



李峰：全面注册制改革过程中的重点和难点



意见领袖 | 李峰(上海交通大学上海高级金融学院副院长)、张一忞(上海交通大学中国金融研究院青年研究员)



2月1日,全面实行股票发行注册制改革正式启动。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。A股注册制改革采取分步走策略。先从建立市场预期入手,逐步推进增量市场试点,再着手于存量增量市场同步改革。在积累了丰富的理论和实践经验后,最后落地全面注册制,实现市场的全面平稳过渡。全面注册制下,须防止“名义注册制,实际核准制”问题,同时加大退市制度建设,保持资本市场平稳发展,防止二级市场供给快速上升挤压市场流动性。进一步加强中小投资者教育,破除投资者对资

本市场的固有观念,并发展壮大专业机构投资者力量,引导长期资金入市,提高 A 股市场价值发现效率。此外,全面注册制对投资者的研究能力和分辨能力提出了更高要求,因此,尽快建立和完善中小投资者维权救济渠道,是全面推行注册制的重要保障。

一、全面注册制改革是提高直接融资比例,助力高质量发展的必然要求

1. 提高直接融资比例,更好服务经济转型和产业升级当前我国多层次资本市场建设基本完成,为不同阶段企业的直接融资提供了丰富选项。但是,我国社会融资体系仍以间接融资为主,直接融资占比较低。从 2022 年社会融资存量看,直接融资占比为 30%,虽是历史最高水平,但与发达国家的差距依然较大。我国正处于产业结构升级和科技创新型企业快速发展的关键时期,以银行为主导的间接融资体系难以满足多元化的资本需求。全面注册制下,主板要突出大盘蓝筹特色,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。相应的,设置多元包容的上市条件。主板进行注册制改革后,多层次资本市场体系将更加清晰,基本覆盖不同行业、不同类型、不同成长阶段的企业。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。主板实行注册制,为部分资质优秀、发展前景良好但不符合其他板块定位的龙头企业畅通了上市渠道。多层次的资本市场叠加市场化的发行、

交易机制是配合我国产业升级的必然要求，也是资本更高效服务实体经济的重要渠道。2. 为国企改革下的优质资产提供更顺畅的上市渠道目前，我国国有企业改革进入深水区，国家多次鼓励探索国企优质资产分拆上市。央企或地方国企旗下许多战略新兴产业相关子公司急需资金助力，分拆上市是优质资产融资的重要渠道，也为投资者提供了更具成长性的投资标的。在核准制下，企业上市周期长、过会率低、发行条件单一，无法满足多元化的融资需求。在注册制及其配套改革措施下，国企孵化的优质资产可以更顺畅地在资本市场融资，有利于这类公司发展壮大，实现国有资产的保值增值。3. 营造多种所有制经济共同发展的市场环境从历史情况看，国企业体量往往大于民企，更易满足上市标准。在实质性审核的背景下，国有企业发展相对成熟、质地更优，上市更为容易，因此我国资本市场在发展初期形成了国企“一枝独秀”的局面。近年来，随着我国大力发展民营经济和进行注册制试点，民企上市效率大大提升。全面注册制改革进一步提高了民营蓝筹企业上市效率，有望深化国企民企均衡发展，形成大中小企业、多种所有制企业共同发展的市场结构。4. 吸引红筹企业、特殊表决权企业等优质公司在 A 股上市由于红筹架构、特殊表决权、资本市场流动性、发行标准不适配等原因，一段时间以来优质消费类企业和互联网企业纷纷选择在美股或港股上市，导致 A 股投资者无法分享这些优质企业的成长红利。当前，外部环境不确定性较高，为这些企业打开一扇回流 A 股的大门尤为重要。在科创板、创业板的注册制试点对红筹企业和特殊表决权企业的上市条件作出了明确规定，全面注册制改革对主板的相关安排也进一步细化，

打通了这类企业回流 A 股最大板块的关键一环，未来 A 股将吸引更多在港股和美股上市的优质企业回归。



二、稳步推行注册制是最优路径选择

1. 分步走策略积累经验，为市场平稳过渡打下坚实基础注册制改革是资本市场改革的重点。考虑到我国资本市场起步较晚，诸多配套措施仍待完善，如果贸然对存量市场进行大刀阔斧的改革，很容易引起市场剧烈波动，易滋生市场乱象，导致投资者蒙受损失。因此，注册制改革采取分步走策略，根据实践经验进行制度的不断迭代。先从建立市场预期入手，逐步推进增量市场制度试点，再着手于存量增量市场同步改革，以此积累丰富的理论和实践经验，确保全面注册制平稳落地。2. 从增量到存量试点改革，政策层层深入不断完善^②2013 年召开的党的十八届三中全会提出，推

行股票发行注册制改革。2015 年 12 月，全国人大常委会授权国务院在实施股票发行注册制改革中调整适用证券法有关规定。这为全市场建立了未来 A 股实行全面注册制的心理预期。◎2018 年 11 月，上交所设立科创板并试点注册制改革宣布启动。2019 年 7 月，科创板开市。作为注册制改革排头兵，科创板从交易体系完善、资本市场经验丰富的上交所诞生，着手于增量市场的改革，阻力较小，能够自上而下更有效地推进新制度施行。

◎2020 年 8 月，创业板首批注册制下的 18 家公司上市交易，同时配套一系列改革措施，敲响存量市场注册制改革钟声。创业板的改革并非简单的发行注册制，而是在通盘考虑了存量和增量市场后，借鉴科创板的成功经验，对发行上市、再融资制度、交易制度、持续监管和优化退市等方面进行全面改革。◎2021 年 11 月开市的北交所也实行注册制。定位于服务创新型中小企业的北交所是我国建立多层次资本市场的重要一环，其基本发行制度也参考科创板、创业板的经验。在注册制的统一监管逻辑下，北交所开始探索向科创板、创业板的转板制度，目前已有 3 家公司实现转板，这为未来建立更多板块间互联互通制度提供了参考。◎以分步走的方式进行改革，目标是在逐步推进改革的进程中不断进行政策迭代。2019 年 12 月

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_52137

