

海问·观察 | 全面注册制系列解读之九： 红筹企业 A 股上市规则变化

海问律师事务所 资本市场组

为落实党中央、国务院批准的《全面实行股票发行注册制总体实施方案》，2023年2月1日，中国证监会及上交所、深交所就全面实行股票发行注册制（“全面注册制”）涉及的系列配套规则草案向社会公开征求意见。随着全面注册制改革的推行，涉及红筹企业境内上市的相关规定也在该等规则草案中得到进一步细化和完善，为更多符合条件的红筹企业更好地参与境内资本市场进行上市融资及资本运作提供了更为完善的制度化条件。

本文作为海问全面注册制系列解读文章之九，旨在梳理全面注册制实施后红筹企业适用的规则变化，并重点整理红筹企业于主板、科创板和创业板发行上市的标准及条件、上市后特别适用于红筹企业的持续性监管要求等。

一、红筹企业首发上市规则的变化

本次规则修订涉及红筹企业发行上市条件的变化，主要体现在主板和创业板两个板块。科创板的红筹企业发行上市条件前后无变化，北交所则是修订前后均不允许红筹企业上市。主板和创业板的修订主要如下：

- 主板：此前虽有《国务院办公厅转发证监会关于开展创新企业境内发行股票或存托凭证试点若干意见的通知》（国办发〔2018〕21号，“《若干意见》”）和《关于创新试点红筹企业在境内上市相关安排的公告》（中国证券监督管理委员会公告〔2020〕26号）对红筹企业主板上市作出规定，但首发办法、主板上市规则等主板首发规则体系未予明确。本次修订将红筹企业在主板上市应该满足的市值及财务指标在首发系列规则中首次予以明确，其中：（1）针对已境外上市的红筹企业，需满足的市值及财务指标要求前后无变化；（2）针对未在境外上市的红筹企业，确定了基于市值、营业收入、收入增长及技术优势的三套标准。

- 创业板：在现行规则的基础上，新规对红筹企业的上市标准作出了一项重要调整，即删除红筹企业在创业板上市需“最近一年净利润为正”的要求。

调整之后，各板块红筹企业适用的发行上市条件如下（各板块实质差异以红字标识）：

（1） 市值及财务指标

市值与财务指标 (满足其中一套即可)		主板	科创板/创业板
已在境外上市	市值	市值≥2,000 亿元	
	市值+技术优势	1、市值≥200 亿元； 2、拥有自主研发、国际领先技术，科技创新能力较强，在同行业竞争中处于相对优势地位	
未在境外上市	市值+营业收入	1、市值≥200 亿元； 2、最近一年营业收入≥30 亿元	/
	市值+营收增长+技术优势	1、市值≥100 亿元； 2、营业收入快速增长； 3、拥有自主研发、国际领先技术，在同行业竞争中处于相对优势地位	
	市值+营业收入+营收增长+技术优势	1、市值≥50 亿元； 2、最近一年营业收入≥5 亿元； 3、营业收入快速增长； 4、拥有自主研发、国际领先技术，在同行业竞争中处于相对优势地位	

(2) 其他发行上市条件

其他发行上市条件	主板	科创板/创业板
主体资格	持续经营三年以上	
财务规范	会计基础工作规范，内控制度健全且被有效执行	
业务完整	业务完整且具有直接面向市场独立持续经营的能力	
经营规范	发行人及其控股股东、实际控制人、董监高满足经营合法合规要求	
发行后股份数量	发行后的股份总数/发行后的存托凭证总份数不少于 5,000 万股/5,000 万份	发行后的股份总数/发行后的存托凭证总份数不少于 3,000 万股/3,000 万份
公开发行股份占比	发行股票的，公开发行的股份达到公司股份总数的 25%以上；股份总数超过 4 亿股的，公开发行股份的比例为 10%以上。发行存托凭证的，公开发行的存托凭证对应基础股份达到公司股份总数的 25%以上；发行后的存托凭证总份数超过 4 亿份的，公开发行的存托凭证对应基础股份的比例为 10%以上	

全面注册制后，A 股各板块定位进一步明晰（具体请见《海问·观察 | 全面注册制系列解读之一：各板块发行上市核心要素变化》），红筹企业需要根据自

身情况选择合适的板块。需要注意，红筹企业无论在哪个板块上市，仍限于以下高新技术产业和战略性新兴产业：（1）互联网，（2）大数据，（3）云计算，（4）人工智能，（5）软件和集成电路，（6）高端装备制造，（7）生物医药，（8）新一代信息技术，（9）新能源，（10）新材料，（11）新能源汽车，（12）绿色环保，（13）航空航天，及（14）海洋装备。但是，具有国家重大战略意义的红筹企业可不受前述行业限制。

如拟上市红筹企业同时存在表决权差异安排，则还需符合各板块针对特殊表决权企业的市值及财务指标要求。科创板、创业板前后无变化，主板系首次引入表决权差异企业上市安排：

市值与财务指标 (符合其中一套即可)	主板	科创板/创业板
市值	/	1、市值≥100 亿元
市值+营业收入	/	1、市值≥50 亿元； 2、最近一年营业收入≥5 亿元
市值+净利润	1、市值≥200 亿元； 2、最近一年净利润为正	/
市值+净利润+营业收入	1、市值≥100 亿元； 2、最近一年净利润为正； 3、最近一年营业收入≥10 亿元	/

红筹企业在境内首发上市，除上述发行上市条件针对红筹企业作出的专门调整，还需要关注普适于所有发行人的规则之变化，特别是主板从核准制转变为注册制之后审核程序的变化，以及在前期科创板和创业板试行注册制基础上所作优化，包括交易所审核与证监会注册环节有机衔接机制的完善、招股说明书格式准则的进一步调整等，具体可参见[《海问·观察 | 全面注册制系列解读之二：主板首发上市制度的主要修订及解读》](#)、[《海问·观察 | 全面注册制系列解读之八：招股书编报准则修订及解读》](#)。

同时，在审核程序上红筹企业与一般企业略有区别的两点我们也作出重点提示。一是“申请发行股票的试点红筹企业存在协议控制架构的，中国证监会征求红筹企业境内实体实际从事业务的国务院行业主管部门和国家发展改革委、商务部意见，依法依规处理”，二是“尚未境外上市红筹企业在境内上市的，应当在申报前就存量股份减持等涉及用汇的事项形成方案，报中国证监会，由中国证监会征求相关主管部门意见”，这两条原来由《关于创新试点红筹企业在境内上市相关安排的公告》（中国证券监督管理委员会公告〔2020〕26号）作出的规定，本次被整合进入《试点创新企业境内发行股票或存托凭证并上市监管工作实施办法》

（修订草案征求意见稿）。这意味着，存在 VIE 架构的红筹企业申请发行股票（而不是存托凭证）的，或者尚未境外上市红筹企业存量股份减持涉及用汇事项的，均需额外履行报中国证监会审核的程序。

二、红筹企业上市后再融资规则的变化

在此之前，科创板、创业板已试行注册制，主板、科创板、创业板各自适用一套再融资管理办法。本次将三大板块适用的再融资管理办法统一整合为《上市公司证券发行注册管理办法（征求意见稿）》（“《再融资注册办法》”），将上市公司再融资注册制在各板块全面推行。

涉及到红筹企业再融资方面，由于此前科创板、创业板已有规则体系，本次规则整合也主要是在总结和借鉴这两个板块再融资试点注册制的基础上进行，因此，本次整合对创业板和科创板红筹上市公司再融资规则体系调整不大，主要是明确了主板上市的红筹企业再融资的规则适用，即：

- 符合《若干意见》等规定的红筹企业，首次公开发行股票并在交易所上市后，发行股票还应当符合《再融资注册办法》的规定。

- 符合《若干意见》等规定的红筹企业，首次公开发行存托凭证并在交易所上市后，发行以红筹企业新增证券为基础证券的存托凭证，适用《证券法》《若干意见》以及《再融资注册办法》关于上市公司发行股票的规定，《再融资注册办法》没有规定的，适用中国证监会关于存托凭证的有关规定。发行存托凭证的红筹企业境外基础股票配股时，相关方案安排应当确保存托凭证持有人实际享有权益与境外基础股票持有人权益相当。

除上述变化外，我们也在此前的系列文章中梳理了红筹企业还需遵守的一般性再融资规则的主要变化，请见[《海问·观察 | 全面注册制系列解读之三：再融资规则的主要修订及解读》](#)。

三、红筹企业参与重大资产重组规则的变化

与再融资类似，本次红筹企业参与重大资产重组的规则修订亦是在吸收和借鉴前期科创板和创业板试点注册制经验的基础上进行；因此，科创板和创业板的规则适用变化不大，主要是明确了主板上市公司涉及红筹企业重大资产重组（包括实施重大资产重组的上市公司为创新试点红筹企业，以及上市公司拟购买资产涉及创新试点红筹企业两种情形）的规则适用：

- 在计算重大资产重组认定标准等监管指标时，应当采用根据中国企业会计准则编制或者调整的财务数据。

• 红筹企业实施重大资产重组，可以按照境外注册地法律法规和公司章程履行内部决策程序。

红筹企业还需遵守的一般性并购重组规则的变化可参见[《海问·观察 | 全面注册制系列解读之四：重大资产重组规则修订及解读》](#)。

四、红筹企业上市后持续监管规则的主要变化

借鉴科创板、创业板股票上市规则，主板股票上市规则中新增了“红筹企业特别规定”章节，明确主板上市红筹企业持续监管的相关规定；明确主板已境外上市的红筹企业持续信息披露事宜参照适用《上海证券交易所/深圳证券交易所试点创新企业股票或者存托凭证上市交易实施办法》等相关规则；完善及细化了红筹企业在主板交易类退市指标的适用及退市风险提示披露要求。科创板、创业板红筹企业上市后的持续监管规则未发生实质变化。今后，主板及科创板、创业板红筹上市企业需满足的持续监管要求趋于统一。

1、红筹企业上市后的信息披露要求

此处就红筹企业上市后的信息披露要求梳理如下：

	主板、科创板、创业板
定期报告特别披露事项	<ul style="list-style-type: none"> ■ 发行存托凭证的红筹企业，需在年度及半年度报告中披露： <ul style="list-style-type: none"> · 存托、托管相关安排在报告期内的实施和变化情况 · 报告期末前 10 名境内存托凭证持有人的名单和持有量 ■ 未在境外上市的红筹企业，需在年度报告中披露有关创新业务与技术、特定经营风险等信息，并根据有关事项的重大变化情况，及时履行临时信息披露义务 ■ 有投票权差异、协议控制架构或者类似特殊安排的红筹企业，应当在年度报告中披露协议控制架构或者类似特殊安排在报告期内的实施和变化情况，以及该等安排下保护境内投资者合法权益有关措施的实施情况

<p>应当及时披露的特别事项</p>	<ul style="list-style-type: none"> ■ 存托人、托管人发生变化 ■ 存托的基础财产发生被质押、挪用、司法冻结或者其他权属变化 ■ 对存托协议、托管协议作出重大修改 ■ 存托凭证与基础证券的转换比例发生变动 ■ 变更存托凭证与基础证券的转换比例 ■ 对股东投票权差异、企业协议控制架构或者类似特殊安排作出重大调整 ■ 持有或者通过持有境内外存托凭证而间接持有境外基础证券发行人发行的股份合计达到百分之五以上的投资者持有股份或者控制公司的情况发生较大变化的 ■ 持有或者通过持有境内外存托凭证而间接持有境外基础证券发行人发行的合计达到百分之五股份被质押、冻结、司法拍卖、托管、设定信托或者被依法限制表决权等，或者出现被强制过户风险 ■ 红筹企业境内实体运营企业主要资产被查封、扣押或者冻结 ■ 按照境内相关规定及红筹公司已披露的注册地公司法等法律法规和公司章程规定的权限和程序，提交股东大会审议的重大交易、关联交易等事项 ■ 中国证监会和交易所要求披露的其他情形
<p>其他特别要求</p>	<ul style="list-style-type: none"> ■ 发行存托凭证的红筹企业：根据存托协议的约定及时披露存托凭证持有人权利行使的时间、方式、具体要求和权利行使结果 ■ 已境外上市的红筹企业：须符合境内外信息披露同时性、内容一致性要求
<p>信息披露例外情形的处理</p>	<ul style="list-style-type: none"> ■ 【申请调整规则适用】可能导致红筹企业难以符合公司注册地、境外上市地有关规定及市场实践中普遍认同的标准的，可以向交易所申请调整规则适用，同时需说明原因及替代方案，并聘请律师事务所出具法律意见 ■ 【申请免于披露或暂缓披露】需要免于披露或者暂缓披露相关信息特殊情况的，可根据证监会及交易所规则免于披露或者暂缓披露相关信息，但应当说明原因，聘请律师事务所出具法律意见，并及时披露

在上表的梳理过程中，我们注意到，本次征求意见稿中针对尚未在境外上市的红筹企业在主板上市后的持续信息披露规则应如何适用存在模糊之处：现行有效的《深圳证券交易所/上海证券交易所试点创新企业股票或存托凭证上市交易实施办法》对境内上市红筹企业（包括已在境外上市情形和尚未在境外上市情形）的持续信息披露事宜均作出了规定。但是，本次征求意见稿中的主板上市规则仅规定“已在境外上市的红筹企业的持续信息披露事宜，参照适用《深圳证券交易所/上海证券交易所试点创新企业股票或存托凭证上市交易实施办法》等相关规则的规定”，而尚未在境外上市的红筹企业的持续信息披露适用的规则尚不明确，有待正式发布的版本予以确定。

2、红筹企业交易类退市指标适用标准

本次规则修订主要借鉴了科创板、创业板的相关规则及实践经验，针对主板红筹企业交易类退市指标的适用及退市风险提示披露要求进行了细化和完善。修订后，各板块红筹企业交易类强制退市标准如下：

交易类强制退市指标	主板	科创板/创业板
连续 120 个交易日通过交易所系统实现的累计股票/存托凭证成交量	<500 万股/万份	<200 万股/万份
连续 20 个交易日每日股票收盘价/连续 20 个交易日每日存托凭证收盘价乘以存托凭证与基础股票转换比例后的数值均	<1 元	
连续 20 个交易日每日股票收盘市值/存托凭证市值均	<3 亿元	
连续 20 个交易日（不包括首发上市之日起 20 个交易日）每日公司股东人数均（此项不适用于发行存托凭证的红筹企业）	<2000 人	<400 人

五、结语

本次全面推行注册制相关规则的修订，全面完善了红筹企业在境内资本市场发行上市、后续资本运作及持续监管的制度框架。随着全面注册制改革落地，境内资本市场迈入更成熟的发展阶段，相信会迎来更多优质红筹企业回归境内资本市场。