

全面注册制改革解读

2023年2月7日 星期二

兴证期货·研发中心
金融衍生品研究团队

林玲

从业资格编号：F3067533

投资咨询编号：Z0014903

杨娜

从业资格编号：F03091213

投资咨询编号：Z0016895

周立朝

从业资格编号：F03088989

联系人：杨娜：

电话：021-20370947

邮箱：

yangna@xzfutures.com

内容提要

● 我们的观点

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管理办法》向社会公开征求意见。这标志着经过4年的试点，全面实行股票发行注册制改革正式启动。

在过去四年时间里，注册制改革经历了三步走过程：1.2019年7月科创板试点注册制，进行增量市场改革；2.2020年8月创业板改革试点注册制，进行存量市场改革；3.双创板、北交所试点在经验积累和时机成熟后注册制在全市场正式推行。

在注册制的推行下，不同板块上市将更加规范，科技股及生命周期靠前的企业将获得更有优势的上市资格。A股上市将会更加快速，IPO数量增加并倒逼退市制度顺畅运行，融券业务逐渐增加，融券业务占比逐渐提高，逐渐与融资业务相对称。

报告目录

1. 什么是注册制	3
2. 发行历程	3
3. 注册制带来哪些变化	4
4. 注册制为 A 股带来变化	5

图表目录

图表 1: 三种新股发行制度	3
图表 2: 注册制大事记	4
图表 3: IPO 情况	6
图表 4: 筹资金额	6
图表 5: 退市公司数量	7
图表 6: 融资融券情况	7

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管理办法》向社会公开征求意见。这标志着经过4年的试点，全面实行股票发行注册制改革正式启动。

1. 什么是注册制

A股的发展历程中，曾出现过审批制、核准制和注册制三种新股发行的监管制度。在注册制之下，监管部门不对企业质量进行判断，只负责审查发行人提交资料是否符合信息披露义务。在成熟的资本市场下，企业进行全面的信息披露，在这种制度之下，部分新兴行业企业与科技企业虽然财务指标不能达到严苛的上市条件但依然可以上市。

图表 1：三种新股发行制度

发行制度	发行方式	核心	时间
审批制	经实质审查、正式批准后方可发行，是完全计划发行的模式。	两级审批、额度控制和行政干预的发行定价。	1999年7月1日前
核准制	发行人在发行股票时，不需要各级政府批准，只要符合《证券法》和《公司法》的要求即可向证监会发审委提交上市申请	在上市指标范围内进行审核。	1999年7月1日至2023年2月1日
注册制	发行人准备发行证券时，依法公开各种资料完全、准确地向证券主管机关呈报并申请注册，只要满足规定的上市条件，无须证监会发审委核准就可以上市。	符合市场条件的由证监会核准发行。	2023年1月起

数据来源：公开市场整理，兴证期货研发部

2. 发行历程

在过去四年时间里，注册制改革经历了三步走过程：1. 2019年7月科创板试点注册制，进行增量市场改革；2. 2020年8月创业板改革试点注册制，进行存量市场改革；3. 双创板、北交所试点在经验积累和时机成熟后注册制在全市场正式推行。

注册制的开启源自于2013年11月，党的十八大三中全会将“推进股票发行注册制改革”写入《中共中央关于全面深化改革若干重大问题的决定》，此后，注册制各项筹备工作逐渐展开。2018年，习近平总书记在首届中国国际进口博览会开幕式正式提出“将在上海证券交易所设立科创板并试点注册制”后，A股市场注册制开启。2019年以来，“注册制”连续四年出现在政府工作报告中，其重要性逐步推进。2022年1月，证监会印发2022年立法工作计划，

落实中央经济工作会议关于全面实行股票发行注册制的决策部署，制定《首次公开发行股票注册管理办法》《上市公司证券发行注册管理办法》等规章。

图表 2：注册制大事记



数据来源：公开市场整理，兴证期货研发部

3. 注册制带来哪些变化

不同板块不同定位。全面注册制明确了主板、科创板、创业板和北交所的板块定位。主板突出“大盘蓝筹”特点，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。科创板优先支持符合国家战略，科技创新能力突出，拥有关键核心技术并通过其开展生产经营，有稳定商业模式，市场认可度高，社会形象较好的成长性企业。创业板以服务成长型创新创业企业为主，支持传统产业与新技术、新产业、新业态、新模式深度融合。北交所服务创新型中小企业为主，支持先进制造业和现代服务业等领域，推动传统产业转型升级，促进经济高质量发展。在不同板块不同定位的背景下，不同类型、不同生命周期的企业可以与不同门槛投资者相匹配。对主板企业，只要满足“净利润+现金流/营业收入”、“市值+

净利润+营业收入+现金流”和“市值+净利润+营业收入”三套标准之一即可。且在全面注册制下，净利润累计要求提高。

引入双创板经验。在全面推行注册制后，主板新股上市前5个交易日不设涨跌幅限制，第6个交易日涨跌幅限制保持10%不变，新股首日涨幅限制为44%，跌幅限制为36%，首日后涨跌幅限制为10%。此次全面注册制改革，复制了“双创板”机制，明确主板首次公开发行上市后的股票上市后前五交易日不设价格涨跌幅限制。但主板新股上市第6个交易日，日涨跌幅限制保持10%不变。

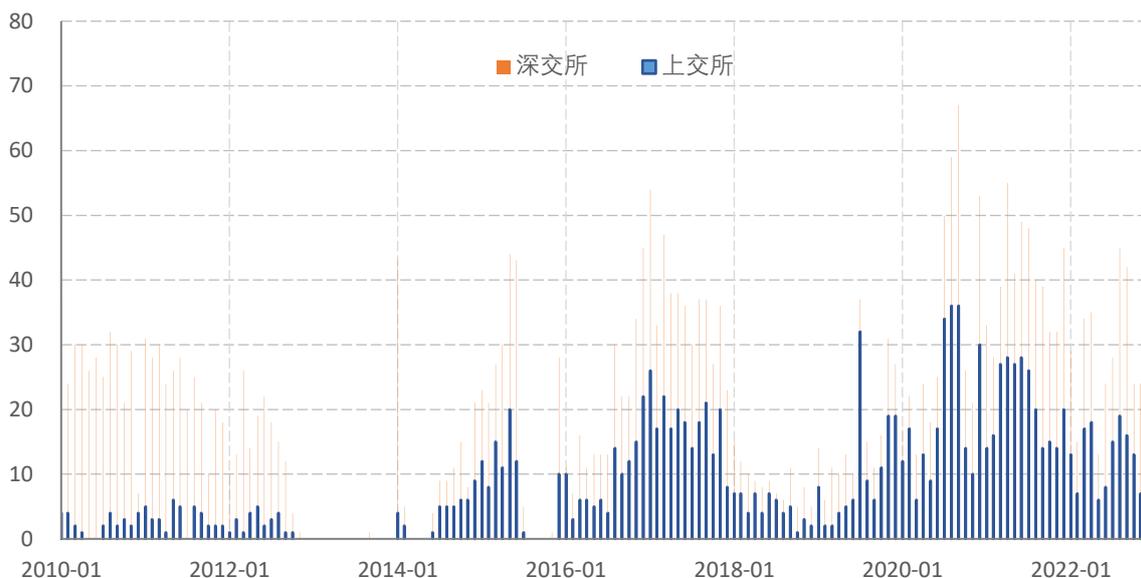
上市首日纳入“两融”标的。在全面注册制改革制度下，新股上市首日纳入融资融券标的，转融通机制得以优化，扩大融券券源范围。在国内市场缺乏做空机制的背景下，A股主板市场出现融资余额大于融券余额“单边市”行情，提高券源信息透明度让市场回归理性。沪深交易所同步修改《融资融券交易实施细则》和《转融通证券出借交易实施办法》，明确注册制下股票上市首日纳入“两融”标的，注册制下股票自撤销风险警示之日起调入融资融券标的范围，存托凭证比照适用融资融券相关规定。优化投资者融券卖出所得价款投资范围，且在原有基础上增加债券交易型ETF，在申报数量上，交易所将融资买入、融券卖出债券的申报数量规定调整为10万元面额或其整数倍。A股将实施市场化约定申报机制，允许双方自主协商出借期限、出借费率，可以灵活展期和提前了结，且此次改革在证券来源上，扩大了转融通证券出借券源，允许参与注册制下首次公开发行股票战略配售的投资者在承诺持有期限内，出借获配股票，提升证券出借申报灵活性，单笔最低申报由1000提升至1万股，满足市场参与者需求。

资产重组认定标准提高。注册制下，交易所同步更新《上市公司重大资产重组审核规则》并向社会征求意见，提高重大资产重组认定标准。一方面，在“购买、出售的资产在最近一个会计年度所产生的营业收入占上市公司同期经审计的合并财务会计报告营业收入比例达到百分之五十以上”指标中，增加“超过五千万人民币”要求；另一方面，上市公司为购买资产所发行股份的底价不低于市场参考价的九折调整为八折。

4. 注册制为A股带来变化

在注册制的推行下，不同板块上市将更加规范，科技股及生命周期靠前的企业将获得更有优势的上市资格。A股上市将会更加快速，IPO数量增加并倒逼退市制度顺畅运行，融券业务逐渐增加，融券业务占比逐渐提高，逐渐与融资业务相对称。

图表 3: IPO 情况



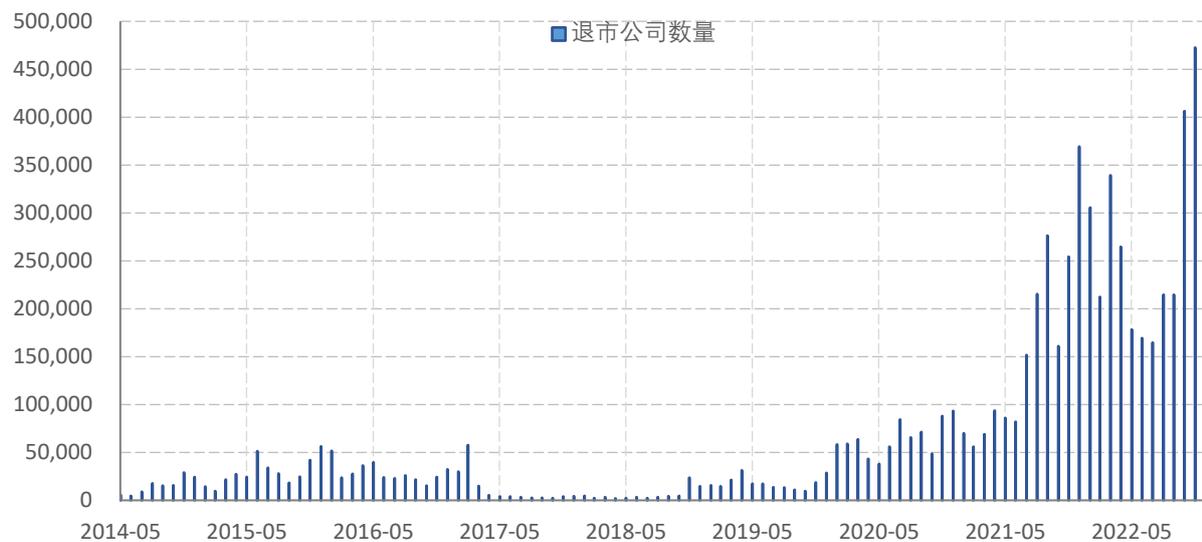
数据来源: wind, 兴证期货研发部

图表 4: 筹资金额



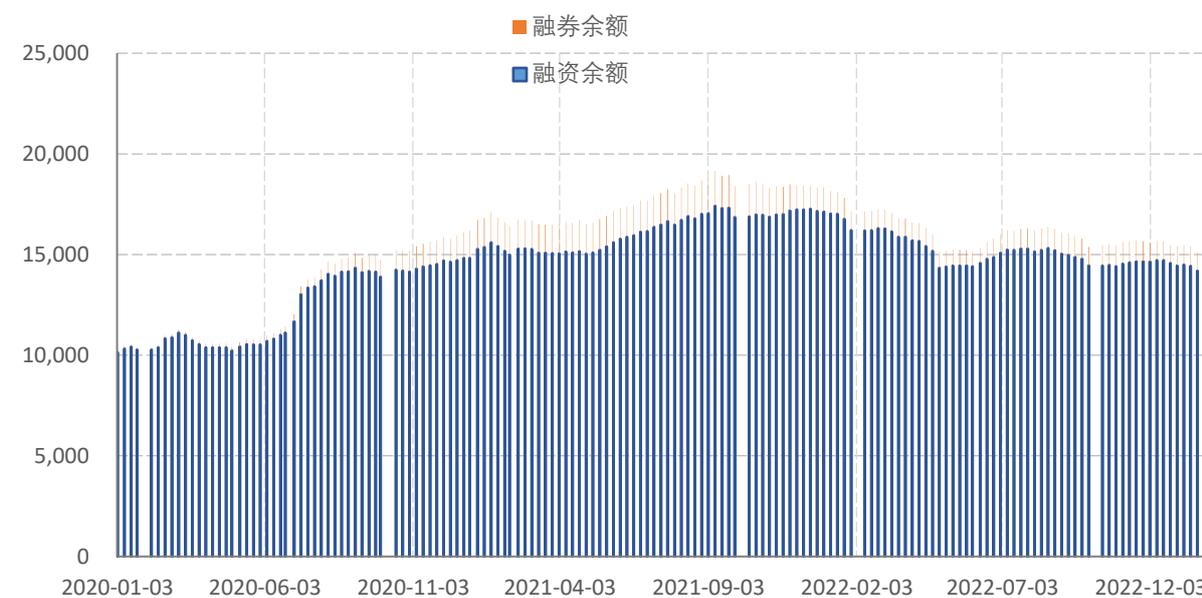
数据来源: wind, 兴证期货研发部

图表 5: 退市公司数量



数据来源: wind, 兴证期货研发部

图表 6: 融资融券情况



数据来源: wind, 兴证期货研发部

分析师承诺

本人以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。报告所采用的数据均来自公开资料，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断的得出结论，力求客观、公正，结论，不受任何第三方的授意影响。本人不曾因也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收到任何形式的报酬。

免责声明

本报告的信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。文中的观点、结论和建议仅供参考。兴证期货可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的独立判断。

客户不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的损失负任何责任。

本报告的观点可能与资管团队的观点不同或对立，对于基于本报告全面或部分做出的交易、结果，不论盈利或亏损，兴证期货研究发展部不承担责任。

本报告版权仅为兴证期货有限公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处兴证期货研究发展部，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。