



2022 年资本市场十大展望 ——重塑新生态增量价值



作者：张奥平 经济学家、创投专家，增量研究院

本文核心观点：

- 1、全面注册制改革将在全市场实现
- 2、IPO 常态化：上市企业数量将大幅提升
- 3、退市严格化：退市公司数量将大幅提升
- 4、资本价值分化：上市公司资本价值一九分化加剧
- 5、破发常态化：公司上市发行定价更为市场化
- 6、资金端机构化：投资者将分享企业长期成长红利
- 7、行业聚焦化：科技创新将成为 IPO 主流行业
- 8、资本规范化：资本市场“红绿灯”更为清晰
- 9、体系价值化：多层次资本市场体系将迎来价值化重构
- 10、生态重塑化：资本市场迎来增量价值重塑

自 2019 年 7 月 22 日科创板试点注册制以来，中国资本市场正式开启全面注册制改革。2020 年 3 月 1 日新版证券法落地；2020 年 6 月 12 日存量市场创业板注册制改革；2020 年 12 月 31 日史上最严退市新规落地；2021 年 4 月 6 日中小板与深市主板合并；2021 年 9 月 3 日深化新三板改革并设立北京证券交易所。这一系列改革的本质目的便是实现资本市场注

册制的核心要义，即市场化、法治化、国际化。

在中国经济实现高质量发展的新阶段，中国资本市场正承担着更为重要的历史使命。全面注册制改革下中国资本市场，一场具备充足增量精神的时代变局正在发生，市场新生态正在逐步浮现。这场变局不是一蹴而就，而是循序渐进，是以终为始，分步实施。

全面注册制改革将在全市场实现

中国资本市场正迎来三十年未有之大变局，变局的核心便是资本市场顶层制度改革——全面注册制改革。

资本市场设立的本质是为服务于实体经济发展，但在此前的资本市场审批制与核准制下，大量国内优秀企业或因无法达到上市标准和“同股不同权”等相关制度，或因排队周期过长等原因，被迫选择港股或海外市场上市，从而造成国内投资者难以分享到这些企业成长带来的红利。在此背景下，资本市场全面注册制改革被提上日程。

科创板作为增量市场，率先打响了试点注册制的第一枪。科创板自设立以来发展迅速，截至 2021 年 11 月 25 日，科创板上市企业达到 360 家，总市值达到 5.85 万亿元，募资总额达到 4556.82 亿元，其中有 21 家企业上市时未实现盈利。此外，上交所还推出了一系列政策对科创板上市规则进行完善，随着政策的落实，科创板率先与国外成熟市场“接轨”。科创板注册制改革具有“探路”的作用，目前科创板注册制运行平稳，并为其

他板块注册制改革打下了良好的基础。

不同于科创板的增量市场改革，创业板属于存量市场改革。创业板在实现注册制改革前，市场涉及超过 900 多家上市公司以及 4,600 多万存量投资者，注册制改革需要充分考虑存量投资者的风险承受能力、交易习惯以及存量上市公司的监管规则。但在科创板的良好示范以及新版《证券法》的推动下，创业板的注册制于 2020 年 6 月正式落地，注册制下首批 18 家企业也于同年 8 月 24 日上市。同时，由于与科创板的定位不同，创业板在注册制改革时更加重视自身特色。例如，相比科创板，创业板在上市标准的设置上更加看重预期盈利能力，仅就市值超过人民币 50 亿元的一般盈利企业不设置盈利要求，但仍设置了近一年营业收入不低于人民币 3 亿元的限制。

2021 年 4 月 6 日，深交所主板和中小板实现合并。此次合并，整体优化了深交所板块结构，形成主板与创业板各有侧重，相互补充的发展格局。此外，中小板从 2004 年设立之初就带有明显的过渡性，其设立的初衷是为之后设立创业板积累经验。如今，创业板早已稳定运行多年，并已完成注册制改革，中小板的历史使命早已完成。而深交所主板和中小板实现合并后也将为主板市场实现全面注册制改革减轻阻力。

2021 年 9 月 2 日，作为全国资本市场的第三家交易所北交所宣布设立。时隔 75 天，同年 11 月 15 日，同样试点注册制的北交所正式开市，开市当天北交所迎来 81 家上市公司，发展初期市场已实现平稳运行。北交

所试点注册制，建立了北交所审核与证监会注册各有侧重的审核流程，主要安排与注册制改革后的科创板、创业板总体保持一致。

目前，中国资本市场在北交所、科创板、创业板注册制改革成功，以及深交所主板和中小板实现合并后，仅剩沪深主板市场未实现注册制改革。

2021 年中央经济工作会议对明年经济工作进行的七大政策部署中，在第五点改革开放政策要激活发展动力中提出“全面实行股票发行注册制”。全市场实现注册制已势在必行。

IPO 常态化：上市企业数量将大幅提升

资本市场的核心功能之一是帮助优秀的企业实现融资发展。进入 2000 年互联网时代后，虽然，中国新经济独角兽企业在全全球独角兽 500 强中，数量与估值均常年排名第一，但是，如网易、搜狐、新浪，百度、腾讯、阿里、京东、小米、蔚来、理想汽车等等，大量优秀的新经济企业却频频流失海外或香港资本市场。

其主要原因是，在此前的 A 股 IPO 审批制与核准制的框架之下，企业能否实现 IPO，更看重企业过去的盈利能力，也就是过去的“赚钱能力”，而不是企业未来的价值成长预期。这便造成了资本市场在帮助大量处于快速成长期中的优秀中小企业融资发展的功能缺失。

全面注册制改革后的中国资本市场，开始逐步补足这一功能的缺失。2020 年 3 月 1 日新版证券法落地，将发行股票应当“具有持续盈利能力”

的要求，改为“具有持续经营能力”。新版证券法这一根本性的改变，使得企业实现 IPO 的“开口”得以打开，A 股 IPO 企业数量以及过会率持续回升。截至 2021 年 11 月 30 日，A 股市场共计 379 家企业过会，过会率达到 92.67%。

伴随着注册制改革后的科创板与创业板持续发展，以及为创新型中小企业服务的北交所在资产端的加速扩容（截至 12 月 14 日，符合北交所财务条件的创新层与基础层挂牌公司共有 1200 多家，净利润平均值为 3666.13 万元，其中共有 187 家北交所在辅企业），A 股 IPO 企业数量也将持续迎来“大年”。IPO 常态化则意味着，未来每年过会企业数量将维持在 400-500 家，过会率在 90%以上。

退市严格化：退市公司数量将大幅提升

此前的中国资本市场，退市制度基本没有发挥出应有的功能作用，近 30 年真正被退市的公司不到 80 家，在实行注册制改革前，年均退市仅不到 3 家。

而从全球主要资本市场整体退市规模来看，退市企业数量多于 IPO 企业数量。2007 年至 2018 年 10 月，全球退市公司数量累计达到 21280 家，全球 IPO 数量累计达到 16299 家，退市规模大于 IPO 规模。

再看同样运行注册制，相对成熟的美股市场。美股市场是全球股票市值规模最大的资本市场，同时也是全球退市规模最大的资本市场。WRDS

数据显示, 1980 年至 2017 年, 美股上市公司数量累计达到 26505 家, 退市公司达到 14183 家, 退市公司数量占到全部上市公司的 54%, 其中, 纽交所退市 3752 家, 纳斯达克退市 10431 家; 剔除 6898 家存续状态不明的公司后, 退市公司数量占到剩余 19607 家上市公司的 72%。

再反观此前的中国资本市场, 因退市制度不完善, 许多丧失经营能力的公司还能继续挂在 A 股市场, 保留所谓的“壳价值”。因为惩罚力度不足, 更有一些公司进行财务造假, 例如, 此前康美药业财务造假 300 亿元, 当时的顶格处罚才 60 万。而在美股市场, 中概股瑞幸咖啡 22 亿美元财务造假, 直接被退市, 并向美国证券交易委员会 (SEC) 支付 1.8 亿美元罚款, 并面临着美股投资人的索赔, 索赔金额高达百亿人民币。

进入注册制时代后, 资本市场的监管制度与退市机制更为完善。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, 保证资本市场的良性生态。从近两年数据来看, 退市企业数量与退市率也在逐渐提升, 2019、2020 年被退市的上市公司分别为 9 家和 16 家。

伴随着 2020 年 12 月 31 日退市新规的落地, “史上最严”退市制度被应用到 A 股市场的所有板块。财务类、交易类、规范类、重大违法类 4 套退市指标, 将坚决淘汰丧失持续经营能力、或严重财务造假的不良上市公司。

今年 A 股市场 21 家公司退市成定局。在退市新规下, *ST 宜生、*ST 成城先后触发交易类退市指标, 连续 20 个交易日的每日收盘价均低于人民

币 1 元，被上交所决定为终止上市后，直接进行退市，成为首批在退市新规下被退市的企业，并且没有退市整理期。此外，重大违法强制退市也在加速“落地”。

“十四五”规划建议明确要全面实行股票发行注册制，建立常态化退市机制，提高直接融资比重。建立常态化退市机制已经上升为中国资本市场的顶层设计，监管层正以巨大决心推动其加速落地。由此可见，注册制时代的中国资本市场，不仅会持续打开 IPO 大门，也将会持续对不良企业加速出清。

资本价值分化：上市公司资本价值一九分化加剧

纵观全球范围内，任何运行注册制，成熟的资本市场中都是行业的头部公司占据着市场大量的资金、市值与交易量。

以同样运行注册制，相对更加成熟的美股市场为例，截止 2021 年 11 月 25 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 27%，但这前 27% 的大市值公司，却占据美股市场总市值的 94%，占美股近一年总交易量的 97%。运行注册制的港股市场也同样如此，市值大于 100 亿的

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_31800

