

# 增强我国资本市场功能的对策研究

马晓楠<sup>1</sup> 于清华<sup>2</sup>

(1.中国刑事警察学院,沈阳 110035;2.沈阳经济区产业基金管理公司,沈阳 110167)

**内容提要:**资本市场的功能是否充分发挥,是判断资本市场运行效率的根本标准。我国资本市场的国民经济晴雨表功能、普惠金融功能、引领社会资源优化配置功能未充分发挥出来。本文分析了基础制度对资本市场功能的影响加重以及市场主体对资本市场功能的影响机制,将深化注册制改革作为完善资本市场基础制度的关键和核心,提出了注册制改革与退出机制建设同步推进、注册制改革与优化资本市场环境协调互动的观点,以及提高资本市场参与主体的质量、健全完善资本市场基础制度的措施。

**关键词:**资本市场 注册制 上市公司 散户 机构投资者

**中图分类号:**F832.5 **文献标识码:**A **文章编号:**1672-9544(2021)12-0095-08

## 一、引言

资本市场的建设和发展,是我国改革开放的重大成果。从1990年上海证交所建立至今,经过30多年的发展,资本市场基础制度体系日益健全,以主板、创业板、科创板、新三板为主的多层次资本市场体系基本建立,资本市场规模居世界第二位。资本市场在优化资源配置、推动经济发展和产业结构优化升级、规范现代企业制度等方面发挥了不可替代的重要作用,为进一步改革创新、健康发展奠定了坚实基础。但与成熟资本市场相比,与我国实现高质量发展的要求相比,我国资本市场的功能还没有充分发挥出来。一是没有发挥出国民经济晴雨表功能。21世纪以来,我国国内生产总值从十几万亿元人民币增长到2020年的百万亿元人民币,在20年时间内国内生产总值增长近9倍。但从上证指数

看,在2000年和2020年的大部分时间里,上证指数都在2000点到3000点之间。如果将考察的时间范围放到2008年到2020年,上证指数从2008年最高6000多点跌落到2020年最高3000多点,股市状况与经济发展状况不符。二是普惠金融功能严重缺失。资本市场理应使广大投资者分享经济发展成果,增强投资者在经济发展中的获得感。从1900年到2017年,美国股票市场的年化收益率为10%,发达国家股票市场年化收益率平均为8.4%。21世纪以来,新兴市场国家股票市场的年化收益率平均为7.4%。我国股市从2007年到2020年,股价增长10倍以上的股票有200只,股价增长5倍以上的股票有1000只,由于受垃圾股的拖累,从整体上看,几乎没有收益,甚至高达70%的散户投资者严重亏损<sup>①</sup>。三是引领社会资源优化配置的功能弱化。资本市场最核心的功能是通过资本的优化配置引领各

〔收稿日期〕2021-10-10

〔作者简介〕马晓楠,讲师,金融学博士,研究方向为金融风险;于清华,投决会主席/CEO,研究员,研究方向为政府投融资。

〔基金项目〕辽宁省社会科学规划基金项目(L17BFX003)。

类社会资源的优化配置。考察这一功能的实现程度,从根本上要看上市公司发展质量与股价涨幅是否高度正相关。只有高度正相关,才能引导社会资本向高质量公司聚集。在具体方法上,主要是考察和评估资本市场的信息效率,即信息的透明度、传递效率和股价是否能充分迅速对市场上的信息做出反应,其反应的速度和程度是市场配置效率的体现。我国股票价格总体上与经济发展脱节,投机氛围浓厚,一些造舆论、蹭热点的公司大肆圈钱,致力于创新和高质量发展的公司反而受到冷落。

### 二、基础制度对资本市场功能的影响机制分析

资本市场基础性制度架构不完善,导致市场运行机制难以充分有效地发挥作用,是资本市场功能性弱化的主要原因。资本市场是市场经济的特殊表现形式,各市场主体需要在制度规则框架内运行,各项规则制度对市场主体的质量和行为有重大影响,对市场机制作用的发挥有决定性作用。进入规则、退出规则、竞争规则是市场经济基础制度体系的三个主要方面。

#### (一)市场进入的基础性制度与资本市场功能

资本市场的市场进入规则,就是通常所说的企业上市规则。公司首次公开发行股票,条件严格、程序复杂,是受法律规制最多的环节<sup>[2]</sup>。行政壁垒过高,使上市公司成为稀缺资源,新股发行长期存在高发行价、高市盈率、高超募的“三高”现象。市场进入的基础制度主要有以下三个方面的问题:

##### 1.法律手段弱化,行政干预过多

在资本市场的基础制度架构中,《证券法》是最基础、最根本的制度。除此以外,还有众多的行政法规、部门规章以及规范性文件。特别是一些规范性文件,是针对某一时期的特定问题制定的,但一出

台就具备了法的效力,只要没有明确的废止意见,就一直有效。依据这些规范性文件,主管部门进行窗口指导。比如,《证券法》规定企业主板上市的财务指标要求是连续3年盈利且净利润累计不低于3000万元,企业创业板上市的财务指标要求是连续2年盈利且净利润累计不低于1000万元。可在窗口指导下,实际要求的财务指标远远高于《证券法》的规定,在主板上市,上市前一个会计年度的净利润一般要达到1亿元;在创业板上市,上市前一个会计年度的净利润一般要达到8000万元。即使达到了更高的标准,还要排队等待,等待时间有时长达3年或5年。行政化的市场监管经常采用“一刀切”的办法,比如,因湘鄂情等个别餐饮企业炒作股价,而对整个餐饮企业关闭了资本市场大门,迫使海底捞等龙头企业赴海外上市。行政干预过多还体现在自由裁量权过大上,比如企业IPO在业务独立、资产完整、关联交易等审核方面,各项标准和条件没有做到具体明确,导致主管部门有很大的自由裁量权。

##### 2.过分强调规模和盈利指标,对企业持续发展能力关注不够

对主板和创业板而言,财务指标的合理性以及盈利能力的持续性,对企业能否上市具有一票否决权。这导致一些发展潜力大、创新能力强的公司在企业发展的关键阶段无法上市融资。从2000年到2019年,我国在境外上市的龙头企业中,满足主板IPO财务条件的企业共83家,满足创业板IPO财务条件的企业共106家,分别占我国同期境外上市企业总量的58%和74%,如果按窗口指导的财务条件,这一比例均不到30%。由于过分关注盈利指标,我国很多“独角兽”企业无法在境内上市,导致企业在境内赚取利润却通过在香港或境外上市为外国投资者带来丰厚回报。如腾讯控股2004年在香港上市,发行价为3.7港元/股,现在的股价已超过400港元/股,截止到2020年底,累计分红达184亿港

元。如果从发行持有到 2020 年底,累计收益将超过 500 倍<sup>[3]</sup>。

### 3.新股发行由政府控制,无法反应市场供求状况

新股发行,无论是首发还是增发,都由政府通过行政手段进行控制,这导致新股发行与市场行情脱节。在欧美国家成熟的资本市场上,在牛市期间,新股发行相对容易且企业发行新股的积极性高,市场有效供给扩大,可以起到给股市降温的作用。在我国,新股发行行政干预过度,导致市场机制难以有效发挥作用。

#### (二)市场退出的基础性制度与资本市场功能

对大多数有形产品而言,企业或产品的退出,可以通过市场机制自发完成。由于资本市场的代表性产品股票的特殊性,对其价值判断取决于专业能力、投资经验等多种因素,存在信息不对称、欺诈炒作等多种情况,为保护投资者特别是中小投资者的利益,夯实资本市场发展的基础,资本市场的退出机制必须政府“看得见的手”和市场“看不见的手”共同发挥作用。观察成熟资本市场可以看到,每年上市的企业数量和退市的企业数量相差不大,上市公司的数量总体保持平衡。以美国纽约证交所为例,每年新上市企业 200 家到 300 家,每年退市企业也在 200 家到 300 家之间,上市公司数量稳定在 3000 家左右<sup>[4]</sup>。我国《证券法》规定的主板和创业板退市的条件有三类,分别是违法违规类、股票交易类、财务类,财务类指标主要是净利润为负、净资产为负、年营业收入低于 1000 万元这三个指标。从以往经验看,真正能发挥作用的是净利润为负这个指标。但这一指标却给了劣质公司很大的回旋余地和操作空间。首先,企业需要连续 4 年净利润为负才能被要求强制退市,这为劣质公司提供了操控时间;其次,面临退市风险的公司很容易通过减值准备计提、折旧计提甚至是虚构收入,人为制造“两年亏损一年盈利”的状况,从而避免退市。这导致我国

资本市场形成了“严进难出”的局面,大量经营不佳的劣质公司充斥市场。在上市难的情况下,这些所谓的“壳”反而价值不菲。这是导致资本市场资源配置行为扭曲的一个重要原因。

#### (三)市场竞争的基础性制度与资本市场功能

资本市场的功能性弱化和缺失,根本原因是价格、供求、竞争等市场机制没有很好地发挥作用。竞争是市场的灵魂,竞争机制是价格机制和供求机制得以发挥作用的基础。但竞争既有积极的一面,也有消极的一面,竞争的副作用不仅显而易见,有时甚至还有巨大的破坏力。因此,成熟的资本市场既鼓励充分竞争,同时也对竞争行为加以规范和约束。

我国资本市场与国际资本市场之间的一体化程度不断提高,计算机和远程通信技术的进步使这一趋势进一步得以强化<sup>[5]</sup>。发达国家的经验充分表明,竞争是资本市场发展的根本动力,是保持资本市场生机和活力的源泉。由于资本市场售卖产品的无形性、不可体验性和高风险性,对资本市场竞争的规范和约束就显得更加必要,各种规则也更加复杂,在发挥竞争积极作用和化解竞争消极作用的平衡上也更加困难。从保护公众利益和中小投资者利益的角度,我国制定并出台了一系列规范和约束竞争的制度,但从实际运行情况看,部分制度既妨碍了竞争,也没有起到保护投资者的作用。

#### 1.机构投资者不足导致的经济人理性问题

市场这只“看不见的手”能够引导社会资源实现优化配置,依赖于经济人理性的假设,即市场主体都是理性的,其行为均满足个人利益最大化原则。因此,个人的理性就可以汇集成集体的理性。股票使用价值和内在价值高度分离,而且其内在价值取决于所依附的企业在未来的现金流创造能力。资本市场上的散户投资者往往都是非理性的。要实现资本市场需求侧的理性,必须大力培育机构投资

者。而我国现行法律法规,限制养老基金、企业年金和保险资金入市,导致机构投资者始终处于弱势地位。正是由于投资人理性不足,使得政府从保护投资人利益出发,制定了一系列阻碍竞争的制度。比如,我国 IPO 实行核准制,就是要通过严格审核将劣质公司拒之门外。

### 2.缺乏做空机制弱化了资本市场价值发现功能

成熟资本市场的经验表明,做空机制不仅有助于挤出价格泡沫,还有助于增强资本市场价格发现功能。如果股票价格严重偏离其内在价值,做空机制有助于将其恢复到合理水平。做空机制的一个重要作用是,可以提高市场负面信息的传递效率,将负面信息迅速传到股价上,增强资本市场的有效性。从我国资本市场具体情况看,A股市场做空方式有三种,分别是融资融券、股指期货、ETF 期权。由于制度设计不科学、限制性条件过多,这三种做空机制均没有发挥出应有的作用。2019年,沪深两市融券余额不到100亿元,占沪深两市融资余额的比例在1%左右。股指期货和ETF期权因限制多、交易品种少,也基本没有发挥作用<sup>⑨</sup>。

### 3.对投资者保护力度不够

一是对不正当竞争行为打击力度不够。不正当竞争行为,在供给侧的突出反映是信息披露不全面、不准确、不及时、不可理解。欺诈发行和财务造假是两种最主要的表现形式;其在需求端的突出反映是内幕交易和价格操纵。《证券法》修订,大大地提高了对供给侧的不正当竞争行为的处罚力度,对信息披露违法行为的最高罚款额从60万元提高到1000万元,对欺诈发行的最高罚款额从募集资金的5%提高到100%。但对需求侧的不正当竞争行为,认定上不够清晰,处罚力度的震慑作用不够。如对于市场操纵行为,没有清晰量化的标准,在具体查处上有很大的随意性。二是涨跌停板制度保护中小投资者的作用不明显。在科创板二级市场上,涨跌幅比例更加宽松,但涨跌幅限制措施仍然存在。设立这项制度的初衷是为了保护中小投资者,但从实际

运行情况看,却是事与愿违。庄家运用盘前竞价的交易规则,可以低风险、低成本地进行拉涨停操作。在连续涨停中,由于散户不能参与盘前竞价,只有在庄家将股价拉到高位时,才能跟风进场,而庄家恰在此时退场。成熟资本市场都没有涨停板或跌停板制度。三是中小投资者诉讼成本过高。我国还没有建立集团诉讼制度,对证券欺诈等违法行为震慑力度不够。当前及今后一段时间,散户仍将是我国资本市场的主要投资者。欺诈行为涉及到的投资者往往数以万计,共同诉讼制度或代表人诉讼制度因协调和组织成本过高而难以发挥作用。在这种情况下,违法行为的查处和责任追究主要依赖行政监管,民事追究形同虚设,对中小投资者保护不利。

## 三、市场主体对资本市场功能的影响机制分析

无论是市场机制还是制度规则,最终都要作用于市场主体。因此,市场参与主体能否对市场传递的信号做出理性反应,事关市场机制和制度规则的成败,对资本市场功能性发挥具有决定性作用。资本市场的主体主要由投资者、上市公司和中介机构三方构成。长期以来,与发达国家长牛慢牛的市场行情相反,我国A股市场投机氛围浓厚,表现为短牛急牛,技术分析备受追捧,短线炒作大行其道,股票价格与上市公司内在价值渐行渐远,在融资端劣币驱逐良币的情况屡见不鲜。一方面,中小投资者遭受重大损失,形成了独特的“721”现象,即在散户投资者中,70%亏损,20%盈亏平衡,仅有10%盈利。价值投资的理念要求投资者与公司共同成长,在短牛急牛的资本市场中,价值投资必然让位于投机炒作。另一方面,在短牛急牛的资本市场中,资源配置更是无从谈起,会讲故事、蹭热点的公司大肆圈钱,而扎扎实实抓创新、做实业的公司反而受到冷落。资本市场这种短牛急牛的高波动性,是各种因素叠加作用的结果,市场参与主体的质量不高是

其中的决定性因素。

### (一)投资者结构与资本市场功能

纵观全球成熟的资本市场,全部是以专业化、规模化的机构投资者为主。以美国三大证交所为例,散户日均成交量仅占总成交量的10%左右。我国恰恰相反,散户占据主导地位。以A股市场为例,自然人投资者1.34亿,占投资者总量的99.75%。非自然人投资者33.82万,占比不到1%。在全部投资者中,账户总资产不到50万元的占75%。自然人持有的股票虽然仅占全部股票市值的25%,但却占股市交易量的80%。从为数不多的机构投资者看,公募基金和私募基金是机构投资者的主体,在30多万亿的公募基金和私募基金中,进入股市的比例不到20%。2020年底,仅深市的股票市值就已达35.2万亿。进入股市的公募和私募基金不到深市市值的一半<sup>[4]</sup>。散户与机构投资者的投资理念和基础逻辑完全不同。机构投资者往往遵循价值投资理念,以较低价格买入优质公司股票并长期持有。而散户往往以投机的心理追逐热点,在具体投资行为上往往表现为短线炒作、追涨杀跌。资本市场所要求的投资理性,不仅需要相当程度的专业能力,还需要克服人性的弱点,因此,以自然人为主的散户投资者的大量存在,必然导致资本市场投机氛围浓厚。

### (二)上市公司质量与资本市场功能

上市公司是资本市场的基石,应该是一国最优秀的企业群体,也是股票内在价值的源泉。我国上市公司的质量问题主要表现在以下几个方面。

#### 1.大量劣质公司充斥市场

在A股市场中,狭义和广义口径的僵尸企业分别高达233户和400户。有的企业没有投资价值,通过制造热点,与机构投资者相互勾结,拉高股价,大肆圈钱。有的企业重融资轻回报,甚至不惜采用高溢价并购重组的手段实施所谓的价值管理。近年来,有的高溢价并购导致的商誉暴雷事件,就是部分企业打造热点、实施价值管理的结果。

#### 2.上市公司整体的盈利能力处于徘徊状态

2005年到2018年的每股收益和净资产收益率两个指标可以评价上市公司盈利能力(数据来源于万得全A股指数和沪深300指数,万得全A股指数涵盖沪深两市所有A股,沪深300指数由沪深两市市值大和交易量大的300只股票组成)。依据万得全A股指数,2005年到2007年,每股收益由0.21元增长到0.42元,在2011年最高时达到0.52元。在2012年到2018年的七年间,每股收益基本稳定在0.5元上下,13年中,每股收益年均仅增长2.38%。沪深300指数与万得全A股指数的趋势完全一致,2005年到2018年,每股收益从0.34元增长到0.77元,13年中,每股收益年均仅增长3.3%。依据万得全A股指数,2005年到2018年,净资产收益率由8%增长到9.7%。依据沪深300指数,2005年到2018年,净资产收益率由12.2%下降到11.8%。

#### 3.上市公司的透明度不高

上市公司在信息披露的数量上和质量上仍然存在许多问题,以提高透明度为目标的规则体系仍不完善,以投资者需求为导向的行业信息披露标准和披露内容没有制度规范,以督促上市公司切实履行信息披露义务的惩戒措施还不够有力。近年来,财务造假、内控失效等案件局部发作,个别上市公司丧失诚信,隐藏的问题在经济环境趋紧和监管力度加大的情况下开始显露。更有甚者,有的上市公司控股股东、实际控制人和董监高丧失底线、突破红线,与中介机构串通勾结,通过虚假记载、重大遗漏等方式欺骗投资者。

#### 4.对上市公司及其股东的一些重大行为的激励和约束不够

一是上市公司现金分红过低。上市公司现金分红太少,是造成资本市场投机氛围浓厚、价值投资理念难以贯彻的重要原因。我国《证券法》仅仅规定,申请增发或配股的公司,最近3年以现金方式累计分配的利润不少于最近3年实现的年均可分

配利润的 30%,也就是说,最近 3 年每年现金分红不少于可分配利润的 10%即可。由于对上市公司现金分红基本没有约束或激励措施,上市公司很少现金分红,有很大一部分上市公司常年不进行现金分红。二是上市公司股权质押风险较大。大股东股权质押比例过高,2020 年底,上市公司第一大股东股权质押比例达到 80%的有 178 家,股权质押的市场余额高达 1.6 万亿元。一旦股市不景气,风险将由资本市场向银行传递。同时,对质押股权的强制平仓,会使本已不景气的股市雪上加霜。三是对大股东高位套现约束不力。在我国,大股东高位套现催生了一系列违法违规交易,令散户投资者损失惨重。近年来,更有一些上市公司大股东高位套现数十亿甚至数百亿元资金,并将这些套现所得的巨额资金转移到海外。四是对上市公司股份回购和并购重组限制过多。在成熟资本市场,为保持股价稳定或为维持股价上涨势头,上市公司会大量回购本公司股票并注销,这是成熟资本市场打造持续慢牛股市的通常做法。我国《公司法》对上市公司回购注销本公司股票设置了很多障碍,导致很多股价跌破净资产的上市公司无法开展股份回购。并购重组是上市公司做大做强的重要途径。按《证券法》规定,我国对上市公司收购和重大资产重组行为进行严格审批,上市公司收购的资产在规模、产生的营业收入、产生的净利润三个方面,有任何一个方面达到了上市公司上一年度的 50%,都视为重大资产重组行为进行审批,审批的难度和复杂程度类似于 IPO,极大地降低了上市公司并购重组的效率。

### (三)社会中介机构质量与资本市场功能

投资银行是资本市场最关键、最核心的中介机构,是推动资本市场健康发展的中坚力量,既是企业上市和投资者投资的中介,也是重要的监管力量。为增强本国资本市场的竞争力,英美国家放开了混业经营,投资银行与商业银行已经融为一体。即便是日本和德国这样以间接融资为主的国家,实

力最强的仍然是野村证券、德意志银行等投资银行。目前,我国已有一批位列世界 500 强的银行和保险公司,却没有一家位列世界 500 强的证券公司。制约我国证券公司发展的一个重要因素是证券公司没有客户保证金管理权。我国现行法律规定,证券公司客户保证金必须交由第三方托管。目前,中国证券登记结算公司完全有能力实时监控和记录每一笔证券交易,防止客户保证金被挪用的第三方托管制度已失去了存在价值。

## 四、增强我国资本市场功能的对策建议

资本市场功能性弱化根源是市场参与主体质量不高和基础制度体系不完善。解决资本市场功能性弱化,必须坚持问题导向,既要充分借鉴成熟资本市场的经验和做法,也要立足国情,体现中国特色。核心是正确处理政府和市场的关系,关键是政府行为的边界要清晰、手段要规范、自由裁量权要压缩。

(一)提升市场主体的质量,夯实资本市场发展的基石

紧紧围绕投资人、上市公司、投资银行三类关键主体,瞄准制约这三类主体发展的关键因素,结合我国国情,有针对性地采取措施。

### 1.大力发展机构投资者,优化投资人结构

我国保险资产规模近 20 万亿元,约占 GDP 的 15%,不仅规模庞大,而且还有很大的发展空间。我国企业年金近 2 万亿元,不到 GDP 的 2%<sup>[4]</sup>。目前,我国企业年金主要来自大企业,可以通过允许企业年金所得税税前列支或抵扣个人所得税等政策,调动中小企业设立企业年金的积极性,撬动更大规模的企业年金。因此,发展壮大保险资金和企业年金并使之能够进入股票市场,相当于为机构投资者的发展打开了源头之水。

### 2.提升上市公司和投资银行的质量

提升上市公司质量,基础是把好入口关并畅通

出口关,根本保证是加大对违法违规行为的处罚力度。在支持上市公司做大做强上,可采取以下措施:一是支持上市公司并购重组。对上市公司并购重组的监管,可以参照股票发行注册制的做法,明确不予批准的负面清单,只要没有负面清单列明的情况,就予以快速批准。二是建立上市公司分红制度。提高上市公司再融资所需要的现金分红占可分配利润的比例,低于这一比例,不允许其配股或增发。对一定年限内连续盈利但现金分红低于可分配利润一定比例的上市公司进行强制退市。建立上市公司现金分红税收抵扣政策,允许按现金分红的一定比例抵扣所得税或增值税。三是消除上市公司开展股份回购注销的制度障碍。我国《公司法》规定,公司只有在减少注册资本或与持有本公司股票的其他公司合并这两种情况下,才能回购本公司股票。而公司减少注册资本需要通知所有债权人,且所有债权人都有权要求公司提前偿还债务。这种规定将使以保持或提升股价为目的的股份回购难以进行,应允许以保持或提升股价为目的的股份回购。四是防范和限制大股东高位减持套现和高比例质押融资。参照大股东增持股份需要提前进行信息披露的做法,规定持股一定比例的大股东减持前一定时间公开披露其减持信息,同时,对其减持形成的资产转让所得,提高征税税率。同时,规定大股东股权质押比例的上限,并规定要有一定比例的股权质押所得用于上市公司。五是发展壮大投资银行。参照国际惯例,将客户保证金管理权交还给券商,券商可借此吸引投资人,做大证券投资基金,解决竞争同质化问题,为客户提供多样化的服务。

## (二)畅通资本市场进入和退出通道,逐步深化注册制改革

建立健全股票发行注册制必须与建立健全上市公司退市机制紧密结合、同步实施,否则,就会导致上市公司数量过多、良莠不齐、整体质量下降。不仅如此,注册制改革能否成功,还取决于资本市场的整体环境,需要其他的配套措施同步跟进。

### 1.准确把握注册制的本质内涵和核心要义

为了不使注册制变相地成为核准制和审批制,必须要明确注册制的本质内涵和核心要义。各国注册制没有固定的模式,但有一点是相同的,就是尽量提高股票上市发行的市场化程度。因此,提高市场化程度、尽量减少不必要的行政干预是注册制的本质内涵。从这个本质内涵出发,回顾总结我国注册制改革走过的道路,借鉴成熟资本市场的经验,推进注册制改革,要把握以下四个核心要义:一是财务标准多元化。我国分别于2018年和2019年在科创板和创业板实施注册制改革。与以往的核准制相比,最重要的差别是上市的财务标准多元化,由过去的只关注企业规模和持续盈利能力转变为更多地关注企业的持续经营能力。创业板设置了三套企业市值和财务标准,科创板设置了五套企业市值和财务标准,对于价值高的企业即使亏损也可以登陆资本市场。二是审核工作规范化。从创业板和科创板注册制改革看,交易所的审核工作日益规范,审核工作完全依据出台的各项法律法规,改变了以往通过窗口指导等方式随意提高财务指标的做法。同时,放宽了总量控制,审核流程加快,审核周期缩短,长时间排队等候的问题明显缓解。如创业板实施注册制改革仅一年,受理发行申请727家,其中,182家成功登录创业板,迈普医学、雷电微力等一批优质企业依据第二套标准成功上市。未来,审核工作要进一步规范,彻底取消窗口指导和总量控制,对符合上市条件的企业,必须在法律法规规定的时间内予以注册。三是非量化标准清晰化。在企业上市的各类标准中,除市值和财务指标可以量化外,其他标准均难以量化。实行注册制,必须尽可能压缩审核机构的自由裁量权,因此,对于财务管理工作规范、内控制度健全、资产完整、人员财务机构独立等无法量化的标准,必须清晰明确地予以定性,这应成为进一步深化注册制改革的重要内容。四是审核工作中介化。目前,大量的审核工作由专家组成的审核委员会、证交所和证监会承担,这种做法

容易使注册制变相成为核准制。为提高上市审核的市场化程度,应尽可能地将审核工作交给市场中介组织。比如,只要有资质的会计师事务所出具了无保留意见审计报告和无保留意见的内控制度鉴证报告,即可以认定企业财务管理规范和内控制度健全。对资产完整、人员财务机构独立等标准的审核认定,也应该交给相应的市场中介组织。

### 2.同步建立市场化、常态化退出机制

注册制与退出机制,相当于水库的入口和出口,如果入口畅通而出口堵塞,就不能保持水位的大体平衡和水质的清洁,水库也就没有生机了。科创板和创业板的注册制改革,也是按照这个思路推进的。如科创板设置了财务类、交易类、规范类共三类退市指标。如果上市公司最近一个会计年度净利润为负且营业收入低于1亿元,或企业最近一个会计年度期末净资产为负,企业将立即退市,改变了以往连续4年亏损或连续两年期末净资产为负才退市的规定,退市制度更加严厉,退市通道更加畅通。但是,由于配套制度没有相应建立起来,主板市场退市机制建设不可能一步到位,否则,大量企业退市会给投资者造成重大损失,产生恐慌。可在配套制度逐步完善的过程中,将净利润为负的强制退市时间逐步由4年缩短至1年;在配套制度相对完善后,将净资产为负和营业收入低于1000万元的强制退市时间直接由两2变为1年。

### 3.同步建立健全配套制度

实施注册制改革是一项系统工程。注册制改革的持续深化,需要资本市场整体环境的持续改善。改善资本市场的整体环境,需要从以下几个各方面入手:一是提升投资者理性。实施核准制的目的和出发点,是通过政府审核把关防止欺诈发行,以保护中小投资者的利益。因此,大力培育发展机构投资者,可以使政府放心地把审核权交给市场。二是压实中介机构责任。实施注册制必然要把更多的审核职能交给中介机构,必须要建立中介机构资质认

定、行为规范、违法违规惩戒等各项制度。三是加大投资者保护力度。实施注册制,上市和退市都变得相对容易,各项投资者保护制度必须及时跟上,要抓紧建立退市回购和保险制度、集团诉讼制度,同时加大对上市公司违法违规行为的查处和处罚力度。

### (三)消除制度障碍,鼓励充分竞争

针对制约良性竞争行为的因素,为鼓励市场竞争,应着重从以下几个方面建立健全各项制度:一是严厉打击各类违法行为。针对严重影响资本市场公平竞争的行为,要逐一深入研究,对其进行明确界定,及时修订完善法律法规,加大打击力度。针对我国资本市场的具体情况,特别要加强对上市公司大股东的监管力度,严厉打击上市公司大股东与机构投资者勾结实现大比例高位套现行为、上市公司与中介机构勾结实施欺诈发行和财务造假行为。二是建立健全做空机制。放开可以进行融券的股票范围,扩大融券的券源。在建立健全融资融券制度的基础上,放开股指期货交易限制,推出更多的ETF期权品种,逐步丰富做空工具。三是取消涨跌停板制度,避免大股东在减持或再融资活动中利用涨跌停板限制,合谋坐庄,操纵市场。

### 参考文献:

- [1] 管清友.精准投资:管清友的投资思维课[M].中信出版集团,2019年.
- [2] 吴晓求.中国资本市场三十年:探索与变革[M].中国人民大学出版社,2021年.
- [3] 范欣.独角兽A股上市必须更加完善资本市场,新浪财经, <https://finance.sina.cn/2018-03-18/detail-ifyshfur0055397.d.html>.
- [4] 黄奇帆.分析与思考:黄奇帆的复旦经济课[M].上海人民出版社,2020年.
- [5] 吕随启.资本市场双向开放与跨境监管[J].中国金融,2019(11):52-54.
- [6] 李湛.持续完善我国资本市场基础性制度[J].清华金融评论,2019(06):34-35.

【责任编辑 寇明凤】