



李迅雷：中国特色注册制 ——对资本市场的深远影响



意见领袖 | 李迅雷、徐驰、张文宇

全面注册制改革作为中国特色现代资本市场建设的重要工作之一，制度本身也充满“中国特色”，其中最鲜明的表现在于，其目的不是简单的上市扩容，而是把好市场入口和出口两道关口，促进资本市场健康发展；全面注册制的“中国特色”还体现在对上市公司所属行业具有明确导向，无论是从未来产业发展潜力还是当前发展所需看，高新技术产业和战略新兴产业都将是需要资金重点扶持的领域，预计相关领域产业在资本市场会有更多发展机会和资源倾斜

自 2013 年党的十八届三中全会提出推进股票发行注册制改革后，我国注册制改革拉开序幕。2019 年 6 月 13 日，科创板正式开板，标志着注册制在我国资本市场正式落地。近 4 年以来，我国坚持试点先行、先增量后存量的改革思路，继在科创板试点注册制后，陆续在创业板和北交所试点注册制，全面深化资本市场改革的“牛鼻子”工程取得重大突破。

在注册制改革的过程中，我国始终坚持“尊重注册制的基本内涵”“借鉴国际最佳实践”“体现中国特色和发展阶段”的原则，注册制实践取得累累硕果。在内外部因素扰动下，2022 年二级市场不断调整，但一级市场 IPO 融资未受到较大影响，注册制起到的作用不容小视。

2022 年我国 A 股上市企业合计 428 家，较 2021 年的 524 家同比减少 18.32%；募资规模达 5869.07 亿元，较 2021 年同比增加 8.17%。A 股上市公司数量也于 2022 年末突破 5000 家。其中，试点注册制的科创板、

创业板成为 IPO 的主力军。在 2022 年 428 家 A 股 IPO 中，创业板 IPO 企业最多，全年 IPO 企业为 150 家；科创板在 2022 年共有 124 家企业 IPO。这反映了资本市场“放管服”改革取得显著成效。同时，各类资本市场参与主体对于注册制的制度理解与实践逐渐成熟，注册制已具备向全市场推广的条件。2023 年 2 月 1 日，全面实行股票发行注册制改革正式启动。

全面注册制不只是主板的注册制，是对 A 股上市制度的全面优化



首先，全面实行股票发行注册制改革把握了“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。主板市场明确了“大盘蓝筹”定位，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。

同时，针对不同板块的企业特点，本次改革也规定企业应当按照拟上市板块要求进行专门披露，如拟在主板上市的，应充分披露业务模式的成熟度、经营稳定性和行业地位；拟在科创板上市的，应充分披露科研水平、科研人员、科研资金投入以及募集资金重点投向科技创新领域的具体安排等相关信息；拟在创业板上市的，还应充分披露自身的创新、创造、创意特征等，以保证各板块保持其自身定位。

其次，针对不同上市板块设定“差异性”的多元上市条件。具体来看，在上市方面，核准制下的主板上市需要满足营收、净利润、现金流量等财务指标，对于上市公司要求较为严苛，主板注册制则取消了最近一期末不存在未弥补亏损、无形资产占净资产的比例限制等要求，综合考虑预计市值、净利润、收入、现金流等因素，设置了“持续盈利”“预计市值+收入+现金流”“预计市值+收入”等上市指标，进一步提升市场包容性。

至此，我国多层次资本市场体系更加清晰，在多元包容的上市条件下实现不同类型、不同成长阶段企业上市的全覆盖，即：主板主要服务于成熟期大型企业，科创板突出“硬科技”特色，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，为不同类型的上市企业提供符合自身特点的上市渠道。考虑到板块特征和投资者群体的差异，主板在复制推广科创板、创业板成熟制度的同时优化了自身的基础制度。也就是说，全面注册制不只是主板注册制，而是综合过去3年注册制试点经验对A股上市制度的全面优化。

主板注册制前后境内发行人上市条件变化

	沪深主板（新）	沪深主板（旧）
境内发行人上市条件	(一)最近3年净利润均为正，且最近3年净利润累计不低于1.5亿元，最近一年净利润不低于6000万元，最近3年经营活动产生的现金流量净额累计不低于1亿元或营业收入累计不低于10亿元； (二)预计市值不低于50亿元，且最近一年净利润为正，最近一年营业收入不低于6亿元，最近3年经营活动产生的现金流量净额累计不低于1.5亿元； (三)预计市值不低于80亿元，且最近一年净利润为正，最近一年营业收入不低于8亿元。	发行人净利润最近三年为正，且累计超过3,000万元；最近三年营业收入累计超过3亿元，或最近三年经营现金流量净额累计超过5,000万元；发行前总股本不低于3,000万元最近一期末无形资产占净资产比例不高于20%；最近一期末不存在未弥补亏损等。

来源：证监会，中泰证券研究所

最后，在发行定价及交易制度方面，进一步完善新股询价定价机制。主板注册制改革后采用市场化的询价定价方式，发行定价突破原本 23 倍的市盈率限制。在今后打新的过程中，要更多关注公司的基本面情况以及标的的性价比。过去我国新股上市后往往会出现“连续涨停”现象，给“打新”带来了较高的超额收益率，一旦股票回归实际价值，投资者往往面临较大的投资风险。在科创板、创业板承销制度修订落地后，整体定价更为市场化，经过约半年运行，市场询价机制也逐渐成熟，为主板采用询价定价方式奠定了基础。

诚然，主板注册制改革实现了我国资本市场注册制的全面覆盖，但这只是全面注册制改革的工作之一，对各板块的首发、再融资、并购重组、发行交易、持续信息披露等全面改革，建立健全资本市场功能，促进上市公司高质量发展，才是本次改革的最终目的。

例如，上市审核注册机制得到进一步优化。全面注册制改革保持了交

交易所审核、证监会注册的基本架构不变，进一步明晰交易所和证监会的职责分工，提高审核注册的效率和可预期性；明确要求交易所发现在审项目涉及重大敏感事项、重大无先例情况、重大舆情、重大违法线索的，要及时向证监会请示报告，证监会对发行人是否符合国家产业政策和板块定位进行把关；证监会基于交易所审核意见依法履行注册程序，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等。所以，全面注册制改革是对整个资本市场制度的完善与优化。

全面注册制是“中国特色”的注册制

全面注册制改革作为中国特色现代资本市场建设的重要工作之一，制度本身也充满“中国特色”，其中，一个最鲜明的表现在于，其目的不是简单的上市扩容，而是把好市场入口和出口两道关口，促进资本市场健康发展。这表明，既要保持对公司上市的质量要求，又要淘汰落后的上市公司，只有做到有进有出、吐故纳新，才能实现资本市场的稳定发展。

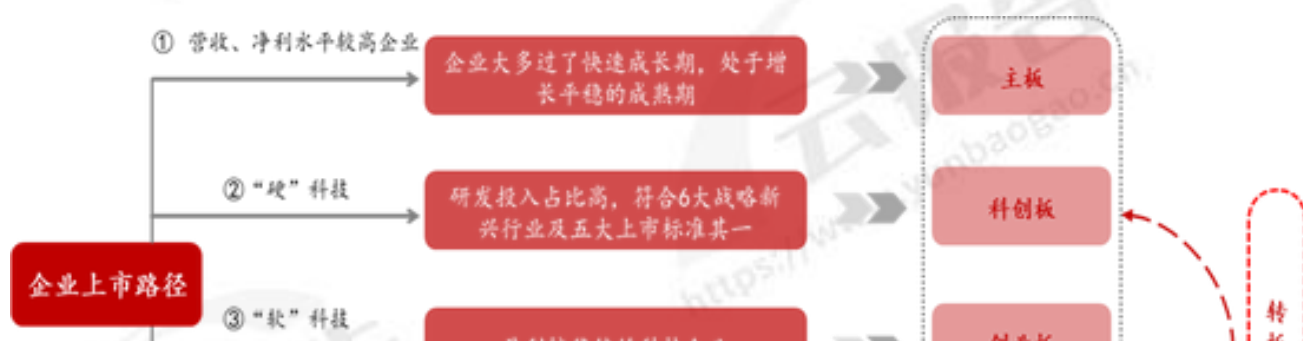
美国纽交所和纳斯达克证交所均设有不同的挂牌板块，企业的上市选择较多，且美国对于企业上市的盈利情况不作硬性要求，因此在美国上市的准入门槛相对较低。以纳斯达克为例，纳斯达克有三个不同层级的市场，分别为纳斯达克全球精选市场、纳斯达克全球市场和纳斯达克资本市场，这三个层次的市场分别有 3 至 4 套上市标准，企业只满足其中任意一条标准即可赴纳斯达克上市。

中国已经形成了多层次资本市场，随着注册制改革的推进，企业上市

门槛有所降低，但是这种放松仍然是“灵活式的放宽”。2022年，近300家企业被终止IPO，主动撤回材料而终止IPO的公司超90%。总体来看，我国对于企业上市的“入口关”把控依然设有底线，这可能与我国当前投资者构成以个人投资者为主，以及我国投资者保护机制尚不完善等有关。

对标港股和美股，美股市场化程度最高，进出双向通道更为通畅，这是因为美股以信息披露为核心，发行和上市审核监管分离，并配合严格的退市制度；港股以形式审核为主，实质判断为辅，但退市相对不畅，仙股难以出清。在A股注册制改革的推进过程中，更多采取畅通上市企业双向通道的做法，并在2020年末出台了退市新规，A股市场“只进不出”的局面被打破，退市上市公司数量保持高速增长。

我国多层次资本市场建设下企业资本路径的多元选择



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_52102

