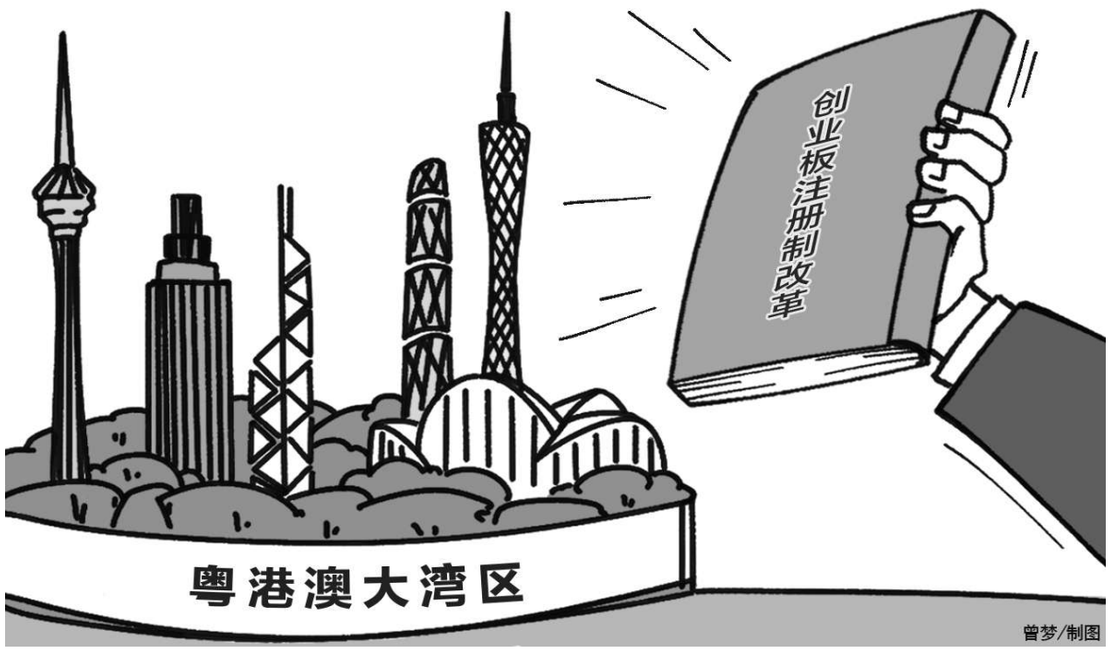
创业板试点注册制 助“最优载体”领衔粤港澳大湾区发展

本报记者 杜雨萌

创业板改革并试点注册制，不仅意味着资本市场“存量”领域改革的深度探索，亦为粤港澳大湾区、深圳先行示范区的各类高科技企业带来更多发展机遇。

国信证券高级研究员张立超在接受《证券日报》记者采访时表示，从改革意义上看，我国多层次资本市场的总体目标是建立和完善独立运作、层次清晰、协调互动和交易活跃的多层次市场经济体系。随着此次创业板改革并试点注册制，预计也将起到一定程度的示范引领作用，即未来在中小板和主板层面分阶段、分步骤的推进注册制改革，由此，进一步提升资本市场服务实体经济尤其是区域经济的能力和效率，增强企业应对风险挑战的能力。



曾梦/制图

使命升级 瞄向区域创新支持

自2009年成立之时，创业板就被誉为创新之板、成长之板。截至目前，818家的上市企业数量，昭示了创业板在过往10余年间在推动产业转型升级、促进创新型企业发展等方面所取得的斐然成绩。如今，随着注册制改革的正式落地，“支持深圳建设中国特色社会主义先行示范区、助推粤港澳大湾区建设”或许也在某种程度上成为创业板“升级”后的新使命。

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，改革后的创业板定位是深入贯彻创新驱动发展战略，适应发展更多依靠创新、创造、创意的大趋势，主要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，而深圳在粤港澳大湾区建设中的定位也是“具有全球影响力的国际科技创新中心”。这意味着创业板试点注册制后，处于成长期的深圳高新技术企业将迎来更加便利的直接融资途径。

“不仅如此，得益于此次创业板改革在出资链条——募、投、管、退中进一步畅通‘退’的环节，在退出渠道更有保障的前提下，也将刺激粤港澳大湾区的创投组织加大力度投资早中期高新技术企业。”李湛如是说。

事实上，如果从更加聚焦的区域角度来看，无论是粤港澳大湾区的发展规划，还是支持深圳建设中国特色社会主义先行示范区的战略定位，“创新驱动”都是其中最为关键的一项内容，当然，这也映射出了包括深圳在内的粤港澳大湾区将以企业作为“最优载体”，以科技创新的方式引领中国经济高质量发展的建设方向。

中国企业联合会研究部研究员刘兴国在接受《证券日报》记者采访时表示，粤港澳大湾区作为进一步深化改革开放、促进我国香港、澳门与内地融合发展的地区，显然适宜于外向型企业入驻投资发展；深圳作为国家自主创新示范区和中国特色社会主义先行示范区，其改革的重点是培育创新新动能，是创新型企业植根发展的沃土。整体上看，无论是外向型企业还是创新型企业，都属于创业板优先鼓励挂牌上市的企业。所以，随着创业板改革并试点注册制，将为粤港澳大湾区及深圳示范区企业提供更为便捷的上市融资渠道，即通过提供资金和正向激励助上述地区企业加大创新力度、激发创新活力，进而助推一个国际科技创新中心的加快建立。

规则之变 “添薪”创新动能

从此次创业板注册制改革的内容来看，可以说是资本市场“增量”与“存量”兼具的一次重大改革。

李湛表示，创业板改革并试点注册制的实施，标志着我国资本市场深改进程进入实质性提速期。对于承载着科技与传统企业链接桥梁作用的创业板而言，在注册制的核心制度安排下，其基本延续了科创板相关安排，即以信息披露为核心、精简优化发行条件、增加制度包容性、强化市场主体责任、加大对违法违规行为的处罚力度等。

比如在降低发行门槛上，完善了盈利企业上市及未盈利企业上市的标准，取消了最近一期末不存在未弥补亏损的要求等。同时还进一步明确了相关上市审核全流程以及关键节点的时限要求；再比如，在交易制度方面，创业板新股上市的前5个交易日不设涨跌幅限制，之后日股票涨跌幅限制比例由10%提高至20%，但相应的，创业板投资的准入门槛亦同步提高；不仅如此，此次创业板改革还通过对“存量”市场的再融资、并购重组及退市制度改革，持续优化创业板的供给结构。

从A股市场生态优化方面来看，张立超认为，此次创业板改革预计会吸引更多公司赴创业板上市，进而挤出场内壳资源的水分，使得企业能更加专注主业和高质量发展，最终持续优化资本市场的投资生态和融资效率，为我国经济的增速换挡与结构调整提供最强劲的资本市场动力。

值得关注的是，对于现阶段立于“创新”之上的粤港澳大湾区及深圳先行示范区来说，张立超表示，此次创业板在发行上市、再融资和并购重组等制度上的完善，将显著激发上述地区企业的创新活力并带来辐射效应，增强金融服务实体经济的能力，并最终实现与国际金融体系的接轨，为创新创业企业提供资金支持，进而打造“创新高地”，吸引国内外企业在粤港澳地区融资发展。此外，这也将为5G通信、人工智能、网络空间科学与技术、生命信息与生物医药、通信高端器件、高性能医疗器械等产业的健康、快速、可持续发展注入新动力。

刑法修正案草案加大欺诈发行等刑罚 与新证券法实现同频共振

本报记者 吴晓璐

6月28日，刑法修正案（十一）草案（简称“草案”）提交全国人大常委会会议审议。在完善破坏金融秩序犯罪规定方面，草案加大对非法集资、资本市场重大违规、非法金融活动等金融犯罪惩治，提高欺诈发行股票、债券罪和违规披露、不披露重要信息罪的刑罚，明确控股股东、实际控制人的刑事责任，提高资本市场违法违规成本。

自今年3月1日新证券法实施以来，市场上关于推动刑法修订的声音不绝于耳。新证券法大幅提升了资本市场违法违规行为的处罚力度，此次刑法修正案（十一）草案，也被市场人士认为是与新证券法的同频共振。

中国人民大学法学院教授刘俊海对《证券日报》记者表示，从法理上来讲，刑事责任是最严格的法律责任。草案提高资本市场违法犯罪成本，既实现了民事责任、行政责任、刑事责任、信用责任四大法律责任之间的有机协调和无缝对接，也实现证券法与刑法之间的同频共振。对于资本市场来说，释放了一个长期利好消息。

扩大判刑范围 加重刑事责任

对于欺诈发行，监管从不手软。近年来，证监会先后查处了万福生科、新大地、天能科技、金亚科技、五洋建设欺诈发行案，涉及刑事犯罪的，也被证监会移送公安机关，追究刑事责任。

新证券法实施以来，尚未有适用新证券法的案件，但是，证监会按照新证券法的精神，以从严从重的理念，对康美药业、獐子岛等信披违规案件作出行政处罚和市场禁入决定。

新证券法大幅提高了欺诈发行等违法行为的行政处罚力度，如对欺诈发行人最高可处以2000万元的罚款，直接负责的主管人员最高可处以1000万元的罚款。同时，新证券法亦完善了证券违法的民事赔偿制度，确立了“责令回购”、“先行赔付”以及证券集体诉讼制度等。

“然而，相较于行政处罚和民事赔偿而言，针对欺诈发行人、信息披露义务人违法违规行为的刑事规制，尚停留于新证券法全面推行注册制之前。”国浩律师（上海）事务所律师朱奕奕对《证券日报》记者表示。

刘俊海亦表示，现行的刑法是基于1998年的证券法制定的，刑罚也比较轻。此次草案可以实现证券法和刑法同频共振、无缝对接，避免行政处罚过重，而刑事责任依然偏轻的不正常现象。

德恒（上海）律师事务所合伙人陈波对《证券日报》记者表示，从目前了解的情况来看，草案应该有两个变化，一是判刑的范围，明确把控股股东、实际控制人纳入，二是加重了刑事责任。现行的刑法对欺诈发行股票、债券罪的刑期是5年以下，违规披露、不披露重要信息罪的刑期是3年以下。

“我国目前的刑法中针对欺诈发行的最高刑期为5年，违规披露、不披露重要信息罪的最高刑期为3年，内幕交易的最高刑期为10年。在全面实行注册制的背景下，对于资本市场相关违法违规行为的配套刑事规制力度也应同步提升，以保障注册制改革的顺利推行。”朱奕奕如是说。

继续加大工作力度 推动刑法修订

近日，证监会主席易会满在接受采访时表示，继续加大工作力度，推动刑法修订，大幅提高证券期货犯罪的刑期上限和罚金标准，让违法犯罪者承担应有的责任。

朱奕奕表示，欺诈发行股票、债券、违规披露或者不披露重要信息等行为，不仅会扰乱资本市场的稳定与秩序，还会极大地危害投资者的权益，影响投资者对市场的信心与信任。为了与证券市场全面推行以信息披露为核心的注册制改革相适应，此次草案在既有刑法规制的基础上，进一步提升了针对资本市场重大违规的处罚力度，提高了资本市场的违法违规成本，违法违规的行为人不仅仅将面临更高的行政罚款和针对投资者的民事赔偿，还将面临更为严格的刑事制裁。

刘俊海表示，资本市场在创新的时候必须要讲诚信，在发展的时候必须要强调法治，在强调快捷的时候，也必须更加强调安全。对安全、诚信、法治的价值追求，要求把保护广大投资者的财产权利，提振广大投资者的投资信心，维护资本市场的公开、公平、公正放在前面。所以刑法与时俱进，有助于释放一个长期的利好消息，投资者可以放心大胆来投资。

“另外，对于上市公司、证券服务机构，包括保荐人、会计事务所、律师事务所、资产评估机构而言，都要慎独自律，择善而从。”刘俊海如是说。

年内险企罚金已超亿元 监管喊话“了解你的合作方”

本报记者 冷翠华

据《证券日报》记者不完全统计，截至目前，年内保险业面临的行政处罚金额已超亿元，较去年同期明显增长。

中国社会科学院保险与经济发展研究中心副主任、秘书长王向楠在接受《证券日报》记者采访时表示，罚单金额上升一方面说明保险经营中积累的不规范问题较多，销售竞争和新营销模式催生出了新问题；另一方面，监管层全面强化对各保险业务环节和各类中介的检查，违法违规处罚金额相应提高。

此外，银保监会于近日发布《中国银保监会行政处罚办法》（以下简称《办法》），将从8月1日起施行。严监管环境下，险企更需要增强合法合规意识，为业务可持续发展创造良好环境。

半年罚金超亿元

今年以来截至目前，保险行业面临的行政处罚罚金已经超过1亿元。其中，一季度罚金总额约为7000万元，二季度罚金总额虽然环比有所减少，但部分地方集中开出了一些大额罚单，案例也较为典型。

具体来看，二季度的保险业罚单皆由银保监局和银保监局分局开出。其中，广东银保监局连续开出10张罚单，针对相关机构及其主要负责人的罚金总额超过800万元。

中央财经大学保险学院教授郝演苏对《证券日报》记者表示，无论市场经营环境如何，企业经营首先应该做到合法合规，监管部门处罚力度大也说明了其规范市场发展的决心。当然，从市场整体情况来看，受处罚的公司毕竟是少数，企业受到处罚必须从自身经营管理入手分析原因，解决问题，提升公司治理水平。

从险企被处罚的原因来看，不少都是长期存在的老问题。例如，财险业虚构业务、编制虚假材料并套取费用、给予投保人合同之外的利益等。对此，王向楠认为，老问题之所以长期存在，一部分原因是因为市场竞争激烈，违规能带来超额收益，另外，险企的分支机构、从业人员和合作机构不断增加，一些老问题的责任人是新主体。

而根据银保监会新近发布的《办法》，对当事人有几种情形之一的，将依法从重处罚，其中，第一种情形即为屡查屡犯。这就要求保险机构必须知错就改，否则重犯老问题或将被罚得更重。

此外，《办法》提及，对当事人不配合监管执法的，将依法从重处罚。《证券日报》记者梳理今年上半年的行政处罚案例发现，其中有多起阻碍监管机构依法检查的案例。

具体来看，国任财险通辽中心支公司因妨碍依法监督检查被罚款20万元；人保财险遵化支公司因妨碍依法监督检查以及编制虚假资料，被罚款90万元，同时，该支公司经理任职资格被撤销；厦门天地泰保险代理公司、厦门惠晟保险代理公司，以及厦门市天地安保险代理有限公司，皆因编制和提供虚假报告报表、妨碍依法监督检查，被责令停止接受全部新业务3年。

《保险法》第一百七十条规定，编制或者提供虚假的报告、报表、文件、资料的；拒绝或者妨碍依法监督检查的；未按照规定使用经批准或者备案的保险条款、保险费率的，由保险监督管理机构责令改正，处10万元以上50万元以下的罚款；情节严重的，可以限制其业务范围、责令停止接受新业务或者吊销业务许可证。

此外，上半年还有部分险企因拒不履行赔偿义务而受到处罚。记者注意到，有两家财险公司的分支机构分别因此被罚款12万元和26万元。对此，有业内人士向《证券日报》记者表示，这种情况一般是在处理保险投诉的过程中，保险监管机构判定保险机构应当赔付而其没有赔付，最后险企既要认罚还要认赔。该人士提醒，险企需要按照合同开展商业行为，既要防止保险欺诈，对于应当赔付的也要做到应赔尽赔，发挥保险的保障作用。

监管强调险企责任

值得注意的是，随着营销模式以及保险销售环境等多方面因素的变化，保险公司的合作机构数量、合作模式也更多。在此过程中，出现了不少违法违规现象。上半年，多家保险机构因为委托无保险代理资质机构从事保险销售活动而受到处罚。

例如，太保财险哈尔滨中心支公司、国寿财险哈尔滨中心支公司、平安财险哈尔滨中心支公司、人保财险丰南支公司等险企，在今年上半年皆有委托未取得合法资格的机构从事保险销售活动的行为。同时，太平财险惠州中心支公司因未依法履行对保险代理人的管理义务被处罚。

而随着短视频、直播带货等互联网销售新模式的兴起，不少保险公司、保险销售机构、互联网平台以及保险营销员等开始尝鲜这一新模式，其中的风险隐患引起了监管机构的重视。

对此，北京银保监局近日发布提示称，合规风险隐患需要重视，特别是存在有的机构混淆线上线下保险业务进行监管套利，有的保险短视频、直播主体不具有合法资质，有的保险短视频、直播内容存在误导宣传等诸多问题。

北京银保监局要求，保险机构应当充分“了解你的合作方”，不得委托未取得合法资格的机构从事保险销售活动，不得以信息技术费用、推广费用、咨询费用等名义变相支付保险销售佣金。

业内人士表示，持牌经营是经营保险业务的底线。2019年4月份，银保监会发布的《关于印发2019年保险中介市场乱象整治工作的通知》，明确要求禁止第三方平台非法从事保险中介业务。我国保险中介市场机构体系规模庞大，针对该市场的监管从未停歇。目前，监管机构进一步强调险企的责任，要求保险公司建立权责明晰的中介渠道业务管理制度体系，“了解你的合作方”，就是要从源头上堵住违法违规现象。

聚光灯下

嗨皮网络毛利率逐年缩水 在短视频巨头夹缝中求生

本报记者 谢若琳

6月25日，短视频营销方案服务商NET-JOY（下称：嗨皮网络）申请在港交所主板上市。招股书显示，嗨皮网络为大数据短视频营销解决方案供应商及集中于泛娱乐的线上内容服务供应商。

公司主要通过抖音、抖音火山版、西瓜视频及快手等中国顶级网络平台提供线上营销解决方案。根据艾瑞咨询，按短视频广告的用户流量消耗量计算，嗨皮网络为2019年中国第三大营销解决方案提供商，市场份额为3.6%。

艾媒咨询集团创始人兼CEO张毅在接受《证券日报》记者采访时表示，嗨皮网络的商业模式并不新鲜，就是传统电商代运营企业的新包装。主要模式是购买短视频网站的广告位置，代理商品方的产品，在短视频平台进行销售。“在国内有大量同质化的企业，而且由于短视频平台非常强势，基本需要预付款，这类企业的采购成本极高，财务数据比较复杂，负债非常高，毛利率非常低。盘子越大，其资金链压力就越大，抗风险能力越弱。”张毅表示。

重度依赖网游广告主

随着短视频行业的爆发，嗨皮网络的收入也迅速攀升。

2017年至2019年，公司分别实现收入2.35亿元、11.86亿元、23.13亿元，增速可谓迅猛。公司主营业务分为两大板块，一是通过向广告主提供线上营销解决方案，二是向广告主提供花边平台上的广告版面。

从收入构成来看，线上营销解决方案是公司的收入支柱，2017年至2019年，该板块分别实现收入1.66亿元、11.21亿元、22.82亿元，占公司总收入的比重分别为70.4%、94.5%、98.7%。

关于线上营销收入模式，嗨皮网络表示，公司与广告客户订立年度框架协议，主要采用oCPM、oCPC及CPC组合方式计费。

一位专注TMT的券商行业分析师告诉《证券日报》记者，CPC是单次点击成本，即广告被点击一次所需要的费用；oCPC是以目标转化为优化方式的点击出价，即广告转化一次所需要的费用；oCPM是按照广告千次曝光来进行计费的。“CPC是广告的基础计价模式，现在oCPM和oCPC是主流模式，能更精准的提高广告转化率，降低广告转化成本。”

公司的广告主数量以及广告主投放额度持续增长。招股书显示，2017年嗨皮网络直接广告主数量约558名，2019年这一数字增长至约669名，复合年增长率为9.5%。2017年，每名广告主的平均支出约50万元，2019年增长至340万元，复合年增长率为160.8%。

换句话说，2019年，嗨皮网络的广告主投放总额就有22.75亿元。

按照比例来看，嗨皮网络的主要客户分布在网络游戏、金融服务及电子商务方面，其中，来自网络游戏领域的投放占比最高，2017年至2019年，网络游戏行业分别投放6485.4万元、8.11亿元、13.68亿元，在所有客户产生的收入中占比分别达39.1%、72.3%、60%。可以说，来自网络游戏领域的投放为公司的收入贡献了半壁江山。

与此同时，嗨皮网络也通过向第三方广告联盟（如搜狗）及广告主提供花边平台的广告版面产生收入，即泛娱乐服务业务。但该板块收入并不乐观，这项业务的广告客户数量也由2017年的123家减少至2019年的29家。

负债居高不下

值得注意的是，嗨皮网络高收入的背后是高昂的成本支出。招股书显示，公司成本主要来自流量获取，2017年至2019年，流量获取成本占公司总收入的比重分别为78.3%、90.4%、92.3%。

在短视频平台态度强势的背景下，嗨皮网络倚赖TD集团为其广告主提供用户流量。公司表示，“倘我们未能维持与TD集团的业务关系，公司财务情况可能就会产生重大影响。”

资料显示，TD集团包括运营头条、抖音、西瓜视频、懂车帝、穿山甲的实体。2017年至2019年，公司自TD集团的采购额占其流量总采购额的比例分别为40.5%、86.4%及88.3%。

流量成本居高不下的同时，嗨皮网络毛利率逐年走低，2017年至2019年，公司整体毛利率分别为21.1%、9.1%及6.9%。公司表示，虽然线上营销解决方案业务获取大部分收入，但毛利率较低，因而使公司整体毛利率处于较低水平。

在此背景下，2017年至2019年，嗨皮网络的净利润分别为3299.8万元、6948.3万元、7293.4万元。

在风险因素方面，嗨皮网络提到，近两年，经营活动获得的现金流为负，并可能面临流动资金紧张的风险。截至2017年底、2018年底、2019年底，公司的流动负债总额分别为6339万元、2.24亿元、3.56亿元。截至2020年4月30日，其流动负债总额为3亿元。

本版主编 姜 楠 责 编 陈 炜 制 作 王敬涛
E-mail:zmzx@zqrb.net 电话 010-83251785