

全面注册制塑造中国股市新生态

全面注册制有八大亮点

■董少鹏

近日,党中央、国务院批准《全面实行股票发行注册制总体实施方案》,证监会已就相关制度规则向社会公开征求意见,待进一步修改完善后公布实施。这标志着注册制经过4年分步试点,走到全面实施的历史性时刻。纵观相关工作部署,有八大亮点:

一是全覆盖。即“场所全覆盖”和“股票发行行为全覆盖”。此次改革的重点是沪深交易所主板市场。改革完成后,所有全国性证券交易场所,即沪深交易所主板、上交所科创板、深交所创业板、全国股转交易系统和北交所都实施发行注册制。股票发行行为全覆盖,是指初次发行、再发行都实施注册制。

二是市场化。注册制改革的本质是把选择权交给市场,强化市场约束、法治约束和诚信约束,坚持以信息披露为核心,将企业公开发行股票的条件、合规条件全部以简明的语言公布出来。企业只要符合相关条件,就可以与中介机构一起制作发行上市文件,并提出申请。交易所审核程序也是公开透明的,审核部门的主要责任是督促发行人真实、准确、完整披露信息。一旦发行人、中介机构、投资人弄虚作假、操纵价格、愚

弄公众,将依法进行惩处。政府监管部门不再对企业的投资价值作出判断。证监会掌握的注册环节,是依据交易所的审核结果,做出注册或不注册的决定,而不对企业质量进行背书。

三是强披露。发行人是信息披露的第一责任人,中介机构是发行人信息披露的看门人。两者必须依法真实、准确、完整地披露信息。发行审核交给交易所,就是将一线监管责任和市场主体信息披露的责任进一步压实,确保信息披露有质量、见实效、可持续。交易所审核部门要综合运用多要素校验、现场督导、现场检查、投诉举报核查、监管执法等多种方式,对信息披露质量进行监督检查。要发挥会计师、律师、专业投资人等专业力量对发行人的监督职能,鼓励他们在发行上市审核环节和上市后,对上市公司开展社会性监督。同时,要完善信息披露规则,加强对特定行业和领域的信息披露规范要求,完善相关细则。

四是严监管。注册制改革的目的是在资本市场领域做到“充分发挥市场在资源配置中的决定性作用,更好发挥政府作用”。政府在市场经济中最重要的作用就是建立和维护公平公开公正的市场秩序,以有效监管引领营商环境不断优化。实行注册制后,证监会的

监管职能和监管体制面临深刻变革,工作重心转变到统筹协调市场各方合力发展、完善市场规则和政策措施、加强常态化监管和阶段性集中监督检查、综合运用行政监管和法律等手段维护市场秩序、通过规则倡导和政策传导推动市场环境更加优化上来,促进科技—资本—实体经济良性循环。在减少事前准入审核等有关工作的同时,要加强事中事后监管,提高监管的有效性、针对性、引领力,把依法查处违法犯罪行为与促进市场良性发展统一起来。

五是优结构。适应我国经济转型升级的迫切要求,股票市场结构须加快优化。近年来,设立科创板、改革完善创业板、深圳主板和中小板合并、设立北京证券交易所,都是在统筹完善多层次资本市场体系的战略考量下展开的。全面实行注册制并实施配套改革后,各市场板块错位发展、功能互补的结构布局将更优化和更完整。主板改革后,将设置多元包容的上市条件,并与科创板、创业板拉开距离。这样,不同行业、不同类型、不同成长阶段的企业都能够找到融资通道、按需上市,并接受持续监管,在竞争中优胜劣汰。

我国正处在构建现代市场经济体系进程的关键阶段,需要资本市场更好发挥激励企业正向发展

的作用。传统产业需要注入科技含量、创新发展模式,战略性新兴产业需要资本加盟、加强市场化激励。完善资本市场结构体系,提高市场化配置资源效率,有利于建设全国统一大市场,有利于加快建设现代产业体系。资本市场结构优化将有效促进国民经济结构优化。

六是补短板。全面实行注册制与完善资本市场基础制度紧密结合起来,补上制度短板和市场短板,是改革的题中应有之义。这次改革将进一步完善发行承销制度,约束非理性定价。改进交易制度,在主板市场实施新股上市前五日不设涨跌幅的措施。将优化融资融券和转融通机制,促进多空力量市场动态平衡。进一步完善退市机制,畅通多元退出渠道,促进市场优胜劣汰、提高市场效率。加快投资端改革,引入更多中长期资金。这些举措从市场全链条、各环节、全方位考虑,着力补短板、优结构,使市场运行更加畅通和高效,靠市场机制发现和化解风险,有力支持国民经济向高质量发展。

七是谋长远。企业发行上市只是第一步,持续发展和持续监管的任务更加繁重。基于我国资本市场发展尚不充分、中小投资者占比较高、诚信褒扬和惩戒机制不足的国情,要进一步加强法治建设和规则意识培养,根据市场实际情况

提高提高违法犯罪成本,提高失信成本。压实发行人和实际控制人主体责任,奖优罚劣。督促中介机构加强能力建设,打造一批有国际竞争力的大型投行、大型会计师事务所和大型律所,形成国际竞争力的市场主体生力军矩阵。

监管也要适应新的形势变化,提高监管能力和监管效能。全面实行注册制改革是重要的历史性步骤,但推进法治化、市场化、国际化建设仍任重道远,需要步步为营、夯基固本。要进一步加强理论研究和实践探索,坚持问题导向和统筹思维,不断提高上市公司整体质量,不断优化市场机制,引导更多长线资金入市。

八是讲廉政。证监会强调,在全面推行注册制改革的同时,加强自身建设,高度重视防范廉政风险。建立健全覆盖发行、上市、再融资、并购重组、退市、监管执法等各环节全流程的监督管理机制。强化关键岗位人员廉政风险防控,加强行业廉洁从业监管。中央纪委国家监委驻中国证监会纪检监察组对沪深证券交易所实行驻点监督。

资本市场是金钱流动的重要平台,存在廉政风险,必须坚持对腐败“零容忍”,使不敢腐、不能腐、不想腐一体推进的体制机制切实落地,持之以恒正风肃纪,依法严厉打击腐败分子。

全面注册制改革蹄疾步稳

■本报记者 孟珂

全面实行股票发行注册制是深化资本市场改革的“牛鼻子”工程,对于健全资本市场功能、提高直接融资比重,落实创新驱动发展战略、更好服务高质量发展具有重要意义。

按照试点先行、先增量后存量、逐步推开的改革路径,注册制从科创板试点起步,到创业板实施“存量+增量”改革,再到北京证券交易所上市并同步试点,最终全面实行,这项改革蹄疾步稳,打开了资本市场改革发展的新局面。

回顾我国股票发行注册制改革的历程,最早可追溯到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”。

2014年,政府工作报告提出“加快发展多层次资本市场,推进股票发行注册制改革,规范发展债券市场”。

2015年4月,证券法修订草案提请一审,并明确取消股票发行审核委员会制度。

2015年12月,全国人大常委会授权国务院在实施股票发行注册制改革中调整适用证券法有关规定。授权有效期确定为两年,即从2016年3月1日至2018年2月28日。这标志着推进注册制改革有了明确的法律依据。

2018年2月24日,十二届全国人大常委会决定,股票发行注册制改革授权有效期获准延长两年。

2018年11月5日,国家主席习近平在首届中国国际进口博览会开幕式上宣布,在上交所设立科创板并试点注册制。这标志着注册制改革进入启动实施阶段。

设立科创板并试点注册制,是深化资本市场改革开放的基础制度安排。2019年7月22日,首批25家科创板公司在上交所上市,注册制试点正式落地。

创业板实施“存量+增量”改革。2020年4月27日,创业板全面深化改革委员会第十三次会议审议通过了《创业板改革并试点注册制总体实施方案》;6月12日,证监会发布创业板改革并试点注册制相关制度规则;8月24日,创业板首批注册制下的18家公司上市交易,同时配套以一系列改革措施,敲响存量市场注册制改革钟声。

2021年11月15日,上交所揭牌开市,同步试点注册制,81家公司挂牌上市。

2022年3月,政府工作报告提出“全面实行股票发行注册制,促进资本市场平稳健康发展”。

经过4年的试点,市场各方对注册制的基本架构、制度规则总体认同,资本市场服务实体经济特别是科技创新的功能作用明显提升,法治建设取得重大突破,发行人、中介机构合规诚信意识逐步增强,市场优胜劣汰机制更趋完善,市场结构和生态显著优化,具备了向全市场推广的条件。

2023年2月1日,全面实行股票发行注册制改革正式启动。当天,证监会就《首次公开发行股票注册管理办法》等证监会规章及配套的规范性文件公开征求意见,涉及注册制安排、保荐承销、并购重组等方面。沪深证券交易所、全国股转公司(北交所)、中国结算、中证金融等同步就《股票发行上市审核规则》等业务规则向社会公开征求意见。

(上接A1版)

“考虑到主板投资者背景多元化,对市场的专业化程度参差不齐,没有放宽涨跌幅限制也是目前情况下对投资者的一种保护措施。”上海交通大学上海高级金融学院副院长李峰表示。

解辰阳分析称,从实践经验看,主板存量股票第六个交易日起波动率相对较低,10%的涨跌幅限制可以满足绝大部分股票的定价需求。

完善新股定价机制 约束非理性定价

全面注册制改革中,发行承销制度改革充分借鉴科创板、创业板试点注册制经验,对主板股票发行定价、规模不设限制,进一步完善以机构投资者为参与主体的询价、定价、配售机制,同步强化市场约束。

瑞银证券全球投资银行部联席主管孙利军表示,注册制以信息披露为核心,引入更加市场化的制度安排,对于新股发行的价格不设任何行政性限制,而是交由市场来决定。

在董忠云看来,此次改革中,发行承销制度得到优化,通过完善新股定价机制等措施,进一步约束非理性定价:一是允许采取直接定价方式,并约定定价上限,发行价格对应的市盈率不得超过同行业上市公司二级市场平均市盈率;二是明确采用询价方式定价的,向证券公司等8类专业机构投资者询价;三是保持最高报价剔除、参考“四个值”定价的制度安排,完善询价定价约束机制;四是上交所、深交所均明确主板项目券商不跟投,科创板与创业板继续维持现行跟投制度。

董忠云认为,新股询价定价制度建立了更规范的价格形成机制,促进买卖双方博弈更加均衡,提高新股定价的市场化水平,有助于充分发挥机构的价格发现和资源配置能力,避免非理性的报价、申购行为。

孙利军说,在全面注册制下,市盈率隐形限制被打破,市场化询价定价机制将在A股各板块得以全面实现,机构投资者报价影响力和价格决定权将得到进一步提升,其需要形成更为系统和专业的研究体系用以指导新股报价。

本版主编姜楠 责编吴澍 制作王敬涛
E-mail:zmx@zqrb.net 电话010-83251785

全面注册制改革牵一发动全身 各方期待更好激发实体经济潜力

■本报记者 吴晓璐

从首届中国国际进口博览会开幕式上吹响设立科创板并试点注册制的号角,到全面注册制改革正式启动,经历了四载春秋,1500多个日日夜夜。

2月2日,证监会召开2023年系统工作会议时提出,“全力以赴抓好全面实行股票发行注册制改革。按照党中央、国务院批准的总体实施方案,扎实细致做好制度规则制定修订、在审企业平移、技术标准准备、监管转型、廉洁风险防控等工作,集全系统之力推动这项关乎资本市场全局的重大改革平稳落地。”

市场预期,此次改革,能够释放出资本市场支持实体经济发展的更大潜力,充分发挥资本市场直接融资功能,让更多优质企业在A股上市。同时通过制度机制的完善,清退劣质公司,推动资本市场高质量发展。

全市场推广水到渠成

2019年7月22日首批科创板公司上市交易,注册制改革迈出了第一步。此后,科创板注册制改革配套制度不断完善,并购重组、股权激励等机制优化,保荐机构跟投、询价转让等创新机制在实践中得以检验,“试验田”成果显著。

399天后,借鉴科创板的成功经验后,创业板改革并试点注册制正式落地,积累了注册制存量改革的经验。创业板服务成长型创新创业企业的特色日益鲜明。

448天后,北交所开市并同步试点注册制,初步聚集了一批创新能力强、科技成色足的中小企业。

443天后,全市场注册制改革启动,主板、新三板均将实施注册制。

过去4年,资本市场发行上市效率提升,持续助力科技创新。据Wind资讯数据统计,截至2月2日,注册制下,累计上市新股1016家,首发融资近1.18万亿元,总市值达到9.39万亿元。上市公司结构发生明显变化,科技创新型企业占比约一半。

业内人士认为,证监会采取试点先行、先增量后存量、逐步推开的改革路径,是注册制试点成功的

重要原因之一。与此同时,资本市场基础制度日趋完善,市场生态明显好转,市场韧性显著增强,具备了向全市场推广的条件。

“全面注册制改革的落地是国内资本市场发展的重大里程碑,其推出广受市场预期,必将释放资本市场支持实体经济发展的更大潜力。”高盛高华总经理索莉晖表示,注册制改革从试点进入全面实施的条件已经成熟,不仅有明确的上位法支持和司法实践,也积累了超过1000家公司通过注册制在A股上市的经验,市场化定价已越来越有效的约束机制。可以说,注册制已经受住了市场实践的检验。

引中长期资金入市

全面注册制改革是一场牵一发而动全身的变革。在试点阶段,注册制改革分板块推进,一个板块一套规则。这次改革整合上交所、深交所试点注册制制度规则,制定统一的首次公开发行股票注册管理办法。再融资和并购重组实行注册制,适用统一的上市公司证券发行注册制管理办法。北交所注册制制度规则与沪深交易所总体保持一致。

再融资方面,科创板和创业板两个板块上市公司再融资条件基本一致,主板则与科创板和创业板基本一致。重大资产重组方面,主板借鉴科创板和创业板成熟经验,完善重组认定标准和定价机制。

全面注册制改革大幅优化了发行上市条件。但是,注册制改革不是不审,需要以信息披露为核心,中介机构须发挥“看门人”责任,监管部门要把好信息披露质量关,把好资本市场“人口关”,从源头提高上市公司质量。

“进一步压实交易所发行上市审核主体责任,交易所对企业是否符合发行条件、上市条件和信息披露要求进行全面审核。”证监会表示。

此外,试点注册制改革中,监管统筹投融资和一级二级市场平衡,推动投资端改革,引中长期资金入市,公募基金、社保基金、保险机构等机构投资者持有流通市值比重由2019年初的15.7%提高至2022年末的19.9%,理性投资、价值投资理



业内人士认为

试点先行、先增量后存量、逐步推开的改革

路径,是注册制试点成功的重要原因之一

与此同时

资本市场基础制度日趋完善

市场生态明显好转

市场韧性显著增强

具备了向全市场推广的条件

念逐步建立。

创金合信基金首席经济学家魏凤春表示,不必担心全面注册制落地后IPO供给增加,市场会受到冲击。从广义上来看,注册制有利于资本市场生态的完善,会带来系统性收益。从狭义上来看,注册制改革意在促进中国企业高质量发展,高端制造、数字化、新型工业化等公司将有机会进一步向广大投资者彰显其投资价值。

市场环境日益优化

过去4年,资本市场法治保障逐步完善。新证券法、刑法修正案(十一)先后发布实施,资本市场法律体系“四梁八柱”建成。最高法先后为科创板、创业板和北交所试点注册制提供司法保障,出台虚假陈述民事赔偿司法解释,大幅提高资本市场违法违规成本。民事赔偿、行政处罚和刑事惩戒相结合的立体化的追责体系,有力打击了资本市场的违法犯罪行为。

期间,退市制度迎来一次“大修”和两次“小修”,同时,监管部门强化信息披露监管,加大退市力度,促进优胜劣汰和多元化退市常

态化。

此外,为压实中介机构责任,监管部门修订证券发行上市保荐业务管理办法,完善保荐业务尽职调查工作和底稿准则,出台重大资产重组财务顾问业务执业质量评价办法,加大对保荐承销机构、财务顾问现场检查和执法问责力度等。业内人士认为,经过4年的改革,发行人和中介机构合规诚信意识显著提升。

魏凤春表示,全面注册制通过市场化改革,加强契约精神,强调市场主体合规诚信。与此同时,监管部门加强了事前、事中和事后全链条监管,加大处罚力度,提高失信成本。未来,资本市场各方合规诚信意识亦将进一步增强。

多层次市场体系更清晰

此次改革重点是沪深主板,设置多元包容的上市条件,与科创板、创业板拉开距离。多层次资本市场体系更加清晰,形成各板块错位发展、功能互补的格局。

“在此背景下,多层次市场体系将为不同行业、不同发展阶段、不同发展模式的企业优化上市门槛,让更多优质企业得到市场的认

可,为投资者财富管理提供更多更好的标的,提升资本市场服务实体经济发展的效率和成果。”索莉晖表示。

魏凤春表示,注册制改革将选择权交给市场,主要解决市场的效率问题。各个板块错位发展、适度竞争,有利于更好发挥比较优势,提升市场运行效率。另外,多层次市场体系更加清晰,能够更好服务不同类型、不同成长阶段的企业,建立更加专业和有效率的资本市场体系。

安永大中华区审计服务合伙人汤哲辉对记者表示,全市场注册制的到来,将为符合国家战略的优秀中国企业带来更为高效便利的本土融资机会。本次制度性改革,将为中国资本市场带来全新动能,同时也带动增量资金入市,推动中国资本市场翻开崭新一页,助力创新发展以及金融对实体经济的支持。

路漫漫其修远兮。对于资本市场而言,全面注册制改革启动,是试点成功的一次总结,也是资本市场深改又一个起点。提高上市公司质量,提高服务实体经济尤其是科技创新能力,助力国民财富增值、服务构建新发展格局,资本市场仍需久久为功。