

注册制连续三年获政府工作报告点题 “中国方案”牵引资本市场步入新阶段

时间：2021-03-06

来源：证券日报

在资本市场生态体系的深化改革中，注册制当之无愧是“关键点”所在。

2021年3月5日，国务院总理李克强作政府工作报告（以下简称报告），涉及资本市场的工作部署主要包括，“稳步推进注册制改革，完善常态化退市机制，加强债券市场建设，更好发挥多层次资本市场作用，拓展市场主体融资渠道”。此前的2019年政府工作报告，首次提出“设立科创板并试点注册制”；2020年政府工作报告对注册制的表述，聚焦于“改革创业板并试点注册制，发展多层次资本市场”。

回顾注册制近三年来在政府工作报告中的表述可以发现，伴随着注册制从试点到实施再到扩围，对于资本市场改革的意义已经不限于股票发行制度改革本身，而是成为资本市场改革全局的重要着力点。注册制的分步走，既充分尊重资本市场现实情况，又稳步推进资本市场改革的深化，可谓是适应中国国情和发展阶段的“中国方案”。注册制改革能够连通审核、发行、估值、市场优胜劣汰、投资者适当性管理和权益保护等多个环节，形成“注册制+N”的协同效果。

全国政协委员、申万宏源证券研究所首席经济学家杨成长接受《证券日报》记者采访时表示，注册制只是一种载体，资本市场进行注册制改革，主要也是实现四个目标：一是扩大资本市场服务企业，尤其是中小微企业的覆盖面，优化市场入口，让大量优质企业能够借助资本市场发展壮大。二是完善多层次资本市场体系，能够让不同类型的企业，自主选择合适的上市板块，并把握上市节奏。三是通过注册制改革，将股票定价权交给投资者，尤其是机构投资者，逐步实现市场化发行。四是形成具有差异性的市场。虽然科创板、创业板都实行注册制，但是在战略定位、上市条件、交易制度、监管方式和退市方面，存在一定的差别，这些差别保证了不同类型、不同行业的企业，可以寻找适合的市场。

注册制领衔资本市场直接融资“质”“量”双升

从 2018 年 11 月 5 日，习近平总书记在首届中国国际进口博览会开幕式上宣布设立科创板并试点注册制的重大决策，到 2019 年 7 月 22 日首批科创板公司上市交易，再到 2020 年 8 月 24 日创业板改革并试点注册制落地实施。两年多来，注册制改革从科创板到创业板、从“增量”改革深化到“存量”改革，各领域各环节改革有序展开，资本市场正在发生深刻的结构性变化。

“注册制改革是资本市场改革的‘牛鼻子’工程，也是提高直接融资比重的核心举措。”去年 12 月份，证监会主席易会满在《提高直接融资比重》一文中表示。

科创板和创业板的注册制改革，为众多科创企业注入“流动性”，激发了企业的发展潜能。《证券日报》记者据 Wind 资讯统计，截至 3 月 4 日，自 2019 年 7 月 22 日首批企业上市以来，科创板上市公司累计达 234 家，IPO 募资 3267.29 亿元，自 2020 年 8 月 24 日以来，注册制下创业板上市公司达 87 家，IPO 募资合计 783.26 亿元。注册制下，IPO 募资规模合计达 4050.55 亿元。

除了 A 股市场，自 2020 年 3 月 1 日，公开发行公司债亦实施注册制。《证券日报》记者据沪深交易所数据统计，截至今年 3 月 4 日，自去年 3 月 1 日以来，沪深交易所公开发行公司债注册生效共 644 只，其中上交所公开发行公司债注册生效的有 485 只，深交所公开发行公司债注册生效的有 159 只。

“公开发行公司债注册制实施一年以来，整体运行良好。”川财证券首席经济学家、研究所所长陈雳对《证券日报》记者表示，随着公司债注册制的落地，去年交易所公司债券发行数量和发行规模同比大幅增长。

值得一提的是，据央行数据统计，截至今年 1 月底，直接融资存量达 82.47 万亿元，占社会融资规模存量 28.46%，较 2020 年 1 月底提升 1.2 个百分点。

这个看似仅仅略高于“1 个百分点”的进步，其实意义重大。正如此前易会满所言，“‘十四五’时期是我国开启全面建设社会主义现代化国家新征程的第一个五年。提高直接融资比重，对于深化金融供给侧结构性改革，加快构建新发展格局，实现更高质量、更有效率、更加公平、更可持续、更为安全的发展，具有十分重要意义。”更何况，这 1.2 个百分点的提升，是在逾 289 万亿元的存量规模基础上实现的。

注册制改革不仅提升了资本市场直接融资规模，更提升了直接融资效率。近日，证监会新闻发言人表示，注册制改革后，证监会着力提高审核透明度和效率，目前科创板、创业板审核注册平均周期已经大幅缩减到 5 个多月。

中信证券研究所副所长、首席 FICC 分析师明明对《证券日报》记者表示，注册制改革助力直接融资比重提升，最主要体现在可以缩短上市审核流程，提升发行效率，有助于企业更快地进入证券市场获得直接融资；其次，注册制下，通过要求证券发行人真实、准确、完整地披露公司信息，使投资者可以获得必要的信息，将选择权交给市场，资源配置效率大幅提升。此外，注册制下的发行条件为未盈利企业预留上市空间，也有助于发挥资本市场服务实体经济的作用。

注册制为科技创新企业提供腾飞源动力

当前，我国经济转向高质量发展阶段。报告提出，“依靠创新推动实体经济高质量发展，培育壮大新动能。促进科技创新与实体经济深度融合，更好发挥创新驱动发展作用”。肩负枢纽功能的资本市场无疑有能力为科技的腾飞提供源动力。

随着设立科创板并试点注册制、创业板改革并试点注册制相继落地，资本市场为科技创新企业提供了更全面、更精准的投融资服务，推动其成长壮大。

“科创板、创业板同时实施注册制改革，标志着我国资本市场注册制试点正全面铺开，资本市场对实体经济的服务能力将进一步提高。”中山证券首席经济学家李湛在接受《证券日报》记者采访时表示。

据《证券日报》记者根据沪深交易所数据统计，截至今年 3 月 4 日，科创板上市公司总市值为 3.35 万亿元；注册制下创业板上市公司总市值为 1.18 万亿元。综合来看，注册制下已上市公司，合计总市值为 4.53 万亿元，占同期 A 股总市值的 5.65%。可以看出，资本市场中要素资源正向科技创新领域集聚。

南开大学金融发展研究院院长田利辉对《证券日报》记者表示，这反映出我国金融供给侧结构性改革进一步取得成效，创新驱动发展的国家战略正在得到落实。

从定位来看，注册制下，科创板与创业板服务的企业类型有所区分。科创板主要服务于“硬科技”企业；而进行注册制改革后的创业板，定位于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。

“科创板、创业板功能定位各有侧重，逐步通过错位发展，推进多层次资本市场体系建设。当前科创板已经颇具规模，创业板稳步发展，成效斐然。硬核科技企业和创新创业企业有序上市，市场供给不断加大，股权融资获得更多的源头活水。”田利辉如是说。

在科创板、创业板注册制下，资本有效引领并推动其它生产要素向半导体、计算机、电子等新技术领域转移和集聚。以半导体行业发展为例，沪硅产业作为半导体的龙头企业，在科创板上市近一年的时间，总市值较挂牌首日增长约 170%。该公司相关负责人对《证券日报》记者表示：“设立科创板并试点注册制展现了资本市场的高效率和创新性，给予沪硅产业这类半导体重资产企业进入资本市场的机会。在科创板上市后，公司借助资本市场站上了更高的平台，获得更多融资，进而扩大了公司产能，增强了技术开发能力，同时也提升了产品核心竞争力，公司的持续盈利能力和整体竞争力有了明显提升。”

值得关注的是，2月3日，《普华永道中国独角兽 CEO 调研 2020》发布显示，由于科创板和创业板注册制改革提速，并考虑到海外上市政策的一些不确定影响，计划在中国境内上市的独角兽企业占比从 2019 年 43% 上升至 2020 年 59%。

李湛表示，中国资本市场正在加快改革以适应经济结构转型升级的需求，随着注册制将在全资本市场推广，对于满足上市条件的公司而言，注册制的推出有利于降低公司上市的准入门槛，同时，注册制的推出会加大上市公司的供给，壳价值降低，遏制投资者炒作垃圾股的行为，有利于价值回归。

谈及科创板、创业板的注册制改革如何进一步深化时，全国政协委员、中泰证券董事、中泰金融国际董事长冯艺东在接受《证券日报》记者采访时表示，要对科创板上市企业的科创属性把好关，防止个别披着科创属性外衣或者并无创新创业内涵的企业注册上市滥竽充数，造成具有真正科创属性的企业产生“浮躁情绪”，遏制造假、欺诈发行等违法违规行为的产生。由于尚未盈利的企业可以在科创板上市，具有一定的风险性，若没有对投资者进行充分风险警示，还可能损害投资者的投资信心，影响资本市场的健康发展，因此也必须充分重视。

田利辉表示，科创板、创业板的注册制改革，应该进一步提升公司治理。我国证券市场的长足健康发展需要不断提升上市公司质量，为投资者提供合理的回报。同时，科创板并试点注册制、创业板改革并试点注册制应该进一步便捷再融资和并购。上市不是企业发展的终结，而应该成为腾飞的起点。

注册制改革“稳”字当头全市场推进条件逐渐成熟

“稳步推进注册制改革”是报告在提到资本市场内容时的第一要点，对比去年政府工作报告中的表述可以看出，今年注册制改革的关键词以“稳”为主，“稳”中有“进”是主旋律。

中原证券首席经济学家邓淑斌接受《证券日报》记者采访时表示，围绕新证券法的落实和投资者合法权益保护，一系列推进板块改革、基础制度改革和证监会自身改革的举措落地实施，为稳步推进全市场注册制改革积极创造条件。

“注册制改革关乎资本市场发展全局，意义重大。经过科创板、创业板两个板块的试点，全市场推行注册制的条件逐步具备。”2020年10月份，易会满受国务院委托向全国人民代表大会常务委员会报告股票发行注册制改革有关工作情况时表示。

1月28日，2021年证监会系统工作会议提出，坚持尊重注册制基本内涵、借鉴国际最佳实践、体现中国特色和发展阶段三原则，做好注册制试点总结评估和改进优化，加快推进配套制度规则完善、强化中介机构责任等工作，为稳步推进全市场注册制改革积极创造条件。

“当前在全市场推进注册制的时机和条件已基本成熟。”国信证券高级研究员张立超接受《证券日报》记者采访时表示，张立超认为，全面实施注册制需要健全的法律法规制度、合理的投资者结构、完善的退市制度。资本市场关键制度创新持续深化，基础制度短板正逐步被补齐，中长期资金加快入市，投资者结构不断优化，上市公司治理结构明显改善，金融对外开放进一步扩大，金融科技发展日新月异，这些都为全市场推进注册制提供了良好的时机和条件。

杨成长也认为，近两年，科创板、创业板注册制改革积累了丰富的经验，在发行、上市、交易、监管、退市等环节，进行了大量探索，成效非常明显。可以看到，“十三五”期间，证券市场服务实体经济的力度大幅上升，证券市场的机构投资者数量也有显著增长，市场总体保持了平稳运行。监管层也建立了以信息披露为核心的市场监管制度。所以，目前资本市场已经具备了全市场注册制改革的基础。

同时，杨成长提示，注册制改革还有许多需要完善的地方，如发行定价、创新型企业的估值、退市制度等。未来，注册制改革应该在科创板和创业板实践基础上，总结经验，完善制度，逐步推进。

“目前各方市场主体正在慢慢适应注册制下的审核方式。”明明认为，未来，全市场注册制改革中，需要进一步探索建立更为成熟的制度环境与之配合。

易会满在谈到注册制改革面临的挑战时也表示，目前注册制改革只是有了好的开端，制度安排尚未经完整市场周期和监管闭环的检验，有些制度还需要不断磨合和优化，各

种新情况新问题可能逐步显现。解决资本市场长期积累的深层次矛盾需要综合施策，久久为功，不可能一蹴而就。

邓淑斌表示，注册制的核心是信息披露，实际上，推行以信息披露为核心的股票发行注册制，就是提高透明度和真实性，由投资者自主进行价值判断，真正把选择权交给市场。首先，发行人要敬畏法律，真实全面披露信息，不搞造假上市。其次，中介机构要珍惜自身的声誉。注册制下对中介机构提出更高要求，中介机构作为资本市场“看门人”，本质上是以自身声誉对发行人的质量进行背书。最后，投资者要理性看待注册制，注册制既不是洪水猛兽，也不是灵丹妙药。投资者需要提升专业能力，识别机遇与风险。

注册制演绎多层次资本市场发展“协奏曲”

今年2月26日，全国股转公司发布转板上市监管指引，沪深交易所分别发布精选层转科创板、创业板的转板上市办法，新三板精选层转板上市制度正式落地，而在去年设立的新三板精选层，其挂牌规则基本比照科创板、创业板注册制。

上交所表示，畅通转板机制，形成错位发展、功能互补、有机联系的多层次市场体系，是贯彻党中央、国务院关于“十四五”时期资本市场高质量发展重要部署的具体举措之一，对提高直接融资比重，支持优质中小企业成长具有重要意义。

此外，近日，全国股转公司总经理隋强表示，加大新三板与区域股权市场对接力度，试点四板“转板”新三板机制。新三板在多层次资本市场的承上启下作用将进一步凸显。

“多层次资本市场的价值所在，就是满足不同发展阶段的企业获得差异化、便利化的投融资服务，企业能够根据自身特点和需求自主选择，并从中享受直接融资的便利。”明明表示，科创板、创业板通过股票发行注册制优化企业的准入条件，大大增强市场包容性。新三板精选层转板上市，从实施注册制的科创板、创业板开始试点。此外，注册制改革也将扩展到整个市场。全面推行注册制，通过改革打通多层次资本市场之间的融合发展，可以吸引优质企业扎根并提高A股市场质量，增强直接融资包容性，投资者也有机会分享优质企业带来的发展红利。

目前，我国资本市场体系已包括主板（含中小板）、创业板、科创板、新三板和区域性股权交易市场等，各板块定位不同、分工不同，给予不同发展阶段企业不同的资本市场平台支持。

易会满表示，发展直接融资是资本市场的重要使命。“十四五”时期，我国将加快构建以国内大循环为主体、国内国际双循环相互促进的新发展格局，这为提高直接融资比重提供了宝贵的战略机遇。

全国政协委员、证监会原主席肖钢接受《证券日报》记者采访时表示，提高直接融资比重是一个涉及面广的系统工程，要做的事情很多，需要久久为功。当前重点应当是加快建设多层次资本市场体系，坚守科创板定位，突出创业板特色，深化新三板改革，发展私募股权基金，推进债券市场改革开放，拓宽资产证券化业务，规范衍生品市场和场外市场，增强资本市场的包容性、适应性。丰富投资品种，以满足不同类型、不同阶段的实体企业差异化需求。

在助力直接融资比重提升的过程中，明明认为，还有两方面问题需要注意，一方面，我国间接融资长期居于主导地位，发展惯性和服务黏性强。基于我国投资者与企业的可能存在的固有保守观念，依然会倾向于以间接融资满足资金需求，不利于提升直接融资比例，为此需要积极宣传直接投资，借助政策引导企业进入股票、债券等市场，强化股票市场监管，给投资者和融资者信心。另一方面，不能简单追求提高直接融资规模，而应该注重质量与规模增长趋势一致。提升规模确实是必不可少的，但“有质量的增长”更是资本市场的发展内涵。这就要求产业结构优化升级、退市机制常态化、提高上市公司质量等，让规模增长与质量提升形成良性互动，才能实现“提高直接融资比重”价值的最大化。