

■ 首席经济学家畅谈资本市场改革发展

# 创业板注册制改革红利可期

□中山证券首席经济学家 李湛

近日召开的2020年证监会系统工作会议提出,平稳推出创业板改革并试点注册制。科创板落地以来,以信息披露为核心的注册制运行良好,交易所、监管机构和市场对注册制的认识更趋成熟,注册制试点已经具备复制推广的条件。创业板市场即将迎来注册制改革红利。由于创业板市场体量更大、投资者分布更广,创业板试点注册制表明我国资本市场注册制改革正深入持续推进。



新华社图片

## 十年发展 成果丰硕

回顾历史,设立创业板是我国资本市场改革不断推进、市场包容性提升的结果。创业板的设立,推动了我国高科技、创新型企业群体的发展壮大。在上市条件方面,对企业经营历史和经营规模相较主板而言要求更低,更注重企业的经营活跃性和发展潜力,更符合高科技中小企业的发展特征。创业板坚持“买者自负”原则,能够有效地评价上市公司企业的价值。同时,创业板为高科技、高成长企业提供了融资渠道,促进科技创新与资本的结合,推动创新型经济发展,较好地促进了我国产业结构的调整。创业板十年发展取得丰硕成果,成功筛选和培育了一批有影响力的创新型企业。

创业板的设立也帮助风险投资和创投企业建立正常的退出机制,分散投资风险。为投资提供合适的退出机制,是有效率的金融市场的重要一环,也是企业投资健康发展的必要条件。这有助于促进投资创新型、高科技企业资金的良性循环,提高社会资金效率。在创业板推出之前,我国资本市

场管理制度架构还主要是“重上市、轻退市”的思路。创业板设立及其带来的退出机制,为处于风险投资领域的投资者提供了有效退出渠道,激励其将股权转化为流动性资金,获取增值收入后进行扩大再投资。创业板设立之后,我国风险投资市场规模出现快速增长。

十年发展再出发,新时代需要功能更加完善的创业板。首先,继续改革发展壮大创业板市场,是由中国经济发展转型方向所决定的。国内大量有活力、有发展潜力的中小企业和高科技企业,但从目前上市公司来看,有非常多的企业从事的仍是传统业务,如运输、电子、化工、机械、服务等行业企业,这些企业也是实体经济的重要组成和重要创新主体。科创板在行业准入方面有着较为明确的要求,主要是支持和鼓励更多硬科技企业上市。创业板应与科创板形成错位发展局面,为那些硬科技含量低但创新能力强、市场认可度高的企业打开资本市场大门。

二是妥善处理注册制和退市制度之间的关系。退出机制是创业板市场优胜劣汰的基本功能之一,也是资本市场成熟的重要标

## 提升包容性

从科创板的运行实践来看,注册制试点除了包括更加严格的信息披露要求外,还有更加丰富的退市制度和监管安排。相较于科创板,创业板的投资者门槛更低,并且已有较为庞大的存量上市公司群体,应结合创业板运行十年来的实际情况,积极推进创业板注册制试点。

一是提升市场包容性,与科创板错位发展。创业板市场服务的对象是高成长的中小企业和高科技企业,但从目前上市公司来看,有非常多的企业从事的仍是传统业务,如运输、电子、化工、机械、服务等行业企业,这些企业也是实体经济的重要组成和重要创新主体。科创板在行业准入方面有着较为明确的要求,主要是支持和鼓励更多硬科技企业上市。创业板应与科创板形成错位发展局面,为那些硬科技含量低但创新能力强、市场认可度高的企业打开资本市场大门。

二是妥善处理注册制和退市制度之间的关系。退出机制是创业板市场优胜劣汰的基本功能之一,也是资本市场成熟的重要标

志。没有高效的退市制度,市场效率会大大降低,不利于资本市场的良性发展。同时,创业板已有较大规模的存量企业,试点注册制带来的严格退市制度会对这些存量企业造成影响,在退市安排方面应对存量企业予以区别对待。借鉴美国等发达国家主动、多元化退市经验,未来创业板退市机制应逐步具备注册退市、转板退市、强制退市以及并购重组退市等多元化特征。同时,继续优化投资者保护机制。对投资者而言,强制退市、转板退市以及并购重组退市等都意味着利益损失,建议在完善退市制度的同时强化投资者保护机制,保障投资者的合法权益。

三是日常监管从严。创业板试点注册制,对上市公司门槛要求多元化,评价上市公司的标准也会更丰富和复杂。在监管方面,对于拟上市企业的财务和日常信息披露的真实性,需要完善从严监管标准,大幅提高违法成本。另外,需要防止创业板再度出现大量公司集中进行巨额商誉减值的情况。上市公司进行并购重组,其本意和出发点是希望追求协同效应,但商誉计提减值对当期利润产生较大的直接影响,会干扰投资者决策。

# 我国经济发展新动能持续增强

□国家信息中心政策动向课题组

2019年,各地持续深入推动新旧动能转换和新动能发展,社会营商环境持续优化,企业负担持续下降,“三新”经济持续涌现,经济结构进一步优化,新动能发展成效进一步显现,创新能力在世界排名持续提高。展望2020年,云计算、大数据、物联网、人工智能等新一代信息技术将加速向经济社会各个领域渗透,传统经济转型升级速度将明显加快,创新发展和融合发展形成的新业态新模式将在各个领域大量涌现,新型生活性服务业、数字经济和平台经济有望较快增长,新动能对高质量发展的推动作用将更加显著。

## 新一代信息化基础设施更加完备

2019年,我国“三新经济”蓬勃发展。伴随着“互联网+”向生产、生活各领域快速拓展,

云计算、大数据、物联网等信息通信技术与实体经济深入融合,培育出越来越多的新产业、新业态、新模式。在生产领域,形成了一批具有行业影响力

的工业互联网平台,标识解析体系已初步构建,建成了北京、上海、广州、重庆、

武汉等五大国家级节点;由工业企业、信息

通信企业、高校科研院所及其他行业企业共同

组成的工业互联网产业联盟成员已超过1200家,

网络协同制造、管理决策优化、大规模个性化定制、远程运维服务等新模式、新业态不断涌现。

在生活领域,移动APP实现衣食住行全领

域覆盖,第三方支付交易额全球领先,“互联网+

政务/医疗/娱乐/教育/旅游/餐饮/购物/”等

新业态呈现蓬勃发展态势,全方位提升了人民

群众生活、工作、文化、娱乐、教育等方面的生活质量。

2020年我国新动能发展存在五大有利条件:

一是第四次科技革命和产业变革正在由酝酿期进入爆发期。新一代人工智能技术快速发展,正在掀起第四次科技革命和产业变革,推动人类社会迈向智能时代。从数据、算力、算法、技术成本等方面看,智能技术革命的基础条件完全成熟,技术演进已经从导入期进入拓展期,以新能源、新材料、智能制造、大数据以及共享经济为代表的新兴产业呈现快速发展势头。我

国新一轮科技和产业变革大潮已然兴起,信息

技术、生物技术、新能源技术、新材料技术、智能

制造技术等领域成为引领科技创新的重点方向,互联网与工业、农业、医疗、旅游、交通等行业不断深入融合,5G应用快速推广,制造业大规模进行数字化转型,这些都将成为新动能发展的重要源泉。

二是营商环境建设进入了法治化、市场化的发展新阶段。2019年10月8日,国务院常务会议审议通过了《优化营商环境条例(草案)》。这意味着2020年我国营商环境建设将进入更加法治化、市场化和规范化的发展阶段。

三是我国新一代信息化基础设施更加完备。我国已建成全球最大的光纤和4G网络,全国行政村光纤和4G网络通达率超过98%;固定宽带家庭普及率和移动宽带人口普及率达90%左右;IPv6网络和终端准备就绪,已经进入应用阶段。工业互联网的网络、平台、安全三大体系正全方位同步推进,具备行业、区域影响力

的工业互联网平台超过50家,重点平

台平均工业设备连接数近60万台、工业APP达

1500个。

四是高端制造业和现代服务业利用外资有望保持较快增长。外资在我国经济发展中发挥着非常重要的作用,新时代发展新动能需要外资提供强大助力。2020年我国将实施《中华人民共和国外商投资法》,以更大力度放宽市场准入和保护外商在华合法权益,必将更加有利于吸引境外高端资本对我国的流入。

五是企业税费负担将持续下降。按照相关部署,2020年将进一步落实落细减税降费政策,确保制造业等主要行业税负明显降低、建筑业和交通运输业等行业税负有所降低,确保其他行业税负只减不增。

同时,研发经费投入强度不足,核心领域的技术创新能力较落后,监管模式不适应新动能发展趋势,中小企业“融资难、融资贵”等方面仍有待完善。

## 2020年新动能发展步伐加快

2020年新动能发展接续和新动能发展步伐加快。一是农业现代化发展将提速。农业数字化转型将加速推进,云计算、大数据、物联网、人工智能在农业生产经营管理中将获得越来越广泛的应用,新一代信息技术与种植业、种业、畜牧业、

渔业、农产品加工业将更加深度融合。

小农户将加速进入现代农业发展轨道。政府将下大力气,完善针对小农户的扶持政策,通过启动家庭农场培育计划、实施小农户能力提升工程、加强小农户科技装备应用等多种方式,带动小农户发展新产业新业态,提升小农户发展现代农业能力,使其能更好分享现代化农业发展成果。

二是现代制造强国建设将加速。传统产业加速改造升级。政府将进一步支持企业加快技术改造和设备更新,将固定资产加速折旧优惠政策扩大至全部制造业领域。鼓励实施“智能化+”和“互联网+”技改工程,推动冶金、石化、建材、纺织、食品等传统产业,进行设备更新换代、质量品牌提升、智能制造、绿色制造和服务型制造等技术改造,提高先进产能比重。

三是新型服务业方兴未艾。政府将采取多

种措施鼓励与互联网、数字化、智能化技术相

结合的新型生活性服务业快速发展。大力发

展智慧交通,推动大数据、互联网、人工智能、区

块链、超级计算等新技术与交通行业深度融

合,构建泛在先进的交通信息基础设施,大力发

展共享交通,打造基于移动智能终端技术的

服务系统,实现出行即服务。促进社区养老服务

发展,依托“互联网+”提供“点菜式”就

近便捷养老服务,支持连锁化、综合化、品牌化

运营。

新型生产性服务业与实体经济融合发展势头更加明显。鼓励互联网、数字化、智能化技术相结合的新型生产性服务业发展,加快新型生产性服务业与农业融合,探索建立农业社会化服务综合平台,引导农业生产向生产、服务一体化

转型。

平台数据与数字经济加速发展。政府将不

断完善数字经济发展政策体系,依靠信息通

信技术创新驱动,加快推动数字产业化、产业数

字化,促进数字经济与实体经济融合发展,赋能

传统产业转型升级,催生新产业、新业态、新模

式。创新、构建大中小企业融通创新生态、知识产权保护、税收优惠、成果转移转化、科技金融、军民融合、科研体制改革、人才引进和激励等政策措施的落实情况定期开展专项督查和评估,动态颁布并落实改进举措。

加大科技创新支持力度。加大基础研究和

应用基础研究投入,加强原始创新和关键核心

技术攻关。抓紧布局国家实验室,重组国家重点

实验室体系。健全以企业为主体的产学研一体

化创新机制,支持企业牵头实施重大科技项目。

拓展实施国家重大科技项目,突出关键共性技

术、前沿引领技术、现代工程技术、颠覆性技术

的创新。全面加强知识产权保护,健全知识产权

侵权惩罚性赔偿制度,促进发明创造和转化运

用。加大技术改造支持力度,破解低端产能过

剩、高端供给不足的结构性矛盾,促进实体经济

新动能顺利转换。加大产教融合支持力度,构

建产业人才培养培训新体系,完善学历教育与

培训并重的现代职业教育体系,推动教育教学

改革与产业转型升级衔接配套。

建立健全包容审慎协同监管机制。对一些

发展相对成熟的新业态,实行包容审慎监管,

并鼓励龙头企业和行业协会主动制定企业标

准,参与制定行业监管政策。对刚刚兴起的新

业态,本着鼓励创新的态度和宽容对待原

则,设置一定的“观察期”,鼓励其积极发展,对

于发展中出现的问题积极协助解决。对于形

成较大规模但缺乏标准的新兴行业,及时制

定出台相关产品和服务标准,为新产品新服

务进入市场提供保障。对潜在风险大、可能造

成严重不良后果的,严格监管;对非法经营的,

坚决依法予以取缔。

建立适应新动能发展的统计体系。按照现

有的统计体系,这些年来包括中国和美国在内

的世界主要国家的劳动生产率走势正好相反,

出现了持续下降的发展态势。这种“生产率悖

论”表明,第四次科技革命和产业革命带来的

进步成果中绝大多数可能都处于传统统计体

系之外,难以用市场价格来衡量其价值。因而,

适应新动能的变化,积极改革统计体系,将

新业态和新模式带来的社会福利的增长、人

们生活质量的提高充分反映出来,为科学分析

新动能发展形势和评估相关政策效果提供数

据支持。(执笔:高辉清)

建立适应新动能发展的统计体系。按照现

有的统计体系,这些年来包括中国和美国在内

的世界主要国家的劳动生产率走势正好相反,

出现了持续下降的发展态势。这种“生产率悖

论”表明,第四次科技革命和产业革命带来的

进步成果中绝大多数可能都处于传统统计体

系之外,难以用市场价格来衡量其价值。因而,

适应新动能的变化,积极改革统计体系,将

新业态和新模式带来的社会福利的增长、人

们生活质量的提高充分反映出来,为科学分析

新动能发展形势和评估相关政策效果提供数

据支持。(执笔:高辉清)

## 新证券法

### 大幅提升违法违规成本

□国浩律师(上海)事务所资深顾问  
华东政法大学兼职教授 黄江东

我国资本市场长期以来存在违法违规成本过低、法律威慑不足的问题。本次证券法修订的一大亮点是大幅提高违法违规成本。

#### 有效打击违法行为

大幅提高证券违法行为的法律责任,一是有效打击违法行为、维护市场健康发展的需要。资本市场涉及利益大,如果不编制严密的法网,不足以震慑巨大诱惑面前的违法冲动,无法有效打击各种违法违规行为。

二是切实保护投资者合法权益的需要。资本市场存在严重的信息不对称和实力不对等,如果不能从法律制度顶层设计上加强投资者保护,那投资者利益将难以得到维护。

三是逐渐与国际成熟市场接轨的需要。美国对内幕交易可按证券欺诈罪最高处以20年监禁。

以往违法违规行为承担法律责任方面存在突出问题。一是违法责任过轻。法律责任过轻,不但不能有效惩治、遏制违法行为,在成本收益衡量之下,反而有可能“诱发”违法犯罪。

四是重行政责任、轻民事责任,结构失衡。以往主要侧重于行政处罚,在民事责任方面虽然规定了信息披露违法、内幕交易、操纵市场等行为给投资者