



李峰：注册制全面施行在即，从创业板经验看主板变化趋势



意见领袖 | 李峰(上海交通大学上海高级金融学院副院长)、张一擘(上海交通大学中国金融研究院青年研究员)

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全社会公开征求意见,这意味着主板的核准制发行即将成为历史,我国股票市场将迎来全面注册制改革。

本次改革主要针对沪深两市主板市场,借鉴科创板和创业板的注册制及其配套制度改革试点经验,以更加市场化为导向,推进我国最大的股票市场板块改革。

主板涉及的存量企业和投资者规模更大,利益关系更为复杂,对诸多环节的政策调整会更加敏感。通过复盘创业板在注册制改革前后对存量和增量市场的影响,我们预计主板在注册制之后在短期内能够迎来一波企业IPO快速增长期,主板上市公司有快速扩容的可能性,此后逐步稳定。而更加市场化的定价方式也可能破除此前市盈率隐性限制,同时叠加上市前5日涨跌幅限制的取消,可以让投资者用脚投票,提高主板市场的价格发现效率。但鉴于此次并未对主板存量股票的涨跌幅限制作出调整,因此整体市场的交易风格和换手率可能不会有明显改变。



全面注册制酝酿已久，沪深主板是最后的改革重点

第一部分 我国注册制之路回顾

2013年11月召开的党的十八届三中全会首次提出，推行股票发行注册制改革。在2015年12月，人大正式授权国务院进行注册制改革。

2018年11月，习近平在首届中国国际进口博览会开幕式演讲中宣布在上交所设立科创板并试点注册制。

2019年7月，首批科创板25家公司上市，成为我国第一个注册制试点板块。

新设科创板试点成功后，2020年8月，创业板首批注册制下的18家

公司上市交易，同时配套以一系列改革措施，敲响存量市场注册制改革钟声。

2021年11月新开板的北交所也同步实行注册制，至此，我国多层次资本市场已经基本建立，同年12月中央经济工作会议提出将全面实行股票发行注册制。

2022年1月证监会发布的立法工作计划中，包含制定《首次公开发行股票注册管理办法》《上市公司证券发行注册管理办法》等规章。同年8月，证监会易会满发文表示，全面实行股票发行注册制的基本条件已经具备。

第二部分 本次沪深主板改革重点梳理

此次主板改革的细则主要借鉴科创板和创业板的试点经验：

第一，主板上市条件多元化，综合考虑预计市值、净利润、收入、经营性现金流净额等因素，设置三套上市标准，为企业提供更丰富的上市选择。

第二，新股上市初期交易机制调整，前5个交易日不设涨跌幅限制，同时调整盘中临时停牌机制，即盘中交易价格较当日开盘价首次上涨或者下跌达到或超过30%、60%的，停牌10分钟，这与双创板块保持一致。

第三，明确了红筹企业和特殊表决权企业在主板注册上市的标准，为未来A股引入更多优质企业和与国际资本市场接轨奠定基础。

革全面推行后的走向已经猜测纷纷。为此我们回顾了创业板存量和增量企业在注册制等相关规则调整后的市场表现，可以为主板的改革后的走向提供更多参考。

创业板改革复盘

整体而言，创业板的改革思路是从发行到交易都向科创板制度靠拢。在发行融资层面，采取注册制，从过去的实质审核过渡到形式审核，注重公司招股内容披露的真实性、完整性和准确性，上市效率得到显著改善，上市公司供给明显上升。同时配合以市场化的发行定价机制、交易机制和退市制度，为创业板的良性发展奠定了坚实的基础。

第一部分 创业板注册制改革及配套措施的主要内容

发行上市改革：采取注册制上市，由深交所进行发行上市审核，证监会履行注册程序。上市标准多元化，三类“财务+市值”标准满足其一即可，允许红筹企业、特殊表决权企业上市。

发行定价机制：采用市场化询价加直接定价，取消 23 倍首发市盈率限制。网下发行股票优先向公募、社保基金、养老金、企业年金和保险资金配售，对未盈利、特殊股权结构、红筹企业和高价发行企业实施保荐机构强制跟投。

交易机制改革：创业板注册制首批 18 家企业，于 8 月 24 日正式上市，所有存量创业板个股，涨跌幅度也从 10%全部调整为 20%。新股上市的前

5 个交易日不设涨跌幅。前 5 个交易日，首次上涨或下跌达到或超过 30% 和 60%，各停牌 10 分钟。从上市第 6 个交易日开始，涨跌幅恢复到正常的 20%。新股上市第一天，就可作为融资融券标的；增加 15:05 至 15:30 的盘后交易时间。

完善风险提示及退市制度的完善：创业板注册制之后，增加 ST 风险警示。其他风险警示被冠以 ST。存在退市风险警示和其他风险警示的，冠以 *ST。与此同时取消暂停上市和恢复上市环节。交易类退市不再设置退市整理期。

第二部分 改革前后板块表现

发审过会率改善，创业板 IPO 数量明显上升

从审核数量来看，创业板在 2018 年和 2019 年 IPO 审核分别为 61 家和 73 家，2020 年改革前 7 个月审核 61 家，而改革后 2020 年后 5 个月审核公司数量快速上升至 155 家，在全年过会率在 97.22%，比 2019 年的 78.08% 有明显改善。IPO 周期也由 2019 年的平均 812 天下降至 2020 年末的 678 天，并且进一步在 2021 年降至 591 天，而 2022 年受到疫情等多方面影响，略有回升。

审核公司家数						
列1	上证主板	深证主板	科创板	创业板	北交所	整体市场
2017年	220	86		173		479
2018年	90	34		61		185
2019年	58	30	115	73		276
2020年1月-7月	49	29	90	61	34	263
2020年8月-12月	78	32	137	155	21	423
2021年	55	34	157	207	39	492
2022年	52	63	125	230	124	594

IPO审核通过率						
	上证主板	深证主板	科创板	创业板	北证	整体市场
2017年	85.00%	97.78%		69.94%		79.33%
2018年	62.22%	70.59%		50.82%		60.00%
2019年	91.38%	93.33%	94.78%	78.08%		89.49%
2020年1月-7月	95.92%	96.55%	98.89%	96.72%	94.12%	96.96%
2020年8月-12月	97.44%	81.25%	94.16%	97.42%	95.24%	95.04%
2021年	81.82%	76.47%	89.17%	94.69%	92.31%	90.04%
2022年	69.23%	80.95%	97.60%	90.43%	87.90%	88.55%

IPO平均周期(天)						
列1	上证主板	深证主板	科创板	创业板	北交所	整体市场
2017年	719	684	n. a.	583	n. a.	668
2018年	583	594	n. a.	560	n. a.	578
2019年	782	768	245	812	n. a.	601
2020年1月-7月	719	707	471	781	74	545
2020年8月-12月	590	705	345	678	169	540
2021年	625	676	425	591	233	522
2022年	437	673	381	637	199	466

数据来源：Wind、高金智库

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_51958

