



任泽平：全面注册制落地 ——给勇敢的改革派多 一些掌声



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

导读

2023年2月17日，全面实行股票发行注册制制度规则发布实施。

摘要

全面注册制对中国资本市场发展具有里程碑意义，是一场触及资本市场制度灵魂深处的改革。过去二十多年，核准制主导中国资本市场，监管层对公司盈利能力实质审查，初衷是好的，但滋生财务造假、退市不畅、错失新经济发展红利等弊端。注册制放权于市场，将为中国资本市场带来全新气象：一是上市门槛更加多元，资金向优质企业集中，拥抱高科技、新经济企业；二是随着更多公司上市，壳资源价值大幅下降，市场估值中枢下移，优胜劣汰；三是资本市场做大做强，与打造创新驱动的经济新引

擎相互成就，实现实体与金融的良性循环。

2023年2月17日，全面注册制改革正式落地，距离征求意见稿发布仅17天，速度快，彰显改革决心。

六大亮点：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。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。四是持续监管制度上，以信息披露为核心，放管结合、深入推进中介机构廉洁从业建设。五是投资者保护机制上，建设中国特色的证券集体诉讼制度，强化监管执法。六是退市制度上，加速形成常态化退市机制。

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，促进资本市场与科技创新良性循环。从中观看，以新能源、信息技术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，资金向优质企业集中，估值结构性分化，以“壳资源”为代表的尾部上市公司价值将被向下重估。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，加大惩处力度，不断推进退市常态化。第四，专业投资价值愈发突显，投资者分化趋势显著。

正文

1 全面注册制改革落地!

1.1 从核准制到注册制，给勇敢的改革派多一些掌声

为什么注册制对中国资本市场如此重要？

过去二十多年，核准制主导中国资本市场。核准制下，监管层对公司盈利能力实质审查，控制发行、上市、退市数量和节奏。初衷是好的，但滋生种种弊端：一是企业为了上市过度包装，粉饰报表、大秀财技；二是退市不畅，壳公司沦为资本争相收购的融资工具，炒小炒差风气弥漫；三是由于发行门槛较高，没有盈利新经济企业无法在 A 股上市，中国投资者与新经济独角兽企业失之交臂；四是滋生腐败和权力寻租。

注册制是一场触及资本市场制度灵魂深处的改革，关键是放权于市场。注册制下，监管层制定包容多元的发行上市标准，上市公司做好信息披露，后端严格退市、严刑峻法、集体诉讼，让市场筛选出好公司，优胜劣汰。注册制将为中国资本市场带来全新气象：一是上市门槛更加多元，资本向优质企业集中，拥抱高科技、新经济企业；二是随着更多公司上市，壳资源价值大幅下降，市场估值中枢下移，实现优胜劣汰；三是资本市场做大做强，与打造创新驱动的经济新引擎相互成就，实现实体与金融的良性循环。

1.2 注册制历程回顾：四年蓄力，全面开花

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。

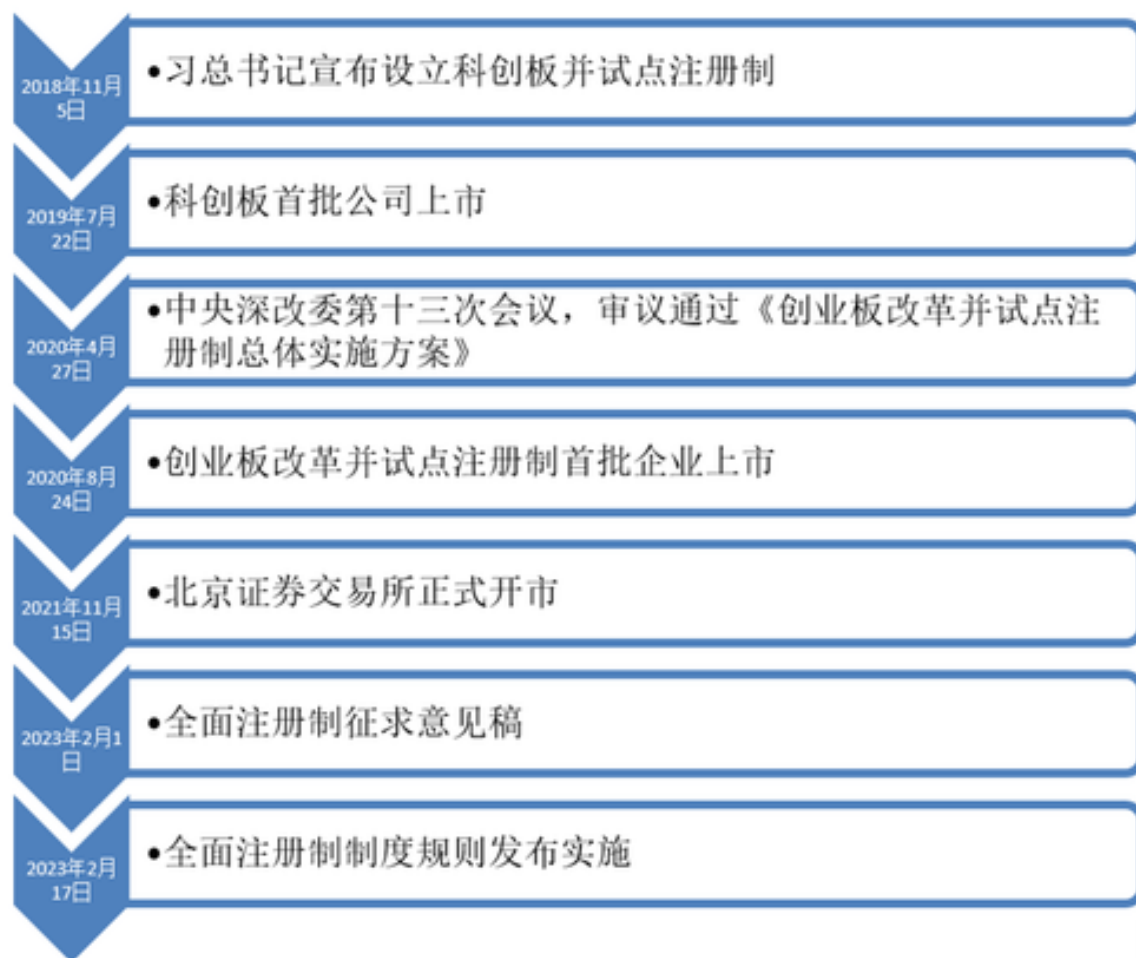
2020年创业板推广注册制。2020年8月24日，创业板存量改革，历时119天。相较于科创板定位“科技创新企业”，创业板上市公司95%为民营企业，聚焦成长型创新创业企业，降低股权融资门槛，缓解民营企业融资难融资贵问题，提振实体经济信心。

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年下半年以来，监管层酝酿全面推行注册制。2023年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。2月17日，证监会发布全面实行股票发行注册制相关制度规则，标志着我国正式从股票发行核准制转向注册制，

在中国资本市场改革发展进程中具有里程碑意义。

图表：全面注册制改革历程



资料来源：笔者整理，泽平宏观

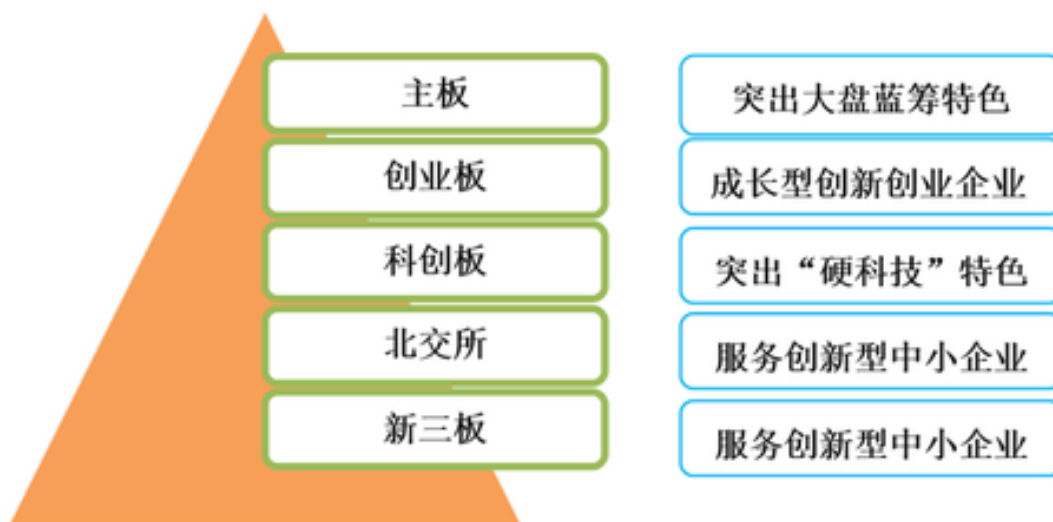
2 全面注册制的六大亮点

整体来看，距离征求意见稿发出仅半个月便正式发布实施，执行力度之强、决心之大，表明注册制的制度安排基本定型。科创板、创业板和北交所的成功试点，促进了全面注册制在全市场的推广，也增强了投资主体的信心，是中国资本市场改革的伟大壮举。

1) 主板定位上，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

2) 发行标准上，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。

3) 交易机制上, 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。

4) 持续监管制度上, 以信息披露为核心, 放管结合、深入推进中介机构廉洁从业建设。坚持以信息披露为核心, 将核准制下的发行条件尽可能转化为信息披露要求。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。

5) 投资者保护机制上, 建设中国特色的证券集体诉讼制度, 强化监管执法。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。“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”。

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_52499

