

科创板改革:功能评价和实施展望

夏小雄* 袁 坚**

摘 要:科创板的推出是我国资本市场改革的重大事件。要深刻理解科创板在市场经济深化发展和资本市场深化改革过程中的地位和功能,需要从整体维度观察科创板改革的制度逻辑和历史使命,比如推动证券法治理念转型、优化资本市场的体系结构、遵循先行先试的改革逻辑、促进证券监管的结构调整、面向全球竞争的战略选择;并且需要深度关注科创板注册制实施过程当中上市审核、企业退市、交易机制、监管执法等关键问题。

关键词:科创板注册制 信息披露 先行先试

科创板的推出是我国资本市场改革的重大事件。^①从2018年11月5日习近平主席提出“(我国)将在上海证券交易所设立科创板并试点注册制”到2019年3月2日证监会和上海证券交易所正式公布科创板具体法律规则,科创板改革推进速度之快、创新程度之深在中国资本市场改革历史上都是未曾有过的。从当下对科创板的解读来看,理论界和实务界对科创板的制度功能均寄予厚望,高度认可了科创板在制度层面的创新,并希望科创板能够为我国资本市场的改革和金融体系的优化作出其应有的贡献。

从既有的讨论文献来看,专家多专注对科创板具体制度进行解析,特别是将科创板具体制度与资本市场既有制度构成进行深度的比较分析,且均肯定科创板创新改

* 中国社会科学院法学研究所副研究员。

** 中南财经政法大学法学院博士研究生。

① 对于科创板法律制度体系的全面深入解读,参见陈洁:《科创板注册制的实施机制与风险防范》,载《法学》2019年第1期。

革的积极效应。但要深刻理解科创板在市场经济深化发展和资本市场深化改革过程中的地位与功能,就必须跳出具体制度细节的分析视角,从整体维度观察科创板所具有的创新价值、所承载的历史使命。在此基础上,还必须对科创板注册制实施过程中可能存在的问题和值得完善的要素加以简要讨论。

一、科创板改革的整体评价

对于科创板改革的功能解读不能局限于具体制度细节,而应当从整体上理解科创板所发挥的制度功能、所解决的现实问题、所承载的历史使命。对于科创板相关制度的分析,需要纳入我国资本市场的整体结构、金融制度的体系框架以及市场经济的宏观背景中加以分析。就当下我国的证券法治发展而言,科创板的推出本身是一场伟大的制度改革试验,其体现的理念、遵循的逻辑、推进的路径与以往资本市场具体制度改革有很大的不同,有待从理论视角加以深入解读。

(一)推动证券法治理念转型

证券法治所要处理的核心问题是证券市场体系下的权利确认和权力限定。权利确认包括对证券市场参与主体的权利加以承认和表达,比如商事主体发行证券融资的权利、投资者在证券市场进行投资的权利。证券法的存在目的在于确认这些权利并建构完善的保障机制;同时,证券法应对行政权力在证券市场中的运用加以限定,明确监管权力的权限范围、行使方式、运用主体等要素。^①因为各自所秉持的证券法治理念有所不同,所以对证券权利的确认程度和保护方式、对行政权力的限定范围和限定方式,不同国家和地区的证券法制体系可能存在差异。就证券法治理念的基本特征而言,可以进一步区分为“行政化证券法治理念”和“市场化证券法治理念”。

“行政化证券法治理念”强调权力的功能、弱化权利的空间,在这种体系下证券发行不是市场主体权利的自然体现,而是在很大程度上由行政权力核准或许可,证券市场的发展在一定程度上要服务于政治目标或行政目的。在能否发行证券、发行多少证券、何时发行证券等问题的处理上行政监管机关能够发挥重要影响。

“市场化证券法治理念”强调尊重市场主体的权利,是否发行证券、发行多少证券、何时发行证券等原则上由市场主体自我决定,行政权力的存在和干预在于保障资

^① 参见罗文锋:《当代中国证券法治的理论建构与实践路径——以权力制约和权利保障为分析框架》,武汉大学法学理论专业2014年博士学位论文,第50~82页。

本市场机制的有序运行和市场主体权利的充分实现,特别是有效保护证券市场投资者权利。

改革开放以来中国证券法治体系建设所奉行的基本理念是“行政化证券法治理念”,行政权力在证券市场发展过程中(特别是证券发行领域)具有至关重要的影响。政府机关通过行政化的管控手段(特别是证券发行领域的核准审批机制)保障“新兴+转轨”证券市场的有序运行。从我国证券市场发展的经济社会背景来看,遵循“行政化证券法治理念”进行证券法治体系建设虽然有历史合理性,但也导致我国资本市场发展面临一系列的难题。有学者曾明确指出:“一些原本属于市场的权利并未得到落实,仍然保留在证券监管机构的监管权限范围之内。证监会的监管权力在不少方面已越界涉入了市场权利的领域。”^①在市场经济深化发展的背景下,依据这种理念建构的证券权利保障机制和证券权力监管制度已经不能适应客观实践需要。

科创板的推出致力于推动“行政化证券法治理念”“市场化证券法治理念”转型,进而促进证券法治体系的市场化调整。科创板的相关制度设计对于市场主体的融资权利给予了充分的尊重,把对“好企业”和“好证券”的选择权交给市场,在证券发行和证券交易领域充分采纳了市场化的机制,强调对于证券投资者权利加以有效的保障;^②同时,对于监管机关的行政权力加以合理的限制,尽量消除其对证券发行的实质审核干预,突出市场机制对资源分配的决定性作用,强调建立更加适应证券市场内在特性的监管制度体系。这些改革举措凸显了“市场化证券法治理念”的基本理念和改革方向。^③

(二) 优化资本市场的体系结构

市场经济体系的构成本身具有多元性、复杂性,不能把市场经济体系的构成加以简单化解读。在健康发展的市场体系下,市场主体构成的多样化特征决定了不同类型、不同规模、不同阶段的企业有不同的融资需求。资本市场和金融制度的设计也必须尊重市场主体及其融资需求的多样化特征,通过合理的制度设计为不同阶段、不同规模、不同类型的企业提供便利的融资。值得注意的是,随着互联网技术和信息技术的发展,新经济发展背景下企业的成长模式和融资需求更富特色,这对资本市场的发展

^① 高西庆:《论证券监管权——中国证券监管权的依法行使及其机制性制约》,载《中国法学》2002年第5期。

^② 参见张巍:《科创板:注册制是一种制度,更是一种理念》,载“比较公司治理”微信公众号。

^③ 参见张春:《科创板应是市场化练兵场》,载FT中文网:<http://www.ftchinese.com/story/001081917?adchannelID=&full=y&from=timeline&isappinstalled=0&archive>,最后访问日期:2019年4月16日。

展和金融制度的优化提出了更多挑战。在此背景下,资本市场也需要根据时代发展需要更新自身的制度构成。

经过40年改革开放,我国市场经济已经得到了深化发展,市场主体的多元结构已经形成。然而遗憾的是,当下的资本市场和金融制度依然存在结构性缺陷,不能为不同类型、不同规模、不同阶段的企业提供及时而充分的融资,尤其是对新经济发展背景下科技创新企业未能建构起合理有效的融资制度体系。我国资本市场尤其是场内市场的构成过于刚性,缺乏适合科技创新企业融资的板块与平台,既有的公开发行股份融资条件过于严格、标准较为单一,一些尚未盈利但需要大量资金助推发展的优质科技创新企业不能公开发行股份融资。这些制度层面的不足使我国资本市场体系在一定程度上脱离了市场经济发展的基本要求,更不能适应互联网、大数据等新经济样态的创新成长需要。^①

科创板的推出,试图通过一系列的制度改革有效弥补资本市场的体系缺陷,尤其是在中小板、创业板之外另行开辟新的资本市场板块,并修改当下过于刚性的发行股份融资条件,从市值、净利润、营业收入、研发投入、现金流量净额、市场前景、科技含量等维度提供五套企业上市标准,为科技创新企业的融资提供了一种新机制、一个新场所,充分地适应了当下市场经济深化发展的内在需求。可以说,科创板的推出对我国社会主义市场经济体系下资本市场制度构成进行了充分优化,完善了我国的多层次资本市场体系,可促进新经济创新企业发展,具有重要的战略意义和鲜明的时代价值。^②

(三) 遵循先行先试的改革逻辑

资本市场和金融制度本身的构成具有整体性,这决定了资本市场和金融制度的改革需要从体系维度展开,改革者在设计具体改革措施之时需要具备整体性思维,不能受到“脚痛医脚,头痛医头”式错误思路的影响。资本市场和金融制度本身的整体属性也决定了在此领域推行改革必然会面临较大的困难。要想整体化推动资本市场和金融制度的改革,往往会面临较大的阻力。

从我国资本市场的改革历程可以看出,任何一项整体性改革往往要经过长时间的准备和酝酿。以注册制证券发行制度改革为例,理论界和实务界虽然经历了漫长的讨论,但希望“一步到位”推动注册制在资本市场的全面贯彻并不容易,资本市场改

^① 参见周小川:《资本市场的多层次特征》,载《金融市场》2013年第8期。

^② 参见甄新伟:《以科创板推进资本市场供给侧改革》,载《经济参考报》2018年11月9日,第1版。

革实践已经证明这种整体性改革会面临较多实践难题。^① 资本市场其他领域的改革也或多或少面临同样的困境。如果坚持原有的改革逻辑,那么资本市场的制度创新便可能难以有效推进。我国复杂的国情和资本市场结构决定了改革者必须采取不一样的改革创新方式。

在这种背景下,需要在尊重资本市场整体性结构特征的基础上在局部试点改革,通过局部的先行先试为整体层面的制度改革积累经验。当局部实验改革取得成功后,可以把局部先行先试积累的经验、摸索的制度加以推广复制。这种改革模式既能有效减少“试错成本”,最大限度消除改革试验失败可能带来的负面影响,又能充分增加试验机会、提升改革效率,使各种创新改革举措都能通过实践检验。^②

科创板的推出贯彻了先行先试的改革逻辑,展现了科创板制度决策者和设计者高超的改革智慧。通过在科创板试点推行“注册制”,能够使资本市场改革在部分领域得以快速推进,并通过这种部分领域的先行试验为以后资本市场的整体性改革创新积累经验、创造条件。这也是科创板改革得以在短期内迅速“落地”的重要原因。可以预见的是,如果科创板的改革能够成功,资本市场其他板块也将仿效科创板迅速推行“注册制”。当然,在科创板先行先试改革的过程中,必须建立合理的定期评估机制,对科创板改革试验效果定期进行评估分析,一旦发现试验过程中存在严重问题应当及时采取调整措施。

(四) 促进证券监管的结构调整

证券市场的发展需要成熟的监管制度。监管机构必须合理运用监管权力,对证券市场中存在的各类行为加以及时有效的监管,尤其是要在证券发行环节和证券交易环节防范各种违法违规行为的发生。

我国证券法治建设并未完全实现市场化的理念,证券监管机构被赋予了重要的地位和职责,但是在证券监管实践中,由于证券监管体系的结构性弊端和制度性问题,证券监管机构在履行职责时有更多的经济目标、政治目标的考虑,证券监管执法存在滞后性、选择性等问题。从整体上看,证券监管并没有充分发挥其功能和职责。尤其是在证券发行环节,证券监管偏重于事前的审核,而在事中、事后层面的监管则不够有力。但是,“保护投资者”不能通过“消除风险”的方式,事实上证券投资风险是无法完全消除的。监管机构需要着力监管的是投资者被虚假信息、欺诈信息等“误

^① 参见李文莉:《证券发行注册制改革:法理基础与实现路径》,载《法商研究》2014年第5期。

^② 参见倪斐:《地方先行法治化的基本路径及其法理限度》,载《法学研究》2013年第5期。

导投资”的风险。此外,证券监管还存在监管不全面、监管不及时、监管不主动等诸多问题,未能充分贯彻落实功能监管、实质监管等原则,影响了证券市场的发展效率和制度功能。

科创板的推出旨在重构证券监管制度,特别是通过推行注册制,使证券监管机构的监管权力在一定程度上向市场进行分权,同时完善全过程持续监管制度。以证券交易所为核心的自律监管机构在证券发行过程中将会发挥越来越重要的监管职责,证券能否上市、公司是否退市完全交由交易所决定;以证监会为核心的证券监管机构将把监管重心从事前的审核监管转向事中、事后的执法监管,特别是强化信息披露监管,并对科创板证券发行和证券交易过程中的违法违规行为追究严格法律责任。而就证券监管体系构成角度而言,通过科创板的改革试验,使证券监管体系构成从以行政监管为核心转向行政监管、自律监管、市场监管并重。通过这种制度调整,优化证券监管制度和提升证券监管效率,为我国证券监管制度的结构转型积累了经验。^①

(五)面向全球竞争的战略选择

如今全球化进程不断加速,各国之间的经济竞争也变得日益激烈。进入21世纪以来,各国的竞争也逐渐转向以资本市场为核心的竞争,突出强调资本的聚集、企业的聚集。在此背景下,很多国家和地区都在不断地调整公司法、证券法的体系构成,以使公司证券法治具有越来越强的包容性,进而吸引更多的外国投资和境外资本。如何让使资本市场更具竞争力、更有包容性,进而使各国优秀的企业都能通过本国的资本市场获得融资,这也是各国参与全球化竞争的重要方面。

我国资本市场的国际化程度一直存在较大的不足,在全球化竞争的背景下,不仅外国企业不能到中国发行股份融资,甚至我国的优秀科技创新企业也因为资本市场和证券法制的内生性不足而不得不远赴境外资本市场融资。近年来虽然我国在加快资本市场国际化的建设进程,比如酝酿推出国际板、推出CDR制度、引入“沪港通”和“深港通”等,但就目前的改革实践而言并没有取得开拓性建设成果。

科创板的推出,在一定程度上是为了回应资本市场全球化竞争的挑战,特别是在制度设计时对标国际领先标准,确立具有国际化特征的制度体系,使科技创新企业不再需要远赴境外资本市场进行融资,也允许采用双重股权架构的企业进行融资。这都是为了提升我国资本市场的包容性和开放性,使我国资本市场能够在全球竞

^① 参见程丹:《应当如何监管科创板》,载《证券时报》2019年2月22日,第A02版。

争格局当中提升自己的竞争地位,进而更好地适应全球化竞争时代资本市场发展的新要求。

二、科创板改革的实施展望

尽管我们对科创板有很高的期待,科创板的规则较全面且在很多方面进行了创新变革,但是当科创板正式实施以后仍然将会遇到很多疑难问题。可以预见的是,科创板注册制实施过程中遇到的很多问题在当下并没有解决方案,只有在实践过程当中才能发现相应的问题、寻找相应的答案。参照其他国家和地区实施注册制的经验以及中国科创板的特色制度构成,对于科创板实施过程中的以下几个问题有必要深入关注。

(一) 科创板的监管机制

我国传统的证券市场监管体系建立在核准制基础之上,证券监管机构在证券发行过程当中发挥着实质审核的职责,监管制度机制的建构以此为核心。随着科创板注册制的实施,原有的证券监管理念和证券监管制度将不会适用于科创板。“目前整个股市发行制度还是在核准制的制度环境下,核准制的制度环境如何向注册制的制度环境转变将会面临着一系列的制度、法律、观念、利益等方面障碍。”^①

在科创板注册制背景下,监管机构对于证券的发行将不进行实质性的审核,对发行人不再作实质化的判断,但这并不意味着对于发行人的监管就会放松;与之相反,在注册制体系下需要建立更严格的监管制度,如此才能保障科创板注册制的顺利实施。^② 如何建构科创板监管体系,对科创板上市企业如何实施具体监管,是理论界和实务界需要认真探讨的新问题。基于一般原则而言,科创板的监管必须抛弃核准制体系下传统监管思维的约束,确立市场化的监管机制,但对于科创板企业及相关主体的违法违规行为必须严格地追究法律责任。

科创板注册制体系下证券监管应当以信息披露为核心,建立严格的信息披露体系并切实加以执行。在证券发行阶段,监管机构应当通过合理的制度设计使证券发行人能够真实、全面、准确地披露会影响投资者价值判断和投资决策的必要信息。券

^① 易宪容:《中国科创板注册制如何才能迈向市场化之路》,载腾讯网:<http://finance.qq.com/original/caijingzhiku/yixianrong1114.html>,最后访问日期:2019年4月16日。

^② 参见蒋大兴:《隐退中的“权力型”证监会——注册制改革与证券监管权之重整》,载《法学评论》2014年第2期。

商、律师事务所、会计事务所等中介机构应当协助发行人履行好信息披露业务。当发行人的信息披露存在虚假记载、误导性陈述、重大遗漏等情形时,应当严格追究发行人及大股东、实际控制人的法律责任。强化中介机构的尽职调查义务和核查把关责任,对违法违规的中介机构及相关人员应采取严厉的监管措施,对违法违规行为进行强有力地追责,大幅提高违法违规成本。监管机构应当通过严格的执法机制确保发行人及相关主体信息披露义务的切实履行。

在科创板企业股票上市交易之后,应当督促科创板上市企业持续严格履行信息披露义务。强化对科创板上市企业的信息披露监管,特别是应当要求科创板上市公司明确披露科研水平、科研人员、科研资金投入等信息,并根据自身特点加强对业绩波动、行业风险、公司治理等事项的针对性信息披露。同时,对已上市企业的信息披露违法行为应当进行严格的法律责任追究。

当下科创板的信息披露规则无疑是非常严格的,但能否严格执行好这些规则将是决定科创板监管成败的关键。监管机构需要贯彻信息披露的“实质化监管原则”,通过监管实践把科创板信息披露的原则性要求加以具体化,特别是对于“重大信息”发展出类型化的判断标准。

同时应当注意行政监管的功能限度,强调行政监管权力向证券交易所、证券业协会、上市公司协会等自律监管机构的分权,建立起完善有效的自律监管体系。特别是要突出交易所的一线监管职责,使交易所的自律监管能够充分地发挥约束发行人、约束中介机构的功能职责。“交易所应当履行一线监管职责,加强信息披露与二级市场交易监管联动,加大现场检查力度,强化监管问询,切实防范和打击内幕交易与操纵市场行为,督促科创公司提高信息披露质量。”^①

在讨论科创板监管的时候不得不提到另外一个重要的问题,即科创板监管目标到底应多元化还是单一化的问题。以往我国的证券市场监管目标是多元化的,包括实现政治使命、维护市场稳定、打击违法行为等。不同目标之间有时也存在冲突和矛盾,这就导致监管机构往往无所适从。举例而言,监管机构曾因为维护市场的稳定而暂停或者放缓证券发行审核。在科创板实施注册制的条件下,是否还需要兼顾其他监管目标(比如维护市场稳定)是值得讨论的问题。例如,在科创板市场行情不好的情况下是否要暂停或者放缓企业上市申请受理?这就涉及监管目标选择的问题。就

^① 《科创板上市公司持续监管办法(试行)》第3条。

这个角度而言,科创板的监管首先应当明确自身的主要目标或功能定位。^①实际上,美国证监会(SEC)的监管目标表面上看来也是多元化的,包括促进资本形成、维护公平市场、保护投资者,但前两者原则上都是服务于后者,三者之间在本质上是是一致的。促进资本形成可以建构更为成熟的资本市场,可以为投资者提供更多投资机会。维护市场公平可以使投资者有信心进入并留在资本市场。但是,停滞不前和不公平的资本市场则会驱赶走投资者且无法有效保护投资者。

(二) 科创板的审核问题

根据现行科创板的制度安排,科创板的发行上市审核由上海证券交易所负责。上海证券交易所具体受理企业公开发行股票并上市的申请审核,并判断企业是否符合发行条件、上市条件和信息披露的要求。审核工作主要通过提出问题、回答问题的方式展开,以此来督促发行人完善信息披露的内容。根据证监会的这一要求,上海证券交易所制定了《科创板股票发行上市审核规则》《科创板股票上市委员会管理办法》《科技创新咨询委员会工作规则》《科创板股票上市规则》等文件。就目前的规则而言,不管是从实体的角度,还是从程序的维度,对科创板股票的发行审核的制度安排已经非常详尽。

可以说,科创板注册制的发行审核制度安排基本上借鉴了美国证监会的证券发行注册制度体系。在美国证券法体系下,发行人在向美国证监会提交注册文件之后,美国证监会对于申请上市企业并不会加以实质性的审核(如企业及其证券是否具有投资价值),只会从形式维度就申请文件的一致性、可理解性、齐备性进行审查。在符合美国证券法所规定的条件之后,美国证监会便会对发行人的注册文件生效,申请上市企业就可以公开发行证券。当然,美国证监会在与申请上市企业的沟通过程中,往往会对申请上市文件所涉及的实质性问题进行反复沟通,提出各种质疑,发行人和中介服务机构必须对美国证监会的“信息披露反馈意见”进行详细回答,直到美国证监会获得满意的答复为止。另外,在这个过程中,美国证监会往往也会围绕发行人经营管理过程中触及的一些实质性问题进行反复的问询,比如盈利预期、技术优势、发展前景等问题。^②例如,对于特斯拉的上市申请文件就进行了多次反馈,而在反馈意见中也围绕特斯拉的盈利能力和财务前景进行了重点关注。

可以预见的是,科创板注册制实施过程中,交易所审核“提出问题、回答问题”的

^① 参见宋晓燕:《证券监管的目标和路径》,载《法学研究》2009年第6期。

^② 参见沈朝晖:《流行的误解:“注册制”与“核准制”辨析》,载《证券市场导报》2011年第9期。

工作机制会处于极为重要的地位。上海证券交易所审核过程中将会提出多方面的问题,并且经过多轮的反馈沟通。科创板企业上市虽然并无严格的利润指标要求,但发行审核并非不关注企业的未来盈利能力,上海证券交易所可能会围绕这一问题进行深入的沟通。对于上海证券交易所而言,如何正确实施“注册制”而不至于使“问题反馈沟通”机制异变为“核准制”,同时也不使“注册制”流于形式,都是应当重点注意的问题。

在交易所的发行审核之外,证监会最终负责科创板股票的发行注册。上海证券交易所审核通过后,将审核意见及发行人注册申请文件报送证监会履行注册程序。这种安排类似于我国香港地区的“双重存档制”。根据香港证券法律规定,申请公开发行股票的企业必须向香港联合交易所提交申请书,香港联合交易所会根据相关的法律法规对招股书等申请材料进行实质审核,对发行人的市值、收入、盈利、现金流等指标进行综合考察,评估是否符合公开发行股份并上市的条件。与此同时,香港证监会也会对申请材料进行审核,主要是从形式角度审查公司的申请材料是否符合法律规定,关注招股书的整体披露质量及该证券的上市是否符合公众利益。香港证监会只对申请材料的真实性、完整性进行审查,而不直接对申请上市公司的投资价值做出判断。对于信息披露方面的违约行为,需要严格追究发行人以及相关主体的法律责任。^①

然而问题是,目前的“双重存档制”必然涉及两个主体对于科创板企业股票发行是否符合条件的判断。这是否会导致证券发行审核资源的浪费,也是值得考虑的一个问题。同时,如果两个主体(上海证券交易所和证监会)出现了不一致的判断,应该如何处理这种冲突也是科创板注册制实施过程中需要注意的。举例而言,交易所已经审核通过企业公开发行股票并上市的申请,但证监会认为不符合条件公开发行股票的条件或信息披露的要求,因而不给与股票发行注册,在这种条件下,申请企业能否“挑战”证监会不予注册的决定也是个有待考量的问题。

(三) 科创板的退市问题

目前,我国资本市场的退市制度并不完善,在实践中存在较多的问题。从退市的指标体系来看,当下A股的退市侧重以净利润为核心的财务类指标。若公司最近两年连续亏损(含追溯重述),则被实施*ST;若第三年仍连续亏损,则被暂停上市;若

^① 参见汤欣、魏俊:《股票公开发行注册审核模式:比较与借鉴》,载《证券市场导报》2016年第1期。

公司第四年仍继续亏损,则被强制退市。这里“连续亏损”的判断依据是“净利润”。但“净利润”是一个相对而言容易被“操控”的指标,很多公司在连续亏损两年之后能够采取各种办法“创造”利润进而“保壳”。虽然 A 股退出指标体系里也有市场交易类指标,但目前尚无因此而退市的公司。退市标准的单一化导致了我国上市公司退市数量并不多,“优胜劣汰”的市场机制并不能充分发挥作用。近年来,虽然完善了公司重大违法退市制度,但从整体制度架构而言依然不够完善,理论界和实务界一直在热议我国上市公司退市制度的完善(如丰富退市标准、优化退市程序、强化执行机制、强调投资者保护等)。^①

在科创板实行注册制的条件下,企业上市更容易,但也必须继续完善退市规则,使上市企业“有进有退”,避免各种“保壳”“炒壳”现象的发生。为此,科创板在退市制度设计方面进行了大胆的革新,完善了退市指标体系,简化了退市程序,取消了“暂停上市”和“恢复上市”环节,强化了退市主体责任。科创板上市企业退市在制度设计时充分考虑了其注册制的基本特征,希望从根本上完善公司退市制度,为我国资本市场退市制度的整体完善开展改革试验。

此次科创板改革增加了退市的类型种类,在原来的财务类强制退市、重大违法强制退市等情形之外增加了交易类强制退市、规范类强制退市、主动退市等情形。其中特别值得注意的是,交易类的强制退市指标得到了丰富拓展,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,更有利于建构市场化的退市机制。而财务类强制退市的情形则比较复杂,相较而言,科创板退市规则避免了单一财务指标评价标准的不足,强调以“持续经营能力”作为实质化的判断标准,力图避免公司亏损后“粉饰”财务业绩的不当行为。规范类强制退市方面增加了“信息披露或者规范运作存在重大缺陷”的合规性指标,并规定了对此类指标是否满足应由上海证券交易所根据上市委员会的审议意见做出认定。

当然,与纳斯达克的退市规则、退市标准相比较,科创板的退市规则或许仍然有完善的空间,特别是需要根据退市制度的创新实践不断完善相关制度。比如,发展完善“信息披露或者规范运作重大缺陷”的类型化判断标准,通过具体案例阐释“丧失持续经营能力”在具体场景下如何应用。

从程序的角度来讲,也可以对科创板退市程序规则进行进一步完善,比如给予公

^① 参见丁丁、侯风坤:《上市公司退市制度改革:问题、政策及展望》,载《社会科学》2014年第1期。

司足够的整改时间和一定的自救机会。值得参考借鉴的是纽约证券交易所的情况。当纽约证券交易所的上市公司触发退市标准的时候,纽约证券交易所可以暂停其上市交易,并且随后在 10 个工作日内通知上市公司,上市公司可以在 30 日之内决定是否服从退市决定,如果不服从并选择整改,需要在 90 日之内递交整改计划,整改计划通过之后需要在 18 个月内按照计划进行整改。纽约证券交易所将对整改情况进行审核,如果达到上市标准可以择机上市,不达标则暂停上市;如果服从,则退市决定生效,如果不服从可以在收到通知之后的 10 日之内,向纽约证券交易所董事会申请复议,若不通过还可继续向美国证监会上诉,并由其做出最终的决断。

此外,由于科创板自身并没有进行结构分层,如果科创板能像纳斯达克那样进行结构分层,在一个板块退市的上市公司可以转入其他板块上市。如果各项财务指标符合已退市板块的标准,又可以继续申请到已退市板块上市。建立“阶梯型”退转版机制,对于多层次资本市场体系建设具有重要意义。

(四) 科创板的结构分层

多层次资本市场的发展有其固有的发展规律和生长机制,科创板的成长发展也需要遵循这一机理。从当下科创板的制度安排来看,科创板的推出是在中小板、创业板和新三板之中开辟了一个新板块,为传统意义上不能上市的科技创新企业提供了新的融资场所。但也必须意识到,科创板并非一个万能“箩筐”,不是所有规模、不同类型的科技创新企业都能在此上市。在当下的资本市场体系下,科创板可能存在一定的功能性限制及制度性不足。

实际上,发达国家的多层次资本市场,也都经历了一个漫长的演变过程,往往是根据实践的需要不断变革发展。以美国纳斯达克为例,从 1971 年成立到现在,纳斯达克证券交易所的结构体系也经历了一个长期变革发展过程。在纳斯达克证券交易所成立早期,主要是为了吸引中小型企业上市,上市标准相对而言也比较简单。比如,就上市标准最低的纳斯达克“资本市场”板块而言,早期的上市标准主要是在资产、股本等方面有些要求,比如 1975 年申请到“纳斯达克资本市场”上市的企业在总资产方面必须达到 100 万美元,在股本和资本公积方面必须达到 50 万美元标准。在 1997 年这一标准有所调整,分别调整为 400 万美元(总资产)和 200 万美元(股本和资本公积)。但随着科技创新的推进,纳斯达克证券交易所也意识到了单一的标准不足以满足实践中各类创新企业的融资需要,因此从 1997 年开始对申请到纳斯达克资本市场上市企业的标准进行了调整,提供了多样的类型化判断标准。例如,股东权益

达到 500 万美元,经营年限 2 年以上;公司市值达到 5000 万美元,同时股东权益达到 400 万美元;股东权益达到 400 万美元,同时净利润达到 75 万美元。符合上述任一标准的企业都可以申请到纳斯达克证券交易所资本市场板块上市。

同时,纳斯达克资本市场体系内部也进行了结构分层,形成了“全球市场”“精选市场”“资本市场”三层体系,上市判断标准也在不断演变。截至目前,全球市场的上市判断标准包括:股东权益达到 3000 万美元,经营年限 2 年以上;股东权益达到 1500 万美元,税前利润达到 100 万美元;公司市值超过 7500 万美元;总资产达到 7500 万美元,总收入达到 7500 万美元。在 2006 年成立的精选市场,基本上参照了纽约证券交易所的上市标准,其上市标准更为严格。比如,“净利润标准”要求前三年合计超过 1100 万美元,同时近两年每年超过 220 万美元,同时前三年当中每年均有营业收入;“市值+收入标准”要求前 12 个月平均市值超过 85,000 万美元,且上年度的收入超过 9000 万美元;“市值+收入+现金流量标准”要求前 12 个月平均市值超过 55,000 万美元,上年度的收入超过 11,000 万美元,前三年合计超过 2750 万美元的现金流量,同时每年均有营业收入;“市值+总资产+股东权益标准”要求市值超过 16,000 万美元,总资产超过 8000 万美元,股东权益超过 5500 万美元。^①

可以看出,纳斯达克资本市场体系下不同结构分层的上市标准非常多元化,综合考虑了不同类型企业的客观需求,确立了净资产、净利润、收入、市值、经营年限等多层次、复合化的判断标准。从目前的纳斯达克市场上市企业分布来看,全球市场的企业较多,精选市场和资本市场的企业相对较少,但值得注意的是,在精选市场体系下,有苹果、微软、谷歌、脸书、亚马逊等互联网巨头企业。

按照这一逻辑,我国科创板的制度设计也基本上采取了多样化的企业上市标准。对于一般的创新公司而言,科创板确立了五套上市标准,从市值、净利润、营业收入、研发投入、现金流量净额、市场前景、科技含量等维度提供了一系列参照审核标准。但从现有的标准来看,往往只有大型的科技创新企业才能符合科创板的上市条件,对大多数中小型的科技创新公司而言,科创板上市依然可能遥遥无期。就这个角度而言,在科创板内部进行适当的分层,再提供更为多样化的企业上市标准,可能更有利于科技创新企业的融资,也将更有利于多层次资本市场的发展。

(五) 科创板的交易机制

从目前已经发布的正式规则来看,科创板的交易规则与目前 A 股的交易规则有

^① 参见化定奇:《纳斯达克市场内部分层与上市标准演变分析及启示》,载《证券市场导报》2015 年第 3 期。

些差异。实际上,基于对标发达资本市场规则、提升科创板市场化程度的目的,科创板的交易规则在很多方面进行了创新变革。

就交易规则而言,科创板的交易采取竞价交易的方式,暂时没有提供做市交易的机制;采取“T+1”而非“T+0”的交易方式,也就说没有当日回转交易机制,但是新增加了盘后固定价格交易;科创板交易通过限价申报买卖科创板股票的,单笔申报数量应当不小于200股,且不超过10万股。通过市价申报买卖的,单笔申报数量应当不小于200股,且不超过5万股。卖出时,余额不足200股的部分,应当一次性申报卖出;首次公开发行上市的股票,上市后的前5个交易日不设价格涨跌幅限制;交易所对科创板股票竞价交易实行价格涨跌幅限制,涨跌幅比例为20%;同时,科创板股票从上市的首日起就可以作为融资融券的标的。

值得注意的是,在纳斯达克等成熟资本市场,除成熟的电子交易系统之外,还存在发达的做市商制度。在纳斯达克交易所上市的公司,基本上每家都有两家以上的做市商为其报价。一般来说,每一个股票都有十余家做市商,某些交易活跃的证券甚至有40家以上的做市商。做市商通过不断地买卖、发布买卖价格,最大限度地保证了证券市场的流动性、有效性和公开性。英国AIM市场的交易制度,也属于竞价交易和做市商交易的混合版,这有利于提升股票的流动性。^①《上海证券交易所科创板股票交易特别规定》第12条规定“(科创板)条件成熟时引入做市商机制,做市商可以为科创板股票提供双边报价服务”。这一改革举措值得期待,但对做市商制度的引入实施,也需要完善相关配套制度。比如,调整证券法中相关规范对于做市商的适用机制;加强对于做市商的监管,防范其从事操纵市场的行为。

三、小 结

科创板改革的最大亮点在于“注册制”,但在当下的讨论中,对“注册制”的理解有时存在过于简化之嫌,对于“注册制”的地位功能和运作机制尚有待全面探讨。

之所以在科创板实施“注册制”改革,是因为我们期待在证券发行的过程中能够尽量使证券发行机制能够变得更市场化,使证券产品的供需关系能够得到平衡,实现证券市场的自我规范治理。之所以有这种期待,是因为当下我国的证券发行审核制

^① 参见吴林祥:《我国证券市场引入做市商制度的思考》,载《证券市场导报》2005年第1期。

度存在一定的弊端,以发审委制度为核心的证券发行监管在一定程度上扭曲了证券发行的市场化机理,特别是对证券发行节奏、价格、时间等安排,使我国的证券发行审核制度饱受批判。通过“注册制”的改革,要消除这些问题和弊端,尽量建构高效的证券发行制度和发达资本市场体系,提升资本市场服务实体经济的能力。

从这个角度来讲,我们可以理解中国科创板“注册制”改革所需要承担的重要历史使命。通过科创板的发行制度改革,要推动证券发行的市场化变革,避免行政权力的不当干预和企业信息扭曲,改变相关主体法律责任追究不利的状况,切实促进发行人全面、真实、准确地披露信息,强化券商、律师事务所、会计师事务所、评估机构等市场中介机构法律责任的承担,强调投资者利益的保护。在证券发行的环节,将政府和市场的关系调整为最符合市场经济发展的客观需要。可以说,资本市场改革要以科创板“注册制”为起点,推动我国证券发行制度体系的转型和重构。科创板是一块“试验田”,在相关改革取得成熟经验的时候,可以将其推广到我们的主板、中小板、创业板以及其他资本市场板块,进而推动我国证券法治的整体变革和体系完善。