关于科创板和注册制的若干思考

◎ 聂无逸 / 文

发展科创板和注册制的试行可以说是当前资本市场最大的热点。2018年11月5日以来，包括证监会、上海市在内的众多部委和地方省市都在密集发声，明确支持并积极准备科创板的问世和注册制的试行。相关的政策讨论也在金融界和学术界热烈展开。各方一致认为发展科创板和试行注册制的意义重大，推出科创板和注册制是深思熟虑的理性选择。涉及到具体实施的技术层面，市场上也存在一些忧虑和担心。

（一）发展科创板和试行注册制正当其时

首先是科创板新股发行的时机问题。2019年国际形势估计依然复杂微妙，国内经济稳增长的同时面临转型的诸多压力。此时科创板的推出有可能直接改变股市资金的供求关系，分流二级市场资金。乐观论者认为，在股市低迷时期启动科创板正是最佳的时机。毕竟市场估值已经没有多少泡沫，对科创板的长线发展来说，低估值无疑也是一大利好。忧虑论者则坚持认为在脆弱的市场面前，不确定性本身依然是最大的风险。倘若再临时叠加不可测的其他市场因素，推出伊始若不顺利，后面的全面推进也会随之变得困难。

从发展全局的角度来说，时机确实不等人。历史告诉我们，改革的时间窗口一旦打开就千万不要错过。当前中国创新科技企业的发展到了一个历史性的关键时期，下一步实体经济转型升级的动力主要就来自创新和创新科技企业。发展直接融资模式推动高新科技产业发展，这是当前资本市场服务实体经济最为迫切的使命，因此必须尽快打开科创板这扇机会之窗。

（二）制度衔接和细节设计是改革成败的关键

即将出台的科创板和注册制要取得成功，改革的先后顺序和整体推进的综合平衡问题尤为关键。

科创板的推出和试点注册制是资本市场改革中的重要一步。科创板包含一系列重大改革，比如新股发行、市场交易、投资者适用性、股权设置等多重制度创新，如果再加上注册制的试行，还会有信息披露制度的优化、不合格企业退出制度和司法诉讼制度的完善等内容。2019年1月30日，证监会和上交所发布了关于科创板和注册制的一系列征求意见稿，后续的政策完善和法律修订将是一个持续的过程。从某种意义上说，建立科创板和试行注册制实际上就是建立一整套全新的股市运行规则。笔者认为，完成如此庞大的制度创新设计工程，要在多层次资本市场重新定位的基础上，认真思考建立科创板的现实路径和次序。比如说，需不需要将这些制度短期内一次性配置到位，需不需要从零开始选择优质科技创业型企业上市，都可以做进一步研究。

在笔者看来，最重要的是尽快把科创板运行机制和相关制度建立和运转起来。尤其是要积极稳妥落实在上海建成科创板并试行注册制，尽快实现科创板二级市场正常交易。笔者认为，二级交易市场是中国股市各种制度运行的基础平台。在大数据时代，交易平台又是监管最有把握的领域，应该是优先考虑的突破环节。建议监管部门可以为科创板的二级市场交易制定更有竞争力的交易机制和优惠政策，确保科创板对市场资金的吸引力。比如，可以在科创板率先实施T+0交易、扩大日涨跌幅乃至废止涨跌停板制度、免征证券交易印花税等。通过实行类似制度的办法促使科创板的二级市场与主板、创业板相比而言交易更加活跃而且风险偏好更加明显，科创板才会凸显出内在机制的竞争力。也只有在这个基础上，基于注册制的信息披露制度、自动退市制度、司法诉讼和救济制度以及投资者适用制度等才可能拥有更加稳定和匹配的客户基础和市场基础。

运行机制确定之后，上市公司的选择就成为重要而且迫切的议题。优秀的上市公司可在很大程度上确保市场初期顺利运行。从目前讨论来看，备选股票的目标主要局限于未上市的高科技企业群体。若是从促进科创板建设和鼓励不同板块之间竞争与互补的角度出发，笔者建议在未上市企业的基础上，进一步扩大科创板挂牌企业的选择范围，比如说可以从创业板和新三板已上市公司中挑选一批符合科创板条件的优秀科技创新型企业，在稳定投资者适当性原则的前提下采用双向选择的办法实现风险与资源的再配置。在笔者看来，借助中介机构双向选择出来的企业，经过了一二级市场的多轮锤炼，企业内在质地比较过硬，在市场中介机构和市场投资者当中也有相当的信誉基础，吸纳这样比较优质的上市公司应该更有利于科创板的稳定运行。从长远来看，鼓励科技创新企业有序自动转板，不仅对于快速建设科创板、确保科创板运转顺畅具有立竿见影的效果，而且对于促进资本市场的内部竞争与制度优化，进而更好地服务于创新型高科技企业，同样也具有不可忽视的积极作用。流水不腐，户枢不蠹。今后不仅上市企业的退市要成为常态，上市企业的转板也应该成为常态，这都是资本市场充满活力的表现。F

>> 作者单位系中国银河证券股份有限公司