



# 高质量塑造资本市场新格局

■本报记者 吴晓璐

3月5日,国务院总理李克强作政府工作报告时提到,“推进股票发行注册制改革,完善资本市场基础制度。”

3月4日,随着最后一批主板存量项目平移至交易所,A股市场进入全面注册制时代,资本市场生态进入高质量塑造期。

## 市场更加公开透明 满足投资者决策需求

注册制改革,着眼于提高市场质量和效率,增强市场约束,是“全面深化资本市场改革的‘牛鼻子’工程”。监管部门完善发行上市、信息披露、交易、退市等基础制度,在充分信息披露基础上,将选择权交给市场。

监管部门进一步优化整合首发、并购重组和再融资信息披露规则,突出重要性原则,精简篇幅,提高信息披露针对性、有效性,避免格式化、模板化;以投资者需求为导向,优化篇章结构,提高信息披露可读性、可理解性;对不同板块做出差异化信息披露要求。

“全面注册制改革充分贯彻以信息披露为核心的理念,将核准制下的实质性门槛尽可能转化为信息披露要求,把企业上市及定价的选择权交给市场。”全国人大代表、立信会计师事务所董事长朱建弟向《证券日报》记者表示,基于上述原则,此次改革对各板块统

一信息披露要求,对首发、再融资和重大资产重组等相关信息披露规则均进行了进一步优化完善。

朱建弟说,针对此前反映较多的招股说明书内容冗长、笼统以及模板化表述较多、阅读体验不佳等问题,首发信息披露规则的修订以投资者需求为导向,进一步突出重要性原则。并坚持问题导向,围绕发行人所处行业特点及其自身实际,提升了针对性和个性化披露要求,进一步强化了业务信息与财务信息的融合,以及不同章节内容之间的逻辑性和连贯性,提升了披露的可读性、可理解性和相关性。此外,本次修订在整合不同板块披露规则的同时,还以特别规定的方式兼顾了不同板块的差异化信息披露要求。

此外,发行人和中介机构信息披露责任在此次改革中进一步压实。全国人大代表、清华大学五道口金融学院副院长田轩对《证券日报》记者表示,全面注册制下,进一步完善了以信息披露为核心的制度安排,更加明确了信息披露的真实、准确、完整,且必须充分、及时和公平的披露,满足投资者投资决策需求。同时,对发行人董监高、控股股东、实际控制人等信息披露责任进行了规定,更加注重中介机构“看门人”职责落实。针对不同市场板块特征,也进行了适应性调整,以保障市场差异化发展。

目前,注册制已经全面铺开,修订后的信息披露规则将接受检验。田轩表示,下一步,需要细化监管机构职责权限范围,交易所根据上市标准保障信息披露的真实性,证监会通过监督确保审核程序、机制的规范性。进一步压实中介机构在客户服务、适当性管理、持续监督等方面的职责,提高上市公司信息披露质量。

朱建弟表示,未来可结合修订后披露规则的应用情况、监管发现和投资者反馈,围绕更好服务投资者需求的目标,持续有针对性地优

化相关披露要求。

## 市场更加多元包容 为科创企业提供成长“沃土”

全面注册制改革后,多层次资本市场的板块架构更加清晰,特色更加鲜明。与此同时,主板、科创板和创业板设置了多元包容的发行上市条件,三个板块均允许特殊股权结构企业、红筹企业上市,科创板和创业板还向未盈利企业敞开大门。

据记者梳理,截至今年2月底,科创板共迎47家未盈利企业、8家特殊股权结构企业、6家红筹企业上市。上市时未盈利企业中,目前已有9家公司实现“摘帽”。

同时,全面注册制下,创业板第三套上市标准被“激活”,符合条件的未盈利企业能够在创业板上市。朱建弟表示,“近年来,试点注册制已经在相当程度上打消了投资者对未盈利企业上市的疑虑。一些研发能力强的科创企业,虽然暂时尚未盈利,但仍凭借较好的发展前景受到投资者青睐。这既能为投资者提供更多机会,也可使企业在技术突破等方面获得宝贵资金。”朱建弟进一步表示。

全国政协委员、申万宏源证券研究所首席经济学家杨成长对《证券日报》记者表示,“全面注册制为企业上市设置了较为灵活的标准,对净利润、营业收入、现金流量等指标的要求较为灵活,实质性降低了企业上市的门槛,支持中小微企业、未盈利企业、处于生命周期早期企业的发展。”

“全面注册制实施后,多层次市场体系将更加成熟。”田轩表示,资本对不同阶段企业的支持通道更加丰富,覆盖面更加广阔,对实体经济服务能力进一步加强。

此外,发行定价和交易制度的改革,有利于优质企业脱颖而出,引导资源集聚到大盘

筹、真正硬科技和成长型企业上来。

谈及未来如何进一步完善多层次市场体系,田轩认为,还需要在加强区域性股权市场、新三板与北交所、科创板、创业板等市场联动上发力,持续丰富、完善不同市场板块的上市条件,明确交易制度和投资者适当性制度的标准,满足不同阶段、不同属性企业的上市需求。同时,要完善退市配套措施和相应的转板机制,做好企业退市的后续安排。

## 市场突出以“质”取胜 督促“看门人”归位尽责

全面注册制下,在优化企业上市条件的同时,进一步压实了发行人和中介机构的责任,明确“申报即担责”原则,坚决杜绝“带病闯关”;明确券商、会计师事务所、律师事务所等“看门人”履职要求和法律责任,督促其归位尽责。

朱建弟表示,随着“申报即担责”要求的进一步落实,保荐人将更加关注自身及相关证券服务机构的业务是否符合监管和申报要求。这将推动投行进一步强化项目承接的风险管控及项目实施的质量管理工作,摒弃“抢跑占位”和试图“带病闯关”的思想,减少“一查就撤”情况的发生。

中介机构需要提高执业质量,把好资本市场“入口关”。田轩表示,随着注册制全面实施,投行业务量也将持续增多,中介机构执业能力、内控质量、合规水平等将越来越重要,在竞争时以“质”取胜的趋势也会越来越显著。中介机构要落实好“看门人”责任,持续修炼内功,切实加强自身能力建设,提高服务资本市场能力。在投研、定价、上市辅导及后续监督等方面进行全方位提高,积极做好客户服务和资本对接工作,并加强内部管控机制建设和执业人员培训,提高风险意识和职业道德水平。

与此同时,保荐机构保荐业务的重心将从“保”转移到“荐”,需要主动挖掘具有成长性和科技属性的企业。“保荐机构要围绕国家政策导向进行业务研判,提前布局重点行业,挖掘培育更多具备持续经营能力、有投资价值的优质企业推荐上市,力争早发现、早服务好企业。”中金公司投行部负责人王曙光对《证券日报》记者表示。

## 市场进出畅通 形成优胜劣汰新生态

全面注册制下,出口端监管亦将趋严,建立常态化退市机制。随着“壳价值”进一步下降,投资者“用脚投票”作用将更好发挥出来。“全面注册制下,注册发行标准、程序、内容、过程、结果公开透明,上市发行效率获得提升,再融资市场活跃度上升。随着退市机制的不断健全,企业退市也将趋于常态化,‘入口端’‘出口端’将更加均衡。”田轩表示。

朱建弟表示,随着入口端效率、便利度明显提升,将促进更多企业上市,“壳资源”的稀缺性将明显降低,炒作“壳资源”的现象将大幅减少。

此外,朱建弟认为,随着以信息披露为核心的强监管全方位落实,“差公司”将无法“浑水摸鱼”,投资者也能够更好地“用脚投票”。强制退市、主动退市、并购重组、破产重整等多元退出渠道畅通,将加速市场优胜劣汰,促进市场生态持续优化。

在常态化退市机制建立的同时,投资者保护亦需同步加强。田轩表示,未来需持续完善相关法律法规及司法保障举措,畅通多元化维权通道,并提高财务造假、内幕交易等违法违规成本,对侵害投资者权益行为,从追究机构或个人责任,大幅提高证券违法犯罪成本。



## 全面注册制提升市场效率 三大类优质企业将加速聚集

■本报记者 吴晓璐 见习记者 毛艺融

“实施发行注册制改革以来,我国资本市场制度体系不断完善,规模快速扩容,结构明显优化,服务实体经济能力大幅提升。”近日,全国政协委员、申万宏源证券首席经济学家杨成长在接受《证券日报》记者采访时表示。

### 提升对科创资产定价能力

党的二十大报告提出,“健全资本市场功能,提高直接融资比重。”注册制改革是提高直接融资比重的核心举措。

“全面注册制优化了发行条件,简化了手续,信息披露和市场化定价是其最大的特征,对长期的股权资本会更加有利。”东方证券首席经济学家邵宇对《证券日报》记者表示,投资者会做出甄选,有助于优质科技类企业涌现并持续发展。

杨成长亦认为,注册制改革推动创新资本形成,服务实体经济创新发展。注册制下科创板和创业板助推大批科创企业上市,有效支持了战略性新兴产业的发展。

据Wind资讯数据统计,截至3月4日,科创板累计508家上市公司中新一代信息技术产业企业数量达到201家,首发融资3581亿元,生物产业企业数量达到106家,首发融资1564亿元;另外,创业板注册制改革之后新上市的420家公司中,战略性新兴产业占比92%。

与此同时,以注册制为引领,通过新股定价等制度改革,提升了市场对科创资产的定价能力。杨成长认为,由于科创企业在研发期难以产生利润,并且大多采取轻资产运营的方式,因而新股定价难以运用传统的PE、PB等相对估值方法;同时,科创企业发展不确定性很大,新股定价也难以运用高度依赖财务指标预测的DCF等绝对估值方法,市场参与者针对科创企业、新经济和新业态企业,加大新型定价模式的研究。

邵宇补充道,对于科创企业来说,在好的制度下更要修炼好“内功”,通过诚信经营,更多地将资金投入研发等产生长期价值的领域。全面注册制下更强调甄别能力,只有符合投资者的需求,能为投资者带来长期回报的公司,才能获得更好的发展。

### 助力中小微企业加快发展

注册制改革推动行业机构服务下沉,积极服务中小微企业。申万宏源证券首席市场专家桂浩明对《证券日报》记者表示,全面注册制提高了对公司上市的宽容度,以往很多中

小企业因为不能满足刚性条件,无法上市。注册制下这个问题得到初步解决。

桂浩明进一步表示,由于注册制强化对信息披露的监管,会使得投资者对中小企业的了解更为充分,形成“各路资金找到合适的投资对象,企业找到合适的投资人”的良性循环。

近年来,国家加大专精特新中小企业培育力度,北交所是服务专精特新中小企业的阵地。据Wind资讯数据统计,截至3月4日,有1092家专精特新企业在A股上市,首发融资8055亿元,其中在北交所上市的有71家。

“专精特新企业在整个产业链上起着不可替代的作用,在国家产业升级的过程中也起着重要作用。”渤海证券做市业务负责人、山东财经大学特聘教授张可亮对《证券日报》记者表示。

张可亮认为,专精特新企业到北交所上市,就是技术和金融的结合,而技术和金融是实体经济腾飞的两翼。这些企业受益于国家政策扶持和资本市场资金扶持,将成长迅猛。

全面注册制下,优质中小微企业融资有望快速增长。“注册制下,A股企业平均上市时间已接近境外成熟资本市场。”仲量联行大中华区首席经济学家兼研究部总监庞虎对《证券日报》记者表示,这有利于投资人更专注于所投企业的基本面、质量和发展前景,减少对项目周期、退出渠道、退出机会的担忧,加大投资机构对中小企业、新兴产业、创新企业、优质标的包容度和直接融资支持力度。

### 服务国企混合所有制改革

混合所有制改革是新一轮国企改革的重要抓手,资本市场在推进混合所有制改革中扮演着重要作用。

“近年来国有企业积极利用资本市场,进行整体上市或主业上市、通过引入战略投资者、并购重组、股权激励与员工持股计划等运作,取得了显著的成果。”杨成长表示,一是国有企业资产证券化率整体提升;二是国有企业持续引入战略投资者;三是国有企业积极通过并购重组实现混改,通过资产重组发挥资本市场的资源配置作用优化产业链布局,更好发展主业,同时优化国有资本投资布局。

在桂浩明看来,国有资本通过控股或参股上市公司,进入相关行业企业的管理中,发挥对路资本的引领作用。而注册制有助于推进这方面进展。

据Wind资讯数据统

截至3月4日,有1348家国有企业在A股上市,首发融资2.01万亿元。据国资委数据,2022年,中央企业实现营业收入39.6万亿元,同比增长9.1%;实现利润总额2.6万亿元,增长6.2%;上缴税费2.8万亿元,增长19.3%。

“在全面注册制下,国企优质资产注入上市公司的力度会进一步加大。同时,中央企业和地方国有企业的专业化整合不断推进,可以利用资本市场的融资支持,有效整合资源。”邵宇表示。

张可亮提示,国企在核准制环境下上市审核时有一定优势,但是全面注册制之后选择权交给了市场,市场投资机构会根据企业的运营效率、创新能力、资本运作能力等各个方面用“钱”投票,这都对国企运营能力和反应速度提出了更高的要求,也是国企提升治理水平的良好契机。



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,标志着注册制改革进入启动实施阶段

2019年7月22日

首批25家科创板公司在上交所开市,注册制试点正式落地

2020年8月24日

创业板首批注册制下的18家公司上市交易,注册制由增量市场正式迈向存量市场

2021年11月15日

北交所揭牌开市,同步试点注册制,首批81家公司挂牌上市

2023年2月17日

证监会发布全面实行股票发行注册制相关制度规则,标志着注册制推广到全市场和各类公开发行股票行为,在中国资本市场改革发展进程中具有里程碑意义