

金融是现代经济的核心，资本市场在金融运行中具有牵一发而动全身的重要作用。下一步，资本市场怎么走？

注册制

、重点领域风险防范处置等。《国际金融报》记者拟采访业内人士、相关专家，深度剖析上述任务的重点、难点和关键点。本期关注的是“注册制改革”话题。

2022年8月24

日，创业板注册制改革迎来

两周年。两年来，注册制下创业板

新上市公司355家，总市值超2.6万亿元，IPO募集资金合计超3200亿元，近九成成为高新技术企业，近九成成为战略性新兴产业企业，成为助力中国经济创新发展的高地。

2019年7月22日，科创板

正式开市，首批25家公司上市。从注册制开始实行的短短三年，我国资本市场改革逐步推进、稳扎稳打，已交出一份令各界满意的答卷。

中国证监会

在今年下半年资本市场改革发展七大任务中提出，下足“绣花”功夫，做实做细全面实行股票发行注册制

的各项准备。8月1日，证监会主席易会满表示，以注册制改革为契机，继续全面深化资本市场改革。

全市场注册制渐行渐近。受访人士认为，

注册制下，监管生态更加强调发行人、投资者、中介机构、审核部门、及监管部门归位尽责、各司其责

：监管资源聚焦于市场制度的建设和行为的监管，维护市场“三公”原则；发行人需不断加强修炼内功，规范自身治理；中介机构需真正具备与注册制相匹配的理念、组织和能力；投资人需要更加专业、懂行业、懂市场、懂数据。

待全市

场注册制正式

实行之后，面临的困难不在

上市之前，而在上市之后。

业内人士预计，全面注册制实施之后，意味着多层次、市场化的资本市场逐步形成

，审核效率更高，上市公司的数量将有一个较大的增长。而定价效率、投保力度、信披质量，以及如何进一步引入长期投资资金、企业上市发行股票之后如何持续监管等系列问题，仍然值得未雨绸缪，提高关注认识。

此外，随着证券交易所审核效率的持续提升，六到九个月的平均审核节奏会成为未来A股

上市的新常态，企业的上市时间表更加可控。同时，更多的信息披露责任，也将压实给中介机构。市场也会更加关注中介服务机构的口碑和影响力。审计机构将迎来更多的上市审计相关的业务机会，也要实现自身强化提升，进一步做好资本市场“看门人”的角色。

稳扎稳打，推进改革

近年来，A股扎实推进股票发行注册制改革，稳扎稳打、步步为营，探索出我国特

中国国际进口博览会开幕式上提出设立科创板并试点注册制。

科创板的横空出世，成为里程碑事件。2019年1月30日，证监会发布《关于在上海证券交易所设立科创板并试点注册制的实施意见》；3月1日，证监会发布《科创板首次公开发行股票注册管理办法（试行）》和《科创板上市公司持续监管办法（试行）》，上交所

随后发布系列配套规则，标志着增量市场的注册制正式开启；7月22日，科创板正式开市，首批25家公司上市，中国资本市场迎来了一个全新板块。

此后，注册制持续稳健推进。2020年3月，新证券法正式施行，标志着我国资本市场的市场化、法治化迈上新台阶；5月，上交所推出“科创板发行上市审核2.0”，切实提高效率，优化审核服务；8月24日，创业板试点注册制后首批18家企业上市；12月，《刑法修正案（十一）》通过，大幅提高欺诈发行、信息披露造假等犯罪的刑罚力度。

2021年4月16日，上交所发布《上海证券交易所科创板企业发行上市申报及推荐暂行规定》，强化了科创板的创新

定位；11月15日，北交所

正式开市，定位为服务创新型中小企业，多层次资本市场补齐短板，逐步实现协同互补、错位发展。

2022年7月15日，上交所发布做市交易业务实施细则，对科创板做市交易业务作出

具体细化的交易和监管安排；同月，证监会表示，做实做细全面实行股票发行注册制的各项准备。

8月1日，证监会主席易会满在《求是》上发文称，要始终坚持实事求是，大胆探索、小心求证，以注册制改革为契机，继续全面深化资本市场改革，努力走出一条符合我国国情的资本市场发展之路。

中国特色

和发展阶段特征的三原则，先后推进科创板、创业板、北交所试点注册制，在坚持以信息披露为核心、强化中介机构把关责任、推行市场化定价等国际通行做法的同时，在一二级市场平衡、板块错位发展、投资者保护等方面作出了一系列有特色的机制安排。

安永审计服务合伙人汤哲辉在接受《国际金融报》记者采访时认为，从注册制开始实行的短短三年，我国资本市场改革逐步推进，稳扎稳打，已交出了一份令各界满意的答卷。全面注册制改革即将到来，这将成为我国资本市场继续深化改革的另一个关键节点。

摩根士丹利证券首席执行官钱菁表示，这几年的实践表明，科创板及创业板的注册制试点已经实现了改革的初衷，加强了资本市场对科技创新能力和实体经济竞争力的支持功能，为下一步全面实行注册制奠定了坚实的基础。整体来看，注册制改革对资本市场提高服务实体经济水平和国际竞争力具有巨大的推动作用，支持监管层继续坚定不移地推进全面注册制改革。

成色显现，“双板”生辉

作为我国实行股票发行注册制的第一块“试验田”，成立3年来，科创板通过制度改革，激发了全社会的科技创新活力。同时，作为存量改革的载体，创业板注册制改革也迎来两周年。

2022年4

月，易会满在总结

注册制改革的成果时提到，“目前，

科创板、创业板上市公司

家数分别超过400家、1100家，A股战略新兴行业的上市公司已近2200家，较三年前增长了约900家。生物医药

、新一代信息技术等高科技行业市值占比由三年前的22.2%上升至31.8%；市值前10名的实体上市公司中，高科技行业公司已有4家，而三年前仅有1家。”

普华永道中国资本市场服务部合伙人李雪梅在接受《国际金融报》记者采访时认为，从科创板和创业板注册制改革整体运行情况看，“双板”很好地完成了在资本供给和制度供给两方面寻求突破的使命。注册制改革，将过往因盈利指标、业务模式、公司架构、累计亏损等无法满足现有A股上市条件的企业，纳入境内资本市场体系，使得更多新兴产业领域的优质企业获得上市机会。

三年来，科创板、创业板已经从注册制改革“试验田”成长为A股市场不可或缺的重要组成部分。截至2022年7月，科创板和注册制改革后的创业板首发募集资金达9555亿元。2022年上半年，科创板和创业板更成为A股IPO市场的主力，其IPO数量占比达到72%，融资额占比达到65%。

目前，科创板市场已集聚一批集成电路、生物医药、高端装备制造、新能源等领域的科创企业，“硬科技”成色逐步显现；创业板注册制下，新上市公司近九成为高新技术企业，近六成为战略新兴产业企业。李雪梅认为，资本市场充分促进了科技与资本融合，发挥了引领经济发展向创新驱动转型的功能。尤其是近三年，宏观经济在全球新冠疫情冲击下复苏爬坡的关键时期，A股资本市场对于稳住经济大盘、宏观经济运行在合理区间功不可没。

更重要的是，她强调称，科创板和创业板的实践夯实了注册制改革的决心和信心。这三年来，在规则制定、上市审核、市场化定价发行、二级市场交易等方面积累起的经验和解决新问题的方式方法都将成为进一步推动资本市场长期改革的宝贵财富。

汤哲辉则认为，一方面，科创板和创业板注册制改革，在提高企业发行上市的可预期性方面，起到了重要的表率作用。以往，中国企业谋求国内上市，具有不确定性。注册制推出后，对审核时间和程序做了明确规定，审核过程可控，审核速度更快。据统计数据，科创板企业上市从受理申请到完成注册平均用时8个月左右，审核周期大幅缩短，极大地提高了企业和投资者信心。另一方面，双板的设立，理顺政府与市场关系，积累可复制可推广的改革经验，为其他板块的改革树立标杆。

他进一步分析称，科创板定位“硬科技”，创业板则采取了差异化定位，主要服务于中小创新型企业，支持传统产业与新技术、新产业、新业态、新模式深度融合。上市板块互补，上市标准多元化，市场的包容性更强，建立健全我国多层次资本市场，让资本为科技和创新赋能，为不同类型的优质企业提供融资渠道。

注册生态，归位尽责

证监会在下半年资本市场改革发展七大任务中提出，扎实推进股票发行注册制改革。下足“绣花”功夫，做实做细全面实行股票发行注册制的各项准备。

长江证券承销保荐

总裁王承军表示，沪深主板实施注册制，投行机遇与挑战并存。一方面，投行需提升自身的品牌影响力，以获得客户的认可；另一方面，投行提出的种种规范举措，能够让客户理解并且成功贯彻落实，这也是挑战。为抓住机遇，我们采取的一个重要举措是投行团队本地化，随时与客户就内控体系建设等上市有关问题进行及时沟通和整改：一方面总结过去一些主板行业上市的痛点和缺陷，进行有效完善和规避；另一方面，从小抓起，并进行本地化团队服务。

实际上，不仅是券商投行等中介机构，市场各方皆面临考验。“注册制下，监管生态更加强调发行人、投资者、中介机构、审核部门、及监管部门归位尽责、各司其责。”李雪梅说。

一是注册制审核与传统板块的核准制相比，最大的区别在于以信息披露为中心，减少了核准制下对持续盈利能力的实质判断。在注册制下，监管层只需要审核发行人信息披露是否真实、准确、完整；而企业是否具有持续盈利能力、是否具有投资价值的问题交给市场来判断。注册制下不仅仍然需要监管，而且需要“强监管”，监管资源聚焦于市场制度的建设和市场行为的监管，维护市场“三公”原则。“监管的归监管，市场的归市场”是对注册制最精准、最简洁的解读。

二是注册制对发行人质量要求更高，发行人需不断加强修炼内功，强化自身科技含量和抗风险能力，规范自身治理。

三是注册制强调以信息披露为核心，这对中介机构提出了更高的要求，进一步要求中介机构真正具备与注册制相匹配的理念、组织和能力。

四是注册制下，新股的发行和定价通过市场化方式决定，让市场选择真正有价值的企业，促进优胜劣汰。资本市场投资者也需要具有更专业的理解业务的能力、更强的管理投资组合能力以及对风险事件的承担能力。从2022年上半年的市场数据来看，新股首日收盘价破发已经经常出现，无差别打新股无风险套利的局面基本上被打破，投资者需要静下心来研究招股书等上市文件，充分识别风险，认认真真研究企业的价值。

汤哲辉则表示，首先，市场各方主体应该在理念和思想上完成转变。全面注册制下，企业投资价值的良莠将交由市场投资者进行判断。这需要投资人更加专业，懂行

业、懂市场、懂数据。机构投资者和专业投资人的比例将大幅度提高。

其次，把定价权和筛选权交给市场，形成市场化、常态化的退出机制。通过信息披露严把入口关的同时，制定更加严格的退市制度，是注册制成功和提高上市公司质量的重要条件。未来的市场，投资者必然更加关注企业自身的素质。随着退市机制的不断完善和注册制的推行，“有进有出、优胜劣汰”。全面注册制下，将打造一个规范、透明、开放、有活力、有韧性的资本市场。

另外，监管方面，将始终坚持信息披露管理。截至2022年6月30日，上交所科创板在审核环节累计终止159家，淘汰率约23%，并且通过现场督查等方法，有效监控，减少带病申报的情况。未来，为了保障全面注册制的平稳落地，信息披露监管目标将在关注真实性、准确性、完整性和及时性的基础上，更加强调信息披露的有效性、针对性、简明性和可比性。

未雨绸缪，多措解难

伴随全市场注册制的脚步愈发临近，业内人士预计，全面注册制正式实行之后，面临的困难不在上市之前，而在上市之后。

在汤哲辉看来，全面注册制实施之后，意味着多层次、市场化的资本市场逐步形成，审核效率更高，上市公司的数量将有一个较大的增长。

一方面，新股发行市场化、新股破发或将常态化，以及退市从严加上渠道多元化，投资者将更加关注企业的长期成长价值和内在价值。部分科创属性不足，业绩一般的“小市值”个股，其流动性和再融资问题将逐渐显现。企业家也需要改变思路，不仅仅是传统的市值管理，更要把更多的精力放在企业战略规划和价值提升。

另一方面，与核准制相比，注册制意味着监管层将监管的重心由发行审批阶段的事前监管，转移到了企业上市之后的事后监管。至于企业上市发行股票之后如何持续监管，这将成为决定注册制成败的关键。因此，后续仍需要出台配套的监管、追责和处罚机制并严格执行，严厉打击财务造假、内幕交易等违法行为。

李雪梅则认为，未来的难点首先是定价效率的问题。不同业态的公司面临不同的风险，全面注册制后对风险定价的成熟度如何需要更长时间的观察。随着全面注册制的实施，新股定价会更加市场化，建议相关各方深入了解发行人经营情况，加强研究估值定价能力。

其次是投资者保护的力度。期待有更多的改革措施，能够加强落实事后监管，对于信息披露不充分、存在虚假、误导信息的情况能够在事后有效识别，对于投资者保护的措施能够快速落地，市场主体的责任边界划分清晰、合理，各种违法行为能够依法及时纠正，以科学、专业的监管维护市场长期稳定发展。

第三，进一步提高招股书等信息披露的质量。证监会于今年年初发布的《关于注册制下提高招股说明书信息披露质量的指导意见》也旨在提升招股书质量。拟IPO的企业在编制招股书时要注意从投资者有用性的角度改进招股书的披露，减少八股文式的流水账。

第四，为资本市场进一步引入长期投资资金。注册制改革推动了A股的扩容，为居民资产配置提供了更多选择。今年4月，国务院办公厅发布了《关于推动个人养老金发展的意见》，个人养老金资金账户资金可用于购买符合规定的银行理财、储蓄存款、商业养老保险、公募基金等金融产品。未来，可考虑通过逐步提高个人所得税方面的优惠力度和养老投资保护力度，将庞大的居民财富逐步引入资本市场。

责任压实，强化提升

全市场注册制渐行渐近，信息披露质量越来越高，对于审计机构也提出了更高要求。

证监会8月19日发布的《2021年上市公司年报会计监管报告》显示，证监会组织专门力量抽样审阅了682家上市公司2021年度财务报告。年报审阅发现，上市公司执行企业会计准则和财务信息披露规则整体质量较好，但部分上市公司仍存在对准则理解和执行不到位的问题。

证监会表示，将积极做好资本市场注册制改革配套服务工作。上市公司和会计师事务所等中介机构应及时发现并改正财务报告编制中存在的错误，稳妥做好公司财务信息披露相关工作，不断提升资本市场财务信息披露质量。

“在A股资本市场全面推行注册制，首先会给审计机构带来更多的上市审计相关的业务机会。”李雪梅认为，随着注册制下发行上市条件的多元包容和不同上市板块间的错位发展，企业会更容易找到适合自己上市的板块。而且，随着证券交易所审核效率的持续提升，六到九个月的平均审核节奏会成为未来A股上市的新常态，企业的上市时间表更加可控。

其次，注册制也意味着对审计质量的要求和期待相应提高。注册制下资本市场各方归位尽责。监管机构将更注重事中、事后监管和针对重大问题的专项检查；而确保企业上市时呈报高质量的财务报告和信息披露的重任就落在了会计师事务所等中介机构身上。注册制下发行人多样性，也对审计机构的执业水平提出了更高的要求。审计师

需要始终保持“本领恐慌”，不断更新自身知识结构，关注创新行业的发展和科技进步在经济生活中的场景应用。

汤哲辉表示，全市场注册制，强调责任归位，责任压实。这也是未来资本市场的发展方向，即将更多的信息披露责任压实给中介机构。市场也会更加关注中介服务机构口碑和影响力。中介机构的资本市场服务质量，一定程度上决定了资本市场配置资源的作用和质量。

“从审计机构角度来说，首先要把质量放在第一位。”他进一步分析称，科创板从注册制，到后面细则出台，监管措施不断地落地完善，对资本市场违法犯罪行为“零容忍”。审计机构要做好资本市场“看门人”的角色。

另一方面，数字时代下，新型的舞弊手段涉及大量信息技术，造假手法越来越隐秘。审

计师也要

与时俱进，利用数

字化的侦查手段和更先进的工具，武

装自己。安永

坚持创新、与时俱进，如研发出反舞弊的“尖端武器”，通过大数据分析等先进的可视化分析技术，重点识别异常交易。再比如，通过用户画像对刷单等行为的特征向量进行深入分析，利用聚类与离群分析方法对用户交易进行分类，从而有效定位异常行为等。

未来，为

进一步贯彻落实监

管压实中介机构责任的要求，据李雪

梅介绍，普华永道

将主要从四个方面进行强化和提升：

一是加强企业文化建设

，强调会计恪守职业操守、遵循专业标准、对执业行为进行自我约束的重要性，配得起“资本市场看门人”这个角色。二是持续培养高素质的人才。三是借助科技力量提升审计效率和效果，加大对数字化审计、智能化审计方法和工具的投入与运用，借助科技

手段提升审计效率和效果。

四是继续加大对风险管理、会计准则
专业技术、审计方法论等部门的资源投入，严把审计质量。

本文源自证基风云