

# 植德资本市场法律评论

2022年第1期 总第1期





# CONTENTS

## 目录

- 01-02 ■ 发刊词
- 
- 03-10 ■ 观察
- 北京证券交易所——不一样的证券交易所
- 11-23 ■ 案例
- 
- 2021年度资本市场十大典型案例评述
- 24-28 ■ 对话
- 
- 继往开来,行稳致远——对话植德合伙人舒知堂律师

## ■ 发刊词

# 雄关漫道真如铁,而今迈步从头越

## ——植德资本市场新征程寄语

2022年,植德律师事务所改组更名五周年。面对百年未有之大变局和错综复杂的国内外形势,2022年注定又是一个充满机遇和挑战之年。

2022年,随着注册制改革在全资本市场的推行和深化,坚持市场化和法治化方向、以信息披露为核心、压实中介机构“看门人”责任等成为我国资本市场注册制改革的有机组成部分。相对应,证券执法司法体制和机制更加健全,证券纠纷特别代表人诉讼案件数量快速增加,相关证券发行人和中介机构履行生效民事判决的案例已不断涌现。持续提升执业水准、有效控制执业风险将为资本市场中介机构长期可持续发展提供内生原动力,建立并有效执行执业质量控制和风险控制制度是中介机构发展壮大、行稳致远的重要前提。

作为一家创新型律师事务所,植德坚定走一体化之路,向客户提供“专业化、全方位、全生命周期、一站式”的优质法律服务,而一体化发展理念和制度则为植德建立并有效执行执业质量控制和风险控制提供制度保障。在一体化发展理念下不断提升业务管理、风险控制、专业培训、知识管理、品牌宣传和人力资源管理水平,持续打造学习型律所,将给植德一体化发展质量的提升持续注入推动力。

2022年,是植德资本市场部新征程的起始之年。作为百人部门一体化发展的重要举措,作为持续提升业务、风控、培训、知识管理、品宣水平的重要抓手,《资本市场法律评论》正式创刊。

《资本市场法律评论》为季刊,包括“观察”“案例与实践”“对话”三个固定栏目。其中“观察”栏目旨在对资本市场重大事件和法律问题做深度观察、思考以及分析;“案例与实践”栏目旨在对资本市场相关的执业技能、业务实操经验进行系统性研究和总结;“对话”栏目则希望能对代表性客户、资本市场资深专业人士进行访谈和对话。



站在植德资本市场业务发展的新起点，我们感谢客户和朋友们多年来对我们的帮助和支持。我们愿与客户、同行、伙伴共同学习、思考、研究和交流，为把植德打造成高品质、一体化、具有内生长性的资本市场法律服务卓越品牌而努力，为提升律师行业服务水平而努力，为我国资本市场长期、稳定、健康发展贡献力量！

植德律师事务所资本市场部

2022年3月31日

崔白



曹亚娟



杜莉莉



范秋萍



龚若舟



黄彦宇



姜瑞明



姜涛



罗寒



李童云



孙冬松



舒知堂



王月鹏



徐寿春



徐新



郑超



周皓



赵泽铭



OBSERVED

观察

## 北京证券交易所

## ——不一样的证券交易所

作者 郑超

回顾2021年的中国资本市场，可谓大事频频，从4月深交所主板、中小板正式合并，到6月科创板、创业板优化重组审核机制，到11月北京证券交易所（以下简称北交所）正式开市，再到12月境外上市新规的发布，每一个事件都关乎中国资本市场未来的发展方向。在这些重大事件中，北交所的成立和开市，以及在科创板和创业板注册制试点的基础上进一步试点证券发行注册制，对于进一步加快和完善全面注册制改革、推进多层次资本市场建设都具有重要意义。

从2021年9月2日习近平主席宣布成立北交所，到2021年11月15日北交所正式鸣锣开市，北交所的落地用了两个多月的时间；从正式鸣锣开市，到2022年1月首家申请转板的公司——观典防务技术股份有限公司通过北交所上市审议，转板实操试点也用了两个多月的时间；从转板第一股出现，到2022年3月三大交易所转板规则的全面推出，转板制度的系统性完善又用了两个多月的时间。仅仅半年，北交所从无到有，在注册制和多层次资本市场建设方面都取得了标志性进展。

### 首先，北交所是注册制背景下证券交易所自律监管制度建设的新实践

北交所建立在全国中小企业股份转让系统（以下简称全国股转系统）精选层制度安排已充分借鉴注册制理念、科创板和创业板试点注册改革取得丰富实践成果之上。北交所的基础制度建设，在确保符合国家有关法律法规规定和证监会现行有效的关于上市公司监管要求的前提下，充分吸收了上市公司监管实践的有益经验、科创板和创业板试点注册改革的丰富成果，兼顾创新型中小企业经营特点。因此，笔者认为，北交所的基础制度建设是在注册改背景下，对证券交易所自律监管制度作出的新实践，主要表现在以下几个方面：

第一，北交所的基本制度建设体现出明确的顶层思路设计和鲜明的体系化特点。北交所要实现“三个目标”中的首要目标是构建一套契合创新型中小企业特点的涵盖发行上市、交易、退市、持续监管、投资者适当性管理等基础制度安排。从证监会和北交所有关规定和业务规则征求意见、正式发布和实施的节奏<sup>1</sup>的紧密安排，我们不难看出，北交所对其基础制度的建设进行了充分地准备。北交所官方网站的“业务规则”模块，在区分类别（发行上市类、持续监管类、交易管理类、市场管理类）对相关业务规则进行公示的同时，还专门以“规则体系图示”的方式对其基础制度体系进行了总览性的展示。北交所规则体系分为法律法规、部门规章、规范性文件和交易所自律规则四个效力层级。其中，法律法规指《中华人民共和国公司法》《中华人民共和国证券法》等法律、行政法规；部门规章

<sup>1</sup> 2021年9月5日和2021年9月10日北交所分两批就一系列业务规则向社会公开征求意见，2021年10月30日北交所4件基本业务规则以及6件配套细则和指引的正式发布，以上规则自2021年11月15日起施行。

指证监会基于《中华人民共和国证券法》和国务院注册制改革授权指定的《北京证券交易所向不特定合格投资者公开发行股票管理办法(试行)》《北京证券交易所上市公司证券发行注册管理办法(试行)》《北京证券交易所上市公司持续监管办法(试行)》《证券交易所管理办法》以及目前有效执行并普遍适用于上市公司的《上市公司信息披露管理办法》《上市公司重大资产重组管理办法》《上市公司股权激励管理办法》等持续监管制度;规范性文件指证监会发布的适用于北交所的各项配套信息披露和文件申报格式指引;交易所自律规则指《北京证券交易所股票上市规则(试行)》《北京证券交易所向不特定合格投资者公开发行股票并上市审核规则(试行)》《北京证券交易所上市公司证券发行上市审核规则(试行)》《北京证券交易所上市公司重大资产重组审核规则(试行)》及配套的相关细则、指引、指南等。这样基础制度建设过程和制度公示方式,在我国资本市场制度建设实践中都是首次,值得我们在今后全面推进资本市场注册制改革工组中借鉴。

第二,北交所的基础制度设计和已有的市场实践有着支持中小企业发展的强针对性。北交所要实现“三个目标”中的首要目标是构建一套契合创新型中小企业特点的涵盖发行上市、交易、退市、持续监管、投资者适当性管理等基础制度安排。北交所定位于服务创新型中小企业,尊重创新型中小企业发展规律和成长阶段,提升制度包容性和精准性。从市场实践看,北交所首批公开交易的81家企业中的71家由全国股转系统原精选层挂牌企业直接平移而来,证监会《北京证券交易所向不特定合格投资者公开发行股票管理办法(试行)》关于在北交所发行的主体资格条件是“发行人在全国股转系统挂牌满一年的创新层企业”。无论存量还是增量,北交所的核心市场主体(即发行人)都是中小企业。从制度设计看,北交所在发行上市、持续融资、持续监管、资产重组的规则层面都考虑了中小企业经营特点:

1. 北交所对于申报发行上市企业所属行业和基本规范要求,采取“负面清单”的管理方式,笔者认为,这一做法在把我国产业政策和行业发展大方向的前提下,兼顾了中小企业所属行业众多及中小企业基于发展需要而存在的从事具体业务领域分散的特点;
2. 发行上市条件中的四套财务指标设置更加友好,使得全国股转系统创新层企业申请到北交所发行上市更加容易;
3. 再融资审核程序设置了不同于科创板和创业板的自办发行机制、简易审核程序制度,笔者认为,这是充分考虑了中小企业“融资金额相对小、融资频次相对高”特点的结果;
4. 在有关上市后公司治理的制度中,首次明确了董事长对董事会秘书知情权的保证义务,规定董事长不得以任何方式阻挠董事会秘书依法行使职权,并应在接到重大事件报告后立即敦促董事会秘书履行信息披露义务,还规定解聘董事会秘书应当正当理由,这是基于对中小企业公司治理方面固有特点的充分考虑所作出的有针对性的制度安排;
5. 在重大资产重组制度中,结合中小企业经营特点进一步优化重组认定标准,将能够充分说明合理性和必要性的现金购买土地、厂房、机械设备等行为视为日常经营行为,不纳入重组管理。以上结合中小企业经营、管理特点做出的各环节的制度设计,均有利于北交所“三个目标”中的培育“专精特新”中小企业目标的实现。



第三,北交所《北京证券交易所股票上市规则》对北交所上市公司情形作出了明确规定,笔者不对具体退市标准展开说明和探讨,仅强调北交所在退市制度设计上丰富了企业退市之后的去向,区别退市之后的去向,区别退市企业的具体情况实现了退市去向的分流处理,即:对于不满足在北交所公开市场上市交易的企业但仍然符合全国股转系统基础层或创新层挂牌的公司,可以退市到全国股权系统的对应板块继续按照相应规则进行交易,只有不满足任何交易板块上市或挂牌条件的公司才会则直接退市至传统的退市公司板块。这一制度设计,还保留了部分退市企业的公众公司地位,使得这些退市企业看到通过改善经营状况、在可预期的时间内进入门槛相对友好的北交所公开市场恢复上市公司地位的希望,给这些退市企业的投资人相对明确的预期。这一制度不仅有助于北交所在多层次资本市场中纽带作用目标的实现,还是北交所梳理好与全国股权系统现有创新层、基础层统筹协调与制度联动。可以想见,如果这一退市制度被沪深两大交易所的主板(含原中小板)、创业板、科创板退市制度所采纳,无疑为实现北交所与沪深两大交易所之间的互联互通迈出坚实一步;如果京沪深三大交易所与全国股转系统、区域性股权市场之间的转板机制进一步建立健全,则我国多层次资本市场体系的全面建成指日可待。

### 其次,北交所是区域性股权市场的发展机遇



北交所的建立是中国多层次资本市场建设和发展的重要步骤,弥补我国场外市场向公开市场过渡的关键环节。北交所将在与沪深交易所、全国中小企业股份转让系统以及区域性股权市场形成错位发展的过程中,形成彼此互联互通的格局,为在注册制改革大背景下建立和完善转板上市制度夯实基础,也为区域性股权交易市场带来前所未有的发展空间。

近十年来,我们一直在为多层次资本市场的建设进行着努力。2013年1月,全国中小企业股份转让系统建立,我国多层次资本市场建设迈出关键一步。2013年12月,中共中央十八届三中全会《关于全面深化改革若干重大问题的决定》明确提出健全多层次资本市场体系。据统计,截至2016年底,全国共有40家区域性股权市场(除云南外其他省市均已设立),这些区域性股权市场在支持中小微企业多样化融资、推动中小微企业规范运作、增强金融服务普惠性等方面发挥了积极作用,区域性股权市场成为多层次资本市场体系的“塔基”,但这些区域性股权市场存在法律地位不明晰、监管责任未落实、管理制度不健全等问题,易酿成金融风险。<sup>2</sup>

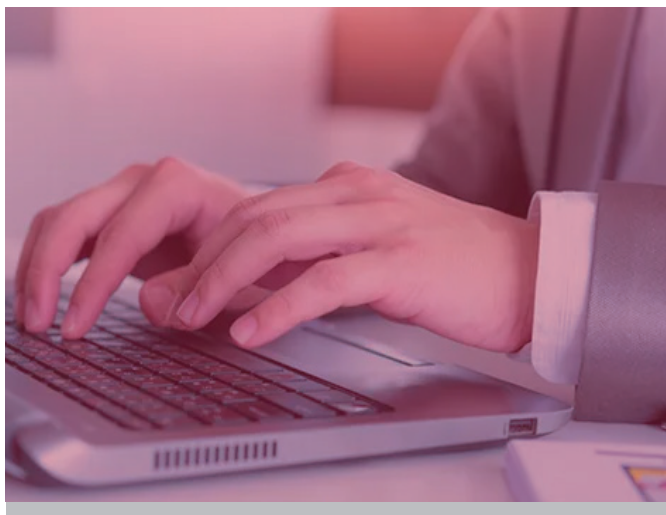
<sup>2</sup> 2017年1月2日,中国证监会新闻发言人就《国务院办公厅关于规范发展区域性股权市场的通知》答记者问。



在此背景下,国务院办公厅和中国证券监督管理委员会(以下简称中国证监会)于2017年先后出台了《关于规范发展区域性股权市场的通知》(国办发〔2017〕11号)和《区域性股权市场监督管理试行办法》(证监会令第132号),明确了规范发展区域性股权市场的总体原则、清晰了域性股权市场的基本定位、作出了区域性股权市场的监管安排、提出了加强区域性股权市场运营机构管理基本措施,同时对区域性股权市场的合格投资者制度、信息系统建设提出了要求。

《关于规范发展区域性股权市场的通知》(国办发〔2017〕11号)和《区域性股权市场监督管理试行办法》(证监会令第132号)的出台,对区域性股权市场的规范建设起到积极作用,全国各省级单位按照上述两个文件的要求,对辖区内的区域性股权市场进行了清理。截至2019年7月,中国证监会先后分三批公示了按照上述两个文件要求依法备案的区域性股权市场运营机构,数量合计34家。最新修订并于2020年3月1日起施行的《中华人民共和国证券法》以基本立法的形式确立了区域性股权市场“非公开发行证券的发行、转让提供场所和设施”的法律地位。

区域性股权市场是多层次资本市场体系的重要组成部分,北交所的开市运营,在打通非上市公司由场外市场向公开市场转板的通道的同时,还创造了不同规模的企业从区域性股权市场向全国性股权转让市场转板的想象空间,更向为数众多但不满足在全国性股权交易市场、乃至公开市场发行证券融资的中小微企业展现出一条“三步走”的资本市场进阶路径,即:先在区域性股权交易市场挂牌,再由区域性股权市场转板进入全国性股权转让市场,进而由全国性股权转让市场向三大证券交易所公开市场的不同交易板块转板。这样的资本市场进阶路径,有利于中小微企业按照自身和行业的正常规律发展,有助于中小微企业减少为在短期内满足上市或挂牌条件而粉饰业绩或者业绩造假的冲动,在降低监管难度的同时帮助投资人控制投资风险,使得具有长远眼光和广阔格局的私募股权投资机构能够扶持中小微企业长期持续发展和稳健成长,中小微企业的不断涌现和成长又会形成促进区域性股权市场的向好发展,推动多层次资本市场的建设。为了实现上述多层次资本市场发展正循环发展的目标,不断细化监管质量和服务水平,增加区域性股权市场对所在地方中小微企业的吸引力,以及不断完善和细化不同市场、不同板块之间的转板和退市机制,需为区域性股权市场建设和提升的应有之意。



区域性股权市场定位于服务于中小微企业的私募股权市场,数量庞大的中小微企业构成中国经济发展的主力军,但企业融资困难、投资人退出渠道有限、投融资信息不通畅等问题一直是限制中小微企业长期稳健发展的主要因素,建设规范、定位明确、监管科学、信息公开、交易透明的区域性股权市场,在很大程度上可以解决上述中小微企业发展中遇到的与投融资有关的问题。为此,各省级地方人民政府在各自地方的区域性股权市场建设方面都投入大量工作,全国各地各具特色的区域性股权市场发展格局已经显现。

区域性股权市场服务于省级行政区域内中小微企业,是地方人民政府扶持中小微企业政策措施的综合运用平台。中国经济发展呈现东西不平衡、南北不均衡的格局。东北老工业基地、西部经济欠发达地区和中西部经济发展后进省份的企业总量和上市公司数量都与东南沿海经济发达地区存在差距,这些省份的存量企业现状也决定了其无法在短期内储备数量和质量双达标的资本市场后备企业,区域股权市场恰恰可以成为这些省份培育资本市场后备企业的摇篮。《关于规范发展区域性股权市场的通知》(国办发〔2017〕11号)明确了省级人民政府对其所在地方的区域性股权市场按规定实施监管,这些地方的省级人民政府要在中国证监会的统一指导、协调和监督下,加强中小微企业扶持政策和措施的制定和执行力度,充分发挥其各自省份区域股权市场在中小微企业发展中的培育作用,促进其各自辖区内企业的梯队建设和持续发展,并在此基础上不断培育资本市场后备力量。

### 最后,北交所是公司通往更广阔资本市场融资发展的前哨站

北交所对于解决中小企业融资具有重要意义。就目前市场的趋势来看,北交所也的确已成为诸多创新型中小企业上市的优选板块,随着观典防务技术股份有限公司和翰博高新材料(合肥)股份有限公司分别转板科创板和创业板的申请获得审议通过,北交所上市公司转板科创板、创业板的通道已经打通,北交所上市公司对板块的选择更加多样和灵活,北交所或将成为中小企业通往更大资本市场融资发展的前哨站。

在两家转板公司的申请获得审议通过之前的2022年1月7日,中国证监会发布《关于北京证券交易所上市公司转板的指导意见》(以下简称《指导意见》)。《指导意见》指出,在试点期间,符合条件的北交所上市公司可以申请转板至上交所科创板或深交所创业板;转板属于股票上市地的变更,不涉及股票公开发行,依法无需经中国证监会核准或注册,由上交所、深交所依据上市规则进行审核并作出决定;上交所、深交所、北交所等依据有关法律法规及《指导意见》,制定或修订有关业务规则,明确上述有关安排。

2022年3月4日,上交所、深交所分别发布了北交所上市公司的转板规则,分别为《北京证券交易所上市公司向上海证券交易所科创板转板办法(试行)》(以下简称《科创板转板办法》)和《深圳证券交易所关于北京证券交易所上市公司向创业板转板办法(试行)》(以下简称《创业板转板办法》),北交所也于同日发布了《北京证券交易所上市公司持续监管指引第7号——转板》(以下简称《北交所转板指引》)。

《指导意见》和交易所相关转板规则和指引的出台,在促进多层次资本市场互联互通、优势互补、错位发展的制度建设方面起到关键作用。其中,《科创板转板办法》和《创业板转板办法》并非全新发布。早在2021年2月,上交所、深交所即根据《中国证监会关于全国中小企业股份转让系统挂牌公司转板上市的指导意见》(证监会公告〔2020〕29号)分别发布了《全国中小企业股份转让系统挂牌公司向上海证券交易所科创板转板上市办法(试行)》和《深圳证券交易所关于全国中小企业股份转让系统挂牌公司向创业板转板上市办法(试行)》(以下统称原《转板办法》)。

相较“证监会公告〔2020〕29号文件”和原《转板办法》而言,《指导意见》《科创板转板办法》《创业板转板办法》和《北交所转板指引》结合北交所开市以来的改革实践和《指导意见》文件精神,对“证监会公告〔2020〕29号”文件和原《转板办法》进行了修改和调整,主要体现为以下几个方面:

## 第一,关于基本制度设计

1. 修改名称:将“全国中小企业股份转让系统精选层”“精选层挂牌公司”相应修改为“北京证券交易所”“北交所上市公司”,将“转板上市”修改为“转板”等。

2. 明确上市年限连续计算:北交所上市公司申请转板,应当已在北交所连续上市一年以上;提交转板申请时已在北交所连续上市两年以上的,保荐人持续督导期间为公司在创业板上市当年剩余时间及其后一个完整会计年度;计算北交所上市年限时,原精选层挂牌时间和北交所上市时间合并计算。

3. 调整保荐要求相关表述:转板申请文件中与转板公司公开发行并进入原精选层申请报告期间或公开发行并在北交所上市申请报告期间重合事项,保荐人可依据时任保荐人意见等尽职调查证据发表专业意见。转板公司进入原精选层或在北交所上市后发生事项,保荐人可依据转板公司已公开披露信息等尽职调查证据发表专业意见。

4. 调整开盘参考价相关表述:转板公司股票在创业板上市首日的开盘参考价调整为其在向本所申报转板前最后一个有成交交易日的收盘价。

5. 转板规则新老划断:强调北交所开市前已经申请转板的原精选层公司仍适用原《转板办法》。

## 第二,关于转板条件

1. 申请转板的北交所上市公司(以下称转板公司)需分别符合科创板、创业板定位。

2. 转板公司需要分别满足《科创板首次公开发行股票注册管理办法(试行)》和《创业板首次公开发行股票注册管理办法(试行)》规定的科创板和创业板发行条件。

3. 转板公司及其控股股东、实际控制人不存在最近3年受到中国证监会行政处罚,因涉嫌违法违规被中国证监会立案调查,尚未有明确结论意见,或者最近12个月受到北交所、全国中小企业股份转让系统有限责任公司公开谴责等情形。

4. 股本总额不低于人民币3,000万元;四是股东人数不少于1,000人。

5. 公众股东持股比例达到转板公司股份总数的25%以上;转板公司股本总额超过人民币4亿元的,公众股东持股的比例为10%以上。

6. 董事会审议通过转板相关事宜决议公告日前连续60个交易日(不包括股票停牌日)通过竞价交易方式实现的股票累计成交量不低于1,000万股。

7. 市值及财务指标分别符合《科创板转板办法》和《创业板转板办法》规定的标准。所不同的是,《创业板转板办法》明确了转板公司所选上市标准涉及市值指标时的市值计算方式,以向本所提交转板

申请日前20个、60个和120个交易日(不包括股票停牌日)收盘市值算术平均值的孰低值为准。

8. 上交所、深交所规定的其他转板条件。

### 第三, 关于审核程序、持续督导、股份限售和减持限制

1. 上交所、深交所自受理转板申请之日起两个月内, 作出是否同意上市的决定; 但转板公司及其保荐人、证券服务机构回复本所审核问询的时间不计算在内; 转板公司及其保荐人、证券服务机构回复本所审核问询的时间总计不超过三个月; 转板公司的股票应在上交所、深交所同意上市的决定自作出之日起六个月内, 在科创板或创业板上市交易。

2. 保荐人持续督导期间为转板公司在创业板上市当年剩余时间及其后两个完整会计年度; 转板公司提交转板申请时已在北交所连续上市两年以上的, 保荐人持续督导期间为转板公司在创业板上市当年剩余时间及其后一个完整会计年度。转板公司在北交所上市前, 已在原精选层挂牌的, 原精选层挂牌时间与北交所上市时间合并计算。

3. 转板公司控股股东、实际控制人及其一致行动人自转板上市之日起十二个月内不得减持或者委托他人管理其直接和间接持有的转板前股份, 也不得提议由转板公司回购该部分股份。上述限售期满后六个月内, 控股股东、实际控制人及其一致行动人减持股份的, 不得导致转板公司控制权发生变更。转板公司董事、监事、高级管理人员自转板公司转板上市之日起十二个月内不得减持转板前股份。

4. 转板公司在上市时未盈利的, 在实现盈利前, 控股股东、实际控制人及其一致行动人自转板公司转板上市之日起三个完整会计年度内, 不得减持转板前股份; 自转板公司在转板上市之日起第四个和第五个完整会计年度内, 每年减持的转板前股份不得超过公司股份总数的2%。转板公司在转板上市时未盈利的, 在实现盈利前, 董事、监事、高级管理人员自转板上市之日起三个完整会计年度内以及在限售期内离职的, 不得减持转板前所持股份。转板公司实现盈利后, 前述股东可以自当年年度报告披露后次日起减持转板前所持股份, 但应当遵守交易所关于股份变动管理的其他规定。转板公司股东所持股份在申请转板时有限售条件且在转板上市时限售期尚未届满的, 该部分股份的剩余限售期自转板公司转板上市之日起连续计算直至限售期届满。

除《科创板转板办法》和《创业板转板办法》外, 北交所根据《指导意见》《北京证券交易所股票上市规则(试行)》等规定制定了《北交所转板指引》, 规范转板公司在向上交所、深交所申请转板相关信息披露、股票停复牌、终止上市等行为。



综合上述《科创板转板办法》《创业板转板办法》《北交所转板指引》的规定,虽然转板不涉及股票公开发行,仅由上交所、深交所进行审议并作出决定,且无需经中国证监会核准或注册。但转板公司在申请转板时仍需满足拟申请板块关于首次公开发行股票注册管理的各项条件,这也意味着,对转板公司而言,申请转板在规范性层面与申请IPO有着相同的规范要求。转板公司在其转板申请获得审议通过后,还需依规执行与通过IPO在相应板块上市的公司相区别的持续督导、信息披露、股份限售、减持限制等方面的规定。所不同的是,申请转板的审核和上市时间较短,转板企业在完成转板后即可依法实施再融资,进而满足转板企业通过资本市场进行融资的需求。

对于保荐机构而言,仍应当严格遵守依法制定的业务规则和行业自律规范的要求,充分了解转板公司经营情况和风险,对转板申请文件进行全面核查验证,对转板公司是否符合转板条件和信息披露要求独立作出专业判断,审慎作出推荐决策,并在转板公司实现转板后依法履行持续督导的保荐责任。律师、会计师等其他证券服务机构而言,也并不能因转板的审核程序相对简单、审核周期相对短而放松或者降低对转板公司的规范性要求,仍应当本着诚实守信、勤勉尽责的工作态度,严格遵守法律法规、中国证监会依法制定的监管规则、执业准则、职业道德守则,勤勉尽责地履行核查义务,就有关事项做出专业分析和判断,并审慎发表相应的专业意见。

## 结语

中国证券发行注册制和多层次资本市场的建设是系统工程,任务长期而艰巨,不能急于求成,北交所的设立和运营无疑会加速这一中国资本市场重大历史进程的发展。北交所的成立,不但标志着中国多层次资本市场建设和发展进入开启全新篇章,也标志着中国证券发行注册制改革步入新阶段。在笔者看来,与上海和深圳两家“而立之年”的证券交易所相比,北交所虽然尚在“牙牙学语”,但却是一家与两位前辈不一样的交易所。

CASE

## 案例

2021年度资本市场  
十大典型案例评述编者 崔白、舒知堂、王月鹏、罗寒、  
龚若舟、戴林璇、侯雨桑、张雨晨

## 1. 北交所案例解析

案例名称	威博液压北交所上市及观典防务转板科创板
标签	北交所落地, 资本市场更加立体

## 植德评述

2022年1月6日,威博液压在北交所上市,标志着北交所注册制审核的第一股成功上市,北交所注册制顺利实施和推行。而随着科创板上市委员会于2022年1月27日通过观典防务的转板申请、创业板上市委员会于2022年3月10日会通过翰博高新的转板申请,也标志着北交所上市公司转板科创板、创业板的通道已经打通,北交所上市公司对板块的选择更加多样和灵活。

北交所的设立开市,对于构建我国多层次资本市场,解决中小企业融资具有重要意义。而就目前市场的趋势来看,北交所也的确已成为诸多创新型中小企业上市的优选板块,主要原因我们分析如下:

1. 北交所对于企业规模的要求更低,对于更早、更小、更新的中小企业更加友好。根据北交所上市规则的要求,若采用利润指标上市,仅需满足最近两年净利润均不低于1,500万元,或最近一年净利润不低于2,500万元。而从北交所注册

制实施以来获得注册的企业来看,其在上市前一年的利润基本上集中在2,500万元-3,500万元之间,其中最低的威博液压上市前一年的净利润为2,472万元,利润最高的鸿禧科技也仅为3,673万元。从规则规定以及实际项目情况看,相较于创业板及科创板,北交所对于公司规模和利润的要求更低,也体现了其作为服务创新型中小企业主阵地的定位。

2. 北交所的监管制度更加宽松,有利于中小企业集中精力谋发展。根据北交所上市规则的要求,上市公司董事会可以根据需要设立审计、战略、提名、薪酬与考核等专门委员会,不再强制设立专门委员会。同时,北交所也将利润分配政策的制定完全交给了公司自主决定,不再对年度分红及现金分红等做出强制性要求。以上政策的灵活性,与北交所上市公司的发展阶段及规模相适应,提高了北交所上市公司的管理效率,更有利于北交所上市公司的发展。

3. 北交所实现了不同板块之间的互联互通。北交所上市公司观典防务转板科创板、翰博高新转

板创业板已分别获得上市委通过。2022年3月4日,沪深交易所又分别颁布了《北京证券交易所上市公司向上海证券交易所科创板转板办法(试行)》《深圳证券交易所关于北京证券交易所上市公司向创业板转板办法(试行)》,对于北交所上市公司转至科创板和创业板上市的条件和程序作出了进一步明确规定,进一步明确了北交所上市公司转板的条件和路径,为北交所上市公司提供了板块的多样选择。

4. 北交所的设立开市及转板制度的明确,使得我国新三板、北交所、创业板、科创板、主板等上市板块的门类更加完整、各板块的定位更加清晰。随着北交所相关制度的日臻完善,包括交易制度、投资者门槛等的进一步调整,相信北交所一定会成为服务创新型中小企业,甚至行业领军企业的优质板块。

## 2. 2021年A股IPO被否典型案例

案例名称	鸿基节能创业板IPO被否, 板块定位遇质疑
标签	上市板块错位发展, 找准定位成为IPO战略的关键项之一

### 植德评述

2021年3月25日,江苏鸿基节能新技术股份有限公司(下称“鸿基节能”)创业板IPO申请在上市委审核中被否,上市委提出的主要问题第一项即为创业板定位问题。

鸿基节能所属行业为土木工程建筑业,属于创业板负面清单行业中的建筑业门类下的细分行业,尽管鸿基节能在审核中提出了两项其符合创业板定位的理由:一是其熟练运用住建部发布的《建筑业10项新技术(2017版)》中在列的新技术开展业务,且其核心技术具备一定技术门槛,包含自动化和智能化的特质,符合传统产业与新技术深度融合范畴;二是其从事既有建筑维护改造业务,该业务在我国发展时间较短,属于建筑业新兴领域和业务形态。但最终创业板上市委认为,鸿基节能未能充分证明掌握并熟练运用行业通用技术属于传统产业与新技术深度融合,也未能充分证明既有建筑维护改造业务属于新业态。

对于创业板的战略定位,2020年4月27日召开的中央全面深化改革委员会第十三次会议即已明确提出,要坚持创业板与其他板块错位发展,找准各自定位,办出各自特色,推动形成各有侧重、相互补充的适度竞争格局。在定位上,改革后的创业板主要服务成长型创新创业企业,支持传统产业与新技术、新产业、新业态、新模式深度融合。

为进一步明确创业板的发展方向,深交所于2020年6月12日发布《深圳证券交易所创业板企业发行上市申报及推荐暂行规定》(下称“《暂行规定》”),规定原则上不支持十二个负面清单行业<sup>3</sup>企业申报创业板IPO,但相关行业中与互联网、大数据、云计算、自动化、人工智能、新能源等新技术、新产业、新业态、新模式深度融合的创新创业企业除外。

通过检索,我们发现,创业板实施注册制改革以来,申报企业中属于负面清单行业的企业共有17家,成功在创业板发行上市的13家,但该13家企业

<sup>3</sup> (一)农林牧渔业;(二)采矿业;(三)酒、饮料和精制茶制造业;(四)纺织业;(五)黑色金属冶炼和压延加工业;(六)电力、热力、燃气及水生产和供应业;(七)建筑业;(八)交通运输、仓储和邮政业;(九)住宿和餐饮业;(十)金融业;(十一)房地产业;(十二)居民服务、修理和其他服务业。

均为创业板注册制改革过渡期的在审平移企业,对该特殊情况,深交所曾在答记者问中明确表示在审平移企业按照“新老划断”原则不适用行业负面清单的规定,因此相关案例不具有参考性;剩余4家均为在创业板注册制实施后新申报的负面清单行业企业,其中3家在审核期间主动撤回,1家在上市委审核中被否,因此目前尚不存在创业板注册制改革后新申报负面清单行业企业过会的案例。

前述3家主动撤回案例中值得关注的是三羊马(重庆)物流股份有限公司(下称“三羊马”),三羊马在创业板审核期间由于行业定位问题撤回材料后重新申报了深交所主板,目前已成功上市。

由此可见,监管部门对于A股各上市板块错位发展的战略已在坚定执行,沪深主板、创业板、科创板、北交所各有不同的战略方向,找准符合本企业行业定位的上市板块已成为拟IPO企业上市战略的关键一环。

### 3. 上市公司控制权交易活跃

案例名称	合诚股份(603909.SH)控制权交易
标签	民营上市公司与国资收购方深度合作,寻求更大的双赢发展空间

#### 植德评述

根据我们的统计,2021年度共有118家上市公司完成控制权变更,其中通过商业交易方式完成控制权交易的有85家(非商业交易方式主要是指国有股权无偿划转、股份减持、股份继承、执行司法裁定、家族内部的股权结构调整、表决权放弃等无需支付交易对价的控制权变更方式)。上市公司控制权交易已经取代传统的上市公司发行股份购买资产,成为A股资本市场并购重组的主要形式之一。

2021年度国资收购非国有控股的上市公司的交易数量为34家,占全部以商业交易方式完成控制权变更案例总数的40%,较之2019、2020年略有上升。

民营上市公司之所以愿意将控制权转让给国有股东,国有股东之所以愿意收购,主要原因、背景和条件有:

1. 近年来,传统民营企业的转型难度加大、发展空间变小、经营成本和融资成本上升较快,股价和

市值不高,有被资本市场逐步边缘化的风险和可能;

2. 随着科创板、创业板注册制的快速实施及全面实行注册制的预期,IPO上市进程加快并具有较高的确定性,一些潜在的优质资产逐渐将目光转移到独立、自行IPO以实现上市目标,不再积极寻求被上市公司收购这一原本较快的退出路径,非上市的优质资产成为稀缺物、估值高企,使得上市公司以收购优质标的实现第二曲线的难度增大;

3. 一些财力比较雄厚的地方政府逐步将“招商引资”的考核目标由“招商”过渡到“引资”;将“拥有上市公司数量”的考核目标由IPO单一路径过渡到IPO与直接收购上市公司控制权并重。直接收购上市公司这一方式简单、快速,在收购完成后,还能将其资本或资金引入收购方当地,实现多重目标;

4. 被收购的上市公司质地较为优良,有稳定的经营业务及盈利能力,短期内不存在被ST或退市的风险,最好是能够迁址或有优质项目能够在收购方落地;收购方经济实力雄厚,管理规范、资源富集,能够为上市公司赋能和提供广阔的发展空间;



5. 国资收购的溢价空间一般不会超过收购开始时上市公司市值的30%(否则会有审批障碍)、一次收购的股份比例不超过上市公司总股本的30%(否则可能触发要约收购)。

以2021年12月完成控制权交易的合诚股份为例,其交易方案和过程呈现如下双赢的特点:

1. 收购方为厦门市乃至福建省最大国企、中国500强排名第47位的建发集团旗下主体,建发集团资产庞大、业务众多、资金实力雄厚、管理规范,其房地产、工程施工等领域能与合诚股份的工程咨询服务业务形成互补和协同;

2. 合诚股份注册地与主要经营地也在厦门市,基本面优质,盈利水平较高但扩张受限,股份比例较为分散存在被攻击的风险,迫切需要引入资源强大的合作对象;上市多年,股东有较强的部分股份变现以改善生活的需求;

3. 收购方除收购部分控股股东和管理层股东的股份外,为增加持股份额和控制权,后续还以协议转让和大宗交易的方式收购了部分股权投资基金、证券投资基金持有的上市公司股份,最终合计收购比例为29.01%;

4. 收购方控股股东与合诚股份及管理层股东签署战略合作协议,将在经营业务、市场拓展、公司治理、薪酬与激励、资金与融资等诸多方面为上市公司提供支持和便利。

#### 4. A股上市公司相互收购的典型案例分析

案例名称	美的集团(000333.SZ)收购万东医疗(600055.SH): A收A的典型案例分析
标签	强者恒强、大者愈大的并购逻辑和市场效应更加明显

##### 植德评述

总体上,我国经济成分按照监管思路、法律环境、管理理念、受重视程度和市场地位等的不同,可以分为四类:央企国企、外资、上市公司及中小民企。以往的并购交易发生在央企国企-上市公司、外资-上市公司、上市公司-中小民企之间的较为多见。由于受监管政策及并购交易手段和方式的限制,过往A股上市公司之间的并购多以吸收合并的方式进行。

同为A股上市公司的传统家电巨头美的集团涉足医疗健康赛道,收购另一家A股上市公司万

东医疗在并购逻辑和市场效应等方面具有典型意义:

1. 受房地产调控、内需不振等形势的影响,传统家电业竞争加剧、毛利率下降,即将或已经遇到行业天花板,需要布局新的优质赛道;

2. 随着人口老龄化时代的来临,医疗健康领域具备庞大的市场规模和广阔的市场前景,几乎没有行业天花板;

3. 医学影像产业作为高端制造业,符合国家战略,在提升和弥补产业短板的同时,实现国产替代的空间巨大;

4. 医疗设备的毛利率能达到80%以上,盈利能

力极强,远高于我国家电产品33%的平均毛利率;

5. 国外家电巨头均有转型或涉足医疗器械,进而做大做强成功经验,如西门子、飞利浦、GE等;国内同行业巨头,如海尔、海信、格力、TCL、京东方等家电企业纷纷布局医疗赛道,美的面临较大竞争压力;

6. 万东医疗作为国产影像类医疗器械三大企业之一,具备领先的技术实力和不错的盈利能力,可充当美的快速切入医疗设备领域的平台与跳板;

7. 万东医疗的医疗器械优势加上美的集团的机器人布局,完全有可能走上数字医疗“快车道”;

8. 万东医疗旗下子公司万里云已布局远程医疗,其医学影像大数据云平台处于行业前端,且可与美的集团的工业互联网平台结合,丰富美的智能家居生态圈,让智能家电产生的数据与远程会诊、家庭医生等形成新商业模式,具有极大的想象空间;

9. 美的集团以协议转让方式受让万东医疗29.09%股份,溢价率高达43%。股份过户两个月后,美的集团欲再次包揽20.83亿元的现金定增,定增完成后的持股比例将达到41%-45%。定增方案披露次日,万东医疗盘中涨停,相较筹划易主前的股价,大涨65.5%。

总之,A收A的买卖双方处于相同的监管环境、监管逻辑、管理理念之下,融资手段和交易工具容易理解,价值观匹配,比较“门当户对”,其交易受到资本市场投资者的欢迎。伴随注册制在A股各个板块的全面落地,作为市场供给端的上市公司不断充裕,二级市场整体市盈率的逐步走低,A股上市公司本身作为优质产业公司的投资价值逐渐显现,如能做到买卖双方优势互补、产业协同、管理融合等,未来A收A的案例将会越来越多。

## 5. A股上市公司拆分上市案例

案例名称	生益科技分拆子公司生益电子至科创板上市
标签	首例“A拆A”落地,A股新生态可期

### 植德评述

2021年2月25日,生益科技(600183.SH)控股子公司生益电子(688183.SH)在上交所科创板鸣锣上市,写下了历史首例A股上市公司分拆子公司在A股上市(简称“A拆A”)的华章。

回溯来路,为叩开“A拆A”这扇大门,年方而立的中国资本市场已经准备了近二十年。早在2000

年,同仁堂(600085.SH)子公司同仁堂科技(1666.HK)成功在香港联交所上市,首次撩起了A股市场参与者对分拆上市的关注和想象。

2004年,权衡需求与风险,中国证监会发布《关于规范境内上市公司所属企业到境外上市有关问题的通知》,对分拆至境外上市的路径予以规范和指导。当监管部门把这扇“隔壁门”的钥匙交给A股上市公司时,“A拆A”的制度设计和实施时间也开始被资本市场翘首而盼。

在创业板开市半年后的2010年4月，允许主板上市公司分拆子公司到创业板上市的政策开始流传坊间，但很快监管部门即澄清态度：从严把握，不鼓励境内分拆上市。其后十年，“A拆A”的尝试几近沉寂，无例可援。

至2019年12月，中国证监会公布《上市公司分拆所属子公司境内上市试点若干规定》，从此政策破冰，有章可循，资本市场对“A拆A”的热情被顷刻点燃。2020年5月，生益电子成为第一批以A股上市公司子公司身份申请境内IPO而获受理的企业，并在2021年1月成功获准注册。

截至2022年3月，超过140家A股上市公司发布了启动分拆子公司境内上市筹备工作的公告，其中约60家已经发布分拆预案，且超过半数预案的IPO申请已获证监会或沪深交易所受理。

甚至在北交所开市次日，即有南钢股份(600282.SH)发布了分拆子公司钢宝股份(834429.OC)至北交所上市的预案，资本市场新制度之间迅速产生的化学反应，颇受关注。

从市场积极反应而言，“A拆A”制度的落地可谓恰逢其时，在A股资本市场构筑出新的生态：

便利投融资渠道，提升价值发现效率。在资产重组、再融资等传统渠道之外，分拆子公司至A股上市无疑给上市公司的二次成长带来融资便利，同时为投资者创造了精准投资的机会，资本市场价值发现功能的桎梏进一步打破，聚焦创新业务的子公司能够更高效、低成本地获得长期资本的支持，也间接促进A股资产质量的新陈代谢。

市场成长带来政策包容度提升。2019年“A拆A”制度对比2004年分拆上市的首份监管文件，关于盈利能力、财务比例、独立性等分拆上市的条件可谓一脉相承，恍如昨日重现，但获得巨大成长的A股市场已非昨昔。得益于规模扩容、估值回归、投资者结构优化、注册制落地等变化带来的市场成长，“A拆A”得以在谨慎的监管中拉开序幕，而其制度红利又必然反向刺激上市公司治理水平和经营能力的提升，新的良性循环值得关注。

市场实践促进制度完善。2022年初，证监会将上市公司分拆子公司至境内外上市的规则进一步整合为《上市公司分拆规则(试行)》，新规不乏实践案例带来的启发。如募资资金以借款投向子公司相关规则的适用标准，曾在长春高新(000661.SZ)分拆百克生物(688276.SH)等案例中受到各参与方的深入探索，新规采纳了市场实践得出的经验，明确边界，形成规则。新制度大胆落地并在市场检验中自我完善，让A股资本市场参与者满怀信心、有所期待。

## 6. A股再融资

案例名称	中谷物流2021年度非公开发行
标签	作为募资规模一向超过IPO的二级市场, 2021年上市公司再融资的若干新变化

### 植德评述

根据市场数据显示, 2021年全年, A股再融资规模再破万亿级别, 约12,233亿元(包括增发、配股和可转债, 统计口径为A股上市公司, 暂不包括北交所公司), 募资规模较2020年同比增幅约为5%, 其中以定增发行为绝对主力, 再融资规模自2020年2月A股再融资新政发布后连续两年破万亿。

2020年的再融资新政在提升折价率上限、缩短锁定期、放松减持限制等方面全面提升了定增市场对于资金的吸引力, 解决了定增市场核心的需求问题。在新政落地的一年多之后, 从深交所发布的一份2021年度深市再融资报告中亦能看出, 得益于再融资新政对创业板公司发行条件的松绑及创业板注册制的落地, 深市再融资市场的活力持续释放, 中小市值公司也充分享受到资本市场直接融资的便利, 再融资实施完成的公司中有近四分之一的市值低于50亿元。资金在发行端的分化不再是唯市值论, 更多看重公司本身的质地和成长性。

我们以沪市主板上市公司中谷物流(603565.SH) 2021年度非公开发行为例, 2020年9月上市的中谷物流, 得益于国内集装箱物流

业务的迅猛发展和龙头企业的高速集中, 2021年4月13日公司公告非公开发行预案, 计划以发行日定价的询价定增方式增发不超过总股本的20%, 拟募资不超过30亿元, 用于购置集装箱船舶及集装箱等项目, 以夯实运力基础提高核心竞争力。公司在5月6月股东大会审议通过定增议案之后即向审核机构提交申请, 7月5获得中国证监会审核通过, 9月7日即完成发行, 顺利募集资金27.48亿元。从发行结果看, 认购了本次定增份额的山东港、天津港及上海国际港务集团中的后两家都属于公司2019年IPO时披露的重大采购合同交易对象, 本次定增在客观上亦实现了上下游业务协同效应的加强。

通过对深沪两个市场2021年再融资案例的梳理, 我们可以看出以下特点:

1. 审核进度加快, 上市公司再融资的发行压力由审核端向发行端转移, 再融资市场在整体延续火热态势的同时, 各行业板块呈现进一步分化的趋势, 2021年实际定增募资不达预期的项目数量和比例都比2020年明显增多;

2. 以发行期首日定价的询价定增成为绝对主力品种, 除了吸引公募基金等定增主力机构外, 2021年的定增市场也吸引了不少上市公司、产业协同方直接参与认购定增, 基于业务协同的战略投资成为相关方参与认购定增的主要动机。



## 7. 新证券法落地后的第一批民事、行政责任结果出炉

案例名称	从康美药业(600518)、宜华生活(600978)看新旧证券法下相关主体的责任承担
标签	敬畏市场, 遵守规则

### 植德评述

马克思曾说,“有50%的利润,资本就会铤而走险”。长期以来,我国证券法对于虚假陈述乃至财务造假相关责任人的行政处罚和刑事处罚相对较轻,违法成本显著低于违法收益,虚假陈述、乃至财务造假现象成为A股市场的痼疾。

2019年12月28日,第十三届全国人民代表大会常务委员会第十五次会议审议通过了《证券法》修订,该法于2020年3月1日起正式施行。

本次证券法修订的其中一个主要方面为提升资本市场违法违规成本,强化监管执法震慑。此前,证券法对于财务造假给予上市公司的行政处罚为责令改正、警告,及30万元以上60万元以下的罚款,给予相关责任人员的行政处罚为警告,及3万元以上30万元以下的罚款。修订后,上市公司及相关责任人员财务造假的行政处罚罚款上限提高到了1000万元,下限亦提高至50万元,违法成本大幅度上升。

这里以康美药业案和宜华生活案为例,对比新旧证券法下的财务造假责任承担。

康美药业:2020年5月,因在2016年至2018年连续三年财务造假,期间虚增货币资金300余亿元,以及虚增营业收入、固定资产、在建工程等事

由,证监会对康美药业及相关责任人员进行了行政处罚。依据旧证券法,康美药业仅受到了60万元的罚款,实际控制人受到了90万元罚款及终身市场禁入,董事兼董事会秘书受到了30万元罚款及终身市场禁入,其余董监高人员则受到了最低10万元、最高25万元的罚款,个别人员还受到了10年市场禁入处罚。

宜华生活:2021年10月,因2016年至2019年定期报告存在虚假记载,期间虚增营业收入高达20余亿元、货币资金近30亿元,遗漏重大关联关系及关联交易等事由,依据新证券法,证监会对宜华生活处以600万元罚款,对实际控制人兼董事长罚款930万元并采取终身市场禁入,对主要责任人员处以250万至450万元不等的罚款并采取最高10年证券市场禁入。

对比上述案例,尽管康美药业案的违法性质更恶劣,社会危害程度更大,但康美药业与宜华生活“同人不同命”,宜华生活案也成为新证券法实施以来最高的一笔行政处罚。

此外,本次证券法修订增加了投资者保护章节,并制定了特别代表人诉讼制度,拉开了上市公司财务造假对全体投资者承担民事责任的序幕。特别代表人诉讼制度意味着,上市公司财务造假给投资人造成重大损失后,投资者保护机构

可以作为代表人参加诉讼，除明确向法院表示不参加该诉讼的，所有投资人都将成为案件原告，分享诉讼的“胜利果实”。

这里还是以康美药业案为例，作为我国首例特别代表人诉讼案，康美药业案对于促进资本市场良性发展，维护投资者合法权益有着里程碑意义。

康美药业案案发后，康美药业这支曾经最高近1300亿元市值的白马股，蒸发成为了最低时仅100余亿市值的ST股票，广大股民损失惨重。2021年4月，康美药业的普通代表人诉讼依法转换为特别代表人诉讼，中证中小投资者服务中心有限责任公司代表投资人向康美药业提出了民事赔偿诉请。2021年11月，广州中院宣布一审判决，康美药业作为上市公司承担24.59亿元的赔偿责任，公司实际控制人及组织策划实施财务造假的主要责任人承担100%的连带赔偿责任，另有13名董监高人员（包括5名独立董事）按过错程度分别承担20%、10%、5%的连带赔偿责任。康美药业的审计机构被判决承担100%的连带赔偿责任，事务所合伙人及签字会计师在事务所承责范围内承担连带赔偿责任。

该民事判决意味着，在行政处罚之外，实施财务造假的上市公司及相关责任人对投资者负有重大的民事赔偿责任，同时对独立董事的履职提出了更高要求，不能当“影子董事”，进一步推动上市公司不断提高内部治理水平，规范内控管理。

2021年7月6日，中共中央办公厅、国务院办公厅印发《关于依法从严打击证券违法活动的意见》，该意见指出：坚持零容忍要求，依法严厉查处证券违法犯罪案件，加大对大案要案的查处力度，加强诚信约束惩戒，强化震慑效应。

2022年1月21日，最高人民法院发布《关于审理证券市场虚假陈述侵权民事赔偿案件的若干规定》，该规定明确了控股股东和实际控制人组织指使财务造假、重大资产重组的交易对方财务造假、业务相关方配合或帮助隐瞒进行财务造假等情形下相关主体的民事赔偿责任，进一步贯彻落实了中央的“零容忍”要求，提高财务造假违法违规成本。此外，该规定还明确了人民法院不得仅以虚假陈述未经监管部门行政处罚或者人民法院生效刑事判决的认定为由裁定证券虚假陈述侵权民事赔偿诉讼不予受理，这意味着民事诉讼可以独立进行，无需等待任何行政或刑事前置程序。

至此，新证券法创立了特别代表人诉讼制度并在立法层面加大了上市公司财务造假的行政处罚规模，证券监管部门加强了执法查处力度，人民法院亦完善了证券市场侵权民事赔偿的相关规定，多方携手合力，共同打造了一把高悬在上市公司及主要责任人员头顶的达摩克里斯之剑。心存敬畏，行有所止。

## 8. 小鹏汽车(09868.HK)、理想汽车(02015.HK) 港股上市

案例名称	小鹏汽车、理想汽车以双重上市方式在港股上市
标签	双重上市与二次上市的优劣势分析

### 植德评述

随着近年来中美关系从合作逐步转向紧张,越来越多中概股企业选择回归港股。2021年7月,在美股上市不满1年的小鹏汽车以双重上市方式在港股上市,这是近三年首家双重上市的中概股企业。同年8月,理想汽车同样选择以双重上市方式回归港股。

实践中,中概股回归路径主要包括私有化回归、二次上市和双重上市三种方式。由于私有化回归成本较高,近年来中概股回归越来越倾向于选择二次上市和双重上市方式。

所谓双重上市(Dual Primary Listing),是指两个资本市场均为发行人第一上市地。发行人已经在美国市场上市情况下,在香港市场按当地市场规则发行上市,其须遵守的规则与在香港首次公开发行股份的发行人要求完全一致,两个市场的股票无法跨市场流通,股价表现相对独立,可能产生价差。

而二次上市(Secondary Listing),是指发行人在两地上市相同类型的股票,通过国际托管行和证券经纪商,实现股份跨市场流通,这种方式主要以存托凭证(Depository Receipts)的形式存在。

比较二次上市和双重上市,主要区别如下:

**1、适用的发行规则和政策不同:** 双重上市的企业须完全遵守两地交易所全部规定,两地股票相对独立,同时接受两地监管,整体要求会严格不少。

若企业选择在香港作双重主要上市,需遵守的规则与对在香港首次公开发行股份的企业要求没有不同,必须遵守香港联交所《上市规则》的所有相关要求。

而二次上市的企业在美股上市通常被认为是主要的,港股上市被认为是次要的。若企业仅在香港作二次上市,香港联交所预期公司证券将主要在海外交易所交易并受主要上市地监管机关监管,故对寻求二次上市的申请人,其会采取相对宽松的审核标准,而且有多项豁免和优待政策。例如:二次上市下允许企业保留现行VIE结构及不同投票权架构,但需满足一定条件(已上市板块、已上市时间和市值规模等),同时为符合条件且想要回中国市场融资的企业提供办法指引。

**2、股份流通性不同:** 双重上市的企业,其股票无法跨市场流通,流通性相对单一。而二次上市的企业,其股票是在两地上市相同类型的股票,通过国际托管行和证券经纪商可以实现股份完全兑换并跨市场流通,流通性强。

**3、定价不同:** 双重上市的企业,实质上是企业分别在两地单独上市,通常两个市场需要分别定价,因此股价表现相对独立,更有利于国际投资者接受并提升估值。而二次上市的企业,由于两地股份完全可兑换,加上港币挂钩美元,因此两地价差基本可以忽略,港股上市的估值无显著优势。

综上,尽管二次上市存在着适用规则更为宽松,上市成本较低,流通性强等优点,但由于双重上市不受上市时间限制且拥有更为便捷的融资优势,仍然有以小鹏汽车、理想汽车为代表的部分中概股企业选择以该种方式回归港股,主要的原因可能如下:

**1. 受适用规则限制,二次上市短期内无法实现:** 在港股二次上市的企业需满足最短上市时间的限制。根据香港联交所要求,二次上市企业需在合格交易所上市且合规运行满2个会计年度。小鹏汽车于2020年8月在纽交所上市,理想汽车于2020年7月在纳斯达克上市,距离申请在港上市的上市时间均不满2年,不满足香港联交所最短上市时间的限制。

**2. 利于企业融资和后续资本运作:** 双重上市企业港股的股价相对独立,投资者普遍接受度较高。同时,双重上市企业可满足港股通接入条件,国内A股投资者将来或可直接购买双重上市企业的股票,利于企业后续融资,也可以为未来在A股三次上市奠定基础。

## 9. 滴滴(DIDI)美股上市

案例名称	滴滴(DIDI)美股上市
标签	确保国家安全系企业境外上市需遵守的基本要求

### 植德评述

2021年6月30日,滴滴在美股低调上市。7月2日,国家网信办即发布公告称将对滴滴启动网络安全审查,同时新用户被暂停注册。12月3日,上市仅156天后,滴滴宣布启动美股退市程序,并启动在港股上市的准备工作。截至目前,滴滴美股退市和港股上市事宜尚未有明确进展,国家网信办等部门对滴滴的审查仍然在进行过程中。

滴滴事件的背后,反映出我国监管机构对于企业境外上市监管的一个基本原则,即确保国家安全。事实上,在宣布对滴滴进行审查的同时,包括BOSS直聘和满帮集团等其他赴美上市企业均接受了安全审查,该等企业的一个共同点是业务均涉及大量用户数据且可能与关键信息基础设施存在关联,存在数据出境安全风险。

针对境外上市可能导致的国家安全问题,我国于2021年下半年陆续出台了一系列法律法规。2021年10月29日《数据出境安全评估办法(征求意见稿)》发布,规定数据处理者符合下述情形之一的,应当通过所在地省级网信部门向国家网信部门申报数据出境安全评估。该等情形包括:(i)向境外提供的数据为关键信息基础设施的运营者收集和产生的个人信息和重要数据;(ii)出境数据中包含重要数据;(iii)处理个人信息达到一百万人的个人信息处理者向境外提供个人信息;(iv)累计向境外提供超过100,000人以上个人信息或者10,000人以上敏感个人信息;或(v)国家网信部门规定的其他需要申报数据出境安全评估的情形。



2021年11月14日,《网络数据安全条例(征求意见稿)》发布,规定数据处理器开展以下活动,应当申报网络安全审查:(i)关系国家安全、经济发展、公共利益的数据资源的网络平台运营者实施合并、重组、分立,影响或者可能影响国家安全的;(ii)处理一百万人以上个人信息的数据处理器赴国外上市的;(iii)数据处理器赴香港上市,影响或者可能影响国家安全的;(iv)其他影响或者可能影响国家安全的数据处理活动。同时,互联网平台运营者在境外设立总部、运营中心或研发中心,应当向国家网信部门和主管部门报告;处理重要数据或者赴境外上市的数据处理器,应当自行或者委托数据安全服务机构每年开展一次数据安全评估。

2021年12月24日,《国务院关于境内企业境外发行证券和上市的管理规定(草案征求意见稿)》和《境内企业境外发行证券和上市备案管理办法(征求意见稿)》(目前已过征求意见期,尚未正式颁布,以下合称“境外上市新规”)发布,境内企业直接或间接境外发行上市统一适用备案制,境外上市新规强调了安全审查及数据出境合规义务在境内企业境外发行上市过程中的重要地位。在安全审查方面,明确境内企业境外发行上市过程中应当遵守国家安全法律法规和有关规定,涉及安全审查的应当依法履行相关安全审查程序,并将“经国务院有关主管部门依法审查认定,境外发行上市威胁或危害国家安全的”列为不得境外发行上市的情形之一。可以预见的是,安全审查必将成为拟境外发行上市的境内企业所必须考虑的关键影响因素。

2021年12月28日,修订后的《网络安全审查办法》发布,规定(i)关键信息基础设施运营者采购网络产品和服务、网络平台运营者开展数据处理活动,影响或者可能影响国家安全的,应当接受网络安全审查;(ii)中国证监会为共同建立国家网络安全审查工作机制的监管机关之一;(iii)掌握超过一百万用户个人信息的网络平台运营者赴国外上市,必须向网络安全审查办公室申报网络安全审查;及(iv)核心数据、重要数据或者大量个人信息被窃取、泄露、毁损以及非法利用、非法出境的风险,以及关键信息基础设施、核心数据、重要数据或者大量个人信息被影响、控制、恶意利用的风险。不同于2020年版《网络安全审查办法》仅规定了关键信息基础设施运营者的安全审查要求,本次《网络安全审查办法》将网络平台运营者也纳入网络安全审查范围,同《网络数据安全条例(征求意见稿)》的要求保持一致。

至此,我国关于企业境外上市的整体监管思路逐步清晰,即全面实施备案制的基础上,就涉及国家安全的相关问题设置前置审查程序,并在确保国家安全的基础上,鼓励境内企业境外上市融资。

## 10. 商汤科技(00020.HK) 港股上市

案例名称	商汤港股上市
标签	AI企业能否走出盈利模式困局

### 植德评述

2021年12月30日,商汤科技正式在港交所挂牌上市,上市时市值超过1,400亿元,全球AI领域的最大IPO诞生。

相较于同类型企业,商汤科技并不是首家冲击IPO的AI企业。同商汤科技并称为“AI四小龙”的旷视科技、云从科技、依图科技都曾先后冲击IPO。其中云从科技于2021年7月科创板首发通过,但至今尚未完成中国证监会注册程序。同样在2021年7月,依图科技主动申请撤回科创板上市申请,终止上市计划。旷视科技从2020年港股IPO退出后转攻科创板上市,然而同云从科技一样,旷视科技于2021年9月科创板首发通过后,至今尚未完成中国证监会注册程序。三家AI企业IPO受阻背后均面临同一个问题,即如何实现较为稳定、可持续的盈利模式。

根据“AI四小龙”披露的财务数据,商汤科技自2018年至2021年6月期间净亏损总额约为25.9亿元,云从科技自2018年至2020年期间净亏损总额约为26.63亿元<sup>4</sup>,依图科技自2017年至2020年6月期间净亏损总额为72.83亿元<sup>5</sup>,旷视科技自2018年至2021年6月期间净亏损总额为43.07亿元,均处于持续亏损的情况。

参考云从科技、依图科技、旷视科技申请科创板

上市审核过程中公开披露的信息,上交所审核时均重点关注了该等企业的持续盈利能力,例如:

1、云从科技:上交所要求云从科技就尚未盈利是否影响发行人持续经营能力、发行人盈亏平衡预测的假设基础是否合理、前瞻性信息的披露是否谨慎客观进行说明。

2、依图科技:上交所要求依图科技说明“未来有望实现盈利”的表述依据,是否具备扭亏为盈的基础条件和经营环境。

3、旷视科技:上交所要求旷视科技对未来提高毛利率或实现盈亏平衡的措施进行说明。

基于上述,A股IPO审核中关于AI企业盈利能力的问询重点在于企业长期亏损的情况下,未来实现盈利的假设是否有明确的判断依据。如果交易所认为企业提出的盈利假设不满足扭亏为盈的基础条件和经营环境,则AI企业持续亏损的问题可能会被认定为影响持续经营能力,进而对AI企业上市造成实质影响。

相较于上述几家A股IPO受阻的AI企业,商汤科技选择了在审核标准相对较为宽松的港股上市,率先实现通过证券市场融资。如果商汤科技未来成功实现盈利模式落地,那么对技术水平领先、盈利模式尚不成熟、报告期持续亏损的科技型企业来说,选择赴港上市或许是更快实现上市目标更好的路径选择。

<sup>4</sup> 云从科技于2021年8月4日向中国证监会提交注册申请,提交申请时财务数据披露时点截至2020年12月,截至目前,云从科技尚未更新财务数据。

<sup>5</sup> 依图科技于2021年6月30日向上交所提出撤回上市申请,撤回申请前财务数据披露时点截至2020年6月。

## 继往开来, 行稳致远

——对话植德合伙人舒知堂律师

采编 曹亚娟



舒知堂律师是植德的创始人之一, 曾任植德管理委员会成员, 也是植德创立之初主要从事资本市场业务的合伙人, 亲历了植德资本市场部建立及发展壮大过程。舒律师在资本市场领域有着十分丰富的经验, 在向众多拟上市公司和上市公司提供法律服务的过程中, 舒律师以其认真负责的敬业精神和优质高效的专业服务深受客户好评, 并与各中介机构建立了良好而愉快的合作关系。



值此《资本市场法律评论》创刊、植德创办5周年来临之际, 我们请舒律师结合自身的从业经历、植德及植德资本市场部的创办过程等, 就植德资本市场部创建及发展、新形势下证券律师的执业机会与挑战等问题做了分享与交流。

### Q1: 您与资本市场结缘的契机?

我个人的工作经历比较丰富, 做律师之前在房地产公司、保险公司、外资企业工作过, 有过两次创业经历。做律师入行相对晚一些, 自学通过司法考试后, 40岁开始做律师。机缘巧合, 入行后加入通商所, 开始从事资本市场业务, 并主要以A股业务为主, 同时兼顾并购、投融资及常年业务。

结合过去十多年的资本市场执业经验, 支持我坚持到现在的执业信念有以下几个方面: **首先, 从事务所层面看**, 既然几个创始合伙人就核心理念、价值观、制度及机制达成共识, 就有责任维护它的有效性, 并且随时根据市场、人员的变化情况检查、反视、反思相关制度及机制是否需要修改、是否需要优化; 从某种程度上讲, 植德也是我们的作品, 我们有责任维护作品始终处在优秀及与时俱进的状态。 **其次, 从资本市场部层面看**, 市场空间、市场需求、客户的要求、市场竞争的格局不允许我们有低标准、得过且过的应付心态, 既然做了这个业务, 必须

保持所倡导的理念在资本市场领域得到很好的贯彻。作为资本市场部的一员,自己要身先士卒、要做好示范,既是我们对市场负责、也是对客户负责、也是对部门负责、对所有在部门内的工作人员负责。**再次,从对律师的成长负责层面看**,作为合伙人、作为创始人,我们对青年律师执业生涯的获得感、成就感、成长感、进步感应有足够的责任和使命感。**最后,从个人层面看**,每个人如何过好自己的一生、完成个人的使命,可以说完全由自己定义和赋予,想过怎样的生活、想成为什么样的人主要由自己决定与调整。作为资本市场部的律师与合伙人,要对得起时代、对得起自己赋予的职责与使命,做一些不一样的事情、做一些自我挑战的事情、做一些能够使自己身心愉悦的事情,在此过程中包括创收、带教的律师、所服务的客户,无论从哪个角度来说,都要朝着完美、朝着负责、朝着敬业、朝着使自己与他人满意的方面去努力。无论在哪个平台,任何从事某种工作的人,都要秉着这种理念与想法。

过去的5年间,我们在创建植德品牌的过程中,已经完成了自我激励、自我沉淀、自我积聚内在动力及职业热情的过程,虽然我们取得了一点点成绩,但从现在开始,我们仍然需要保持这种激情。在新的形势下,会随时面临新的挑战与新的问题,只要在这个行业里,就会不断有新的问题产生,所以适应变化、解决问题、保持进步是常态,其他的都是非常态。在这个过程中,随着时间的流逝及环境的变化,我们努力的方向、关注的重点可能会有阶段性差异,但是整体上激情、热情、所需要秉持的理念、价值观不变。

## Q2:为何选择植德,植德最吸引您的特质。

2015年,我们几个合伙人萌生了创立一家新型律所的想法。他们就创立新平台征询我的意见,我觉得时机非常恰当,而且他们当时正处于35岁的最佳创业年龄,早一点或晚一点都不合适,经综合分析考虑国内事务所的格局和现状,认为天时、地利、人和都具备。我是几位创始人中唯一做资本市场业务的,为了保证创所初期事务所有齐全的业务门类,我经过深思熟虑后决定加入,初衷是我认为人生应该由自己定义,人生有更多可能,应该换种思路和活法挑战自己。

**关于创所的初衷。**植德创立时,我们国内大部分律所的组织形式是合伙制,公司制的相对较少。合伙制律所有一些自身无法解决的弊端,比如品牌宣传、研发、团队管理、招聘、培训、理念宣导等无法统一开

展;某些非直营(直辖)律所分所与总所之间还有文化及价值观的协调问题;另外在执行大的、复杂项目时也有天然的、人力资源调配和管理等缺陷。所以我们几位创始合伙人希望通过自身的努力,创办一个新的公司制、一体化管理的律所平台。

**制度与理念的统一。**早在植德2017年4月成立的一年前,我们几个创始合伙人就一起多次、反复商讨确定了植德的核心理念和制度,对可能面临的各种情况做了充分的假设、预测和分析,所以在事务所创立后的发展过程比较顺利。非常重要的一点是,事务所创立过程中,大家的理念比较一致,价值观非常匹配,比较容易形成统一意见,沟通及交流的效率比较高、沟通成本比较低。经过几年的发展,植德的品牌慢慢创立起来,制度和理念经过市场的检验,并获得市场的



接受和认可。从发展战略来看，植德发展过程中除了一些财务、市场方面的细小调整和细化规范外，核心理念和制度基本没有发生大的方向性调整。

**着重人才培养。**从人才培养来看，植德自创立以来，得益于人才招聘及培养机制、培训制度、内部考核制度、集体团建等福利政策，严格把控入职员工质量，人员相对比较稳定。从创所之初即重视员工的系统培训，建立全所的知识分享机制。

**合伙人的合作共建。**除合伙人定期会议外，事务所推出夜话分享制度，搭建不同业务部门、不同发展阶段、不同办公室、不同创收水平的合伙人之间的常态交流方式；有效增进合伙人之间的了解，形成有效的专业支持，促进内部业务合作。

### Q3: 植德资本市场业务的发展过程。

植德建所之初，我是几位创始人中唯一做资本市场业务的。从资本市场业务来看，传统资本市场客户在选择律所时通常会看事务所的品牌、行业地位、律师的资历、事务所业绩排名、事务所及律师获奖情况等。植德作为新创立的平台，我作为当初创始人中唯一从事资本市场业务的合伙人，想做下尝试，想看看从零品牌、零影响力的平台开始资本市场业务的可能性，当时确实面临几重挑战叠加的压力。

事务所创立初期，规模小、影响力有限、制度的先进性及理念的超前性和独特性不为外界所知，资本市场业务开展初期对外界的吸引力不是特别强烈，在业务开拓及获取过程中，受到一定限制。但经过几年的发展，在大家的共同努力下，植德资本市场业务逐步扩大，创立以来保持年均50%以上的增长率。尽管如此，经过几年的发展，我们发现资本市场业务的

发展与创所之初的设想和预期还存在一定差异，面临着做大做强挑战。

事务所在扩大业务规模，引入战略合作伙伴时，除专业水平外，植德比较看重合伙人的合作、分享、成就他人、专业、进取、对律师的呵护与友爱等品质，无论是对植德还是对资本市场部而言，最重要的是文化与价值观的纯粹性和包容性，这个部分非常重要，一旦某个组织、某个部门、某个业务领域的价值观与理念发生了变化或衰退，如果不及时修正的话，很容易朝不利的方向发展，达到一定程度后很难扭转，这对组织、部门都是不利的。所以从管委会到创始合伙人到部门合伙人都保持一定的敏感度和始终保持足够的警惕，以防止出现价值观减损。过去5年来，我认为植德在这方面做得比较好，过去的经验证明这套机制运转的比较好。目前事务所也在进一步完善合伙人的引入标准及流程、引入后的沟通交流和合作机制等。

2022年开年之际，姜瑞明律师、徐寿春律师、李童云律师带领十多位资本市场领域合伙人加入是植德资本市场部发展历程中的划时代大事。此次12位合伙人的加入，极大提升了植德全周期、立体化、一站式的综合法律服务能力，也使得植德资本市场部的市场排名和业界影响力大幅度上升。植德资本市场部成为拥有20多位合伙人、100多位律师及专业人士组成的专业队伍。多位业内资深合伙人的加入，代表了合伙人和律师们对植德公司制、一体化运营体制的高度认可，以及对植德发展态势、未来愿景的高度期许。

## Q4: 现行监管体制下证券律师的挑战与机会。

1月17日,中国证监会召开2022年系统工作会议,深入学习贯彻党的十九届六中全会和中央经济工作会议精神,总结2021年工作,分析当前形势,研究部署2022年重点工作。会议强调要加强党的领导,坚持“稳字当头、稳中求进”,完整准确全面贯彻新发展理念,服务构建新发展格局和高质量发展,坚持“建制度、不干预、零容忍”,坚持“四个敬畏、一个合力”,把稳增长、防风险放到突出位置。

基于以下几点判断,我认为未来资本市场的业务机会很多:

第一,中国经济的内生式增长、中国经济的整体体量与过往几年相比有极大的飞跃,为资本市场提供了非常多的机会。

第二,资本市场本身不断推出新的政策,包括科创板、创业板注册制、未来全面注册制、以及《公司法》《证券法》的修改、全球的竞争、美股及港股的新政,对资本市场的机会和挑战同步提升,市场空间非常大。

第三,随着资本市场的监管理念发生变化,监管工作常态化、事后监管转向事中事前监管、核准制向注册制转变、投服中心的建立、信披制度、退市新规等等监管法律法规、政策的推出,对资本市场环境产生新的变化和要求,围绕资本市场服务的中介机构将会形成“马太效应”。

为应对前述变化,植德有以下应对措施:

强化内控风控机制,扩大品牌影响力。随着资本市场部整体合伙人数量的增加,基于原有的项目质量、资本市场的影响力,内部风控及质控体系的建立、日常工作中及员工的定期培训、内部风控质控的常态化从严贯穿资本市场业务的全过程等措施的推出,将会进一步提高原有项目的服务质量及有效化解风险,未来将会在市场上形成一定的品牌效应。随着资本市场业务影响力的扩大,相关业绩成果在榜单上会有了一定的体现,形成良性循环,资本市场部实现从业务较小规模向较大规模,较小知名度向较高知名度的跃升。

立足传统业务,积极拓展新业务。除了传统的资本市场业务外,植德也会做一些新业务的研发与拓展,包括复杂、复合、跨领域、跨境的业务门类或服务品种的推出。诸如证券资本市场领域的复杂诉讼、上市公司控制权的交易与控制权争夺、SPAC方式上市、美股私有化退市、港股二次上市与双重上市等等。

全方位、多领域共同服务客户。围绕上市公司、围绕资本市场传统业务,我们在多领域共同服务于客户,比如知识产权、争议解决、反垄断、数据合规、家族财富传承及其他复杂业务等。在多领域,围绕客户、以市场为中心,推出一站式、综合性的解决方案,使客户的体验更加丰富、满意,使客户的法律风险得到全方位的防范。我们相信这样做对植德的资本市场业务、对市场和客户都是有利的。假以时日,我们期待形成植德独有的品牌效应,最终使植德的市场地位、品牌效应、客户的服务体感及获得感、为客户赋能上升到一个新的台阶。我本人对植德资本市场未来的业务非常看好。

在现有的监管环境下,对于如何把控项目风险:

首先,风险把控、内部工作质量、内部业务的品控或质量控制是一个非常重要的话题。从逻辑上讲,与人多与少没有关系,最重要的是建立一套制度、机制和流程,而且这套制度、机制和流程能够得到很好的贯彻和执行,并且需要经常检查、审视制度和机制是否在有效的运行状态中,目前资本市场部这套制度和机制还是严格的、有效的。其次,过去一直在做、目前正在进行之中、未来也会加大力度的律师和业务人员的培训、知识成果的互动与交流等也是有效途径,能够使整个业务团队从合伙人到律师、到辅助人员能够全方位提高业务品质管理、风险控制、底稿质量、客户体验,可以保证不因不同的项目、不因不同的客户、不因不同的收费而使服务品质有差异或下降,始终维持在一个高的水准之上。

其次,资本市场部内部有独特的文化建设,包括植德夜话、部门内部的培训课程、定期合伙人例会、各种制度的宣讲及贯彻、知识管理等等措施,使每个合伙人都始终保持对资本市场业务的敏感度和专业性。植德制度和理念非常重要的一个方面即合伙人不能脱离业务一线,不能对市场不敏感,不能失去专业性,不能失去与客户的联络,不能在工作品质及风控方面有疏忽。随时通过多角度、全方位、全过程来检查资本市场业务是否始终处于一个高水准,使风控流程处在受控过程中;此外,随着员工队伍的壮大、律师队伍的小规模流动,始终维持在一个正常的、良性的范围之内。在此过程中,我们希望能够达到这样一个状态:水平越来越高、工作质量越来越优化、客户体验越来越好、我们的竞争力越来越强,不仅是一个静态的过程,也是一个动态的过程,而且动态的过程是向上的。

 Merits Tree 植德

---

北京 | 上海 | 深圳 | 武汉 | 珠海 | 海口

[www.meritsandtree.com](http://www.meritsandtree.com)