

海问观察：初探创业板IPO注册制改革系列（二）

作者：郑燕 姜灵皓

2020年4月27日，中央全面深化改革委员会第十三次会议审议通过了《创业板改革并试点注册制总体实施方案》，宣告创业板试点注册制改革正式启动。我们此前已对创业板注册制改革涉及的首次公开发行并上市（以下简称“IPO”）的发行条件、上市条件、各板块比较以及过渡期事项作了探讨，具体请参见与本文一同发布的《初探创业板IPO注册制改革系列（一）》（为方便读者手机阅读，笔者已对此前公布的该篇文章的部分内容和格式作了调整）。在充分借鉴科创板相关制度的基础上，中国证券监督管理委员会（以下简称“中国证监会”）及深圳证券交易所（以下简称“深交所”）亦将表决权差异安排制度引入了创业板，并对创业板的股权激励制度进行了重大改革。本文作为初探创业板IPO注册制改革专题研究的系列二，旨在就创业板试点注册制改革后的前述制度，比照其他板块的现行规定进行讨论。

一. 表决权差异安排制度

一. 表决权差异安排制度比较

基于科创企业发展的内在需求和其公司治理的实践选择，解决创业公司创始人或具有重要贡献的人员在公司发展过程中可能面临的股权稀释、控制力下降等问题，科创板在国内第一次引入了表决权差异安排制度，即发行人按照《中华人民共和国公司法》第一百三十一条的规定，在一般规定的普通股份之外，发行拥有特别表决权的股份；每一特别表决权的股份拥有的表决权数量大于每一普通股份拥有的表决权数量，其他股东权利与普通股份相同。创业板试点注册制改革后，亦借鉴科创板允许设置特别表决权的企業上市，并且在充分借鉴科创板的表决权差异安排制度的基础上，深交所于2020年4月27日发布的《深圳证券交易所创业板股票上市规则（2020年修订征求意见稿）》对表决权差异安排制度作出了基本规范，以充分保护中小投资者权益，主要体现在：

- 明确表决权差异安排只能在上市前设置；每份特别表决权股份的表决权数量应当相同，且不得超过每份普通股份的表决权数量的10倍；
- 限制拥有特别表决权股份的主体资格和后续变动；特别表决权股东合计持股应当达到公司全部已发行有表决权股份的10%以上；不得提高特别表决权的既定比例；特别表决权股份不得在二级市场进行交易；
- 明确按“一股一权”表决的股东大会审议事项，防范股东滥用特别表决权损害其他股东合法权益；以及
- 强化特别表决权信息披露要求及监事会、保荐机构的监督、督导责任。

笔者就本次创业板注册制改革下的表决权差异安排制度的具体规则与科创板现行相关规则进行了梳理，具体如下（与科创板的差异部分已标红注明）：

| 项目 | 注册制改革后的创业板 | 科创板 |
|----------------|---|---|
| 设置表决权差异安排的门槛要求 | <ul style="list-style-type: none"> • 预计市值≥100亿元，且最近一年净利润为正；或 • 预计市值≥50亿元，最近一年净利润为正，且最近一年营业收入≥5亿元 | <ul style="list-style-type: none"> • 预计市值≥100亿元；或 • 预计市值≥50亿元，且最近一年营业收入≥5亿元 |
| 特别表决权数量及差异限制 | <ul style="list-style-type: none"> • 每份特别表决权股份的表决权数量应当相同，且不得超过每份普通股份的表决权数量的10倍 • 除公司章程规定的表决权差异外，普通股份与特别表决权股份具有的其他股东权利应当完全相同 | |
| 设置程序及时点 | <ul style="list-style-type: none"> • 发行人IPO前设置表决权差异安排的，应当经出席股东大会的股东所持表决权的2/3以上通过 • 发行人在IPO前不具有表决权差异安排的，不得在IPO后设置此类安排 | |
| 拥有特别表决权股份的主体资格 | 持有特别表决权股份的股东应当符合以下两个条件： <ul style="list-style-type: none"> • 对上市公司发展作出重大贡献，并且在公司上市前及上市后持续担任公司董事的人员或者该等人员实际控制的持股主体 • 在上市公司中拥有权益的股份合计应当达到公司全部已发行有表决权股份的10%以上 | |
| 特别表决权后续变动及交易限制 | <ul style="list-style-type: none"> • 除同比例配股、转增股本情形外，上市公司不得在境内外发行特别表决权股份，不得提高特别表决权比例 • 上市公司因股份回购等原因，可能导致特别表决权比例提高的，应当同时采取将相应数量特别表决权股份转换为普通股份等措施，保证特别表决权比例不高于原有水平 • 特别表决权股份不得在二级市场进行交易 | |
| 普通股份表决权保障 | <ul style="list-style-type: none"> • 普通表决权比例不得低于10% • 单独或者合计持有公司10%以上已发行有表决权股份的股东有权提议召开临时股东大会 • 单独或者合计持有公司3%以上已发行有表决权股份的股东有权提出股东大会议案 | |

| 项目 | 注册制改革后的创业板 | 科创板 |
|-------------------|--|-----|
| “一股一权”表决的股东大会审议事项 | <p>上市公司股东对下列事项行使表决权时，每一特别表决权股份享有的表决权数量应当与每一普通股份的表决权数量相同：</p> <ul style="list-style-type: none"> • 修改公司章程 • 改变特别表决权股份享有的表决权数量 • 聘请或者解聘独立董事 • 聘请或者解聘监事 • 聘请或者解聘为上市公司定期报告出具审计意见的会计师事务所 • 公司合并、分立、解散或者变更公司形式 <p>相对于科创板，创业板的审议事项中新增聘请或者解聘监事这一项</p> | |
| 特别表决权的转换 | <p>出现下列情形之一的，特别表决权股份应当按照1:1的比例转换为普通股份：</p> <ul style="list-style-type: none"> • 持有特别表决权股份的股东不再具备特别表决权所要求的主体资格和最低持股要求，或者丧失相应履职能力、离任、死亡 • 实际持有特别表决权股份的股东失去对相关持股主体的实际控制 • 持有特别表决权股份的股东向他人转让或委托行使所持有的特别表决权股份，但转让或者委托给受该特别投票权股东实际控制的主体除外 • 公司的控制权发生变更（在该等情形下上市公司已发行的全部特别表决权股份应当转换为普通股份） <p>相对于科创板，创业板新增“将特别表决权股份转让或者委托给受该特别投票权股东实际控制的主体”的例外情形</p> | |
| 公司章程的规定 | <ul style="list-style-type: none"> • 应根据交易所规定在公司章程中规定特别表决权股份的持有人资格、特别表决权股份拥有的表决权数量与普通股份拥有的表决权数量的比例、持有人所持特别表决权股份能够参与表决的股东大会事项范围、特别表决权股份锁定安排及转让限制、特别表决权股份与普通股份的转换情形等事项 | |
| IPO时信息披露要求 | <ul style="list-style-type: none"> • 发行人招股说明书和保荐人的上市保荐书应当明确说明存在表决权差异安排的发行人所选择的具体上市标准 • 发行人应当在招股说明书等公开发行文件中，披露并特别提示差异化表决安排的主要内容、相关风险和对公司治理的影响，以及依法落实保护投资者合法权益的各项措施 • 保荐人和律师应当就公司章程关于特别表决权的規定是否合法发表意见 | |

| 项目 | 注册制改革后的创业板 | 科创板 |
|--------------|--|--|
| IPO后持续信息披露要求 | <ul style="list-style-type: none"> 在定期报告中披露该等安排的实施和变化情况 出现规定情形的，相关股东应当立即通知上市公司，上市公司应当及时披露 监事会应当在年度报告中，就相关事项出具专项意见 | <ul style="list-style-type: none"> 在定期报告中披露该等安排的实施和变化情况 发生持有特别表决权股份的股东不再符合主体资格和最低持股要求，或者丧失相应履职能力、离任、死亡情形的，相关股东应当立即通知上市公司，上市公司应当及时披露具体情形、发生时间、转换为普通股份的特别表决权股份数量、剩余特别表决权股份数量等情况 监事会应当在年度报告中，就相关事项出具专项意见 |
| 保荐机构督导要求 | <ul style="list-style-type: none"> 持续督导期内，保荐机构应当在年度跟踪报告中对上述监事会出具意见的事项发表意见 保荐机构应履行持续督导义务，发现股东存在滥用特别表决权或者其他损害投资者合法权益情形时，应当及时督促相关股东改正，并向交易所报告 | / |

从上述可以看出，与科创板相比，创业板试点注册制改革后有关表决权差异制度的规定，（1）在设置表决权差异制度的准入门槛上，增加了净利润的要求，笔者认为这与创业板的目标定位有关；（2）在信息披露要求及相关主体监督、督导责任方面比科创板更为严格，不仅加强了特殊表决权股东和上市公司在特定情形下的通知和披露义务，亦增加了保荐机构在持续督导期间的督导责任；（3）在“一股一权”表决事项中增加了“聘请或者解聘监事”事项，进一步防范股东滥用特别表决权损害其他股东合法权益，以及强化了对中小投资者权益的保护。

二. 相关案例

经检索公开披露的科创板案例，截至本文发布之日，设置表决权差异安排的主要案例情况如下：

1. 优刻得（股份代码：688158；于2020年1月20日上市）

根据公开披露文件，2019年3月17日，优刻得设置特别表决权，共同实际控制人季昕华、莫显峰及华琨合计直接持有优刻得首次公开发行前26.8347%的A类股份，A类股份每股拥有的表决权数量为其他股东（包括该次公开发行对象）所

持有的B类股份每股拥有的表决权的5倍。据此，发行前，季昕华、莫显峰及华琨合计持有优刻得64.7126%的表决权；发行完成后其将合计持有优刻得23.1197%的股份及60.0578%的表决权。

自特别表决权设立以来，优刻得运行该等特别表决权制度的时间较短；同时，除非经优刻得股东大会决议终止特别表决权安排，优刻得特别表决权设置将持续、长期运行。此外，优刻得于2015年曾于红筹架构下在开曼公司层面设置特别表决权并运行约18个月。

2. 九号智能（交易所审核中；于2020年4月21日更新对交易所第二轮询问的回复）

根据公开披露文件，九号智能自2015年起即设置有特别表决权机制。

根据2019年4月2日九号智能审议通过的《公司章程》（草案），其公司股份分为A类普通股股份（普通股份）和B类普通股股份（特别表决权股份），每份B类普通股股份具有5份表决权，除表决权差异外，A类普通股股份与B类普通股股份具有的其他股东权利完全相同。发行人实际控制人高禄峰、王野通过其各自控制的5家境外实体合计控制的公司B类普通股占公司已发行总股本的28.65%，据此，其通过该等境外实体合计控制九号智能66.75%的投票权，首次公开发行后将合计控制九号智能63.47%的投票权。

上述案例的共同特点主要包括：（1）在特别表决权设置后，由实际控制人享有的表决权比例超过50%，但低于2/3，该等比例可以在强化实际控制人对公司的控制权以及保护其他股东的表决权比例之间形成较好的平衡；（2）发行人均曾在2015年有过表决权差异的安排并稳定运行一段时间，该等历史经验可以在一定程度上论证设置特别表决权的必要性、合理性以及公司治理的有效性。

三. 交易所审核重点

从科创板案例来看，对于存在表决权差异安排的发行人，交易所会尤为关注其表决权差异设置的合法性、必要性、合理性、对公司治理稳定和有效性及其他股东权利的影响，以及是否进行了充分的披露等方面的问题。按照本次创业板试点注册制改革所建立的沪深交易所审核工作的协调机制，以及保持审核标准、尺度、进度大体一致、杜绝市场之间的监管套利的原则，相关科创板案例¹中交易所有关表决权差异安排的关注点亦对将来创业板试点注册制下的申报企业具有重要的借鉴意义，具体总结如下：

¹ 相关科创板案例如优刻得（股份代码：688158）、九号智能（审核中）。

| 关注角度 | 具体关注点 |
|-------------|---|
| 合规性 | <ul style="list-style-type: none"> • 是否需要办理登记备案等程序及进展情况 • 是否符合法律法规关于特别表决权设置的股东大会程序、持有人资格、公司章程关于表决权差异安排的设置、锁定及转让限制等的规定 • 发行人控制权及股权结构是否稳定并符合上市规则规定的相关发行条件 • 发行人是否满足适用于存在表决权差异安排的企业的上市财务指标 |
| 必要性和合理性 | <ul style="list-style-type: none"> • 采用特别表决权的具体原因 • 结合持有特别表决权股份的股东对公司创立、发展或者业务增长及日常经营管理等的作用和贡献以及发行前后公司股权结构和其他股东持股情况，分析相关人员持有特别表决权股份的必要性和合理性 • 结合不同表决权股份之间的相互比例，论证特别表决权安排数量设置的合理性 |
| 公司治理稳定性和有效性 | <ul style="list-style-type: none"> • 发行人历史上是否存在表决权差异安排，与目前安排是否存在差异及原因 • 如发行人表决权差异安排的运行时间较短，则要求说明发行人如何保证公司治理结构的稳定及公司治理的有效性 • 结合发行人表决权设置前后的安排，说明发行人最近2年内控制权是否稳定、实际控制人是否发生变更 |
| 普通股东权利保护 | <ul style="list-style-type: none"> • 是否存在或将导致以公司自治方式侵犯普通股东合法权利以及特别表决权股东滥用权利的情形 • 其他股东是否已充分知悉特别表决权的具体安排、相关法律后果和对自身权益的可能影响，是否出具书面确认意见 • 对股东大会议案的影响、对中小股东权益可能的具体影响，以及公司保护中小股东利益的具体措施 |
| 风险提示 | <ul style="list-style-type: none"> • 是否充分披露特殊表决权具体安排（包括但不限于相关股东直接或间接总共可行使的表决权比例）和相关影响并做重大风险提示 |
| 其他 | <ul style="list-style-type: none"> • 持有特别表决权股份的直接股东之间是否签署了一致行动协议，一致行动协议安排与特别表决权安排是否挂钩或有相互影响 |

二. 股权激励制度

股权激励制度是指公司以本公司股票为标的，采用限制性股票²、股票期权³或者其他方式，对董事、高级管理人员及其他员工进行长期性激励的制度。从IPO的角度，股权激励制度可以分为上市前制定并实施的股权激励制度与上市后制定并实施的股权激励制度，监管机构对此有不同的监管要求。

一. 上市前制定并实施的股权激励制度

在现行主板、中小板、创业板规则下，主要基于发行人股权清晰稳定的考量，监管机构在实践中暂不允许存在上市前制定且未实施完毕的股权激励计划的企业上市。而科创板则第一次从规则和实践上允许存在上市前制定且未实施完毕的股权激励计划（具体形式包括员工持股计划、股票期权计划、限制性股票计划等）的企业上市。在本次创业板试点注册制改革的背景下，深交所于2020年4月27日发布的《深圳证券交易所创业板股票发行上市审核规则（征求意见稿）》概括性地规定了“发行人存在实施员工持股计划、期权激励等事项的处理，由本所另行规定”。截至本文发布之日，该等规定尚未发布。若创业板能借鉴科创板的现行规则，允许存在上市前制定且未实施完毕的股权激励计划的企业上市，也势必将是本次创业板试点注册制改革的一大看点，让我们拭目以待。

二. 上市后制定并实施的股权激励制度

就已上市公司实施股权激励计划而言，在充分借鉴科创板相关规则的基础上，相对于创业板现行规则，本次创业板试点注册制改革主要作了以下四个方面的调整：

- 提高股权激励比例上限。激励股份或期权总额由不超过总股本的10%提升到20%；
- 放宽激励对象限制。单独或合计持有上市公司5%以上股份的股东、实际控制人等符合条件的，可以成为激励对象，但上市公司应当充分说明必要性、合理性；
- 提高授予价格的灵活性。限制性股票授予价格可以低于市场参考价的50%，但应当说明定价依据和定价方式，独立财务顾问应当发表意见；以及
- 简化激励实施流程。允许上市公司在满足分次获益条件后再将授予股份分批登记至激励对象名下并直接上市流通，提高激励灵活性。

² 限制性股票包括两种类型：（一）激励对象按照股权激励计划规定的条件，获得的转让等部分权利受到限制的公司股票；（二）符合股权激励计划授予条件的激励对象，在满足相应获益条件后分次获得并登记的公司股票。

³ 股票期权是指公司授予激励对象在未来一定期限内以预先确定的条件购买公司一定数量股份的权利。

创业板试点注册制改革后有关股权激励计划的规则与科创板相关规则基本一致，相较于创业板现行规则而言，可谓是实现了较大幅度的松绑，具体如下（与创业板现行规则的差异部分已**标红**注明）：

| 项目 | 注册制改革后的创业板和科创板 | 创业板现行规则 |
|----------|--|---|
| 股权激励比例 | <ul style="list-style-type: none"> 上市公司全部在有效期内的股权激励计划所涉及的标的股票总数累计不得超过上市公司股本总额的20% | <ul style="list-style-type: none"> 上市公司全部在有效期内的股权激励计划所涉及的标的股票总数累计不得超过公司股本总额的10% |
| 股权激励对象 | <ul style="list-style-type: none"> 董事、高级管理人员、核心技术人员或者核心业务人员，以及公司认为应当激励的对公司经营业绩和未来发展有直接影响的其他员工，独立董事和监事除外 在上市公司担任董事、高级管理人员、核心技术人员或者核心业务人员的、单独或合计持有上市公司5%以上股份的股东、实际控制人及其配偶、父母、子女以及外籍员工（上市公司应当充分说明前述人员成为激励对象的必要性、合理性） | <ul style="list-style-type: none"> 董事、高级管理人员、核心技术人员或者核心业务人员，以及公司认为应当激励的对公司经营业绩和未来发展有直接影响的其他员工，但不应当包括独立董事和监事 任职上市公司董事、高级管理人员、核心技术人员或者核心业务人员的外籍员工 单独或合计持有上市公司5%以上股份的股东或实际控制人及其配偶、父母、子女，不得成为激励对象 |
| 股权激励授予价格 | <ul style="list-style-type: none"> 限制性股票价格，可以低于股权激励计划草案公布前1个交易日、20个交易日、60个交易日或者120个交易日公司股票交易均价的50%。但应当说明定价依据及定价方式，且上市公司应当聘请独立财务顾问，对股权激励计划可行性、相关定价依据和定价方法的合理性、是否有利于上市公司持续发展、是否损害股东利益等发表意见 | <ul style="list-style-type: none"> 限制性股票授予价格不得低于股票票面金额，且原则上不得低于下列价格较高者：（一）股权激励计划草案公布前1个交易日的公司股票交易均价的50%；或（二）股权激励计划草案公布前20个交易日、60个交易日或者120个交易日的公司股票交易均价之一的50% |
| 简化激励实施流程 | <ul style="list-style-type: none"> 上市公司授予激励对象限制性股票，应当就激励对象分次获益设立条件，并在满足各次获益条件时分批进行股份登记 获益条件包含12个月以上的任职期限的，实际授予的权益进行登记后，可不再设置限售期 | <ul style="list-style-type: none"> 上市公司应在股权激励计划经股东大会审议通过后（有获授权益条件的，应当在条件成就后）60日内授予/授出权益并完成公告、登记 在限制性股票有效期内，上市公司应当规定分期解除限售，每期时限不得少于12个月，各期解除限售的比例不得超过激励对象获授限制性股票总额的50% |

本次创业板试点注册制改革后，创业板有关上市公司设置、实施股权激励计划的相关制度，与科创板基本保持一致，相对于创业板现行规则而言，在灵活性和便利性方面给予了较大幅度的松绑，笔者理解，该等变化主要是为进一步鼓励创新创业企业进行内部激励，从提升该企业内部动能的角度，实现加快传统产业与新技术、新产业、新业态、新模式深度融合的战略目的。

三. 结语

总体而言，本次创业板试点注册制改革在表决权差异安排和股权激励计划方面，深度借鉴了科创板的实践经验，同时结合自身板块的定位与属性，与科创板规则亦存在一定的区别。笔者相信在该等规则的征求意见稿正式实施后，这些变革后的制度会在保持市场规范运行的前提下给创业板市场带来更多的活力。