

牵住注册制改革“牛鼻子” 绘出资本市场发展新蓝图

■本报记者 朱宝琛 邢萌 孟珂

十年磨一剑，出鞘必锋芒。从2013年党的十八届三中全会提出推进股票发行注册制改革，至今已有近十年。十年间，注册制改革从科创板试点注册制起步，到创业板实施“存量+增量”改革，再到北京证券交易所开市并同步试点注册制，改革蹄疾步稳，成绩斐然，推动更好发挥资本市场枢纽作用，促进资本、科技与实体经济高水平循环，加快形成推动高质量发展的新动能。

“扎实推进股票发行注册制改革。下足‘绣花’功夫，做实做细全面实行股票发行注册制的各项准备。”证监会2022年系统年中监管工作会议对下一阶段注册制改革提出了新要求，这也意味着全市场实行股票发行注册制的脚步渐行渐近。在资本市场日益成为推动实体经济转型升级和科技创新的当下，注册制改革翻开了资本市场改革发展新篇章。

立足实际 几经演变寻“最优解”

一石激起千层浪。审批制、核准制、注册制……我国资本市场股票发行制度的三次变革应势而动、顺势而为、乘势而上。“变”因“势”而起，“势”即我们发展的实际情况，每种制度的发展演变都与彼时的资本市场发展状况相适应。

我国资本市场创建初期，随着全国统一管理的股票发行审核机制正式确立，审批制应运而生，由行政机关推荐企业，再由证券监管机构对申请材料进行审批。这适应了资本市场初期制度不健全、运作不规范等实际情况。随着社会主义市场经济体制的建立，审批制越来越不适应我国国民经济发展和资本市场需要，2001年，核准制的出现向市场化迈进了一大步。监管理念由政府主导向市场主导转变，上市公司推荐权由行政机关转向具备资质的中介机构，这是市场经济发展到一定水平下的顺势而为。

申万宏源首席市场专家桂浩明对《证券日报》记者表示，“随着资本市场改革的持续深入和市场不断发展，带有较强行政管理色彩的核准制的不足随之暴露出来，逐渐不适应经济转型升级和高质量发展需要。”

风正好是扬帆时。最近十年，是核准制向注册制过渡的十年，也是我国资本市场历史上发展最快的十年。当前，我国股票发行核准制与注册制并行，稳步向全市场注册制过渡。沪深主板实行核准制，科创板、创业板、北交所相继试点注册制。

“随着资本市场逐步走向成熟，股票发行审核制度也在不断变化，符合市场发展规律。”中国上市公司协会学术顾问委员会主任委员黄运成对《证券日报》记者表示，注册制是成熟市场普遍采用的制度，也是高度市场化的制度。注册制改革是资本市场改革的核心内容，对于增强资本市场枢纽功能，打造一个规范、透明、开放、有活力、有韧性的资本市场具有重要意义。

“随着注册制改革稳步推进，信息披露的要求和重要性持续提升，市场化程度不断提高，有利于进一步借鉴国际市场实践，逐步构建形成既遵循国际惯例又具有中国特色的资本市场制度体系，以形成和维护良好的市场生态。”五矿证券资本市场部负责人吴大伟对《证券日报》记者表示。

“还权于市场，还权于投资者”理念始终贯穿于我国注册制改革之中。注册制基本特点是以信息披露为中心，通过要求股票发行人真实、准确、完整的披露公司信息，交由投资者对股票价值进行自行判断、投资决策，监管部门并不对股票价值作实质性判断。

在桂浩明看来，注册制的积极意义集中体现在三个方面：首先，充分发挥了市场在资源配置中的决定性作用，市场化程度提高；其次，坚持以信息披露为核心，理顺了政府与市场的关系，提高了上市公司质量，保护了投资者合法权益；最后，极大地提高了股票发行效率，上市条件更加宽松，由市场去选择优质企业，促进优胜劣汰，优化市场生态。

坚持稳中求进 先行先试结硕果

行而不辍，万里可期。注册制改革是资本市场“牵一发而动全身”的重大改革，必须坚持稳中求进、分步实施。

吴大伟表示，随着市场对注册制改革的认知逐渐清晰，认可度持续提高，市场各主体逐步适应，为全面推进注册制改革打下了坚实的基础。

从2013年11月召开的十八届三中全会将“推进股票发行注册制改革”写入《中共中央关于全面深化改革若干重大问题的决定》，到2018年11月5日正式提出设立科创板并试点注册制，再到2019年7月22日科创板首批企业正式上市，注册制试点正式落地。科创板“试验田”在发行、上市、交易、退市、再融资、并购重组等方面进行了一系列制度创新，形成了可复制可推广的经验，为创业板等存量市场改革提供了有益借鉴。

2020年8月24日，创业板改革并试点注册制正式落地。这是资本市场增量改革带动存量改革的探索实践，为全市场推行注册制积累经验。2021年11月15日，北交所鸣锣开市，同步试点注册制，进一步增强制度的包容性、普惠性，为打造服务创新型中小企业主阵地迈出关键一步。

先行先试的注册制试点积累了丰富的可借鉴经验，也给市场带来积极变化。

一方面，为市场注入新活力，充分发挥直接融资功能。Wind数据显示，截至2022年8月12日，注册制下共有903家公司上市，公开发行募集资金10076亿元，总市值8.90万亿元。分板块来看，448家科创板公司募资6616亿元，350家创业板公司募资3243亿元，105家北交所公司募资216亿元。

另一方面，产业集聚效应凸显，引领创新经济发展。上述903家公司中有853家为战略性新兴产业公司，占比94%；224家为“专精特新”企业，占比25%。战略性新兴产业中，新一代信息技术产业、高端装备制造产业、生物产业等三大领域公司数量居前。

“深交所启动创业板注册制改革后，企业上市效率得到极大提升，中集车辆‘回A’迎来重大战略机遇。”中集车辆首席执行官兼总裁李贵平对《证券日报》记者表示，2020年5月份，中集车辆回归创业板二次上市，成为创业板注册制下第一批提交上市申请的公司，并于次年7月8日正式登陆创业板。

对于创投机构来讲，“退出难”一直是其发展中面临的一个难题。“注册制的实施为我们畅通了退出通道，缩短了投资期限，提高了创投资金的使用效率，有利于开展新一轮资金募集，推动资本的良性循环。”中科创星联合创始人、联席CEO李浩告诉《证券日报》记者，同时，这也倒逼创投企业不断提升服务水平，拓宽资源渠道，助力产业升级。黄运成认为，总体上看，注册制改革取得了显著成效，市场交易活跃，交易规模稳步增长。

“零容忍”执法 促资本市场优胜劣汰

稳扎稳打，砥砺前行。在扎实推进注册制改革过程中，监管部门始终坚持“稳中求进”总基调，加快建立更加成熟的基础制度体系。中金公司研究部董事总经理、策略分析师李求索对《证券日报》记者表示，我国资本市场注册制改革扎实推进，与之相辅相成的是我国资本市场法治建设也步入快车道，迈上了新台阶。当前政策执法落实有力，资本市场违法违规成本大幅提高，投资者合法权益得到维护，坚实的法治体系护航注册制行稳致远。

据《证券日报》记者梳理，今年以来截至8月10日，证监会和地方证监局已经开出157张行政处罚决定书，合计罚没金额8.43亿元。从适用法律来看，87张适用新《证券法》，占比55.41%。

“严监管对我们做投资的人来说是好事，这意味着调研上市公司时得到的数据等准确度更高，对上市公司的判断会更加精准。”物力资产管理有限公司董事长兼首席投资官李晚辉表示。

李浩认为，注册制完善了信息披露制度，提

高了违法成本，通过严格的制度对信息不透明、造假欺诈等行为起到威慑作用，较差的投资项目自然会被淘汰。

注册制改革以信息披露为核心，中介机构的勤勉尽责关系着注册制改革的稳步推进。去年以来，监管部门多次强调压实中介机构责任，相关监管细则陆续完善出台，信息披露的真实性、准确性、完整性得到进一步保障。

健全退市机制是提高上市公司质量、提升资本市场治理效能、优化市场生态、保护投资者合法权益的重要保障，同时也是全面注册制平稳实施的关键。2020年12月31日，沪深交易所分别发布退市新规，被业内称为“史上最严退市新规”。

如今，A股市场常态化退市基本形成，今年强制退市公司数量创历史新高。据《证券日报》记者统计，截至8月12日，年内已退市46家上市公司，是2021年全年数量的两倍。其中，42家被强制退市，占比91%。

“注册制下，A股市场优胜劣汰会更加明显。市场化的发行、定价和淘汰机制将加大企业分化，促进优胜劣汰，提高上市公司质量，重塑资本市场生态。”招商基金首席经济学家李湛对《证券日报》记者表示。

在此背景下，如何保护投资者合法权益尤为重要。近年来，立体化投资者保护体系正加速形成。“一批大案要案的处理，特别代表人诉讼制度的实践等，表明依法从严打击证券违法活动的体制机制已经在有条不紊地运作，通过零容忍、严厉打击证券违法活动，实现资本市场高质量发展。”中航基金首席经济学家邓海清说。

包容性适应性增强 先进性不断体现

惟改革者进，惟创新者强，惟改革创新者胜。从注册制试点情况来看，市场的包容性和适应性不断增强。

以科创板为例，作为改革“试验田”，先进性已经得到体现。比如，发行上市条件由“可赚钱”转向“可发展”，综合考虑预计市值、收入、净利润、研发投入、现金流等因素，设置多套上市标准，不要求企业在上市前必须盈利，允许特殊股权结构企业、红筹企业上市。统计数据显示，截至今年6月底，已有38家未盈利企业、7家特殊股权结构企业、5家红筹企业在科创板上市。

“注册制下上市条件更加多元，增强了资本市场的包容性，放宽了企业准入，助力直接融资占比提升。”李求索表示，从金融支持实体经济的角度，对助力中国实体经济实现高质量发展、推进中国产业升级和经济结构调整、更好服务国家发展战略都具有积极意义。

同时，科创板市场流动性水平与其板块定位、投资者适当性、交易制度安排等基本适配，市场估值呈现优质溢价、龙头溢价特征，促进了市场结构和生态的深刻变化。

产业集聚和品牌效应逐步显现，在多个面向科技前沿的硬科技领域，已汇聚了一批涉及各产业链环节、多应用场景的创新企业。数据显示，截至2022年6月底，科创板集成电路领域公司数

量达61家，占A股集成电路上市公司的半壁江山。光伏、动力电池、工业机器人等产业链上下游企业也陆续登陆科创板，一批关键技术攻关者借力资本市场实现创新链、产业链、人才链、政策链、资金链的深度融合。

2022年8月12日

注册制下共有903家公司上市，公开发行募集资金10076亿元

分板块来看

448家科创板公司 募资6616亿元
350家创业板公司 募资3243亿元
105家北交所公司 募资216亿元

创业板亦是如此，服务高新技术企业、战略性新兴产业企业和成长性创新创业企业，呈现出“优创新、高成长”特点。统计显示，高新技术企业数量占比近九成，战略新兴产业企业数量占比超六成，市值占比超七成。

深交所日前表示，创业板改革并试点注册制以来，新增上市公司超过300家，一批科技创新能力强、市场认可度高的高新技术企业、战略新兴产业企业和成长性创新创业企业在创业板上市，市场参与各方获得感显著提升，改革整体效果良好，为经济高质量发展注入新动能。

注册制是全面深化资本市场改革的“牛鼻子”工程，是发展直接融资特别是股权融资的关键举措，是完善要素市场化配置体制机制的重大改革。2022年7月29日，中国证监会召开2022年系统年中监管工作会议暨巡视整改常态化长效化动员部署会议，提出扎实推进股票发行注册制改革，下足“绣花”功夫，做实做细全面实行股票发行注册制的各项准备。

邓海清认为，继续增强资本市场的包容性和适应性，将为更多高科技初创企业、“专精特新”企业提供更多上市机会，资本市场结构调整与中国产业结构调整相互促进。全面实行股票发行注册制，资本市场将为中国经济社会高质量发展发挥更大作用。

全面推进注册制改革 夯实资本市场服务实体经济发展基石

■ 择远

作为我国资本市场的一项基础性制度改革，注册制改革一直被置于“聚光灯”下。从科创板、创业板到北交所，经过试点探索，以信息披露为核心的注册制改革，成效已经显现，对实体经济特别是科技创新的服务功能显著提升。

其一，提质。注册制的本质是把选择权交给市场，由市场对公司进行挑选和淘汰。这就需要市场各方归位尽责，落实好以信息披露为核心的理念。这有助于提升企业的自主创新意识，激发创新创业活力，让市场发现更多优秀企业。

上市公司是资本市场的基石，是中国经济的支柱力量。可以预期的是，随着注册制改革扎实推进，资本市场对优质企业的吸引力越来越大，同时，一些不再符合上市要求的企业被淘汰，通过“入口关”和“出口关”齐发力，带来资本市场的高质量发展，为实体经济高质量发展提供支持。

其二，增效。最直观的体现是，注册制下，新股发行市场化程度、审核注册效率和可预期性大幅提升。

一方面，市场的包容性更强。多元化的上市标准，允许未盈利、特殊股权结构等符合相应要求的企业上市，满足了不同类型企业通过资本市场融资的需求。这是对资本市场有力支持实体经济转型升级和科技创新的最好诠释。

另一方面，上市审核注册效率提升。注册制下新股的发行审核，实现了审核标准公开、审核进程公开、审核意见公开和审核监管公开，并且在审核方面有具体的时限要求，比如，自受理发行上市申请文件之日起，交易所审核和中国证监会注册的时间总计不超过三个月。这让企业对上市有了预期，增添了信心和动力。

此外，“小额快速再融资”更是让企业感受到了注册制下市场化股权融资的高效率。较为典型的一个例子是，目前实施小额快速再融资的创业板企业中，从受理至注册生效，最快用时6个工作日。

注册制改革翻开了资本市场改革发展的新篇章，如今，下一步工作重点已经明确。随着改革不断深化，将进一步激发资本市场助力经济转型升级的效能，赋能经济高质量发展。

2013年11月份
党的十八届三中全会提出，推进股票发行注册制改革

2018年11月5日
正式提出设立科创板并试点注册制

2019年7月22日
科创板首批企业正式上市

2020年8月24日
创业板改革并试点注册制正式落地

2021年11月15日
北交所鸣锣开市，同步试点注册制