

讲义制作主题摘要				
活动主题	全面注册制解读		制作人	唐山新华道证券营业部
活动对象	社会公众投资者		课程时长	60 分钟
开发背景	<p>截至 2022 年 4 月，我国的投资者总数已经突破 2.03 亿。投资者是市场发展的根本，如果要保护市场的健康平稳发展，就必须加强对投资者合法权益的保护。从注册制改革的概念被提出伊始，我公司就致力于加强这方面的投资者教育和投资者权益保护，并举行了一系列活动。从 2019 年“心系投资者携手共行动”，到 2020 年“学习贯彻新《证券法》，保护投资者合法权益”，到 2021 年“守初心、担使命，为投资者办实事”，再到今年“筑牢注册制改革基础，保护投资者合法权益”，随着注册制改革的逐渐推行，加大投资者保护力度和投资者教育显得刻不容缓。本次活动的主要内容是向投资者讲解“注册制”相关概念、分析“注册制”与“核准制”的区别、解读“注册制”的优势与意义，让投资者了解并熟悉注册制概念，从而提升自身的专业水平和金融素养，有助于进一步引导投资者践行价值投资，规避追涨杀跌等非理性行为。</p>			
课程目标	通过分析全面注册制的发行机制、其与核准制的区别、为什么要实行注册制等相关概念，解读股票发行注册制改革的优势与意义。			
	课程模块 (一级大纲)	教学纲要 (二/三级大纲)	教学传递策略 (主要教学方式)	所需素材 (工具/典型案例)
单元一	内容讲解	1. 注册制相关概念及改革历程 (1) 什么是注册制及其特征 (2) 注册制改革历程 2. 注册制与核准制 (1) 核准制简介 (2) 注册制简介 (3) 注册制与核准制的区别 3. 注册制改革亮点及意义 (1) 为什么要实行注册制 (2) 注册制改革有哪些亮点 (3) 全面走向注册制的 A 股将带来五大影响 (4) 注册制改革的意义	讲授	文字讲解
单元二	互动答疑	投资者互动答疑	讲授/提问	投资者互动交流答疑
单元三	结束	1. 介绍投资者教育基地 2. 填写调查问卷	讲授	问卷(扫描答题)

引用资料出处及网址	<p>文字引用出处：</p> <ol style="list-style-type: none"> 1. 注册制的股票，最重要的特征是什么？ https://baijiahao.baidu.com/s?id=1708424040927233703&wfr=spider&for=pc 2. 注册制与核准制的区别 https://www.sohu.com/a/234571653_100184638 3. 中国股票发行注册制改革：原因、意义与风险应对 http://www.iis.whu.edu.cn/index.php?id=2552 4. 注册制改革有哪些亮点？ http://www.renheyaoeye.com/?p=8306 5. 全面走向注册制的 A 股将带来五大影响 http://stock.10jqka.com.cn/20220112/c635924371.shtml 6. 中国新股发行审核制度的历史演进 https://www.fx361.com/page/2015/0731/966000.shtml 7. 为什么要实行注册制 <p>资料出处源于微信公众号：财学堂</p> <p>引用文章明细：《财知道 什么是注册制？为什么要推行注册制？》 时间：2021-03-01 19:07</p> <p>图片引用出处：</p> <ol style="list-style-type: none"> 1. 金融委定调全面实行股票发行注册制，到底预示着什么？ https://zhuanlan.zhihu.com/p/272113668 （引用 1 张） 2. 证监会 下一步将向全市场推行注册制改革 https://www.sohu.com/a/424399780_99922774 （引用 2 张） 3. 注册制来临，关于“创业板 2.0”你有哪些应知应会？ https://baijiahao.baidu.com/s?id=1671065821140356484&wfr=spider&for=pc （引用 1 张） 4. 一篇漫画看懂：创业板注册制，你到底该了解些啥？ https://www.163.com/dy/article/FFU7V6E70519B4H1.html （引用 3 张） 5. 宋清辉：注册制改革 证券业长线利好 https://baike.baidu.com/tashuo/browse/content?id=7d03a8b8982707beedd7a856&fr=vipping （引用 1 张）
-----------	--

具体讲解：

开场白：

2022 年 3 月 5 日《政府工作报告》中明确了方向，将全面实行股票发行注册制，促进资本市场平稳健康发展。4 月 8 日证监会在年度工作报告中再次提到了全面注册制，4 月 9 日在上市公司协会会员代表大会上，证监会的主席易会满就仍然强调了要推进全面注册制平稳落地。我们国家注册制改革试点已经推行了将近三年，从科创板到创业板，到北

交所，注册制改革充分证明它在提高我们的资本市场的效率，扩大直接融资以及规范市场制度方面发挥了非常积极的作用。今年注册制改革全面落地的可能性较大，所以今天我们来聊一聊资本市场的改革中非常重要的注册制。

(PPT1) 课程开发背景及意义

中国结算最新数据显示，2022年5月末投资者数量已达到2.049亿。投资者是市场发展之本，加强对投资者合法权益的保护，就是保护市场健康平稳发展。从2019年“心系投资者携手共行动”，到2020年“学习贯彻新《证券法》，保护投资者合法权益”，到2021年“守初心、担使命，为投资者办实事”，再到今年“筑牢注册制改革基础，保护投资者合法权益”，在即将推进全市场注册制的大背景下，加大投资者保护力度更显重要。本次活动旨在通过向投资者讲解“注册制”相关概念、分析“注册制”与“核准制”的区别、解读“注册制”的优势与意义，以提升广大投资者的专业水平和金融素养。进一步引导广大投资者践行价值投资理念，防范市场风险。

(PPT2) 目录

(PPT3) 第一单元 第一章：注册制相关概念及改革历程

(PPT4) 第一节：什么是注册制及其特征

1. 什么是注册制？

证券发行注册制是指证券发行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。

2. 注册制的重要特征

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。证券发行注册的目的是向投资者提供据以判断证券实质要件的形式资料，以便做出投资决定，证券注册并不能成为投资者免受损失的保护伞。如果公开方式适当，证券管理机构不得以发行证券价格或其他条件不公平，或发行人提出的公司前景不尽合理等理由而拒绝注册。

(PPT5) 第二节：注册制的改革历程

从2016年实施注册制改革授权到2022年全面注册制大概率的正式落地，这一路我们走了整整的6年。为什么实行注册制？这对我们每一个投资者到底有什么影响？想要了解注册制，你必须了解现在和过去我们的大A究竟经历了怎样的变化。

我们来回顾一下 A 股 IPO 政策变迁的几个阶段，分别是：

（一）改革历程回顾

1. “额度管理”阶段（1993-1995 年）

1993 年 4 月 25 日，国务院颁布《股票发行与交易管理暂行条例》，标志着审批制正式确立。国务院证券监督管理机构根据经济发展和市场供求情况，制定当年股票发行总规模（额度或指标），经国务院批准后下达给计委，再根据国民经济发展中的地位 and 需要，分配到各省区市和有关部委。省级政府和有关部委推荐预选企业，证券监管机构预选企业申报材料进行审批。企业需经历两级行政审批，首先向所在地政府或主管部委提交额度申请，经批准后报证监会复审。证监会对企业进行实质审查，并对发行股票规模、价格、方式、时间等作出安排。这个阶段，共确定了 105 亿发行额度，上市了 200 多家企业，筹资 400 多亿元。

证券市场建立初期，由于法规不够健全，市场参与者还不成熟，各行业、地区发展不均衡，拟上市企业质量参差不齐，需加以宏观调控和严格审查。额度管理仅规定额度总量，未限制上市家数，各地政府在额度内选择尽量多推荐企业，导致上市企业规模偏小，一些具有行业代表性、关系国计民生的大中型企业却难以发行股票。

2. “指标管理”阶段（1996-2000 年）

1996 年开始，推行“总量控制、限报家数”的指标管理办法，国家计委、证券委共同制定股票发行总规模，证监会根据市场情况，向各省级政府和行业管理部门下达股票发行家数指标，省级政府或行业管理部门在指标内推荐预选企业，提交证券监管部门审核。1997 年，证监会增加了拟上市公司预选材料审核程序，对推荐企业进行预选，改变了两级行政审批下单纯由地方推荐企业的做法，开始对企业进行事前审核。

从“额度管理”转为“指标管理”，一定程度上解决了企业规模偏小问题，但一些地方政府将上市作为国企解困的手段，影响了上市公司质量，民营和外商投资企业难以进入市场，造成上市公司结构性失衡。此外，行政化审批存在寻租空间，容易滋生腐败。随着市场经济的不断发展，股市规模的不断壮大，“额度管理”和“指标管理”等带有计划经济色彩的发行审核体制弊病逐渐暴露，市场化改革迫在眉睫。

3. “通道制”阶段（2001-2004 年）

2001 年 3 月 17 日，证监会宣布取消股票发行审批制，实施“通道”管理体制。证券公司将拟推荐企业逐一排队，按序推荐，每核准一家才能再报一家，即“过会一家，递增

一家”（后调整为“发行一家，递增一家”），具有主承销资格的证券公司最多拥有 8 条通道。到 2005 年“通道制”被废除时，全国 83 家证券公司一共拥有 318 条通道。

“通道制”改变了行政机制遴选推荐的做法，主承销商在一定程度上承担起股票发行的风险，也获得了遴选、推荐公司的权利。发行通道由证券监管机构下达给证券公司，但名额有限，且受制于证监会的审核速度。所以，“通道制”仍未彻底摆脱计划体制束缚。此外，证券公司使用通道时，必须遵守排队规则，按照申报材料报送顺序排队，弱化了各证券公司的通道数量区别，抑制了证券公司间的竞争。

4. “保荐制”阶段（2004 年至今）

2003 年 10 月 9 日，证监会颁布《证券发行上市保荐制度暂行办法》，标志着新股发行进入“保荐制”阶段，其主要内容包括：建立保荐机构和保荐代表人的注册管理制度；明确保荐期限；分清保荐责任；引进持续信用监管和“冷淡对待”等四方面监管措施。保荐制重点是明确保荐机构和保荐代表人责任并建立责任追究机制。与“通道制”相比，保荐制强化了保荐人的连带责任，延长了保荐责任期。

现行新股发审制度有新股发行上市审核一体化、实质审核为主两个基本特征。根据《证券法》，公开发行证券，必须符合法律、行政法规，并报经证券监督管理机构或授权部门核准。实践中，所有公开发行股票必须得到证监会核准，一旦发行申请获批，经证券交易所上市委员形式审查后即可安排上市，即发行与上市联动。证监会的发行审核已经暗含交易所的上市审核，通过证监会发行审核即可在交易所上市，证监会的发行审核成为企业发行上市的唯一门槛，通过发行审核的企业相对较少，交易所通过各种方式争夺上市资源，企业上市申请审核流于形式。

另外，新股发行采用实质性审核，证券监管机构根据《公司法》、《证券法》等相关法律、法规、规章规定，对发行人申请材料进行审核，涉及公司设立及历史沿革、主要股东、主要业务及产品、主要财务指标（最近三年及当期的资产负债表、利润表、现金流量表及主要财务指标）、募集资金投向等项。发行审核核准制以强制信息披露和合规审核为核心，但由于上市资源的稀缺性、上市先后的导向性、市场选择机制不健全、后续制裁机制不完备等因素，监管机构也要对发行人的行业、质量、内控和前景等进行实质性审查，作为是否核准的依据。

5. 即将到来的全面注册制

（PPT6）（二）即将到来的全面注册制

（将 2013 年至今的发展历程用 PPT 展示呈现）

2013 年，十八届三中全会审议通过《中共中央关于全面深化改革若干重大问题的决定》，其中明确提出要推进股票发行注册制改革；

2015 年，“实施股票发行注册制改革”作为当年工作部署，被写入政府工作报告；

2016 年，十三五规划纲要中提出要“创造条件实施注册制”；

2018 年，习近平主席提出设立科创板并试点注册制；

2019 年，修订后的《证券法》提出全面推行注册制；

2020 年，中央全面深化改革委员会第十三次会议审议通过了《创业板改革并试点注册制总体实施方案》；

2020 年，《中共中央国务院关于新时代加快完善社会主义市场经济体制的意见》发布，再一次明确提出要推动以信息披露为核心的股票发行注册制改革。

（PPT7）（三）新股定价机制的演进

新股定价机制是指获准公开发行股票的公司与承销商确定股票发行价格，并出售给投资者的制度安排。交易所成立以前，新股多按面值发行，交易所成立后，新股定价经历了“定价——竞价——定价”的演变，先后经历多轮改革，逐渐演进至累计投标询价制。新股定价机制演进历程如下：

1. 固定价格发售机制（1990-1998 年）

固定价格机制下，承销商事先根据一定标准确定发行价格，再由投资者进行申购，发售简便易行，对市场化程度要求不高。1990 年到 1998 年底，新股定价主要采取这种模式，且普遍采用市盈率定价法，即“新股发行价格=每股税后利润×市盈率”。但具体计算方式又历经几个发展阶段。1996 年以前，发行定价用固定市盈率和盈利预测倒推得出。1996 年后，以过去三年每股税后利润的算术平均数为基础计算市盈率。后又改为证监会确定合理的市盈率水平（最初规定发行市盈率上限为 15 倍，后有较大放宽）。

2. 上网竞价（1994-1995 年）

1994 年 6 月至 1995 年 1 月间，上网竞价方式曾短暂出现。预先确定发行底价，投资者以不低于发行底价的价格申报，按照“时间优先、价格优先”原则成交，是一种市场化程度较高的新股定价方式。但由于当时市场尚不成熟，缺乏价格发现功能，加之透明度差，投机性强，几只股票均在上市首日破发。1995 年 2 月后，新股发行未再采用上网竞价机制。

3. 对市盈率限制的突破（1999-2001 年）

从 1998 年底开始，新股发行开始放开市盈率限制，由发行人和承销商根据客观条件和市场状况协商确定股票发行价格，新股定价方式开始突破行政干预，走向市场。1999 年 2 月，《股票发行定价分析报告指引（试行）》提出了定价分析报告的要求。1999 年 7 月，《关于进一步完善股票发行方式的通知》要求机构投资者参与协商定价，并提出战略投资者的概念。但随着发行价格和市盈率的不断上升，新股价格呈现高开低走态势，市场对高价发行出现抵触情绪。2001 年 11 月以后，新股定价又恢复为市盈率限制的固定价格机制。

4. 询价机制（1999 年）

1999 年 7 月 28 日，证监会发布《关于进一步完善股票发行方式的通知》，规定公司股本总额在 4 亿元以上的公司，可采用对一般投资者上网发行和对法人配售相结合的方式发行股票。在这一方式下，发行人和主承销商确定发行价格区间，股票发行分为向法人配售部分和上网发行部分，通过向法人投资者进行路演、询价、预约配售，确定发行价格和认购者。

5. 上网竞价发行（2001 年）

2001 年 5 月，证监会颁布《新股发行上网竞价方式指导意见》，明确上网竞价是新股发行方式的必要补充，继 1994 年之后再次尝试上网竞价发行，在减少主观操作方面有积极意义，但由于当时大量股票（如国有股、法人股）无法流通，导致新股发行抑价严重，甚至出现黑箱操作。

6. 网上累计投标发行定价（2001 年）

2001 年 11 月，从北京华联开始，新股开始使用网上累计投标发行定价方式。在这一制度下，发行人和承销商预先确定价格区间，投资者在该区间内进行竞价投标，承销商则根据一定的超额认购倍数确定最终发行价格。

7. 累计投标询价制（2005 年至今）

2004 年 12 月 7 日，证监会发布《关于首次公开发行股票试行询价制度若干问题的通知》及《对首次公开发行股票询价对象条件和行为的监管要求》，规定发行人及其保荐机构应采用累计投标询价方式，向机构投资者确定发行价格。同时，为促进参与询价机构理性报价，加强市场对询价过程的监督，规定了全额缴款、同比例配售、申购及配售情况公告、获配股票锁定期等措施。

(PPT8) 第二章：注册制与核准制

(PPT9) 第一节：核准制简介

那么，注册制与核准制的区别有哪些呢，下面的时间就带着这个问题、为大家做一下剖析。

核准制简介：

核准制原则上只要是符合上市标准的公司都可以按照规定的程序实现发行上市的目标，由中国证监会组织专门的人员对拟发行股票的公司材料进行审核。理论上，这样的体制与注册发行制度似乎已经十分接近，但监管部门仍然存在过度的行政干预。最主要的表现是监管者有意识地控制新股发行的节奏和数量，其结果是股票发行成为稀缺资源，上市公司存在“壳”价值。

从监管的逻辑看，隐含着监管者负责上市公司进行投资价值的判断。市场实践表明，监管者无法替代投资者对股票进行价值判断。

当发行部门手握新股审批大权的时候，除了滋生寻租行为之外，必然会扭曲股票价格的形成机制，还带来了一系列妨碍股票市场功能发挥的后果，股市无法发挥它应有的配置资源功能。

(PPT10) 第二节：注册制简介

注册制的实施能让资本市场回归资源配置的本源，尊重市场与投资者，管住政府的手。注册制能让一级市场真正“去行政化”，还原市场属性，真正做到公平、公正，进而实现“卖者有责、买者自负”的市场约束机制。显然，注册制的理念和我国的核准制有本质的区别。

(PPT11-12)

	注册制	核准制
发行审核方式	上市公司信息披露为基础，主要由中介机构、自律性机构进行合规性审核，由投资者自行判断企业价值和风险。	由监管机构与中介机构分担实质性审核责任。
公司上市条件	符合规定的企业，包括成熟企业和成长型企业，一般不要求企业满足盈利条件。	主要是成熟企业，一般要求企业满足盈利条件。
公司定价	由市场自主决定，询价、竞价方式较多。	由市场主导，政策、法律监管的参与度高，A股23倍市盈率发行。
上市周期	较短，筹备到上市平均需要一年左右，发行效率较高。	一般较长，国内排队上市3-5年为常态，发行效率较低。

退市制度	退市制度完善，退市效率和频率较高。	退市制度不完善，退市效率和频率相对较低。
投资者背景	投资者相对成熟，更多依赖自我判断。	投资者成熟度相对较低，经验少，更多依赖监管层对上市公司的价值判断。
股票表现	偏重价值投资，低市值股票大量出现，垃圾股被抛弃。	壳资源价格突出，垃圾股市值虚高，主题炒作较为明显。
实施市场	新三板、科创板、创业板	A 股的主板和中小板

(PPT13) 第三章：注册制改革亮点及意义

(PPT14) 第一节：为什么要实行注册制

注册制的推行是资本市场成熟的表现。随着国内证券市场的日趋成熟，注册制也逐渐成为一个必然的趋势。推行注册制之后，市场和社会会发生怎样的改变呢？

第一，降低企业融资成本。

注册制在企业上市过程中减少了很多中间环节，股权融资是企业最直接的融资方式，而上市才是企业与投资者对接的最佳平台，在我国是每个企业的终极目标，注册制就是为此而生的。

第二，提高资本市场效率。

我们都享受到了改革开放带来的好处，核准制会判断企业的实质，也就是对公司质地作定性，会考察公司的持续盈利能力，而这其实是市场投资者该做的工作。

注册制的推出让资本市场各个参与者各司其职，政府管秩序，价格归市场，企业不担心资金问题，专心经营，可以大大提高资本市场配置的效率，让经济活力四射。

第三，增加居民财产收入。

我们都知道我国是高人均储蓄国家，老一辈人都喜欢把钱存起来，但毕竟时代已经不同了，过去二十年房价的上涨让所有国人知道，财富是可以几何增加的，而到如今要怎么办？不会理财，存款会贬值，增加居民财产型收入，藏富于民才是根本之策，注册制会快速推动这一进程。

第四，减少政府寻租空间。

我们都知道官僚体制会催生巨大的寻租空间，因为审批的权限过大，股票市场始终供不应求，退市机制不完善，外资进入也有限制，导致股票市场价格虚高、壳资源爆炒、定价功能丧失、腐败作假等许多弊端。而注册制则是这些问题的终结者。

(PPT15) 第二节：注册制改革有哪些亮点

1. 更加包容的企业上市条件。

注册制取消公司盈利要求和“最近一期未存在未弥补亏损”等要求，设定一年过渡期，允许亏损企业上市。

2. 新股由市场询价确定发行价格。

3. 适当放宽涨跌幅比例。

注册制后股票涨跌幅限制由 10%提高至 20%。新股上市前 5 日不设涨跌幅，引入盘后定价交易方式。

4. 放宽券商跟投范围。

对亏损、红筹架构、同股不同权、高价发行四类公司要求券商跟投，其他不在要求。

5. 取消“暂定上市”和“恢复上市”，新增市值退市指标，设置退市风险警示暨*ST 制度。

6. 增设创业板个人投资者准入门槛等相关要求。

明确个人投资者，申请创业板权限开通前 20 个交易日证券账户及资金账户内的资产日均不低于人民币 10 万元（不包括该投资者通过融资融券融入的资金和证券），并且参与证券交易 24 个月以上。

(PPT16) 第三节：全面走向注册制的 A 股将带来五大影响

(PPT17) 1. 对资本市场的影响：结构性变革

(1) 全面注册制即将开启权益市场扩容新时代

过去，审批制度对企业的资本结构、规模和盈利能力提出了较高的要求，成熟阶段的大型企业更有可能进入主板上市。与以往的审批制度相比，综合注册制度降低了公司生命周期对上市成功率的影响，预计部分仍处于增长期的中小企业的上市空间将被打开。

注册制下，IPO 发行将实现常态化，市场将更多的承担起项目选择和资源配置的功能。由于注册审核的时间会被缩短，所以股票发行效率会提升，久而久之新股发行对市场节奏的影响将会削弱。基于主板市场的上市公司规模较大，全面注册制的实施对将来主板市场的扩容效果预计将会比较显著。

(2) 居民资产配置将转向金融资产特别是权益类资产

资产配置方面，全民房产时代结束，进而进入股权时代。房地产经历了约 20 年的长牛，城镇化空间缩减、“房住不炒”、房地产税等政策都对房地产有挤出效应。

资金需要蓄水池，过去最大的蓄水池是房地产。未来，权益资产将成为资金配置的重要方向，特别是优质公司的稀缺股权。标普数据显示，2020 年全球经济在疫情影响下不

景气，而全球股票总市值却突破 100 万亿美元，同比增长 16%。股市不再只是实体经济的晴雨表，而是货币政策的温度计。

在国内，无风险收益率的下行叠加资管新规的落实，使得我们需要一个市场来承接储蓄理财资产的转移。从容纳能力看，这个市场只能是权益市场。

固收类产品方面，预计资管新规不再延期，叠加经济增长放缓和利率中枢下移，固收类产品收益率料将持续下行，驱使资金增配权益资产。例如目前超过 25 万亿元的非保本理财中，预计未来 5 年混合类和权益类产品占比将由不足 10% 提升至 20% 以上。

过去几年，理财收益率和证券市场保证金有显著的跷跷板效应，随着理财收益率下行，证券保证金增加，投资者需要在风险和收益之间寻找平衡。

（3）资本结构调整与产业结构调整相互促进

截至 2021 年 12 月 15 日，A 股年内 5134 亿 IPO 当中约 60% 被引导到信息技术、医药、消费、新材料等新兴产业领域，新产业正在为股市提供更具成长性的资产供给。

展望未来，在科技强国、内需挖潜和人口约束等趋势下，信息技术、医药、新材料和互联网服务这些行业增长空间更大。而新经济产业轻资产、高成长、高风险的属性，决定了股权融资的风险偏好与新兴产业更加契合。

预计信息技术、绿色和大健康等产业将成为经济支柱产业，可使未来 15 年的年均经济增速提高 0.6 个百分点，助力经济总量翻番目标实现。

传统产业是高杠杆的重要来源与风险点。股权融资有助于传统产业稳杠杆，预计 5 年后非金融企业部门杠杆率可稳定在 160%-180%，传统产业的再融资、债转股、新兴业务的分拆上市是有效手段。

（PPT18）2. 对 A 股价格的影响：优胜劣汰筑牢 A 股长牛根基

（1）持续的新产业和新公司筑牢 A 股长牛根基

注册制是 A 股市场走向长牛的重要前提。良好的市场生态应该是二级市场与实体产业的正向反馈，新产业获得融资的同时，用成长性消化估值，为投资者带来持续回报。

持续的新产业和新公司供给奠定了美股长牛的根基。以国际经验来看，全面注册制对当地股市是全面利好。美国 1933 年实现注册制，牛市更长，美国投资者得到了足够多的收益。

截至 2021 年 12 月 15 日，在美股 437 万亿以人民币计价的总市值中，近 10 年上市的公司市值为 91 万亿，占比 21%，接近于沪深股市 30 年的累计（90 万亿）。作为一个超过

200 年历史的市场，美国股市用 5%的时间，更新了 21%的市值。新上市企业承担着市场近 1/3 的交易量，新陈代谢速度远超 A 股市场。

从近十年上市的公司产业结构来看，互联网服务、信息技术和医药占据了 66%，是真正的成长市场。

美股十大市值公司榜单持续更新。2000-2010 年，美股十大市值公司榜单更新了 60% 的公司；2010-2021 年，榜单再度更新了 80%。上榜的大市值企业从传统的工业、能源、金融逐渐替换为信息技术、互联网服务和医疗产业。

(2) IPO 定价或提升，破发将成为常态

此前，A 股新股市场有一条不成文的规律——打新股必赚。原发行制度下，在股票市场的供给端市场进入成本过高，在客观上造成了人为的资源短缺，这造成了一二级市场间的巨大价差，而这个价差导致了较大的套利空间，造成新股报价“低价抱团”情况的出现，严重影响了市场定价功能。

从 2020 年的新股表现看，A 股注册制新股的破发率仍处较低水平，即使拉长期限看也是如此：首月破发的比例为 3%，首季破发比例为 6%，甚至年内破发的也只有 13%，低于同期的核准制新股。

询价新规之后，IPO 市场定价功能得到修复，但破发率较国际市场仍处较低水平。2021 年，美国市场和香港市场，新股首月破发率分别是 36%和 73%。月度破发率和季度、年度相差较为合理。破发率集中在上市的初期，是由定价的供求关系所决定的，并非企业经营的基本面变化问题。

未来，随着注册制改革的深入，资本市场的供需将趋于平衡，到那时市场的博弈将会更加充分，而新股破发则不仅会是常态，而且比例会较现在有一个明显的提高。到那时不仅是投资者，证券公司的承销业务和跟投业务也将需要更高的技术水准，需要更高的专业能力来防范风险。

(3) 优胜劣汰，资金聚集效应增强

首先，退市制度的落实是 A 股提高上市公司质量的重要保障。2021 年初，沪深交易所颁布了史上最严格的退市制度，将退市分为五大类型。根据美国市场的经验，退市高峰大概滞后于上市高峰 3-5 年。

主要原因是：新上市公司 3-5 年经营基本面出现恶化；随着公司数量的增加，排名靠后的公司流动性枯竭，缺少交易与定价，更失去了融资功能，继而选择了主动退市。因此，

预计 2023-2025 年之间，A 股会出现一波退市的小高峰。

美股每年退市的企业都在几百家，而 A 股以往每年都是几家，2020 年是最多的一年也才 16 家。相信注册制全面落地之后，退市的加速能够有所改观，优胜劣汰，推动指数上行。

其次，注册制促进了散户机构化，使市场投资风格逐渐趋同。投资劣质股票的风险加大。在一个方便进入也方便退出的市场上，股民凭借专业知识或委托基金公司进行投资，盈利可能性会大为增加。

最后，少数稀缺优质的股权会成为全市场追逐的对象。注册制的全面实施会导致整个 A 股市场出现上万只股票，而不是现在的 4000 多只。但真正带动指数的就是那几家最优秀的企业，比如美国的纳斯达克贡献值最大的前 10 家企业，几乎贡献了 95% 的指数净值。国内也将会如此。

(PPT19) 3. 对壳资源的影响：价值逐渐消失

在核准制时代，要求企业最近三年要连续盈利，净利润不得小于三千万元。这一硬性规定把很多初创型但有潜力的公司拒之门外了。

这样筛选出来的上市公司质量可能会高，但效率低下，一个企业排队上市的周期，往往需要 1 到 3 年，因为排队上市的企业太多，就出现这样现象：着急融资的优质企业，迟迟上不了市，排队较早的非优质企业可能更早上市。

于是，一些想上市的公司便去借壳上市，就是花钱买一只非常烂的、就差退市的股票借壳上市，因此壳公司突然就变成香饽饽了。

但是注册制后，随着发行效率的提升，企业上市的门槛降低了，许多企业不用借壳也可以完成上市，因此借壳的需求降低了。IPO 受理到上市时间从 500 天压缩到 150 天，借壳上市数量从每年 30 多家，下降到个位数，壳资源丧失了稀缺性。

不过，注册制下壳资源的用处虽然大大降低，但并非没有用处。我国待上市的后备公司数量极其庞大，证监会也会控制上市数量和节奏，因此壳公司依旧有一定的价值。但是对于投资者而言，在注册制的前提下，炒壳的意义已经不大了。

(PPT20) 4. 对券商的影响：较强的政策利好

(1) 利好券商多项业务

全面注册制后，券商的投行业务将显著受益于制度性的红利释放。数据显示，2021 年 A 股上市公司 523 家通过 IPO 合计募资 5436 亿元，分别同比增长 20%、13%，创历史新高。在制度红利下，未来券商投行业务增长可期。

受资管新规“去通道、去杠杆、去刚兑”影响，券商资产管理规模在 2017 年 1 季度达到 18.77 万亿元峰值后，经受严峻挑战，现已呈现企稳回升态势。

2021 年也是资管新规最后一年，资产管理行业净值化转型进入最后阶段。为了应对转型，不少券商都加大了公募化转型的力度，逐渐在资管行业中崭露头角。随着主动转型深化，券商资产管理规模有望持续回升。

（2）加剧行业分化

券商呈现出强者恒强态势，全面注册制将进一步加剧行业分化。注册制让 IPO 从公权模式回归市场模式，投资银行不再是“重承揽、轻承做”的发行通道，业务竞争转向定价、销售、资本和内部协同能力，市场格局必然走向集中。

观察注册制 IPO 的承销保荐费收入格局，头部券商份额在增加，从核准制的 55% 提升至注册制的 63%，而长尾券商份额在减少，从 45% 下降至 37%。

行业分化之下，大型券商将转型全方位的金融服务商，而中小券商将转型精品投行。预计 5 年后外资独资且全牌照的券商将超过 20 家，净利润占比将超过 5%。但预计外资券商仅在跨境业务、衍生品、并购和资管业务等有一定特色，竞争冲击有限。

（3）大型券商将转型为企业提供全生命周期服务

注册制使得部分尚处成长期的中小企业上市空间有望得到打开，投行对于处于孵化期、发展期的企业更加关注，且跟投机制、创投业务发展让投行通过服务初创期、发展期、上市后均能获得一定的收益。

我们预计在全面注册制推进下，具备卓越的主动定价权及金融科技能力的券商有望收获更广阔的成长空间。同时，跟投业务收入来源将进一步拓展，有望为券商带来业绩增量。

因此，注册制下投行业务的本质也将由单一的承销保荐演变为为企业提供全生命周期服务，投行靠牌照吃饭、靠资源吃饭的特点被打破，投行业务资本化成为转型方向。

（4）大项目与新产业是行业核心竞争力

投行业务走向头部集中，大项目与新产业是行业竞争力的核心来源。行业格局层面，承销保荐费 Top10 的券商份额持续上升，合计份额从核准制下的 55% 提升至注册制下的 63%。

头部券商的长处在于大项目覆盖和新兴产业布局。33 个融资规模超 30 亿的大型项目贡献了市场 32% 的融资规模，Top3 投行在其中实现了 76% 的覆盖。

（5）注册制下承销保荐收入向 Top10 集中

产业布局层面，注册制引导要素向四大创新领域集中，技术硬件、软件、半导体和生物医药四个新兴领域贡献了超 50% 的融资规模，Top3 投行在各细分领域中均位列榜首。

(PPT21) 5. 对 PE/VC 的影响：机遇挑战并存

(1) 多层次资本市场建设+“专精特新”政策支持，创投业务迎发展机遇

科创板、创业板、北交所以及新三板创新层、基础层形成了对不同成长阶段和不同类型的创新创业企业的支持链条，资本市场服务中小创新企业的能力显著增强。

而对于创业投资机构来说，PE/VC 退出方式更加多元化，包括 IPO、并购及股权转让等，且 IPO 可根据企业实际情况通过北交所、科创板、创业板、主板等上市，注册制实施下退出路径更加顺畅，退出渠道的畅通有利于创业投资机构实现投资收益。

对创新型企业发展政策支持方面，除资本市场外，多年来，我国推出一系列支持专精特新中小企业发展的政策。长远来看，PE/VC 是支持中小创新型企业成长和发展的有力工具。一般来说，政策支持下，创投项目重点布局在代表未来发展方向的、成长空间大的、科技含量高的创新型企业。

预计未来我国政策方面将继续大力支持科技发展、支持中小企业发展，并将加快服务实体经济的金融政策的推出，在政策支持方面及退出机制方面将有利于创投机构的发展，中长期我们看好创投行业发展前景。

预计未来 5 年 PE/VC 市场投资规模可保持 15% 的增长，扭转此前的下滑趋势，其中信息技术、医疗、新材料、新能源等行业占比将超过 90%。

(2) 制度套利时代结束，Pre-IPO 投资模式失效

注册制下一二级市场被打通，IPO 套利空间收窄，迫使 PE/VC 机构“投早投小”。

在此前的核准制下，企业 23 倍上市发行市盈率，一二级市场中存在明显估值价差。几乎任何企业上市后都会有几个“涨停”，股权投资机构只需要找到具备明显 IPO 预期的企业，进行 Pre-IPO 式投资，赚取一二级市场的估值价差即可。

在这套逻辑下，股权投资机构投资企业实现的 IPO 数量就代表了机构的投资水平和投资业绩。只要投出的企业实现 IPO 了，下一期基金募资时也会较为顺利。这也造成了投资机构在募投管退四个环节中，只需要重视投资一个环节即可。

而在注册制的市场环境下，投出 IPO 企业并不能代表机构的投资业绩，因为企业上市会迎来破发常态化。目前，运行注册制的科创板，已经有 60% 以上的企业跌破了上市首日收盘价，甚至出现上市后第一个交易日便跌破发行价的企业。

这也要求投资机构将投资链条拉得更长，在募资端选择时间周期更长的资金，在投后管理端重度为企业进行赋能，长期陪伴企业的价值化发展。

当然，资本市场以注册制为核心制度下的股权投资逻辑并非是目前任何一家机构都有能力做到的，这也必然会加速投资机构的分化，未来市场 80%的优质资产与资金也将集中于市场前 20%的股权投资机构。

(PPT22) 第三节：注册制改革的意义

首先，股票发行注册制改革既有利于减轻监管机构的审核负担，又有利于提振投资者和股票发行申请者对公司顺利上市的信心。在股票发行注册制下，申请上市的企业不必走过度包装、超额募资甚至材料造假的“旁门左道”，这不仅有助于消除政府权力寻租空间，还有助于推动监管机构更好地发挥其监督、管理资本市场的职能。

其次，股票发行注册制改革有利于增加许多短期财务指标不佳但具备长期盈利能力的潜质企业获得融资的机会。在 2020 年全球经济受到新冠疫情冲击、国内经济亟待恢复的特殊时期，在上海证券交易所、深圳证券交易所科创板进行股票发行注册制改革试点，能够有效缓解许多科技型、创业型企业的融资困境，从而提高资金的流动性，进一步助力实体经济的复苏。从长远来看，这还将有助于“中国制造 2025”、“2035 中国制造”等产业转型目标的实现。

最后，股票发行注册制改革有利于从根本上改善国内资本市场环境。一方面，股票发行注册制改革为上市企业创造了在国内上市的条件，会促使更多原本只能在海外上市的优质企业选择在国内发行股票，从而为国内股市带来“鲶鱼效应”，促进上市企业之间的良性竞争。另一方面，股票发行注册制改革意味着资本市场将涌入大量新增的竞争者，竞争将会更加激烈，资金管理的专业性和难度将大大提高。这将会促使面向广大非专业投资者的证券承销、财富管理等中介业务发展壮大，从而为商业银行等金融机构开辟新的业务市场，推动国内资本市场走向完善和成熟。

(PPT23) 第二单元：答疑时间(说出你的疑问)

预留 5-10 分钟供投资者答疑。

(PPT24) 有奖问答：

1. 注册制下，个人投资者参与创业板交易应当符合下列条件：（C）

A. (一) 申请权限开通前 10 个交易日证券账户及资金账户内的资产日均不低于人民币 10 万元 (不包括该投资者通过融资融券融入的资金和证券); (二) 参与证券交易 24 个月以上。

B. (一) 申请权限开通前 20 个交易日证券账户及资金账户内的资产日均不低于人民币 10 万元 (包括该投资者通过融资融券融入的资金和证券); (二) 参与证券交易 24 个月以上。

C. (一) 申请权限开通前 20 个交易日证券账户及资金账户内的资产日均不低于人民币 10 万元 (不包括该投资者通过融资融券融入的资金和证券); (二) 参与证券交易 24 个月以上。

D: (一) 申请权限开通前 20 个交易日证券账户及资金账户内的资产日均不低于人民币 10 万元 (不包括该投资者通过融资融券融入的资金和证券); (二) 参与证券交易 12 个月以上。

(PPT25) 2. 2020 年 3 月 1 日起, 我国开始实施注册制。在这一新的股票发行监管制度下, 对相关机构的要求都比较高。下列关于注册制下各相关机构须履行的职责的说法, 错误的是 (D)。

A. 证券监管机构或者国务院授权的部门依照法定条件负责证券发行申请的注册

B. 证券交易所等可以审核公开发行证券申请, 判断发行人是否符合发行条件、信息披露要求, 督促发行人完善信息披露要求, 督促发行人完善信息披露内容

C. 发行人的质量由证券交易所和证券中介机构来判断

D. 证券监管机构负责对申报文件的真实性、准确性、完整性和及时性进行合规性的实质审查

(PPT26) 3. 判断: 注册制下, 公司上市条件需满足: 符合规定的企业, 包括成熟企业和成长型企业, 一般不要求企业满足盈利条件 (对)

(PPT27) 第三单元: 第一章: 介绍中国投资者网

1. 中国投资者网站是中国证监会管理的公益网络服务平台 (网址: www.investor.org.cn) 主要内容包含以下四个方面:

(1) 资讯速递: 权威信息发布、市场资讯、政策解读以及国际交流

(2) 权益维护: 投资者权益知识、维权服务、调解服务以及行权服务

(3) 互动专区: 投资者调查、投资者联络专区以及在线服务

(4) 知识普及：丰富的金融知识、投教课堂、风险揭示、投资者教育基地

(PPT28) 第二章：介绍投资者教育基地

1. 东方财富证券（互联网）投资者教育基地

基地网址：edu.18.cn

西藏自治区省级互联网投资者教育基地，内设财富书院、投教活动、视频专区、模拟交易、权益维护五大基础板块和一个西藏特色板块，为投资者持续提供热点业务规则、视频课程、风险案例等内容，是一个集理论与实践于一体的投资者教育服务平台。

2. 西藏金融展览馆

参观地址：西藏自治区拉萨市城关区藏大东路10号西藏大学（纳金校区）珠峰研究院二楼

基地占地面积为885平方米，内设12个展示区域。投教基地重点突出科技、现代、可视化等元素结合西藏金融发展历史和特点，展厅布局具有独特性和个体性，全方位呈现“开放、融合、教育、沟通”的文化与功能。基地可同时容纳300人在现场进行参观学习、模拟交易、互动体验、培训交流等。

3. 东方财富证券（上海财经大学）投资者教育基地

参观地址：上海市杨浦区纪念路8号5号楼1楼（上海财经大学国家大学科技园内）

基地占地面积300余平方米，是东方财富证券和上海财经大学合作共建的投资者教育基地，旨在为投资者提供丰富的金融知识、财经资讯，举办投资者培训、交流活动，加强证券公司、学校、学生、投资者的互动沟通，提高高校学生就业能力，提升社会公众的金融素养。

4. 课后评价（微信公众号二维码+投教活动调查问卷）

(PPT29) 声明：

本课件内容仅为投资者教育之目的，东方财富证券力求本材料信息准确可靠，但对这些信息的准确性或完整性不作保证，亦不对因使用该等信息而引发的损失承担任何责任。更多关于投资者教育的相关信息，请登录东方财富证券投资者教育专栏（edu.18.cn）或微信公众号“东方财富证券”。

(PPT30) 授课结束，感谢聆听。