

(PPT1)封面页

各位投资者大家好，我是 XXXX。今天我们的主题是 XXXXX。2023 年 2 月 1 日，全面实行股票发行注册制改革正式启动。同日，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，仅仅过了 16 天，全面实行股票发行注册制就正式宣布实施。中国证监会发布全面实行股票发行注册制相关制度规则。这一重大改革，标志着新一轮资本市场改革迈出了决定性的一步。

(PPT2)目录页

本次主题主要分为以下五个部分，分别是注册制的基本概念、注册制的改革历程、全面注册制改革要点、全面注册制交易规则调整以及全面注册制的影响，通过以上内容循序渐进的了解全面注册制。

(PPT3)一、注册制的基本概念

首先是第一部分，注册制的基本概念，要想学习一样东西，首先我们要先搞清楚这个东西是什么，那么我们接下来就先来一起了解注册制是什么

(PPT4)1.1 注册制的含义

注册制是一种股票发行机制。

注册制是指证券发行人在准备发行证券时，必须将依法公开的各种资料完整、真实、准确地向证券主管机关呈报并申请注册，作形式审查。至于发行人营业性质，发行人财力、素质及发展前景，发行数量与价格等实质条件均不作为发行审核要件，不作出价值判断。申报文件提交后，经过法定期间，主管机关若无异议，申请即自动生效。

从定义中我们可以看到在注册制下证券发行审核机构只对注册文件进行形式审查，不进行实质判断。

(PPT5)1.2 注册制的背景

全面注册制对中国资本市场发展具有里程碑意义。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，但滋生种种弊端。

(PPT6)1.2 注册制的背景

核准制的弊端主要有以下四个

- 1.企业为了上市过度包装，粉饰报表、大秀财技；
- 2.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；
- 3.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；
- 4.可能滋生腐败和权力寻租。

(PPT7)1.3 注册制的特点

既然已经实行了二十多年核准制有这么多弊端，那么现在实行的注册制能否解决这些问题呢，要想得到答案，我们需要先了解注册制都有哪些特点。

1.形式审查

企业只需要满足法律规定的上市条件即可通过证券监管机构审查，无需考虑资本质量、发展前景等因素；

因为证券发行权利的法定性和普遍性，所以证券监管机构的职责不是审批证券的发行，而是从形式上和程序上保证信息的公开，创造良好的市场选择环境。因此，证券监管机构主要对申报材料的全面性、准确性、真实性和及时性作形式审查，防止发行公司公开信息出现虚假、缺漏、错误或易使人产生误解的言词。证券监管机构要求发行人提供真实的信息，但不保证信息的真实性。至于发行人及证券的价值等实质性问题不属于证券监管机构的审查范围，证券监管机构也无权对证券发行及其本身作出实质性判断。法律保障投资者依据监管机构所保障的充分信息，自行作出投资决策。

(PPT8) 1.3 注册制的特点

2. 信息披露

证券主管机关将对拟上市企业信息披露的完全程度进行审查,对于未披露、假披露的公司,追加问询,信息必须保持完全公开可信;

注册制强调公开原则,通过强制性信息披露要求发行人完全公开公司财务信息以及与证券发行相关的一切信息,并对这些信息的全面性、准确性、真实性和及时性负责。当然,发行人仅对信息公开义务承担法律责任,其他因素都不构成责任承担之理由。

(PPT9) 1.3 注册制的特点

3. 法律前置

法律对于公司上市的各项条件均予以明确规定,满足即可上市,行政力量不得多加干预;

首先,注册制下的证券发行,是发行人的一项固有权利,无须经过政府批准或进行特别授权。发行人在提交申请后的法定期限内,证券监管机构未提出不同意见,则发行注册自动生效,发行人即可着手发行证券。

其次,证券发行是一项普遍的权利。法律保障履行法定义务的发行人都有接受市场选择的机会。在此机制下,无论是发行绩优股或是发行垃圾股,只要履行法定披露义务,即可任意发行。

另外,法律将证券发行权赋予发行人的同时,也赋予证券监管机构在特定的情况下,有权延迟或阻止注册的生效。如果证券监管机构在审查中发现发行人公开信息有遗漏、虚假、误导、欺诈等情形,有权颁布命令拒绝或中止发行注册的效力,限制发行人的发行权利并追究发行人的法律责任。当然,证券监管机构在行使这些权力时应给予听证的机会,并且允许申请人提出复审。在用尽行政救济之后,申请人可以要求司法复审,申请法院作出不理会、限制或者暂停行政命令的有效性或执行的决定。这些限制措施是政府根据对证券监管的需要而对证券

发行人的权利限制,因此,这不仅没有改变证券发行权利的归属,而且为证券发行权利法律赋予提供了更加充分的佐证。

(PPT10) 1.3 注册制的特点

4.监管后置

公司在通过注册制方式上市以后,会受到证券监管部门严格的管理,公司需要对后续的信息披露负责,否则将面临严厉的惩处措施。

证券监管机构通过强制性的信息披露对申报文件仅作形式审查。只要发行人符合形式上的法律规定,经过法定期间注册自动生效,申请人即可发行证券,因此,注册制下的证券发行人似乎更容易获得发行证券的机会。并且必须说明的是,在实行注册制的国家中,往往同时设有证券发行审核豁免制度,包括针对证券发行人的性质和证券的特点所规定的豁免证券和根据证券交易本身性质所规定的豁免交易的注册豁免。相当多的证券发行可以援引证券法的其他条文免于注册,直接发行。这时事后审查和处罚能够起到有效的约束作用。通过事后处罚,惩治造假、欺诈者,同时对其他发行人也有强大的威慑力。对于豁免证券,证券监管机构通过事后审查,如果申请人所注册文件内容存在虚假、欺诈投资人,则将追究申请人的相应法律责任。以法律禁止欺诈发行来保护那些持有豁免证券的投资者。

(PPT11) 二、注册制的改革历程

了解了注册制的基本概念后,接下来介绍注册制的发展历程,首先了解我国这些年来股票发行制度的演变进程。

(PPT12)2.1 我国证券发行制度的演变

我国证券市场的股票发行制度主要分为以下三个阶段,审批制,核准制以及注册制。

(PPT13)2.1 我国证券发行制度的演变

1.审批制(1990-2001年)

审批制指用行政和计划的办法分配股票发行的指标和额度,由地方政府或行业主管部门根据指标推荐企业发行股票的一种发行制度。公司发行股票的首要条件是取得指标和额度。虽然有资料显示我国从1990年就开始了审批制,但那时新股发行和上市的审批权归属于不同的政府部门,直到1993年4月22日国务院颁发《股票发行与交易管理暂行条例》,才确定由1992年成立的证监会统一审批股票的发行。审批制又包含了两个阶段。

首先是1990-1995年的额度管理阶段,即将额度指标下达至省级政府或行业主管部门,由其在指标限度内推荐企业,后统一由中国证监会审批企业发行股票。

其次是1996-2000年的指标管理阶段。1996年8月,《关于1996年全国证券期货工作安排意见》发布,新股发行计划改为“总量控制,限报家数”的管理办法,即由国家计委、证券委共同制定股票发行总规模,证监会在确定的总规模内,根据市场情况向各地区、各部门下达发行企业个数,并对企业进行审核。

显而易见的,审批制具有较重的计划经济色彩,其弊端如企业选择行政化、企业规模小导致二级市场被操纵等。此外,一些非经济部门也能拿到发行额度,导致了一些买卖额度现象,行政化的审批导致在制度上存在较大的寻租行为。

(PPT14)2.1 我国证券发行制度的演变

了解完审批制的发展历程,我们一起来看看审批制有什么优缺点,审批制是最早的证券发行制度阶段,审慎审核机制使其具有较高的风险控制性和把控能力,保护了投资者合法权益,防止了不良企业的发行。然而,该制度审批流程繁琐、审核周期长,慢慢地成为了资本市场的一大阻碍,加剧了企业融资成本,影响了市场的发展,因此逐渐被淘汰。在这种发行管理体制下,股票发行企业都是小企业。最初上市的有百货公司,有工程建筑队,有很多小型工业企业,就是没有大型国有企业。大型企业都到海外去上市。因为A股有额度,上市的小企业多。而海外上市不需要额度,所以大企业多。

(PPT15)2.1 我国证券发行制度的演变

2.核准制(2001-2020 年)

(PPT16)2.1 我国证券发行制度的演变

2.核准制(2001-2020 年)

2000年3月16日，中国证监会发布《股票发行核准程序》，标志着我国股票发行体制开始从审批制转变为核准制。在这之前的1999年7月，《证券法》正式实施，其中第十一条规定“公开发行股票，必须依照《公司法》规定的条件，报经国务院证券监督管理机构核准”，同年9月，中国证监会发布《中国证券监督管理委员会股票发行审核委员会条例》，设立股票发行审核委员会，也就是传说中的发审委。2001年3月17日，股票发行核准制正式启动，相对于审批制，核准制的下行政审批权力弱化，发行过程的透明程度也大幅提高。核准制也包含了两个阶段。

首先是2001-2004年的通道制阶段。2001年，中国证券业协会发布《关于证券公司推荐发行申请有关工作方案的通知》，提出证券公司推荐企业发行股票实行“证券公司自行排队，限报家数”的方案，俗称“通道制”。每家证券公司所推荐企业每核准一家才能再报一家，即“过会一家，递增一家”，具有主承销资格的证券公司拥有的通道数量最多8条，最少2条。通道制于保荐制实施初期继续运行，于2005年1月废止时，共有83家证券公司拥有通道318个。

其次是2004年开始使用的保荐制，2003年12月28日，中国证监会发布《证券发行上市保荐制度暂行办法》，决定从2004年2月1日起在股票发行中正式实行保荐制度。保荐制度指的是由保荐人对发行人发行证券进行推荐和辅导，并核实公司发行文件中所载资料是否真实、准确、完整，协助发行人建立严格的信息披露制度，承担风险防范责任，并在公司上市后的规定时间内继续协助发行人建立规范的法人治理结构，督促公司遵守上市规定，

完成招股计划书中的承诺，同时对上市公司的信息披露负有连带责任。与“通道制”相比，保荐制度增加了由保荐人承担发行上市过程中连带责任的内容。

(PPT17)2.1 我国证券发行制度的演变

核准制有什么优缺点，核准制是审批制之后实行的证券发行制度阶段。在这一阶段，证券发行委员会依然拥有审批权，但企业自己可以先行募集，只有在发行后申请核准，并经过证监会核准后方可上市交易。相比于审批制，核准制具有审批流程缩短、资本市场发展加快等优点，但仍存在审核周期长、企业融资成本高等弊端。

(PPT18)2.1 我国证券发行制度的演变

3.注册制(2020-至今)

(PPT19)2.1 我国证券发行制度的演变

3.注册制(2020-至今)

证券发行注册制是指证券发行申请人依法将与证券发行有关的一切信息和资料公开，制成法律文件，送交主管机构审查，主管机构只负责审查发行人提供的信息和资料是否履行了信息披露义务的一种制度。其最重要的特征是：在注册制下证券发行审核机构只对注册文件进行形式审查，不进行实质判断，投资者依据披露信息自行做出投资决策。美国和日本等资本市场比较发达的国家是注册制的代表。

(PPT20)2.1 我国证券发行制度的演变

最后我们来了解注册制的优缺点，注册制是目前中国证券发行制度的最新改革，去除了审批和核准两个环节，由证券发行人向投资者开放股票或债券发行，同时需要在发行前进行信息披露，并接受监管机构的监督。注册制的主要优势包括发行审核程序简化，审核时间短，效率高；为企业提供更广泛的融资渠道，降低了企业融资成本；提升了市场化程度，增强了市场活力和竞争力。然而，它也存在风险管理比较困难、投资者保护措施不足等问题。

(PPT21)2.2 注册制的改革历程节点

了解完我国这些年来股票发行制度的演变进程 ,接下来我们来具体了解一下注册制的改革历程节点及发生事件。

(PPT22)2.2 注册制的改革历程节点

1.首次写入(2013 年)

2013年11月15日 ,国务院发布了《中共中央关于全面深化改革若干重大问题的决定》,这是注册制首次出现在十八届三中全会上 ,文件在完善现代市场体系章节中提到要健全多层次资本市场体系 ,推进股票发行注册制改革 ,多渠道推动股权融资。

(PPT23)2.2 注册制的改革历程节点

2.授权通过(2015 年)

2015年12月27日下午 ,全国人大常委会表决通过《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》。

(PPT24)2.2 注册制的改革历程节点

3.首次试点(2019 年)

2019年7月22日 ,科创板首批 25 家公司 22 日在上海证券交易所挂牌上市交易 ,标志着设立科创板并试点注册制这一重大改革任务正式落地。

(PPT25)2.2 注册制的改革历程节点

4.再次试点(2020 年)

2020年8月24日 ,创业板改革并试点注册制首批 18 家首发企业上市交易。刘鹤副总理表示创业板改革吸收科创板注册制改革的良好实践 ,为下一步中小板和主板注册制改革奠定基础。

(PPT26)2.2 注册制的改革历程节点

5.新起点(2021 年)

2021 年 11 月 15 日，北京证券交易所正式揭牌开市，同时试点注册制，是新三板市场运营八年多来，积极探索具有中国特色资本市场普惠金融之路的新起点。

(PPT27)2.2 注册制的改革历程节点

6.正式落地(2021 年)

2023 年 2 月 1 日，证监会就全面实行股票发行注册制涉及的《首次公开发行股票注册制管理办法》等主要制度规则草案公开征求意见。2023 年 2 月 17 日，全面实行股票发行注册制正式宣布实施。中国证监会发布全面实行股票发行注册制相关制度规则。这意味着，经过 4 年试点后，全面注册制改革落地,股票发行注册制正式向全市场推开。

(PPT28)三、全面注册制改革要点

(PPT29)3.1 制度规则修订简列

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。2 月 17 日晚间，中国证监会发布全面实行股票发行注册制相关制度规则，自公布之日起施行。证券交易所、全国股转公司、中国结算、中证金融、证券业协会配套制度规则同步发布实施。此次发布的制度规则共 165 部。

(PPT30)3.1 全面注册制改革要点列举

此次发布的制度规则共 165 部，其中证监会发布的制度规则 57 部，上海证券交易所集中发布了 26 部业务规则，深圳证券交易所正式发布全面实行注册制配套规则及指南共计 30 部，包含 27 部业务规则和 3 部业务指南，北京证券交易所正式发布 3 部业务规则和 15 部细则、指引及指南。全国股转公司正式发布 2 部业务规则和 21 部配套细则、指引及指南。中国结算等发布 11 部业务规则。

本次发布的制度规则内容主要涵盖了这五个部分：

- 1.精简优化发行上市条件;
- 2.完善审核注册程序;
- 3..优化发行承销制度;
- 4.完善上市公司重大资产重组制度;
- 5.强化监管执法和投资者保护

3.2 改革要点列举（其中第五项与投资者相关较为密切）

(PPT31-32)1.精简优化发行上市条件

注册制仅保留了企业公开发行股票必要的资格条件、合规条件，将核准制下的实质性门槛尽可能转化为信息披露要求，监管部门不再对企业的投资价值作出判断。规定申请首发上市应当满足以下四方面的基本条件：

- ①.组织机构健全，持续经营满三年。
- ②.会计基础工作规范，内控制度健全有效。
- ③.发行人股权清晰，业务完整并具有直接面向市场独立持续经营的能力。
- ④.生产经营合法合规，相关主体不存在《注册管理办法》规定的违法违规记录。

(PPT32-33)3.2 改革要点列举 2.把好信披质量关

上市公司应该从四个方面入手做好信息披露：

- ①.规定上市公司应当以投资者投资决策需求为导向，真实准确完整地披露信息。
- ②.明确上市公司及其董监高、控股股东、实际控制人，以及保荐人、证券服务机构及相关部门在信息披露方面的义务和责任。
- ③.要求上市公司针对所属行业的特点和发展趋势，充分披露相关信息
- ④.进一步完善向特定对象发行的信息披露要求。

(PPT34-35)3.2 改革要点列举 3.优化发行承销制度

证券发行与承销制度在全面注册制最终方案里分量十足，改革深化目的明确。具体内容如下：

- ①.完善新股询价定价机制。
- ②.完善以机构投资者为参与主体的询价机制。
- ③.完善询价定价约束机制。
- ④.发挥投资价值研究报告定价引导作用。
- ⑤.保持各板块网下初始配售比例不变。
- ⑥.优化网下优先配售安排。
- ⑦.完善网下配售证券限售期安排。
- ⑧.优化战略配售机制。
- ⑨.放宽设置超额配售选择权的条件。

(PPT36-37)3.2 改革要点列举 4.完善上市公司重大资产重组制度

完善上市公司重大资产重组制度，是全面注册制最终方案浓墨重彩的一章。主要有两个方面内容：

- ①.是明确重组审核和注册流程。
- ②.完善重组认定标准和定价机制。

此外，重组方面还有细节修订，内容如下：

- ①.修改重组停复牌相关内容。
- ②.按照全面实行注册制关于监管机制的要求修改相关条款。
- ③.将可调减或取消配套募集资金的机制由“重组委”会议修改为“证券交易所并购重组委员会”会议。

(PPT38-39)3.2 改革要点列举 5.强化监管执法和投资者保护（与投资者相关）

本次我们着重讲讲和我们广大投资者最为相关的第五部分，实行注册制，绝不意味着放松质量要求，审核把关会更加严格。依据全面注册制方案，将建立健全覆盖发行、上市、再融资、并购重组、退市、监管执法等各环节全流程的监督制约机制。

①.规定中国证监会建立对发行上市监管的权力运行全流程监督制约机制，对发行上市审核程序和发行注册程序相关内控制度运行情况进行督导督察，对廉政纪律的执行情况和相关人员的履职尽责情况进行监督监察。

②.进一步规定对交易所发行上市审核工作的监督机制，中国证监会定期不定期对交易所开展现场检查，按标准选取或按一定比例随机抽取交易所发行上市审核过程中的项目，同步关注交易所审核理念、标准的执行情况。

③.明确交易所存在审核过程中未按审核标准程序开展发行上市审核工作，重大敏感事项、重大无先例情况、重大舆情、重大违法线索未请示报告或请示报告不及时等情形的，中国证监会可责令改正、追究直接责任人员相关责任。

④.加大违法违规行为追责力度，中国证监会和交易所实行更严格的法律责任体系，发挥证券市场禁入措施制度作用，强化交易所自律监管。对保荐人及保荐代表人，适用《证券发行上市保荐业务管理办法》的法律责任规定。

⑤.强化自律监管，规定交易所可以对相关主体采取较长时间不接受与证券发行相关的文件等纪律处分。

值得一提的是，本次改革后依然保持“零容忍”执法高压态势。建立健全从严打击证券违法活动的执法司法体制机制，严厉打击欺诈发行、财务造假等严重违法行为，严肃追究发行人、中介机构及相关人员责任，形成强有力震慑。

此外，证监会明确表示，证监会党委和中央纪委国家监委驻证监会纪检监察组将以强有力监督打造廉洁的注册制。在制度规则层面，健全覆盖发行、上市、再融资、并购重组、退

市、监管执法等各环节全流程的监督制约机制，强化关键岗位人员廉政风险防范，加强行业廉洁从业监管。完善对证券交易所、全国股转公司的抵近式监督和对发行审核注册的嵌入式监督，对资本市场领域腐败“零容忍”，持之以恒正风肃纪。

(PPT40)四、全面注册制交易规则调整

(PPT41)4.1 沪深主板的交易规则调整

1.新股上市交易机制

调整前：沪深主板新股上市首日最高涨幅不超过 44%，最大跌幅不超过 36%，第 2 个交易日起恢复 10%涨跌幅限制。

调整后：沪深主板新股上市前 5 个交易日不设置涨跌幅限制，第 6 个交易日起恢复 10% 涨跌幅限制。

(PPT42)4.1 沪深主板的交易规则调整

2.盘中临时停牌制度

调整前：沪深主板新股上市首日盘中成交价格较当日开盘价首次波动达 $\pm 10\%$ ，临停 30 分钟。

调整后：沪深主板新股上市前 5 个交易日盘中成交价格较当日开盘价首次波动达到或超过 30%、60%时停牌 10 分钟。

(PPT43)4.1 沪深主板的交易规则调整

3.有效申报价格范围

调整前：主板股票连续竞价阶段有效的申报价格不低于发行价格的 64%且不得高于发行价格的 144%。

调整后：沪深主板 A 股，在连续竞价阶段，限价申报增加“2%价格笼子+10 个申报价格最小变动单位”安排。

即买入申报价格 (二者取孰高值) \leq 买入基准价 $\times 102\%$ 或买入基准价 $+0.1$ 元

卖出申报价格(二者取孰低值) \geq 卖出基准价 $\times 98\%$ 或卖出基准价 -0.1 元

(PPT44)4.1 沪深主板的交易规则调整

4.新股发行定价

调整前：新股发行定价的市盈率不得超过 23 倍

调整后：取消对新股发行定价不得超过市盈率 23 倍的限制，不对新股发行价格、规模等设任何行政性限制，

(PPT45)4.2 沪市单独的交易规则调整；4.3 深市单独的交易规则调整

1.沪市主板市价申报规定

调整前：市价申报仅适用于有价格涨跌幅限制证券的连续竞价阶段。

调整后：市价申报可用于无价格涨跌幅限制证券，引入市价申报保护限价。

2.沪市新股申购单位

调整前：沪市主板网上投资者每 10000 元市值对应一个新股申购单位，新股申购单位为 1000 股。

调整后：沪市主板网上投资者每 5000 元市值对应一个新股申购单位，新股申购单位为 500 股。

3.深市存拒单机制

调整前：深市将超过申报价格范围的订单暂存交易主机。

调整后：深市将超过申报价格范围的订单作为“废单”处理。

(PPT46)五、全面注册制的影响

(PPT47)5.1 对投资者的影响

我们分别来看看全面注册制对三者的影响，

首先是对投资者的影响,对个人投资者而言可以得到更多分享创新型企业长期资本价值成长红利的机遇,但将被市场“倒逼”通过专业机构进行价值投资。

然后是对企业的影响,注册制可以将创新型企业资本化“大门”彻底打开。

最后是对市场的影响,注册制可以助推供给侧创新驱动与需求侧内需拉动。

(PPT48)5.1 对投资者的影响

那么又是因为什么才会产生这种影响呢,我们首先看一下投资者的原因。

A股投资者数量自2016年1月突破1亿以来,投资者数量持续增长,至2022年底,已突破2.1亿,从1亿增至2亿仅用6年时间。此外,2022年A股市场单个交易日的成交额也频频突破一万亿。可见,投资者对资本市场的投资热情是愈渐充足的。

但是从资金端整体来看,中国资本市场与海外相对成熟的资本市场相比,最大的区别便是“牛短熊长”,投资者“炒小、炒差、炒新、炒壳”等投机行为盛行,投资行为难以长期价值化。

这背后的第一大原因,是市场资金端长期“散户化”。虽然,任何资本市场中都不能没有个人投资者为市场的投资活跃度提供基础保障,但绝不能是个人投资者成为市场资金端的主流。

伴随着全面注册制改革,资金端正从“散户化”向“机构化”转变。首先,从数据上看,近两年公募基金等专业机构投资者数量开始不断增加;其次,伴随着IPO常态化,资产端数量大幅提升,以及资金向行业头部企业集中,上市公司价值开始加速“一九分化”,非专业个人投资者获取投资收益的难度加大。

倘若投机性地“炒小、炒新”将面临破发常态化与资本价值“一九分化”,“炒差、炒壳”将面临退市常态化,大量散户正在被市场“倒逼”通过投资基金的方式参与资本市场,这也推动着资本市场走向更为理性的价值投资新阶段。

第二大原因，是此前大量上市公司资产的长期投资价值相对较低。在审批制与核准制框架下，资本市场上市公司存在“难进难出，只进不出”的特征。

这便造成了，具备快速成长能力的创新型企业“进不来”，投资者“投不到”，不具备投资价值的企业“出不去”，投资者“只能炒”的尴尬局面。在任何情况下，投资者都最应该是被市场重视的一方，我们过去习惯去教育投资者，做理性长期价值投资，但更应关注的是资产端出现的本质问题。

(PPT49)5.2 对企业的影响

1. IPO 常态化：资本化机遇“大门”打开，资本化成为企业创新发展的“试金石”

在全面注册制改革下，IPO 将常态化，创新型企业 IPO 资本化“大门”将彻底打开。2022 年已试点注册制改革的市场过会率分别为科创板 97.62%、北交所 96.46%、创业板 90.52%。预计市场在全面注册制改革下，未来每年过会率将维持在 90%以上，新增上市企业数量将突破 600 家。

此外，在全面注册制改革后，多层次资本市场体系将更加清晰完善。证监会在通稿中指出，“主板主要服务于成熟期大型企业。科创板突出‘硬科技’特色，发挥资本市场改革‘试验田’作用。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”。对于创新型企业而言，无论身处哪一个发展阶段，资本市场都有不同的板块帮助你实现资本化融资发展。

所以，在资本化机遇大门打开后，资本化已成为企业创新发展的“试金石”，IPO 不重要，有没有资本愿意“真金白银”的认可企业长期价值成长预期才重要。全面注册制改革之前，大量的创新型企业是没有实现 IPO 的机会的；而在全面注册制改革后，选择权交给市场，只要资金端机构投资者愿意“真金白银”地投资，给到符合 IPO 要求的估值定价，企业便可以实现 IPO 融资发展。

而机构投资者愿意“真金白银”地投资，是因为看到了企业长期创新发展的能力与预期，换句话说，如果有机构投资者愿意“真金白银”地投资，企业发展所需的资金也相对充裕，当下完全可以不实现 IPO 资本化，因为你的创新发展能力已得到验证；而如果机构投资者不愿意“真金白银”地投资你，投资了你的竞争对手，这时就需要当心了。

2. 破发常态化与资本价值“一九分化”：IPO 后企业如不具备持续创新发展能力，IPO 仅是一轮融资

全面注册制改革彻底打开企业 IPO “大门”后，上市公司资产将不再稀缺，在核准制下的一二级市场估值价差也将不复存在。缺乏价值成长能力，并且上市前实现股权融资时估值过高的企业，上市首日便会出现破发。在全面注册制改革的推进下，A 股市场首日破发比例已从 2021 年的 4% 升至 2022 年的 28.8%。

此外，企业上市前后的估值也将趋于“平稳”，只有真正具备高增长潜力的企业，市值才能得到持续提升。以同样运行注册制、更加成熟的美股市场为例，截止 2022 年 4 月 19 日，市值大于 50 亿美元的上市公司只占到美股总企业数量的 19%，但这前 19% 的大市值公司，却占据美股市场总市值的 92%，占美股近一年总交易量的 90%。运行注册制的港股市场也同样如此，市值大于 100 亿港元的上市公司占港股总企业数量的 17%，但占据了港股 94% 的总市值和 95% 的近一年的总成交额。

所以，对于企业而言，如果不具备成为行业龙头的潜在能力，或上市后难以实现持续的创新成长，IPO 便仅仅是一轮融资，与上市前 A、B、C 轮融资的唯一区别便是 IPO 是公开融资，A、B、C 轮融资是非公开融资，因为上市后企业没有资本为其定价，便难以实现再融资等资本运作。

3. 退市常态化：IPO 后企业如不具备持续创新发展能力，最终将被退市
证监会通稿指出，将“健全常态化退市机制，畅通多元退出渠道”。进入注册制时代后，A

股市场的监管制度与退市机制更为完善。伴随着 2020 年 12 月 31 日退市新规的落地，注册制下“史上最严”退市制度被应用到 A 股市场的所有板块，让丧失资本与商业价值的“垃圾股”出清，让上市公司不敢造假，保证资本市场“有进有出”的健康生态。

从试点注册制改革以来的近 3 年数据来看，退市企业数量与退市率也在逐渐提升。2020、2021、2022 年退市的上市公司分别为 16 家、23 家和 46 家，远高于此前核准制的平均每年不到 3 家。

值得企业注意的是，退市新规中的交易类指标，将原来的面值退市指标修改为“1 元退市”指标，同时新增“连续 20 个交易日在本所的每日股票收盘总市值均低于人民币 3 亿元”的市值指标。这也就意味着如果企业 IPO 后不具备价值成长能力，资本价值被“一九分化”后，当连续 20 个交易日收盘价格均低于人民币 1 元或总市值均低于人民币 3 亿元，将会直接被退市，*ST 成城、*ST 宜生、*ST 艾格便是退市新规下首批被“面退”的企业。

所以，企业 IPO 后若不具备价值成长能力，企业资本价值被“一九分化”后，最终将被退市。

(PPT50)5.3 对市场的影响

1.创新驱动：注册制改革将补足为创新型企业融资功能，打通“科技-产业-金融”的良性循环

科技创新是中国经济对内跨越“中等收入陷阱”，对外跨越“修昔底德陷阱”的制胜法宝。2022 年，中国人均 GDP 已达到 1.27 万美元，接近世界银行 2022 年 7 月所设定的高收入国家的门槛人均 GNI 1.32 万美元。

中国经济正处在跨越“中等收入陷阱”的关键阶段，主要看驱动经济增长的核心动能能否实现由要素投入驱动（传统资源、土地或廉价劳动力），向技术创新驱动（激发市场主体创新发展活力）跨越。二战结束以来，成功跨越“中等收入陷阱”的国家无不在全球创新和

产业链分工中占据关键位置。

此外，在日趋复杂严峻且充满不确定性的国际环境中，对于已稳居世界第二大经济体、且经济总量占世界经济比重不断提高的中国来说（2012年至2021年，中国经济总量占世界经济比重从11.3%上升到超过18%），科技创新已不仅仅是发展问题，更是生存问题。只有实现科技自立自强，攻克“卡脖子”难题，掌握关键核心技术，才能把握住发展的主动权，成功跨越“修昔底德陷阱”。

宏观层面的创新驱动是需要微观主体企业，尤其是贡献了70%以上的技术创新的中小民营企业创新发展作为关键支撑的。二十大报告在“加快实施创新驱动发展战略”段落中指出，“强化企业科技创新主体地位，发挥科技型骨干企业引领支撑作用，营造有利于科技型中小微企业成长的良好环境，推动创新链产业链资金链人才链深度融合”。

中小民营企业的创新发展离不开资金的支持，但中小企业长期面临着“融资难、融资贵”难题，其本质是在债权融资长期占主导地位下，创新型中小企业往往缺乏大量的固定资产作为抵押，难以实现融资，这便挤压了企业的生存与创新发展空间。若要破解上述难题，高效且市场化的做法便是大力发展资本市场，打开企业实现直接融资资本化的“大门”，这也是二十大报告指出，“健全资本市场功能，提高直接融资比重”的应有之义。

全面注册制改革将使得IPO常态化，创新型企业资本化“大门”将彻底打开。注册制改革将核准制下的实质性门槛尽可能转化为信息披露要求，监管部门不再对企业的投资价值作出判断，将企业能否实现IPO的选择权交给市场投资者，上市标准将以企业实现市场化市值为核心，重点判断企业未来价值成长预期，而不是单一的当前盈利能力。

例如，2019年首个试点注册制改革的科创板，已有46家企业上市时未实现盈利，占比达10%左右。截至2022年12月31日，打造服务创新型中小企业主阵地的北交所累计上市企业数量已达162家，中小企业占比达81%。

往未来看，伴随着全面注册制改革的平稳推进，“科技-产业-金融”将实现更加高效的良性循环，更好地助推供给侧创新驱动发展战略。

2. 内需拉动：注册制改革将补足投资者资产配置效益最大化功能，提升居民财产性收入，促进消费

当今国际形势充满不确定性，全球化逆流、地缘经济割裂所带来的全球产业链调整与重配、和平红利下降，将成为一大长期可能性。

从全球来看，以内需为主导、内部可循环是大国经济的主要特征，发达国家多是以内需为主导的消费国。中国作为拥有 14 多亿人口、4 亿多中等收入人群的经济体，人均财富提升空间及内需释放潜力巨大，更应以我为主、主动作为，抢占发展先机，构建以国内大循环为主体、国内国际双循环相互促进的新发展格局。

二十大报告在“加快构建新发展格局，着力推动高质量发展”章节重点指出，“我们要坚持以推动高质量发展为主题，把实施扩大内需战略同深化供给侧结构性改革有机结合起来”“着力扩大内需，增强消费对经济发展的基础性作用和投资对优化供给结构的关键作用”。

内需中，消费是经济发展的目的，投资是经济发展的手段，二者关系需要辩证来看。只有目的、没有手段是不行的，只有手段、没有目的是万万不行的。但中国经济长期处于“消费不足、储蓄过剩”的现实之中，其有利一面是高储蓄可以转化为高投资，也就是经济发展有充足的手段，但目的并没有太好实现。

在二十大结束后，国务院副总理刘鹤以《把实施扩大内需战略同深化供给侧结构性改革有机结合起来》为题在《人民日报》发表文章，其中指出，“按照高质量发展的要求，扩大的内需必须是有效需求，是满足人民群众个性化、多样化、不断升级的需求，是有合理回报的投资、有收入依托的消费、有本金和债务约束的需求，是可持续的需求”。

所以，在需求侧要实现扩大内需战略的重要前提之一是提升居民的收入水平，从而促进消费。而中国居民收入水平长期较低、不敢消费的一大原因是居民部门与企业部门是“相对割裂”的：

①.央企、国企投资是刚性的，不以居民部门的偏好为目标，简单来说就是国企的大量收入并没有转化为居民消费，而是直接转化为投资；

②.民企的股权相对集中，收益也就相对集中；

③.居民投资范围有限，缺乏市场配置机制，故只能投资银行存款。

2022年，中国居民财产性收入占居民总收入8%左右，而发达国家长期平均在40%左右的水平。以上便造成了中国经济的“消费不足、储蓄过剩”。

资本市场全面注册制改革便是破解上述难题的“钥匙”。全球范围内，任何国家的资本市场有且仅有两大本质功能：第一，是帮助优秀企业融资发展，如前文所述；

第二，是让市场投资实现资产配置效益最大化。而全面注册制改革在把选择权交给市场的同时，强化市场约束和法治约束，一方面，创新型企业资本化“大门”将彻底打开，给到投资者分享创新型企业长期资本价值成长红利的机遇；另一方面，也将加强发行监管与上市公司持续监管的联动，规范上市公司治理，以“零容忍”的态度严厉打击欺诈发行、财务造假等违法违规行为，切实保护投资者合法权益。

同样，往未来看，伴随着全面注册制改革的平稳推进，居民财产性收入占比将会增加，收入水平也将有所提高，需求侧的扩大内需战略将得以更好实施。

(PPT51)互动答疑

预留 5-10 分钟回答投资者提出的问题

(PPT52)互动答疑

1、2023年2月1日，中国证监会就《首次公开发行股票注册管理办法》等规章、规

范性文件草案向社会公开征求意见。于 2023 年 () 月 () 日，全面实行股票发行注册制正式实施。

(PPT53)互动答疑

2、2023 年 2 月 17 日，中国证监会及交易所等公布全面实行股票发行注册制制度规则，此次公布的制度规则数量一共有 () 部。

(PPT54)中国投资者网站

向投资者介绍中国投资者网的功能。

(PPT55)东财投教基地

向投资者介绍东方财富投教基地的线上、线下访问办法以及投教基地的功能。

(PPT56)东财投教基地

向投资者介绍东方财富 APP 的投教功能。

(PPT57)声明

(PPT58)致谢