



## 完善制度设计是重点

对宏观经济而言，科创板将疏通风险投资退出渠道，鼓励更多的社会资本流入科技创新企业，成为我国经济动能转换的加速器。对资本市场而言，科创板将推动资本市场各板块良性竞争，错位发展，还将有助加快《证券法》的修订。

文 | 任泽平

科创板的制度设计，需要借鉴当前我国和其他发达国家资本市场建设的正反两方面经验和教训。完善的市场制度建设不能仅仅依赖注册发行这一个环节，而应该在发行、交易、信息披露、退市等各个方面进行有效的制度安排。

### 建立市场化的企业上市、退市制度

上市制度和退市制度的建设同样重要。一方面，在发行阶段采取注册制，减少对上市企

业的财务、股权结构的限制，可以有效降低监管部门对上市过程的干预，减少腐败和寻租。另一方面，只有建立起有效的退市制度并严格执行，不断吐故纳新，形成良性竞争，市场才能持续保持活力。如果任由大量低资质、低成交量的企业充斥市场，必将减弱市场的活力，不利于市场的长期稳定发展。

严格的信息披露制度是注册制的核心。注册制下，监管部门的工作重点不再是对上市企

业的资质进行审查，而应对企业信息披露的质量进行监管。美国市场的运行经验表明，监管部门对信息披露质量、频率的严格监管是注册制得以良性运转的重要保障。因此，必须建立统一、规范、高效的信息披露制度，严肃处罚违反信息披露规则、披露虚假信息的公司。

建议进一步完善现行上市、退市制度，并严格执行。一方面，要充分利用科创板推出的契机，建立一套客观、公平的企业上市标准，减少企业上市过程中的行政干预。企业符合标准的，就要准予上市，防止通过“指导”、“推荐”等形式变相干预或影响企业的上市流程。在科创板成立初期，应秉持“重质量不重数量”的原则，防止一哄而起，一拥而上。另一方面，要捋顺科创板和现有板块间的关系，根据企业生命周期，建立主板、科创板、创业板、新三板相互之间的转板机制，推动资本市场各板块良性竞争，错位发展。同时，也要防止恶意退市，保护投资者的合法权益。

### 完善交易制度，平衡一二级市场

二级市场建设是制度建设的重要组成部分。活跃的二级市场有助于积聚人气，提升市场流动性，形成融资者和投资者的双赢。因此，

注册制下，监管部门的工作重点不再是对上市企业的资质进行审查，而应对企业信息披露的质量进行监管。

要进一步完善市场的交易制度，促进科创板二级市场的健康发展。

一是提升机构投资者的占比。同发达市场相比，当前我国股票市场面临的主要问题之一是机构投资者持股市值占比偏低，一般法人和个人投资者的持股市值占比偏高，同时个人投资者的成交量占比也较高。由于大量散户主导二级市场交易，我国股市的羊群效应较为严重，容易产生市场价格波动过大、重政策走向轻基本面分析、机构行为散户化等三大问题。

建议以科创板为试点，进一步引入长期稳定资金，提高养老保险基金投资股票的比例上限。当前，我国养老金投资股票市场面临着较为严格的约束。根据2015年国务院发布的《基本养老保险基金投资管理办法》，投资股票、股票基金、混合基金、股票型养老金产品的比例，合计不得高于养老基金资产净值的30%。目前，可以考虑适当放宽养老金投资股票市场的净值比例限制，同时加快未签约省份与社保基金理事会委托投资合同的签署，在考核养老金收益时，重点以中长期、绝对收益为考核重点，为市场引入稳定的中长期资金来源。

二是试点减免甚至取消证券交易印花税，降低交易成本。印花税是一个古老的税种。在

### 注册制与核准制的区别

	注册制	核准制
上市效率	较高	较低
公司定价	在法律框架下，由市场决定	在法律、政策监管辅助下，由市场主导
资本市场背景	投资者相对成熟	投资者经验较少
上市门槛	较低	较高
上市企业特征	各种符合规定的企业，包括成熟及成长型企业	主要为成熟企业
发行审核	形式性审核为主	实质性审核为主
制度背景	资本市场较为完善	资本市场制度尚在发展

> 资料来源：恒大研究院

纸质凭证年代，由于股票交易过户需要频繁使用由政府“贴花背书”的纸质股票，因此缴纳印花税合情合理。但随着股票交易进入电子化、无纸化时代，征税基础已发生重大变化，可考虑减免甚至取消对股票交易征收印花税。

从国际经验来看，20世纪90年代以来，随着股票交易的电子化，美国、德国、日本、澳大利亚等国先后取消征收证券交易印花税。目前仍在征收印花税的国家主要有中国、印度、英国等国，但英国对部分中小板股票采取印花税减免的优惠政策。今年1~10月，全国证券交易印花税共888亿元，而同期一般公共预算收入为161558亿元，证券交易印花税仅占0.5%，取消之后对财政收入的压力不大。与此同时，取消证券交易印花税将进一步降低股票市场的交易成本，增强资本市场活力。

三是进一步规范上市公司的停牌行为。上市公司随意停牌是股票市场面临的突出问题之一。股票停牌的初衷，是防止上市公司筹划的

重大事项提前泄露，引起股价大幅变动，对中小投资者的投资造成不利影响。但在实践过程中，上市公司停牌随意性过大、时间过长、停牌原因含糊不清等问题较为突出，并且衍生出锁定重组发行价格，躲避特殊市场状况等情况。这些行为严重影响了股票的流动性，对投资人的知情权、交易权造成伤害。在极端市场情况下，上市公司随意停牌还可能对整个市场的流动性和价格发现机制产生明显影响。此前，在A股申请纳入MSCI指数时，MSCI也曾对A股上市公司停牌过多的现象提出了质疑。

强化监管，重在执行。目前最严停复牌制度已经出台，相关机制逐渐完善，能否取得预期效果关键在于执行。对于长期无明确理由停牌，或停牌理由较为含混的上市企业，交易所可以强制复牌。对于重大资产重组或资产重组，适当缩短停牌时限，且不应以交易复杂，涉及相关方多等一般性理由随意延长停牌时间。当市场出现明显异常，流动性坍塌时，交易所应

## 国内科创板、注册制探索发展历程

十八届三中全会审议通过的《中共中央关于全面深化改革若干重大问题的决定》提出推进股票发行注册制改革。注册制改革首次被写入党的文件

2013年11月

9日，国务院常务会议通过“关于授权国务院在实施股票发行注册制改革中调整适用《中华人民共和国证券法》有关规定的决定”草案；27日，国务院实施股票发行注册制改革的举措获得全国人大常委会授权，并计划于2016年3月起施行股票发行注册制

2015年12月

证监会主席在十二届全国人大四次会议记者会上表示，注册制不可单兵突进，研究论证需要相当长的一个过程。该发言意味着注册制暂缓，且需要配合其他政策实施，为“科创板+注册制试点”埋下伏笔

2016年3月

证监会主席向全国人大常委会汇报注册制改革的情况，并指出目前资本市场发展注册制仍存在不少挑战，需要进一步探索完善。注册制授权期限延长到2020年2月

2018年2月

果断处理，暂停企业的停牌申请，保障市场的正常运转。

### 完善法律体系，提升监管震慑力

《证券法》、《刑法》是规范我国证券市场，保护投资者合法权益方面的主要法律。但目前面临的主要问题是部分违法行为处罚过轻。其中广受争议的是《证券法》对诸多违法行为的行政处罚上限为60万元。相比于证券市场违法行为动辄上亿的获利，《证券法》规定的处罚上限过低，无法对证券市场的违法行为形成有效震慑。

刑事责任方面，我国《刑法》第一百八十一条规定内幕交易、泄露内幕信息的最高刑期为十年。实际执行中，我国最大的老鼠仓案马乐涉案金额高达10.5亿元，非法获利近2000万元，最终判处有期徒刑三年。徐翔案震惊全国，从2010~2015年间，先后与13家上市公司的董事长或实际控制人合谋操纵上

应以科创板设立为契机，加快《证券法》的修订，降低证券发行等领域的管制，同时加强执法，提高对证券违法犯罪的惩罚力度，增强监管震慑力，提升事中、事后监管水平。

市公司的股票交易，控制了139个证券账户，非法获利93.38亿元，被判有期徒刑五年六个月。

事实上，除了对部分违法行为处罚过轻之外，现行《证券法》还存在证券发行管制过多过严、资本市场服务实体经济的作用未能有效发挥、证券跨境发行和交易活动缺乏必要的制度安排、市场约束机制不健全、对投资者保护不力、上市公司信息披露质量不高等问题。因此对《证券法》进行修订，进而完善市场机制，提高监管力度，加强对违法犯罪行为的震慑已成为各界共识。本轮《证券法》修订于2013年启动，但由于涉及面广，需要调研事项较多，市场环境快速变化等问题，目前仍在审议过程中。

建议以科创板设立为契机，加快《证券法》的修订，降低证券发行等领域的管制，同时加强执法，提高对证券违法犯罪的惩罚力度，增强监管震慑力，提升事中、事后监管水平。在刑事责任方面，对于情节严重的证券犯罪行为，应当适当提升量刑标准，有力打击扰乱市场秩序、操纵价格、违规造假等行为，不断改善我国证券市场的法制环境。

总之，对宏观经济而言，科创板将疏通风险投资退出渠道，鼓励更多的社会资本流入科技创新企业，成为我国经济动能转换的加速器。对资本市场而言，短期来看，科创板将分流部分资金，对其他板块的估值形成一定压力。捋顺科创板和现有板块之间的关系，根据企业生命周期，建立主板、科创板、创业板、新三板相互之间的转板机制，推动资本市场各板块良性竞争，错位发展。以科创板设立为契机，加快《证券法》的修订，降低证券发行等领域的管制，同时加强执法，提高对证券违法犯罪的惩罚力度，增强监管震慑力，提升事中、事后监管水平。■

（作者系恒大集团首席经济学家兼恒大研究院院长）

> 资料来源：国务院、证监委、上交所、北交所、恒大研究院

5日，习总书记在中国国际进口博览会中表示，将在上交所设立科创板、试点注册制。科创板及注册制试点再次被明确为国家重大任务；8日，证监会副主席表示“科创板及注册制一定要搞成”

2018年11月