

【名家專欄-范秉航】傾聽市場：中國科創板的變革與啟示

關鍵字：科創版、基石投資、兩會、證監會、上海證交所

日期：2019.3.15



中國國家主席習近平 2018 年 11 月 5 日在上海國際進口博覽會中宣布由上海證交所設立號稱陸版那斯達克的科創板，而近 4 個月後，在中國「兩會」(全國人大、政協會議)開幕前夕，證監會與上海證交所於 3 月 2 日公布科創板「2+6」項相關政策，科創板規則正式落地，預期今年 7 月正式啟動。這項政策措施一公布便引起市場的廣泛討論，與現行的 A 股市場相比，科創板允許尚未盈利的公司上市、允許同股不同權的公司上市、允許尚未在境外上市的紅籌與 VIE (Variable Interest Entity，協議控股結構)架構公司上市。這些突破所代表的是中國資本市場的變革，而我們在這些變革中能獲得甚麼啟發？則是一個值得思索的課題。

科創板上市審核更貼近市場

中國證監會對科創板的設置進行研究，明確註冊要求與程序、優化減持制度、完善訊息披露等意見，公布並實施兩項施行辦法，《科創板首次公開發行股票註冊管理辦法(試行)》與《科創板上市公司持續監管辦法(試行)》。另外，上海證交所因應科創板機制，也發布了 6 項主要業務規範，涵蓋發行上市審核規則、股票上市委員會管理辦法、科技創新諮詢委員會工作規則、股票發行與承銷實施辦法、股票上市規則，以及股票交易特別規定。除了 2+6 主要業務規則之外，上交所更依「急用先行」原則，對基本業務規則中的相關制度，訂出更加具體的操作性規定。

首先應關注的是註冊制的實行。科創板的註冊制審核分為兩個階段，一是上交所進行發行、上市、資訊披露的全面審核，二是證監會對企業發行上市進行註冊。對發行者來說，除了依註冊

規定填交資料與接受審核外，亦需要保薦機構推薦。保薦機構應準確把握科技創新企業的營運特點，評估企業科技創新能力等，關注企業「是否掌握具有自主智慧財產權的核心技術」、「是否擁有高效的研發體系」、「是否擁有市場認可的研發成果」、「是否具有相對競爭優勢是否具備技術成果有效轉化為經營成果的條件」及「是否服務於經濟高品質發展」等特質。上交所則是需要在收件後 5 個工作日內決定是否受理，受理後 3 個月內完成審核，並向證監會提出註冊申請。證監會則在收到申請後 20 個工作日內作出決定，發行者則可在一年的期間內決定發行時點。

註冊機制使得企業上市流程簡化且明確，但並不代表審核的門檻降低，而是審核重點轉移。從審核規則來看，除了關注於上市條件與資格之外，如股本總額、發行比例等，更加關注於企業資訊披露與保薦機構意見。如此一來，IPO 將更為市場化，反映真實價值，降低初級市場與次級市場的套利空間。

聚焦具備市場價值的前沿科技公司

科創板的上市條件，包括：(1) 股本總額不低於 3,000 萬元人民幣；(2) 公開發行的股份須達到公司股份總數的 25% 以上，或是公司股本總額超過 4 億元人民幣，公開發行股份的比例為 10% 以上。但既然稱之為「科」創板，科技含量自然是登板企業的先決條件。對此，三類科技企業優先上市，(1) 符合國家戰略、突破關鍵核心技術、市場認可度高、社會形象良好，具有較強成長性的企業；(2) 屬新一代資訊技術(如物聯網、智慧硬體、半導體等)、尖端裝備(如智慧製造、航太、先進軌道運輸、海洋工程等)、新材料(如先進鋼材、化材、金屬與非金屬材料，以及高性能複合材料等)、新能源(如先進核能、大型風電、高效光電與儲能設備等)、節能環保(如循環技術、新能源汽車與關鍵零組件、先進電池技術等)，以及生物醫藥(如生技製藥、先進醫材與設備等)，新技術產業和戰略性新興產業；(3) 網路、大數據、雲端計算、人工智慧等與製造業深度融合的創新企業。

除了上述的技術內涵之外，五項市值及財務標準則是將科技與資本市場價值進一步連結。市值及財務指標應符合以下至少一項條件：(1) 預計市值不低於 10 億元人民幣，最近兩年淨利潤均為正且累計淨利潤不低於 5,000 萬元人民幣，或者預計市值不低於人民幣 10 億元，最近一年淨利潤為正且營業收入不低於 1 億元人民幣；(2) 預計市值不低於 15 億元人民幣，最近一年營業收入不低於 2 億元人民幣，且最近三年累計研發投入佔最近三年累計營業收入的比例不低於 15%；(3) 預計市值不低於 20 億元人民幣，最近一年營業收入不低於 3 億元人民幣，且最近三年經營活動產生的現金流量淨額累計不低於 1 億元人民幣；(4) 預計市值不低於 30 億元人民幣，且最近一年營業收入不低於 3 億元人民幣；(5) 預計市值不低於 40 億元人民幣，主要業務或產品需經中國有關部門批准，市場空間大，目前已取得階段性成果。醫藥行業企業則需至少有一項核心產品獲准開展二期臨床試驗，其他符合科創板定位的企業需具備明顯的技術優勢並滿足相應條件。

基於此，為了避免被中止發行，上市標準的重點在於如何達到市值要求，並非全以獲利作為條件。如此一來，上市前的市場詢價就變得相當重要，企業不但要具備能撐起市值標準的技術價值，也要在發行時忠實呈現市場預期。對於在私募市場中出現非理性、高估值的企業，這項制度能減少上市後一窩蜂搶進的破發，以及短時間內退燒的股價大幅波動情況。

退市機制趨嚴

相對於上市審核效率加快，科創板的退市機制則是愈發嚴格。上市公司存在欺詐發行、重大資訊披露違法或者其他嚴重損害證券市場秩序，以及涉及國家安全、公共安全、生態安全、生產安全和公共健康安全等領域的違法行為均會被實施退市風險警示，公司須限期改善或被強制退市。除了違法行為外，交易出現問題的公司也在被退市之列。其中包含：(1) 連續 120 個交易日實現的累計股票成交量低於 200 萬股；(2) 連續 20 個交易日股票收盤價均低於股票面值；(3) 連續 20 個交易日股票市值均低於 3 億元；(4) 連續 20 個交易日股東數量均低於 400 人。

過去中國推動創業板與新三板交易機制，希望針對中小企業與新創業者提供一個公開市場募資的管道。但實施以來卻出現不少問題，例如板上企業良莠不齊；實際能透過交易系統募到資金的規模有限；股權過於集中在少數投資者身上；以及許多空殼公司並非為了拓展公司業務而公開募資，而僅是為了賣殼而登板。在投資者信心不足的情況下，創業板與新三板有行無市的狀況愈發嚴重，2018 年深圳創業板籌資金額僅 986.15 億元人民幣，較 2017 年下滑 34.07%；新三板在 2017 年的成交金額達到 2,271.8 億元人民幣，但 2018 年大幅萎縮至 888.01 億元人民幣，下跌 60.91%。對此，科創板預期以嚴格的退市機制，確保價值投資，建立一個更為正常化的資本市場交易管道。

制度的開放與思考

除了上市、退市機制的變革與鎖定科技企業類型之外，科創板也進一步開放了紅籌企業與 VIE 架構公司上市；降低股份減持門檻制度，公司核心技術人員股份鎖定期由 3 年調整為 1 年，期滿後每年可以減持 25% 的 IPO 前股份；規範散戶投資人資產不低於 50 萬元人民幣，並參與證券交易 24 個月以上。整體而言，這次科創板的登場，確實能對高成長潛力的新創企業與投資者帶來不小的誘因。而在這項變革之下，卻也有值得思考之處。

首先是資金的磁吸效果。對中國境內的資金移轉或許會帶來不小的影響，尤其是在開板的蜜月期間。若科創板能有效執行上市審核、退市規則，並落實貼近市場化的運作機制，更有機會吸引長期資金投入。然而對外資而言，要考慮的層面恐怕不僅僅是科創板的遊戲規則問題，而是資金進出的問題。受到美中貿易戰的影響，人民幣貶值壓力驟升，中國近兩年外匯管制趨嚴。在匯兌成本提高的情況下，外資是否對科創板買單，仍有待觀察。

其次，資本市場的改革是趨勢，也要畫對重點。近年創新創業蓬勃發展，在早期投資者，如天使、VC 與 CVC 等的加持下，造就了不少估值超過 10 億美元的獨角獸企業。當早期資金備受關注之時，如何完成募、投、管、退的投資閉環成為政策的焦點之一，不論是補貼、直接投資、搭配投資、減稅，或資本市場多元化皆然。其中，資本市場的改革正是關乎早期投資者退場的重要項目，台灣亦推動了諸多創新措施，刺激資本市場活絡。2014 年台灣啟動創櫃板，為具創新、創意構想之非公開發行微型企業提供「股權籌資」與輔導機制。目前共計 93 家公司，透過創櫃板籌資系統籌資金額達 3.62 億元新台幣。今年金管會更將基石投資人制度提出討論，期待能促進我國新創項目上市籌資。對發行企業來說，一位具聲望的基石投資者參與 IPO，不但能傳遞企業正面訊息，增加 IPO 的成功率，亦能吸引到更多的投資者參與認購。

資本市場是雞生蛋、蛋生雞的問題。具高成長潛力的優質投資標的上市，能吸引到更多的投資者進入；更豐沛的資金流動，亦能吸引優質的企業參與。而政府的角色是打造一個完善的孵化場，提供「好的」環境與工具，促進資本市場正向發展。從中國新三板、創業板至科創板的變化可以了解，完成投資閉環，從早期投資到上市籌資，營造健康的資本市場環境，單靠降低門檻、放寬規則、廣開市場大門，並非正解。從市場尋求答案，找到貼近雙方需求的機制，適度調整規範的鬆緊，才能創造足夠的投(募)資誘因。

本文作者范秉航 博士（台灣經濟研究院研六所/副所長）