

审核篇

“中国智慧”清香外溢
科创板注册制迈向审核2.0时代

■本报记者 张 歆

于无色处见繁花。开板满一周年的科创板“试验田”，经过一年的不断探索、耕耘、完善、创新，如今可谓清香外溢，慧泽芳邻——近日结束征求意见的创业板改革并试点注册制相关制度规则，吸收借鉴了科创板试点注册制改革经验；新三板精选层转板制度也将与科创板注册制下的创业板进行衔接。

事实上，讲述科创板注册制的“中国智慧”，审核环节无疑是故事的起点。上市公司数量能够快速实现从0到25再到100+，就是因为审核端首先实现了0到1的突破，并在去年年底启动1到2的迭代。

上交所有关负责人对《证券日报》记者表示，上交所将在对一年来审核工作总结评估的基础上，结合相关市场主体提出的意见和建议，多措并举，全力完善发行上市审核2.0版（简称“审核2.0”），着力持续提升审核的质量和效率。“审核2.0”的核心是“一个不变”和“四个变化”，即坚持以信息披露为核心不变，让审核问询“更精准、更高效、更务实、更协同”。

记者统计发现，进入6月份，科创板9个工作日内受理了27家企业，上市委召开了11场会议，审议了19家企业的首发申请，科创板审核保持“速度与质量并重”。

注册制审核从零出发
在生态交互中达成共识

“科创板审核前两个月，对于审核的尺度，市场还是有一些争议”，回忆起科创板审核工作启动最初的峥嵘岁月，有投行人士对《证券日报》记者感慨，“对于新生事物，没有更多可以借鉴的经验，市场自然需要在争议中达成共识”。

资深投行人士王骥跃也对本报记者表示，“科创板审核初期，市场困扰主要集中在几个问题：科创属性到底怎么规范、信息披露的边界和尺度在哪里、会不会有多重审核”。

设立科创板并试点注册制的审核环节工作，虽然由上交所具体实施，但事实上，一线监管只是市场中单一维度的主体，上市公司和各类中介机构才是可能触发审核全流程、并与流程互动的最关键主体。可以说，上市公司和中介机构

的诚信质量与监管的审核质量共同决定了审核的效率。

坦率的说，审核工作最初的信息披露生态并不十分友好。2019年5月14日，上交所回应市场关切并坦言，由于招股说明书质量不尽人意，首轮问询需要实施“全面体检”；此外，对于首轮问询，申报企业和中介机构出现了回避重就轻、答非所问，刻意回避、夸大其词，篇幅冗长、拖泥带水，该删除的没删除、该精简的没精简，个别保荐人违反执业准则修改问询等五方面问题。

对于争议和问题，监管的态度是直面。在位于上交所的审核中心会议室，申报企业经过预约后能够与审核人员直接交流或咨询，每间会议室面积都不大，但是却容纳了A股市场对于科创企业的期待，一线监管部门服务科创企业的决心。

正是在一个个问答的交互中，在一份份信披的打磨中、在一步步深入的了解中，注册制审核维度的“中国方案”渐渐清晰，通过审核的科创企业大多如愿站上了A股舞台。彼时的审核流程或许并不完美，但确实经过了多番用心打磨，抗住了市场赋予科创板的期许并重的压力，实现了从0到1的迈进。

“审核2.0”稳中求进
中国方案展示中国智慧

在成功迈出第一步后，科创板审核工作的优化也很快被提上日程。与科创企业研发工作的争分夺秒相似，审核也需要不断提速，因为，科创板市场已经下定决心努力让更多准备起飞的科创企业插上资本的翅膀。

科创板成功开板、上市后，审核工作逐步进入常态。2019年11月份科创板过会企业近百家之际，上交所抽出精力，集中收集、研究业界针对审核工作提出的意见，突出问题导向，筹划“审核2.0”。

按照中国证监会统一部署，上交所协同市场各方坚持贯彻注册制的基本内涵，坚持以信息披露为核心，使发行人在符合基本条件的基础上，更加注重以投资者需求为导向，真实准确完整地披露信息；投资者根据发行人披露的信息审慎做出投资决策，形成合理价格，从而更有效发挥市场在资源配置中的决定性作用。



王琳琳/制图

据介绍，“审核2.0”一是进一步突出审核问询的重大性和针对性。在这方面主要是“做减法”，减少“套路性”问题和免责式问询。二是强化风险提示，厘清特有风险，进一步增强招股说明书的风险导向性。在这方面主要是“做加法”，集中梳理招股说明书“重大事项提示”和“风险因素”章节披露中存在的问题，近期特别关注了新冠肺炎疫情对发行人经营的影响确实无法进行定量分析的，应当做出有针对性的定性描述。三是提高披露质量，优化披露形式，进一步落实信息披露的简明性和可理解性。四是进一步增强审核的友好性。对于复杂问题进行分解式问询，将一个大问题拆分成若干小问题，抽丝剥茧，形成问询“组合拳”；五是严控审核时限，加强衔接协调，进一步提高审核的可预期性。

经过了从1到2的迈进，科创板审核问询的重大性和针对性有所提升，首轮问询问题数量明显减少，整体问询轮次逐步下降，招股说明书及问询回复大幅精简，重大事项提示和风险因素披露的针对性显著增强。

从具体表现来看，一是首轮问询问题数量较前期明显减少。前期的首轮问询，平均每家企业问询问题47.4个。截至目前，“审核2.0”下共对115家发出首轮问询函，平均每家企业问询问题29.8个，较前期问题减少约37%。

二是整体平均问询轮次和审核用时逐步下降。2019年共124家企业经中心审核会审议，其中二轮问询后即提交中心审核会的企业占比17.7%，审核平均问询3.26轮，

问询超过三轮的企业占比46%。自启动“审核2.0”后，共39家企业经中心审核会审议，其中二轮问询以内即提交中心审核会的企业占比92%，平均问询2.1轮，问询超过3轮的企业占比8%。审核时间进一步缩短，疫情防控相关企业“康希诺”从受理到提交上市委审核端用时45个工作日。

三是招股说明书及问询回复大幅精简，重大事项提示和风险因素披露的针对性显著增强。审核中积极督促发行人、中介机构提高问询回复质量，切实把好回复和更新招股说明书的质量关。例如“金宏气体”首轮问询回复经要求发行人修改完善，招股说明书页数减少近50页，首轮回复页数减少90页；再如“神州细胞”招股说明书申报稿中重大事项提示内容较为笼统和模板化，在多轮审核问询后相关信息披露的针对性和有效性显著提高，发行人全面梳理并重新撰写了可能对发行人经营状况、财务状况产生重大影响的主要因素，招股说明书重大事项提示部分由7页增加至25页。

当然，速度并不是“审核2.0”的唯一追求。通过明确核查要求，丰富监管手段，审核工作进一步提升压实中介机构责任的可操作性，保障了信息披露质量的稳步提升。针对相关存疑事项，要求中介机构说明核查过程、核查方法、核查取得证据，或者要求进行进一步核查；针对发行人和中介机构对相关重大事项无法提供合理解释等情形，创造性地开展对保荐机构的现场督导工作；针对中介机构执业存在的规范、不严谨、不勤勉等问题，及时采取出具监管工作函、

予以书面警示、通报批评等措施，今年年初以来，共发出监管工作函20份，采取监管措施12次，做出纪律处分2次。

王骥跃对记者表示，“科创板‘审核2.0’的效率确实大幅提升，上市公司中介机构的信披质量总体有所提高，对发行人业务与技术的描述性披露更充分更到位。建议后续由审核部门出台一些信息披露指引、审核规范问答，方便发行人可以更早的准备，进一步提升效率”。

最佳逢其时的，是今年3月1日起新证券法实施，全面推行注册制是A股市场的新目标，身为“试验田”的科创板更是重任在肩。

在科创板开板一周年之际，上交所有关负责人对《证券日报》记者表示，上交所将继续落实以信息披露为核心的注册制审核理念，提高审核质量和效率，推动提高发行人信息披露质量和中介机构执业质量。一是进一步完善审核制度规则，根据新证券法修订内容及审核实践，落实“放松和取消不适应发展需要的管制”要求，修改完善本所审核问答，推动招股说明书准则修改完善；二是进一步提高行业审核水平，包括加强细分行业研究，探索制定分行业信息披露指引，更好发挥科技创新咨询委员会对行业审核的支持作用；三是进一步强化中介机构监管，坚持“管早管小”的监管理念，继续完善中介机构自律监管机制，开展针对性的现场督导工作，发挥好现场督导与书面审核的联动效应；四是进一步优化审核运行机制，更好发挥内部质控部门的作用，完善上市委和咨询委工作机制。

公司篇

110家科创企业的“小确幸”：
坚守科创定位 引领创新驱动

■本报记者 吴晓璐

6月13日，科创板迎来“开板”一周年。这片改革试验田，在一年时间里破题“注册制”，以探路中国式注册制引领资本市场深化改革的浪潮；打破上市门槛限制，为科技创新企业对接资本市场提供了便捷的通道，厚植了制度的沃土，引金融活水“浇灌”硬科技企业，一批科创企业借力资本市场“新跑道”，立足“科创”定位，实现了新突破，迎来了新的发展。毫无疑问，目前已上市的110家企业是时代的幸运儿。

门槛突破 多个“第一”落地

据同花顺iFinD数据统计，截至6月12日，科创板上市企业已达110家，合计首发募资1273.92亿元，总市值1.72万亿元。

每一轮融资背后，对应的都是一个科创细胞的蜕变。科创板设立的“5+2”上市标准，引入多元指标，放开盈利门槛，上市门槛的突破使得很多个“第一”落地：第一家亏损上市的泽璟制药、第一家红筹公司华润微、第一家双重股权结构优刻得等等。

“科创板通过鼓励支持符合国家战略、突破关键核心技术、市场认可度高的科技创新型企业进入资本市场，一批‘硬科技’项目实现了科技与资本深度融合，引领经济发展向创新驱动转型。”近日，证监会副主席陶庆民公开表示。

作为亏损且首家带期权上市企业，沪硅产业代码后的“-U”（代表未盈利）成为科创板上市门槛突破细微且鲜明的注解。

“科创板在设立之初，就较其他板块在规则制定上做出了很大的突破。其中允许未盈利企业上市这一点，让沪硅产业直接受益。作为一个重资产的高科技企业，实现盈利需要一个过程。以前，像我们这样的企业要走资本市场的道路，很多公司都会选择海外路线。但是，科创板发行制度上的突破，让我们实现快速与资本市场对接，享受到国内资本市场发展的红利。”沪硅产业董秘李炜对《证券日报》记者表示。

市场准入制度的突破，激发了科技要素和资本要素的“化学反应”。

“回顾科创板开板这一年，科创板在集成电路、信息技术、生物医药、高端装备等行业，吸引了一批有关键核心技术、科技创新能力突出的企业，并汇集了金山办公、中微公司等一批具备科研硬实力的科创明星公司。”安信科新团队负责人、研究中心总经理助理诸海滨在接受《证券日报》记者采访时表示。

坚守定位 研发投入持续增长

上市只是起点。包容的制度让企业不再纠结于短期利益，不因一时的盈亏而动摇长期战略目标，上市之后更游刃有余——数据显示，大批科创企业上市后加大了研发投入。

据同花顺iFinD数据统计，近年来，上述110家企业研发投入逐年增长，去年研发投入合计133.62亿元，同比增长24.54%。其中22家企业去年研发投入同比增长超过50%，这些企业大多为新一代信息技术产业和生物医药产业。

记者梳理后发现，在上市有了充足“弹药”之后，科创板企业对研发队伍进行了扩充。据同花顺iFinD数据统计，2019年，科创板上市公司研发人员同比增长11.43%，研发人员占比22.07%，较前一年提升5.4个百分点。其中3家公司研发人员占比超过80%，17家企业研发人员占比超过50%。

中山证券首席经济学家李湛对《证券日报》记者表示，科创板已经支持了一批符合科创定位的企业上市，支持科技创新的效果初步显现。

近日，证监会办公厅副主任李钢表示，科创板坚守板块定位，支持和鼓励“硬科技”企业上市，发挥了示范作用。科创板公司研发投入与营业收入之比、研发人员占比明显高于其他市场板块，板块集聚效应正在形成中。

资本助力 立足科创寻突破

与资本的对接，助力企业在产品、技术等方面实现更大突破。上市之后，沪硅产业量产硅片产品的技术水平提高到28nm技术节点。

李炜对记者表示，“通过科创板上市募资，我们为300mm大硅片项目解决了资金缺口，扩大了企业的品牌效应，让股东和员工可以共享公司发展的成果。后续，我们也会持续紧跟全球前沿技术，确保公司产品品质、核心技术始终处于国内行业领先地位，同时通过投资、并购和国际合作等外延式发展提升综合竞争力，力争在全球先进的半导体硅片企业中占有一席之地。”

除了保荐机构相关子公司跟投外，科创板还鼓励“关键员工”参与战略配售。从实践效果来看，科创板鼓励发行人高管和核心员工参与战略配售，有效促进了买卖双方博弈，有助于促进新股合理定价，对于引入增量资金、稳定发行具有重要意义。目前科创板109家上市公司中，36家公司通过高管员工资管计划参与战略配售，参与配售比例中位数8.5%。

对于开板一年的科创板市场而言，发行承销制度的优化和完善也在进行中。

上交所有关人士对《证券日报》记者表示，针对近期市场变化，科创板一是将加快推出引入长期资金的制度，引导增量长期资金有序进入科创板。通过优化新股询价定价机制、提升新股获配数量、遵守恒定市值要求等方式，加大市场化激励约束，带动市场形成价值投资和长期持有理念，促进一二级市场良性投资氛围形成。二是研究完善科创板IPO存量制度，盘活存量资本，促进创业资本循环。三是持续评估科创板以机构投资者为参与主体的询价、定价、配售机制，提炼形成可复制、可推广的经验应用到其他板块。

一周年的节点，对拥有近30年历史的资本市场来说只是一小段历程，但却是科创板从无到有，资本市场改革共识不断凝聚，改革经验不断积累的一段过程，资本市场也正在改革的“破”与“立”中被重塑被完善。科创板公司是这段历史的见证者，亦是不可或缺的参与者。站在资本市场改革的大潮中，他们正乘风破浪，勇立潮头。

本版主编 姜楠 责编 陈炜 制作 闫亮

E-mail: zmx@zqrb.net 电话 010-83251785

发行篇

询价破“估值限高” “跟投”“一石三鸟”
科创板发行制度展示引领效应

■本报记者 张 歆

“让凯撒的归凯撒，让市场的归市场”！

截至6月11日，6月份共有6家企业科创板注册生效，正在或即将开启科创板发行，迎接他们的，是一段以市场化机制为内在逻辑的“发行旅程”。下周，该机制运行将满一年（以首家科创板企业启动发行为起算点），且注册制试点正在由增量向存量扩围。此时此刻，对于科创板市场化发行的回眸和前瞻，无疑都将对资本市场的下一步改革具有建设性和引领性。

回望过去，上交所有关人士对《证券日报》记者表示，“科创板发行承销机制贯彻市场化改革导向，明确新股发行价格、规模、节奏主要通过市场化方式决定，强化市场约束，对新股定价不设限制。一年来总体经受住了市场检验，发挥出较好效果”。谈及科创板的现在和未来，上述人士透露，“针对近期市场变化，科创板围绕增强市场约束、提高存量资源利用效率，持续深化制度改革思路进行了三方面部署”。

询价机制打破“估值限高”
跳过市盈率“认知陷阱”

在科创板制度公布之初，上交所已经打破了市盈率与风险的“认知绑定”，希望尊重和发挥市场的力量。因此，科创板构建了市场化的股票发行承销机制。对于发行全流程而言，最核心的一步无疑是定价，科创板发行承销制度的市场化也尤为受到市

场关注。

与主板“市盈率限高23倍”不同，科创板采取的是更为市场化的询价定价机制。具体而言，科创板以七类机构投资者为参与主体建立询价、定价、配售机制，大幅提高网下发行数量占比，并沿用其他板块剔除网下投资者拟申购总量中报价最高部分的机制（即高报价剔除机制），以提高网下投资者报价约束。同时，新增设置参考“四数孰低值”定价的梯度风险提示机制，强化发行人与主承销商定价约束，有效促进新股合理定价。

从实践效果来看，资深投行人士王骥跃在接受《证券日报》记者采访时表示，“科创板定价机制运行良好，中间也出现过因破发传导导致的报价离散，这正是市场的力量”。

权威数据显示，截至6月10日，科创板上市公司已达109家，除3家未盈利外，其余106家公司按照最近一期经审计扣非前后孰低净利润计算的发行市盈率区间为19倍-468倍，中位数47倍；按照上市当年预计每股收益计算的发行市盈率中位数为32倍，平均数43倍。109家公司募资总额1270亿元，中位数9.4亿元，平均数11.6亿元。其中，82家公司募资额超过募投项目所需资金，15家公司未募足，12家公司募资额和募投项目所需资金规模相当。

当然，对于科创板新股发行“三高”的“惯性忧虑”在初期也一度成为市场中非主流但很典型的声音。不过，随着市场逐步扩容，市场渐渐理解“三高”对于科创板而言，暗含认知陷阱。所谓的“三高”是机构投资者充分多数的选择自然触发的，发行人

进行了被动的区间选择。而且，科创板本就是新生事物，并不适合与A股市场曾经出现的问题做简单类比，因为其发行制度基础、企业上市标准、企业成长特性与传统的主板、中小板

和创业板都存在较大差异。市盈率虽然是资本市场比较普遍适用的指标，但它依旧不是万能的，也有其适用范围——适用于成熟期、业绩比较稳定的股票。对于尚未成长或尚未盈利的科创企业而言，市盈率指标很可能失效。此外，对于科创板所谓的“三高”质疑，选择性忽视了监管的前瞻性制度设计——市盈率不是科创板的“官方评价标准”，市盈率高于同行业上市公司二级市场平均市盈率，不适用发布投资风险特别公告的相关规定。非常典型的就是对亏损公司上市的包容，当A股出现了首家未盈利上市公司泽璟制药时，如何估值定价也迎来了考验。泽璟制药创新地采用了“市值/研发费用”作为可比估值指标，不仅为未盈利企业的估值方法提供了全新的样本，更是对投资人做了一次全新的估值方法论的普及。

武汉科技大学金融证券研究所所长董登新在接受《证券日报》记者采访时表示，“科创板注册制的平稳落地和运行非常值得点赞，科创板在多个维度展示了市场的包容性，其发行机制给创业板的注册制试点提供了很多非常有效的经验”。

“跟投”制度“一石三鸟”
推动新股合理定价

在科创板发行承销的制度创新中，“跟投”制度毫无疑问是值得

更多笔墨聚焦的一个维度。

在多位业内人士看来，“跟投”制度是科创板强化市场约束的一个创新抓手，要求保荐机构相关子公司参与新股发行战略配售，并设定不少于24个月的限售期，能够起到提高申报企业质量、完善新股定价机制、形成市场化的新股发行规模和节奏安排“一石三鸟”的作用。同时，“跟投”机制也有利于促进证券公司建立以投行业务为中核的担责机制，构建“补充资金、获得资本回报、扩大证券公司业务”的业务格局，催生真正经过市场洗礼、具备核心竞争力的世界级一流投资银行。

《证券日报》记者获得的独家数据显示，科创板109家上市公司中，97家公司跟投比例为3.1%-5%；对应跟投金额为1748万元-6000万元。澜起科技等6家公司跟投比例为3%，跟投金额6077万元-8436万元；金山办公等3家公司跟投比例2.2%-2.7%，跟投金额1亿元；中国通号跟投比例2%，跟投金额2.1亿元；虹软科技、心脉医疗因2家机构联合保荐，合计跟投比例分别为8%、9.6%，对应的合计跟投金额分别为1.1亿元、0.8亿元。

不过，由于目前科创板市场容量有限，供求关系对于定价的引导力较强，因此，业界十分期待跟投机制在科创板发行节奏进一步加快的背景下能够发挥更大的作用。

王骥跃对记者表示，“如果市场容量扩大，炒新受到遏制，跟投机制能够更好地发挥对于定价的引导效果”。