资本市场对提高我国关键技术创新能力的服务水平，促进高新技术产业和战略性新兴产业发展。结合上市条件分析，相比于其他板块重视发行人盈利能力的审核态度，科创板将更加重视发行人市值、科技创新能力和发展前景。相应的，投资者作出投资决策亦要充分分析相应上市公司的行业前景、科技创新能力等重要信息。结合科创板的特点，科创板上市规则适时增加了行业信息和经营风险的披露要求。

2. 增加股份质押的信息披露要求。在 2018 年，A 股曾发生多起上市公司股东高质押率导致其股票面临“平仓风险”的事件，交易所亦是在总结相关股份质押监管经验的基础上，将股份质押的相关信息披露要求在科创板上市规则中予以明确。

3. 增加严重异常波动。科创板首次将“市值”列入上市公司的财务指标之一，并且一定程度上淡化了“利润”指标，强化了“市值”指标。因此，科创板上市规则增加了“严重异常波动”的信息披露要求，督促上市公司围绕“市值”加强信息披露。此外，我们注意到，科创板上市规则上暂未明确规定“严重异常波动”的标

准，未来不排除交易所通过信息披露指引的形式进一步明确。

第三部分\

科创板信息披露规则的突破和创新

(一)首次提出“新三性”要求

在征求意见稿中，科创板首次提出了信息披露的“充分性、一致性和可理解性”，虽然在正式稿中删除了“新三性”的表述，但对于“新三性”的内在要求都予以了保留。

从充分性的角度进行审核时，重点关注发行上市申请文件披露的内容是否包含对投资者作出投资决策有重大影响的信息，披露程度是否达到投资者作出投资决策所必需的水平。包括但不限于是否充分、全面披露发行人业务、技术、财务、公司治理、投资者保护等方面的信息以及本次发行的情况和对发行人的影响，是否充分揭示可能对发行人经营状况、财务状况产生重大不利影响的所有因素等事项。

从一致性的角度进行审核时，重点关注发行上市申请文件的内容是否前后一致、是否具有内在逻辑性。包括但不限于财务数据之间是否具有合理的勾稽关系、非财务信息之间是否

相互印证、保荐人、证券服务机构核查依据是否充分、财务信息与非财务信息能否相互印证、能否对与同行业公司存在的重大差异作出合理解释等事项。

从可理解性的角度进行审核时，重点关注发行上市申请文件披露的内容是否简明易懂，是否便于一般投资者阅读和理解。包括但不限于是否使用浅白语言，是否简明扼要、重点突出、逻辑清晰，是否结合企业自身特点进行有针对性的信息披露，是否采用直观、准确、易于理解的披露形式等事项。

需要明确的是，科创板提出的“新三性”，并不是对“老三性”即真实性、准确性、完整性的扬弃或替换。事实上，“新三性”是实现“老三性”的方式和手段，“老三性”是“新三性”的目的和结果，交易所通过“新三性”审核促进“老三性”。在发行上市审核中，交易所将以信息披露为中心，从投资者立场出发，以“新三性”为抓手和切入点，开展信息披露审核问询。基本目标是，通过审核问询，督促发行人承担好信息披露第一责任人职责；督促保荐人、证券服务机构切实履行信息披露的把关责任；对相关信息披露义务人形成震慑，以减少和避免欺诈发行；提高信息披露质量，以便于投资者在信息充分的情况下作出投资决策。

(二) 细化发行审核中信息披露违规责任

如我们所知，注册制是以信息披露为中心的股票发行上市制度，淡化证券监管部门的审核职能，将对市场的判断交还投资者。明确信息披露的中心地位以及在注册制体系中的重要作用，上交所在起草科创板相关规则时，亦对信息违规的责任进行细化。

第一，构建发行人与中介机构的双层责任架构。上交所明确了发行人及其控股股东、实际控制人、董事、监事和高级管理人员时信息披露的第一责任人，应当依法履行信息披露义务；保荐人、证券服务机构等中介机构承担“看门人”角色，应当依法对发行人的信息披露进行核查把关。相比于主板，科创板进一步强化了中介机构的信息披露责任，这是注册制推行的必然之举，也对中介机构的执业水平提出了更高的要求。

第二，细化了信息披露违规的责任。根据科创板相关规则，若发行人在发行审核中出现信息披露违规事项，发行人将不再“独享”信息披露违规责任，监管的板子同样会打到中介机构身上。若发行人存在信息披露违规的情形，上交所最高可以对发行人给予六个月至五年内不接受其提交的发行上市申请文件的纪律处

分。若中介机构存在信息披露违规的情形，上交所最高可以对相关机构给予三个月至三年内不接受其提交的发行上市申请文件的纪律处分，上交所最高可以对相关人员给予三年内不接受其签字的发行上市申请文件、申请披露文件的纪律处分。

综上，我们理解，科创板进一步细化信息披露责任规则与科创板试行注册制的理念是相契合的，一方面，科创板明确了中介机构“看门人”的角色，正向引导中介机构履行尽职调查、审慎核查的职责；另一方面，通过“冷淡对待”等事后监管措施，促使中介机构积极履职。二者是互相作用，相辅相成的关系，促使发行人及中介机构提高信息披露质量，体现注册制以信息披露为中心的思想。

第四部分\ 科创板信息披露要求对上市公司 及中介机构的挑战

(一) 科创板信息披露要求对上市公司的挑战

1. 更明确、更严格的信息披露规范要求。
科创板上市规则首次明确了上市公司信息披露的相关规范，在秉持一贯的真实、准确、完整、及时披露、公平披露五原则的基础上，进一步



明确行业信息披露、针对性披露、分阶段披露、自愿信息披露、浅白语言、控股、参股公司信息披露、暂缓及豁免披露、调整适用等一系列信息披露一般规定。上市公司应当根据该等信息披露基本规范，建立健全上市公司的信息披露制度，并合法合规开展信息披露工作。上市公司需要以更积极的态度、更快的反应迎接科创板信息披露要求的新挑战。

2. 对信息披露界限的探索。科创板上市规则首次提出上市公司需要披露相关行业信息和经营风险，那么有关行业信息和技术秘密、商业秘密的界限界定，是上市公司及董秘亟需明确的重要课题。行业信息中的技术信息需要披露到什么程度？核心技术团队人员构成、薪酬体系、激励机制是否需要详细披露？研究工作的研究方法、进展情况等信息是否是信息披露中的必要信息？以上种种问题涉及的信息披露的界限，上市公司均亟需明确。一方面，上市

公司必须保持与中介机构的沟通，在处理相关问题时需及时咨询中介机构的专业意见，这一要求在《科创板审核问答》已经得到体现。另一方面，上市公司还应当灵活运用“暂缓及豁免披露”的规则，避免在信息披露中泄露重要的商业秘密、技术秘密。

(二) 科创板信息披露要求对中介机构的挑战

1. 对中介机构执业水平的更高要求。科创板发行审核过程中对信息披露的审核要求从“老三性”转向了“新三性”，对于中介机构而言，“新三性”无疑是更高的挑战。首先，中介机构需要在工作秉持勤勉尽责精神，不能局限于相关底稿资料的查验，同时要从其他渠道进行了解和查询，力求对发行人情况进行全面、充分了解；其次，各中介机构应在保持独立性的前提下，加强信息交流和共享，既要保持各中介机构的独立性，又要对中介机构掌握的信息进行印证，保持对抗和合作的辩证统一，以达成信息披露的“一致性”；最后，中介机构制作相关信息披露文件时，应注重提升表达的能力，以简洁易懂的语言演绎更深层次商业逻辑、业务逻辑或法律逻辑，做到逻辑清晰、重点突出、深入浅出，以便于投资者的理

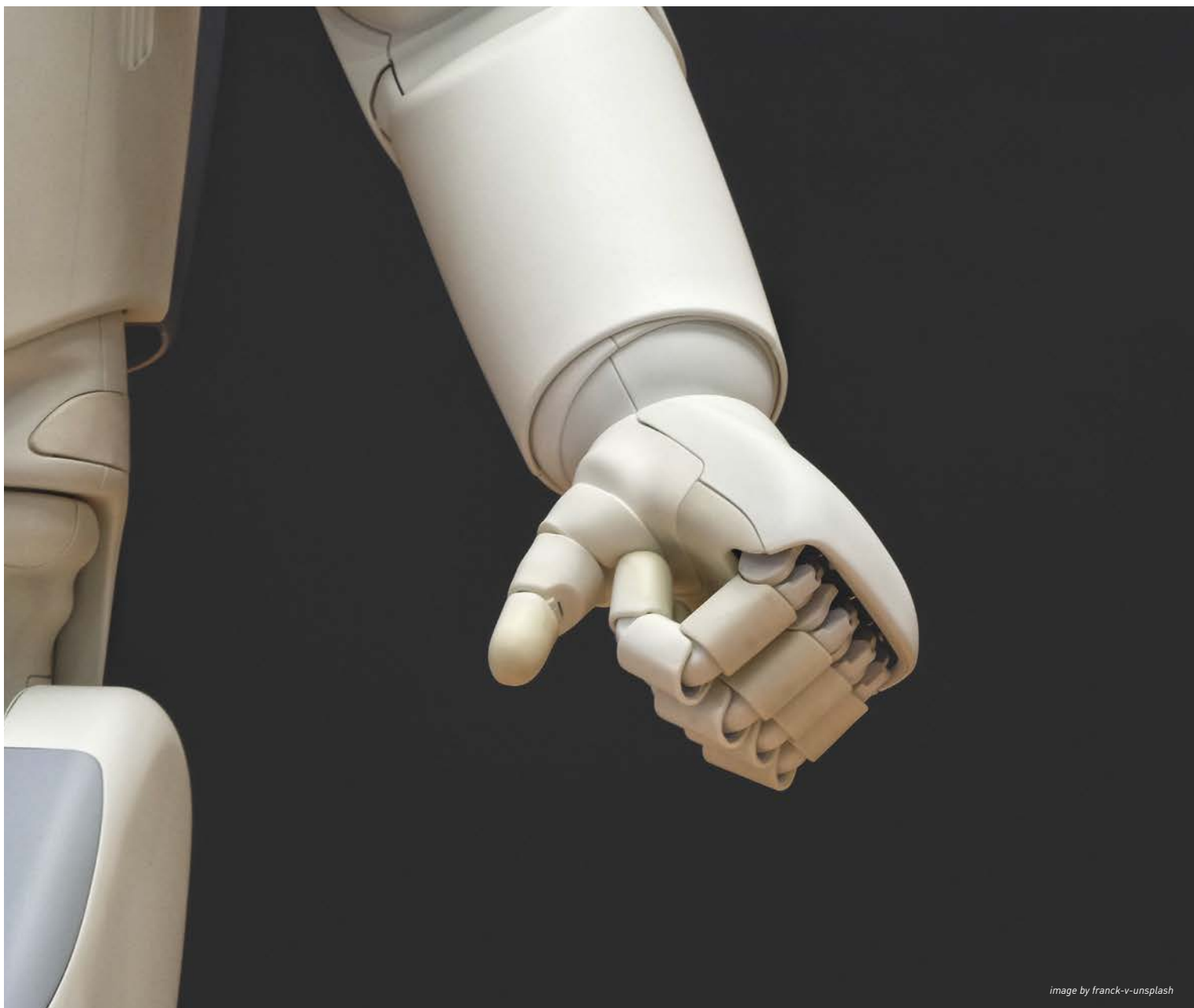
解。

2. 中介机构承担更高的责任。上市审核规则、科创板上市规则明确了中介机构承担上市公司信息披露的“看门人”职责，若发生信息披露违规事项，交易所可以对中介机构处以“冷淡对待”等事后监管措施。相比于既往的信息披露要求，中介机构无疑是承担了更高的责任。为迎接这一新挑战。首先，中介机构应当不断强调相对于发行人的“独立性”，应对信息披露事项作出独立的判断；其次，中介机构应当不断提升业务水平，拓宽核查手段、夯实工作底稿、细化工作流程，做到发表意见有所依据；最后，中介机构应当进一步完善内部核查机制，在一线业务人员尽职调查、审慎核查的基础上，中介机构应当组织力量对信息披露文件进行内部审核，为信息披露质量再加一道保障。

张汶希、赵宇婷对本文亦有贡献

透视“特殊投票权机制”

作者：熊川、周德芳



特殊投票权机制，又可称为“不同投票权机制”或“双层股权结构机制”，常见通俗说法为“同股不同权”。采用特殊投票权机制的公司股份会分为投票权不同的普通股，通常命名为A股和B股。其中A股为一股多票的超级投票股（每股投票权通常有2-20张），不能随意转让，转让需放弃投票特权、先转化为普通投票权股票，它通常为创始团队所持有；B股则为一股一票，在市面上可以正常流通。通常而言，AB股在分红上的权利是一致的。

2019年3月1日，上交所发布的《上海证券交易所科创板股票上市规则》（以下简称“《上市规则》”）中明确允许设置差异化表决权的企业在科创板上市，这是A股对于“特殊投票权机制”的首次实践。

第一部分\ 科创板“特殊投票权机制”介绍

《上市规则》主要从表决权差异安排的设置前提、拥有特别表决权的股东主体资格和后续变动等限制、充分保障普通投票权股东的合法权利、公司强化信息披露及监督机制等四个方面对“特殊投票权”进行了规定。

（一）表决权差异安排的设置前提

1. 时间要求

表决权差异安排只能在上市前设置且需经出席股东大会的股东所持三分之二以上的表决权通过。若上市前不具有表决权差异安排，则上市后不得进行此类安排。

2. 市值要求

除满足科创板上市的一般条件之外，具有表决权差异安排的公司其差异安排应当稳定运行至少1个完整的会计年度，且市值及财务指标符合下列标准之一：（1）预计市值不低于人民币100亿元；（2）预计市值不低于人民币50亿元，且最近一年营业收入不低于人民币5亿元。

3. 权利要求

普通股份与特别表决权股份具有的其他股东权利应当完全相同。

（二）特殊表决权限制

1. 主体资格限制

持有特殊表决权的股东应当对公司具有显著的贡献，且上市前后持续担任董事或者实际控制的持股主体。此外，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全部已发行有表决权股份10%以上。

2. 表决权差异限制

特殊表决权股份的表决权数量需要在公司章程中进行明确规定,且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。

3. 上市后不得增发限制

公司上市后,除同比例配股、转增股本情形外,不得在境内外发行特别表决权股份,不得提高特别表决权比例。如果因股份回购等原因被动提高了特别表决权比例,还应将相应数量特别表决权股份转换为普通股份,保障特别表决权比例不高于原有水平。

4. 交易限制

特别表决权股份不得在二级市场进行交易,但可以按照交易所有关规定进行转让。

(三) 普通表决权保障

1. 数量保障

上市公司应当保证普通表决权比例不得低于10%;有权提议召开临时股东大会的股东所需拥有权益的股份数量不得超过公司全部已发行有表决权股份数量的10%;有权提出股东大会议案的股东所需拥有权益的股份数量不得超过公司全部已发行有表决权股份数量的3%。

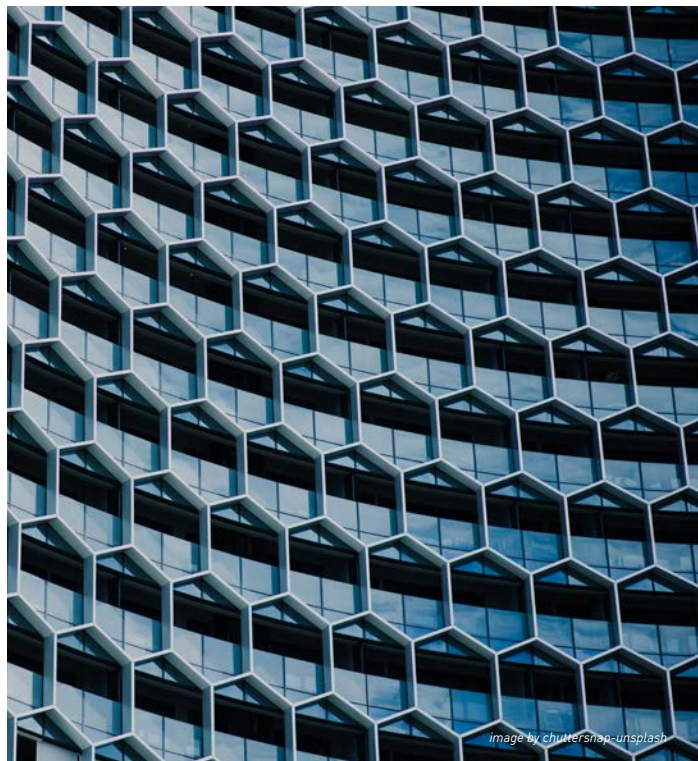
2. 主体资格丧失保障

若出现下列情形之一,特别表决权股份应当按照1:1的比例转换为普通股份:(1)持有特别表决权股份的股东不再符合《上市规则》中主体资格和最低持股要求,或者丧失相应履职能力、离任、死亡;(2)实际持有特别表决权股份的股东失去对相关持股主体的实际控制;(3)持有特别表决权股份的股东向他人转让所持有的特别表决权股份,或者将特别表决权股份的表决权委托他人行使;(4)公司的控制权发生变更。

发生第四种情形的,上市公司已发行的全部特别表决权股份均应当转换为普通股份。发生第一种情形的,特别表决权股份自相关情形发生时即转换为普通股份。

3. 重大事项表决保障

上市公司股东对下列事项行使表决权时,每一特别表决权股份享有的表决权数量应当与每一普通股份的表决权数量相同:(1)对公司章程作出修改;(2)改变特别表决权股份享有的表决权数量;(3)聘请或者解聘独立董事;(4)聘请或者解聘为上市公司定期报告出具审计意见的会计师事务所;(5)公司合并、分立、解散或者变更公司形式。上市公司章程应当规定,股东大会对前款第二项做出决议,应当经过不低于出席会议的股东所持表决权的三分之二以上通过。



(四) 强化公司内外部监督

1. 强化外部信息披露义务

上市公司具有表决权差异安排的，应当在年度报告中披露该等安排在报告期内的实施和变化情况，以及该等安排下保护投资者合法权益有关措施的实施情况。前述规定事项出现重大变化或者调整的，公司和相关信息披露义务人应当及时予以披露。

2. 强化内部监事会监督

公司具有表决权差异安排的，监事会应当在定期报告中，就下列事项出具专项意见：(1) 持有特别表决权股份的股东是否持续符合《上

市规则》相关要求；(2) 特别表决权股份是否出现本规则《上市规则》规定的情形并及时转换为普通股份；(3) 上市公司特别表决权比例是否持续符合本规则的规定；(4) 持有特别表决权股份的股东是否存在滥用特别表决权或者其他损害投资者合法权益的情形；(5) 公司及持有特别表决权股份股东遵守本章其他规定的情况。

3. 及时办理登记义务

上市公司应当按照本所及中国结算的有关规定，办理特别投票权股份登记和转换成普通投票权股份登记事宜。

第二部分\

上交所与香港联交所“特殊投票权”规则的对比

2018年4月24日，联交所正式发布主板上市规则第119次修订（“《新主板上市规则》”），其中，《新主板上市规则》第八A章和指引信HKEX-GL93-18，构成了现阶段联交所关于不同投票权上市制度的主要规则。以下我们将从对设立特殊投票权机制公司的要求、对特殊投票权受益人的要求和投资者的保障机制等三个方面，对联交所主板和上交所科创板的“特殊投票权”规则进行比较。

(一)对设立特殊投票权机制公司的要求

项目	港交所主板		上交所科创板	
	要求	规定	要求	规定
创新产业公司	(至少满足2项) · 运用了新技术、创新理念、或新业务模式 · 一大部分预期价值来自研发、且研发也是公司的主要业务活动 · 公司成功运营归咎于其独有的特点或知识产权 · 相对于有形资产总值,公司的市值/无形资产总值极高	《主板规则》第8A.04条 《有关上市申请人的指引信 GL93-18》(以下简称“《指引信》”)第4.2条	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,社会形象良好,具有较强成长性	《科创板审核规则》第3条
业务成功	呈现高增长记录且预期未来有可持续高增长的轨迹	《主板规则》第8A.04条 《指引信》第4.3条	具有较强成长性	《科创板审核规则》第3条
外界认可	公司曾得到最少一名资深投资者提供数额客观的第三方投资,且在IPO时仍未撤资,而上市时的投资额至少有50%要保留至IPO后的六个月	《主板规则》第8A.04条 《指引信》第4.6条	/	/
新上市	公司未上市是已采用不同投票权架构,然后申请在香港上市才会被接受	《主板规则》第8A.05条	同	《科创板规则》第4.5.2条

港交所主板			上交所科创板	
项目	要求	规定	要求	规定
业绩要求符合其一	- 至少400亿港元市值；或者 100亿港元市值加上最近一年经审计收入有10亿港元	《主板规则》第8A.06条	表决权差异安排应当稳定运行至少1个完整会计年度，且市值及财务指标符合下列标准之一： - 预计市值不低于人民币100亿元； - 预计市值不低于人民币50亿元，且最近一年营业收入不低于人民币5亿元	《科创板规则》第2.1.3条
	对于特别股份，除了投票权不同之外，所附带的权利与普通股份均相同	《主板规则》第8A.07条	同	《科创板规则》第4.5.5条
特别股份的限制	普通股份股东的投票权合计不低于10%	《主板规则》第8A.09条	同	《科创板规则》第4.5.7条
	特别股份的投票权最高不得超过普通股份的10倍	《主板规则》第8A.10条	同	《科创板规则》第4.5.4条
	上市之后，特别股份的投票权比例不可提高	《主板规则》第8A.13条 《主板规则》第8A.14条 《主板规则》第8A.15条 《主板规则》第8A.16条	同	《科创板规则》第4.5.6条
	特别股份不可流通，除非转换为普通股份；特别股份转换为普通股份时，转换比例应为1比1	《主板规则》第8A.18条 《主板规则》第8A.21条	同	《科创板规则》第4.5.8条 《科创板规则》第4.5.10条

(二)对特殊投票权受益人的要求

项目	港交所主板		上交所科创板	
	要求	规定	要求	规定
特殊投票权受益人的主体要求	受益人必须是个人且在上市时担任公司董事，并积极参与业务运营事务，其技能、知识及/或战略方针对推动公司业务增长有重大贡献	《主板规则》第8A.11条 《指引信》第4.4条 《指引信》第4.5条	持有特别表决权股份的股东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	《科创板规则》第4.5.3条
特殊投票权受益人的持股数量	· 受益人在公司上市时拥有的经济收益合计占已发行股本总额的比例不少于10% · 如果上市时公司市值超过800亿港元，联交所可考虑批准受益人所拥有经济收益占已发行股本总额比例低于10%	《主板规则》第8A.12条	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	《科创板规则》第4.5.3条
日落条款	· 不同投票权不会永久存在，只有上市时受益人受益于其不同投票权、并继续积极参与上市公司的业务，有关的不同投票权才会继续存在 · 如果不同投票权股份的受益人身故、不再担任董事、失去法律行为能力或	《主板规则》第8A.17条 《主板规则》第8A.18条 《主板规则》第8A.19条	出现下列情形之一的，特别表决权股份应当按照1:1的比例转换为普通股份： · 持有特别表决权股份的股东不再符合本规则第4.5.3条规定的资格和最低持股要求，或者丧失相应履职能力、离任、死亡；	《科创板规则》第4.5.9条

项目	港交所主板		上交所科创板	
	要求	规定	要求	规定
	不再符合上市规则对董事的要求，不同投票权将失效，也就是转换为普通股 · 特别股份的不同投票权是不可以继承的 · 将不同投票权的股份转让也会使不同投票权失效		· 实际持有特别表决权股份的股东失去对相关持股主体的实际控制； · 持有特别表决权股份的股东向他人转让所持有的特别表决权股份，或者将特别表决权股份的表决权委托他人行使； · 公司的控制权发生变更（此时上市公司发行的全部特别表决权股份均应当转换为普通股股份）	

(三) 对投资者的保障机制

项目	港交所主板		上交所科创板	
	要求	规定	要求	规定
剥夺受益人的董事资格	联交所根据以下因素而剥夺受益人的董事资格： · 受益人被判或曾被判犯上欺诈或不诚实行为的罪行 · 有管辖权的法院或法庭向受益人发出取消资格令 · 联交所裁定受益人未遵守须按“一股一票”进行投票的规定	《主板规则》第8A.17条	/	/

项目	港交所主板		上交所科创板	
	要求	规定	要求	规定
	如果上市公司或受益人的违规情况比较严重，且整改不到位，联交所根据规定强制上市公司停牌，甚至要求退市			
必须按照“一股一票”基准投票的议案	· 公司组织章程文件的变动（不论以何种形式）； · 任何类别股份所附带权利的变动； · 委任或罢免独立非执行董事； · 委聘或辞退核数师；及 · 公司自愿清盘	《主板规则》第8A.24条 《主板规则》第8A.25条	· 改变特别表决权股份享有的表决权数量； · 聘请或者解聘独立董事； · 聘请或者解聘为上市公司定期报告出具审计意见的会计师事务所； · 公司合并、分立、解散或者变更公司形式。	《科创板规则》第4.5.10条
企业管治措施要求	公司曾得到最少一名资深投资者提供数额客观的第三方投资，且在IPO时仍未撤资，而上市时的投资额至少有50%要保留至IPO后的六个月	《主板规则》第8A.04条 《指引信》第4.6条	/	/
新上市	· 设立所有成员均为独立非执行董事的企业管治委员会。 · 独立非执行董事至少每三年轮流退任（可寻求重选）。	《主板规则》第8A.28条 《主板规则》第8A.29条 《主板规则》第8A.31条	上市公司具有表决权差异安排的，监事会应当在定期报告中，就相关事项出具专项意见	《科创板规则》第4.5.12条

项目	港交所主板		上交所科创板	
	要求	规定	要求	规定
	- 董事、高管、公司秘书及顾问须在上市申请前接受上市规则下有关不同投票权架构的规定及风险培训。 - 从上市之日起须设常任合规顾问	《主板规则》第8A.33条 《主板规则》第8A.36条		
上市和合规文件披露要求	所有上市文件、财报、通函、通知及公告须带有“具不同投票控制的公司”的字样，并详述相关不同投票权架构及风险提示 股份代码结尾须加上W作为区分	《主板规则》第8A.37条 《主板规则》第8A.42条	上市公司具有表决权差异安排的，应当在年度报告中披露该等安排在报告期内的实施和变化情况，以及该等安排下保护投资者合法权益有关措施的实施情况。 前款规定事项出现重大变化或者调整的，公司和相关信息披露义务人应当及时予以披露。 上市公司应当在股东大会通知中列明持有特别表决权股份的股东、所持特别表决权股份数量及对应的表决权数量、股东大会议案是否涉及第4.5.10条规定事项等情况。	《科创板规则》第4.5.11条

第三部分\特殊投票权机制在香港资本市场的典型案例

(一)小米集团(01810)

2018年7月9日，小米集团于香港联交所主板成

功上市，成为首家在香港上市的“同股不同权”企业。

根据招股说明书显示，小米前三大股东的持股比例为(如图1所示)：雷军持有小米31.41%的股份，加上其他股东委托其投票的2.2%的股份，雷军共持有33.61%的股份，林斌共持有

13.33%的股份。正常情况下二人的股份加起来也仅为46.94%，未超过半数，更未达到2/3，对公司的控制较为有限。因此，小米采取了AB股的股权架构来增强雷军对于公司的控制权。

根据招股说明书显示，A类股份持有人每股可投10票，B类股份持有人每股可投1票。在AB股结构下（如图2所示），雷军的31.41%的股份中有20.51%的A类股，加上其10.9%的B类股，雷军的投票权达到了55.7%，再加上委托投票的2.2%，雷军实际拥有公司57.9%的投票权。林斌的13.33%中有11.46%的A类股，加上1.87%的B类股，根据A类股的投票规则，林斌拥有公司30%的投票权。如此一来，雷军的创始团队则拥有公司超过87.9%的投票权，可以决定公司重大事项和一般事项。

（二）美团点评（03690）

2018年9月20日，美团点评正式在港交所挂牌上市，这是继小米之后，在香港以“同股不同权”上市的第二家企业。

根据招股说明书显示，美团点评股权架构为（如图1所示）：王兴持有美团点评10.4%的股份，穆荣均持有2.3%的股份，王慧文持有0.7%的股份，创始团队持有的股份总共为13.4%的股份。按照一般公司股权的理论，王兴创始团队已经丧失控制权。为实现创始团队对公司的控制

权，美团点评亦实行AB股架构。

根据招股说明书显示，A类股份持有人每股可投10票，B类股份持有人每股可投1票。在AB股结构下（如下图所示），王兴持有10.4%A类股，拥有47.14%的投票权。穆荣均持有2.3%的A类股，拥有10.43%的投票权。王慧文持有0.7%的A类股，拥有3.17%的投票权。由此，王兴的团队三人则掌握美团点评60.74%的投票权，超过了1/2，对一般事项拥有决定权。通过AB股的控制权制度设计，王兴团队实现了持有较小股权仍能控制公司的目的。

第四部分\

科创板“特殊投票权机制”的价值与完善

（一）科创板“特殊投票权机制”的价值

在科创板相关实施规则出台之前，大陆资本市场关于“特殊投票权机制”一直付之阙如。作为比较，美国三大交易所纽约交易所、美国证券交易所、纳斯达克交易所自20世纪八十年代开始即允许上市公司设置“特殊投票权机制”；香港联合交易所在2017年也推出了相应特殊投票权机制。一般认为，香港联合交易所推出特殊投票权机制，是其在错过阿里巴巴、京东等独角兽企业后的反思之举，亦是迎合了新经济的潮

流。

不可否认的是，大陆资本市场对于“特殊投票权机制”一直秉持着开放的态度，也进行过有益的尝试。2018年3月30日，大陆证监会发布关于开展创新企业境内发行股票或存托凭证CDR试点的意见，意味着“独角兽”采取“同股不同权”股权架构在中国上市成为了可能。2018年12月9日，香港交易所发文称：沪深港交易所就不同投票权架构公司纳入港股通股票范围达成共识。

而本次科创板首度引入“特殊投票权机制”，虽然尚需要经过市场的检验，但无论如何，这毕竟为许多新经济企业的上市提供了制度层面的坚实保障。

(二) 科创板“特殊投票权机制”尚待检验和完善之处

如本文第三部分“上交所与香港联交所“特殊投票权”规则的对比”中所述，科创板特殊投票权机制与香港主板的特殊投票权机制相比，尤其是投资者保护层面，仍有完善空间。

对于投资者的保护，《科创板上市规则》主要从两个层面落实：一方面，监事会负责从内部监督持有特别表决权股份的股东，保护投资者乃至中小投资者的重任即落在了监事会的层面。另一方面，交易所从外部监督，防范滥用特

别表决权情况的发生。相比于香港主板的特殊投票权机制相关规则，科创板上市规则设置的特殊表决权机制对于投资者的保护似乎还有进一步完善的空间。

1. 监事会的内部监督的制度困境

鉴于我国公司法规定的公司治理结构主要为“三会一层”架构，监事会往往扮演监督管理层、保护投资者的角色。但是主要依靠监事会主导监督特别表决权股东、保护投资者的工作略显单薄。一方面，监事系由股东大会选举产生，特别表决权股东亦可任命监事，于特别表决权股东而言，请自己提名的监事来监督自己并不现实。另一方面，在上市公司实践中，客观而言，目前监事会的监督往往是“守门员式”的末端监督，并不一定能在滥用特别表决权情形发生之初即迅速介入履职。

2. 交易所的外部监督实施细则缺失

科创板上市规则仅规定了交易所可以在出现持有特别表决权股东出现滥用特别表决权情形时，要求公司或者特别表决权股东予以改正。如何认定滥用特别表决权情形、公司或者特别表决权股东的具体改正措施、公司或者特别表决权股东拒不改正的惩罚措施等配套规则均未予以明确。

基于上述，我们理解，对于科创板上市规则特别表决机制中，对于投资者的保护机制可以

从以下层面进行完善：

首先，充分发挥独立董事、董事会专门委员会的职能，不仅要加强末端监督，更要注重前端监督。例如，涉及特殊投票权架构的公司应设立以独立董事为主要组成成员的董事会专门委员会，董事会审议的相关议案前，应当由董事会专门委员及独立董事发表事前认可意见。

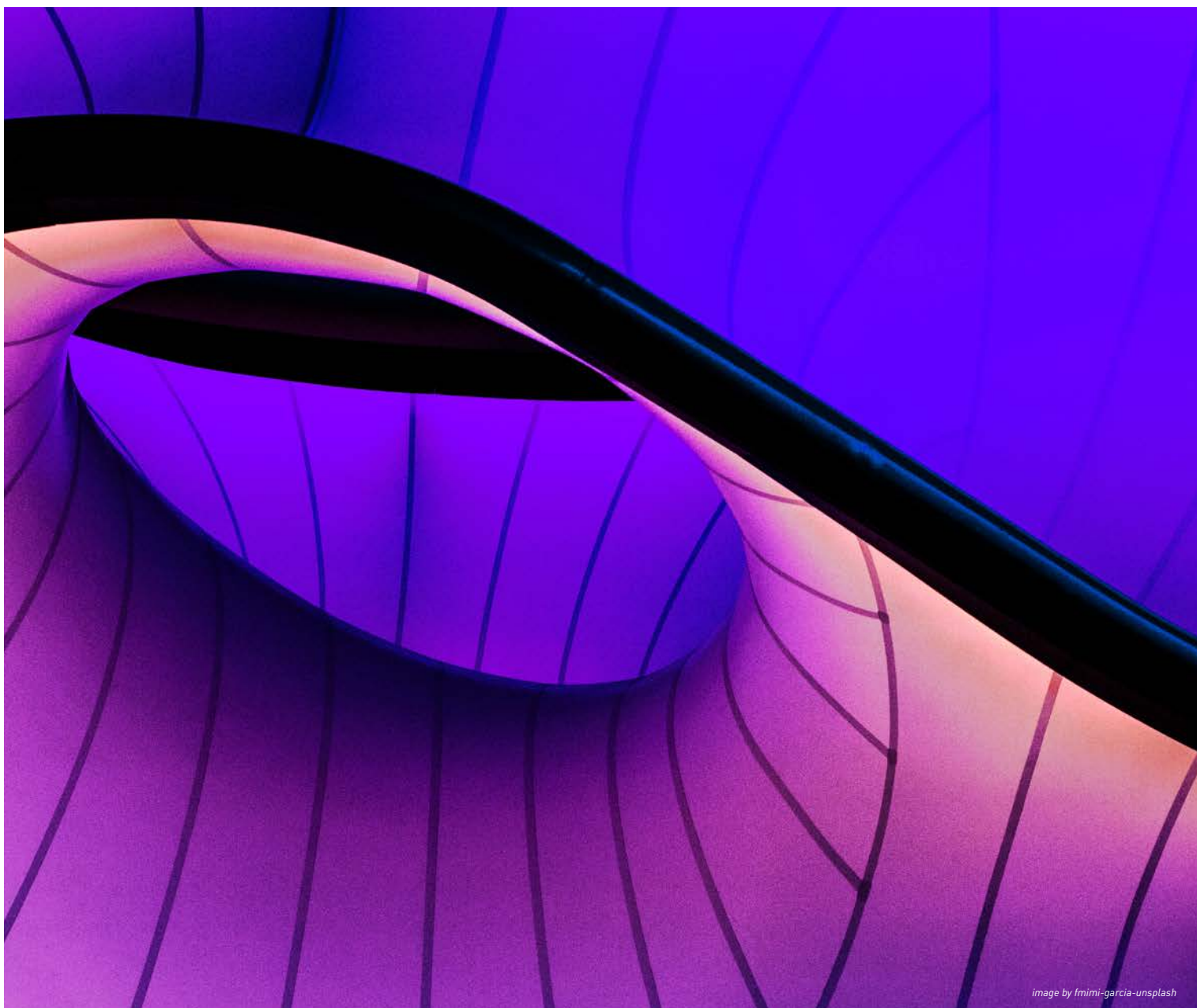
其次，可以适当缩减特殊表决权股东的权力，例如是否可以考虑取消特殊表决权股东提名监事的权利，避免产生监事会“自己监督自己”的后果。

再次，可以进一步明确交易所监督实施特殊投票权的上市公司及特殊表决权股东的实施细则。例如要求实施特殊投票权上市公司在信息披露时，对上市公司及特殊表决权股东进行特殊标记以示区别；明确特殊表决权股东滥用表决权的情形；公司或者特别表决权股东的具体改正措施，包括上市公司或者特别表决权股东澄清、对投资者赔偿等措施；明确公司或者特别表决权股东拒不改正的惩罚措施，包括警告、谴责乃至剥夺特别表决权股东的表决权、上市公司退市等一系列措施。

张豪东、张汶希对本文亦有贡献

科创板特定股东约束机制

作者：熊川、余洪彬、罗汝琴、何尔康



强化对上市公司控股股东、实际控制人及其关联方的约束，推动上市公司完善治理、规范运作、提高质量，注重保护投资者尤其是中小投资者合法权益一向是证券监管领域的重中之重。

2019年3月1日，中国证券监督管理委员会（以下简称“中国证监会”）发布《科创板首次公开发行股票注册管理办法（试行）》（以下简称“《注册管理办法》”），上海证券交易所（以下简称“上交所”）发布《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》”），《注册管理办法》《科创板上市规则》对控股股东、实际控制人的认定、上市公司控制权转移、股票减持、“三类股东”信息披露要求、欺诈发行购回制度等方面作出了规定，本文将通过新规体系与现有机制（以上交所主板规则示例）的对比，分析科创板新规对上市企业控股股东、实际控制人、董事、监事、高级管理人员、核心技术人员（以下统称“特定股东”）的约束机制。

第一部分\

现有规则与科创板新规特定股东相关制度的比较

(一) 控制权转让的限制

规定内容	上交所主板	科创板
控制权转让的限制	11.9.6上市公司控股股东向收购人协议转让其所持股份时，控股股东及其关联方未清偿对公司的负债、或未解除公司为其负债提供的担保、或存在损害公司利益的其他情形的，公司董事会应当及时予以披露并提出解决措施。	4.1.7上市公司控股股东、实际控制人转让控制权的，应当保证公平合理，不得损害上市公司和其他股东的合法权益。控股股东、实际控制人转让控制权前存在下列情形的，应当予以解决： （一）违规占用上市公司资金； （二）未清偿对上市公司债务或者未解除上市公司为其提供的担保； （三）对上市公司或者其他股东的承诺未履行完毕； （四）对上市公司或中小股东利益存在重大不利影响的其他事项。 4.5.8（不得上市交易）特别表决权股份不得在二级市场进

规定内容	上交所主板	科创板
特别表决权的转换	无专门规定	行交易，但可以按照本所有关规定进行转让。 4.5.9（永久转换）出现下列情形之一的，特别表决权股份应当按照 1:1 的比例转换为普通股份： （一）持有特别表决权股份的股东不再符合本规则第4.5.3条规定的资格和最低持股要求，或者丧失相应履职能力、离任、死亡； （二）实际持有特别表决权股份的股东失去对相关持股主体的实际控制； （三）持有特别表决权股份的股东向他人转让所持有的特别表决权股份，或者将特别表决权股份的表决权委托他人行使； （四）公司的控制权发生变更。 发生前款第四项情形的，上市公司发行的全部特别表决权股份均应当转换为普通股份。 发生本条第一款情形的，特别表决权股份自相关情形发生时即转换为普通股份，相关股东应当立即通知上市公司，上市公司应当及时披露具体情形、发生时间、转换为普通股份的特别表决权股份数量、剩余特别表决权股份数量等情况。

规则解读：

《科创板上市规则》关于控制权转让的限制，主要体现在以下三个方面：

第一，《科创板上市规则》对于控制权转让提出了一般性的要求。若上市公司控股股东、实际控制人存在《科创板上市规则》第 4.1.7 条规定的情形的，应予以解决后方可进行控制权转让的规定。上述规则既能够防止控股股东、实际控制人通过转移控制权方式规避因违规占用上市公司资金或其他方式侵害上市公司及中小股东的利益而产生的责任，也能够有效防止

原控股股东、实际控制人企图通过控制权转移逃避履行相关承诺义务。

第二，《科创板上市规则》对于存在特别表决权企业的控制权转让进行了限制。首先，特别表决权股份不能通过二级市场进行交易，具体的操作方式也有待于交易所进一步明晰；其次，若上市公司的控制权发生变更的，特别投票权安排的基础将发生变化，按照规定，上市公司发行的全部特别表决权股份均应当转换为普通股份。

第三，从现有规则来看，我们理解，交易

所原则上不鼓励科创板企业进行卖壳。首先，科创板明确试点注册制，未来试点成熟情况下，符合科创板上市条件的，可以按照股票发行上市注册程序和要求提出申请、接受审核，而无需通过买壳进入市场；其次，科创板配套出台了“史上最严”的退市制度，如果上市企业在合规经营方面存在问题，可能从多维度触发强制退市，这也会增加收购方的风险与收购的难度；最后，上交所在《上海证券交易所科创板

股票上市规则》起草说明中明确提出，要严格限制“炒壳”行为，重大资产重组涉及购买资产的，应当与上市公司主营业务具有协同效应。结合这一背景，目前来看，《科创板上市规则》对于控制权转让的特殊性规定还相对有限，未来，是否会在控制权转让的信息披露、控股股东的责任、重大资产重组等规则上进行针对性的深化，有待于进一步关注。

(二) 股份减持的限制

规定内容	上交所主板	科创板
股东减持适用的规则	上交所主板规则未进行专门规定的，适用《上海证券交易所上市公司股东及董事、监事、高级管理人员减持股份实施细则》（以下简称“《减持细则》”）	上市公司首发前股份的限售与减持，适用本规则。本规则未作规定的，适用《减持细则》。
首发前股份锁定及股票托管首发前股份锁定及股票托管。	5.1.4 发行人首次公开发行股票前已发行的股份，自发行人股票上市之日起一年内不得转让。	2.4.2 公司股东持有的首发前股份，可以在公司上市前托管在为公司提供首次公开发行上市保荐服务的保荐机构，并由保荐机构按照本所业务规则的规定，对股东减持首发前股份的交易委托进行监督管理。

规定内容	上交所主板	科创板
董监高限售期	3.1.7董事、监事和高级管理人员自公司股票上市之日起一年内和离职后半年内，不得转让其所持本公司股份。	无相关要求。
控股股东、实际控制人及核心技术人员首发前股份锁定承诺。	5.1.5发行人向本所申请其首次公开发行股票上市时，控股股东和实际控制人应当承诺：自发行人股票上市之日起36个月内，不转让或者委托他人管理其直接和间接持有的发行人首次公开发行股票前已发行股份，也不由发行人回购该部分股份。 但转让双方存在控制关系，或者均受同一实际控制人控制的，自发行人股票上市之日起一年后，经控股股东和实际控制人申请并经本所同意，可豁免遵守前款承诺。	2.4.4上市公司控股股东、实际控制人减持本公司首发前股份的，应当遵守下列规定： （一）自公司股票上市之日起36个月内，不得转让或者委托他人管理其直接和间接持有的首发前股份，也不得提议由上市公司回购该部分股份； （二）法律法规、本规则以及本所业务规则对控股股东、实际控制人股份转让的其他规定。 发行人向本所申请其股票首次公开发行并上市时，控股股东、实际控制人应当承诺遵守前款规定。 转让双方存在控制关系或者受同一实际控制人控制的，自发行人股票上市之日起12个月后，可豁免遵守本条第一款规定。 2.4.5上市公司核心技术人员减持本公司首发前股份的，应当遵守下列规定： （一）自公司股票上市之日起12个月内和离职后6个月内不得转让本公司首发前股份； （二）自所持首发前股份限售期满之日起4年内，每年转让的首发前股份不得超过上市时所持公司首发前股份总数的25%，减持比例可以累积使用； （三）法律法规、本规则以及本所业务规则对核心技术人员股份转让的其他规定。”

规定内容	上交所主板	科创板
控制权稳定要求	无专门规定	2.4.6上市公司控股股东及其一致行动人、实际控制人在限售承诺期满后减持首发前股份的，应当保证公司有明确的控股股东和实际控制人。
未盈利不得减持首发前股份。	无专门规定	2.4.3公司上市时未盈利的，在公司实现盈利前，控股股东、实际控制人自公司股票上市之日起3个完整会计年度内，不得减持首发前股份；自公司股票上市之日起第4个会计年度和第5个会计年度内，每年减持的首发前股份不得超过公司股份总数的2%，并应当符合《减持细则》关于减持股份的相关规定。
特定股东重大违法减持限制。	无专门规定，适用《减持细则》 《减持细则》第九条规定，具有下列情形之一的，上市公司大股东不得减持股份： （一）上市公司或者大股东因涉嫌证券期货违法犯罪，在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、刑事判决作出之后未满6个月的； （二）大股东因违反本所业务规则，被本所公开谴责未满3个月的； （三）法律、行政法规、部门规章、规范性文件以及本所业务规则规定的其他情形。 《减持细则》第十条规定，具有下列情形之一的，上市公司董监高不得减持股份：	2.4.7 上市公司存在本规则第十二章第二节规定的重大违法情形，触及退市标准的，自相关行政处罚决定或者司法裁判作出之日起至公司股票终止上市前，控股股东、实际控制人、董事、监事、高级管理人员不得减持公司股份。

规定内容	上交所主板	科创板
	(一) 董监高因涉嫌证券期货违法犯罪，在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、刑事判决作出之后未满6个月的； (二) 董监高因违反本所业务规则，被本所公开谴责未满3个月的； (三) 法律、行政法规、部门规章、规范性文件以及本所业务规则规定的其他情形。 《减持细则》第十一条规定，上市公司存在下列情形之一，触及退市风险警示标准的，自相关决定作出之日起至公司股票终止上市或者恢复上市前，其控股股东、实际控制人、董监高及其一致行动人不得减持所持有的公司股份： (一) 上市公司因欺诈发行或者因重大信息披露违法受到中国证监会行政处罚； (二) 上市公司因涉嫌欺诈发行罪或者因涉嫌违规披露、不披露重要信息罪被依法移送公安机关； (三) 其他重大违法退市情形。 上市公司披露公司无控股股东、实际控制人的，其第一大股东及第一大股东的实际控制人应当遵守前款规定。	

规定内容	上交所主板	科创板
减持信息披露	无专门规定，适用《减持细则》 《减持细则》第十三条规定，大股东、董监高通过集中竞价交易减持股份的，应当在首次卖出股份的15个交易日前向本所报告备案减持计划，并予以公告。 前款规定的减持计划的内容，应当包括但不限于拟减持股份的数量、来源、减持时间区间、方式、价格区间、减持原因等信息，且每次披露的减持时间区间不得超过6个月。 《减持细则》第十四条规定，在减持时间区间内，大股东、董监高在减持数量过半或减持时间过半时，应当披露减持进展情况。公司控股股东、实际控制人及其一致行动人减持达到公司股份总数1%的，还应当在该事实发生之日起2个交易日内就该事项作出公告。在减持时间区间内，上市公司披露高送转或筹划并购重组等重大事项的，大股东、董监高应当立即披露减持进展情况，并说明本次减持与前述重大事项是否有关。 《减持细则》第十五条规定，大股东、董监高通过本所集中竞价交易减持股份的，应当在股份减持计划实施完毕或者披露的减持时间区间届满后的2个交易日内公告具体减持情况。	2.4.8 上市公司控股股东、实际控制人减持股份，依照《减持细则》披露减持计划的，还应当在减持计划中披露上市公司是否存在重大负面事项、重大风险、控股股东或者实际控制人认为应当说明的事项，以及本所要求披露的其他内容。

规定内容	上交所主板	科创板
专项资产管理计划减持的信息披露	无专门规定	2.4.9发行人的高级管理人员与核心员工设立的专项资产管理计划，通过集中竞价、大宗交易等方式在二级市场减持参与战略配售获配股份的，应当按照本规则关于上市公司股东减持首发前股份的规定，履行相应信息披露义务。

规则解读：

上市公司控股股东、大股东、董事、监事及高级管理人员股份减持一直是监管部门重点关注的问题，亦是二级市场十分敏感的话题。《科创板上市规则》对股份减持制度尤其是首发前股份减持作了较大创新，相关股份减持制度核心内容如下：

控股股东、实际控制人首发前股份锁定 36 个月的锁定期要求不变

科创板仍要求控股股东、实际控制人自发行人股票上市之日起 36 个月内，不转让或者委托他人管理其直接和间接持有的发行人首发前股份，也不得提议由发行人回购该部分股份。该控股股东、实际控制人首发前股份锁定期要求与现行主板、中小板、创业板规则一致。

增加核心技术人员所持首发前股份锁定的限制

根据《注册管理办法》的规定，增加“核心技术人员稳定”及“最近 2 年内核心技术人员没有发生重大不利变化”作为科创板发行条件。在上市后的信息披露中亦要求持续重点关注核心技术人员离职、被采取强制措施等情况。此外，《科创板上市规则》要求核心技术人员自发行人股票上市之日起 12 个月内不得转让。综上，现公布的相关科创板系列规则的相关规定除了强调控制权的稳定性外，亦对核心技术人员的稳定性进行了关注。此种监管思路亦与科创板所定位行业企业的特点相符。

允许特定股东通过非公开转让、配售方式转让首发前股份

根据《科创板上市规则》的相关规定，特定股东持有的首发前股份解除限售后，除每人每年可以在二级市场通过集中竞价、大宗交易减持 1% 以内的首发前股份外，可以通过非公



开、配售的方式减持首发前股份。原征求意见稿中规定了，非公开转让指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的转让方式。而正式稿中，删去了这一定义，同时规定，转让的方式、程序、价格、比例以及后续转让等事项由交易所另行制定。因此，对于非公开转让最终如何落地，也有待于交易所进一步明确。但若非公开转让仅限于投资者机构间的转让，在

一定程度上可以减少大额减持对二级市场的冲击，对于减持回报可能也会更加灵活。

强化减持信息披露

《科创板上市规则》在继续保留现行股份减持预披露制度的基础上，要求控股股东、实际控制人一并披露上市公司是否存在重大风险及负面事项，向市场充分披露风险，加强对投资者的保护。

(三) 三类股东构成大股东的信息披露要求

规定内容	上交所主板	科创板
三类股东适格问题及穿透核查	针对拟IPO企业： 一、公司控股股东、实际控制人、第一大股东不得为“三类股东”； 二、为确保“三类股东”依法设立并规范运作，要求其已经纳入金融监管部门有效监管； 三、为从源头上防范利益输送行为，防控潜在风险，从严监管高杠杆结构化产品和层层嵌套的投资主体，要求存在上述情形的发行人提出符合监管要求的整改计划，并对“三类股东”做穿透式披露，同时要求中介机构对发行人及其利益相关人是否直接或间接在“三类股东”中持有权益进行核查； 四、为确保能够符合现行锁定期和减持规则，要求“三类股东”对其存续期作出合理安排。	4.1.8持有上市公司5%以上股份的契约型基金、信托计划或资产管理计划，应当在权益变动文件中披露支配股份表决权的主体，以及该主体与上市公司控股股东、实际控制人是否存在关联关系。 契约型基金、信托计划或资产管理计划成为上市公司控股股东、第一大股东或者实际控制人的，除应当履行前款规定义务外，还应当在权益变动文件中穿透披露至最终投资者。

规则解读：

2018年1月，中国证监会在新闻发布会上明确“三类股东”公司IPO审核标准，原则上“三类股东”不能成为发行人的控股股东、实际控制人、第一大股东且需要进行相关监管备案或登记，中介机构需要对“三类股东”进行穿透式核查。而在《科创板上市规则》的相关规定中明确了“三类股东”通过权益变动的方式可

成为科创板上市公司5%以上股东以及成为控股股东、第一大股东或者实际控制人并明确信息披露要求，但仍尚未明确科创企业在科创板IPO过程中是否依旧适用中国证监会关于“三类股东”清理和披露的要求。

此外，允许“三类股东”成为科创板上市公司的控股股东、实际控制人还可能带来一系列问题，都有待于进一步关注。一方面，科创

板公司定位于面向拥有关键核心技术，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，具有较强成长性的企业。一般情况下，此类企业的成长周期都相对较长，而这一特点却与“三类股东”对投资收益的要求存在矛盾。另一方面，“三类股东”本身资金

来源广、投资结构复杂，科创板上市规则中部分针对控股股东、实际控制人的条款，如减持限制、回购义务等，在面向“三类股东”时也可能存在实施难度与障碍。

(四) 完善欺诈发行中发行人及其控股股东、实际控制人购回制度

规定内容	上交所主板	科创板
欺诈发行中发行人及其控股股东、实际控制人购回制度	《证券法》第一百八十九条规定，发行人不符合发行条件，以欺骗手段骗取发行核准，尚未发行证券的，处以三十万元以上六十万元以下的罚款；已经发行证券的，处以非法所募资金金额百分之一以上百分之五以下的罚款。对直接负责的主管人员和其他直接责任人员处以三万元以上三十万元以下的罚款。发行人的控股股东、实际控制人指使从事前款违法行为的，依照前款的规定处罚。 《中国证监会关于进一步推进新股发行体制改革的意见》规定，发行人及其控股股东应在公开募集及上市文件中公开承诺，发行人招股说明书有虚假记载、误导性陈述或者重大遗漏，对判断发行人是否符合法律规定的发行条件构成重大、实质影响的，将依法回购首次公开发行的全部新股，且发行人控股股东将	《注册管理办法》规定，发行人有本办法第六十七条规定（指欺诈发行）的行为，已经发行上市的，中国证监会在作出行政处罚的同时，可以责令上市公司及其控股股东、实际控制人在一定期间从投资者手中购回本次公开发行的股票。

规定内容	上交所主板	科创板
	购回已转让的原限售股份。发行人及其控股股东、实际控制人、董事、监事、高级管理人员等相关责任主体应在公开募集及上市文件中公开承诺：发行人招股说明书有虚假记载、误导性陈述或者重大遗漏，致使投资者在证券交易中遭受损失的，将依法赔偿投资者损失。	

规则解读：

科创板更加突出投资者保护，明确发行人通过欺诈发行上市的，中国证监会可以责令发行人及其控股股东、实际控制人按规定购回公开发行的股票。在原征求意见稿中，对于责令发行制度中的强制执行、回购价格等做了相应的规定，但此次正式稿中将该部分内容予以了删除。因此，对于责令回购制度的具体实施细则，有待于证监会进一步的明确。

第二部分\

科创板特定股东约束机制的创新

(一) 将核心技术人员纳入特定股东范围

根据《公开发行证券的公司信息披露内容

与格式准则第 1 号——招股说明书》的规定，发行人应披露核心技术人员的简要情况、持股情况、对外投资情况、兼职情况等内容，但相关规定未对其所持发行人股份的转让进行限制。目前公布的科创板相关规则不仅要求核心技术人员承诺其所持发行人首发前股份自发行人股票上市之日起 12 个月内不得转让，亦将其与控股股东、实际控制人、董事、监事及高级管理人员列为特定股东，并按照特殊的方式进行减持。结合科创板主要服务于符合国家战略、突破关键核心技术、市场认可度高的科技创新企业的定位，现有科创板规则对保持核心技术人员稳定的相关规定能够充分体现科创板的相关定位。

(二) 明确约定了特定股东不得进行减持的情形

因科创板取消了现行发行条件中关于盈利业绩的要求，创新性地设置了五种基于不用市值的盈利要求，因此针对上市时尚未盈利的公司在实现盈利前，特定股东在一定会计年度内不得减持股份。

同时，在上市公司存在重大违法情形，触及退市标准的，自相关行政处罚决定或者司法裁判作出之日起至公司股票终止上市前，特定股东不得减持公司股份。

(三) 完善欺诈发行的控股股东、实际控制人的购回制度

现行 IPO 中发行人及控股股东购回股份承诺制度易成空谈

根据《中国证监会关于进一步推进新股发行体制改革的意见》的规定，发行人及其控股股东应在公开募集及上市文件中公开承诺，发行人招股说明书有虚假记载、误导性陈述或者重大遗漏，对判断发行人是否符合法律规定的发行条件构成重大、实质影响的，将依法回购首次公开发行的全部新股，且发行人控股股东将购回已转让的原限售股份，现行 IPO 企业及

相关主体在其招股说明书中亦按照前述监管要求作出相应承诺。

但由于现行购回股份制度仅由发行人及其控股股东作出承诺作为法律基础，对各主体履行承诺义务的约束性较小，因此“欺诈发行强制退市第一股”欣泰电气在面对购回首发新股局面时表示“公司目前由于生产经营步履维艰、资金紧张，导致公司实施股份回购存在现实困难，无法履行《首次公开发行并在创业板上市招股说明书》中关于股份回购的承诺。”虽中国证监会表示“欣泰电气无法履行回购首次公开发行新股的承诺，针对这种不诚信行为，我会采取出具警示函、记入诚信档案等措施”，但由此一来，发行人股份购回承诺易成一纸空文，投资者只能选择通过民事诉讼要求存在欺诈发行的发行人及其控股股东履行购回股份及相应赔偿义务。

现行《证券法》尚未明确欺诈发行责令购回制度

根据《证券法》第一百八十九条规定，“发行人不符合发行条件，以欺骗手段骗取发行核准”的法律责任仅为不同金额的罚款，尚未直接赋予证券监督管理机构责令相关责任主体履

行股份购回义务及实施相关行政强制措施的权利。我们理解，现行《证券法》在设定欺诈发行的法律责任时较关注行政责任，民事赔偿及投资者保护机制相对薄弱。虽在万福生科、欣泰电气、金亚科技等欺诈发行案例中已经逐步展现“先行赔付”机制对投资者的保护，但股份购回制度尚未被《证券法》明确亦未出台相应的实施细则

科创板初步构建责令回购制度

科创板规则首次明确了欺诈发行股份回购制度，及回购义务主体。该制度的设定既加强了监管部门对发行人欺诈发行的惩处力度，又在一定程度上减轻投资者对发行人欺诈发行提出购回股份要求及赔偿损失中存在损失难以界定、举证难、周期长、执行难的问题，更有利于保护投资者合法权益。但值得进一步关注的是，《证券法》及相应的行政法规尚未对“责令回购股份”的效力进行界定和明确，因此，中国证监会作出“责令购回股份”的行政行为的效力基础以及与人民法院的配合尚需出台进一步的法律文件予以明确。

第三部分\

科创板特定股东约束机制的创新

(一) 尽早出台欺诈发行的责令购回具体规定

虽然，《注册管理办法》初步完善了欺诈发行中上市公司及其控股股东、实际控制人的购回责任，但是目前出台的规则中并未包含责令购回的具体规则，我们理解在制度完善过程中应注意以下几个问题：

第一，《公司法》第一百四十二条规定，上市公司为维护公司价值及股东权益所必需，公司可以进行股份回购。《上海证券交易所上市公司回购股份实施细则》也明确了“为维护公司价值即股东权益所必需”的标准，即上市公司应当符合以下条件之一：“（一）公司股票收盘价格低于最近一期每股净资产；（二）连续 20 个交易日内公司股票收盘价格跌幅累计达到 30%；（三）中国证监会规定的其他条件”。因此，目前来看，欺诈发行尚不属于股份回购情形之一，未来在出台欺诈发行的责令购回制度时，应同步修改《上海证券交易所上市公司回购股份实施细则》中关于“为维护公司价值即股东权益所必需”的标准。

第二，根据《科创板上市规则》12.2.1 条的规定，欺诈发行属于重大违法退市情形，在出现欺诈发行时引入购回制度，有利于保护投资者的合法权益，是对于退市机制的一个重大

完善。但同时，如何让欺诈发行回购与退市制度做到相互衔接，有待于进一步完善。例如，根据《科创板上市规则》的规定，重大违法退市除欺诈发行外，还包含重大信息披露违法、公共安全重大违法等，责令购回制度是否应同等适用于其他重大违法退市情形，如果差异化处理的，其相应的标准应该是什么，交易所应当予以明确。

第三，科创板规定的购回责任主体囊括了上市公司及其控股股东、实际控制人。但是，并未规定上市公司、控股股东、实际控制人的责任如何分配，是连带责任还是按份责任，以及控股股东、实际控制人的回购责任是否以过错为前提，也有待于交易所进一步明确。

(二) 特定股东首发前解限售股份非公开转让方式配套规则尚待完善

现公布的《科创板上市规则》中在特定股东持有的首发前解除限售的股份的减持方式中，创新地提出了非公开转让、配售方式。但截至目前，尚未对前述非公开转让方式的具体操作流程进行规定。针对上述非公开转让方式，我们理解有以下两个问题需要进一步关注：

第一，目前《科创板上市规则》未对特定

股东通过非公开转让方式减持的比例进行限制，则存在投资者及其一致行动人通过非公开转让方式受让上市公司股份权益达到 5% 或者变成上市公司实际控制人的可能，但现行有效的《上市公司收购管理办法》中未对投资者及其一致行动人通过非公开转让方式受让上市公司相关股份权益达到一定比例后相关主体的权益披露方式及如构成非公开转让收购上市公司应履行的信息披露义务、报批程序等内容进行规定。因此需要同步修订《上市公司收购管理办法》等相关法规的内容，以形成完善的特定股东首发前解限售股份非公开转让方式减持规则。

第二，若根据征求意见稿的规定，“非公开转”是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的，那么机构投资者之前的股票转让将形成一个新的市场。在这一情况下，如何与现有的竞价交易、大宗交易和协议转让机制进行衔接，如何进行信息披露，以保证其他公众股东的权益以及整体市场机制的公平合理，都需要在确定非公开转让减持的具体细则时予以考虑。

第四部分\ 完善核心技术人员认定机制

现有 IPO 法律法规并未对核心技术人员的认定标准、占科创企业的员工比例进行明确规定。在以往 IPO 项目实践中，核心技术人员的认定通常是根据发行人出具的书面文件或访谈

确认。在此次《科创板审核问答》中，首次明确提出了原则上，核心技术人员通常包括“公司技术负责人、研发负责人、研发部门主要成员、主要知识产权和非专利技术的发明人或设计人、主要技术标准的起草者等”。这对于中介机构及企业在认定核心技术人员的范围起到了重要的指导作用。

当红筹企业遇见科创板

作者：熊川、龚乐凡、郭闻、鲁苗苗、陈志浩

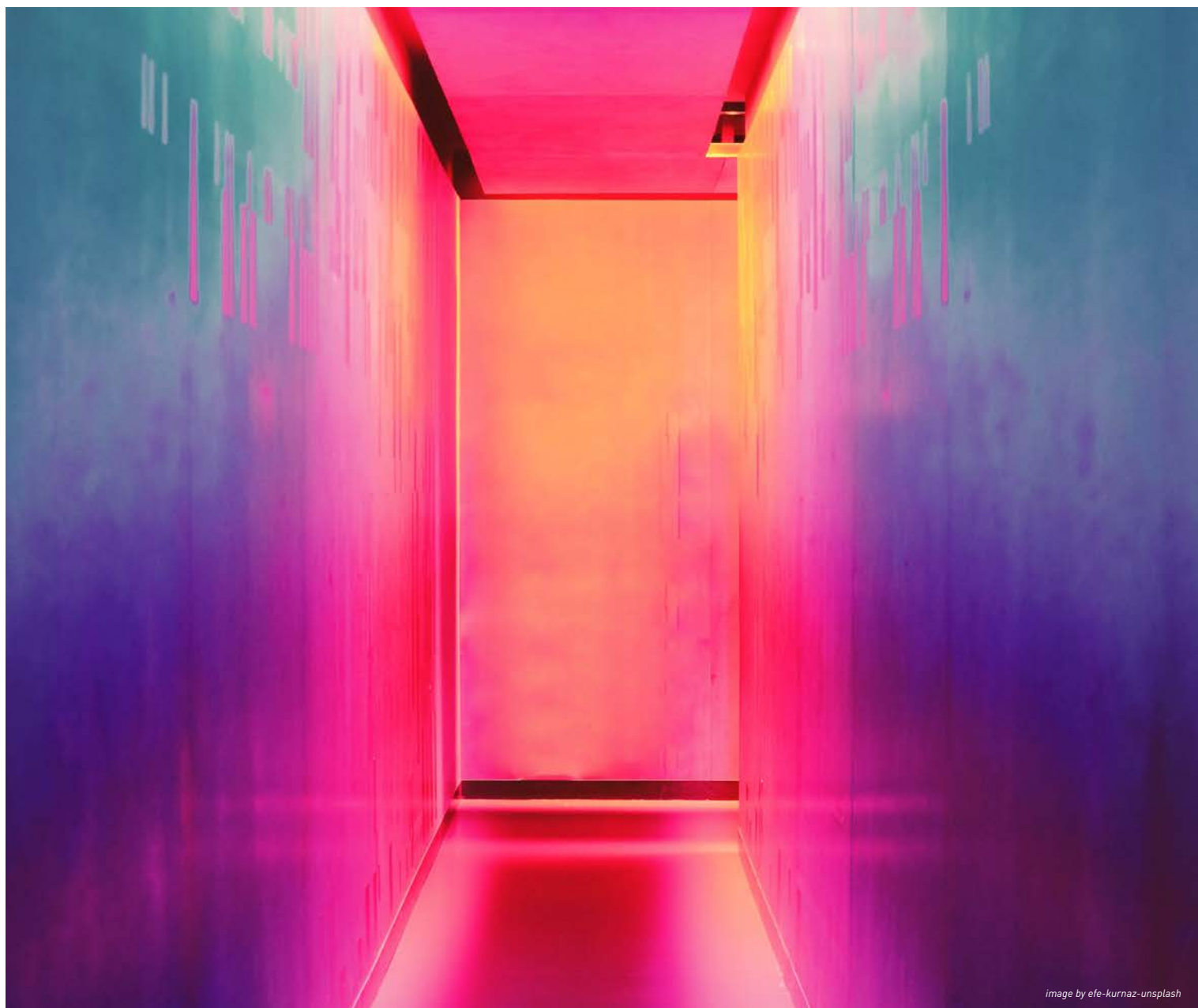


image by efe-kurnaz-unsplash

拥有境外架构的红筹企业如何才能登陆将试点“注册制”的科创板？已经在海外上市的中概股公司登陆境内证券市场究竟有哪几种道路？新近法规 and 政策的突破是否将迎来红筹企业境内发行股票的真正破冰？

在证监会此次发布的《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“《科创板实施意见》”，与证监会、上交所相关文件合称为“科创板新规”）中，允许符合《国务院办公厅转发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）（以下简称“21号文”）规定的红筹企业直接登陆科创板且试点注册制，此后，上交所发布的科创板配套规则亦从侧面肯定了红筹企业（含VIE架构）登陆科创板的可行性。虽然监管尺度有待实践检验，但前述规定拉开了红筹企业登陆科创板的帷幕，足以让大家拭目以待。当红筹企业遇见科创板，当注册制适用境外公司，新规有何特点、可否落地生根，开花结果？我们理解可以总结为三个关键词：“注册制”、“双重规范（同时适用21号文和科创板新规）+跨境兼容（适用境外注册地法律兼顾适用境内法）”。

本文中，我们从红筹企业在境内上市监管政策的演变入手，分析早期审核政策下红筹企业在境内上市所面临的特殊问题和困境，以此映衬21号文以及科创板新规对红筹企业境内上市带来的积极意义，随后着重就红筹企业在科创板上市的条件、特殊监管进行介绍并加以解读。

第一部分\ 红筹企业在境内上市的监管政策 演变

我们理解，红筹企业在A股上市的规则和政策演变大致经历了三个阶段：

红筹企业拟境内上市需拆除红筹架构（此阶段可进一步细分两个阶段：全面去红筹化和控制权回归情况下可保留外资成分）；

21号文时代（CDR制度+红筹企业境内上市审核制）；

科创板上市（科创板新规+红筹企业境内上市试点注册制）。

（一）第一阶段：红筹企业拟境内上市需拆除红筹架构

根据2012年以前证监会的审核精神，已搭建红筹架构的企业如果寻求A股上市，要求拆除

全部红筹架构,已经搭建的红筹架构不论形成原因、注册地点均需清理,以明晰股权、简化层次、便于持续监管。

自2012年以后,由于越来越多的红筹企业希望回到A股上市,监管层也意识到,对红筹架构采取“一刀切”的做法可能确实给不少优秀的企业回归A股造成了障碍。因此,证监会的审核精神有所调整,要求搭建红筹架构的企业控制权由境外转回境内,即实际控制人由原通过境外公司控制发行人,调整为实际控制人直接持有发行人股权或通过境内持股主体控制发行人的架构,但考虑到税收优惠,可保留部分外资成分。对于实际控制人非中国国籍的,则要求发行人本着简洁清晰原则设置持股架构。

在这种审核政策下,红筹企业如果希望回到A股上市,面临不少的难点和痛点,例如:

(1)时间成本:在红筹架构拆除的过程中,有许多方面的工作可能会影响到上市的整体时间表,例如必须严格保证境内拟上市主体的实际控制人不发生变化,否则将需要重新运行两年或者三年才能满足A股上市条件;拟上市主体进行同一/非同一实际控制下的不同规模的业务重组也可能对运行时间有着不同程度的影响;此外境内外资金的筹措、支付、与各投资人、激励对象的谈判等,也存在不少不可控的因素,均可

能对上市的时间表产生较大的影响。

(2)税收成本:红筹架构拆除过程中可能涉及到外资股东直接/间接转让发行人股权产生的所得税、新入股PE的定价依据及相应的计税基础、境内外公司层层分红产生的所得税、生产性外商投资企业享受的所得税优惠补缴、外商投资企业采购国产设备享受的增值税退税补缴、进口设备免税补缴等诸多税务问题,可能大幅增加发行人及其股东在A股上市的成本。

(3)资金压力:无论是股转或是增资方式,均须在相对较短时间内筹措数目不菲的资金购买股权/增资。

(4)外汇问题:重组过程中,会遇到诸多外汇问题,如红筹架构搭建过程中是否完整办理了境内自然人境外投资外汇登记手续、红筹架构拆除后是否办理了境内自然人境外投资外汇登记的注销手续、发行人办理外汇登记申请时是否存在虚假陈述、境内企业境外投资是否依法办理了核准登记手续等。

(二) 第二阶段:试点创新企业境内发行股票或存托凭证制度的建立及初步尝试

2018年3月22日,21号文重磅落地;2018年6月6日,证监会发布《存托凭证发行与交易管理办法(试行)》(以下简称“《管理办法》”)及《试点



创新企业境内发行股票或存托凭证并上市监管工作实施办法》等在内的一整套配套措施；随后，沪深交易所于6月15日又分别发布试点创新企业上市交易配套业务规则，至此，我国CDR制度规则框架初见雏形。与此同时，小米集团于2018年6月7日向证监会申请发行CDR，成为CDR试点的第一单申请，并于6月14日收到证监会的反馈意见。遗憾的是，6月18日，小米集团向中国证监会提交《关于推迟召开发审委会议的申请》，决定分步实施在香港和境内的上市计划，即先在香港上市后，再择机通过发行CDR的方式在境内上市。虽然首单CDR申请最终未能落地，但透过证监会的反馈问题，我们能够大致梳

理出证监会在对于创新型红筹企业申请发行CDR审核时的关注重点，对于创新型红筹企业发行股票或CDR及相关中介机构工作的开展具有指导性的意义。

从小米集团的招股说明书体例以及证监会反馈意见来看，尽管《管理办法》所规定的存托凭证发行条件较之《首次公开发行股票并上市管理办法》和《首次公开发行股票并在创业板上市管理办法》相对精简，但根据我们对反馈意见的分析可以发现，对于A股IPO项目中较为关注的股权、同业竞争、关联交易、合法合规情况（资质、行政处罚等）、类金融业务剥离、管理层的稳定等重大法律问题，证监会在小米集团CDR项目中同样

image by jeremy-thomas-unsplash

予以了特别关注并要求中介机构发表意见,可见实操层面并未因小米集团属于CDR首例试点或重点企业而降低审核要求。

但是,试点创新企业境内发行股票或存托凭证制度建立后,迄今尚未出现一家成功案例,我们理解可能也是因为存在以下难点问题:

(1)准入门槛:根据21号文,除了明确的行业门槛和财务指标,证监会还将成立科技创新产业化咨询委员会,严格甄选试点企业。综合考虑商业模式、发展战略、研发投入、预估市值等因素,对申请企业是否纳入试点范围作出初步判断。从现有规则来看,准入门槛不可谓不高。

(2)不同法域规则的协调与披露:根据21号文,试点红筹企业股权结构、公司治理、运行规范等事项可适用境外注册地公司法等法律法规规定,但关于投资者权益保护的安排总体上应不低于境内法律要求。就信息披露事项,试点红筹企业在境内发行证券披露的财务报告信息,可按照中国企业会计准则或经财政部认可与中国企业会计准则等效的会计准则编制,也可在按照国际财务报告准则或美国会计准则编制的同时,提供按照中国企业会计准则调整的差异调节信息。而落实到实践中如何操作,还有待进一步细化。

(3)外汇管制:21号文规定,试点企业募集的资金可以人民币形式或购汇汇出境外,也可留

存境内使用。试点企业募集资金的使用、存托凭证分红派息等应符合我国外资、外汇管理等相关规定。然而,通过CDR在国内市场募得人民币,能否实现真正的资金自由流动和留存境内使用的途径如何?这些问题都有待监管层进一步明确,以及实践的检验。

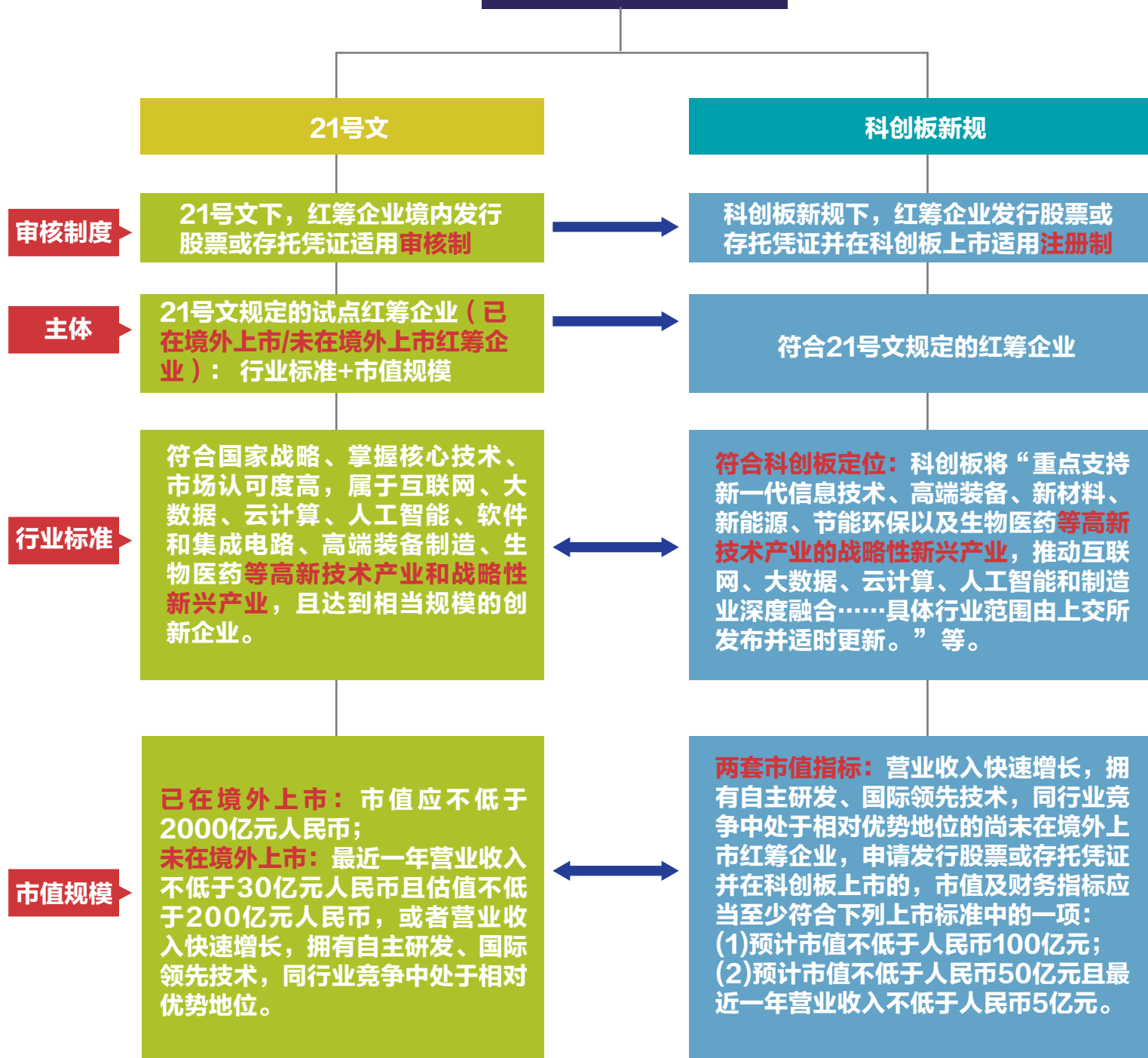
第二部分\

红筹企业发行股票或存托凭证并在科创板上市的条件及监管

如上所述,CDR制度自设立至今,尚未有成功的市场案例出现,其中纵有时间因素,但目前复杂的上市规则和较严格的审核标准等因素给红筹企业境内上市融资带来了障碍,优质红筹企业回归境内资本市场道阻且长。近日,科创板新规中用专章对红筹企业在科创板上市进行了规定,具体包括红筹企业在科创板上市相关规则的适用、红筹企业和境内外事项的协调等。该等监管规则的出台,为符合一定条件的红筹企业拓宽了国内融资渠道。

以下就红筹企业发行股票或存托凭证并在科创板上市的条件、特殊的监管结合21号文的解读归纳如下:

红筹企业在科创板上市
关键词：注册制+双重规范



关键词一：注册制

本次科创板新规中，红筹企业首次公开发行股票或存托凭证并在科创板上市系由上交所出具同意发行上市的审核意见并由中国证监会作出同意注册决定，红筹企业同样适用注册制的监管思路，体现了科创板新规下全面实行注册制的改革理念，为红筹企业适用科创板新规下的信息披露、持续监管等规则奠定了制度基础，较21号文下红筹企业境内上市审核制的监管政策是重

大变化且传递了积极的信号。

关键词二：双重规范（同时适用21号文和科创板新规）

根据科创板新规，我们理解现有的监管思路是要求拟在科创板上市的红筹企业符合21号文及科创板新规的双重规范，具体体现在以下几点：

事项	红筹企业发行股票或存托凭证并在科创板上市
1 主体	1.1 内容： 符合21号文规定的红筹企业，可申请发行股票或存托凭证并在科创板上市。
	1.2 解读： 双重规范：须符合21号文和科创板新规双重规范的红筹企业 从《科创板实施意见》对红筹企业科创板上市的核心规定可以看出，科创板上市的红筹企业须满足双重规范，即21号文+科创板新规。鉴于21号文提出的试点企业包括红筹企业，因此拟在科创板上市的红筹企业也应符合下述21号文试点企业的具体标准： 行业标准：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。 市值和其它软性标准： 已上市企业：已在境外上市的大型红筹企业，市值不低于2000亿元人民币； 未上市企业：尚未在境外上市的创新企业（包括红筹企业和境内注册企业）：1)最近一年营业收入不低于30亿元人民币且估值不低于200亿元人民币；2)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。 我们理解，对于非红筹科技创新企业而言，虽然科创板发行上市条件较以往的主板、中小板以及创业板境内发行上市标准有了较大的创新和突破（具体请参考中伦视界于2019年2月1日发布的《七个切面看科创板——科创板发行条件的创新、突破和挑战》），但是对于红筹企业而言，依然延续了21号文较为严苛的监管精神，然而两套规定如何衔接适用仍有待实践检验。

事项	红筹企业发行股票或存托凭证并在科创板上市
2 行业 标准	2.1 内容： 双重规范：21号文行业定位和科创板新规行业定位双重规范的满足 21号文：试点企业应当是符合国家战略、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（包括红筹企业）。 科创板新规：科创板将“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……具体行业范围由上交所发布并适时更新。”“发行人……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，社会形象良好，具有较强成长性。”“发行人……应当符合科创板定位，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，社会形象良好，具有较强成长性的企业。”等。
	2.2 解读： 基于前述分析，我们理解红筹企业行业标准方面也应适用21号文+科创板新规的双重规定；在上述规定中，我们发现虽然21号文和科创板新规两者表述不完全相同，但是实际上两者的支持对象都是高新技术企业和战略性新兴产业，只不过科创板新规对相关细节的表述更加具体。 不同的是，21号文中，证监会成立科技创新产业化咨询委员会，对申请企业是否纳入试点范围作出初步判断。证监会以此为重要依据，决定申请企业是否纳入试点，并严格按照法律法规受理审核试点企业发行上市申请。而在科创板新规中，系由发行人结合科创板定位，就是否符合相关行业范围、依靠核心技术开展生产经营、具有较强成长性等事项，进行审慎评估；保荐人应当就发行人是否符合科创板定位进行专业判断，上交所在发行上市审核中，将关注发行人的评估是否客观，保荐人的判断是否合理。此外，上交所设立科技创新咨询委员会，在上交所发行上市审核中，可以根据需要就发行人是否符合科创板定位进行咨询。 据此，相较于21号文由证监会科技创新产业化咨询委员会决定企业是否纳入试点范围的权限划分，我们理解红筹企业拟在科创板上市时的行业判断方面，更加侧重于发行人及保荐人对自身行业是否符合科创板要求进行判断，只有在上交所上市审核需要时，再向上交所设立的科技创新咨询委员会进行咨询。该等制度的描述弱化了审核的色彩，与试点注册制的精神相契合。然而，证监会成立的科技创新产业化咨询委员会与上交所设立的科技创新咨询委员会之间的关系、两者的定位，以及功能如何衔接等，有待于监管层的进一步明确。

事项	红筹企业发行股票或存托凭证并在科创板上市
3 市值/ 财务/ 业务 指标	3.1 内容： 双重规范：21号文及其配套规则下市值/财务/业务指标+科创板新规（两套市值指标）
	3.2 解读： 《上海证券交易所科创板股票发行上市审核规则》对红筹企业在科创板发行股票或存托凭证并上市的市值指标与一般的科技创新企业予以区分，明确规定了红筹企业在科创板上市不适用科创板新规下的五套市值指标，而是符合21号文相关规定的红筹企业即可申请在科创板上市，并且增加了21号文下“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”的尚未在境外上市红筹企业在科创板上市时的市值指标。综合而言，我们理解，红筹企业在科创板上市在市值指标方面需遵守如下标准： 1. 已在境外上市的大型红筹企业：市值应不低于2000亿元人民币； 2. 尚未在境外上市的红筹企业，应符合下列标准之一： （1）最近一年营业收入不低于30亿元人民币且估值不低于200亿元人民币； （2）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的尚未在境外上市红筹企业，申请在科创板上市的，市值及财务指标应当至少符合下列标准之一： 1）预计市值不低于人民币100亿元； 2）预计市值不低于人民币50亿元，且最近一年营业收入不低于人民币5亿元。 我们注意到，红筹企业在科创板上市的市值条件方面，一方面完全延续了21号文的规定，另一方面增加了21号文下“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”的非上市红筹企业在科创板上市的市值标准要求。然而，对于“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”的软性标准如何把握仍有待于通过实践中的论证和丰富的案例予以了解。

关键词三：跨境兼容（适用境外注册地法律 兼顾适用境内法）

以下规定体现了科创板新规对待红筹企业对于不同法域的公司法制度和规则跨境兼容的

基本原则，在认可红筹企业在股权结构、公司治理、运行规范等方面可适用境外注册地公司法等法律规定的同时，也要求对投资者的总体保护水平不应低于境内的规定。

事项	红筹企业发行股票或存托凭证并在科创板上市
1 适用 境外 注册 地法律	1.1 内容： 根据科创板新规，红筹企业在境内发行股票或者存托凭证并在上交所科创板上市，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。 1.2 解读： 科创板新规中对于红筹企业在科创板上市时的法律适用方面，沿袭了21号文的精神，即原则上认可在股权结构、公司治理、运行法规等事项上适用境外注册地法律，但是投资者权利保护水平总体上应不低于境内法律法规的要求。上述规定，被认为是通过相关制度安排解决红筹企业在境内上市与国内公司法和境内监管制度不相适应的问题，为存在特别表决权制度或协议控制的红筹企业科创板上市进行铺垫。但实践操作层面，还有待进一步细化。 我们理解，允许适用境外注册地法律是红筹企业在不拆除架构在境内上市情况下的内在需求和合理逻辑；同时，科创板新规在投资者保护方面的规定，也体现了监管层对于红筹企业境内上市融资时对国内法的兼顾适用。
2 信息 披露	2.1 内容： 《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》”）第十三章，用专章共15个条款规定了红筹企业和境内外事项的协调，其中有7条（13.1.4、13.1.5、13.1.6、13.1.9、13.1.11、13.2.1、13.2.2）专门就红筹企业的披露事项作出了具体规定。

事项

红筹企业发行股票或存托凭证并在科创板上市

2.2 解读：

通过科创板上述关于信息披露的规定，我们理解，首先，红筹企业在科创板上市需遵守科创板关于信息披露的一般性规定，同时，科创板新规结合红筹企业注册地在境外的特点，为保障红筹企业更好地履行信息披露义务，要求其在境内设立证券事务机构，并聘任信息披露境内代表，并对信息披露境内代表的资质作出了相应的要求，上述各项均体现了注册制下以信息披露为核心的监管精神，其重要性不言而喻。此外，在21号文下，试点红筹企业原则上依照现行上市公司信息披露制度履行信息披露义务，而由于科创板新规监管制度的演变，其对发行人、相关信息披露义务人、中介机构等主体的信息披露工作提出了新要求、新挑战（具体请参考本刊“信息披露篇”）。

其次，对于存在VIE架构的红筹企业来讲，虽然21号文同样要求对存在协议控制架构或类似特殊安排的红筹企业，应充分、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，但是证监会对此态度为“会同有关部门区分不同情况，依法审慎处理”，实践中，对于如何处理暂不明确，而科创板新规中未见上述表述，我们理解这也体现了监管层对存在VIE架构的红筹企业上市趋于包容的态度。在科创板新规对于存托凭证披露事项的规定中，与21号文项下制度相比，多了存托凭证与基础证券的转换比例发生变动的，须经上交所同意等，我们认为在这点上也体现了新规对于投资者权益的保护举措。

最后，鉴于红筹企业注册地在境外，而在境内上市时的信息披露要求可能与域外规则产生冲突，就此，科创板新规设置了调整适用机制，以期解决冲突，即红筹企业和相关信息披露义务人适用《科创板上市规则》相关信息披露要求和持续监管规定，可能导致其难以符合公司注册地、境外上市地有关规定及市场实践中普遍认同的标准的，可以向上交所申请调整适用，但应当说明原因和替代方案，并聘请律师事务所出具法律意见。

综上，对于红筹企业在科创板上市时的信息披露要求，是本次科创板新规的亮点之一，对于拟在科创板上市的红筹企业来讲，应对该等信息披露义务高度关注。

事项	红筹企业发行股票或存托凭证并在科创板上市
3 其他 特殊 监管 规则	3.1 内容： 重大交易决策程序、董事会意见、存托凭证行权事宜、协调停牌原则等。
	3.2 解读： 关于科创板新规中针对红筹企业特点作出的上述监管规定是本次科创板新规中的亮点之一，其中，重大交易决策程序的规定，允许红筹企业进行《科创板上市规则》规定需提交股东大会审议的重大交易、关联交易等事项，可以按照其已披露的境外注册地公司法等法律法规和公司章程规定的权限和程序执行，法律法规另有规定除外。我们理解本条的设置与红筹企业适用法律方面的协调形成呼应，然而除外的情形具体包括哪些，仍有待于监管层的进一步明确。 此外，针对红筹企业的董事会意见、协调停牌原则的特殊监管规则也体现了科创板新规对红筹企业跨境兼容的基本原则。

第三部分\ 红筹企业登陆科创板的机遇和挑战

从近年来红筹企业在A股上市所适用的规则以及监管政策的演变不难发现，对于红筹企业，尤其是创新型的红筹企业回归境内资本市场，监管层一直是持欢迎态度的，本次科创板新规亦是释放了积极的信号。

然而，科创板新规在红筹企业具体的上市条件上较之于非红筹企业依然较为严格，普通红筹企业想要达到在科创板上市的财务及市值指标仍有不小的难度。在具体操作层面，还有许多问题需要加强制度的建设并经过实践的检验。例如CDR制度自实施以来，尚未有市场案例加以检验规则的可行性，而本次科创板新规的出台如何有

效衔接CDR全套制度、境内规则和红筹企业注册地规则如何具体协调适用等，仍有待监管层面加以明确；此外，我们理解，即便将来真的有符合条件的红筹企业筹备在科创板上市，证监会目前对于红筹回归企业的审核重点大概率也会在科创板的审核实践中一以贯之地执行，比如红筹架构是否有保留的必要性、股权权属是否清晰稳定、是否存在诉讼等法律风险、信息披露是否真实、充分等等，而这些问题的梳理、核查、规范、披露也绝不轻松。

鉴此，科创板新规虽然拉开了红筹企业登陆科创板的帷幕，上市注册制也有望破冰，无限期待之中，剧情仍未完待续，我们也将持续关注科创板政策的演进。

“史上最严”退市制度严在哪里？

作者：熊川、岑柯靖、张雨朦、王以璇



2019年3月1日，上交所正式发布了《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》”），其中配套制定了被业界称为“史上最严”的退市制度。那么，科创板的退市制度到底严在哪里，能否与注册制共同帮助科创板形成良好的上市-退市循环，进一步发挥“优胜劣汰”的功能？

结合《科创板上市规则》来看，我们理解，科创板退市之严主要体现在两个方面。一是制度严，科创板构建了重大违法违规强制退市、交易类强制退市、财务类强制退市、规范类强制退市四大体系，其中在现有机制的基础上分别对财务类、交易类、规范类的退市指标进行了丰富和优化；二是程序严，科创板取消了暂停上市、恢复上市和重新上市环节，退市时间进一步缩短。此外，针对研发型企业，科创板在退市层面还进行了特殊化安排。

本文中，针对科创板退市之严，我们将通过新规体系与现有机制（以上交所主板规则示例）进行对比分析，进而揭示科创板退市制度对于上市企业的挑战，并对制度的未来进行展望和建议。

第一部分\ 科创板退市制度与现行规则的对比分析

（一）优化财务类强制退市指标

上交所主板规则	科创板规则	主要变化
无专门章节	12.4.1（一般公司财务指标）上市公司出现下列情形之一，明显丧失持续经营能力，达到本规则规定标准的，本所将对其股票启动退市程序：	新增“明显丧失持续经营能力”的定性标准。

上交所主板规则	科创板规则	主要变化
	(一) 主营业务大部分停滞或者规模极低； (二) 经营资产大幅减少导致无法维持日常经营； (三) 营业收入或者利润主要来源于不具备商业实质的关联交易； (四) 营业收入或者利润主要来源于与主营业务无关的贸易业务； (五) 其他明显丧失持续经营能力的情形。	
13.2.1 上市公司出现以下情形之一的，本所对其股票实施退市风险警示： (一) 最近两个会计年度经审计的净利润连续为负值或者被追溯重述后连续为负值； (二) 最近一个会计年度经审计的期末净资产为负值或者被追溯重述后为负值； (三) 最近一个会计年度经审计的营业收入低于1000万元或者被追溯重述后低于1000万元； (四) 因最近一个会计年度的审计意见类型触及第13.2.1条第(四)项规定的标准，其股票被实施退市风险警示后，公司披露的最近一个会计年度的财务会计报告被会计师事务所出具无法表示意见或者否定意见的审计报告；	12.4.2 (财务指标) 上市公司出现下列情形之一的，本所对其股票实施退市风险警示： (一) 最近一个会计年度经审计的扣除非经营性损益之前或者之后的净利润(含被追溯重述)为负值，且最近一个会计年度经审计的营业收入(含被追溯重述)低于1亿元； (二) 最近一个会计年度经审计的净资产(含被追溯重述)为负值； (三) 本所认定的其他情形。 12.4.8 (撤销退市风险警示情形) 上市公司最近一个会计年度审计结果表明12.4.2条规定情形已经消除的，公司可以在年度报告披露后，向本所申请撤销对其股票实施的退市风险警示。	不再适用单一的连续亏损退市指标，重新制定组合退市指标，引入扣非净利润。 退市周期缩短，净利润为负退市从4年减至2年。

上交所主板规则	科创板规则	主要变化
14.3.1 上市公司出现下列情形之一的，由本所决定终止其股票上市： （一）因净利润、净资产、营业收入或者审计意见类型触及第14.1.1条第（一）项至第（四）项规定的标准，其股票被暂停上市后，公司披露的最近一个会计年度经审计的财务会计报告存在扣除非经常性损益前后的净利润孰低者为负值、期末净资产为负值、营业收入低于1000万元或者被会计师事务所出具保留意见、无法表示意见、否定意见的审计报告等四种情形之一；	12.4.12（终止上市告知书）上市公司未满足第12.4.8条规定的撤销退市风险警示条件，本所自公司年度报告披露之日起，对公司股票实施停牌。年度报告披露日为非交易日的，自披露后的第一个交易日起停牌。本所在对公司股票实施停牌之日起5个交易日内，向公司发出拟终止其股票上市的事先告知书，上市公司应当及时披露。	

规则解读：

财务类强制退市指标的优化主要体现在以下两点：

第一，强调企业持续经营能力，不再采用单一定量指标。设置关于不再具有持续经营能力的定性标准，为判断丧失持续经营能力企业的经营和财务特征提供了重要依据，也给予了交易所在落实退市制度时更强的执行力。

第二，直接引入扣非归母净利润指标，并缩短时间跨度。就上交所主板而言，目前的制

度设计是，最近两个会计年度经审计的净利润连续为负值或者被追溯重述后连续为负值，将实行风险警示；下个会计年度经审计的净利润继续为负值，则将暂停上市；暂停上市后，下个会计年度净利润和扣除非经常性损益后的净利润均为正值才可恢复上市，否则就要终止上市。该制度设计下，在企业还没有被实施风险警示或暂停上市之前，考量标准为经审计的净利润。这也导致实践中，不少企业通过卖房子、卖资产等业绩粉饰方式规避净利润的退市红线。

在科创板的制度下，如果连续 2 个会计年度扣除非经常性损益之前或之后的净利润为负的，就会触发退市。这一方面，企业从被实施风险警示到最终退市，时间从原来的四年缩短

至两年，加快了整体退市进程。另一方面，上市公司无法再通过处理亏损资产、可回转的资产减值、政府补助、和应收账款冲回与转让等方式来实现保壳。

(二) 丰富交易类强制退市指标

上交所主板规则	科创板规则	主要变化
14.3.1 上市公司出现下列情形之一的，由本所决定终止其股票上市： （五）在本所仅发行A股股票的上市公司，通过本所交易系统连续120个交易日（不包含公司股票停牌日）实现的累计股票成交量低于500万股，或者连续20个交易日的每日股票收盘价均低于股票面值； （八）上市公司股东数量连续20个交易日（不含公司首次公开发行股票上市之日起的20个交易日和公司股票停牌日）每日均低于2000人；	12.3.1（交易指标）上市公司出现下列情形之一的，本所决定终止其股票上市： （一）通过本所交易系统连续120个交易日实现的累计股票成交量低于200万股； （二）连续20个交易日股票收盘价低于股票面值； （三）连续20个交易日股票市值低于3亿元； （四）连续20个交易日股东数量低于400人； （五）本所认定的其他情形。 前款规定的交易日，不包含公司股票停牌日和公司首次公开发行股票上市之日起的20个交易日。 证券市场出现重大异常波动等情形的，本所可以根据实际情况调整本条第一款规定的交易指标。	在现有交易类退市指标基础上增加市值类退市指标。

规则解读：

相较于主板、中小板及创业板，科创板在退市标准上构建了成交量、股票价格、股东人数和市值四个类型的市场指标，特别是首次引入了市值指标。一旦上市公司出现连续120个交易日实

现的累计股票成交量低于200万股，或连续20个交易日股票收盘价低于股票面值，或连续20个交易日股票市值低于3亿元，或连续20个交易日股东数量低于400人的情形之一，上交所即决定其终止股票上市。市场指标能综合反映上市公司的

真实内在价值，规则层面对其进一步的完善，也充分体现了市场化导向的监管思路，更有利于发挥市场机制作用，同时，交易所可以根据实际情

况对交易类退市指标进行调整，可以有效避免因整体市场原因等极端情况可能造成的大面积退市。

(三) 细化规范类强制退市情形

上交所主板规则	科创板规则	主要变化
13.2.1上市公司出现以下情形之一的，本所对其股票实施退市风险警示： （五）因财务会计报告存在重大会计差错或者虚假记载，被中国证监会责令改正但未在规定期限内改正，且公司股票已停牌两个月； （六）未在法定期限内披露年度报告或者中期报告，且公司股票已停牌两个月； （七）因第12.13条股权分布不具备上市条件，公司在规定的一个月内向本所提交解决股权分布问题的方案，并获得本所同意；（于交易日披露已经本所同意的对其股权分布问题的解决方案并提示相关风险，下一个交易日复牌） （九）公司可能被依法强制解散； （十）法院依法受理公司重整、和解或者破产清算申请； （十一）本所认定的其他情形。	12.5.1（规范类退市指标）上市公司出现下列情形之一的，本所对其股票实施退市风险警示： （一）因财务会计报告存在重大会计差错或者虚假记载，被中国证监会责令改正但公司未在规定期限内改正，此后公司在股票停牌2个月内仍未改正； （二）未在法定期限内披露年度报告或者半年度报告，此后公司在股票停牌2个月内仍未披露； （三）公司在信息披露或者规范运作方面存在重大缺陷，被本所责令改正但未在规定期限内改正，此后公司在股票停牌2个月内仍未改正； （四）因公司股本总额或股权分布发生变化，导致连续20个交易日不再具备上市条件，此后公司在股票停牌1个月内仍未解决； （五）最近一个会计年度的财务会计报告被会计师事务所出具无法表示意见或者否定意见的审计报告； （六）公司可能被依法强制解散； （七）法院依法受理公司重整、和解和破产清算申请； （八）本所认定的其他情形。 前款规定的第三项情形，由本所提请上市委员会审议，并根据上市委员会的审议意见做出认定。	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。

规则解读：

在规范类退市指标方面，在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。同时，上市公司在信息披露或者规范运作方面存在重大缺陷的，应当由上交所根据上市委员会的审议

意见做出认定。我们理解，这一规定赋予了上交所自由裁量权，上交所可以结合信息披露及规范运作的相关规则，就是否属于重大缺陷进行自主判断。将信息披露的重大缺陷作为退市指标之一，进一步提高了对上市公司信息披露持续合规的要求，也突出了以信息披露为中心的监管理念，强调合规运营。

(四) 不再设置暂停上市、恢复上市和重新上市环节

上交所主板规则	科创板规则	主要变化
14.1.1上市公司出现下列情形之一的，由本所决定暂停其股票上市： （一）因最近两个会计年度的净利润触及第13.2.1条第（一）项规定的标准，其股票被实施退市风险警示后，公司披露的最近一个会计年度经审计的净利润继续为负值； 股票被实施退市风险警示后交易满三十个交易日； （十）本所认定的其他情形。 上市公司出现两项以上暂停上市情形的，本所对其股票分别作出相应暂停上市决定。 上市公司股票因前述任一情形被暂停上市后，在暂停上市期间，本所作出对上市公司股票实施重大违法强制退市决定的，本所不再对其股票实施相应退市风险警示，并根据第14.1.7条的规定对公司股票作出暂停上市决定，公司股票不再进行交易。 14.2.1 上市公司因净利润、净资产、营业收入或者审计意见类型触及第14.1.1条第（一）至（四）项规定的标准，其股票被暂停上市后，向本所提出恢复上市申请	无专门章节	科创板不再设置暂停上市、恢复上市和重新上市环节。

上交所主板规则	科创板规则	主要变化
的，应当同时符合下列条件： （一）在法定期限内披露了最近一年年度报告； （九）本所认为需具备的其他条件。 符合前款规定条件的上市公司可以在最近一年年度报告披露后的五个交易日内，以书面形式向本所提出恢复上市的申请。 上市公司出现两项以上暂停上市情形，公司应当满足全部暂停上市情形对应的恢复上市条件，方可提出恢复上市申请。 14.5.1本所上市公司的股票被终止上市后，其终止上市情形已消除，且同时符合下列条件的，可以向本所申请重新上市： （一）公司股本总额不少于人民币5000万元； （十一）本所规定的其他条件。 公司股票被强制终止上市后，公司不配合退市相关工作的，本所自其股票进入全国中小企业股份转让系统挂牌转让之日起36个月内不受理其重新上市的申请。		

规则解读：

科创板取消了暂停上市、恢复上市环节，企业退市时间大大缩减。以财务类强制退市为例，一旦上市公司被实施退市风险警示，在第2个会计年度内相关指标未消除，即被退市。另外，为衔接注册制安排，不再设置恢复上市程序，除因重

大违法被强制退市的以外，已退市企业如果符合科创板上市条件的，可以按照股票发行上市注册程序和要求提出申请、接受审核。这样的制度安排，也吻合科创板“宽进严出”的整体设计理念，有助于形成进退有序的良性循环。

(五) 增加研发型企业的特殊安排

上交所主板规则	科创板规则	主要变化
无专门章节	12.4.3（研发型企业研发失败退市）研发型上市公司主要业务、产品或者所依赖的基础技术研发失败或者被禁止使用，且公司无其他业务或者产品符合本规则第2.1.2条第五项规定要求的，本所将对其股票实施退市风险警示。 12.4.8研发型上市公司自股票被实施退市风险警示之日起6个月内，公司市值及相关产品、业务等指标符合本规则第2.1.2条第五项规定要求的，可以向本所申请撤销对其股票实施的退市风险警示。	新增针对研发型企业退市的特殊安排。

规则解读：

研发型企业的主要业务、产品以及核心技术是其最重要的市场价值指标。若面临研发技术失败、研发技术被禁用等情况，研发型企业的市场价值将受到严重影响，对其及时采取退市措施，有助于更好的维护市场秩序，保护投资者利益，体现了制度的精细化、针对性。此次增加研发型企业的退市特殊安排，符合研发型企业的市场及行业特点，是此次科创板上市规则的一大变化与亮点所在。

第二部分\ 科创板退市制度对于上市企业的

挑战

结合本次《科创板上市规则》的内容，科创板的退市制度在标准、程序以及执行上都更加严格，对上市企业的质量与规范运行都提出了更大的挑战，具体的方面包括：

(一) 通过卖资产保壳将难以延续

扣非净利润为负作为退市指标被写进《科创板上市规则》之中后，连续2个会计年度扣除非经常性损益之前或之后的净利润为负的，就会触发退市。因此，通过出售资产等与正常经营业务不相关的交易来实现保壳，已经无法被科创板上市

企业所采用。一旦主营业务出现危机，上市企业很可能因为财务指标不达标而被强制退市。

(二) 市场优胜劣汰效应更加明显

除了现行的退市规则制度中对于成交量、收盘价等的要求，《科创板上市规则》还新设了对于市值指标的考核。连续20个交易日股票市值低于3亿元的上市公司，将被上交所终止股票上市。

在交易类指标进一步完善的前提下，市场对于企业“优胜劣汰”的效应会更加明显。若上市企业出现经营、规范运作等方面的问题，市场可能会直接在企业股票的交易上作出反应，如果市值长期处于低位，可能使得企业被迫触发交易类强制退市指标。在这样的制度设计下，市场对于企业退市的主动性与影响力进一步增强。

(三) 更需注重信息披露质量与规范运作

《科创板上市规则》在原有退市指标的基础上，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。公司在信息披露或者规范运作方面存在重大缺陷，被交易所责令改正但未在规定时间内改正，此后公司在股票停牌2个月内仍未改正的，交易所可以实施退市风险警示，无法满足交易所规定的自救情形的，将被退市。

注册制是以信息披露为中心的股票发行上

市制度，因此，上市公司应当提高信息披露质量，让投资者在信息充分的情况下作出投资决策。引入信息披露质量与规范运作强制退市与上述注册制的核心构想是相呼应的，这也将促使上市公司在信息披露与规范运作上更为规范。

(四) 退市周期缩短，程序简化

根据《科创板上市规则》，上市公司触及终止上市标准的，股票直接终止上市，不再适用暂停上市、恢复上市、重新上市程序。这对科创板上市公司将形成更强有力的震慑，企业上市后应更注重自身质量。

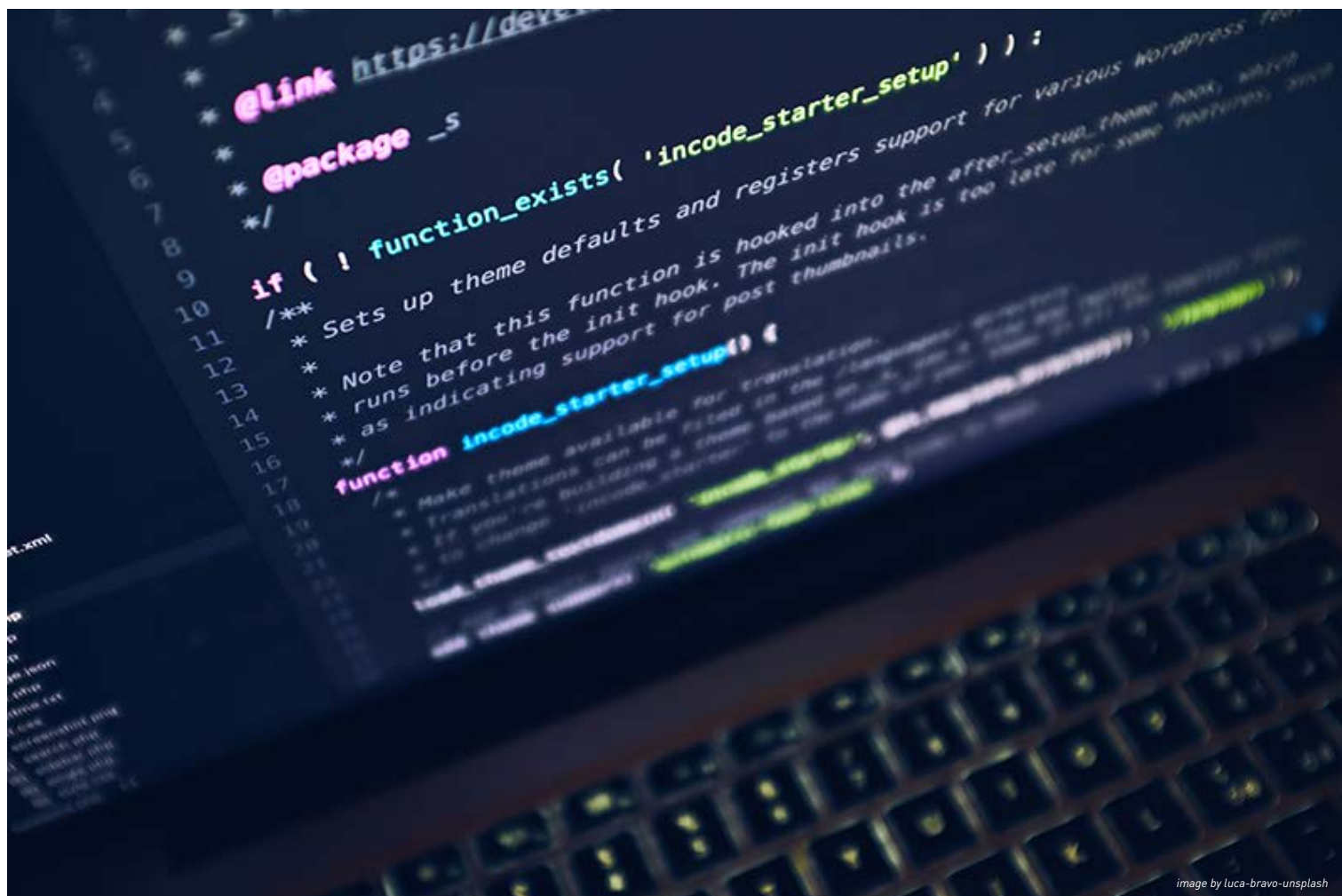
第三部分\

科创板退市制度的展望及建议

(一) 退市指标是否可以差异化、灵活性处理

作为本次科创板退市制度的一大创新，其构建了成交量、股票价格、股东人数和市值四个类型的退市指标，以维持整个市场进出平衡。

但另一方面，从科创发行条件来看，其设置了五种基于不同市值的盈利要求。借鉴美国纳斯达克的退市制度，在设定企业退市标准时，可以考虑与发行条件进行匹配，使不同企业能得到差异化的处理。



例如，依靠纯粹市值上市的企业，应相应提高其触发退市的市值红线；而对于通过市值+净利润指标上市的企业，可以适当调低触发退市的市值红线，但同时对于其营业收入等财务指标进行约束。另外，在经济形势遇到重大不利变化，证券市场整体大幅下滑的极端情况下，是否可以通过设置差异化组合指标避免出现大面积退市情形，也可做适当的考虑。

其实，这种差异化的安排在《科创板上市规则》中已初见端倪。例如，根据《科创板上市规则》12.4.3条，研发型上市公司主要业务、产品或者所依赖的基础技术研发失败或者被禁止使用可能触发退市。基于此，我们也期待科创板的退市制度能够进行更多差异化、灵活性的安排。

(二) 是否允许企业合理自救

《科创板上市规则》交易类强制退市标准，均是基于连续一定交易日内，成交量、股票价格、股东人数或市值处于低位而触发。其中所称的交易日不包含公司股票停牌日，这与主板规则是一致的。

由于交易日不包含公司股票停牌日，在企业触发交易类强制退市标准时，按规则可以通过停牌来争取一定的时间实现自救，类似情况在现有制度下已有先例。2018年2月，*ST海润(600401)曾出现连续3天收盘价格低于1元，公司随即宣布紧急股票停牌处理，从而成功规避了“连续20个交易日”的统计周期，为继续保壳争取了时间。

基于此，我们理解，未来交易所在停牌事项上的尺度也一定程度上决定着退市指标是否强有力的执行。我们认为，一方面，交易所要谨防企业为了规避退市而恶意长期停牌，损害中小投资者的利益；另一方面，鉴于科创板的定位，行业走势的波动幅度可能较大，某些企业一时达到了退市标准，但并未非意味着该企业一定属于“不合格”的科创板上市企业，对于类似仍可能具有较大市场前景、特别技术优势的企业，是否给与适度的自救时间，也值得进一步考虑。

(三) 投资者权益保护

结合《科创板上市规则》的规定，交易所对于企业退市中，中小股东的权益保护进一步强化。但考虑到科创板退市制度若得到有力执行，退市显现常态化，相关的股东争议及诉讼可能会进一步增多。

未来，在上述背景下，规则制定层面是否会进一步加强投资者权益的保护，例如目前科创板已经出台了相关规定，在企业发生欺诈发行时，证监会可以责令上市公司及其控股股东、实际控制人回购公开发行的股份。这一责令回购制度是否会延展到其他重大违法违规退市情形；以及，在司法层面，诸如证券民事赔偿中的因果关系认定等内容是否会出现新的变化，都有待于进一步关注。

(四) 部分新增规则待进一步明晰

对于本次退市制度中部分新增的规则，我们理解目前规定还存在一定的宽泛，可能对未来的实际执行造成不确定性，有待于进一步进行明晰。

例如，《科创板上市规则》12.4.1规定，对于明显丧失持续经营能力，交易所将对其股票启动退市程序，其中明显丧失持续经营能力的情况包括：主营业务大部分停滞或者规模极低、经营资产大幅减少导致无法维持日常经营、营业收入或

者利润主要来源于不具备商业实质的关联交易、营业收入或者利润主要来源于与主营业务无关的贸易业务及其他明显丧失持续经营能力的情形。虽然上述定性标准给予交易所一定自由裁量权,便于对丧失持续经营能力且恢复无望的主业“空心化”公司严格执行退市,但对于如何准确把握“大部分停滞”、“主要来源”等概念,通过何种程序进行认定,目前缺乏明确的依据。基于此,我们建议在此问题上,交易所可对相关概念和程序进行进一步明确,以保证最终执行上的可操作性。

再例如,《科创板上市规则》12.5.1规定,公司在信息披露或者规范运作方面存在重大缺陷,被交易所责令改正但未在规定期限内改正,此后公司在股票停牌2个月内仍未改正,交易所可对其股票实施退市风险警示。其中,何种情况下构成“信息披露或者规范运作方面存在重大缺陷”由上市审核委员会决定。我们理解,该规则与前述例子存在共通的问题,即如何把握“重大缺陷”的标准。如果标准不明晰,则企业可能无法准确把握规则的要求,无法对企业形成强有力的震慑力,同时交易所在执行层面也可能遇到一定的困难。同样地,我们亦建议交易所对于该规则中的概念与标准进行进一步明确。

(五)能否贯彻“宽进严出”,实现执行严

对比境外成熟市场,A股市场长期存在退市难的问题。从现有机制上看,对定位于促进自主创新型企业与成长型企业的创业板,其在退市制度上也基本沿用了主板与中小板的规则,并未作出实质性的突破,有效性依然存在不足。

而本次科创板退市制度的出台,一定程度上实现了对原有退市规则的改革与创新,集中体现了科创板支持创新能力和实体经济,面向科技创新企业“宽进严出”、“坚持市场化”的整体理念。

因此,我们也期待最严退市制度能最终实现执行严,并与注册制实现紧密配合,维持市场进出平衡,真正使科创板成为特色鲜明的新市场,实现构建多层次资本市场体系的目标。

结 语

科创板首次试点注册制,允许符合科创板定位、尚未盈利或存在累计未弥补亏损的企业上市,允许符合相关要求的特殊股权结构企业和红筹企业上市,且在构建股票市场化发行承销机制、强化信息披露监管、完善市场化的交易机制、建立更高效的并购重组机制和严格的实施退市制度等方面对资本市场基础进行了完善,以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,给资本市场注入了新的“源头活水”,是证券市场改革的重大突破。



熊川
合伙人
北京办公室
+86 10 5957 2274
xiongchuan@zhonglun.com



龚乐凡
合伙人
上海办公室
+86 21 6061 3608
lefangong@zhonglun.com



张曙光
合伙人
武汉办公室
86 (027) 59425157
zhangshuguang@zhonglun.com



郑东平
顾问
武汉办公室
86 (027) 59425155
michael_zheng@zhonglun.com



余洪彬
非权益合伙人
北京办公室
+86 10 5957 2175
yuhongbin@zhonglun.com



郭闻
非权益合伙人
上海办公室
+86 21 6061 3584
guowen@zhonglun.com



中伦研究院出品



image by donald-giannatti-unsplash

特别声明：以上所刊登的文章仅代表作者本人观点，不代表北京市中伦律师事务所或其律师出具的任何形式之法律意见或建议。未经本所书面授权，不得转载或使用该等文章中的任何内容，含图片、影像等试听资料。如您有意就相关议题进一步交流或探讨，欢迎与本所联系。