



# 任泽平：全面注册制改革 ——内容、机遇及展望



意见领袖 | 任泽平团队

导读

2月1日，证监会就全面实行股票发行注册制主要制度规则向社会公开征求意见，全面实行股票发行注册制改革正式启动。



摘要

背景：历时四年，全面注册制时代来临，是一项提振市场信心、影响深远的改革。沿着“试点先行、先增量后存量、逐步推开”的路径，资本市场注册制改革加快推进。2019年科创板率先试行注册制，2020年创业板完成注册制改革，2021年北交所开市，2023年全面注册制改革落地，

标志着 A 股正式进入注册制时代。注册制不是简单换个名字，是一场触及资本市场制度灵魂深处的改革。

四大亮点：一是主板定位上，聚焦“大盘蓝筹”，与其他板块错位发展。二是发行标准上，优化主板上市标准和流程，新增市值指标，未来上市公司将增多。三是交易机制上，上市前 5 个交易日不设涨跌幅限制，新增临时停牌制度，新股上市首日即可纳入融资融券标的，更加市场化、便利化。四是监管机制上，加速形成常态化退市机制、放管结合、保证信息披露的真实准确完整、对资本市场违法违规案件零容忍。

全面注册制带来哪些机遇和影响？从宏观看，有利于提高直接融资比例，提振资本市场信心。从中观看，有利于产业升级与国企股权改革，以新能源、信息科技等领域为代表的新兴科技产业将获益于全面注册制。从微观看，有利于券商投行业务和创投公司发展，但对其风险把控也提出更高要求。

展望未来，第一，资本市场形成全新格局，鼓励民营企业发展。第二，全面注册制将倒逼企业规范经营，信息披露制度不断完善。第三，注册制下门槛降低、流程加快，监管重心后移，立法部门将进一步加大对上市公司欺诈发行、虚假陈述等违法行为的惩处力度，A 股退市机制更加健全，优胜劣汰更加明显。第四，全面注册制落地，上市公司增多，对投资者的短期选股配置能力与中长期战略眼光带来全新挑战，投资者分化趋势显著。

正文

## 1 全面注册制改革落地!

2月1日,中国证监会就全面实行股票发行注册制主要制度规则向社会公开征求意见,全面实行股票发行注册制改革正式启动。从科创板先行、创业板推广、开设北交所,再到如今的全面注册制启动,四年试点蓄力,证明“试点先行、先增量后存量、逐步推开”的改革路径符合中国国情,资本市场改革全面深化。

2019年科创板率先试点注册制。从2018年11月5日习总书记宣布设立科创板并试点注册制,到2019年7月22日首批25家企业挂牌上市,科创板筹备259天成功开市。相较于核准制,发行承销市场化、审核时长平均不超3个月、科技含量和企业质量更高。截至2023年2月1日,科创板挂牌数扩容至504家,市价总值为6.44万亿元。

2020年创业板推广注册制。2020年8月24日,创业板存量改革,历时119天。相较于科创板定位“科技创新企业”,创业板上市公司95%为民营企业,聚焦成长型创新创业企业,降低股权融资门槛,缓解民营企业融资难融资贵问题,提振实体经济信心。

2021年北交所开市,试行注册制,完善多层次资本市场重要一环。北京证券交易所从宣布到开市仅74天。北交所定位服务创新型中小企业,与主板、创业板和科创板形成错位竞争。相较于“两创”,北交所上市门槛低至2亿市值,审核时间仅为2个月,涨跌幅设立30%限制,市场弹性更大,并带动新三板活跃度提高。

2023年全面注册制改革正式启动。2022年8月8日,证监会提出“全面实行股票发行注册制的条件已基本具备”。2023年2月1日,从审核注册机制、主板交易制度、放管结合和对公权力运行的监督制衡等方面,对试点阶段行之有效的做法进行优化和定型,统一规则表述,取消“试点”字样。这标志着我国正式从股票发行核准制转向注册制。

图表：全面注册制改革历程



资料来源：笔者整理，泽平宏观

## 2 全面注册制改革呈现四大亮点

从主板定位来看，聚焦“大盘蓝筹”，与其他板块错位发展。主板服务大型成熟企业，科创板服务“硬科技”企业，创业板聚焦成长型创新创业企业，北交所致力于专精特新中小企业，有利于深化多层次资本市场。截至2023年2月1日，上证主板有1676家上市公司，市值达到43.1万亿元，占A股总市值的50.43%。深证主板有1511家上市公司，市值为23.2万亿元，占A股总市值的27.11%。

图表：中国多层次资本市场格局及板块定位



资料来源：泽平宏观

从发行标准来看，指标多元化、流程更简洁、上市门槛相较于其他板块更高。上市标准层面，新增市值指标，主板上市标准三选一，总体条件为财务指标或者“市值+财务”。具体分别为“净利润+现金流+营业收入”、“市值+净利润+营业收入+现金流”、“市值+净利润+营业收入”。

注册环节层面,证监会在 20 个工作日内对发行人的注册申请作出是否同意注册的决定,提高审核注册的效率和可预期性。上市门槛层面,主板 > 科创板=创业板 > 北交所。以市值指标进行衡量,主板上市门槛最高,为 50 亿元;北交所上市门槛低至 2 亿市值;科创板和创业板的上市门槛均为 10 亿元。

从交易机制来看,更加市场化、便利化。主板交易制度的改进体现在 1) 上市前 5 个交易日不设涨跌幅限制; 2) 新增临时停牌制度; 3) 新股上市首日即可纳入融资融券标的。但从主板实际考虑,保持两项制度不变:一是新股第 6 个交易日起日涨跌幅限制仍维持 10%;二是维持主板现行投资者适当性要求不变,对投资者资产、投资经验等不作限制。

从监管机制上,加速形成常态化退市机制、放管结合、深入推进中介机构廉洁从业建设,保证信息披露的真实准确完整。信息披露层面,充分披露业务发展过程和模式成熟度,披露经营稳定性和行业地位。惩处层面,“康美案”是中国版集体诉讼的首次亮相,并以判决赔偿投资者 24.59 亿元成功收场,体现出对资本市场领域腐败“零容忍”。放管结合层面,加强事前事中事后全过程监管,证监会转变职能,加强对交易所审核工作的统筹协调和监督。退市层面,加速形成常态化退市机制。2019 年 7 月以来,内地有 101 家公司退市,与前 20 年退市企业数基本持平,有利于促进资本市场正常出清。

表格：主板 VS 北交所、科创板、创业板

	主板	北交所	科创板	创业板
板块定位	服务成熟期大型企业，突出大盘蓝筹特色	服务创新型中小企业	突出“硬科技”特色	主要服务成长型创新创业企业
审核主体	交易所	北交所	上交所	深交所
上市标准	<p>【三选一】：</p> <p>(一) 三年净利润<math>&gt;0</math>，三年累计净利润<math>\geq 1.5</math>亿元，最近一年净利润<math>\geq 6000</math>万元，最近三年经营现金流净额累计<math>\geq 1</math>亿元或营业收入累计<math>\geq 10</math>亿元；</p> <p>(二) 市值<math>\geq 50</math>亿元，最近一年净利润为正，最近一年营业收入<math>\geq 6</math>亿元，最近三年经营活动现金流净额<math>\geq 1.5</math>亿元；</p> <p>(三) 市值<math>\geq 80</math>亿元，最近一年净利润为正，最近一年营业收入<math>\geq 8</math>亿元</p>	<p>【四选一】：</p> <p>(一) 市值<math>\geq 2</math>亿元，最近两年净利润均<math>\geq 1500</math>万元且加权平均ROE<math>\geq 8\%</math>，或最近一年净利润<math>\geq 2500</math>万元，且加权ROE<math>\geq 8\%</math>；</p> <p>(二) 市值<math>\geq 4</math>亿元，最近两年营业收入累计<math>\geq 2</math>亿元，且最近一年营业收入增长率<math>\geq 30\%</math>，最近一年经营活动产生的现金流量净额为正；</p> <p>(三) 市值<math>\geq 8</math>亿元，最近一年营业收入<math>\geq 2</math>亿元，且最近两年研发投入合计占营业收入合计<math>\geq 8\%</math>；</p> <p>(四) 市值<math>\geq 15</math>亿元，最近两年研发投入合计<math>\geq 5000</math>万元。</p>	<p>【五选一】：</p> <p>(一) 市值<math>\geq 10</math>亿元，最近两年净利润均为正且累计<math>\geq 5000</math>万元，或预计市值<math>\geq 10</math>亿元，最近一年净利润为正且营业收入<math>\geq 1</math>亿元；</p> <p>(二) 市值<math>\geq 15</math>亿元，最近一年营业收入<math>\geq 2</math>亿元，且最近三年研发投入占营业收入<math>\geq 15\%</math>；</p> <p>(三) 市值<math>\geq 20</math>亿元，最近一年营业收入<math>\geq 3</math>亿元，且最近三年经营活动产生的现金流量净额累计<math>\geq 1</math>亿元；</p> <p>(四) 市值<math>\geq 30</math>亿元，且最近一年营业收入<math>\geq 3</math>亿元；</p> <p>(五) 市值<math>\geq 40</math>亿元，具备明显的技术或产品优势。</p>	<p>【三选一】：</p> <p>(一) 最近两年净利润均为正且累计<math>\geq 5000</math>万元；</p> <p>(二) 市值<math>\geq 10</math>亿元，最近一年净利润为正且营业收入<math>\geq 1</math>亿元；</p> <p>(三) 市值<math>\geq 50</math>亿元，且最近一年营业收入<math>\geq 3</math>亿元</p>
红筹企业上市条件	<p>已在境外上市，【二选一】</p> <p>(一) 市值<math>\geq 2000</math>亿元；</p> <p>(二) 市值<math>\geq 200</math>亿元，拥有自主研发、国际领先技术，科创能力较强，同行业竞争处相对优势</p> <p>未在境外上市，【三选一】</p> <p>(一) 市值<math>\geq 200</math>亿元，且最近一年营业收入<math>\geq 30</math>亿元；</p> <p>(二) 市值<math>\geq 100</math>亿元，拥有自主研发、国际领先技术，同行业竞争处相对优势</p> <p>(三) 市值<math>\geq 50</math>亿元，且最近一年营业收入<math>\geq 5</math>亿元；拥有自主研发、国际领先技术，同行业竞争处相对优势</p>	-	<p>【二选一】：</p> <p>(一) 市值<math>\geq 100</math>亿元，且最近一年净利润为正；</p> <p>(二) 市值<math>\geq 50</math>亿元，最近一年净利润为正且营业收入<math>\geq 5</math>亿元</p>	-
表决权差异企业上市条件	<p>【二选一】：</p> <p>(一) 市值<math>\geq 200</math>亿元，且最近一年净利润为正；</p> <p>(二) 市值<math>\geq 100</math>亿元，且最近一年净利润为正且营业收入<math>\geq 10</math>亿元</p>	-	<p>【二选一】：</p> <p>(一) 市值<math>\geq 100</math>亿元，且最近一年净利润为正；</p> <p>(二) 市值<math>\geq 50</math>亿元，最近一年净利润为正且营业收入<math>\geq 5</math>亿元</p>	-
交易制度	上市前5个交易日不设涨跌幅限制，新增临时停牌制度，新股上市首日即可纳入融资融券标的。自新股上市第6个交易日，日涨跌幅限制继续保持10%不变。	上市首日不设涨跌幅限制，实施临时停牌机制。即盘中成交价格较开盘价首次上涨或下跌达到或超过30%、60%时，盘中临时停牌10分钟，复牌时进行集合竞价。	首次公开发行上市，增发上市的股票，上市前后5个交易日不设涨跌幅限制；竞价交易涨跌幅限制20%	首次公开发行上市，增发上市的股票，上市前后5个交易日不设涨跌幅限制，并设置30%、60%两档停牌指标以稳定价格防止过度波动；竞价交易涨跌幅限制20%。

预览已结束，完整报告链接和二维码如下：

[https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1\\_51891](https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_51891)



云报告  
www.yunbaogao.cn

云报告  
www.yunbaogao.cn