

■ 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



新华社图片

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。

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,也是创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需要融资,这是未来创业板发展的强大基础。其次,从市场对创业板的期待来看,有必要区别于科创板定位,上市企业门槛要求可以更加多元化,对新业态新模式企业的包容性更强,并让市场投资者给企业的未来价值进行风险定价。以美国纳斯达克市场为例,虽有50%的上市公司属于高新企业,不过仍有一半是传统行业的上市公司。借鉴其经验,未来创业板可拥有更多元化、更本土化的上市门槛要求,扩大上市企业来源,更多发挥市场定价和筛选的作用,让市场对各类上市企业进行充分地风险定价。

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,积极稳妥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部分和重要创新主体。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,保障投资者的合法利益。

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披的真实性,需要完善从严监管标准,大幅提高违规成本。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度融合,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,标识解析体系已经初步构建,建成了北京、上海、广州、重庆、武汉等五大国家顶级节点;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等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、交通等行业不断深度融合,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年新旧动能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、食品等传统产业升级,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,大力进行设备更新换代,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。

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。

打通政策落实“最后一公里”。针对当前新动能存在的问题,重点对鼓励中小微企业

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

有效打击违法行为

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。

一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层面上加强投资者保护,那投资者利益将难以得到维护。

二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”违法行为。

三是重行政责任、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造成损失的,应当承担赔偿责任,但操作性不强。

四是有的规定不尽合理。如,对信息披露违法行为中,未区分未按规定披露(典型的是延迟披露)和虚假陈述等行为的;在 市场禁入制度中,没有规定被禁入者不得在相关市场交易,而这本应是市场禁入的应有之义。

应尽快制定配套细则

新证券法在法律责任方面,一是普遍加大违法处罚力度,提升违法违规成本。提高罚款倍数,从原来的一至五倍上升到一至十倍;提高固定金额罚款,如对欺诈发行最高可处二千万元罚款,对操纵市场和信息披露违法行为最高可处一千万元罚款。加大对责任人的处罚力度,如对欺诈发行人责任人最高可处一千万元罚款,对信息披露违法的责任人最高可处以五百万元罚款。较之旧证券法,违法违规成本显著提升。

二是完善证券发行相关法律责任制度,保障注册制顺利实施。新证券法全面推行注册制,在放松管制的同时,辅之以严格的法律责任。新证券法将欺诈发行作为性质最恶劣、处罚最严厉的违法行为予以规制。同时新设了股份回购制度,要求欺诈发行人或其控股股东、实际控制人回购其发行的证券。压紧压实中介机构责任,督促其切实起到市场“看门人”作用。

三是完善证券交易相关法律责任制度,维护二级市场交易秩序。新证券法全面提升对证券交易违法行为的打击力度,罚款倍数最高升到违法所得的十倍,对操纵市场、内幕交易的固定金额罚款上限分别升到一千万、五百万元。同时补充规定了利用未公开信息交易的处罚条款。

四是完善民事赔偿相关法律责任制度,优先保护投资者民事权利。设立投资者保护专章,创新多项具体制度。如规定了举证责任倒置,即普通投资者与证券公司发生纠纷时,证券公司应当证明其不存在误导、欺诈等情形;不能证明的,则应承担相应的赔偿责任。总结实践经验,规定了先行赔偿制度等。

五是完善执法保障等相关法律责任制度,促进法律有效实施。新证券法从多方面加强了对执法的保障。规定了对不配合监管的行为,证券监管部门可以直接处以五十万元以下罚款。规定了对出借或借用账户的可以直接予以最高五十万元罚款,这将有利于遏制账户非实名情况,缓解监管执法难度。规定了对证券违法行为纳入诚信档案,有助于发挥综合治理效果。

总体上看,新证券法在法律责任制度的修订上亮点很多、针对性强,其积极意义受到广泛认可。新证券法在加大法律责任的同时,赋予了执法和司法者更多自由裁量空间。笔者建议,证券监管部门应当尽快制定相关配套细则,进一步规范自由裁量权的运用。



韩景丰 摄