

## 资本市场法律热点问题

### 创业板首发新规则简评

2014年5月14日，中国证监会发布了《首次公开发行股票并在创业板上市管理办法》（中国证监会令第99号，以下简称“《管理办法》”），同时废止了自2009年5月1日起实施的《首次公开发行股票并在创业板上市管理暂行办法》。正式出台的《管理办法》与征求意见稿在实质内容上基本一致，之前市场热传的允许亏损互联网企业上市规定最终未出现在《管理办法》中。

#### 一、修订创业板首发规则的背景

近年来，随着对国内股票市场问题的反思，公众对新股发行从核准制过渡到注册制的呼声越来越高。2013年11月，中共十八届三中全会作出了推进股票发行注册制改革的重大决定。随后，中国证监会发布《中国证监会关于进一步推进新股发行体制改革的意见》，在现行《中华人民共和国证券法》（以下简称“《证券法》”）的框架下，以部门规范性文件的形式从推进新股市场化发行机制、提高新股定价市场化程度、改革新股配售方式等方面提出新股发行体制改革要点，而相关改革要点亟待通过修订现有发行规则来落实。

同时，创业板市场经过四年多的发展，原创业板首发规则所确定的发行条件无法满足更多成长型、创新型中小企业的融资需求，尤其是一批业绩波动大或未来增长潜力很大但目前盈利水平较低的创业企业因囿于持续增长或盈利规模的要求而被挡在创业板市场之外。此外，在上交所积极筹建战略

新兴产业板、新三板扩容迅猛之际，创业板也只有准确把握其服务于创新型、成长型企业的定位，调整发行条件，才能在多层次资本市场中得到长足发展。

#### 二、创业板首发规则主要修订内容

##### 1. 放宽财务准入指标，取消持续增长要求

放宽财务准入指标是本次创业板首发规则修订的亮点之一。本次修订将原创业板首发规则规定的财务准入指标“最近两年连续盈利，最近两年净利润累计不少于一千万元，且持续增长；或最近一年盈利，且净利润不少于五百万元，最近一年营业收入不少于五千万元，最近两年营业收入增长率均不低于百分之三十”修改为“最近两年连续盈利，最近两年净利润累计不少于一千万元；或最近一年盈利，最近一年营业收入不少于五千万元”，删去了原两套财务准入指标中关于持续增长的要求及第二套指标中关于净利润下限的要求。

上述新的财务指标门槛低于主板上市条件，高于新三板挂牌条件，是基于创业板在多层次资本市场的定位确定的，扩大了可进入创业板市场的中小企业范围。同时，针对创业板的服务对象为创新型、成长型企业，《管理办法》仍保留了关于保荐人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的要求。

## 2. 简化其他发行条件

《管理办法》不再将发行人具有持续盈利能力、依法纳税、不存在重大偿债风险、资金占用、关联担保、董监高知法明责、募集资金专户存储等作为发行条件。对发行人持续盈利能力的判断，本质上是对投资价值的判断。不再将具有持续盈利能力作为发行条件并减少其他不必要的发行条件，而由投资者自主判断，体现了中国证监会对新股发行由监管导向到披露导向的重大转变，是推进股票发行注册制改革的重要一步。

值得注意的是，根据目前《证券法》第十三条的规定，公司公开发行新股，必须“具有持续盈利能力，财务状况良好”，而作为法律的《证券法》位阶又高于作为部门规章的《管理办法》，因此从理论上来说，虽然《管理办法》不再将具有持续盈利能力作为发行条件，发行人公开发行股票并在创业板或其他板上市仍须符合《证券法》规定的具有持续盈利能力这一公开发行新股的条件，直至《证券法》就此作出修改。

对于发行人、保荐人和证券服务机构来说，本次发行条件简化后，对发行人持续盈利能力的影响因素以及本次修订取消的发行条件所涉事项的披露义务随之加重了，中国证监会将在创业板首发招股说明书准则等相关配套规则中细化相关事项的披露要求。

## 3. 将保护中小投资者合法权益的相关措施列入发行条件

《管理办法》在降低财务准入门槛，简化其他发行条件的同时，也强化了对中小投资者合法权益的保护。本次修订中，在“发行条件”部分新增了条款，要求发行人应当建立健全股东投票计票制度及发行人与股东之间的多元化纠纷解决机制，以切实保障投资者依法行使收益权、知情权、参与权、监督权、求偿权等股东权利。这显然是在具体落实去年底出台的《国务院办公厅关于进一步加强资本市场中小投资者合法权益保护工作的意见》中的相关措施。在上市公司如何有效建立与股东之间的多

元化纠纷解决机制、如何切实有效保障投资者求偿权等问题还有待在市场进一步探索的情形下，将这些要求直接加入到“发行条件”，足见监管层落实相关措施的决心。

## 4. 申报企业不再限于九大行业

中国证监会于2010年3月发布的《关于进一步做好创业板推荐工作的指引》规定了保荐机构应重点推荐新能源等九个行业的企业。《管理办法》实施后，《关于进一步做好创业板推荐工作的指引》被废止，创业板申报企业不再限于九大行业，战略性新兴产业以及其他行业和业态的创新型、成长型企业均属于创业板市场支持的范围。值得注意的是，中国证监会新闻发言人在就创业板改革答记者问时明确，国家产业政策明确限制的产能过剩、高污染及高能耗行业的企业仍不能发行上市。

## 5. 强化信息披露约束，加强保护投资者合法权益

新股发行注册制应以发行人信息披露为中心，在充分信息披露的基础上，由投资者自行判断企业价值和风险，自主做出投资决策，因此投资者权益的保护与信息披露密切相关。为加强中小投资者合法权益的保护，除了前述将相关措施落实进“发行条件”的安排外，本次创业板首发规则修订中，强化信息披露约束也是一个重点，主要体现在：（1）明确信息披露应以投资者的决策需要为导向；（2）增加信息披露应及时的要求；（3）明确发行人作为信息披露第一责任人向保荐人、证券服务机构提供资料的责任和保荐人、证券服务机构对发行人所提供资料进行核查的责任；（4）在信息披露的形式上，要求招股说明书等信息披露文件应简明浅白，便于中小投资者阅读；（5）在信息披露的内容上，将影响发行人持续盈利能力的因素以及本次修订取消的发行条件调整为信息披露的内容，要求招股说明书应披露相关责任主体以及保荐人、证券服务机构及相关人员作出的承诺事项、承诺履行情况以及对未能履行承诺采取的约束措施，披露利润分配政策尤其是现金分红政策以及填补被摊薄即期回报的措施及承诺等；（6）明确申请文件和信息披露文件存在自相矛盾或者同一事实表述不一致且有实质性差异

的，将给予处罚。

《管理办法》还要求保荐机构审慎核查并对发行人是否具备持续盈利能力、是否符合法定发行条件作出专业判断，要求证券服务机构确保所出具的相关专业文件真实、准确、完整、及时，强化发行人及保荐人、相关证券服务机构的赔偿责任，这些都是切实保护中小投资者合法权益的重要举措。

除以上修订内容外，中国证监会还根据《中国证监会关于进一步推进新股发行体制改革的意见》的相关规定对《首次公开发行股票并在创业板上市管理暂行办法》中的相应内容进行了修改和补充，主要包括：要求募集资金数额和投资方向还应与发行人未来资本支出规划相适应，增加及时披露和受理即预披露的要求，明确三个月审核时限，放宽核准文件有效期至 12 个月，允许发行人自主选择发行时点，增加老股转让审议程序等。

### 三、评述

可以预见，《管理办法》颁布后，创业板的供给将较大增加，短期内将使原有创业板公司的稀缺性降低，可能会一定程度上压低创业板整体估值，而从长期看，这将有利于创业板内部优胜劣汰，有助于扶持更多创新型、成长型企业上市良性竞争。对于拟上市企业及相关证券服务机构而言，《管理办法》的颁布并不意味着监管放松，《管理办法》在完善事前审核的同时，更加突出事中加强监管、事后严格执法，拟上市企业及相关证券服务机构应严格依法进行信息披露，以避免被追究法律责任。

《管理办法》的本次修订是在现行《证券法》框架下对新股发行制度的市场化、法制化改革，而真正要在注册制改革的道路上大步向前，还有赖于《证券法》修订先行，以及定价、配售、并购、退市等相关制度的协同。就《管理办法》与信息披露相关的一些细节，也还有待创业板首发招股说明书准则等相关配套规则予以细化才能真正落到实处。

张 平 合伙人 电话：86-20 2805 9093 邮箱地址：zhangp@junhe.com

方海燕 合伙人 电话：86-20 2805 9058 邮箱地址：fanghy@junhe.com

张焕彦 律 师 电话：86-20 2805 9061 邮箱地址：zhanghuanyan@junhe.com

---

本文仅为提供法律信息之目的，供参考使用，并不构成君合律师事务所的法律意见或建议。