



Policy Brief No. 201908

July 24, 2019

本文已发表于《中国金融》2019年第14期

鲁桐 : lutong0525@vip.sina.com

科创板是资本市场变革的实验田

随着十几份相关政策文件的陆续出台，上交所科创板先后受理了 110 家公司的上市申请，科创板的“真面目”逐渐浮出水面。科创板定位于优先支持符合国家战略、拥有关键核心技术、科技创新能力突出的企业。如何使资本市场更好地服务于实体经济，为下一步深化改革开放提供金融支持，需要对资本市场“动一次大手术”——沿着市场化和法治化的轨道进行彻底的制度变革。从这个意义上看，科创板的推出不仅恰逢其时，也是中国资本市场变革的一块试验田。科创板的推出是以增量改革带动存量改革，在资本市场朝着市场化和法治化发展方面进行的诸多探索和尝试，主要表现在三个方面。

第一，股票发行由核准制改为注册制是向市场化迈出的的一大步。尽管从计划发行额度的发行审批制改为审核制是一个很大的进步，但实际上还是计划发

* 作者：鲁桐，中国社会科学院世界经济与政治研究所全球治理研究室研究员

行、政府主导，与市场是脱节的，只有注册制才是真正的市场发行。科创板首次打破现行 A 股 IPO 标准“必须盈利”的法则，强调市值与营收高成长对创新企业的重要性，允许高科技亏损企业上市，允许不同投票权架构的公司上市，也允许红筹和 VIE 架构企业上市，对科技创新企业具有更高的包容度。

注册制并不意味着降低上市公司的质量，其核心在于信息披露。从美国长达 80 余年的注册制实践看，其成功运行受益于两大外部环境和三大内在支柱。完备的法律法规和执行到位的惩处诉讼赔偿对注册制提供了良性的外部支撑，内部支柱包括事前公平的准入制度、事中完善的信息披露制度和事后严格的退市制度。在上市公司信息披露上，美国以信息披露为导向，自律组织充分发挥作用，加上举报制度广泛参与，大大提高了上市公司信息披露质量。在退市机制上，美国重交易指标，流程简单，中国偏向使用财务指标，保壳动机强，造成退市不畅。这次科创板推出注册制，在信息披露和退市机制上都做了明显的制度提升。

从最近两个月 100 多家公司的多轮审核问询材料上看，上交所加大了信息披露的审核力度，从全面问询到重点关注，力图把公司问明白。针对科创板公司身处高科技行业的特点，对拟发行公司的创新能力和技术领先程度、研究与开发活动、自主创新能力、行业风险分析等不容易一目了然的问题，上交所的审核可谓穷追不舍。而且，审核问询过程的透明化也是中国股票发行过程中从未有过的，这使得各类投资者有机会深入了解发行公司。从科创板的发行审核过程可以发现，它在一定程度上考验和改变着注册发行各方的行为。从交易所审核的角度看，审核人专业能力有一定的提升空间，发行人的 IPO 报告必须改正空洞和避重就轻的做法，同时，也对证券公司的保荐专业性提出更高的要求。

第二，取消直接定价方式，采取市场化的询价定价方式。我国 A 股市场一直有新股炒作的传统，其根源在于新股定价机制的非市场化问题。自 2014 年 6 月以来，无论什么行业、什么企业 A 股 IPO 价格都被严格限定在 23 倍市盈率之下，导致 A 股市场新股炒作猖獗。本次科创板通过对询价和配售机制的改革，使得新股上市的价格更接近市场价格，加上新股上市后的前 5 个交易日不设涨跌幅限制，大大抑制了新股炒作空间。



在新股配售制度上，科创板吸收了国际上比较成功的战略配售制，鼓励保荐券商、公司高管参与战略配售。战略配售是为了向公众投资人说明发行股票价格的合理性，企业通过吸引知名企业或者战略投资人，给予市场中其他小投资人认购股份信心的一种制度。战略配售参与者不参与询价，但是可以事先约定可以接受的最高价格区间。《上海证券交易所科创板股票发行与承销实施办法》规定，科创板试行保荐机构相关子公司跟投制度，要求发行人的保荐机构依法设立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，参与本次发行战略配售，并对获配股份设定限售期。这一要求加大了保荐机构的责任。

第三，持续监管方面亮点纷呈。相较于《公司法》对董事忠诚义务的具体规定，董事勤勉义务相对模糊，科创板首次单独就董事的勤勉义务作出具体规定。上交所科创板股票上市规则第 4.2.4 条将董事的勤勉职责定义为：其一，保证有足够的时间和精力参与上市公司事务，审慎判断审议事项可能产生的风险和收益；其二，关注公司经营状况等事项，及时向董事会报告相关问题和风险，不得以对公司业务不熟悉或者对相关事项不了解为由主张免除责任；其三，积极推动公司规范运行，督促公司履行信息披露义务，及时纠正和报告公司违规行为，支持公司履行社会责任；其四，法律法规、本规则以及本所其他规定、公司章程规定的其他勤勉义务。这些具体规定对促进董事履职尽责有一定的指导意义。

信息披露是持续监管的重要环节，科创板在优化信息披露规则方面做了诸多努力。根据科创板上市公司高科技高风险的特征，科创板强化行业信息披露，突出经营风险披露。这不仅要求披露未盈利公司导致业绩下滑的经营风险，还要求上市公司披露有关知识产权和重大诉讼仲裁等风险，年度报告和临时公告需持续披露行业经营性风险及其他重大风险。同时增加对股权质押高风险情形的披露，规定控股股东质押比例超过 50%以后，必须全面披露质押股份的基本情况、质押金额用途、自身财务状况、质押对控制权的影响等内容，特别是出现资信恶化和平仓风险时应及时披露进展情况。

公司的重大信息和重大事项往往对股价造成直接的影响。现有的主板和中小板、创业板将重大信息定义为“所有对上市公司股票及其衍生品种交易价格可能



产生较大影响的重大事件”。科创板首次将投资决策影响纳入重大性判断标准，这对于完善规则逻辑的严密性，指导上市公司判断信息是否重大应披露具有重要作用。

上市公司信息披露的准确性和完整性问题一直是投资者关注的焦点之一，并对投资决策产生直接影响。信息披露完整对应不得有重大遗漏，但现有的规定突出的是内容完整、文件齐备、格式规范。科创板对信息披露的完整性有更高的要求，将内容完整扩充为充分披露对上市公司有重大影响的信息，揭示可能产生的重大风险，不得有选择地披露部分信息，丰富了完整性原则的内涵。

对于信息披露时点的要求，上市公司往往感到困惑和难以处理。实践中，上市公司筹划重大事项存在较大不确定性，在公司董事高管知悉信息时就立即披露，的确可能会损害公司利益或者误导投资者。科创板考虑到上市公司信息披露的矛盾性和公司筹划重大事项存在的不确定性，规定“有关内幕信息知情人已书面承诺保密的，公司可以暂不披露，但最迟应当在该重大事项形成最终决议、签署最终协议、交易能够达成时对外披露”，这样比较好地解决了实践中信息披露时点性问题。

关联交易的持续监管也是监管部门关注的重点领域。关联交易的良好初衷是降低交易成本，但需防止利益输送性关联交易。科创板规则从关联交易的合法性、必要性、合理性和公允性四个方面作出了明确规定。同时，修订了现有规则中“关联交易的豁免”规则，在上市公司与关联人发生交易的豁免审议和披露事项上，增加了“一方参与另一方公开招标或者拍卖，但是招标或者拍卖难以形成公允价格的除外”的内容，“上市公司按非关联人同等交易条件，向董监高人员提供产品和服务”也列入豁免事项。这一调整意在确保关联交易公允性原则的落实。

在持续监管中公司治理规则的其他领域，科创板规则也进行了多项创新。考虑到科创板公司高管和技术人员的关键作用，科创板在股票减持和股权激励方面做了新规定。为保持大股东和技术团队的稳定性，科创板要求控股股东、实际控制人和核心技术人员等应承诺上市后 36 个月不减持首发前股份。未盈利上市公司的特定股东不得减持股份，并强化减持股份的信息披露。同时，对创投、VC

等的股票减持提供了便利性。

科创板采取了更加市场化的并购重组制度。为了严格限制并购重组中的“炒壳”行为，科创板首次规定重大资产重组涉及购买资产的，标的资产应当符合科创板定位，“并与上市公司主营业务具有协同效应”。这一规定有利于促进科创板公司主营业务的整体升级。

科创板在引入“同股不同权”的公司治理安排时，规范了表决权的差异化安排。首先，设置了较为严格的前提条件，即仅允许上市前的表决权差异安排，且必须经股东大会特别会议通过。对“同股不同权”的公司也有市值和营业收入方面的门槛。对于有特别表决权的主体资格限制在对公司发展或者业绩增长作出重大贡献并在上市前后连续担任公司董事的股东。特别表决权股份不可以在二级市场上交易，也不得提高特别表决权的既定比例。为了保障普通投票权股东的合法权益，科创板规定普通股份表决权应当达到 10% 的最低比例，特定重大事项上特别表决权股份的权利与普通股份相同。

对于高科技企业人力资本的重要性，科创板在股权激励制度上做了更加市场化的努力。首先，放开持股 5% 以上股东及实际控制人等参与股权激励的限制，扩展激励对象范围。实际控制人配偶、父母、子女，及上市公司董事、高管、核心业务人员均被纳入激励对象。同时，增强股权激励定价的灵活性。限制性股票授予价格低于市场参考价 50%，只需说明定价依据及定价方式，并由独立财务顾问发表意见。在股权激励实施方式上，科创板也提高了便利性。

由于采用五种不同的上市标准，并允许未盈利公司上市，在科创板公司持续监管的措施中安排了更严格的退市要求。一方面，取消暂停上市和恢复上市环节，另一方面对触及财务类退市指标的公司第一年给予退市风险警示，第二年仍不达标马上退市。因重大违法（包括欺诈发行、重大信息披露违法，国家安全、公共安全、生态安全、生产安全和公共健康安全等领域重大违法）强制退市的公司则永久退出市场。

科创板面向市场化和法治化的制度安排是否合理还需要经过市场的检验。市场各参与方应该以包容的态度对待科创板的改革试验，应该让市场去选择对错，



尊重市场规律，根据市场的变化进行相应调整。科创板的系列改革也要求我国资本市场的法治环境作出相应的调整，相信《公司法》《证券法》《刑法》修改的陆续出台，将对资本市场的法治建设提供有力的支持。

全球治理研究团队

任琳 宋锦 鲁桐 吴国鼎 熊爱宗 刘玮 沈陈

研究助理团队

彭博 黄宇韬 兰馨彤 孙振民

责任条款：本报告仅供内部讨论，版权为中国社会科学院世界经济与政治研究所全球治理研究团队所有，未经许可，不得以任何形式翻版、复制、上网和刊登，如有违反，我们保留追责权利。本报告仅代表作者的个人观点，并不代表所在单位的观点。