

创业板：多层次资本市场的新开端

作者：韩炯 / 陈臻

自中国证监会 2008 年 3 月 21 日发布《首次公开发行股票并在创业板上市管理办法(征求意见稿)》以来, 历经近一年的意见征求, 中国证监会终于于 2009 年 3 月 31 日正式发布《首次公开发行股票并在创业板上市管理暂行办法》(以下简称“创业板上市办法”), 该规定距离中国证监会首次提出“高新技术板块”的构想已逾十年。

作为多层次资本市场的两个层面, 主板市场和创业板市场有其不同的定位和功能。主板上市所依据的主要规定——《首次公开发行股票并上市管理办法》(以下简称“主板上市办法”)与创业板的上市规则——创业板上市办法的差异即为该等不同在法律层面的体现。

发行条件

无论是主板上市办法还是创业板上市办法, 其核心都在于规定发行人须符合哪些条件才能在主板或者创业板上发行股票。两者对发行人的主体资格、独立性、规范运行、持续经营能力等方面都有着基本相似的要求, 但由于在创业板上市的企业为“自主创新企业及其他成长型创业企业”, 与主板上市企业的资产规模、经营规模及盈利水平不可等量齐观, 故两者对发行人诸如股本总额、净资产额、营业收入、净利润、现金流量等财务指标的要求显著不同, 创业板办法降低了对发行人规模性指标的要求, 缩减了对盈利期限的要求, 但增加了关于成长性指标的要求。

由此可见, 立法者对于自主创新企业相对于一般主板上市企业的不同特点作了较多的考量, 如: 1)无形资产(专利、著作权等)在其资产组成中的价值更高; 2)非典型的资金密集型行业; 3)一般规模较小; 4)成长速度较快。但与境外某些创业板市场的规则不同, 中国创业板仍然非常关注企业的盈利能力, 并遵循“先盈利后上市”的原则, 这与中国证券市场仍处于发展初期、仍然缺乏成熟的合格投资者有关, 也反映了监管层谨慎试水的态度。

If you would like an English version of this publication, please contact:

Lily Han: (86 21) 3135 8709
Publication@linksllaw.com

如您需要了解我们的出版物, 请与下列人员联系:

韩东红: (86 21) 3135 8709
Publication@linksllaw.com

通力律师事务所
www.linksllaw.com

创业板：多层次资本市场的新开端

市场上始终关注创业板上市办法是否会对上市企业所从事的行业作出明确规定，是否会对“自主创新企业及其他成长型创业企业”作出明确定义，但从公布的创业板上市办法看，其中并没有对上市企业所从事的行业作出明确的要求或者限制，仅对企业的成长性有较高的要求。显然，监管部门更为关注企业的成长速度，而没有对可能引起市场争论的创业企业的范围进行规定。但是创业板是否能够接受一家具有良好成长性但是又属于传统行业的企业上市仍有待未来在创业板实践中检验，也可能引发进一步的争议。

创业板上市办法与主板上市办法同样要求上市企业有明确的募集资金用途，这一规定可能会对创业企业的上市造成困难，由于创业企业所处的新兴产业与传统产业情况不同，相对而言其面临的市场环境变化亦会更大，因此对创业企业上市时募集资金用途上作严格要求未必合适。未来在创业板上市的审核实践中是否会对此作出一些灵活的处理仍有待观察。

除了对成长性和盈利水平的要求与主板有所差别，创业板上市办法所规定的上市条件在其他各个方面仍然维持了主板上市办法的规定，创业板在某种意义上更像一个条件比“中小板”更低的“小小板”。在这种情况下原先由于各种原因未能实现在主板上市的以互联网为代表的众多新兴行业能否实现在创业板的上市仍有待观察。

对公司内部人要求更为严格

从创业板上市办法来看，立法者考虑到自主创新企业一般而言规模较小、波动较大、更容易出现公司所有权与经营权合一的情况，因而对其董事、高级管理人员乃至控股股东、实际控制人等公司内部人课以更严格的要求。

根据创业板上市办法的相关规定，发行人的董事、监事和高级管理人员有忠实勤勉义务。同时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。并且发行人的控股股东、实际控制人应当对招股说明书出具确认意见，并签名、盖章。

该等新规定都旨在建立起相对于主板上市办法更为严格的公司治理和公司内部控制体系，期望由此能给予公众投资者更多的保护。对于众多想在创业板上市的创新企业来说，严格的公司治理和内控体系要求将是一个必须跨越的“门槛”。

保荐机构和中介机构责任加重

如前所述，立法者一方面希望通过较为完善的内部控制体系和公司治理体制规范公司运营；另一方面，立法者也希望通过保荐机构以及证券服务机构勤勉尽责的核查验证发行人是否符合创业板上市办法所列的发行条件。故在延续主板上市办法对保荐机构及证券服务机构相关法律责任所作之规定的同时，创业板上市办法对中介机构——特别是保荐机构课以更多的责任。

创业板：多层次资本市场的新开端

根据创业板上市办法的规定，保荐人保荐发行人发行股票并在创业板上市，应当对发行人的成长性进行尽职调查和审慎判断并出具专项意见。发行人为自主创新企业的，还应当在专项意见中说明发行人的自主创新能力。此外，保荐人对发行人有持续督导义务。

据中国证监会新闻发言人的说明，在创业板上市公司的持续督导方面，要求保荐人督促企业合规运作，真实、准确、完整、及时地披露信息，督导发行人持续履行各项承诺，并要求保荐人对发行人发布的定期公告撰写跟踪报告。对于创业板公司的保荐期限，相对于主板进行了适当延长。

同时创业板上市办法重申，若证券服务机构未勤勉尽责，所制作、出具的文件有虚假记载、误导性陈述或者重大遗漏的，中国证监会将采取十二个月内不接受相关机构出具的证券发行专项文件，三十六个月内不接受相关签名人员出具的证券发行专项文件的监管措施，并依照《证券法》及其他相关法律、行政法规和规章的规定进行处罚。

投资者教育

创业板上市办法在其总则部分即言明，“创业板市场应当建立与投资者风险承受能力相适应的投资者准入制度，向投资者充分提示投资风险。”并在第四十条规定了发行人须在招股说明书上对投资者作相应的风险揭示。同时，证券交易所也将逐步建立起适合创业板特点的市场风险警示及投资者持续教育制度。这些规定都说明，投资者保护及教育将会是未来创业板市场监管机构的重要工作之一。

退市和转板机制

创业板相关的配套规则目前尚未发布，创业板上市办法中并未对创业板上市公司的退市机制作出规定，仅仅要求证券交易所建立适合创业板特点的上市、交易、退市等制度，相信深圳证券交易所需要在其《创业板股票上市规则》、《创业板股票交易特别规定》等相关业务规则中对此予以明确。

笔者认为，由于创业企业本身具有业绩不稳定、经营风险大、企业规模小的特点，因此创业板上市公司的退市机制需要较主板上市公司更为严格，确保在企业不符合上市条件的情况下尽快退市以避免投资者更大的损失，同时对于出现虚假陈述、违规信息披露、内部交易等情况的上市企业亦需要采取更为严厉和果断的措施令其退市以体现市场的公平。此外，由于创业板上市公司本身业务的特点，对于创业板上市公司的资产重组和买壳等行为亦需要予以严格的限制，以免出现“有创业板之名无创业企业之实”的情况。

创业板上市办法中并未规定上市企业转为主板的条件和办法，同时目前主板的中小企业板亦没有转板的机制存在，使中小企业板中亦可能存在已经逐渐壮大的上市企业，这样中小企业板的特点可能不太鲜明。未来创业板同样需要考虑在维持上市企业稳定的情况下如何建立转板机制，使创业板充满创业企业的特点。

创业板上市办法的正式出台具有里程碑意义，但其法律及操作体系的逐步完善仍有待相关细则、规程以及操作规范的陆续出台。主板上市办法虽然和创业板上市办法有诸多不同之处，但我们相信，主板上市办法及其配套法律法规的部分规定对未来创业板的发展仍会有借鉴及参考价值。

创业板：多层次资本市场的新开端

如需进一步信息，请联系：

上海	北京
韩炯 电话: (86 21) 3135 8778 Christophe.Han@llinkslaw.com	陈巍 电话: (86 10) 6655 5050 - 1022 Way.Chen@llinkslaw.com
陈臻 电话: (86 21) 3135 8699 Grant.Chen@llinkslaw.com	
黄艳 电话: (86 21) 3135 8788 Calista.Huang@llinkslaw.com	
翁晓健 电话: (86 21) 3135 8660 James.Weng@llinkslaw.com	

本篇文章发表于《中国法律透视》2009年4月刊。