

科创板开闸在即，发行条件、定价机制、交易规则、退市安排体现更多市场化原则

让“聪明的钱”追到好公司

1月30日实施方案公开征求意见，3月2日凌晨主要制度和规则正式出台，3月22日首批受理企业名单出炉……在上海证券交易所设立科创板并试点注册制，这项改革任务推进的速度之快、效率之高已超出市场预期。

随着科创板开市起航这个“高光时刻”的日益临近，记者连日来采访了沪上多位专家学者，让他们谈一谈科创板究竟会带来哪些变化？

■本报记者 唐玮婕

发行

条件更包容

亏损企业也能上

什么样的企业能够上科创板？科创板的科创含量，或者说“硬科技”具体体现在哪些方面？这是市场最为关注的焦点。

根据实施意见，科创板重点支持新一代信息技术、高端装备、新材料、新能源、节能环保、生物医药等高新技术产业和战略性新兴产业，探索建立更具包容性的上市条件，在借鉴境外成熟市场经验的基础上，更加注重企业科技创新能力，允许符合定位，尚未盈利，或存在累计未弥补亏损的企业在科创企业上市，综合考虑预计市值、收入、净利润、研发投入、现金流等因素。允许符合条件的同股不同权企业和红筹企业上市。

“与一些传统行业相比，很多创新企业的收入确认更为复杂。因此判断一家企业是否适合上科创板的时候，我们会关注一些特定的指标。”德勤中国全国上市业务组A股资本市场主管合伙人吴晓辉告诉记者。具体来看，就包括企业在细分行业的排名、拥有的专利数量、持续研发投入的情况、有没有知名的基金投资、财务规范性等，“研发费用一项肯定会采取更为严格的方法来审计，这可以说是衡量科创含量‘硬不硬核’的一大关键数据。”吴晓辉说。

华泰联合证券董事长刘晓丹表示，“科创板重点关注的几大领域涵盖非常广，但最关键的一点是，企业有没有独特的技术？此次科创板设立了咨询委员会，并不意味着就交由这些专家去前置判断发行人是否符合高科技企业的定位，而是会把更多的判断和决定权交给市场、交给投资者。”

刘晓丹指出，科创板共推出五套上市指标，拟上市企业拥有了更多的选择，“和以往很不同的，则是引入了市值指标，取消利润指标。”

为什么要允许亏损的企业上市？很多专家都举出了亚马逊作为案例，这家市值超8000亿美元的电商巨头，创业的20年间亏损了至少数十亿美元，却并不能妨碍它成为一家伟大的企业。中泰证券研究所所长、首席经济学家李迅雷表示，科创板对于企业盈利要求降低，不盈利的企业也能够上市，这样就可以避免以往某些企业为了上市、出现粉饰业绩的情况，也避免造成一些真正有潜力、有竞争力、但可能还不成熟的企业无法借力资本市场的问题。

刘晓丹也认为，“对于企业运营而言，现金流才是企业的生命。相比于现金流，利润反倒是次要的指标，对于初创企业更是如此。真正聪明的资本在评判企业的时候，是看现金流的。取消关于利润的指标，我认为科学的，也是进步的。”

“科创板试点注册制下的上市标准相较审核制下更为灵活，在五套上市标准下，对审计机构来说提出了更高要求。”从3月开始，德勤已经在北京、上海、深圳等全国六大城市开展了一系列的科创板研讨会，市场的反应相当热情。在吴晓辉看来，对于真正有技术含量的企业而言，科创板提供了一个良好的上市通道。“在审计拟科创板上市的企业时，我们会重点关注研发费用的比例和经营性现金流两方面，根据企业选取的上市标准，更有针对性地对这些指标完成严格审计。吴晓辉表示。”目前，德勤储备的项目主要分布在芯片制造、人工智能、高端装备方面。

定价

机制更市场化

定多少钱，投行要亮出真本事

“‘要是去上科创板，我们能卖多少倍’，现在在很多科创企业都会追着问这个问题。”吴晓辉告诉记者，由于科创板新股发行价格不设限制，定价就相当关键，成为考验保荐团队的一项硬指标。

定价机制更为市场化，可以说是科创板即将触发的一大关键改革。上海交通大学上海高级金融学院执行院长、金融学教授张春表示，估值定价其实是一项非常有技术含量的工作，要发掘出好的企业，就必须把商业模式和估值真正结合起来。但目前，国内大多数企业上A股通常采用最简单的估值方法，“借助科创板，能够把中国金融机构买方和卖方的专业能力真正锻炼出来。”

刘晓丹也指出，大家容易忽视的一点，就是这一次科创板定价机制的改变。实际上，这是更本质上的一个改变。资本市场最基本的一项功能就是资源合理配置，说直白一点就是，交易标的孰优孰劣，必须由钱来决定，我们必须相信市场是最聪明和最有效率的——只有聪明的钱才能追到好公司。同样道理，不好的公司，就得不到钱的青睐。

科创板上市通过询价确定价格，券商跟投并无定价权，这样一来：定低了，企业不愿意；定高了，券商可能就砸自己手里了，保荐团队自然会有“压力山大”的感觉。

“这次科创板在定价这个环节的改变是巨大的。投行的核心能力应该是定价能力，过去

交易

规则更优化

放宽限制，让机构去充分博弈



程序 科创板实行注册制，由上海证券交易所审核——提交证监会——证监会决定是否同意注册（期限为20个工作日）

投资门槛 投资者准入门槛50万元，且参与证券交易24个月以上；另外鼓励中小投资者通过公募基金参与

上市条件 允许未盈利企业上市，允许同股不同权红筹企业上市

涨跌幅 与现行制度一样是T+1交易模式；且新股上市前5个交易日不设涨跌幅，5个交易日过后涨跌幅限制在正负20%

退市机制 “说走就走”，不再设置暂停上市、恢复上市和重新上市环节，触发退市条件就直接退市

重点支持 新一代信息技术、高端装备、新材料、新能源、节能环保以及生物医药等高新技术产业和战略新兴产业，推动互联网、大数据、云计算、人工智能和制造业深度融合

制图：杨天慧

多年来，国内的投行没有能在IPO市场充分发挥这个能力。”刘晓丹表示，科创板采取了询价配售制度，可以考验投行是否能用合适的价格卖给合适的投资者。这一机制部分借鉴了国际市场的配售，“询价是向七大类机构投资者，开展三档报价，打破了市盈率的局限。让券商用自有资金跟投并且被动接受定价，也就是试行承销商跟投制度，则在一定程度可以帮助实现理性定价。”

国泰君安董事长杨德红认为，设立科创板并试点注册制的关键是注册制，而注册制的核心就是市场在资源配置中发挥决定性作用，这对保荐机构定价和销售中的专业能力，确实提出了严峻的挑战。

各类融资类业务相关资产时，应按照净资产计算，不包括融入的证券和资金。

吴晓辉告诉记者，上交所方面做过测算，50万元资产门槛和两年证券交易经验的适当性要求是比较合适的。现有A股市场符合条件的个人投资者约300万人，加上机构投资者，交易占比超过70%，总体上看，兼顾了投资者风险承受能力和科创板市场的流动性。而普通中小投资者，还可以借助A股公募基金投资科创板。数据显示，约4万亿的已成立公募基金均可直接买科创板的股票。

大小非减持一直困扰着A股市场的运行。对此，刘晓丹表示，全靠堵和限制并不能彻底解决问题，而科创板对减持规定做了优化，接下来还会有更多的细则出来。“保持市场充分流动性，让股票充分流动交易以实现

针对注册制下的IPO发行定价，保荐机构可以从三方面充分发挥自己的作用：一是积极参与战略配售，主动实现保荐机构与发行人、投资者等三方的利益深度绑定，自我加压，从源头上推荐优质企业；二是提高研究覆盖的广度和深度，增强保荐机构和主承销商报价报告估值的专业性，充分揭示投资风险，引导网下投资者理性报价；三是充分参考网下投资者报价情况，特别是公募产品、社保基金、养老金等中长期持有股票的价值投资者的报价平均数，同时还应考虑境内外可比公司的估值水平，力求发行价格真实反映市场预期。

杨德红表示，推出科创板并试行注册制，不只是给投行部门提供了新的业务机会，更重要的是，整个券商业务模式将随之发生重大变化，投行业务的拉动效应、投行业务资本化趋势将越发明显。监管要求保荐机构提供报价报告并参与战略配售进行跟投，尤其是跟投，实现保荐机构与发行人、投资者等三方的利益深度绑定。

更好的价格发现，进而优化资源配置，应该是一个基本的监管理念。因此管理层对大小非减持这些问题不应采取一味限制和围堵，破坏市场预期，而应该在充分信息披露的基础上，尽可能鼓励形成机构投资者的交易市场。这次允许老股上市后再次可以通过券商向机构投资者询价出售，就是一个非常好的制度设计。”

此外，科创板的制度设计听取了很多高科技企业的建议。“高科技企业上市对员工的激励主要是靠期权，以前上市，企业股东不能超过200人，而且不能上市时带期权上市。这就导致很多员工激励没法做。”吴晓辉透露，这次科创板在机制设计上把这些限制去掉了，对高科技公司的公司治理和人才激励，有了更好的处理方式。

的公司每年有8%会退市，六年时间差不多一半的公司就退市了，这是一个很强的市场淘汰机制。及时淘汰，严格淘汰，不依赖于监管部门的提前批准，而是要靠市场事后的淘汰，纳斯达克的口碑就是这样做成的。

除了淘汰机制以外，惩罚机制也非常重要。惩罚机制主要是对造假进行惩罚。张春指出，“过去我们主要依赖于刑事上的惩罚，但刑事定罪的门槛和标准是很高的。而国外的经验往往是采取民事的索赔机制，尤其是在美国，还有所谓的连带集体诉讼，这就提供了一个市场监督和惩罚机制。现在上海建立了金融法院，专门处理相关的案件，在这方面上海的确是有专业能力的，可以以此作为试点，降低造假的情况，推动中国资本市场取得更健康的发展。”

用户样本、评价模型等，哪家企业能建立最公正客观的大数据评价体系，得到的结果就更权威，消费者是最好的评审。

因地制宜
用大数据描绘“小数据”

米其林每年都会在全球评选出其推荐的餐厅榜单，但中国的上榜餐厅并不多。消费者发现，内地只有上海和广州两座城市有餐厅上榜，引发各种议论。

美团酒店高级顾问冯洁认为，没有最好的榜单，只有最因地制宜的榜单。在消费升级的状态下，人们更需要“小数据”，“以温泉为例，每个人的标准都不同，有些人注重温泉的环境美不美，有些人则注重其硫磺、矿物质等特色，而从这两个诉求点出发，结果大相径庭。”

据悉，为更好满足用户多样化、多时令的消费需求，“必住榜”和“必玩榜”推出了“场景”主题榜单，包括海景、温泉、亲子、滑雪四大场景“必住酒店”，樱花、玻璃栈道、摩天轮和过山车等四大春季特色“必玩景区”，为用户提供更有价值的参考。

推动革新
让行业形成正向循环

在吃住行领域，消费者的主观感受十分明显。有分析人士认为，无论是米其林与“黑珍珠”，还是“猫途鹰”或者“必玩榜”，对消费者而言都并非多余，实际上也并没有谁取代谁的问题。

从商业的角度来看，每一份榜单的背后，都有着企业的商业考量，这无可厚非。企业希望通过推出一份榜单，吸引更多消费者关注，与商家产生更多合作，树立起行业的权威形象。这种内生逻辑催生着“榜单经济”的崛起，只要这份榜单公正透明，它就有存在的合理性。

在黄涛看来，发布榜单的企业和行业应该是相辅相成的关系，“榜单发布者先要做出用户端的公信力，当这个榜单真正能够影响用户的决策时，再帮助行业完成革新。”他透露了一个细节，现在不少连锁餐厅会把“黑珍珠”餐厅作为一个指标，来探索为何没有上榜的原因，并根据规则来改进餐厅的餐饮服务。“我们希望通过榜单，对行业横向的良性竞争起到正向的推动作用，这也是一份榜单的力量和意义。”



本版图片 视觉中国 图像处理 王梓含

“榜单”“指南”覆盖“吃住行”全领域

消费者雾里看花有点晕

■本报记者 徐晶卉

如今，你走进一家上海餐厅，前台最醒目处通常贴有眼花缭乱的种种“标签”——“米其林餐厅”“黑珍珠餐厅”“获选XXX年度中餐厅”；走进一家宾馆，前台可能也贴着猫途鹰(TripAdvisor)推荐、XXX年度最佳，或者是大众点评必住榜……面对“吃住行”领域越来越多的榜单，普通消费者不免有目迷五色的感叹：我们到底该相信哪张榜单？

榜单易出
建立公正的评价体系不易

4月初，大众点评对外发布2019“必住榜”

和“必玩榜”，全国876家酒店和578家景区入选。这是美团点评在连续三年发布黑珍珠餐厅指南后，在出行和住宿领域的再次出手。大众点评产品总监黄涛参与了三年“黑珍珠”评选以及后来的“必住”“必玩”榜运作，在他看来，榜单易出，但建立公正的评价体系并不容易，“榜单的核心必须是大数据评审，在大数据基础上进行人工验证，所有酒店、景区按照统一数据标准评判，而且详细的规则需张贴在网上，任何人都可以查看。”

有分析人士认为，从目前推出榜单的企业来看，大部分都带有点评功能，有公共属性。一些国际上的榜单如米其林、猫途鹰等，比较老牌，因此消费者信任度和接受度比较高。但未来的榜单，用户会更看重大数据，包括采集范围、