



★北京律协课题★

V&T LAW FIRM
万商天勤律师事务所

北京大学金融法中心与万商天勤律师事务所
科创板研究报告（之一）

二〇一九年十一月

北京 BEIJING

北京市朝阳区建国路86号
佳兆业广场南塔T1座12层 100124
12/F, T1 South Tower, Beijing Kaisa Plaza,
86 Jianguo Rd, Chaoyang
District, Beijing, 100024, PRC
Tel: +86 10 82255588

www.vtlaw.cn



课题总负责人：

彭冰（北京大学教授、博士生导师、北京大学金融法研究中心执行主任）

李宏（北京市万商天勤律师事务所主任、北京大学法学博士、北京大学法学院法律硕士生兼职导师）

执笔人：

张翕、程海宁、乔同超、张迈

课题组成员：

徐猛（北京市万商天勤律师事务所创始合伙人）

徐春霞（北京市万商天勤律师事务所合伙人）

李云丽（北京市大成律师事务所高级合伙人）

杨兆全（北京市威诺律师事务所主任、合伙人）

孙涛（万商天勤律师事务所合伙人）

周游（万商天勤律师事务所合伙人）

董亮（万商天勤律师事务所合伙人）

王毅（北京市万商天勤律师事务所）

目录

科创板新股发行试点注册制的法律解读	4
一、科创板的战略定位与法律基础.....	4
二、设立科创板的重大意义：下一个纳斯达克？	8
三、科创板试点注册制：股票发行机制的重大变革.....	24
四、科创板的制度创新.....	32
五、余论：有待观察的问题	36

科创板新股发行试点注册制的法律解读

一、科创板的战略定位与法律基础

证券发行的本质是兜售公司股份从而获得资金，核心问题即如何将股票销售出去。¹ 既然是卖东西，那就一定得有“卖点”。《科创板首次公开发行股票注册管理办法》第3条开宗明义地指出，发行人申请首次公开发行股票并在科创板上市，“应当符合科创板定位”——这也是上交所审核的重要内容。换句话说，没有核心技术或者突出的科技创新能力，就不能在科创板上市发股。笔者通过检索沪深两市交易所官方网站及国家相关政策文件发现，在板块发展定位和服务企业类型方面，几乎所有板都表明自己服务的企业具有“科技含量”、拥有“高新技术”、符合国家的某项发展战略，并强调自己的“创新性”和“成长性”（详见下表1）。

表1 我国资本市场各板块定位比较分析

市场类型	设立地点	市场定位/服务企业类型	具体描述
主板 (一板)	上海证券交易所	大型、成熟企业	全面服务优质产业龙头，推动一大批公司在高度竞争领域发展成为行业领袖 ²
	深圳证券交易所		
中小板 (一板)	深圳证券交易所	中小企业	主动服务制造强国战略，支持主业突出、具有 <u>成长性</u> 和 <u>科技含量</u> 的中小企业 ³

¹ 彭冰：《信息披露是注册制的核心》，载黄红元、徐明主编《证券法苑》第12卷，2014年12月，第270页。

² 详见深圳证券交易所官方网站“主板介绍”，地址：<http://www.szse.cn/certificate/maind/>，最后访问日期：2019年3月8日。

³ 详见深圳证券交易所官方网站“中小企业板介绍”，地址：<http://www.szse.cn/certificate/smeboard/>，最后访问日期：2019年3月8日。

创业板 (二板)	深圳证券交易所	创新创业主引擎	积极服务 <u>创新驱动</u> 发展战略, 支持 <u>创新型、成长型</u> 企业发展, 6 成以上公司属于 <u>战略新兴产业</u> , 8 成以上拥有 <u>自主研发能力</u> , 9 成以上为 <u>高新技术企业</u> ⁴
新三板 (三板)	全国中小企业股份转让系统 (北京)	中小微企业	主要为 <u>创新型、创业型、成长型</u> 中小微企业发展服务 ⁵
科创板	上海证券交易所	科技创新类企业	面向世界 <u>科技前沿</u> 、面向经济主战场、面向国家重大需求。优先符合国家战略, 拥有 <u>关键核心技术</u> , <u>科技创新能力突出</u> , 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 <u>成长性</u> 的企业 ⁶

科技创新, 无非就是重大核心技术的进步和突破。上表 1 标注出了各个板块之间服务企业类型定位的重合部分, 很明显, 大家都在竞相争抢“技术进步”这个亮点, 可见整个国家及国民对于高端科学技术突破具有近乎狂热的崇拜和渴求。⁷ 想沾光蹭热点本无可厚非, 但这却一定程度造成了各个板块发展定位的交叉和概念混乱, 可能导致同质化竞争并使得各板块的战略定位形同虚设, 只要符合基本的上市条件即可。科创板诞生之后, 一口气截走“科技”和“创新”两大热点, 并且是面向“世界科技前沿”、拥有“关键核心技术”, 具有“较强的”成长性

⁴ 详见深圳证券交易所官方网站“创业板介绍”, 地址: <http://www.szse.cn/certificate/seconddb/>, 最后访问日期: 2019 年 3 月 8 日。

⁵ 详见国务院《关于全国中小企业股份转让系统有关问题的决定》((国发[2013]49 号)文件。

⁶ 中国证券监督管理委员会第 153 号令《科创板首次公开发行股票注册管理办法(试行)》第 3 条。

⁷ 彭冰:《公募众筹的基础理论》, 载郭锋、李有星主编:《证券法律评论》(2016 年卷), 中国法制出版社, 2016 年 4 月, 第 34 页。彭冰教授在该文中指出, 在解决小微企业融资困境的渴望、投资者发财梦想、金融民主化的理想以及对技术进步的迷信等因素的综合影响下, 美国创设了公募众筹豁免。笔者认为, 该理论也可以类比到科创板设立的原因。无论是为了解决哪类企业的融资困境, 投资者发财的梦想和对科技进步的迷信似乎是永远不变的。

企业，种种表述的站位和立意都要明显高于其他板块。加上注册制改革的红利、发行与上市条件的放宽、投资者门槛的灵活设置等，无疑对其他板块形成了倒逼改革的竞争压力。

证券发行注册制改革由来已久，从党中央的顶层设计文件，再到全国人大的授权过渡，最后由中国证监会及交易所出台细则落地实施，为科创板的诞生及注册的改革试点奠定了坚实的政策与法律基础。2013年11月12日，十八届三中全会审议通过《中共中央关于全面深化改革若干重大问题的决定》，首次提出了“推行股票发行注册制改革”的要求，标志着注册制改革在党中央层面获得了顶层设计的支持与认可。2014年5月9日，国务院发布《关于进一步促进资本市场健康发展的若干意见》，跟进提出了“积极稳妥推进发行注册制改革”的要求。随即的2015年政府工作报告将“实施股票发行注册制改革”确定为重要任务，同年12月27日，第十二届全国人大常委会第十八次会议审议通过了《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》，授权中国证监会调整适用证券法关于股票公开发行核准的规定并进行注册制改革试点，于2016年3月1日开始实施，为期2年，标志着立法层面正式开展股票发行注册制改革。2018年2月，全国人大常委会第三十三次会议决定再次授权，将股票发行注册制授权期限延长至2020年2月29日。

2019年1月30日，证监会发布《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》，并在发布时直接说明“经党中央、国务院同意”，说明该文件获得了国务院授权，代表了国务院的意见。该文件提出了二十条在沪市增设科创板的实施意见，使得注册制改革的进程大大提速；3月1日，证监会发布《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）》，对科创板的战略定位、发行条件、注册程序、信息披露等各方面重大问题做出了具体的规定，深入推进了科创板与注册制落地实施的进程；6月21日，最高人民法院亦出台《关于为设立科创板并试点注册制改革提供司法保障的若干意见》，为设立科创板并试点注册制改革提供了有力的司法保障、推动

了股票发行注册制改革的顺利进行，成为最高法历史上首次为资本市场基础性制度改革安排而专门制定的系统性、综合性司法文件。⁸

推进股票发行注册制是一种历史趋势，是资本市场市场化程度提高的必然结果。⁹ 证券法乃资本市场的基础性法律，而股票的公开发行制度又是证券法最为核心的部分，股票首次公开发行制度由现行的核准制改为注册制无疑更具市场化和进步性，但却动摇了证券法的根基，势必引起证券法及公司法等一系列配套法律制度的变动。¹⁰ 《证券法》的修订理应积极回应设立科创板所带来的重大基础性制度变革，但同时也应注意到《证券法》的使命毕竟不是专门为特殊时期的制度改革提供法律依据，不能只针对某个特殊板块，¹¹ 而是作为资本市场的“根本大法”为试点成功后的股票发行市场提供稳定可靠的法律保障。科创板的设立只是作为一块制度改革的试验田而非终点，可以预期的是，科创板注册制试点成功的经验必将推广至沪深两市所有板块。所以，从更加长远和保持法律稳定性的角度，《证券法》的修订应以注册制作为一般性规定进行明确而将核准制作为特殊规定，针对目前改革过渡期间不同板块的规范管理需要设置相应的特别规定。

在 2019 年博鳌亚洲论坛年会上，中国证监会副主席李超针对科创板试点注册制成功后，被问及是否会把注册制推广到所有板块时也曾表示，“注册制是方向早已明确的，并不是为了科创板才推出注册制，这是试点，试点为何设立，不言而喻”。¹² 这也表明，科创板的意义不仅仅是新开设了一个资本市场板块，更是一块资本市场基础制度改革改进的试验田，试点成功后，注册制势必全面推广到全国所有板块。实际上，目前创业板的注册制改革也已经在紧张、稳步推进。因此，制度先行的《证券法》应当为注册制改革的全面推广提供稳定的法律依托。

⁸ 中国法院网，《最高法首次为资本市场基础性制度改革出台综合性司法文件》，资料来源：<https://www.chinacourt.org/article/detail/2019/06/id/4098632.shtml>，最后访问时间 2019 年 6 月 22 日。

⁹ 曹凤岐：《推进我国股票发行注册制改革》，载《南开学报（哲学社会科学版）》，2014 年第 2 期。

¹⁰ 科创板对于公司法的影响主要体现在允许特殊股权结构的公司上市融资等方面，从而突破了传统公司法同股同权的原则，该内容拟在后文相应部分做论述。

¹¹ 彭冰，《逐条评论〈证券法（三审稿）〉（上）》，资料来源：<https://mp.weixin.qq.com/s/2k3jaN2S1-d-YvOyVZHmA>，最后访问时间：2019 年 7 月 22 日。

¹² 新浪财经：“证监会副主席李超：注册制早已明确 并非只为了科创板”，网址：<https://finance.sina.com.cn/hy/hy/jz/2019-03-29/doc-ihxncv6566284.shtml>。最后访问时间：2019 年 7 月 30 日。

二、设立科创板的重大意义：下一个纳斯达克？

有这么一个交易所，它接纳了尚未盈利的苹果公司，助推其成为全球市值最大企业；有这么一个交易所，它接纳了不同股权架构的谷歌和 Facebook，二者后来均成为全球科技巨擘；有这么一个交易所，它还接纳了 VIE 架构的百度、新浪、搜狐等公司上市，¹³ 得以让这些公司茁壮成长为中国互联网行业的一面旗帜。没错，这家证券交易所就是纳斯达克。

1970 年代起，纳斯达克“敢于打破常规”，削减繁杂的上市手续，降低资产及盈利标准，帮助尚未获得正向盈利的中小科技公司，找到融资渠道。同时，它看好新技术，率先提出了“但凡是关注于未来的公司，都可以来找纳斯达克”的口号，¹⁴ 出台了极具包容性的上市标准，使其成为大量科技公司成长的沃土，铸造了 Intel、苹果、微软在内的多家市值千亿美元的科技巨头，并吸引了世界各地的高新技术企业纷纷奔赴此地上市。

科创板与纳斯达克有诸多相似之处。除了设立初衷相似，此次重磅推出的科创板几乎是“看齐式”地对标纳斯达克，量身定制了一套兼具包容性与多元化的上市条件，对科技创新类企业上市融资释放和创造了诸多政策利好和优惠条件。此中深意不言而喻——打造中国版的“纳斯达克”，借助资本市场的力量推动国内科技产业和新经济企业崛起、孵化出一批具有世界水准的中国科技巨头，有力支持我国实体经济的发展和产业优化升级。具体来说，新设立的科创板将允许尚未盈利企业、特殊股权结构企业和红筹企业上市。

（一）允许尚未盈利或存在亏损的企业上市

第一，科创板在财务指标方面放宽了连续三年盈利的要求，制定了更加多元化的上市标准。《关于在上海证券交易所设立科创板并实施注册制的意见》第（四）

¹³ 搜狐网：“科创板会是下一个纳斯达克，还是下一个新三板？”，网址：http://www.sohu.com/a/298999107_465194，最后访问日期：2019 年 3 月 14 日。

¹⁴ 王艺：《十问科创板》，载“雷锋网”：<https://www.leiphone.com/news/201902/WbSJlw0ko0cyMY4Q.html?uniqueCode=pQjIzTgXIulv0b4V>，2019 年 2 月 1 日。最后访问日期：2019 年 3 月 14 日。

条规定，将更加注重企业的科技创新能力，允许符合科创板定位、但尚未盈利或存在累计未弥补亏损的企业在科创板上市，制定更具包容性的科创板上市条件。

表 2 科创板上市条件及与其他板对比¹⁵

项目	主板及中小板	创业板	科创板
财务指标/盈利要求	1、最近 3 个会计年度利润均为正数（连续三年盈利）且累计超过 3000 万元； 2、最近 3 个会计年度经营活动现金流量净	标准 1： 连续 2 年盈利，最近两年净利润累计≥1000 万元；或者 标准 2：	标准 1：市值+净利润（或市值+净利润+营业收入） <ul style="list-style-type: none"> • 预计市值≥10 亿，最近 2 年盈利且累计利润≥5000 万；或 • 预计市值≥10 亿，最近 1 年盈利且收入≥ 1 亿 标准 2：市值+营业收入+研发投入 <ul style="list-style-type: none"> • 预计市值≥15 亿 • 最近 1 年收入≥2 亿元

15 表二的编制参考了刘东亚律师等：《科创板落地：先“图”为快（一）》，“金杜研究院”微信公号，2019 年 3 月 4 日推文；汉坤科创板服务组：《科创板新规正式落地，即日起可提首发申请》，“汉坤律师事务所”微信公号，2019 年 3 月 3 日推文；国泰君安《科创板上市意见书》，以及上海证券交易所科创板新规等文献资料。

	额累计大于5000万,或营业收入累计大于3亿元;且最近一年期末不存在未弥补亏损	最近1年盈利,最近1年营业收入≥5000万元	<ul style="list-style-type: none"> • 且最近3年研发投入合计占3年收入比例≥15% <p>标准 3: 市值+营业收入+经营活动现金流</p> <ul style="list-style-type: none"> • 预计市值≥20 亿 • 最近1年收入3 亿 • 且最近3年经营净现金流累计≥1 亿 <p>标准 4: 市值+营业收入</p> <ul style="list-style-type: none"> • 预计市值≥30 亿 • 最近1年收入≥3 亿 <p>标准 5: 市值+明显技术优势</p> <ul style="list-style-type: none"> • 市值≥40 亿 • 业务或产品经有关部门批准,市场空间大,有阶段性成果 • 医药企业至少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技术优势并满足相应条件
--	-----------------------------------------	------------------------	----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------

如上表 2 所示,《上海证券交易所科创板股票发行上市审核规则》第 22 条进一步细化了《实施意见》,为拟在科创板上市的企业提供了 5 套可选择的财务指标,发行人只需符合其中一项标准即可上市。与主板、中小板、创业板相比,充分考虑了科技企业在预计市值、净利润、研发投入、现金流等方面的特殊需求,并设置了更为多元和包容的财务门槛,上市条件对科技创新类企业显得更加灵活、包容和友好。这使得一部分尚未盈利但前景良好的新兴科技公司有望上市融资,增强了资本市场在资源配置中的作用,拓宽了科创企业的融资渠道。

2019 年 7 月 22 日科创板正式开市,从开市两个多月的实践案例来看,截至 10 月 10,科创板一共上市 36 家企业。虽然有许多企业的财务数据明显不满足 A 股原有的上市标准,包括报告期内存在亏损、发行上市前存在未弥补亏损等明显“财务数据瑕疵”,但仍未有真正意义上的未盈利企业(特别是使用第 5 套标准:

市值+明显技术优势)上市发行的情形,绝大多数存在个别年份亏损的企业仍选择第1套标准(市值+净利润(或市值+净利润+营业收入))申请上市,仅有中微公司一家选择第4套标准(市值+营业收入)申请上市,且中微公司在报告期内仅有2016年为亏损,其使用第1套标准依然可以满足基本盈利要求。具体的,截至2019年10月10日上市的科创板企业中财务数据存在“异常情况”的企业情况统计如下表3。

表3 科创板上市并存在异常财务数据的企业信息统计¹⁶

企业简称	财务数据异常情况	发行人选择的上市标准	发行人对亏损的解释
铂力特	2019年1季度亏损227.52万元。	标准1:市值+净利润(或市值+净利润+营业收入)	2018年同期归母净利润为-364.35万元,公司营业收入具有一定的季节性。
天奈科技	2017年度净利润为-1,479.97万元。	标准1:市值+净利润(或市值+净利润+营业收入) 预计市值≥10亿,最近1年盈利且收入≥1亿	2017年度对公司主要客户坚瑞沃计提大额减值准备。
山石网科	2019年1季度亏损5,197.17万元; 且上市前未弥补亏	标准1:市值+净利润(或市值+净利润+营业收入)	2019年1-3月,由于收入季节性特征及费用各月相对较为平均发生的原因,2019年1季度亏损扩大。 报告期前累计未弥补亏损主要因销售收入规模较低,期间费用率较高,

¹⁶ 数据来自各科创板公司公布的招股说明书。

	损 为 18,545.63 万元。		尚未产生规模效应所致。2016-2018年，发行人三项费用与收入整体呈增长趋势。随着收入规模的扩大，期间费用率逐年降低，盈利能力不断增强，预计发行人合并口径未弥补亏损将逐年减少。
中微公司	2016 年度 净利润为- 2.39 亿 元； 且未弥补 亏 为 65,379.98 万元。	标准 4：市值+ 营业收入	公司自 2004 年成立以来，经历了较长时间的亏损，前期中国半导体发展滞后需求不足，半导体行业研发周期长、投入大，公司近年已进入快速发展期，2017 年起开始盈利。
南微医学	2016 年度 净利润为- 3,645.41 万元	标准 1：市值+ 净利润（或市 值+净利润+营 业收入）	2016 年公司对员工实施股权激励，确认股份支付金额9,570.00万元并一次性计入 2016 年管理费用所致。
航天宏图	2019 年上 半年净利 润 为 - 2,906.60 万元。	标准 1：市值+ 净利润（或市 值+净利润+营 业收入）	公司的经营业绩会呈现季节性特点，即收入和净利润来自于下半年，尤其是第四季度。预计 2019 年 1-6 月净利润区间为-2,760.45 万元至-2,255.45 万元，与上年同期净利润-5,160.20 万元相比，亏损减少。
交控科技	2019 年第 一 季 度 净 利 润 为 -	标准 1：市值+ 净利润（或市 值+净利润+营 业收入）	主要系信号系统业务季节性因素、并表范围变化、新开保函手续费增长等原因所致。

	2,428.99 万元。		
微芯生物	未弥补亏损为 3,902.43 万元。	标准 1: 市值+ 净利润 (或市 值+净利润+营 业收入) 预计市值≥10 亿, 最近 1 年 盈利且收入≥ 1 亿	创新药产业具有创新成本高、投资风险大、研发周期长等特点, 公司自 2001 年成立至今一直处于研发投入阶段。且公司为保持长远的持续竞争力和盈利能力仍不断进行新产品的开发和产业化布局, 研发投入较大。受原创新药开发与上市周期、市场推广效果等不确定因素的影响, 公司可能存在短期内无法弥补合并财务报表累计亏损的风险。

上述企业的股价走势与科创板其他股票并无明显差异。其中财务“数据瑕疵”较为轻微的南微医疗, 甚至是科创板中极少数后期股价能够超过开盘首日最高点, 并使股价稳定在历史高点附近的股票之一。

表 4 科创板上市条件与纳斯达克上市条件的对比

	上市条件指标	共同标准
科 创 板	指标一: 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;	五项指标 满足其一
	指标二: 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, 且最近三年累计研发投入占最近三年累计营业收入的比例不低于 15%;	
	指标三: 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;	

	上市条件指标	共同标准
	<p>指标四：预计市值不低于人民币 30 亿元，最近一年营业收入不低于人民币 3 亿元；</p> <p>指标五：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；</p>	
纳斯达克	<p>一、全球精选市场，四项指标满足其一：</p> <p>1、近三个会计年度税前收入总计不低于 1100 万美元且近两个会计年度每个年度不低于 220 万美元，同时每个会计年度不得为负；</p> <p>2、近三个会计年度税前收入总计不低于 2750 万美元，同时每个会计年度不得为负；最近一年平均市值不低于 5.5 亿美元，最近一个会计年度收入不低于 1.1 亿美元；</p> <p>3、最近一年平均市值不低于 8.5 亿美元，最近一个会计年度收入不低于 0.9 亿美元；</p> <p>4、公司市值不低于 1.6 亿美元，总资产不低于 8000 万美元，股东权益不低于 5500 万美元</p>	<p>投标询价最低价格不低于 4 美元</p>
	<p>二、全球市场：</p> <p>1、收入标准：最近一个会计年度或者最近三年中的两年税前收入不低于 100 万美元，股东权益不低于 1800 万美元，做市商不少于 3 个；</p> <p>2、股东权益标准：股东权益不低于 3000 万美元，公众流通股市值不低于 1800 万美元，做市商不少于 3 个，公司持续经营两年；</p> <p>3、市值标准：股东权益不低于 7500 万美元，公众流通股市值不低于 2000 万美元，做市商不少于 4 个；</p>	<p>公众流通股数不低于 110 万股，拥有股东数不低于 400 人，投标询价不低于 4 美元</p>

	上市条件指标	共同标准
	4、总资产/总收取标准：最近一个会计年度或者最近三年中的两年总资产和总收入均不低于 7500 万美元，公众流通股市值不低于 2000 万美元，做市商不少于 4 个；	
	<p>三、资本市场：</p> <p>1、股东权益标准：股东权益不低于 500 万美元，公众流通股市值不低于 1500 万美元，公司持续经营两年，投标询价不低于 4 美元或收盘价不低于 3 美元；</p> <p>2、市值标准：股东权益不低于 400 万美元，公众流通股市值不低于 1500 万美元，发行证券市值不低于 5000 万美元，投标询价不低于 4 美元或收盘价不低于 2 美元；</p> <p>3、净收入标准：股东权益不低于 400 万美元，公众流通股市值不低于 500 万美元，最近一个会计年度或者最近三年中持续两年净收入不低于 75 万美元，投标询价不低于 4 美元或收盘价不低于 3 美元；</p>	<p>公众流通股数不低于 100 万股，拥有股东数不低于 300 人，做市商不低于 3 个</p>

如上表 4 所示，纳斯达克将股票市场分为精选市场、全球市场、资本市场三个层次。纳斯达克的精选市场主要是有一定规模的、相对大型的优质企业，上市条件侧重利润、现金流，财务流通性方面的要求高于科创板。全球市场是纳斯达克最大且交易最活跃的股票市场，上市条件介于精选市场与资本市场之间，在财务、资本额和共同管理等方面要求严格。资本市场层次专为成长期的公司提供市场，门槛相对较低，对上市财务指标要求较低。相对来讲，纳斯达克对于创新型企业而言更像天使投资人的角色，愿意在初期给企业融资的机会，哪怕其盈利模式还没有很成熟或市场上并无先例；而科创板则更偏向于已经经过初创期、有一定规模而在成长期的企业，虽然对于是否盈利放宽了条件，但对于非盈利企业的市值要求仍然较高。

在报告期内三年营收合计仅 151 万元，而连续三年零一季度巨亏合计 88,495.79 万元泽璟制药，在经历了三轮问询后顺利过会，成为第一家尚未盈利企业在科创板成功上市的案例。泽璟制药是一家专注于肿瘤、出血及学院人疾病、

肝胆疾病等多个治疗领域的新型药品研发企业，创新驱动明显，但多项新药仍处于研发烧钱阶段且尚无药品销售收入，2016-2018年的营业收入分别为20万元、0万元、131万元，而净利润则早已是连续亏损。同时，因股权激励计提的股份支付金额较大，泽璟制药还存在较大的累计未弥补亏损，其经营活动产生的现金流量净额亦持续为负值。但招股书显示，泽璟制药已于2016-2019年上半年持续投入了研发经费0.61亿元、1.59亿元、1.38亿元、0.71亿元，并拥有29项在研项目共计11个创新药品种，估值超过47亿元，成为科创板首家采用第5套标准（市值40亿元+明显技术优势）并成功发行上市的科创板公司，也是中国A股市场第一家真正意义上的亏损企业成功发行上市的案例，具有里程碑式的意义。

除此之外，在注册申请队列里还有报告期内主营业务收入为0、三年巨亏145,685.44万元的百奥泰依据第5套标准（市值+明显技术优势）申请发行上市；亦有存在红筹架构、连续巨亏三年、累计未弥补亏损高达311,028.00万元的九号智能依据第2套标准（市值+营业收入+研发投入）申请发行上市。但是，这几家公司目前均仍处于问询答复的状态，还并未能够通过交易所审查，但相信在不久的将来，我们可以见证更多符合要求的未盈利企业凭借其他优势在科创板发行上市，为科创板上市标准的改革创新增添更加丰富的实践案例。

（二）允许特殊股权结构的企业上市

第二，允许特殊股权结构企业上市，即允许拥有“同股不同权”式投票权架构的公司科创板上市。《实施意见》第（五）条第1款规定，允许科技创新企业发行具有特别表决权的类别股份，每一股特别表决权股份拥有的表决权数量大于每一普通股拥有的表决权数量，其他股东权利与普通股份相同。对于同股同权的内资企业，在科创板发行上市需要满足上表2、表4所示的5套可选财务指标之一；而对于同股不同权的内资企业在科创板上市的财务指标要求，发行人除满足上述表决权差异化安排、应当稳定运行至少1个完整会计年度等条件外，还需要市值不低于100亿元，或者市值不低于50亿元且最近一年营业收入不低于5亿元。

1、同股不同权结构的法理基础及实现路径

同股不同权，又称差异化表决权结构，与同股同权等单一股权结构相对应的一种特殊股权结构，以每一份股权所对应的表决权数量为标准划分，可能存在无

表决权股票、多股一权、一股一权、一股多权等情形。在同股不同权的安排下，每一特别表决权股份拥有的表决权数量通常大于每一普通表决权股份拥有的表决权数量。一般情况下，存在差异化表决权结构的公司是向创始股东发行特别表决权股份，向公众发行普通表决权股份，达到创始股东用少量股份锁定公司多数表决权即控制权的效果。¹⁷ 特别表决权股份（一般被称为高表决权股份，A类股份）与普通表决权股份（一般被称为低表决权股份，B类股份）除了表决权不同，在其他股东权利方面几乎不存在差异，但A类股份一经转让便转化为B类股份，不再享有特别表决权。

同股不同权的股权结构安排赋予特定股东加倍表决权的股份，而特定股东主要针对公司内部人股东而言，如董事股东、监事股东或者经理股东，表现形式为“一股多权”（multiple votes），¹⁸ 如一股十权、一股二十权等不同表决权。传统公司法观念认为，这种类型的股份显然违反了“一股一权”的股权平等原则，应主要适用于家族企业等封闭公司，而公众公司不得发行此类股份。¹⁹ 但对于科技创新型企业而言，创始人等核心管理人员一般拥有过人的胆识和资深的行业背景，在企业中拥有很强的影响力和感召力。特殊股权结构的设计使得创始人能通过较高比例的投票权对实现公司的控制，延续公司的经营政策和重大决策，保持稳定的战略和思路。²⁰ 同时，特殊股权结构也是一种抵御敌意收购的保护措施，能有效消除外部投资者对公司的敌意收购动机，有利于公司的稳定和长远发展。这种股权安排使得企业管理团队既可以通过股权融资方式在资本市场上筹集到更多的资金，又不必担心股权稀释导致的控制权旁落问题，因此受到科技创新型企业的广泛欢迎。²¹

¹⁷ 白芸：《差异化表决权结构下的“创始人——投资者天平”——兼评科创板中的差异化表决权结构》，“北京大学金融法研究中心”微信公众号 2019 年 5 月 20 日推文，访问网址：<https://mp.weixin.qq.com/s/5CexoFeNP1lfY1hVG2LM6A>，最后访问日期：2019 年 8 月 1 日。

¹⁸ 施天涛著：《公司法论》（第四版），法律出版社，2018 年 4 月，第 196 页。

¹⁹ 施天涛著：《公司法论》（第四版），法律出版社，2018 年 4 月，第 197 页。

²⁰ 宋建波、文雯、张海晴：《科技创新型企业的双层股权结构研究——基于京东和阿里巴巴案的案例分析》，载《管理案例研究与评论》第 9 卷第 4 期，2016 年 8 月。

²¹ 宋建波、文雯、张海晴：《科技创新型企业的双层股权结构研究——基于京东和阿里巴巴案的案例分析》，载《管理案例研究与评论》第 9 卷第 4 期，2016 年 8 月。

然而，由于我国《公司法》长期以来坚持同股同权的制度，²²导致以双层股权结构为代表的特殊股权安排在我国并不受到法律的认可和保护。²³ 中国本土资本市场对于“同股同权”制度的坚持，在一定程度上使国内证券交易所流失了大量潜在的优质上市公司资源，使国内很多具有成长性、创新能力强的企业纷纷赴美国及港交所上市，导致国内的投资者失去对这些高速成长的创新型公司进行投资的机会，无法分享丰厚的投资收益，对我国资本市场的发展造成了一定的损失。²⁴ 大批优秀的中国科技创新型企业赴美上市融资，使得本土优质上市资源流失，京东和阿里巴巴这两家实行双层股权结构并在美国上市的科技创新型企业便是典型案例。²⁵ 纳斯达克等海外资本市场对于股权结构的包容性日益成为吸引科技创新企业的重要原因，现如今的科创板针对这一现象推出了专门的制度安排，允许具有特殊股权结构的公司上市融资，开辟了同股不同权公司治理模式的实现路径，在激发创新源泉涌流的同时，也呼唤着我国《公司法》相应内容的调整与修订。

2、差异化股权结构的利弊分析

如前所述，对于上市公司而言，差异化表决权结构能够在公司大量融资的同时，维持创始人对公司控制权的稳定，相较于一致行动人协议、表决权委托以及有限合伙持股等制度有不可替代的优越性：既有助于解决公司持续融资与维护控制权稳定之间的矛盾，又有助于维持公司发展“航向”、减少敌意收购的侵扰，更有利形成一个稳定的股权结构。²⁶

但是，对于投资者而言，差异化股权结构可能诱发代理成本增加的问题。差异化表决权结构下创始股东持有较少的股权却得以决定公司的重大事项，这种收

²² 谢永珍：《科创板上市公司的治理挑战》，载《董事会》，2019年第6期，第33-37页。

²³ 我国《公司法》第126条规定，股份的发行，实行公平、公正的原则，同种类的每一股份应当具有同等权利。

²⁴ 宋建波、文雯、张海晴：《科技创新型企业的双层股权结构研究——基于京东和阿里巴巴案的案例分析》，载《管理案例研究与评论》第9卷第4期，2016年8月。

²⁵ 宋建波、文雯、张海晴：《科技创新型企业的双层股权结构研究——基于京东和阿里巴巴案的案例分析》，载《管理案例研究与评论》第9卷第4期，2016年8月。

²⁶ 参见白云：《差异化表决权结构下的“创始人——投资者天平”——兼评科创板中的差异化表决权结构》，“北京大学金融法研究中心”微信公众号2019年5月20日推文，访问网址：<https://mp.weixin.qq.com/s/5CexoFeNP11fY1hVG2LM6A>，最后访问日期：2019年8月1日。

益权和表决权的不对等使其有更高的激励谋求控制权带来的私人利益，因此可能会产生公司对创始股东的利益输送、内部人员关联交易等问题，公司代理成本随之增加，丧失或被削弱表决权的股东权益如何保护成为新的问题。

最后，对于证券市场而言，同股不同权的设置可能带来规避控制权市场监督的问题。差异化表决权结构维护了一个掌握公司巨大资源却无需承担相应责任的管理层，即使经营效率降低也难以撼动其地位，降低了控制权市场的威慑作用。

27

3、境内外交易所对于同股不同权公司所作的限制措施

针对上述可能出现的弊端，境内外交易所对于同股不同权公司所作的限制措施主要包括：²⁸

第一，公司须在 IPO 前完成差异化表决权结构的安排。例如，美国纽交所、纳斯达克等交易所的上市规则规定，公司在首次公开发行前和首次公开发行时可以发行投票权不同的股票，公开发行并上市后，不得再发行含有较高表决权的股票。此类规定在于禁止上市公司控股股东通过修改公司章程的方式，自行提高自身的表决权比重。

第二，限制特别表决权股份的表决权倍数。如美国纽交所、纳斯达克规定特别表决权比例最高不得高于普通股份表决权的 20 倍；日本东京交易所规定特别表决权比例最高不得高于普通股份表决权的 10 倍；香港一方面规定不得超过 10 倍，另一方面也规定特别表决权股东持股比例不得低于 10%。因为经测算显示，特别表决权的表决权比例达到一定的限度，就可以完全杜绝敌意收购的可能性。

第三，限制行业和公司规模。香港联交所和新加坡交易所对设置结构公司的行业和规模都予以了限制，这是因为实施差异化表决权的公司应为创新产业公司，公司业务应具有高速增长性，并设置预期市值最低门槛。通过行业和规模的筛选，

²⁷ 参见白云：《差异化表决权结构下的“创始人——投资者天平”——兼评科创板中的差异化表决权结构》，“北京大学金融法研究中心”微信公众号 2019 年 5 月 20 日推文，访问网址：<https://mp.weixin.qq.com/s/5CexoFeNP11fY1hVG2LM6A>，最后访问日期：2019 年 8 月 1 日。

²⁸ 本部分是对北京大学金融法研究中心已有成果的总结，详细讨论请参见白云：《差异化表决权结构下的“创始人——投资者天平”——兼评科创板中的差异化表决权结构》，“北京大学金融法研究中心”微信公众号 2019 年 5 月 20 日推文，访问网址：<https://mp.weixin.qq.com/s/5CexoFeNP11fY1hVG2LM6A>，最后访问日期：2019 年 8 月 2 日。

让预期有更高回报率的公司上市,用股权的收益权在一定程度上弥补中小投资者的表决权“折损”。

第四,对于采取双层股权架构的公司设置特殊的信息披露义务。例如,美国、新加坡等国规定,发行人应从商业经营模式、行业特征、创始股东对企业不可替代的贡献等方面对采用差异化表决权结构的必要性予以披露。其次,对于可能存在的利益冲突、特殊法律风险的予以特殊披露。此外,对超级表决权股东的身份进行穿透式监管。

第五,重大事项恢复“一股一权表决”。这是指在某些涉及普通股股东重大利益的事项上,特别表决权失效,所有股东按照一股一票的方式进行表决。因为,普通股股东认可创始股东的特别表决权,是基于其独特的商业眼光,并非让渡自身参与所有决策事项的权利。故当创始人行使的权利与其进行商业判断无关时,该股份不应具有超级表决权。例如,日本东京交易所规定,在修订章程、股份分拆、并购重组等事项上应当恢复同股同权表决。

科创板差异化表决权结构相关的原则性规定见于《实施意见》第五条,细化规定主要见于《上市规则》第 2.14 条及第 4.5 节,主要规定了差异化表决权的行使限制及强制失效情形、允许董事的持股主体持特别表决权股、要求监事会对差异化表决权行使的合规性发表意见,并在普通股股东召开临时股东大会和提案权方面的规定有所加强,但未设置行业规模的要求,相较之下对投资者的风险识别能力提出了更高的要求。

从实践案例来看,截至 2019 年 10 月 10 日,仍没有具有差异化表决权的企业在科创板发行上市成功,但已经有设置差异化表决权的优刻得通过了上交所上市委会议审查,并提交证监会注册。根据优刻得的招股说明书(申报稿),优刻得是国内领先的中立第三方云计算服务商,它的共同实际控制人季昕华、莫显峰和华琨合计持有 9768.82 万 A 类特别表决权股份,特别表决权股份拥有的表决权是普通股的 5 倍,公司剩余 B 类 2.66 亿股为普通股份,上述三位实控人对应的表决权比例分别为 33.67%、15.52%和 15.52%。在问询过程中,交易所关注了上述差异化表决权的必要性和合理性,并要求发行人重点强调特殊表决权安排的风险。发行人和保荐人对于特殊表决权设置的必要性和合理性解释包括:季昕华作为公司董事长兼首席执行官全面负责公司的经营管理,莫显峰作为董事兼首席

技术官领导公司技术团队，华琨作为董事兼首席运营官领导公司运营团队，三人作为发行人的共同实际控制人，对于公司的稳定及快速发展发挥了重要作用，未来发行人的稳定和快速发展仍需要三人，引入差异化表决权可以保证三人对公司整体的控制权，设置特别表决权符合发行人及其他股东的长远利益最大化。优刻得有希望成为科创板首家设置了特别表决权架构的上市企业，对此市场各界均充满期待。

(三) 允许红筹和 VIE 架构企业上市

第三，欢迎已在海外上市的红筹企业回归国内资本市场。以前须三年连续盈利的条件，曾经迫使中国的互联网企业不得不去海外融资，导致中国公众丧失了获利中国互联网发展的大好投资机会。²⁹ 如今的科创板新规进一步明确了红筹企业上市标准，它们大多数都具有国际领先的核心技术。

一般来说，科技企业的研发设计和人才投入较大，回报周期较长，在后期形成成熟的产品和稳定的商业规模后才会有可观的收入。这类企业容易产生较大的资金缺口，发展前期很难符合上市条件。其中，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）（后简称“《国务院21号文》”）规定的红筹企业，即可申请发行股票或存托凭证并在科创板上市。已经在境外上市的大型红筹企业，市值需不低于2000亿元人民币；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），最近一年营业收入需不低于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的尚未在境外上市红筹企业，如果预计市值不低于人民币100亿元，或者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，可以申请在科创板上市。³⁰ 上述规定为红筹企业提供了无需拆红筹架构直接境内上市的机会，但总体而言，红筹企业登陆的科创板门槛仍然较高。

²⁹ 彭冰：《信息披露是注册制的核心》，载黄红元、徐明主编《证券法苑》第12卷，2014年12月，第271-272页。

³⁰ 上海证券交易所官方网站：“上海证券交易所发布设立科创板并试点注册制配套业务规则答记者问”，2019年3月1日，网址：http://www.sse.com.cn/aboutus/mediacenter/hotandd/c/c_20190301_4729501.shtml，最后访问日期：2019年3月8日。

表 5 红筹企业与科创企业比较

文件名	定位	具体行业与企业类型
《设立科创板并试点注册制的实施意见》 (2019. 1. 30)	面向世界科技前沿、面向经济主战场、面向国家重大需求，主要服务于符合 <u>国家战略、突破关键核心技术、市场认可度高</u>	新一代信息技术、 <u>高端装备、新材料、新能源、节能环保及生物医药等高新技术产业和战略新兴产业</u> ，推动 <u>互联网、大数据、云计算、人工智能和制造业深度融合</u>
《开展创新企业境内发行股票或存托凭证试点意见》 (2018. 3. 22)	<u>符合国家战略、掌握核心技术、市场认可度高</u>	<u>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</u>

如上表 5 所示，红筹企业和科创板企业的重合部分已用下划线标识出来，可看出，红筹企业基本上均符合科创板要求。如前所述，红筹企业回归国内资本市场具有重要意义。由于红筹企业性质上还是属于境外企业，如果不拆红筹架构就发行股票，意味着允许外国企业直接在中国发行股票。因此，红筹企业在境内发行存托凭证并上市，应当符合发行上市审核注册程序的规定。如果具有协议控制框架或者类似特殊安排的，应当充分详细披露相关相关风险、公司治理等信息。这一规定也意味着境外公司将有机会首次在 A 股市场直接发行股票并且允许保留 VIE 架构，但需要充分披露相关信息。³¹

在现有的《证券法》和《公司法》环境下，外国公司直接在中国发行股票显然是行不通的：根据现行《证券法》第十二条：“设立股份有限公司公开发行股

³¹ 河海锋、李凌霜：《科创板上市全景图》，载“天同诉讼圈”微信公号，2019年3月5日推文。

票，应当符合《中华人民共和国公司法》规定的条件和经国务院批准的国务院证券监督管理机构规定的其他条件”；进一步，《公司法》第二条“本法所称公司是指依照本法在中国境内设立的有限责任公司和股份有限公司”又将公司的范围明确限制在“中国境内设立的”。

但这次科创板试点红筹企业在中国境内发行股票或证券，并非于法无据。前文对于我国股票发行注册制改革的历史沿革已经有较为详细的介绍，根据全国人大常委会的授权，国务院有权在实施股票发行注册制改革中调整适用《证券法》，具体方案由国务院作出规定并报全国人大常委会备案，而国务院已经同意证监会《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》。因此，红筹企业相关发行行为并不必须受限于现行《证券法》，只要同时符合《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》和科创板的相关规定即可。申请发行存托并在科创板上市的，适用科创板发行上市审核注册程序的规定。

但需要注意的是，全国人大常委会对国务院上述授权的具体用语为：“授权国务院对拟在上海证券交易所、深圳证券交易所上市交易的股票的公开发行，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”，因此国务院对于《证券法》的调整适用权其实仅限于股票发行核准制（即《证券法》第十条）的有关规定。那么对于此次国务院同意试点红筹企业在中国境内发行股票或证券，最宽泛的解释也只能是在注册制改革试点中进行，并不意味着国务院有权批准外国企业在现有仍实施核准制的非试点市场中发行上市。

除了上述发行条件的问题外，允许红筹企业来科创板上市，同时也可能带来了一些监管上的其他挑战。例如，在外汇领域，VIE 架构下的特殊目的公司在境外通过私募方式获得的美元资金一般都是作为 WFOE (wholly foreign owned enterprise, 外商投资/独资企业)³²的增资款汇入境内的，但由于 WFOE 和 VIE 公司实际上是没有持股关系的，以往在境外募得资金的 WFOE 资本项下的外汇资金，亦不可以结汇给 VIE 公司使用，更不得直接结汇并支付给 VIE 的客户或相关

³² 注：所谓 WFOE 模式，指的是外资 PE/VC 在进入中国时，首先设立外商投资企业（WFOE），然后将注册资金结汇为人民币，在进行股权投资。

第三方。在科创板的背景下，如果按照原有的外汇政策这一问题可能更为复杂：理论上的募资企业在境外，而资金的实际使用方是境内的 VIE 企业，这就意味着科创板下 VIE 架构公司除了以往境外募资企业需要面对资金汇入使用的难题，还要处理 IPO 募集的资金的汇出至境外募资主体的前置程序，这种操作路径显然过于迂回曲折、缺乏效率。为了解决这一问题，《国务院 21 号文》其实已经给出了特殊的解决方式，《国务院 21 号文》中关于试点方式的介绍中明确说明：“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。”但仅有这一方向性的意见并不能根本解决科创板 VIE 公司外汇资金相关问题，相关部门还需要尽快出台更加明确具体的细则规定，使上述意见真正具有可实施性，解决外汇制度上的实施障碍。

截至 2019 年 10 月 10 日，虽然仍没有红筹企业在科创板完成发行上市，但在注册申请队列里已经有九号机器人、华润微电子两家境外企业，目前都仅是“已问询”的状态。这两家境外企业均设立于开曼群岛，其中华润微电子计划在科创板直接发行人民币普通股(A 股)，而九号机器人则计划以发行中国存托凭证(CDR)的形式在科创板发行上市。值得注意的是，九号机器人除了具备红筹架构外，同时还连续巨亏三年、累计未弥补亏损高达 311,028.00 万元，并且设置了差异化表决权，本次向存托人发行的是 A 类普通股票，而分别持有公司股份 13.25%、15.40%的两位股东高禄峰和王野手中股票均为 B 类特殊股，每股表决权为 A 类普通股的 5 倍，合计占公司表决权的 66.75%。可以说九号机器人几乎吃遍了科创板中所有的“螃蟹”，笔者和市场一样期待交易所对于两家境外企业的审核结果。

三、科创板试点注册制：股票发行机制的重大变革

(一) 发行审核标准：取消了持续盈利能力的要求

注册制与核准制的本质区别即政府在审核企业首次公开发行股票的申请时，是否需要对发行人的持续盈利能力做判断。因为持续盈利能力意味着稳定的业绩预期，而股票的价值取决于公司未来的发展，投资者购买的便是这支股票未来的升值空间。所以，当法律将“具有持续盈利能力”规定为发行条件时，必须依法进行审核和批准的证监会，就需要在核准程序中落实这项发行条件，从而需要对

股票的投资价值和未来收益作判断。这意味着政府在帮投资者挑选证券产品，代替市场判断一家公司品质的好坏和是否具有投资价值，进而决定它能否公开发行股票，客观上造成了政府公信力为股市背书的局面。

这种模式的问题显而易见，公司未来的业绩充满了不确定性，谁可以判断和确定一家公司未来的价值呢？这本身就是一件很困难的事情，即使行政机构心里也没底。事实上，政府缺乏合适的激励机制来做好这项工作³³——如果没有类似于市场的奖惩激励机制，政府机构在客观上也无法对自己的判断负责任。政府出于审慎考虑，只好趋向于无限提高 IPO 市场的准入门槛，导致一些可能具有投资价值的企业无法上市，政府代替投资者进行价值判断和挑选证券产品很明显的趋势是减少了投资者的选择范围。更要命的是，企业申请 IPO 的时间因此变得非常漫长、不确定性增大，运作成本很高。

注册制与核准制相比，最大差异就是政府在证券品质的挑选上扮演什么样的角色。注册制是通过信息披露的要求，对出售证券的品质形成隐含的要求，更多通过市场和中介机构来挑选出售证券的品质；而核准制则由政府直接对出售证券的品质做出投资价值判断。³⁴ 美国是试行注册制的代表国家，³⁵ 但注册制在美国其实本无定义，“注册制”一词某种程度上算是我国学者的“发明”，美国人一般称其公开发行制度为以信息披露为中心（Disclosure Based）的制度。³⁶ 而中国在借鉴过程中容易“望文生义”——误以为由 Registration 直译过来的“注册制”只是简单的登记生效制或是近似于我国工商登记的备案程序。³⁷ 实则不然，从基本审核流程来看，美国本土公司在美国境内 IPO，³⁸ 必须经历联邦与州两个

³³ 彭冰：《信息披露是注册制的核心》，载黄红元、徐明主编《证券法苑》第 12 卷，2014 年 12 月，第 272 页。

³⁴ 彭冰：《信息披露是注册制的核心》，载黄红元、徐明主编《证券法苑》第 12 卷，2014 年 12 月，第 272 页。

³⁵ 唐应茂：《证券法、科创板注册制和的父爱监管》，载《中国法律评论》，2019 年 8 月（第四期），第 130 页。

³⁶ 徐洋：《美国“注册制”管窥》，上海证券交易所研究报告，No. 14，2014 年 4 月，第 5 页。

³⁷ 关于“registration”与“注册制”词语起源及国内对其理解的发展演变，可参见李燕、杨淦：《美国法上的 IPO “注册制”：起源、构造与争论》，载《比较法研究》，2014 年第 6 期，第 32-33 页。

³⁸ 注：探讨注册制改革不能拿美国资本市场的国际板做比较，中国公司赴纳斯达克上市属于海外企业在美国国际板，因此豁免了各州的注册与实质审查，仅需美国联邦层面的证监会进行注册即可，而美国本土企业首发上市制度才具有借鉴意义和可比性，故美国的双重注册制才是美国注册制的全貌。参见沈朝晖：《流行的误解：“注册制”与“核准制”》，载《证券市场导报》，2011 年 9 月；蒋大兴：《隐退中的“权力型”证

层面的注册，联邦注册以信息披露为主，各州对证券发行实行实质审核，联邦证券法仅作为州证券法的补充而创设，旨在弥补各州证券法相互分割、无力相互支持的困境。³⁹所以，在中国语境下，对于美国资本场所实施的注册制的准确理解，应是指联邦政府及州政府对发行人资质进行的双重审核流程，即美国式的注册制应称为“双重注册制”（Dual Registration），其在运作过程中亦充满了实质审核。⁴⁰

因此，一方面，在科创板试点注册制不应该成为行政许可在证券交易所的翻版，而是政府对证券市场监管方式的根本性变革；⁴¹另一方面，也需要全面理解美国本土公司首发上市监管制度的全貌，才能更加清晰地重新审视和调整我国资本市场领域中政府与市场的关系。正如《实施意见》所指出的那样，科创板首次公开发行股票应逐步将发行条件中可以由投资者判断的事项转为为更加严格、全面、深入、准确的信息披露要求，将股票投资价值判断与证券品质挑选的权利交还给市场，着力减少发行审核领域的行政干预，积极发挥市场在资源配置中的决定性作用。⁴²

（二）科创板上市的发行条件与上市条件

1、中国证监会规定的科创板股票发行条件

（1）组织机构健全，持续经营满3年。依法设立且持续经营3年以上的股份公司，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，有限公司整体变更的从成立之日起算。红筹企业公司形式可适用其注册地法律规定。

监会——注册制改革与证券监管权之重整》，载《法学评论》2014年第2期，第41页。

³⁹ 沈朝晖：《流行的误解：“注册制”与“核准制”》，载《证券市场导报》，2011年9月。

⁴⁰ 冷静：《科创板注册制下交易所发行上市审核权能的变革》，载《财经法学》2019年第4期，第101-102页。

⁴¹ 王保树：《一项对证券法律制度具有全局意义的改革》，载黄红元、徐明主编：《证券法苑》第十二卷，2014年12月，第243页。

⁴² 陈洁：《科创板注册制的实施机制与风险防范》，载《法学》，2019年第1期。

(2) 会计基础工作规范，内控制度健全有效。会计基础工作规范，并由会计师事务所出具无保留意见的审计报告；内部控制制度健全且被有效执行，并由会计师事务所出具无保留结论的内部控制鉴证报告。

(3) 业务完整并具有直接面向市场独立持续经营的能力。资产完整，业务人员、财务、机构独立，不存在重大不利影响的同业竞争和严重影响独立性或显失公平的关联交易；最近 2 年内主营业务、控制权、董事、高级管理人员及核心技术人员均未发生重大不利变化，股份权属清晰；不存在对持续经营有重大不利影响的事项。

(4) 合法合规。生产经营符合法律法规和国家产业政策，最近 3 年内发行人、控股股东、实际控制人不存在经济刑事犯罪，不存在欺诈发行、重大信息披露违法或者其他重大违法行为；最近 3 年内董监高不存在被证监会行政处罚或立案调查以及涉嫌被立案侦查等情形。

此外，首发材料申报后，如发行人同一会计年度会计差错更正累积净利润影响数达到当年净利润的 20%以上或者净资产影响数达到当年(期)末净资产的 20%以上，以及滥用会计政策或者会计估计以及因恶意隐瞒或者舞弊行为导致重大会计差错更正的，应视为发行人在会计基础工作规范及相关内控方面不符合发行条件。

2、上交所规定的科创板股票上市条件

(1) 符合中国证监会规定的发行条件。

(2) 发行后股本总额不低于人民币 3000 万元。

(3) 首次公开发行的股份达到公司股份总数的 25%以上，公司股本总额超过人民币 4 亿元的，首次公开发行股份的比例为 10%以上。

(4) 市值及财务指标满足五套可选标准之一，详见上文表 2 及表 4，现简要归结如下图 1 所示：

市值+净利润 (+营业收入)	预计市值≥10亿	最近两年净利润均为正且累计净利润≥5千万 最近一年净利润为正且营业收入≥1亿
市值+营业收入+研发投入	预计市值≥15亿	最近一年营业收入≥2亿，且最近三年研发投入合计占最近三年营业收入的比例≥15%
市值+营业收入+经营现金流	预计市值≥20亿	最近一年营业收入≥3亿，且最近三年经营活动产生的现金流量净额累计≥1亿
市值+营业收入	预计市值≥30亿	最近一年营业收入≥3亿
市值+技术优势	预计市值≥40亿	取得批准，市场空间大，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

图 1 科创板上市条件的财务指标

所谓预计市值，指股票公开发行后按照总股本乘以发行价格计算出来的发行人股票名义总价值，发行人可选择上述任何一项上市标准相上交所申请在科创板上市并公开发行股票。

(5) 上交所规定的其他上市条件。

(三) 新股首发程序：从核准制到注册制

在美国注册制下，股票发行是否需要美国证监会审核、是否需要向美国证监会注册，只有一个标准，即股票发行是否符合豁免条件。美国《证券法》没有规定公开发行要注册，而是规定所有的证券交易都要注册，只有符合豁免条件的才免于注册。⁴³ 我国证券法的规制路径恰好相反，规定公开发行证券必须获得政府部门批准，对公开发行业股票的行为进行一般性禁止。

证券公开发行本质上是一种涉众性契约法律关系，⁴⁴ 基于保护大量散户股民的考量，我国依然需要政府设立行政许可。通过设置证券发行核准程序，证券发行人必须按照中国证监会的要求向投资者披露相关的信息，旨在实现保护投资者的目的；同时，经发行审核委员会的审核程序，中国证监会还在一定程度上履行了实质审查的职责。⁴⁵ 核准制的问题不在于证监会不应该拥有批准公开发行证券

⁴³ 郭雳：《美国〈证券法〉注册豁免规定研究》，载《金融法苑》2003年第6期，第173-175页。

⁴⁴ 陈洁：《科创板注册制的实施机制与风险防范》，载《法学》，2019年第1期。

⁴⁵ 彭冰著：《中国证券法学》（第二版），高等教育出版社，2007年，44页。

的行政许可权力，而是在于证监会承担了过于具体的审核工作，管得过细、审核的事项过多，侵入了注册制下本该由交易所规则所管辖的领域。⁴⁶

实际上，交由交易所审核 IPO 更符合市场规律：一方面，交易所具有大批专业人才，处于监管一线，更加贴近市场和熟悉了解市场情况，审核效率可以得到满足；另一方面，由交易所主导审核 IPO 可与后续的上市公司持续监管保持必要的衔接和协调，在监管的理念、方法、标准和尺度上保持一致，更有利于市场的良性运行。⁴⁷

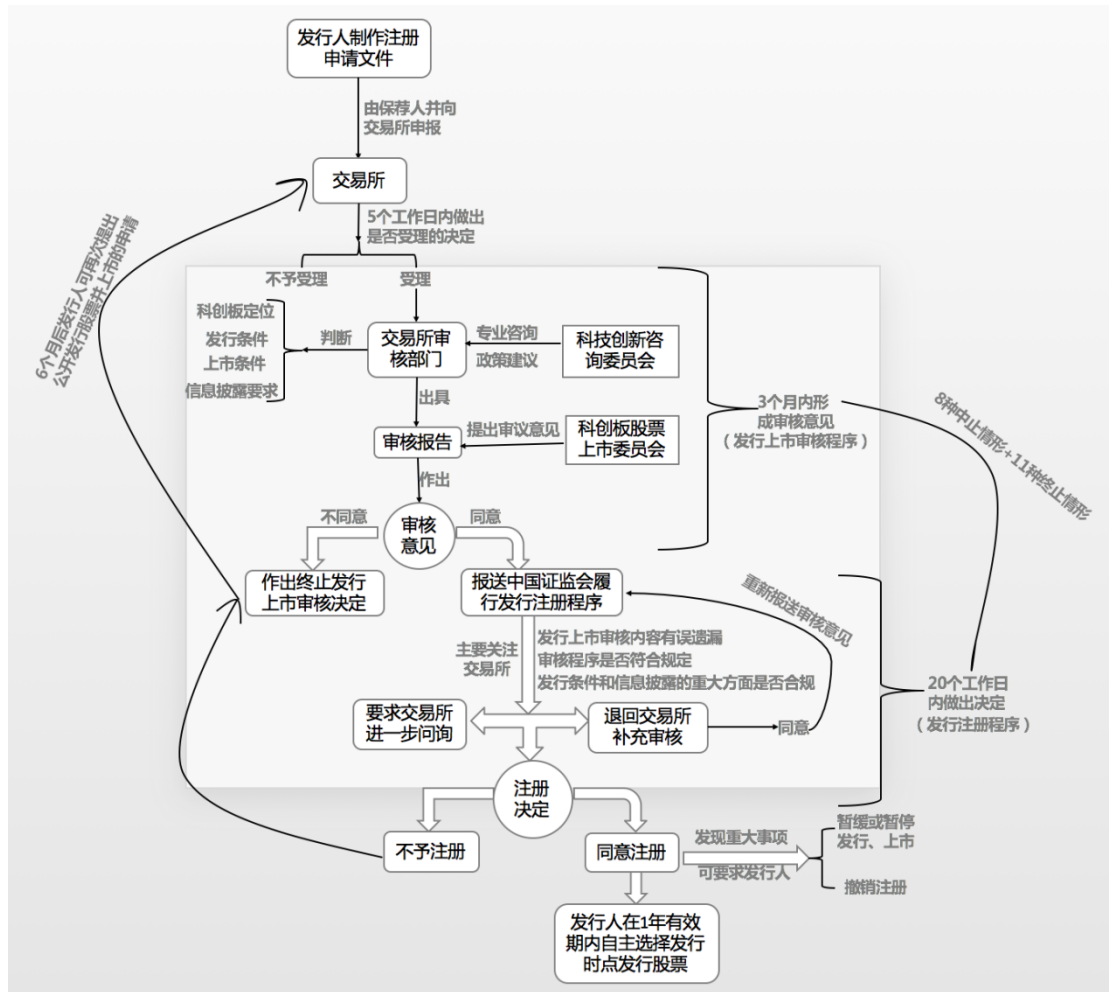


图2 科创板股票注册发行流程图⁴⁸

⁴⁶ 唐应茂：《我国离注册制还有多远——兼论推进我国股票发行注册制改革的措施》，载《上海金融》2014年第7期，第40页。

⁴⁷ 陈洁：《科创板注册制的实施机制与风险防范》，载《法学》，2019年第1期。

⁴⁸ 笔者制图。

如上图 2 所示，在现行的科创板注册制下，企业申请首次公开发行股票并上市的流程大概为：1、发行人须按照中国证监会的要求制作好注册申请文件，经保荐后由保荐人向交易所申报；2、交易所受理后，交由其设立的独立审核部门，通过问询发行人及其保荐人和咨询科技委员会等方式审核发行人的注册申请；3、交易所的发行上市审核机构审核结束后，将出具审核报告并提交上市委员会审议，上市委通过集体讨论形成合议意见。对于行业技术问题，上交所设立科技创新咨询委员会提供意见；4、上海证券交易所结合上市委员会的审议意见，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；5、上交所审核通过的，再向中国证监会报送同意发行上市的审核意见、相关审核资料和申请文件；6、最后由证监会履行注册程序并在 20 个工作日内做出是否同意注册的决定。

（三）注册制的优势和便利

1、提高效率、缩短时间

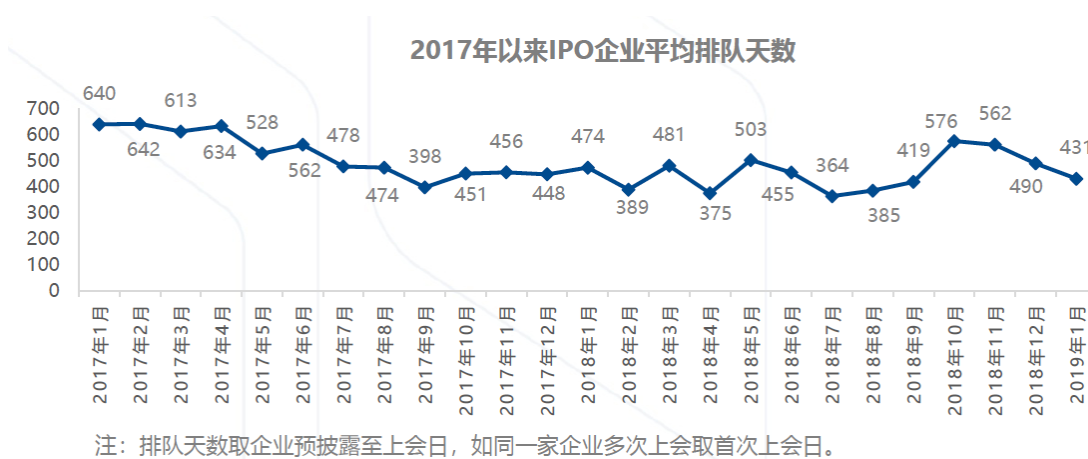


图 3 2017 年 1 月至 2019 年 1 月申请 IPO 企业平均排队天数⁴⁹

如上图 3 所示，核准制下的 A 股市场企业排队时间等待长，拟上市公司从向证监会报送上市申请材料，到公司上会等待时间均在 1 年以上，时间较长；若算作取得核准所需要的时间就更长，通常需要两到三年，成本很高。同时，A 股市场排队数量较多，截至 2019 年 2 月 28 日，中国证监会受理首发及发行存托凭证企业 280 家，其中已过会 20 家，未过会 260 家；未过会企业中正常待审核企业 239 家，中止审查 21 家。⁵⁰ 科创板发行股票实行注册制后，设置了严格的交易

⁴⁹ 数据来源：国泰君安《科创板上市建议书》，第 36 页。

⁵⁰ 数据来源：国泰君安《科创板上市建议书》，第 36 页。

所上市发行审核时间和证监会注册审查时间,原则上自受理之日起6个月内出具同意的审核意见或者作出终止发行上市审核的决定,其中上交所审核时间不超过3个月,发行人及中介机构回复问询的时间总计不超过3个月。⁵¹从目前的实践效果来看,已经注册生效的科创板企业,从其申请得到受理到注册生效,总时长一般在3-4个月左右,以其中较快的中国通号为例,从申请注册的2019年4月16日到证监会正式批准注册的2019年6月27日,仅耗时72天。相较于传统板块,实行注册制的科创板大幅缩短科创板股票审核时间,提高企业上市效率,大幅缩短上市周期,利好科技类企业登陆资本市场。

2、电子化注册审核系统更显友好、方便

第二,根据证监会《注册管理办法》第33条及上交所《发行上市审核规则》第7条的规定,中国证监会与交易所将建立电子化的审核注册系统,发行上市的申请、受理、问询、回复等事项都将通过发行上市审核业务系统进行电子化办理,实现注册申请程序全流程电子化,证监会与上交所也会在发行注册的各个环节进行实时信息共享,依法满足向社会公众信息公开的需要。

电子化的注册审核程序更加方便发行人及保荐人,不再需要人肉跑腿递送申请材料 and 看工作人员脸色行事,既减少了纸张的浪费、降低了成本和减轻企业负担,又增强了审核的友好程度、提高了提高审核效率,一切程序依法、依规、透明化进行。

3、减少不确定性、稳定市场预期

第三,目前主板、中小板等市场IPO核准后发行带有较强的行政指令色彩,⁵²发行节奏(数量及募资金额)整体受监管部门人为控制,因此存在IPO项目过会,但迟迟拿不到批文的情况,影响公司上市进程。此外,核准制下IPO停发的现象也时有发生。

⁵¹ 河海锋、李凌霜:《科创板上市全景图》,载“天同诉讼圈”微信公号,2019年3月5日推文。

⁵² 参见钟洪明著:《多层次资本市场改革视域下证券法制重构论纲》,中国法制出版社,2017年8月,第5页。

图4 2012-2018年月度新股发行数量⁵³

如图上4所示，新股发行受市场震荡影响，当股市崩盘时，证监会经常暂停IPO进程。迄今为止，证监会已经9次暂停IPO审核，最近一次是2015年7月4日至11月6日，每次暂停时间不定，多长时间能够完成一个首发项目，市场无法形成稳定预期。最近几年，在我国完成一个首发项目，花两三年的时间是一个常态。⁵⁴ 新股发行数量忽高忽低，呈现波浪形，具有较大的不确定性。在科创板试点注册制背景下，由上交所主导审核程序，即审即发，发行节奏不再受监管机构人为调控，市场预期更加稳定，减少了IPO市场的不确定性，提高股票发行审核的整体效率。

四、科创板的制度创新

（一）涉及国家秘密、商业秘密的，可以向上交所申请豁免信息披露

《科创板股票发行上市审核规则》第44条规定，发行上市申请文件和对本所发行上市审核机构审核问询的回复中，拟披露的信息属于国家秘密、商业秘密，披露后可能导致其违反国家有关保密的法律法规或者严重损害公司利益的，发行人及其保荐人可以向本所申请豁免披露。《上海证券交易所科创板股票发行上市审核问答》第16条对上述豁免信息披露的审核程序进一步明确：发行人有充分依据证明拟披露的某些信息涉及国家秘密、商业秘密的，发行人及

⁵³ 数据来源：国泰君安《科创板上市建议书》，第38页。

⁵⁴ 唐应茂：《股票发行注册制改革的内涵、本质和措施》，载《财经法学》2016年第5期，第13页。

其保荐机构应当在提交发行上市申请文件或问询回复时，一并提交关于信息豁免披露的申请文件，并逐项说明需要豁免披露的信息、认定国家秘密的依据和理由，并说明信息披露文件是否符合招股说明书准则及相关规定要求，豁免披露后的信息是否对投资者决策判断构成重大障碍等事项。第16条还对于涉及国家秘密、商业秘密、中介机构核查标准等都设置了十分具体详尽的标准要求，使该豁免制度具有了极强的可操作性。⁵⁵

⁵⁵ 发行人有充分依据证明拟披露的某些信息涉及国家秘密、商业秘密的，发行人及其保荐机构应当在提交发行上市申请文件或问询回复时，一并提交关于信息豁免披露的申请文件（以下简称豁免申请）。

（一）豁免申请的内容

发行人应在豁免申请中逐项说明需要豁免披露的信息，认定国家秘密或商业秘密的依据和理由，并说明相关信息披露文件是否符合招股说明书准则及相关规定要求，豁免披露后的信息是否对投资者决策判断构成重大障碍。

（二）涉及国家秘密的要求

发行人从事军工等涉及国家秘密业务的，应当符合以下要求：

1. 提供国家主管部门关于发行人申请豁免披露的信息为涉密信息的认定文件；
2. 提供发行人全体董事、监事、高级管理人员出具的关于首次公开发行股票并上市的申请文件不存在泄密事项且能够持续履行保密义务的声明；
3. 提供发行人控股股东、实际控制人对其已履行和能够持续履行相关保密义务出具承诺文件；
4. 在豁免申请中说明相关信息披露文件是否符合《军工企业对外融资特殊财务信息披露管理暂行办法》及有关保密规定；
5. 说明内部保密制度的制定和执行情况，是否符合《保密法》等法律法规的规定，是否存在因违反保密规定受到处罚的情形；
6. 说明中介机构是否根据国防科工局《军工涉密业务咨询服务安全保密监督管理办法》取得军工企业服务资质；
7. 对审核中提出的信息豁免披露或调整意见，发行人应相应回复、补充相关文件的内容，有实质性增减的，应当说明调整后的内容是否符合相关规定、是否存在泄密风险。

（三）涉及商业秘密的要求

发行人因涉及商业秘密提出豁免申请的，应当符合以下要求：

1. 发行人应当建立相应的内部管理制度，并明确相关内部审核程序，审慎认定信息豁免披露事项；
2. 发行人的董事长应当在豁免申请文件中签字确认；
3. 豁免披露的信息应当尚未泄漏。

（四）中介机构核查要求

保荐机构及发行人律师应当对发行人信息豁免披露符合相关规定、不影响投资者决策判断、不存在泄密风险出具专项核查报告。

申报会计师应当对发行人审计范围是否受到限制、审计证据的充分性、豁免披露相关信息是否影响投

（二）要求提交保荐工作底稿、验证版招股书

当上交所发行上市审核机构提出审核问询时，发行人及其保荐人、证券服务机构应当进行必要的补充调查和核查，及时、逐项回复审核问询，补充或者修改发行上市申请文件，并须于上市委员会审议会议结束后十个工作日内，汇总补充报送与审核问询回复相关的保荐工作底稿和更新后的验证版招股说明书。⁵⁶而在证券法律实践中，证券项目律师不仅需要制作工作底档、记录现场调查的要点、收集调查对象的反馈，甚至还需要在工作底稿中附上来往的机票、出租车票，以此证明律师确实完成了某一尽调事项、符合勤勉尽责的要求，无不体现出证监会父爱主义式的监管哲学。⁵⁷

（三）允许上市公司分拆子公司在科创板上市

近年来，上市公司借助分拆实现业务聚焦和均衡发展的需求逐步凸显，但囿于境内分拆上市的限制，不乏上市公司寻求分拆子公司到境外上市。⁵⁸为了回应我国资本市场发展的必然要求，允许符合一定条件的上市公司分拆在境内上市逐渐成为改革的方向。《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》及《科创板上市公司持续监管办法（试行）》第16条明确规定，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。科创板允许分拆叠加国企改革有力推进了分拆上市的进程。2019年8月23日，中国证监会起草了《上市公司分拆所属子公司境内上市试点若干规定》（以下简称《分拆规定》）并向社会公开征求意见，进一步落实细化了科创板允许上市公司分拆子公司上市的改革举措。

作为资本市场优化配置资源和深化并购重组功能的重要手段，上市公司分拆有利于公司进一步理顺公司业务架构、拓宽融资渠道、实现业务聚焦、提升专业

资者决策判断出具核查报告。

⁵⁶ 《上海证券交易所科创板股票发行上市审核规则》第42条。

⁵⁷ 参见唐应茂：《证券法、科创板注册制和的父爱监管》，载《中国法律评论》，2019年8月（第四期），第135页。

⁵⁸ 例如，新特能源2015年由特变电工分拆在香港上市，是特变电工旗下专注于新能源产品及项目的平台企业。

化经营水平，能很好地促进科技创新和经济高质量发展。⁵⁹此次《分拆规定》征求意见稿主要内容包括上市公司分拆的条件、规范分拆上市流程以及加强对分拆上市行为的监管。在分拆试点条件方面，上市公司如拟实施境内分拆上市，须满足7项具体要求，涉及上市年限、盈利门槛、拆出资产规模等，保障上市公司留有足够的业务和资产支持其独立的上市地位，使大多数A股上市公司不具备分拆上市的资格。⁶⁰同时，《分拆规定》要求拟分拆上市子公司达到规范运作标准、分拆后母子公司均符合“三分开两独立”，避免分拆后影响母公司的盈利能力以及可能带来新的“圈钱”乱象。⁶¹

（四）科创板对于股权激励制度的创新

1、具体内容

科创板对于股权激励制度的创新也是此次改革试点的亮点之一，具体的创新内容如下：（1）在授予条件方面，设置合理的公司业绩和个人绩效考核指标，有利于公司持续发展。（2）在激励对象方面，包括公司的董事、高级管理人员、核心技术人员或者核心业务人员，以及公司认为应当激励的对公司经营业绩和未来发展有直接影响的其他员工，但独立董事和监事除外；单独或合计持有科创公司5%以上股份的股东、实际控制人及其配偶、父母、子女以及外籍员工，在科创公司担任董事、高级管理人员、核心技术人员或者核心业务人员的，也可以成为激励对象。（3）限制性股票的类型，包括激励对象按照股权激励计划规定的条件，获得的转让权等部分权利受到限制的本公司股票，以及在满足相应获益条件后分批次获得并登记的本公司股票。（4）价格限制，科创公司可以自主决定向限制性股票的授予价格，低于市场参考价50%的，应聘请独立财务顾问发表意见。（5）股票总数，科创公司可以同时实施多项股权激励计划。在有效期内的全部股权激励计划所涉及的标的股票总数累计不得超过公司股本总额的20%。

⁵⁹ 参见中国证监会《上市公司分拆所属子公司境内上市试点若干规定》（征求意见稿）。

⁶⁰ 据初步筛选，剔除与上市公司业务相同相似、剔除金融和地产的上市公司，有资格分拆子公司上市的A股公司不足100家；若再考虑到分拆之后的子公司还要满足上市条件，涉及到的公司数量更少。

⁶¹ 中国经济时报：《资本问道 | 上市公司分拆上市》，2019年8月29日，访问网址：<https://baijiahao.baidu.com/s?id=1643169759835161661&wfr=spider&for=pc>，最后访问日期：2019年9月3日。

2、注册申报前的期权激励

(1) 员工持股计划

员工入股应主要以货币出资，并按约定及时足额缴纳。以科技成果出资入股的，应提供所有权属证明并依法评估作价，及时办理财产权转移手续。员工持股计划遵循“闭环原则”的，可按1名股东计算，并承诺锁定至少36个月，而在发行人上市前及上市后的锁定期内，只能向员工持股计划内员工或其他符合条件的员工转让。员工持股计划未按照“闭环原则”运行的，应按照私募基金备案，并穿透计算股东人数。

(2) 期权激励计划

期权激励计划的激励对象和要求参照前文所述上市规制具体内容的规定。期权的行权价格由股东自行商定确定，但原则上不应低于最近一年经审计的净资产或评估值。全部在有效期内的期权激励计划所对应股票数量占上市前总股本的比例原则上不得超过15%，且不得设置预留权益。在审期间，不得新增期权激励计划，也不得行权，且避免上市后期权行权导致实际控制人发生变化。激励对象在发行人上市后行权认购的股票，应承诺自行权日起三年内不减持，同时承诺按照董监高相关减持规定执行。

五、余论：有待观察的问题

首先，应当看到，注册制下中国证监会做出的同意注册发行的决定，其性质还是行政许可，⁶²并将产生获准公开发行科创板股票的法律效果。发生变化的只是证监会的审核内容，主要根据上交所提交的审核意见作出同意注册的决定，以形式审查为主，主要把关信息披露的质量以及监督交易所的审核工作。

其次，证监会保留了否决权，主要关注交易所审核的程序问题，或者在其中有人举报之类虚假披露等可能。相比之下，上交所做出审核意见经过了交易所发行上市审核机构的专业审核和长期问询，以及科技创新咨询委员会的专业咨询和

⁶² 参见冷静：《注册制下发行审核监管的分权重整》，载《法学评论》2016年第1期，第174页。

上市委的集体合议；而证监会却不再设置发审委之类的专业机构，要否决上交所已经通过的审核意见实际上存在着一定困难，要像核准制那样审查相关项目并给出充分而有力的理由和说明需要相当的人力、物力和时间。但注册制并不意味着监管机构放弃所有实质审核权利，从目前的实践案例来看，申请科创板注册上市的企业中既有被交易所否决的，也有被证监会拒绝注册的。

其中，交易所否决的案例有泰坦科技和国科环宇，以泰坦科技为例，上交所上市委否决其上市发行的主要原因包括四点：一是上市委认为泰坦科技目前的业务情况并不能支撑其在申请文件中给自己“基于自主核心产品的专业技术集成服务商”的定位；二是发行人未能充分论证自己所具有的“生产类核心技术和技术集成服务类核心技术”；三是发行人未充分论证申请文件中“打破国外巨头垄断、实现部分产品国产替代、进口替代”等类似表述；四是发行人未能充分论证公司核心技术秘密相关情况的合理性。而恒安嘉新是第一家，也是目前唯一一家通过上交所审核，但却被证监会不予注册的企业，证监会对恒安嘉新不予注册的主要原因可能包括两点：一是公司存在会计基础工作不足、内部控制缺失的问题，公司报告期内存在重大合同未得到回款、未开具发票并导致追溯调整利润的情形；二是公司存在未及时披露更正前期会计差错的问题，公司实控人在2016年存在以象征性1元价格转让股票的情况，但经交易所三轮问询才基于“谨慎性考虑”确认股份支付。

除此之外，在交易所审核期间，还有不少企业因为各种原因“知难而退”，主动撤回上市申请材料，包括：光通天下、连山科技、视联动力、苑东生物、新数网络、贝斯达、海天瑞声、诺康达、和舰芯片、木瓜移动。由此可见，会计处理问题在问询回复和注册审核中均被重点关注，IPO注册制不仅需要经过交易所的严格审核，同时还面临着证监会的审核，并非像市场中普遍存在的误解的“注册制只进行形式审查不实行实质审核”那样，只是向有关部门“注册一下”、“备案一下”那么简单和草率。从该案来看，证监会的注册程序并不是简单地走过场、走程序，而是仍存在对企业持续经营能力的实质审核。⁶³

⁶³ 红星新闻：“证监会行使否决权 恒安嘉新成科创板注册制被否第一单”，《成都商社报》2019年9月1日，访问网址：<http://baijiahao.baidu.com/s?id=1643460140859324362&wfr=spider&for=pc>。最后访问日期：2019年9月4日。

最后，交易所审核不是注册制的本质特征，而只是试点的执行方案。注册制改革的本质是行政机构向市场的放权，主要是放弃代替市场判断拟发行证券的投资价值，而对于不涉及“好不好”的主观事项、却涉及“对不对”的合规性事项，仍应由具有强制力的行政机构予以监管。⁶⁴ 可对交易所和证监会在注册过程中的询问和答复中观察如何体现信息披露的要求，以及是否有价值判断之类的实质监管。从上交所科创板首轮问询和回复情况来看，首批 3 家公司（睿创微纳、晶晨股份、微芯生物）就被问询了 152 个问题，涉及科创板定位、财务和业务真实性、股权结构、核心技术先进程度、业务盈利模式等方面，⁶⁵其中许多问题，包括“公司是否符合科创板定位”这样的根本性问题，本身就需要对公司进行细致入微的了解和审查，仅靠形式审核是无法做到的。⁶⁶由此看来，监管机构审核逻辑从“审出一个好公司”向“审出一个真公司”转变的过程中，形式审核与实质审核尚无法完全分开。从已经发布的问询和审核问答观察，交易所的审核包含了大量关涉发行人行业、业务、财务、公司治理等实质审查，⁶⁷反映出我国科创板注册制的问询审核过程依然充满了实质审核。

⁶⁴ 缪因知：《股票发行注册制下的行政权再定位》，载《财经法学》2016 年第 6 期。

⁶⁵ 从问题总数看，平均每家企业问询问题 48.53 个，最多 60 个，最少 33 个。从问题分类来看，财务会计信息与管理层分析类问题最多，平均达到 16.67 个。其次为业务类问题，平均为 11 个。基本情况方面的问题为 7.53 个。其余问题数量较少，平均不超过 5 个。可见，科创板审核过程中关注的重点还是发行人财务和业务方面情况。此外，还有风险揭示、核心技术、公司治理治理和独立性方面的问题，这些问题无疑都是投资者非常关心的问题。统计数据参见投行小兵：《科创板首轮问询问题统计分析》，载 http://www.sohu.com/a/312776762_482481，最后访问时间：2019 年 9 月 5 日。

⁶⁶ 李有星、潘政：《科创板发行上市审核制度变革的法律逻辑》，载《财经法学》，2019 年第 4 期。

⁶⁷ 冷静：《科创板注册制下交易所发行上市审核权能的变革》，载《财经法学》，2019 年第 4 期。

