

注册制下科创板发行上市信息披露制度之革新

袁碧华 陈华钊

摘 要：注册制下科创板发行上市的特殊性要求信息披露制度重点披露科创板企业的科创属性、上市条件等方面信息，如此才能真实披露出一家“真公司”。然而，我国科创板发行上市的信息披露制度无法满足投资者的信息需求，并未充分结合科创板的特殊属性进行披露，在科创属性、预计市值、特别表决权、风险因素等方面的披露都存在缺陷。因此，有必要针对科创板的特殊性设置相应的信息披露规范，强制要求科创属性、预计市值、特别表决权和风险因素等内容的充分披露。

关键词：科创板；信息披露；注册制；投资者需求导向；发行上市

[中图分类号] D922.287 [文献标识码] A [文章编号] 2096-6180 (2024) 03-0082-17

引言

2018 年 11 月 5 日，习近平主席在首届中国国际进口博览会开幕式上发表主旨演讲宣布设立科创板，并在该板块内首次进行注册制试点。2019 年 6 月，科创板正式开板并实施注册制，揭开我国证券市场股票发行注册制的序幕。2023 年 2 月，全面实行股票发行注册制改革正式启动。然而，早已施行注册制的科创板在信息披露方面仍然存在诸多问题无法解决，这直接影响注册制的实施效果。相较于以往采取核准制的证券发行管理模式，科创板实行注册制的证券发行管理模式，由市场来判断发行证券的品质。^{〔1〕}而科创板有其特殊性，例如，上市企业必须是符合科创板定位的科创型企业，允许特别表决权的股权结构设计，以知识产权为核心的无形资产对企业市值影响的权重更大等，所以，注册制下如何结合科创板的特殊属性对信息披露进行适配设置，以便让市场和投资者真正审核出一家“真公司”，从而作出真实的投资判断，减少信息不对称现象，成为注册制下科创板能否顺利实施的关键所在。为此，相关部门先后颁布了《关于在上海证券交易所设立科创板并试点注册制的实施意见》（证监会公告〔2019〕2 号）与《科创板首次公开发行股票注

〔作者简介〕袁碧华，法学博士，广州大学法学院教授；陈华钊，法学硕士，华南技术转移中心华转智库战略研究员。

〔基金项目〕国家社会科学基金一般项目“竞争中立规则下国家股东控制权规制研究”（项目批准号：22BFX195）；广州大学科研项目“竞争中立规则下国企改革与国家股东控制权研究”（项目批准号：YJ2023004）。

〔1〕彭冰：《信息披露是注册制的核心》，载《证券法苑》2014 年第 3 期，第 270-273 页。

册管理办法（试行）》（证监会令第174号，已废止）等文件，针对科创板上市公司高科技创新、营收不稳定等特点，科创板证券发行上市信息披露规则更加注重投资者实际信息获取需求以及上市公司信息披露义务人的实际信息披露情况，既需要对投资者作出价值判断和投资决策有影响的信息进行披露，更需要根据企业科创属性特点有针对性地作出信息披露。

然而，注册制下科创板发行上市信息披露制度是否已经实现了设立目的，是否构建了符合科创板特殊性的以投资者需求为导向的全面、深入、精准以及归位尽责的信息披露制度，以便发行人将“科创”属性嵌入信息披露之中，充分披露企业的科创相关指标的内容情况，充分揭示可能对公司核心竞争力、经营稳定性以及未来发展产生重大不利影响的风险因素，进而让投资者和监管机构可以对企业是否符合科创板定位并理性投资作出判断？对此，笔者认为还是值得研究的。

一、科创板股票发行实施注册制对信息披露的新要求

（一）要求构建以投资者需求为导向的信息披露制度

长期以来，我国证券市场呈现“融资者强、投资者弱”的市场失衡格局，制约了信息披露制度的有效性。⁽²⁾相较于核准制，科创板实施的注册制证券发行模式，若无有效的配套机制，信息不对称的现象可能会加剧，进而更加剧“融资者强、投资者弱”的失衡局面。核准制证券发行模式以“实质管理原则”为核心，由证监会最终决定企业是否能够上市，通过采取“父爱式关怀”的强政府监管来避免企业首次公开募股（IPO）过程中的投机行为和无序竞争，从而消减了信息不对称现象。⁽³⁾而注册制证券发行模式能否顺利实现目的、平衡融资者和投资者的不对等地位、缓和信息不对称现象，主要依赖于市场和投资者是否能够判断出企业的真实市场价值，因此，信息披露制度成为注册制的核心和灵魂。注册制下要求信息披露内容和质量符合市场与投资者的需求，只有构筑符合投资者需求的信息披露制度，提高信息披露的质量，让市场和投资者充分了解企业的运营状况和风险情况，才能作出真实的价值投资判断。

从核准制到注册制，必然面临着理念价值的重构、利益结构的调整和制度体系的更替。⁽⁴⁾以投资者需求为导向的信息披露制度，要求对信息披露制度进行触及内核的结构性改革和重构，主要如下。

一是要求信息披露制度的理念由核准制下“以监管需求为导向”向注册制下“以投资者需求为导向”的转变。⁽⁵⁾这种“以投资者需求为导向”的信息披露理念转变是证券市场中信息不对称

(2) 甘培忠、夏爽：《信息披露制度构建中的矛盾与平衡——基于监管机构、上市公司与投资者的视角》，载《法律适用》2017年第17期，第35页。

(3) 陈洪杰：《IPO核准制与注册制：一个经济社会学视角》，载《财经法学》2018年第1期，第98-99页。

(4) 陈昱早、王圣媛：《论中国式注册制信息披露革新：理念、实践与建议》，载《当代经济管理》2019年第12期，第22页。

(5) 郭雳：《注册制下我国上市公司信息披露制度的重构与完善》，载《商业经济与管理》2020年第9期，第92-93页；郭雳、武鸿儒、李胡兴：《注册制改革下招股说明书信息披露质量提升建议》，载《证券市场导报》2023年第1期，第11页；陈洁：《实行全面注册制的中国逻辑》，载《中国金融》2023年第10期，第37页。

现象的解决之策。⁽⁶⁾在科创板试点注册制之前,我国股票市场发行制度为核准制,信息披露制度也是依核准制的理念导向而设立。核准制与注册制的本质区别就在于谁来决定发行以及发行的质量,即“政府在出售证券的品质挑选上扮演什么样的角色”。⁽⁷⁾核准制下采取实质审核的发行模式,一般设置了较高的发行条件,由证监会根据发行条件决定企业是否具有股票发行资格。因此,信息披露义务人往往采取“以监管需求为导向”的策略进行信息披露,而忽略了投资者对于信息的需求。注册制通过调整政府与市场的权力与权利关系,促进证券市场治理权能结构的调整,实现了由行政控制转向市场选择的权能机构调整,让市场享有更大的自主权限,形成价格供求竞争机制,由市场主体遵循市场规律自主决策。⁽⁸⁾采取注册制股票发行模式的科创板,将股票发行上市的权力(利)交还市场,最终由投资者决定企业股票的价值,这就要求信息披露的理念由“以监管需求为导向”转向“以投资者需求为导向”,根据投资者的需求进行信息披露。

二是要求信息披露内容的强效率及有效性。信息披露的效率及有效性原则,是注册制的内在要求,同时也是以投资者需求为导向的重要体现。在强效率方面,鉴于科创板企业多属于技术密集型企业,所处行业普遍具有竞争激烈、迭代快的特征,较传统行业的企业,科创板企业信息更容易过时和失效,因此,需要提高科创板企业信息披露的效率,以保证披露信息的时效性。⁽⁹⁾在有效性方面,信息的有效性披露除了依靠信息披露方真实准确地披露信息外,还仰赖于信息接收方的理解能力。⁽¹⁰⁾科创板企业科技含量高且同行业可比较上市公司较少等特征,进一步加大了信息披露和理解的难度。因此,只有及时披露符合投资者理解程度的信息,才能体现信息的价值,缓解发行人与投资者之间信息不对称的困境。换言之,以投资者需求为导向的披露内容,应把握好重要信息与非重要信息之间的关系,对于重要信息进行重点披露,对于非重要信息进行简洁性披露或非必要不披露。这是因为普通决策者的决策质量水平随着信息量的增长会呈现出先增后减的趋势,一定程度的信息内容能够提高决策者的决策质量,但是当信息过多时,决策者受限于其自身的认知能力,往往会作出趋于不好的决定。⁽¹¹⁾此即信息的失序繁衍与知识的确定性之间严重失衡而产生的判断能力下降。⁽¹²⁾

(二) 要求以科创板的特殊属性为重点进行信息披露

注册制下科创板股票发行,要求根据科创板的特殊属性作出针对性的信息披露制度安排。相较于主板、创业板等其他证券市场,科创板具有迥异的特殊性,只有根据科创板特殊性规划符合其品性的信息披露制度,才能真正发挥信息披露制度的应然价值,实现“以投资者需求为导向”

(6) 程茂军、徐聪:《投资者导向信息披露制度的法理与逻辑》,载《证券市场导报》2015年第11期,第64页。

(7) 彭冰:《信息披露是注册制的核心》,载《证券法苑》2014年第3期,第270页。

(8) 徐瑜璐:《论注册制下的证券市场治理权能转向》,载《河北法学》2020年第12期,第165-166页。

(9) 梁伟亮:《科创板实施下信息披露制度的两难困境及其破解》,载《现代经济探讨》2019年第8期,第126-127页。。

(10) 孙宝玲:《证券信息披露简明性与有效性探析》,载《中国政法大学学报》2022年第5期,第253页。

(11) 程茂军:《上市公司信息披露法律规制研究——以中小投资者信息需求为视角》,中国法制出版社2019年版,第34页。

(12) 张涛甫:《信息超载 知识失能》,载《新闻大学》2022年第8期,第2页。

的信息披露制度的设计目的。

第一，科创板“硬科技”定位要求对科创属性相关的信息进行重点披露。为了筛选具有硬科技的企业，经过多次完善，科创板逐渐形成了“6+4+5”的科创属性评价体系。其一，科创板企业应主要属于新一代信息技术领域、新材料领域等六大行业。根据《科创板首次公开发行股票注册管理办法（试行）》与《上海证券交易所科创板企业上市推荐指引》（上证发〔2019〕30号，已废止）等的规定，发行人在科创板上市应符合科创板定位，优先推荐符合国家战略、突破关键核心技术的科技创新企业，优先推荐新一代信息技术、智能制造等领域的科技企业。其二，科创板企业应满足《科创属性评价指引（试行）》（证监会公告〔2024〕6号，2020年3月20日公布，2021年4月、2022年12月、2023年8月、2024年4月修正）所要求的“研发投入、研发人员、专利数量、营业收入”四项指标。其三，以五项豁免条件作为四项指标的例外情形，只要符合“例外条例”中的任意一条，就可以认定为满足“科创”属性。作为决定企业能够符合科创板定位要求的科创属性，其重要性不言自明，这要求构建符合“6+4+5”科创属性评价体系的信息披露指引规范。一方面指引企业“以投资者需求为导向”对科创属性相关信息进行充分信息披露，降低其披露难度；另一方面降低投资者对于科创属性信息的理解难度，以弥补因科创属性信息的深奥性所加剧的信息不对称现象。

第二，科创板上市条件的特殊性要求对企业上市条件符合性进行重点披露。《上海证券交易所科创板股票上市规则》（上证发〔2024〕52号，2019年3月实施，2019年4月、2020年12月、2023年8月、2024年4月4次修订，下称《上市规则》）规定了五种不同的上市条件，科技企业在满足科创板属性定位的前提下，只要满足其中一项上市条件即可在科创板申请上市。与其他证券市场相比，科创板上市条件具有特殊性。一是淡化了“盈利指标”的要求，除上市标准一要求企业“最近两年净利润为正且累计净利润不低于5000万元”或者“最近一年净利润为正且营业收入不低于人民币1亿元”，对企业净利润有一定要求外，其他上市标准均未要求“盈利指标”，而是以“营业收入”“研发投入”“现金流量”甚至是“技术优势”等指标代替“净利润”。有学者对141家申报科创板上市的企业的历史年度财务状况进行分析，发现有5家申报企业申报上一年度处于亏损状态，并有19家企业不满足连续三年盈利的A股上市条件。^{〔13〕}二是高度依赖“预计市值”作为判断企业是否能够上市的关键指标。科创板企业的五种上市标准均以“预计市值”作为硬指标，但不同标准下要求的预计市值也不一致。相对灵活的上市条件，反映出企业在科创板上市情况的多样性，一定程度上降低了企业的上市门槛，但同时也增加了披露的难度。刻意淡化的盈利指标反映出部分上市企业的经营能力可能存在严重不足，并且预计未来一段时间无法实现盈利；高度依赖的预计市值反映出科创板企业实际价值的高度不确定性。科创板上市条件的特殊性反映出科创板企业具有高风险性和价值波动性，这要求信息披露制度应当有所回应，至少包括

〔13〕 胡晓明、武志平、黄锦忠：《科创板企业价值评估方法选择研究》，载《中国资产评估》2019年第11期，第5页。

对企业是否符合科创板上市条件进行重点披露、要求对风险信息进行充分披露等。

第三，科创板允许特别表决权的股权结构要求对特别表决权信息进行重点披露。特别表决权差异安排是一种控制权强化机制，通过赋予特别表决权股份更多的表决权方式实现公司权力的集中，实质上打破了“同股同权”的所有权与控制权的传统模式。有学者认为，特别表决权制度的优势在于特别股东可从公司是否上市融资的决策游移不定中摆脱出来，而普通股东可从创始人的投资方略和企业家精神中获得长期的收益。^{〔14〕}但是，特别表决权制度的这种控制权强化机制可能会导致严重的委托代理问题，剩余索取权与表决权的不匹配可能会加剧控股股东损害中小投资者利益的现象，因为控股股东无法从控制权中获得与之等额或相称的利益。^{〔15〕}同时，控股股东行使特别表决权决策时也因不需要承担财产损失等决策失误造成的风险而变得随意。^{〔16〕}因此，科创板允许特别表决权的股权结构具有高昂的代理成本，若无适当规制，很容易造成控股股东滥用特别表决权从而损害公司和中小投资者的结果。为保护投资者的投资权益，信息披露制度应对特别表决权的股权结构进行重点披露，制定行之有效的披露细则，规范特别表决权信息披露内容和形式。

二、注册制下我国科创板现行信息披露制度的缺陷

早在 2022 年时，我们对 2021 年至 2022 年的 100 份科创板企业的招股说明书进行了研究，研究结果如表 1 所示。^{〔17〕}说明一下，《科创属性评价指引（试行）》对应此时的有效版本是 2022 年版，故此处参考的是 2022 年版。

表 1 100 份科创板拟上市公司招股说明书概况

考察维度	考察结果
篇幅情况	平均篇幅为 415 页。有 34 份招股说明书篇幅在 400—450 页之间，有 22 份招股说明书篇幅超过 450 页
风险信息披露情况	风险信息披露的平均篇幅为 8.2 页，风险披露主要集中于技术风险、经营风险、管理风险和财务风险，部分风险出现频率高
表决权差异安排股权结构披露情况	100 家企业当中仅有 2 家采用表决权差异安排股权结构。其中，奥比中光科技集团股份有限公司涉及表决权差异安排股权结构披露的页数为 6 页，主要包括基本情况、相关风险及对公司的影响、投资者保护措施
预计市值披露情况	有 70 家企业并未披露预计市值评估方法，有 28 家企业披露了预计市值估值方法，估值方法为“结合最近一次股权融资对应的估值情况”，另有 2 家红筹企业依据《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》（证监会公告〔2023〕12 号）第 7 条规定进行披露

〔14〕 金晓文：《论双层股权结构的可行性和法律边界》，载《法律适用》2015 年第 7 期，第 54 页。
〔15〕 张赫曦：《特别表决权股东义务构建》，载《中国政法大学学报》2021 年第 3 期，第 154 页。
〔16〕 罗培新：《公司法强制性与任意性边界之厘定：一个法理分析框架》，载《中国法学》2007 年第 4 期，第 73 页。
〔17〕 陈华钊：《我国科创板公司股票发行阶段信息披露制度研究》，广州大学 2022 年硕士学位论文，第 17—25 页。

从这 100 家企业在科创板的招股说明书可见，在证券发行阶段，科创板企业的招股说明书中存在诸多问题。从招股说明书的篇幅长度来看，招股说明书的篇幅普遍较长，这体现出科创板企业披露的总体信息较多，但从风险信息、表决权差异安排股权结构信息、预计市值信息、知识产权信息等重要内容披露情况来看，科创板企业对于重点信息的披露内容显然不足。这种总体披露内容较多但是重点内容披露不足的状况实质上反映了科创板企业在证券发行阶段时，并没有把握好重要信息与非重要信息之间的关系。结合前述研究情况，并回顾此后科创板企业在证券发行阶段的信息披露现状可发现，科创板发行上市信息披露制度的固有问题仍然存在，具体如下。

（一）科创属性相关信息披露存在不足

第一，对于是否符合科创板行业定位的信息披露不足。科创板信息披露需要对“科创属性”进行披露，但部分并不一定符合科创板定位的企业会想方设法通过修饰其信息披露内容的方式“提高”其科创属性。例如，浙江国祥股份有限公司（下称浙江国祥）2020 年底在科创板提交的招股说明书中声称，自身系属于科创板优先推荐的节能环保领域行业的企业。^{〔18〕}其理由是公司制造的能效等级为 1、2 的中央空调主机和商用机产品，可以归类为 C35 专用设备制造业。然而，早在 2016 年浙江国祥便在创业板申请上市，其 2016 年版的招股说明书中将公司的所属行业定位为 C34 通用设备制造业，主营业务为 C3464 制冷、空调设备制造业。C34 和 C35 的区别在于，C34 适用于多个领域，而 C35 仅适用于特定领域，C34 一般难以被认定为节能环保领域。鉴于此，上交所在问询函中对浙江国祥的“所属行业”进行了全面而细致的问询。浙江国祥回复问询的补充披露显示，其承认其部分产品属于“C3464 制冷、空调设备制造业”，且这部分产品的营业收入占主营业务收入比重为 44%左右，而属于“C3591 环境保护专用设备制造”的产品的营业收入占主营业务收入的比重仅在 20%至 24%之间。^{〔19〕}又如，南通联亚药业股份有限公司（下称联亚药业）发布的招股说明书中声称公司所处行业领域属于高端化学药，主要在美国市场销售仿制药，核心技术体现在复杂制剂的技术，主要包括缓控释制剂等。^{〔20〕}但是从联亚药业的销售收入来看，联亚药业的经销收入高度依赖单一客户 Ingenus，2019 年至 2022 年第一季度期间，公司向 Ingenus 销售收入占当期营业收入的比例均在 80%左右。对此，联亚药业的解释是 Ingenus 是一家经销商，享有公司部分主要产品在美国市场的独家经营权。而上交所就此在问询中进一步要求联亚药业披露 Ingenus 的主营业务及规模，并要求发行人说明与 Ingenus 的关系。联亚药业在回复中披露了 Ingenus 是一家拥有超过 140 名研发人员的从事仿制药开发、制造和商业化的

〔18〕《浙江国祥股份有限公司首次公开发行股票并在科创板上市招股说明书（申报稿）》，载上海证券交易所官网，http://static.sse.com.cn/stock/disclosure/announcement/c/202011/000785_20201125_1VKR.pdf。

〔19〕《关于浙江国祥股份有限公司首次公开发行股票并在科创板上市申请文件审核问询函的回复》，载上海证券交易所官网，https://static.sse.com.cn/stock/disclosure/announcement/c/202107/000785_20210705_TW9W.pdf。

〔20〕《南通联亚药业股份有限公司首次公开发行股票并在科创板上市招股说明书（申报稿）》，载上海证券交易所官网，https://static.sse.com.cn/stock/disclosure/announcement/c/202211/001335_20221122_C535.pdf。

综合型药企。从联亚药业与 Ingenus 合作项目的研发细节来看，配方开发、分析并验证开发方法等重要的研发活动主要由 Ingenus 完成，而联亚药业主要负责批量制造测试等生产环节。⁽²¹⁾ 此外，结合联亚药业的毛利率与期间费用率等情况，发行人本质上更像是一家“代工厂”，其科创属性明显存疑。

第二，对于“研发投入、专利数量、营业收入、研发人员”等科创指标的披露不足。其一，专利数量方面的信息披露与科创指标的要求不相配。就专利数量而言，指标要求企业“应用于公司主营业务的发明专利 5 项以上”。但在实践中，不少企业对于发明专利与主营业务的关系披露不足，仅简单罗列了一下公司的发明专利数量，以证明有 5 项以上发明专利，但是对于其罗列的发明专利是否形成主营业务收入，却只字未提。实际上，许多科创企业的发明专利并不满足“应用于公司主营业务收入”这一条件，甚至于部分发明专利并未投入生产使用，并未进行科技成果转化。例如，深圳市诚捷智能装备股份有限公司招股说明书中，对于该指标的披露内容为“截至 2022 年 12 月 31 日，公司拥有境内发明专利 87 项”，并没有对其发明专利是否应用于公司主营业务有进一步的解释和论证。⁽²²⁾ 另外，部分企业为了硬凑发明专利数量的指标，通过转让等方式而非自主研发取得发明专利，实质无法证明该公司的科研能力和创新属性，并不满足科创属性的定位。例如，无锡盛景微电子股份有限公司申请上市时，其拥有的 8 项发明专利中，有 7 项为受让取得，1 项为收购子公司取得，并没有自主研发的发明专利，实际上可能不符合科创属性的定位。⁽²³⁾ 其二，存在未充分披露核心技术的来源、研发团队情况、技术先进性程度、技术的迭代性和可替代性等情况。⁽²⁴⁾ 例如，以萨技术股份有限公司（下称以萨技术）在其招股说明书中，披露了其拥有的 13 项发明专利和 298 项软件著作权均为原始取得，但对于这些专利和软件著作权的形成时间、形成历程、主要研发人员、应用用途、权属关系均没有进行进一步的披露。⁽²⁵⁾ 并且，以萨技术对于核心技术人员的信息披露也不充分，以萨技术的招股说明书仅披露了核心技术人员王某等三人的历年任职情况，对于此三人作为核心技术人员主导研发的技术、对公司研发的具体贡献等信息却只字未提。因此，上交所在对以萨技术的问询中，明确要求以萨技术补充披露“核心技术人员取得的专业资质、重要科研成果、获得的奖项情况”，同时要求其说明“公司核心技术及专利的形

(21) 《关于南通联亚药业股份有限公司首次公开发行股票并在科创板上市申请文件的审核问询函的回复报告》，载上海证券交易所官网，https://static.sse.com.cn/stock/disclosure/announcement/c/202304/001335_20230425_PN3J.pdf。

(22) 《深圳市诚捷智能装备股份有限公司首次公开发行股票并在科创板上市招股说明书（申报稿）》，载上海证券交易所官网，http://static.sse.com.cn/stock/disclosure/announcement/c/202306/001987_20230630_TQBV.pdf。

(23) 《无锡盛景微电子股份有限公司首次公开发行股票并在科创板上市招股说明书（申报稿）》，载上海证券交易所官网，http://static.sse.com.cn/stock/disclosure/announcement/c/202106/000991_20210630_KK4L.pdf。

(24) 《上交所：目前披露的科创板招股说明书存在五点突出共性问题》，载中国网财经，<https://baijiahao.baidu.com/s?id=1631602116896506699&wfr=spider&for=pc>，2024 年 3 月 16 日访问。

(25) 《以萨技术股份有限公司首次公开发行股票并在科创板上市招股说明书（申报稿）》，载上海证券交易所官网，http://static.sse.com.cn/stock/disclosure/announcement/c/202206/001267_20220630_I6G2.pdf。

成时间、迭代过程、对应主要研发人员及与主要产品的对应关系”等。⁽²⁶⁾ 在回复函中，以萨技术对王某等三位核心技术人员进行了披露，但存在披露内容不足与相互矛盾之嫌，例如，对于主要研发人员与主要产品的对应关系披露不足，仅披露了产品对应的研发人员名称，缺乏进一步的细节披露。并且，文中披露了王某作为技术发明人拥有 18 项外观专利，是目前所有在研项目的第一负责人，但在公司的主要技术中，王某仅在 23 项公司主要技术中担任其中 3 项技术的主要研发人员，或许无法将王某认定为公司的第一核心研发人员。

第三，对于是否满足科创属性评价的披露不足，并可能存在误导性、夸大性的陈述，影响信息披露的质量。例如，杭州华澜微电子股份有限公司（下称华澜公司）在其招股说明书中披露，其符合“科创属性评价标准二”全部的五项指标。⁽²⁷⁾ 然而，华澜公司在对上交所的问询进行的回复当中，将披露内容修改为“仅符合科创属性评价标准二的其中三项指标”，将另外两项指标从“符合”修改为“不符合”。⁽²⁸⁾ 其中，一项修改的指标是第四项“发行人依靠核心技术形成的主要产品……，并实现了进口替代”，招股说明书披露内容为“根据相关鉴定报告，华澜微相关芯片产品实现了同类产品的替代”，但是并没有进行进一步披露。在回复上交所的问询回复中，华澜公司仅提及其中 2 个产品具有替代国外同类产品的能力，并没有披露是否实现了进口替代。

此外，招股说明书中缺少知识产权对企业未来价值创造影响的信息披露。知识产权具有创造性、成长性高和收入滞后性的特点，因此对于知识产权未来经济效益的预测是知识产权信息披露的重点之一，也是投资者尤为关注的内容。⁽²⁹⁾ 然而，从科创板企业招股说明书的披露实践中可以发现，科创板企业对于知识产权未来经济效益预测及其相关信息的披露极少，具体体现在盈利预测报告、核心技术转化为经营成果能力、知识产权相关风险等内容的披露不足上。从盈利预测报告上看，由于《公开发行证券的公司信息披露内容与格式准则第 41 号——科创板公司招股说明书》（证监会公告〔2019〕6 号，已废止）并不强制要求企业对盈利预测信息进行披露，因此实践中绝大多数企业招股说明书并没有编制盈利预测报告；从核心技术转化为经营成果能力上看，科创板企业侧重于对知识产权的权属、来源等“硬信息”进行披露，而对于影响知识产权未来发展及价值的包括知识产权创造方向、知识产权管理运用策略、知识产权保护机制等在内的“软信息”披露过少，无法体现核心技术转化为经营成果能力的预测和判断。

〔26〕《关于以萨技术股份有限公司首次公开发行股票并在科创板上市申请文件的审核问询函的回复》，载上海证券交易所官网，https://static.sse.com.cn/stock/disclosure/announcement/c/202302/001267_20230203_BODD.pdf。

〔27〕《杭州华澜微电子股份有限公司首次公开发行股票并在科创板上市招股说明书（申报稿）》，载上海证券交易所官网，https://static.sse.com.cn/stock/disclosure/announcement/c/202212/001426_20221229_3QN2.pdf。

〔28〕《关于杭州华澜微电子股份有限公司首次公开发行股票并在科创板上市申请文件的第一轮审核问询函的回复》，载上海证券交易所官网，https://static.sse.com.cn/stock/disclosure/announcement/c/202308/001426_20230829_TKK7.pdf。

〔29〕王上、杨常雨：《科创板知识产权信息披露制度的整合性完善——基于与日本相关制度的比较考察》，载《财会月刊》2022 年第 13 期，第 90 页。

（二）科创板企业预计市值信息披露存在缺陷

“预计市值”相关信息的信息披露不足，主要表现为评估方法和影响预计市值相关指标等的信息披露不足。从评估方法上看，大部分科创板企业招股说明书中并没有披露估值方法，小部分披露估值方法的企业也基本没有对其采取的估值方法进行合理性分析。北京市证监局课题组对 174 家科创板已上市企业招股说明书的“预计市值”进行分析，发现其中有 102 家企业并没有披露预计市值的估值方法，在披露预计市值估值方法的企业当中，有 32 家使用市场法估值，有 24 家使用最近一次股权融资或历史估值情况，仅有 9 家披露了估值具体参数。⁽³⁰⁾ 前述对 100 家科创板拟上市企业招股说明书“预计市值”的研究发现，其中有 70 家企业没有披露预计市值的估值方法，有 28 家使用最近一次股权融资或历史估值情况。多数企业在招股说明书中并没有对预计市值进行披露。例如，南京轩凯生物科技股份有限公司（下称轩凯生物）招股说明书中，关于预计市值的披露内容仅在风险提示中提及，描述如下：“公司预计发行后的市值由发行后总股本乘以发行价格计算得出，其中发行价不仅取决于公司的经营业绩，还要受询价对象对公司发展前景判断、市场情绪等诸多外部因素的影响。”⁽³¹⁾ 并且，在轩凯生物的其他披露文件中，也未见对预计市值的评估方法等进行披露。同样地，深圳善康医药科技股份有限公司（下称善康医药）在其招股说明书中披露其预计市值不低于人民币 40 亿元，但是也没有披露估值方法与估值标准。⁽³²⁾ 从善康医药的数次融资来看，按照 2021 年 9 月的增资进行计算，公司估值为 9.83 亿元，而短短 9 个月后，公司再次增资，按照此次增资计算，公司估值增长为 30.71 亿元。而在这期间，公司经营并未发生重大变化。上交所对善康医药的问询函回复中显示，善康医药采取的预计市值评估方法为“收益法”，同样没有给出选择依据。根据中评协印发的《资产评估执业准则——资产评估方法》（中评协〔2019〕35 号），使用收益法应用的前提条件包括对评估对象未来收益可以合理预期，预期收益所对应的风险能够衡量等。对于善康医药从 2021 年估值不足 10 亿元，到 2023 年估值暴涨超过 50 亿元，在无发生重大变化的情况下，其预估显然难以令人信服，预计市值有较为明显的夸大与误导之嫌。

从预计市值相关指标披露情况看，科创板企业因其所处行业的特殊性、企业自身发展阶段特性，其所披露的关于资产、利润、现金流等财务指标，与其价值之间呈现弱相关性，因此投资者往往无法根据披露义务人的常规财务指标的披露来对其预计市值进行决策判断。同时，对于影响科创板企业预计市值的包括知识产权在内的非财务指标如研发能力、科技成果转化情况等披露不足，使得投资者无法根据传统财务指标合理判断企业的“预计市值”，也无法根据非财务指标进

（30）北京证监局课题组：《科创板企业估值方法分析报告》，载《财务与会计》2020 年第 8 期，第 34 页。

（31）《南京轩凯生物科技股份有限公司首次公开发行股票并在科创板上市招股说明书（申报稿）》，载上海证券交易所官网，http://static.sse.com.cn/stock/disclosure/announcement/c/202212/001404_20221229_V6P7.pdf。

（32）《深圳善康医药科技股份有限公司首次公开发行股票并在科创板上市招股说明书（申报稿）》，载上海证券交易所官网，https://static.sse.com.cn/stock/disclosure/announcement/c/202212/001353_20221221_L74H.pdf。

行合理判断。^{〔33〕}

实际上，对于预计市值的信息披露不足一定程度上也影响预计市值的准确性。有对科创板上市的 109 家公司为样本的实证研究发现，样本中科创板公司首次公开发行定价显著高于其内在价值，有较多的泡沫成分，首发价格平均高估程度达到 63.7%；此外，科创属性越强则估价越高，发行规模越小则估价越大。^{〔34〕}截至 2024 年 3 月，科创板上市的 570 家企业中，有 248 家企业的现行股价低于发行股价，股价破发率达 43.51%。而主板市场发行至今的 3 205 家企业当中，仅有 463 家企业的股价低于发行价，股价破发率为 14.45%；创业板市场发行至今的 1 342 家企业当中，也仅有 357 家企业股价低于发行价，股价破发率为 26.60%。^{〔35〕}这一定程度上证明了科创板企业股票发行价与实际价值存在较大的波动性，其预计市值并不准确，而对于预计市值的披露不足则成为预计市值与实际市值不相符的诱因之一。

（三）特别表决权股权结构信息披露存在问题

我国科创板虽然在《上市规则》中对特别表决权差异安排进行了专节规定，但是对其信息披露的规定较少，且缺乏强制性信息披露的要求。因此在实践中，采取特别表决权差异安排的企业在其招股说明书中，对于特别表决权差异安排的信息披露具有随意性，且对于中小投资者保护等关键信息披露较少。

第一，对于特别表决权人的信息披露不足。《上市规则》第 4.5.3 条第 1 款规定特别表决权人要对公司的发展或业务增长作出重大贡献。但是，对于如何界定特别表决权人的重大贡献却没有明确的标准，而是主要依赖于公司的自行界定，外界难以用标准化的要求衡量特别表决权人对公司的贡献程度。^{〔36〕}例如，科创板首家特别表决权股权结构上市公司优刻得科技股份有限公司在招股说明书中着重披露特别表决权持有人季某昕、莫某峰和华某三位创始人的个人经历，而并没有披露此三位创始人对于公司发展或业务增长的重大贡献。^{〔37〕}又如，第二家特别表决权股权结构上市公司精进电动科技股份有限公司招股说明书中也并没有披露持有特别表决权的东北翔新能源公司与实际控制人余某对于公司的重大贡献。^{〔38〕}再如，奥比中光科技集团股份有限公司招股说明书

〔33〕 北京证监局课题组：《科创板企业估值方法分析报告》，载《财务与会计》2020 年第 8 期，第 35 页。

〔34〕 董秀良、刘佳宁、满媛媛：《注册制下科创板首发定价合理性及高回报成因研究》，载《上海财经大学学报》2020 年第 6 期，第 75—76 页。

〔35〕 参见同花顺财经网网址：<https://www.10jqka.com.cn/>，最后检索日期为 2024 年 3 月 16 日。检索条件为“科创板破发的个股数量”，显示“上市板块包含科创板 570 个，其中相对发行价下跌的个股为 248 个”；检索条件为“主板破发的个股数量”，显示“上市板块包含主板 3 205 个，其中相对发行价下跌的个股为 463 个”；检索条件为“创业板破发的个股数量”，显示“上市板块包含创业板 1 342 个，其中相对发行价下跌的个股为 357 个”。

〔36〕 袁碧华、吴嘉文：《双层股权结构下特别表决权人的法律规制》，载《公共治理研究》2022 年第 1 期，第 82 页。

〔37〕 《优刻得科技股份有限公司首次公开发行股票并在科创板上市招股说明书（申报稿）》，载上海证券交易所官网，http://static.sse.com.cn/stock/disclosure/announcement/c/201904/000040_20190401_9GKD.pdf。

〔38〕 《精进电动科技股份有限公司首次公开发行股票并在科创板上市招股说明书（申报稿）》，载上海证券交易所官网，http://static.sse.com.cn/stock/disclosure/announcement/c/202006/000591_20200623_1PRK.pdf。

中也没有对特别表决权人重大贡献进行相应的信息披露。^{〔39〕}可见,并不明晰的重大贡献界定标准可能会导致披露目的落空。

第二,对于投资者保护的信息披露不足。《上市规则》第 4.5.1 条规定具有表决权差异安排的上市公司应当充分披露章程设置的投资者保护措施。但实践中,设置特别表决权的公司对于投资者保护措施的披露仍显不足。奥比中光在“投资者保护措施”的披露当中,仅是从确保 A 类普通股在公司全部股份的投票权比例不会进一步增加,以及重大事项投票仍采用一股一票的投票制度进行披露,仅是符合《上市规则》第 4.5.6 条关于“不得提高特别表决权比例”和第 4.5.10 条关于重大事项一股一票表决权的规定,并没有披露当特别表决权人滥用特别表决权时对投资者造成侵害等的救济措施。中小投资者即便还能保留一些话语权,但囿于集体主义行动的困境,也很难对公司决策产生实质性影响。长此以往,当特别表决权人滥用特别表决权而并不需要承担由此产生的后果时,便会助长这种现象频发,同时挫伤投资者的投资积极性,更不利于特别表决权制度设计的初衷与理念。

第三,特别表决权信息披露的违法违规成本不足,缺乏针对特别表决权违法违规行为的相应配套机制。理论上,采取特别表决权架构的公司,更容易发生特别表决权人滥用特别表决权从而过度攫取“控制权私利”的风险。此种风险仅依靠特别表决权人的道德自律显然无法得到遏制与减缓,域外经验一般是对此施以更严厉的惩罚机制进行制止。而目前我国尚缺乏专门针对特别表决权信息披露违法违规行为的配套机制,实践中也仅能按照一般信息披露违法违规予以处理,是否能遏制与减缓特别表决权信息披露违规行为,值得怀疑。当然,上交所也注意到此点,于 2024 年 1 月修订发布的《上海证券交易所上市公司自律监管指引第 10 号——纪律处分实施标准》(上证发〔2024〕9 号)根据科创板纪律处分差异化制度安排,明确了科创板特殊违规类型的处理标准。然而,其处分力度仅仅为纪律处分,或无法发挥出期望效果。

实际上,有关特别表决权信息披露的要求有成为一种形式上的固定范式之嫌,甚至所有采用特别表决权架构的公司都会采用类似的披露内容;有关特别表决权架构的披露内容,对于普通投资者的效果也可能乏善其陈。^{〔40〕}

(四) 科创板企业风险信息披露存在缺陷

第一,重大风险信息的披露不足。部分公司故意遗漏重大风险的信息披露。例如,苏州天淮科技股份有限公司(下称天淮科技)招股说明书中披露了漂亮的财务报告,2016 年至 2018 年天淮科技的营业收入复合增长率达 67.65%,净利润复合增长率为 73.21%,并预计 2019 年上半年公

〔39〕《奥比中光科技集团股份有限公司首次公开发行股票并在科创板上市招股说明书(申报稿)》,载上海证券交易所官网, http://static.sse.com.cn/stock/disclosure/announcement/c/202106/000970_20210629_0ABQ.pdf。

〔40〕张巍:《双重股权架构的域外经验与中国应对》,载《财经法学》2020 年第 1 期,第 79-80 页;刘博涵:《我国双层股权结构上市公司的投资者保护:问题与方案》,载《大连理工大学学报(社会科学版)》2024 年第 1 期,第 108-109 页。

公司经营情况良好，营业收入及净利润持续增长，不存在异常或重大不利影响。^{〔41〕}然而，仅过了3个月，天淮科技披露的2019年三季报显示，天淮科技第三季度单个季度净利润同比下降91.34%；2019年前三季度净利润同比下降80.12%。对此，天淮科技的解释系收入季节性风险。但是，上交所对天淮科技的问询当中就已要求天淮科技补充披露季节性风险，而天淮科技却置若罔闻，并没有进行补充披露。天淮科技故意遗漏季节性特征带来的收入风险，在三季报公布后，股价应声下跌，较最高市值时缩水了一半以上。又如，思必驰科技股份有限公司（下称思必驰）在招股说明书中披露其存在“收入无法按计划增长的风险”与“公司上市后有可能一段时间内无法实现盈利而触发退市条件的风险”以及“经营活动产生的现金流量净额持续为负值的风险”，但缺乏进行详细充分的细节披露，因此上交所在问询中明确要求其披露对于“未来是否可实现盈利的前瞻性信息”，并最终认定思必驰未能充分说明未来四年营业收入复合增长率的预测合理性，未能充分披露上市前净资产为负的风险。^{〔42〕}其实，科创板企业IPO阶段风险信息披露的不足从科创板开市之初便已出现，并贯穿至今。上交所在就科创板首轮问询答记者问中，提及首轮披露的大部分招股说明书存在风险揭示不到位的问题。例如，并未结合科创板企业的特点进行风险揭示，未对风险产生的原因和对发行人的影响程度进行充分披露，未按照规则要求进行风险因素披露等。^{〔43〕}对首批25家科创板上市企业招股说明书的风险因素披露进行研究发现，注册稿相较申报稿的风险披露质量有所提高，风险披露类别有所增加，但距离准则要求仍有差距，且风险因素的披露数量和质量也未优于A股可比公司。^{〔44〕}同样对首批25家科创板上市企业招股说明书的研究，发现科创板企业招股说明书当中，对于单项风险因素进行说明的平均篇幅少于A股可比公司，并且其风险因素信息披露质量低于A股可比公司。^{〔45〕}

第二，风险信息披露存在模板化和共性化的特征。对100份科创板企业的招股说明书研究发现，各企业招股说明书披露的风险信息呈现同质化的现象，如技术风险基本上包括技术升级迭代和研发失败等风险，经营风险主要包括行业市场竞争、行业政策等风险，管理风险主要包括内部控制、管理经验不足等风险。以技术风险为例，在北京晶亦精微科技股份有限公司招股说明书中，知识产权风险披露内容包括“核心技术泄露的风险”和“技术迭代风险”。^{〔46〕}对于“核心技术泄露

〔41〕《苏州天淮科技股份有限公司首次公开发行股票并在科创板上市招股说明书（申报稿）》，载上海证券交易所官网，http://static.sse.com.cn/stock/disclosure/announcement/c/201904/000069_20190402_Z3Y6.pdf。

〔42〕《关于终止思必驰科技股份有限公司首次公开发行股票并在科创板上市审核的决定》，载上海证券交易所官网，https://static.sse.com.cn/stock/disclosure/announcement/c/202305/001302_20230511_32ST.pdf。

〔43〕《上交所：科创板首轮问询回复存在五方面问题》，载新京报，<https://baijiahao.baidu.com/s?id=1633505666310838771&wfr=spider&for=pc>，2024年3月16日访问。

〔44〕詹雷、韩金石：《注册制下风险因素信息披露改善了吗？——基于首批25家科创板上市企业的分析》，载《中国注册会计师》2021年第7期，第39页。

〔45〕涂晓岚、詹雷：《“刨根式”问询与招股说明书信息披露》，载《财会月刊》2021年第5期，第85页。

〔46〕《北京晶亦精微科技股份有限公司首次公开发行股票并在科创板上市招股说明书（申报稿）》，载上海证券交易所官网，http://static.sse.com.cn/stock/disclosure/announcement/c/202306/001976_20230630_1Z6Q.pdf。

的风险”，其解释为“若公司在经营过程中因核心技术信息保管不善、核心技术人员流失等原因导致核心技术泄露，将对公司业务发展和研发进程造成不利影响”；对于“技术迭代风险”，其解释为“如公司产品技术升级不能满足客户对更先进制程生产的需求，再或未来芯片制造颠覆性新技术的出现，都可能导致公司的核心技术及相关产品的先进程度下降，对公司的经营业绩造成不利影响”。然而，不管是技术泄露风险还是技术迭代风险，都是所有科创板公司所面临的共性知识产权风险，晶亦精微的披露内容模板化色彩严重，并不能真实反映公司的具体知识产权风险情况。

科创板企业重大风险披露不足和风险信息披露存在模板化、共性化的特征，并不能真实反映企业的风险情况，可能会严重误导投资者的投资决策，从而使投资者在信息不对称情况下作出非理性判断。

三、我国科创板发行上市信息披露制度的完善建议

（一）建立科创属性信息披露指引规范

第一，完善行业信息披露规范，厘清科创板发行上市的行业要求。虽然科创板明确定位支持三类七领域的科创公司，但实践中对于企业的定位仍存在模糊地带，部分企业经营业务较广，而仅有小部分经营业务符合科创板定位，但企业通过选择性信息披露等手段将其包装成符合科创板定位的所谓科创公司。因此，科创板应完善行业信息披露规范，细化规定七大领域具体包括哪些行业，并以主营业务收入为主判断企业所处的具体行业，进而判断其是否符合科创板的定位要求。明确的行业信息披露规范，保证在科创板上市的企业符合科创板的定位要求，让投资者全面真实准确地知悉企业的行业属性，从而根据行业属性和特点判断是否进行投资。

第二，建立“研发投入、研发人员、专利数量、营业收入”四项科创指标的披露指引，明确企业在研发投入、成果产出、成果利用等方面的信息披露。相较上一版本，2024年4月30日新修正的《科创属性评价指引（试行）》提高了研发投入和发明专利数量标准，新增了发明专利“产业化”的要求，并提高了营业收入复合增长率，更加强调科创板企业的科技创新能力和科技成果转化能力，这些新增变化与修改都要求制定匹配的披露指引，方能更好地实现修改的目的。例如，对“应用于公司主营业务并能够产业化的发明专利7项以上”的这一科创指标，应明确发明专利应用于“主营业务”和能够“产业化”的判断标准和披露规则，让公司根据披露指引对发明专利的实际运营情况进行披露。实际上，上交所会在对科创板企业招股说明书中出现科创指标披露不足的情况进行问询，要求其进行补充披露。但是，针对科创指标披露不足的情况，仅依靠上交所进行问询并不足够：一是降低了上交所对科创板企业IPO阶段披露文件的审核效率，进而可能减缓科创板企业的上市速度；二是仅依靠上交所进行问询可能会出现纰漏，且实践中，出现过部分企业及保荐机构对上交所的问询问题进行擅自删除与选择性漏答的情形。因此，建立明确的科创指标披露指引有其必要性，有利于促使科创板企业更加具有针对性地披露科创内容，更直接地呈现企业的科创属性和科创潜力，同时减少上交所的问询压力，提高审核效率。

第三，完善知识产权信息披露规范，制定详细的知识产权披露指引。由于科创板的定位及科创板企业的特殊性，科创板上市企业具有知识产权密集性的特点，且主要依靠知识产权预计企业发展前景和未来效益，故科创板知识产权信息披露的重要性更加突出。同时，科创板知识产权信息披露难以实现其预期目标的重要原因之一系现有法律规范可操作性不足。因此，制定独立的科创板知识产权信息披露规则有其必要性。⁽⁴⁷⁾其一，明晰知识产权信息的具体披露内容和披露程度，将知识产权披露信息进行标准化、规范化处理。目前，我国科创板知识产权信息披露相关规则数量多、体系复杂，增加了披露义务人的知识产权披露难度。通过制定具体的知识产权披露指引，明晰知识产权的具体披露内容和披露程度，引导披露义务人根据指引内容进行知识产权披露，以提高知识产权的信息披露的质量水平。其二，重视知识产权预测性和定性信息披露。知识产权的特征在于价值波动性、变现不确定性、风险不可控性，因此，单纯依靠投资者对企业知识产权的信息进行投资判断显然不足。日本知识产权信息披露制度要求企业同时披露知识产权过去表现及未来预期情况，引导企业明晰知识产权与企业可持续发展的内在联系。⁽⁴⁸⁾可以尝试借鉴日本知识产权信息披露制度，要求企业对知识产权未来预测、知识产权资产和价值创造方式、知识产权风险及其应对等进行披露，着重披露知识产权预期性和定性信息，据此反映企业知识产权战略方向，帮助投资者预测企业发展状况，更为准确地评估企业未来获利能力和发展潜力。其三，鼓励披露义务人对知识产权相关的非财务信息、前瞻性信息和预测性信息等进行自愿性信息披露，可以考虑引入“安全港规则”，为符合规则范围内的预测性信息、前瞻性信息的信息披露人提供责任豁免空间。⁽⁴⁹⁾

（二）预计市值信息强制披露与详细披露

目前，我国科创板大多数企业招股说明书对于预计市值的信息披露几近于无，仅有小部分招股说明书虽然披露了预计市值估值方法，但也仅以“参考最后一次融资金额”或“对比同行业上市公司市值”等一笔略过，显然并不具备足够的参考价值。既然预计市值是衡量企业是否能在科创板上市的核心要素之一，那么预计市值的估值指引的重要性就尤为突出。鉴于目前科创板企业预计市值估值信息披露缺陷这一问题，应当对预计市值作出强制披露的制度安排，同时应当尽快建立科创板企业估值披露指引，对预计市值进行详细披露。

实际上，科创板企业估值的复杂程度和难度远高于传统企业，传统估值方法也无法很好地适配科创板企业估值。因此，首先，有必要建立以投资者的投资视角进行估值的披露指引，以成本回收作为投资基础，以创造经济收益的时间长短为投资周期，控制不确定性风险为投资底线原则，以创造更大的预期收益为投资最终目标。⁽⁵⁰⁾其次，投资者对科创板企业的预计市值评估方法与评

〔47〕 王上、杨常雨：《科创板知识产权信息披露制度的整合性完善——基于与日本相关制度的比较考察》，载《财会月刊》2022年第13期，第91页。

〔48〕 陈彩云、汤湘希：《知识产权信息披露研究》，载《会计之友》2021年第23期，第34页。

〔49〕 张保生、牛馨雨：《预测性信息披露责任与安全港制度探究》，载《财经法学》2023年第5期，第18页。

〔50〕 张陆洋、钱瑞梅：《关于科创企业估值难点的思考》，载《安徽师范大学学报（人文社会科学版）》2019年第4期，第104页。

估指标应享有充分的知情权，应要求企业在招股说明书等文本中详细披露其预计市值的得出依据和具体数值，让投资者知悉各科创板企业预计市值所采用的评估方法和各项数据，进而自行判断该企业预计市值是否准确，从而作出是否投资的决策行为。再次，不同行业的特点各有不同，在以投资视角进行估值时，也应结合行业特点和情况进行制宜，探索符合各领域特色和各科创板企业发展阶段的估值方法并进行披露。最后，定期整理科创板企业估值案例，搭建估值案例库，提高科创板企业市值评估实务的规范性，同时提高投资者对科创板企业的估值判断。⁽⁵¹⁾另外，可以尝试由上交所代为聘请专业独立的资产评估机构进行估值，并对估值结论进行公布，保证科创板企业预计市值的独立性和公允性。

（三）完善表决权差异化信息披露制度

第一，在高位阶法律规范中确立表决权差异安排股权结构的合法性。目前，表决权差异安排结构仅在《关于在上海证券交易所设立科创板并试点注册制的实施意见》等部门规章中有所规定，而表决权差异化股权结构打破了传统公司“一股一权”的制度结构，因缺乏上位法依据，该制度模式陷入了孤岛困境。因此，需要在《中华人民共和国证券法》等高位阶的法律规范中予以确认，使科创板允许表决权差异化股权结构的制度安排具有上位法依据，进而使表决权差异化信息披露摆脱孤立局面。

第二，对《上市规则》中涉及表决权差异规定进行明晰。表决权差异规定的信息披露不明晰，是科创板企业在IPO阶段对表决权差异安排信息披露不足的重要原因。当前，对于科创板采取表决权差异安排的企业，仅是原则性规定“应当充分、详细披露相关情况特别是风险、公司治理等信息”，并没有进一步细化披露规则。例如，《上市规则》第4.5.3条对特别表决权人“重大贡献”并无界定，仅靠披露义务人自行判断，模糊化的处理模式可能使规则本身失去应用价值。而港交所对于采取表决权差异化结构的公司，则会进一步要求其在上市披露文件中说明设置该结构的原因且对股权结构进行详述等。⁽⁵²⁾因此，有必要以规则的方式明晰表决权差异化的披露内容，指引采取表决权差异化股权结构的企业规范披露。

第三，扩大表决权差异化股权结构的披露范围。鉴于表决权差异化股权结构更容易造成投资者利益损害的情况，有必要要求披露义务人详尽披露表决权差异化股权结构的相关信息，包括但不限于股权结构详细情况及必要性说明、特别表决权风险及对中小投资者的影响、是否有规定日落条款等。

第四，增加投资者保护信息披露内容。科创板采取表决权差异化股权结构的企业在IPO阶段，对于“投资者保护”的内容披露显然过少，当发生特别表决权人滥用表决权行为时，无法有效保

（51）北京证监局课题组：《科创板企业估值方法分析报告》，载《财务与会计》2020年第8期，第37-38页；张陆洋、钱瑞梅：《关于科创企业估值难点的思考》，载《安徽师范大学学报（人文社会科学版）》2019年第4期，第109-110页。

（52）李东方、李耕坤：《公司上市中的差异表决权规则及法律完善——以证券交易所竞争为视角》，载《山东大学学报（哲学社会科学版）》2023年第3期，第178页。

障中小投资者的投资利益。因此，有必要加强表决权差异化股权结构下投资者保护内容的信息披露，使投资者充分知悉表决权差异化结构下的投资风险与救济渠道，以决定是否进行投资判断。

第五，提高表决权差异化信息披露违法违规的惩罚力度。强化立体化追责，严厉打击信息披露违法行为，加大对信息披露违法行为的打击力度，是证监会保障信息披露制度健康有序运行的关键之一。⁽⁵³⁾ 上交所虽然也增加了针对科创板表决权差异化披露的违规进行处罚的规定，但是惩罚力度仅为纪律处分，并不足够。美国通过相关法律严格监管上市公司的信息披露，规定了更为严格的上市公司信息披露义务，并严厉惩罚上市公司的披露违规行为，进而充分保护投资者的合法权益。⁽⁵⁴⁾ 因此，有必要提高对表决权差异化信息披露违法违规的惩罚力度，通过制止或减少表决权差异化信息披露违法违规现象，保护处于相对弱势的投资者的合法权益。

（四）强化风险因素的信息披露

对于风险信息的披露，是以投资者需求为导向的信息披露制度的重要体现。鉴于科创板企业具有较高的投资风险，风险信息成为科创板企业证券发行阶段的重要披露内容。有实证研究发现，科创板企业的招股说明书风险信息披露的数量、质量与 IPO 破发均呈负相关，风险信息披露篇幅越长，破发概率越低；特质性风险信息披露越多，破发概率越低。⁽⁵⁵⁾ 因此，有必要强化企业风险因素的信息披露。

第一，明确风险信息的分类。虽然我国证监会对于招股说明书风险信息的分类有明确规定，但这种分类较为笼统，科创板并没有针对不同行业领域的特点进行针对性分类。因此，有必要根据科创板企业的行业属性特点进行风险分类，明确不同领域的风险信息类型，提高风险信息披露的全面性。

第二，增加风险信息的披露“厚度”。科创板企业的招股说明书在风险信息披露中普遍存在信息过少的现状，前述 100 份样本的风险信息披露篇幅平均为 8.2 页，占披露文本篇幅比重仅为 2% 左右，而 Facebook 招股说明书风险信息披露的页面为 22 页，占披露文本篇幅比重为 14.7%。科创板企业对于风险内容的披露，大多点到即止，并不展开阐述，投资者无法很好地把握风险程度。因此，应当要求企业对风险信息进行充分披露，详细披露风险信息的提出依据和预测后果。

第三，对通用型风险信息加以规范化和标准化安排。目前，科创板企业风险信息披露模板化和共性化严重，特异性风险披露缺乏。鉴于此，应当将发行失败、现金流短缺等共性化风险进行标准化和规范化处理，要求企业着重披露个性化和特异化风险，有效提高风险信息的披露质量，对投资者真正起到警示作用。

〔53〕 证监会：《证监会依法从严打击欺诈发行、财务造假等信息披露违法行为》，中国证券监督管理委员会官网，<http://www.csrc.gov.cn/csrc/c100028/c7461590/content.shtml>，2024 年 3 月 16 日访问。

〔54〕 程即正：《我国引入双层股权结构的挑战与对策研究——以公司治理为视角》，载《南方金融》2020 年第 10 期，第 57 页。

〔55〕 何熙琼、顾湘、刘昊：《注册制背景下风险信息披露对新股破发的影响研究》，载《南开管理评论》2023 年第 3 期，第 86 页。

四、结语

作为资本市场供给侧结构性改革的重要突破口的注册制科创板，信息披露制度的完善与否是其成败的关键。与核准制下的信息披露制度相比，无论是其信息披露理念和基本原则，还是其具体的制度设计，都需要针对注册制下科创板的特殊性予以专门构建。故而，应当构建以投资者需求为导向并以科创板的特殊属性为重点的信息披露制度，强化科创属性信息、预计市值信息、表决权差异化信息、风险因素信息的披露指引规范。当然，如要使注册制下科创板信息披露的及时、公平、真实、准确、完整得到真正落实，仍须辅以强监管制度、投资者分层分类保护机制等保障制度。

Innovation of the Information Disclosure System for the Issuing-Listing of the Sci-Tech Innovation Board Under the Registration System

YUAN Bihua CHEN Huazhao

Abstract: The issuance and listing of the Sci-Tech Innovation Board under the registration system necessitate an information disclosure framework that primarily focuses on disclosing the scientific and technological innovation attributes as well as listing conditions of enterprises on the board, in order to truly reveal their authenticity. However, China's current information disclosure system for the Sci-Tech Innovation Board fails to adequately meet investors' information needs, and does not fully integrate the unique characteristics of the Sci-Tech Innovation Board for comprehensive disclosure. Deficiencies exist particularly in disclosing scientific and technological innovation attributes, estimated market value, special voting rights, risk factors, and other aspects. Therefore, it is imperative to establish corresponding norms for information disclosure tailored specifically to address these particularities of the Sci-Tech Innovation Board that requires full disclosure of scientific and technological innovation attributes, estimated market value, special voting rights, and risk factors.

Keywords: Sci-Tech Innovation Board; Information Disclosure; Registration System; Investor Demand Orientation; Issuance and Listing

（责任编辑：王乐兵 汪友年）