

# 科创板试行注册制应强化实质性审核

□申万宏源证券研究所首席经济学家 杨成长

在科创板试行注册制,是我国证券发行方式市场化的重大改革。在目前证券市场环境下推行注册制,需要充分考虑长期以来实行股票发行核准制所形成的路径依赖,需要注重不同发行方式并存情况下市场的相互协调和衔接,需要客观判断普通投资者对科创型企业分析和投资能力,实行严格的投资者适当性管理,需要根据科创类企业特点实行最严格的信息披露和退市制度。在制度设计方面,建议重点处理好六个方面关系。

## 处理好注册制和核准制的衔接关系

注册制和核准制是股票发行的基本方式,是不同证券市场根据功能定位、上市证券特点、投资者特定结构和监管体制要求而进行发行方式的选择。这两种发行方式都存在优点和缺点,不存在谁高谁低的问题。现在世界上很多国家都实行注册制和核准制并行或混合的证券发行制度。试行注册制,不是简单否定核准制。无论是注册制还是核准制,都不能削弱监管机构对发行证券进行实质性审核的功能。美国作为发达资本市场的代表,其实行的是“双重注册制”,联邦层面由美国证监会(SEC)对股票发行人进行“形式审核”,而州政府以“蓝天法”为依据进行“实质审核”,以阻止劣质地区上市公司股票上市交易。英国和我国香港地区都是通过不同方式实行形式审核和实质审核相结合的审核模式。

我国在科创板试行注册制,是将原证监会承担的实质性审核职能,下放到证券交易所和市场中中介机构,证券发行过程中的实质审核功能并未弱化。因此,在科创板试行注册制,必须强化而不是弱化实质审核,要以投资者利益保护为导向,平衡资本市场满足科技创新型企业融资需求与严控上市公司质量之间的关系,严把上市公司质量关。同时,实施注册制也并不意味着股票发行节奏彻底放给交易所,证券监管部门仍然会关注各类股票市场的均衡发展,保留否决权,维护各类股票市场之间以及股票市场供求之间的结构平衡。

## 处理好监管部门和中介机构的责任关系

在科创板试行注册制,不是发行审核权的简单下放,而是在证券监管部门、证券交易所和中介机构之间重新分配发行过程中的审核职能和责任关系。首先,证监会在下放实质审核后,更加注重对发行全流程的实质监管。过去在审核制发行制度下,证监会既是证券发行的实质审核部门,又是监管部门,的确存在着一定的自我监管循环。把实质审核权下放到证券交易所和中介机构,证监会就能更加超脱地全流程全视野地监管发行过程,把好证券市场的入口。证券监管部门在发行审核过程中,重点审查信息披露的要件、格式及要件完备程度,体现“形式重于实质”的注册制审核特点。

将股票发行实质审核权下放到证券交易所,将彻底淡化我国证券交易所行政化色彩,凸显其作为资本市场主要中介组织和核心组织者的地位,让证券交易所拥有发行、上市、交易、退市和自律监管的自我决定的权利并承担相应的责任。证券交易所负责审查发行人的资质、财务数据、发行规模和盈利前景等影响投资者判断证券投资价值的相关实质性内容,体现“实质重于形式”的注册制审核特点。

在注册制下,证监会的工作重心将转向合规审查,其实质审核职责将转移给证券交易所和中介机构,中介机构将由原来帮助发行人提供发行中介服务,转换成企业上市的“守门人”。因此试行注册制需要进一步完善中介机构在股票发行过程中的职权和责任。

首先,要规范中介机构的执业行为,明确股票发行过程中由其自担的风险责任。其次,加强自律组织引导。证券业协会、律师协



新华社图片

会以及会计师事务所等自律组织应强化自律机制和引导功能,对违法违规的中介机构给予社会名誉惩戒。再次,强化中介机构的民事责任和刑事责任,加大其违法成本。注册制下重点改革承销保荐制度,提高保荐人违法成本,规定其民事责任和刑事责任。香港在实施注册制过程中,保荐人需尽力确保上市申请过程中呈交的所有资料均属真实并无遗漏,并对有问题的招股说明书负有民事和刑事责任。

总之,在科创板试行注册制的初级阶段,宜采取证券监管部门和证券交易所双重审核主体制度。在证券交易所履行实质性审核基础上,证监会实行形式性审核并注册备案,同时强化中介机构的一线监管职能。三者结合,形成完整的发行监管体系,才能共同保障科创板上市企业的质量。

## 处理好试行注册制和强化信息披露的关系

注册制实施的关键在于充分有效的信息披露制度。充分的信息披露是市场定价的基础,也是投资者进行价值判断的前提。注册制下的美国市场非常强调信息披露的逻辑性、完整性、客观性以及相关性,让投资者在充分信息披露的基础上自行判断企业价值和风险。我国2017年证券法修订草案二次审议稿将“证券交易”一章中的“持续信息披露”一节扩充为专章规定,扩大了信息披露义务人的范围,增加信息披露的内容,明确信息披露的方式,强调信息披露应当真实、准确、完整、简明清晰,通俗易懂等。科创板实施注册制,应当在此基础上,强化在受理、审核、注册、发行、交易等各个环节信息披露的真实全面完整,让阳光成为最好的防腐剂。

首先要补充简明信息披露指引、前瞻性财务信息披露指引、财务和非财务匹配性指引、业务技术披露指引、退市公司专项信息披露机制等相关细则。应根据科创型企业的经营特点,强化对知识产权、关联交易、研究开发等内容信息披露。

其次,明确中介机构在信息披露中的角色和责任。信息披露是注册制下股票发行的关键环节,除了发行人之外,相关中介机构也应对信息披露承担相应的连带责任,督促其恪守“守门人”的职责。要提高信息披露违法成本,强化信息披露执法力度。要改变过去以行政处罚为主的执法方式,增加信息披露违法的民事和刑事责任,强化处罚措施的执行力度。在信息披露方式上,要适应中小投资者需要,优化

信息披露格式,做到易得宜解;要充分利用当前互联网和大数据快速发展的技术优势,构建系统完整的电子信息披露系统,让投资者能够及时、便捷地获取信息。

## 处理好试行注册制和严格落实违法违规惩罚的关系

注册制的实施更加依赖于市场机制的自我调节,而市场机制要能很好发挥作用,必须强化违法违规的法律惩戒作用。无论是监管主体还是市场主体,在法治市场背景下,均需遵循权利与义务、权力与责任相统一的基本原则。在注册制下,证监会的实质审核监管权力分解到证券交易所和中介机构,相应的义务和责任也随之下沉。发行人以及中介机构在信息披露和实质性审查方面,都应该承担相应的行政责任、民事责任,甚至是刑事责任。

推行注册制,首先应当加强对股票发行违法违规行为的处罚力度和执行力度,在原有行政责任为主的基础上,强化追究民事责任和刑事责任。

其次,应以投资者保护为导向,引入集团诉讼制度,简化集团诉讼条件和流程,便于投资者参与,提高案件判决后的执行力。

再次,实行强制性退市制度。目前,沪深交易所正式发布了上市公司重大违法强制退市实施办法,修改完善了相关规则办法,明确了首发上市欺诈发行、重组上市欺诈发行、年报造假等重大违法违规的退市制度以及交易所认定的其他情形的重大违法退市情形。科创板应在此基础上,进一步建立全面、严格、合理的退市标准,便捷退市机制,简化退市流程,提高退市效率等。只有在严格执法、严格退市制度的基础上,才能在放低上市条件和放宽市场入口的前提下,保障科创板上市公司的质量,保护投资者利益。

## 处理好试行注册制和现行法律法规的衔接关系

2017年证券法修订草案提请全国人大常委会二审时,考虑到注册制改革尚在筹备中,对现行证券法第二章“证券发行”的注册制的规定暂不作修订,即主板、创业板短期内仍然实行核准制。如今科创板试行注册制,也就预示着我国证券市场将出现注册制与核准制并存的过渡期。发行制度的双轨制,需要协调好相关市场的法律法规关系。

首先,在制定上海证券交易所科创板试行注册制单行规定时,应参照证券法修订草案的

具体规定,作为施行注册制的试行规定。

其次,在具体规定上,科创板的发行条件和审核宽严程度,应当与投资者适当性管理制度相配套,既要通过严格的投资适当性管理制度保护投资者合法权益,也要鼓励社会公众和各类机构积极参与,以保障市场的合理流动性。

再次,科创板试行注册制应当与《公司法》衔接。待时机成熟后,再统一对我国的证券法、公司法进行修订。

## 处理好试行注册制后的科创板和创业板以及场外市场的关系

首先,在科创板与创业板的关系上,应明确科创板与创业板两个市场既不存在谁主谁辅的关系,也不存在谁高谁低的关系,而是相辅相成的共同发展关系。科创板侧重于企业发展的技术含量,创业板侧重于企业成长的特定阶段。两者虽然在市场功能定位和上市资源上存在很大的相似性和关联性,也存在一定的市场竞争关系,但是仍然存在不同的市场定位。我们需要通过不同证券市场在发行、上市、交易、退市以及监管等方面的差异的制度探索,来逐步形成符合科创型企业发展需要的资本市场服务体系。当然,科创板率先试行发行注册制,势必会对创业板产生一定的影响。让科创板先行先试并积累经验,对未来自行实行注册制也是一个很好的理论和实践的积累过程。

要更加注重科创板和场外市场的衔接。设立科创板的一个重要目标就是提高我国对科创项目、科创企业和知识产权的资本市场定价能力,提高资本市场的国际定价话语权。在二级市场上对科创企业的合理估值能够更好的引导一级市场股权投资定价合理化,为中国私募股权投资基金和风险投资基金创造健全的市场环境。纳斯达克初设时期本来是场外市场,如今已发展成能有效衔接场内外的多层次资本市场。

以上海股权交易中心为例,其早在两年前就建立了科创板,目前已挂牌企业上百家,如何从这些市场中筛选优质的科创企业以及如何与这些市场做好衔接是科创板在机制设计时必须考虑的问题之一。

另一方面,做好科创板和场外股权交易市场的制度衔接,不仅为在场外股权交易市场挂牌的企业提供了资本市场的晋升通道,也为这些市场股权定价提供了有效的外部参考,有利于显著改善我国场外股权交易市场流动性不足的困境。

## 人民币汇率“7”关口 在守什么

□杨云起

今年以来,人民币兑美元汇率屡屡逼近7关口后回落。6月中旬至8月底,人民币兑美元汇率急剧走低,累计下跌5.8%。8月15日,人民币兑美元汇率收盘价一度跌破6.9。10月8日离岸人民币再破6.93新低。11月1日,人民币兑美元中间价报6.967元,当日盘中,离岸人民币短暂跌破6.98元。在临近“7”关口之际,受消息影响,人民币对美元突然呈短线拉升走势,从6.9至6.92接连收复失地。这再一次让市场见证了人民币汇率“7”关口的重要性。

守住人民币汇率“7”这一关口,旨在给市场稳定的明确预期,即中国有基础、有能力、有信心保持人民币汇率在合理均衡水平上的基本稳定。

十年来,人民币汇率“7”关口是央行屡屡成功击退人民币空头的重要见证。人民币兑美元汇率上次触及“7”还是2008年,当时爆发的金融危机,导致全球金融市场暴跌,2008年4月9日人民币汇率为7.002,4月10日升至6.9916,4月11日重回7.006,4月14日再升至6.9990。为稳定人民币币值,央行当时采取了紧盯美元的策略,将人民币兑美元汇率中间价维持在6.89-6.8的区间内。此后,人民币兑美元汇率即告别了“7”时代。随着我国经济逐步复苏,人民币此后走上升值的快车道。这也是市场对人民币汇率“7”关口的第一次认识。

2016年,受美联储加息、美国大选、英国脱欧等影响,美元持续走强。这导致当年人民币兑美元汇率三次逼近7关口,全年贬值近6.83%。央行最终动用外汇储备打击国际沽空力量,将汇率守在“7”关口之上。自此,人民币汇率“7”关口再次奠定了重要位置。

2018年4月以来,由于国际上多种因素叠加,包括外贸不确定因素、美国大幅减税、美联储加息、美股持续上涨、资金回流美国等等,人民币再度较大幅度贬值,A股持续低迷,金融市场不确定性大增。7月,高层首次提出“六个稳”,即稳就业、稳金融、稳外贸、稳外资、稳投资、稳预期,精准施策保发展。信息发布后,市场对“稳预期”作出了多方解读。

对成熟的市场经济而言,引导市场预期十分重要。当前经济运行稳中有变,面临一些新问题新挑战,外部环境也发生了深刻变化。在这一新形势下,稳预期就有了全局意义。稳预期也因此成为人民币汇率的一个关键词。稳定汇率——将汇率稳定在某一相对均衡的水平上在实际操作出现了人民币汇率“7”关口的保与守的讨论。

一些专家指出,每一次人民币汇率逼近“7”都会有一波短期资金流动在集中做空人民币汇率,如果央行不做任何干预,市场或产生更大的贬值预期。尤其是当短期人民币汇率快速贬值至“7”,可能引发恐慌性的资本外流和购汇行为,对国内资产价格形成打击,进而冲击金融稳定。另一方面,“7”这个点位之所以微妙,也因为它是一个人们所谓的心理关口,一旦突破这个心理关口,投资者可能会预期人民币未来出现更大贬值,加上追涨杀跌的“羊群效应”,汇率调控难度加大,维持汇率稳定可能需要付出更高代价。所以,应对市场错误预期,需及时纠偏,使其不至发酵失控。

央行深控人民币汇率稳定的关键在于市场预期,8月以来推出一系列稳汇率的措施,其效果有所显现,但市场仍然呈现震荡走势,表明市场信心依然不稳。

10月,决策层向市场喊话,一定程度上表明中国反危机应对模式“按照国务院金融稳定发展委员会的统一部署”已全面启动。除了资本市场是当前金融问题的枢纽,汇率市场也面临多空激烈博弈,平抑波动、稳定市场成为第一要务。之后,稳定汇率预期的一系列行动开启。

同时,央行副行长、国家外汇管理局局长潘功胜“喊话”空头,口头警告市场空头,回应市场对人民币汇率的疑问。人民币在新兴市场货币中走势总体稳健,中国有应对汇率波动的丰富经验和工具;央行积极采取措施稳定市场预期,针对外汇市场顺周期的行为,已经并将继续采取宏观审慎政策来稳定预期。

10月31日,央行公告,将于11月7日通过香港金融管理局债务工具中央结算系统(CMU)债券投标平台,合计招标发行200亿元中央银行票据,这也是央行首次在离岸市场发行人民币央票。市场人士分析这一举措旨在管理离岸流动性,提振市场信心,强化底线思维。

10月31日,高层会议延续“六个稳”提法,这意味着央行仍将采取调控措施,以确保人民币不跌破“7”,使汇率风险可控。

笔者认为,守住人民币汇率“7”这一重要关口,旨在给市场一个稳定的明确预期,即中国有基础、有能力、有信心保持人民币汇率在合理均衡水平上的基本稳定。中国经济基本面稳健、宏观杠杆率基本稳定、财政金融风险总体可控、国际收支大体平衡、外汇储备充足,均为人民币汇率保持基本稳定提供基本面支持。外贸增长、利用外资、企业跨境融资及对外投资等都持续平稳态势。中国作为负责任的大国不会搞竞争性贬值,也不会以汇率作为应对贸易摩擦的工具,外贸不确定因素对外汇市场和跨境资本流动的影响总体可控。

在逆周期调控模式下,短中期来看,人民币汇率“7”这一重要关口大概率是会坚守的。目前“稳汇率”比“汇改”更重要,而市场人士关注的人民币国际化是个长期战略,不应从一两年的发展变化来评价人民币国际化进程。

## 楼市运行出现明显变化

□荣盛发展首席经济学家 尹中立

从笔者多地调研和考察情况看,大多数城市的房价从今年第三季度以来已经转跌,市场预期已经发生了逆转。

笔者试图通过以下三种途径来更准确反映当前的房地产市场运行趋势:一是以二手房中介机构的成交数据来反映房地产市场的真实状态;二是以土地市场的数据来反映房地产市场的预期,能准确反映市场的状态;三是用上市公司公布的数据来补充印证。

一是二手房成交数据从6月份开始放缓。根据链家地产旗下的贝壳研究院监测的数据,重点关注的13个城市成交量从6月份开始下行趋势,7月重点城市二手房成交量在6月基础上继续回落,8月份13城中仅成都成交环比小幅

增加(成都成交的回升是在5月中旬调控导致的成交大幅下滑基础上的小幅修复),其余12个城市的成交量均不同程度回落,其中有7个城市的成交降幅环比扩大。

在8月份成交量环比下降的城市中,深圳的降幅最大。从价格来看,重点城市的二手房均价以下跌为主。大连、杭州、西安、长沙等一季度热度略高的城市均由涨转跌,这也是重点城市市场全面下跌的标志之一。

中介机构的一线工作人员对市场的动态感知往往比较敏锐。贝壳研究院在第二季度末和三季度末进行了全国职业经纪人预期调研。从问卷调查结果看,三季度全国经纪人市场预期指数均值为-23.9,四季度进一步下降为-35.8。(预期指数值介于-100到100之间,预期值越为正则预期升温,反之则预期降温,越高说明升温预期越强,反之则越弱。)可见,第四季度的市场

预期进一步下滑。

二是土地成交数据在第三季度开始下滑。从市场传导的逻辑看,房地产市场的销售状况决定了土地市场的成交状况,因此,可以从土地市场的情况来准确反映房地产市场状况。将9月份的土地数据与8月份进行比较可以明显看出市场预期的较大变化。

土地供应量方面,8月百城土地单月供应建筑面积13,068.2万平方米,同比上升2.8%;土地成交量方面,8月百城土地单月成交建筑面积7,887.8万平方米,同比下降13%,土地成交总价方面,8月百城土地单月成交总价2404.9亿元,同比下降15.2%。

9月份百城土地单月供应建筑面积10,402.6万平方米,同比下降34.9%,环比8月份下降了20.4%;土地成交量方面,9月百城土地单月成交建筑面积7,488.1万平方米,同比下降30.7%,

环比8月份下降5.1%;土地成交总价,9月份百城土地单月成交总价1,766.3亿元,同比下降50.8%,环比8月份下降26.5%。

三是房地产开发类上市公司的10月份销售数据下滑幅度较大。

房地产开发类企业,尤其是大型房企的楼盘分布很广,对市场的变化十分敏感。进入今年第三季度以后,恒大、碧桂园、万科先后实施降价促销行动,说明市场的运行状况已经发生了较大变化。从数据看,在笔者统计的13个上市公司中,有8家公司的10月份销售量比9月份出现下降,只有5家公司的销售环比是上涨的。在销售环比的公司中,典型代表是碧桂园和万科,均是采取降价促销手段实现的。

上述三种不同来源的数据互相印证,可以清楚看出第三季度的房地产市场运行状况与今年上半年相比已经出现了明显变化。