

上海科創板開通的背景、內容與影響

內容提要

隨着近期一系列制度規則正式出台，上海科創板啟動及試行註冊制改革漸行漸近。作為落實創新驅動、科技強國國家戰略，完善多層次資本市場建設及緩解科技型企業直接融資困境的重大舉措，科創板在新設板塊的同時，亦致力於突破當前創業板、新三板發展的瓶頸，對標國際先進市場科創企業上市制度經驗，在審批、上市、交易、監管及退市等各環節作出特別設置。相信科創板啟動將對內地資本市場深化發展產生積極影響，香港市場如何在吸引上市資源等方面有所應對亦值得關注。

近日，在各項規則指引相繼落地的基礎上，上海證券交易所科創板上市申請系統正式開放，標示著科創板已從制度構建、設計走向實際操作階段。作為內地資本市場基础性制度改革的重要舉措，科創板相關動向受到市場高度關注。本文擬從科創板創設的歷程及背景入手，分析其主要內容及特點，並對可能產生的影響進行初步評估。

一、上海科創板創設歷程及背景

2018年11月5日，中國國家主席習近平在首屆中國國際進口博覽會發表主旨演講時提出建立上海科創板，科創板自此正式進入籌設階段。回顧歷史，其實自2007年至今，內地資本市場透過制度改革落實創新驅動、推進科技創新的構想與實踐從未中斷。

1、科創板制度出台的軌跡：2007年內地啟動在股票市場設置國際板的相關研究，2009年深圳創業板啟動；2013年十八屆三中全會提出要健全多層次資本市場體系、推進股票發行註冊制改革，上海股市謀劃建立戰略新興板；2015年6月國務院印發《有關推進“大眾創業、萬眾創業”若干政策措施的意見》，同年11月上海股權託管

交易中心推出“科技創新企業股份轉讓系統”，12月全國人大常委會對實施註冊制作出授權；2017年11月上海股權託管交易中心科創板開盤，首批27家企業成功掛牌；去年3月國務院轉發證監會《關於開展創新企業境內發行股票或存託憑證若干意見的通知》。今年以來，科創板的一系列規則密集出台，新板塊制度框架基本成型。

附表1：內地推出科創板的主要進程

時間	事件
2007年	啟動國際板研究。
2013年11月	十八屆三中全會提出健全多層次資本市場，推進股票改造註冊制改革。
2014年	上海啟動戰略新興板研究。
2015年6月	國務院印發《關於大力推進大眾創業萬眾創新若干政策措施的意見》，提出推動戰略新興產業板塊發展。
2015年11月	上海股權託管交易中心推出“科技創新企業股份轉讓系統”。
2016年3月	十三五規劃綱要刪除“戰略新興板”內容。
2017年11月	上海股權託管交易中心設立科創板。
2018年3月	國務院轉發《關於開展創新企業境內發行股票或存託憑證試點若干意見的通知》。
2018年6月	中國證監會發佈《存託憑證發行及交易管理辦法（試行）》。
2018年11月	習近平主席在首屆中國國際進口博覽會發展主旨演講，提出上海建立科創板。
2018年12月	上海證券交易所召開會員座談會。
	中央經濟工作會議要求落實科創板。
2019年1月	上海市新聞發佈會，提出儘快落實科創板。
	中國深改委通過科創板與註冊制實施方案與意見。
	中國證監會發佈《關於在上海證券交易所設立科創板並試點註冊制的實施意見》、《科創板首次公開改造股票註冊管理辦法（試行）》、《科創板上市公司持續監管辦法（試行）》，向社會徵求意見。
2019年1月	上海證券交易所發佈關於上市審核、上市委員會管理、諮詢委員會工作、發行與承銷、上市規劃及交易等6項業務規則。
2019年2月	上海證券交易所成立科創板上市審核中心、科創板公司監管部和企業培訓部。
2019年3月	相關文件正式簽發；上海證券交易所發佈企業上市推薦指引及改造上市審核問答。
	中國結算修訂並發佈《中國證券登記結算有限責任公司證券登記規則》。
	中國證監會證監會對《上市公司章程指引》（以下簡稱《章程指引》）相關條款進行修改。
	上海證券交易所發佈《保薦人通過上海證券交易所科創板股票發行上市審核系統辦理業務指南》與《紅籌企業財務報告信息披露指引》。
	上海證券交易所舉行設立科創板並試點註冊制會員準備工作座談會。
2019年3月	科創板上市申請系統正式開放。

資料來源：中銀香港經濟研究綜合整理

2、以直接融資支持創新發展的迫切需要。去年以來，在全球經濟金融形勢變化發展、中美貿易摩擦持續升級、內地經濟增長與結構調整面臨壓力的背景之下，發展和壯大直接融資市場，切實支持實體經濟發展成為重要課題。統計顯示，截至去年9月，內地社會融資規模中貸款佔比68%，股債佔比17%，其中股票市場僅占4%，直接融資

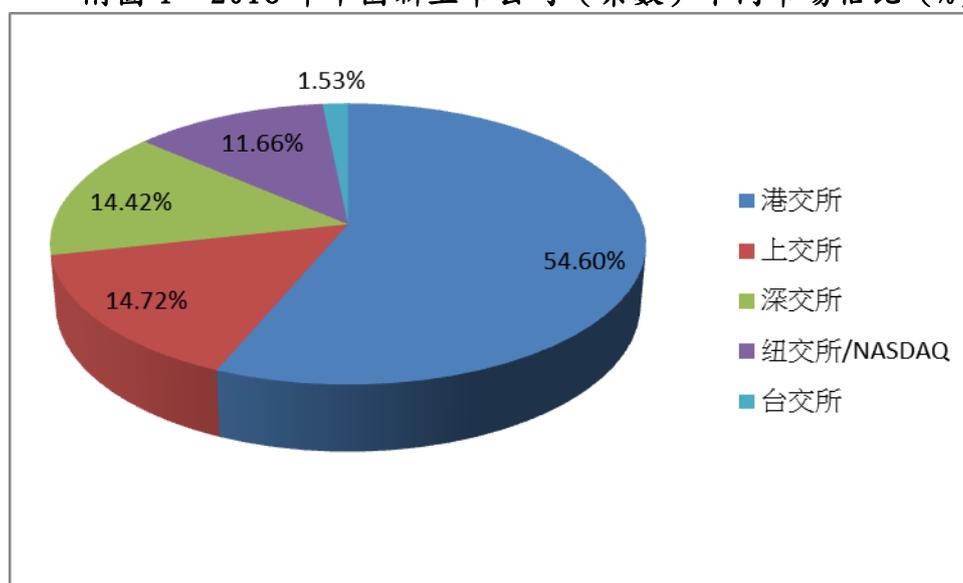
市場發展嚴重不足。特別是處於發展階段的科創型中小企，由於投入大，週期長、風險高，依賴間接融資和短期融資力有不逮。另外，從發達經濟體中小企發展的成功經驗來看，政府政策扶持與市場化發展是兩大基本因素。目前中國創投從進入到退出的時間期限一般為 5-7 年，科創板的設立有助於打造利用直接融資支持科創企業發展的完整閉環，營造創新自主化的內部融資環境，規避全球供應鏈的不穩定性，是內地資本市場落實創新驅動、科技強國戰略的重要舉措。

3、以增量改革彌補現有制度安排的不足。深圳創業板的初衷即是定位於為科創型企業服務，但由於制度設計主要參考主板和中小板，擬上市企業注重淨利潤至上（未盈利企業不得上市），造成市盈率、發行價及超募金額“三高”，上市破發、業績變臉、高管套現等現象時有浮現；新三板的成立旨在激發中小企融資活力，雖然目前已發展成為全球最大的基礎性資本市場，但由於實行備案制，掛牌企業多注重“有話題、能講故事”，再加上投資者門檻高（500 萬資產、24 個月經驗），導致現存企業質量魚龍混雜，交易活躍度、市場流動性不足，幾乎喪失融資和交易定價功能。從內地改革開放 40 年的歷程來看，增量改革是最為有效和常用的方式。採取雙軌制，不觸動既有利益，另闢新板，避免對現有的其他板塊產生大的衝擊，成為彌補內地現有支持科創企業上市制度不足，儘快補齊資本市場服務科技創新短板的最佳途徑。

4、適度借鑑境外市場“他山之石”。1971 年成立的美國納斯達克交易所分為全球精選、全球市場、資本市場三層，採取做市商交易、一美元退市等制度，主要定位於服務中小高科技企業，截至去年 9 月市場共有本土企業 2624 家，海外企業 425 家（亞洲企業占比 15%），其中，軟件、半導體及通訊企業占全球同類上市企業數量的比重分別為 93.6%、84.8%和 81.7%；倫敦交易所 AIM 市場 1995 年 6 月開通，採用終生保薦人上市、連續競價與集合競價交易制度，主要定位於小型、新興、成長型科技企業，並將主板中含有的科創、研發型企業單獨列為 Techmark 指數，上市融資及交易安排較為靈活；定位於服務科技企業在香港創業板 1999 年 11 月成立，由於上市標準過低，經歷最初火爆之後，上市公司數目、市值規模、日均成交額大幅縮水，導致市場流動性嚴重欠缺、炒風熾熱、上市後再融資能力薄弱。去年 4 月 40 日香港透過上市規則修訂，在主板增設全新章節，吸引未盈利生物科技企業、同股不同權企業上市及已在歐美市場上市的大中華企業來港第二上市，去年全年吸引內地企業上市 178 家，其中不少是科創及新經濟企業龍頭。

5、以科創板留住內地科技企業本土上市。由於不少科創企業短期難以實現盈利，再加上出於既有融資需求與把握企業發展控制權考慮，多採用“同股不同權”模式，大多未能符合上市融資的現有標準，對其發展壯大造成嚴重制約。一方面，內地科技型企業受益於本土經濟發展卻多赴海外上市（詳見附圖 1），本地投資者難以直接分享其發展紅利。以 2018 年為例，326 宗新上市個案中，有 221 宗在境外上市，佔比高達 67.80%；另一方面，境外上市企業受制於地域、語言、文化、認知度、會計準則等因素不時面臨估值下降及訴訟風險等。在去年出台 CDR 制度框架吸引新經濟企業返境內上市的基礎上，科創板為化解內地科創企業上市融資兩難提供根本性制度保障。

附圖 1：2018 年中國新上市公司（宗數）不同市場佔比（%）



資料來源：WIND, 21 數據新聞實驗室，中銀香港經濟研究

二、上海科創板制度的主要內容及特點

作為內地資本市場基礎制度建設的重要環節，上海科創板透過新創設板塊，在審批、上市、交易、監管及退市等各環節作出特別設置。匯總中國證監會與上海證券交易所密集出台的各項規則與辦法，其主要內容及特點如下：

1、循序漸進推進註冊制。在上市審批制度安排上，科創板摒棄現有以證監會為主體的核准制，在內地資本市場首次引進國際成熟市場通行的註冊制：上海證券交易所承擔上市審批的主體責任，將在 5 日內給出是否受理決定；以信息披露為核心，在原有真實、準確、完整性原則之外，增加充分、一致、可理解性要求；審核方式按照標準流程進行，全程公開透明，企業可在網上電子化提交，投資者可透過

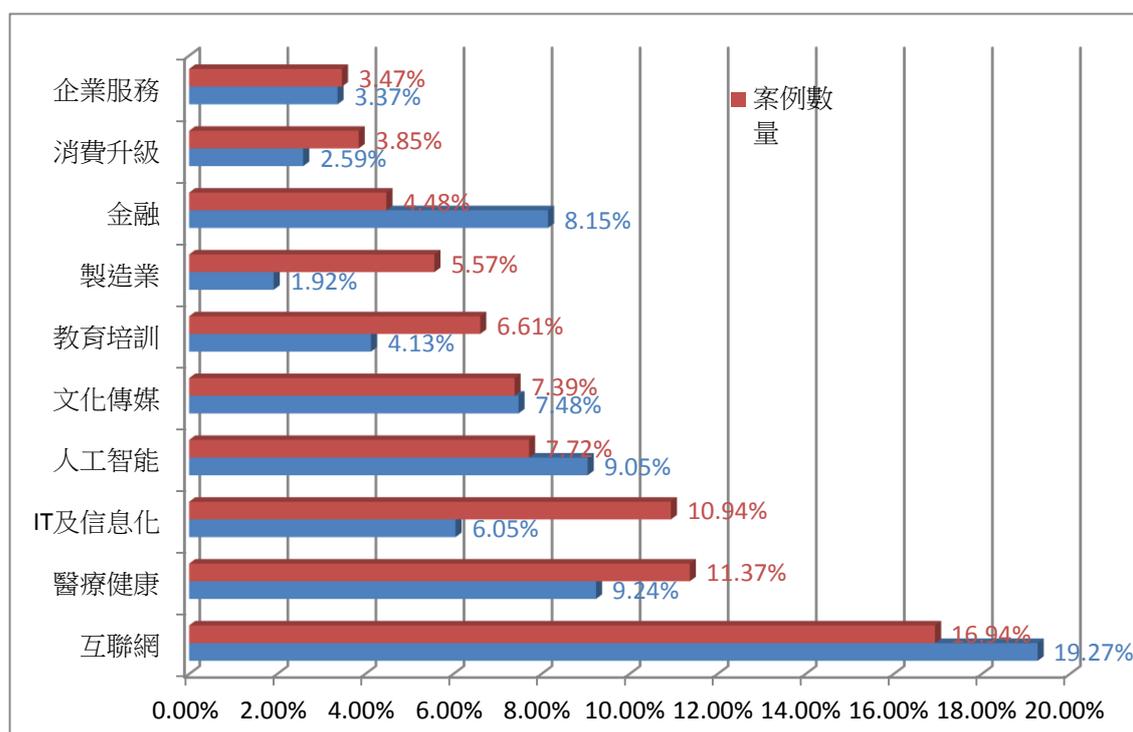
問詢制進行提問和判斷。為此，上海證券交易所專門設置科創板上市委員會和科創諮詢委員會，前者主要由會計、法律、市場、監管機構專業人士參加，負責上市監督與把關，後者主要由權威專家、知名企業家和資深投資專家組成，定位為專家諮詢機構。一經交易所審定上市企業後，即交由證監會進行註冊程序。交易所審核時間最長不超過6個月，證監會註冊時間不超過20個工作日。

值得留意是，有別於媒體解讀的“寬進嚴出”，相關部門負責人特別指出，與國際通行的註冊制相比，內地在具體操作上將從嚴掌握，無論是交易所還是證監會都將進行實質性審核（即證監會亦具備否決上市權利），從源頭上保障上市公司質量，並實行事前、事中、事後全程監督；定價機制更趨市場化。在註冊制框架下，擬充分發揮券商作用，以機構投資者作為參與主體，鼓勵戰略投資者和發行人、公司高管及核心員工參與，並引進“綠鞋機制”（突破PE值23倍限制），經過預路演、路演及累計投標幾個階段確定發行價格，力求真實反映上市公司價值。

2、上市公司標準更具包容性，聚焦科創企業。針對科創類企業投入與收入時間不匹配、暫時性虧損、研發階段無收入等財務表現以及公司治理結構上存在表決權差異安排、協議控制架構、更依賴人力資本等特殊情況，科創板首次在內地引入市值指標作為上市公司考察重點，並與收入、現金流、淨利潤、研發收入四項指標進行組合，形成五套上市標準，最低預計市值要求不低於10億元（人民幣，下同）。在選定其中一套標準的情況下，發行人在上會前還可以變更至其他標準，充分體現制度設計的靈活性。同時，此次科創板規則明確特殊股權架構及紅籌企業可申請上市。其中，紅籌股企業市值要求不低於2000億元（已上市企業發行CDR）或預計市值不低於50億元（未上市企業，根據不同市值並附帶其他條件）。

從上市企業行業限定來看，在聚焦科創的前提下，主要涵蓋新一代信息技術（集成電路、人工智能、雲計算、大數據、互聯網、軟件、物聯網等）、高端裝備製造及新材料（船舶、高端軌道交通、海洋工程、高端數據機床、機器人等）、新能源、節能環保、生物醫藥及其他技術服務（為創科行業提供技術服務）等七大行業，注重具備自由知識產權且相關技術突破國際封鎖、技術是收入增長主要驅動力、具成熟的研發體系與團隊、具成熟商業模式等四大特色。在具體企業篩選上，要求符合“真、好、精”、規模適當、定價合理和運行平穩標準。

附圖 2：2018 年中國 VC 市場行業案例數量及金額佔比 (%)



資料來源：CVINFO，中銀香港經濟研究

3、交易環節突顯激發市場活力與保護投資者並重。一方面，透過放寬漲跌幅限制（新股上市 5 天內不設限，之後由 10% 擴至 20%）、引入盤後固定作價交易、優化融券規定（上市首個交易日即可作融券標的）及調整微觀機制安排（如提高需申報的單筆數量和限價訂單等），對現有交易制度進行適度修訂，力爭提升市場交易活躍度；另一方面，借鑑滬深港通機制成功運行經驗，引入投資者適當性制度。從投資經驗、資金實力、風險承受和價值判斷能力綜合考慮，設置證券、資金賬戶資產不低於 50 萬元、參與證券交易滿 24 個月的個人投資者門檻。資料顯示，2017 年底上海市場 10 萬以下及 10-50 萬個人投資者分別有 2179.70 萬戶和 1187.07 萬戶，合計佔比 85.39%。未符合入場條件的投資者可透過購買以科創板股票為標的基金產品參與。另外，相關措施還對審慎交易、分散化交易及會員對異常交易的管理責任等作出明確規定。

4、從五大方面強化監管。一是信息披露更具針對性。強化行業信息、核心技術、經營風險、公司治理及業績波動等披露，進一步對量化指標、時點、方式、豁免等做出規定；二是股份減持更合理。包括確定核心技術人員減持期以保持公司控制權和技術團隊穩定、未盈利企業在盈利前 5 年內不得減持首發前股份以及增加非公開轉讓、創設基金進入等；三是差異化表決更規範。明確規定更為嚴格的前提條件、限制主體資格及後續變動、保障普通股股東權利及監事會監督責

任等；四是保薦責任更為嚴厲。如延長持續督導期、細化責任及定期出具研究報告等；五是股權激勵更為靈活。包括拓展對象及上限、提高價格靈活性和操作便利性等。

5、嚴格退市規範。截至 2018 年底，美股和港股累計退市企業分別為 2418 家和 834 家，而 A 股僅為 100 家（ST 企業另有 814 家）。為配合科創板啟動和註冊制試行，內地亦同時從標準、程序、執行三個層面明確退市規範。主要包括制定強制性、市場、財務及其他合規四類退市指標，並簡化環節（取消暫停上市和恢復上市程序，直接終止上市）、壓縮時間（如因財務指標退市，第一年發佈風險警示，第二年直接退市），明確涉及重大違法退市的企業將永久性退出市場。另外，在執行層面，如上市公司收入主要來源於與主營業務無關的貿易業務或不具備商業實質的關聯交易收入，且明顯喪失持續經營能力，即可啟動退市程序。

附表 2：內地與香港主要板塊上市制度比較

	上海科創板	香港交易所 (新經濟)	內地主板及 中小板	創業板	新三板
上市地	上海	香港	上海、深圳	深圳	全國股份轉讓系統
企業類型	同股不同權、未盈利或虧損企業、紅籌企業、上市公司拆分子公司	同股不同權、無收入生物科技公司、海外上市大中華公司	N/A	N/A	N/A
市值門檻	至少 10 億元人民幣	至少 100 億港元（同股不同權）或至少 15 億港元（生物科技）	N/A	N/A	N/A
盈利要求	無	無	有	有	無
存續期	3 年	不少於 1 年	3 年		2 年
審批方式	註冊制+監管機構審核上市合適性	註冊制+監管機構審核上市合適性	核准制		備案制
審批時長	6 至 9 個月	4 至 6 個月	不定		N/A
個人投資者門檻	50 萬元人民幣+24 個月經驗	生物公司僅限專業投資者	兩年或以上股市經驗		500 萬元資產
估值比較	N/A	較低	低	較高	N/A
漲跌限制	每日<20%（首 5 日不限）	不限	每日<10%		不限（做市）；<200%（漲）或>50%（跌）
交易機制	T+1	T+0	T+1	T+1	T+1/T+0（做市商）
交易方式	競價；盤後固定價格；大宗交易	競價	總價；協議大宗+盤後定價		協議、做市、總價或其他

資料來源：中銀香港經濟研究綜合整理

三、上海科創板設立的可能影響

市場預期，在“高標準、穩起步、嚴監管、控風險”原則之下，上海科創板初期發行規模或在 200-500 億元以內，首批上市公司 20 家左右。隨著科創板啟動，其影響勢必逐漸發酵。

1、短期對市場行情有提振作用，對其他板塊資金的分流情況有待觀察。資本市場改革帶來的政策利好，歷來是支持內地市場走強的主要支持。科創板的穩步推進，無疑成為近期內地 A 股市場上漲行情的一大助推因素，相關行業概念股均呈現不同程度的向好表現。2009 年 10 月，創業板首批 28 家公司上市，募資 155 億元，其間 A 股市場表現平穩。相信在起步節奏可控的前提下，科創板對現有板塊存量資金產生“抽血效益”的擔心應該不大，分流資金規模或相對有限。

2、中長期有助於 A 股制度完善與生態優化。隨著科創板推出，投資者在 A 股市場可投資標的將更為豐富及多元化；伴隨新板催生的發行承銷、交易及退市制度等一系列改革陸續落地，曾熱炒的“殼資源”或不再稀缺，市場炒作風氣有望得到一定遏制；在新規則之下，內地券商將更多地承擔市場化定價、撮合交易和價值投資角色，進一步引導投資風險從偏散戶向偏機構轉變。作為內地資本市場改革的試驗田，預料科創板諸多創新機制在平穩運行趨於成熟之後，料將向全市場推廣，進一步促進 A 股市場法制化、規範化發展，提升中長期投資價值。

3、香港市場如何應對值得探討。從前文分析可見，上海科創板制度設計其實借鑑了香港去年上市規則修訂以及滬港通平穩運行的成功經驗。隨著上海科創板漸行漸近，加上內地不少省市出台對擬上市企業的補貼措施（如雲南省企業最高可獲 1600 萬元獎勵），不排除部份已在港上市公司迴流，或原擬來港上市的內地科創企業轉而選擇本土上市。有鑒於此，港交所在未來三年戰略規劃發佈時表示，將致力於拓展海外，特別是東南亞地區優質上市資源。在面臨挑戰的同時，香港市場仍有機遇：一是不少擬上市企業或會選擇 A+H 模式，既享受內地市場同類股票較高估值紅利，又藉助香港市場大量國際資金和海外機構投資者優化公司治理，佈局國際化發展；二是待科創板平穩運行一段時間之後，在該板上市的股票有望納入滬港通交易標的，香港市場資金和投資者可透過互聯互通機制參與。有關上海科創板的最新動向及對香港市場的影響值得持續跟蹤觀察。