

◆ 近日，党中央、国务院批准了《全面实行股票发行注册制总体实施方案》。2023年2月17日，中国证监会发布实施全面实行股票发行注册制的相关制度规则，证券交易所、全国股转公司、中国结算、中证金融、证券业协会配套制度规则同步发布实施。2023年4月10日，沪深交易所主板注册制首批企业上市交易，股票发行注册制改革全面落地。

◆ 注册制改革是资本市场改革的“牛鼻子”工程，是一场触及监管底层逻辑的变革、刀刃向内的变革、牵动资本市场全局的变革，有力加快建设中国特色现代资本市场，有效完善社会主义市场经济体制，大幅提升资本市场服务实体经济高质量发展的能力和水平。

◆ 2019年到2023年1月底，共有85家公司强制退市，数量超过前20年的总和。A股市场“退市难”的局面被打破，市场参与主体对从严执行退市制度建立了预期。未来，强制退市、主动退市、并购重组、破产重整等多元退出渠道将更趋畅通。

◆ “注册制改革绝不是一放了之，而是要从我国国情出发，坚持放管结合、加强监管”。

2023年4月10日，沪深交易所主板注册制首批10家企业上市仪式在北京、上海、深圳三地连线举行，“牵一发而动全身”的注册制改革扣上最后也是最为关键的一环，拉开了继往开来的大幕。

近年来，伴随着我国成为世界第二大经济体，资本市场也站上了高质量发展、建设中国特色现代资本市场的新跑道。

2019年2月，中共中央总书记、国家主席、中央军委主席习近平在主持中共中央政治局第十三次集体学习时指出，要建设一个规范、透明、开放、有活力、有韧性的资本市场，完善资本市场基础性制度，把好市场入口和市场出口两道关，加强对交易的全程监管。

为有效推动资本市场完善要素资源市场化配置体制机制，让市场在资源配置中起决定性作用，注册制改革成为重大改革事项。

注册制改革的本质，是把选择权交给市场，强化市场约束和法治约束，提高直接融资比重，提升资本市场服务实体经济水平、助力国家战略能力。

党的十八大以来，以习近平同志为核心的党中央高度重视股票发行注册制改革。2018年11月5日，习近平总书记在首届中国国际进口博览会开幕式上宣布，在上海证券交易所设立科创板并试点注册制。这标志着注册制改革进入启动实施阶段。中央

深改委会议多次审议有关注册制改革的方案，“注册制”曾两次写入中央全会文件，七次写入政府工作报告。

根据党中央、国务院决策部署，注册制改革按照试点先行、先增量后存量的路径稳步推开。

从设立科创板并试点注册制，到创业板改革并试点注册制，到北京证券交易所试点注册制，再到全面实行股票发行注册制改革……4年多来，我国资本市场坚持“尊重注册制基本内涵、借鉴全球最佳实践、体现中国特色和发展阶段特征”的原则，突出“把选择权交给市场”的注册制改革本质，统筹推进资本市场基础制度改革、同步加强监管，持续探索一条资本市场一般规律与中国智慧相结合的具有中国特色的注册制改革之路。

近日，党中央、国务院批准了《全面实行股票发行注册制总体实施方案》。2023年2月17日，中国证监会发布实施全面实行股票发行注册制的相关制度规则，证券交易所、全国股转公司、中国结算、中证金融、证券业协会配套制度规则同步发布实施。2023年4月10日，沪深交易所主板注册制首批企业上市交易，股票发行注册制改革全面落地。

以此为标志，我国的注册制改革走过了增量试点起步、存量试点扩围、全市场推广的改革历程。注册制改革是资本市场改革的“牛鼻子”工程，是一场触及监管底层逻辑的变革、刀刃向内的变革、牵动资本市场全局的变革，有力加快建设中国特色现代资本市场，有效完善社会主义市场经济体制，大幅提升资本市场服务实体经济高质量发展的能力和水平。随着全面注册制的实施，我国资本市场将迎来更多积极变化，在新的历史时期以更大活力、更强韧性服务实体经济高质量发展。

从“试验田”走向“全市场”

中国的资本市场起步于计划经济向市场经济转轨时期，股票发行由早期采用审批制，过渡到核准制管理。

党的十八届三中全会首次提出“推进股票发行注册制改革”。这项改革涉及面广、系统性强、任务艰巨，既是资本市场发行端的改革，更是对市场基础性制度、各参与主体能力水平的集中试炼。“注册制实施后，我国资本市场步入了崭新的历史阶段。”中信建投证券总裁李格平表示。

经过反复磨合、不断凝聚共识，注册制改革最终确定了由增量到存量，以资本市场板块为载体分步骤推进的改革路径。

试增量——2019年6月13日，上交所科创板正式开板，成为注册制改革的第一块“试验田”。2019年7月22日，首批科创板公司鸣锣上市。第一家同股不同权的企业、第一家未盈利企业、第一家红筹企业、第一家CDR企业相继落地生根、开花结果。

灵活、有弹性的股权激励机制，创新的非公开询价转让，贴合市场需求的并购重组、再融资制度，便捷的小额快速再融资审核机制……科创板的每一项制度创新，既富有中国特色，又不断提高市场化的“含金量”。

通过科创板试点，注册制制度规则的“四梁八柱”基本建成、运行良好，以信息披露为核心的发行上市制度经受住了市场检验，交易、退市等关键制度创新成效显著，系统性改革向纵深迈进。

扩存量——2020年4月27日，中央全面深化改革委员会第十三次会议审议通过《创业板改革并试点注册制总体实施方案》。当年8月24日，创业板改革并试点注册制正式落地。注册制试点由此从增量市场走向存量市场。

创业板改革并试点注册制涉及800多家存量上市公司、4600多万存量投资者，改革充分考虑了存量投资者的风险承受能力、交易习惯以及对存量上市公司的监管做法，在制度设计上沿用科创板行之有效做法的同时，也针对创业板公司实际作出了差异化制度安排。

2021年11月15日，北京证券交易所揭牌开市，同步试点注册制。与科创板、创业板形成区别，北交所定位于“打造服务创新型中小企业主阵地”，三个交易所形成错位互补的发展格局。

一子落，全盘活——4年多来，注册制改革带来的变化是全方位的、根本性的。资本市场服务实体经济特别是科技创新的能力大幅提升。截至2022年底，注册制下的上市公司共计1075家，首发融资1.2万亿元，均占到全市场的一半以上。一批处于“卡脖子”技术攻关领域的企业登陆资本市场，在集成电路、生物医药、新能源、新材料、高端装备制造等行业形成产业集聚。2022年，我国企业IPO融资规模位居全球第一，筹资金额占全球的50%。

4年多来，资本市场的法治建设取得重大突破。新证券法、刑法修正案（十一）实施，虚假陈述民事赔偿司法解释、刑事案件追诉立案标准等配套制度出台，中办、国办印发《关于依法从严打击证券违法活动的意见》，中国特色的证券集体诉讼制度首案判决……资本市场法治建设取得一系列重大突破，投资者权益得到更好保护。各类市场参与主体对法治的敬畏意识明显增强，市场预期更加稳定，资本市场的活力、韧性不断焕发出来。

4年多来，在全面深化资本市场改革的推动下，资本市场优胜劣汰的机制更加完善，市场结构和市场生态发生深刻变化。战略性新兴产业上市公司超过2500家，较2019年初增加了1000多家，市值占比由25.9%提升至41.1%。公募基金、社保基金、保险机构等机构投资者持有流通市值的比重，由2019年初的15.7%提高至2022年末的19.9%，个人投资者交易金额占比降至60%左右。炒小炒差、追涨杀跌等投机行为显著减少，资金向盈利能力强、科技含量高、成长性好的企业集中，显现出优质优价的趋势，长期、理性、价值投资逐渐成为市场主流。

## 助力资本市场提质增效

全面注册制改革是我国资本市场进一步提质增效的重要动力。业内人士普遍认为，在全面注册制时代，资本市场朝着“打造一个规范、透明、开放、有活力、有韧性的资本市场”总体目标加速前行，实现高质量发展。

把选择权交给市场。把选择权交给市场，是注册制改革的“题眼”。

全面注册制改革总结试点注册制经验，推广实践证明行之有效的制度，坚持交易所审核和证监会注册各有侧重、相互衔接的基本架构审核注册程序进一步优化。与核准制相比，实行注册制不仅涉及审核主体的变化，更重要的变化体现在四个方面：一是理念的变化，坚持以信息披露为核心，监管部门不对企业的投资价值作判断。二是把关方式的变化，主要通过问询把好信息披露质量关，压实发行人信息披露第一责任、中介机构“看门人”责任。三是透明度的变化，开门搞审核，审核注册的标准、程序、问询内容、过程、结果全部公开，监督制衡更加严格，让公权力在阳光下运行。四是监管执法的变化，对欺诈发行、财务造假等各类违法违规行为“零容忍”，露头就打，实行行政、民事、刑事立体处罚，形成强有力的震慑。

沪深交易所主板注册制首批10只新股，在市场化定价机制下，8只新股发行市盈率高于23倍、2只低于23倍，首批公司询价、定价总体符合市场规律和投资者预期。10只新股的有效网上申购户数均超过千万户，其网上打新人数、中签率均保持平稳。

一个统一，三个统筹。全面注册制改革涉及的制度规则共165部，包括证监会发布的制度规则57部，证券交易所、全国股转公司、中国结算等发布的配套制度规则108部，内容涵盖发行条件、注册程序、保荐承销、重大资产重组、监管执法、投资者保护等各个方面。

证监会表示，全面注册制改革注重把握好“一个统一”和“三个统筹”。“一个统一”即统一注册制安排并在全国性证券交易场所各市场板块全面实行；“三个统筹”包括统筹完善多层次资本市场体系、统筹推进基础制度改革、统筹抓好证监会自

身建设。

“改革明确了注册制下公司如何进入资本市场、怎么发行上市的问题，解决了市场化定价的问题，还在法规、监管、市场参与主体关系和市场交易行为等各个方面作出改革，予以配套、协调。”在上海市原常务副市长屠光绍看来，全面注册制改革对资本市场具有历史性、标志性、基础性、系统性四大变革意义。

完善规则，监督制衡。全面注册制改革下，以板块为载体的注册制试点制度规则统一、固定为适用于全市场的发行注册管理办法制度安排。监管部门同步完善了监督制衡机制，进一步明确上市委、重组委的工作要求。

改革后，沪深交易所主板突出大盘蓝筹特色，重点支持业务模式成熟、经营业绩稳定、规模较大、具有行业代表性的优质企业，相应设置多元包容的上市条件，并与科创板、创业板拉开距离；科创板突出“硬科技”特色，继续发挥资本市场改革“试验田”的作用；创业板主要服务于成长型创新创业企业；北交所与全国股转系统共同打造服务创新型中小企业主阵地。

全链条联动式改革。“注册制改革是涉及资本市场基础制度的全链条联动式改革。”中国资本市场研究院院长、中国人民大学原副校长吴晓求认为，链条前端起始于发行上市制度，并购、信息披露、监管主体、退市机制、打击违法违规、法律制度建设等各个层面，也都作出彻底调整，以此推动完成中国资本市场全链条的市场化改革。

全面注册制下，资本市场入口、出口同步改革，常态化退市机制更加健全，再融资和并购重组实行注册制，让“市场之手”更好作用于资源配置，促进上市公司高质量发展、优胜劣汰。

2019年到2023年1月底，共有85家公司强制退市，数量超过前20年的总和。A股市场“退市难”的局面被打破，市场参与主体对从严执行退市制度建立了预期。未来，强制退市、主动退市、并购重组、破产重整等多元退出渠道将更趋畅通。

## 释放活力 加强监管

全面注册制突出“把选择权交给市场”，是更好处理“有效市场”和“有为政府”关系的真招实招，是服务中国式现代化、构建高水平社会主义市场经济体制的题中应有之义。

一方面，全面注册制将推动资本市场更好落实“两个毫不动摇”，更多符合国家战略、顺应经济转型发展方向的企业将通过资本市场发展壮大，市场活力和内生动力

将充分释放。

申万宏源证券研究所首席经济学家杨成长认为，全面注册制改革既能提升资本市场服务大型国有企业混合所有制改革的能力，也能推动资本市场服务下沉，更好支持中小微企业、未盈利企业、处于生命周期早期的企业发展。

数据显示，随着注册制改革推进，国资委管辖的98家中央企业资产证券化率由2018年的14.2%增至2021年的16.1%；2021年中央企业和地方国有企业控股的上市公司中分别有13户和25户新引入了持股比例5%以上的战略投资者；期间，国有企业积极通过并购重组实现混改，优化产业链布局、更好发展主业，国有资本投资布局更为优化。

2019年~2022年11月底，科创板共上市486家科创企业，总市值超过6万亿元，IPO融资额超过7300亿元，占同期境内A股市场首发融资总额的40%以上。2022年，上交所IPO融资额位列全球第一。

2020~2022年，深市上市公司高成长动力强劲，整体营业收入、净利润3年复合增长率分别达15%、17%，涌现出一批诸如宁德时代、比亚迪、迈瑞医疗、海康威视、汇川技术等优质的链主型企业。

上交所总经理蔡建春在“上交所股权投资机构交流会”上介绍，科创板畅通了股权投资机构在科技创新行业的“募投管退”全环节，实现了创投资本与机构投资者的有序“接力”。

作为创投机构的一员，德同资本董事长邵俊对此深有感触，“全面注册制综合考虑预计市值、收入、净利润、现金流等综合上市指标，相比以往更加注重企业未来的发展。”他说，全面注册制下的资本市场将成为企业价值的“试金石”，资金将集中流向真正潜力大、愿景好、价值高的企业。

另一方面，全面注册制下，证券监管部门加快监管转型。

“注册制改革绝不是一放了之，而是要从我国国情出发，坚持放管结合、加强监管”。证监会主要负责人指出，改革体现“先立后破、放管结合”的思路，强化事前事中事后的全过程监管，在“放”的同时加大“管”的力度，督促各市场参与主体归位尽职。

证监会有关部门负责人介绍，证监会将加大发行上市全链条各环节的监管力度。坚持“申报即担责”，压实发行人及实际控制人责任；督促中介机构归位尽责，加强能力建设；加强发行监管与上市公司持续监管的联动，规范上市公司治理。同时，

以“零容忍”的态度严厉打击欺诈发行、财务造假等违法违规行为，切实保护投资者合法权益。

“注册制改革是一场涉及监管理念、监管体制、监管方式的深刻变革。”在北京证监局局长贾文勤看来，全面注册制下，资本市场各类参与主体及其行为将更加复杂多元，资本市场受到的内外部影响因素也将增多，这必然对监管能力提出更高要求，必须坚守监管主责主业，加大发行上市全链条各环节监管力度。

据了解，下一步证监会将持续深化“放管服”改革，加快监管转型，把工作重心转向统筹协调、规则制定、监督检查、秩序管理、环境创造，提高监管能力。近年来，为打造廉洁的注册制，证监会和驻证监会纪检监察组惩防并举，一手抓重典治乱、清除存量，一手抓源头治理、遏制增量。

交易所相关负责人表示，将进一步强化审核公开、透明和可预期性，加大“开门办审核”力度，做到职责明确、责任到岗、分级把关、集体决策、有效制衡。

## 有力加快建设中国特色现代资本市场

随着沪深交易所主板注册制首批企业上市，“注册制”将成为资本市场在新阶段改革发展的常态。

与此同步，我国资本市场正进一步完善基础性制度，共同推动注册制改革走稳走深走实，加快建设中国特色现代资本市场。证监会将完善发行承销制度，约束非理性定价；改进交易制度，优化融资融券和转融通机制；完善上市公司独立董事制度；健全常态化退市机制，畅通多元退出渠道；加快投资端改革，引入更多中长期资金；支持全国股转系统探索完善更加契合中小企业特点的基础制度。

展望未来，各方普遍预期，资本市场将迎来更多积极变化。

更好服务实体经济和科技创新。资本市场服务实体经济和科技创新的功能将得到更好发挥，更多处于“卡脖子”技术攻关领域的“硬科技”企业和高新技术企业将借助资本市场成长壮大，更多社会资本将积极参与投早、投小、投科技、投未来。

“全面注册制为更多资质优秀、发展前景良好的细分龙头企业提供了融资渠道。多层次资本市场叠加市场化的发行、交易机制，将助推我国产业升级，资本市场也将更高效地服务实体经济发展。”上海交通大学上海高级金融学院教授、副院长李峰表示。

持续完善关键基础性制度。随着全面注册制的实施，资本市场关键基础性制度将更

趋完善，二级市场定价效率将进一步提升，A股将更好形成进出有序、优胜劣汰的格局。再融资和并购重组制度也将更加市场化，审核效率将进一步提高。

完善多层次资本市场体系。全面注册制下，各市场板块的定位更加明确，多层次资本市场体系覆盖不同行业、不同类型、不同成长阶段的企业，更好形成错位竞争、协调互补发展的格局。同时，各板块将通过IPO（挂牌）、转板、分拆上市、并购重组加强有机联系。

推动资本市场生态更趋优化。全面注册制下，上市公司结构、投资者结构、市场估值体系将继续发生积极变化，科技类公司占比、专业机构交易占比将进一步上升，资本市场“优质优价”的趋势将更为明确，市场秩序更加规范，生态更加完善。

“高质量的资本市场离不开高质量的上市公司，全面注册制有助于强化上市公司的资本市场基石作用。”中国上市公司协会会长宋志平说，全面注册制下，建设高质量的上市公司是一场“接力赛”，需要持之以恒、久久为功，需要监管机构、上市公司、中介机构和投资者坚定信心、同心同德，各自完成好自己的“一棒”。

可以预期，全面注册制将成为推动构建融资功能完备、基础制度扎实、市场监管有效、投资者合法权益得到有效保护的多层次资本市场体系的重要引擎，有力加快建设中国特色现代资本市场，为国家科技自立自强、产业转型升级、国民经济高质量发展注入澎湃动能。

文 | 《上海证券报》记者 叶国标 马婧妤 祁豆豆 林淙

刊于《瞭望》2023年第16期

来源：《瞭望》