

全面注册制的中长期影响

2023年2月17日，全面实行股票发行注册制相关制度规则正式发布实施，这一消息的公布并未带来明显的市场波动。波澜不惊的背后是政策的试点铺垫和市场的充分预期。从2013年十八届三中全会首次提出“推进股票发行注册制改革”算起，我国资本市场对注册制的讨论和探索已十年，全面注册制几经酝酿，才正式推出。即便如此，全面注册制给市场带来的深远影响仍值得认真分析。本文将从市场生态、企业和投资者三个维度讨论全面注册制的影响。

一、助力经济转型

全面注册制正式实施，对我国经济社会发展具有重大意义。

一方面，在我国当前经济结构转型的大背景下，传统制造业在全球产业链分工中附加值低，我国原有的生产要素低成本优势难以为继，亟需发展创新型产业来推动产业链升级。而我国长期以来以银行为主导的间接融资体系主要支持中大型、成熟型企业的资本市场特点，与创新产业的高风险、低抵押的属性不符，故此，发展与产业升级相配套的权益资本市场刻不容缓。

另一方面，在居民和社会财富配置中，以房地产为代表的低流动性资产占比过高，也需要更多元的投资渠道。因此，我们需要一个更加高效的直接融资市场，通过发挥其资源配置、风险定价的功能，来服务经济结构转型。

一直以来，境外成熟资本市场在支持我国创新企业融资、投资者退出等方面发挥着巨大作用，但过于仰仗境外市场并非长远之计，世界一流经济体也必需有同样一流的资本市场与之相辅相成。

即便美国《外国公司问责法案》带来的中概股退市风险目前暂时消解，港交所各项改革相继推出，全球存托凭证的发行之路也被打通，国际资本环境看似风平浪静，但不确定性仍旧突出。譬如，当前国际美元基金主流投资者对中国概念的资产投资、定价逻辑已经发生转向，在未来的很长一段时间内，其投资决策对地缘政治风险仍将极其敏感。

2021年中概股的大跌，也充分印证了中国企业海外估值基础之脆弱。因此，要把创新发展主动权牢牢掌握在自己手中，建设和发展本土资本市场，实现“资本支持产业，产业回报资本”的“国内循环”十分必要。

二、资源分化加速

全面注册制将推动市场“资源配置”作用的发挥，原核准制下的市场准入红利消失，市场成为企业价值的检验者，市值也将更加揭示资产价值。由此带来的市场生态向更为成熟的阶段迈进，预计市场结构也将逐渐向国际市场靠拢。

目前，存量市场资源分化已初见端倪，注册制后分化将愈加明显。目前A股上市公司总数已超过5000家，市场的分化已经初步显现：低市值公司缺乏分析师覆盖追踪和机构调研，公募基金持仓比例超过1%的个股仅占四成，市值前25%的公司占A股六成以上总交易量和近八成市场总市值。全面注册制施行后，上市企业数量的增加，又势必

会导致二级市场资金和注意力资源变得更为稀缺，也会更倾向于向优质龙头企业集中。

一级市场消化能力也同样有限，破发将常态化。过去，A股主板市场受核准制和23倍市盈率的限制，新股上市普遍受到追捧，上市一周内跌破发行价的比例常年低于5%，投资者“打新”大概率都可以获得不菲收益。但随着注册制的全面实施，发行定价限制放松，市场容量增大，上市企业更难“浑水摸鱼”，无差异“打新”的收益将大打折扣。以创业板的历史经验为例，2014年IPO重启以来，创业板从未出现过破发的情况，而2020年注册制改革后，很快即出现首日破发，2022年首日破发比例更是达到20%。

三、资本市场适者生存

在此变化之下，我国企业也需要打破长久以来对IPO的刻板印象，顺势而为，找到一条适合自己的生存之道。

对非上市公司来说，全面注册制驱使企业重新审视IPO决策。很长一段时间以来，“上市企业”的光环及其平台价值，让上市成为了很多企业的一大目标和愿景。但全面注册制下，即便具备上市条件，企业也要严肃思考，上市是否为企业发展所必须，自身企业是否能持续获得投资者青睐。加之壳资源价值今后也会随之下降，维持上市地位又花费不菲，上市的潜在收益很有可能无法覆盖其成本。另外，企业对接资本市场也并非只有公开市场IPO这一条道路，私募股权市场或兼并收购市场也不失为一个选项。国务院也曾发文，支持中小企业通过并购重组走向资本市场。

许多经验也表明，IPO 并非总是一条坦途。回看曾经的新三板市场，2017 年高峰时期，有超过 1.1 万家挂牌企业，但到 2022 年底，市场只存留了 6000 余家，共计有超过 3000 家企业主动摘牌。美股市场也从巅峰时期的近 8000 家本土上市公司大幅减少到目前的 4000 家左右。很多上市公司上市三年内要么去收购，要么被收购。这些变化的背后原因不外如是。

对于中小市值的上市企业而言，更加需要注重投资者关系，谨防落入“中小市值陷阱”。当市场上投资标的足够多时，市场注意力资源的稀缺将导致很多中小市值企业陷入“酒香也怕巷子深”的境地。

这些企业如果不加强与市场各方沟通，市场关注度不够，就容易陷入一个市值管理的恶性循环。因为市场关注程度将直接反应在股票的交易量上；而如若一只股票交易惨淡，流动性差，公司即便拥有良好的基本面，也很难在市值上有所反映。

拥有市场定价权的机构投资者在进行筛选持仓股票时，会出于流动性等各种因素考虑，首先过滤掉这些市值相对较小、没有分析师覆盖的企业。机构投资者的持续忽视，也就更难吸引足够的分析师进行追踪研究，企业将受市场雪藏而无人发掘。这时，许多市场化操作，如股东减持、公司再融资，也都将变得十分艰难。

与此同时，全面注册制也给大型企业的资本化运作带来新的机遇。例如注册制的实施，使得分拆上市更为便捷，有利于市场对子公司专业化的业务进行独立定价，释放潜在价值。又如，注册制带来的企业

市值分化，叠加企业自身股权结构分散、公司治理能力弱等因素，也给非友好收购上市公司增加了更多可能。

2017年浙民投要约收购ST生化的成功实施，开启了上市公司控制权管理的新时代，这种外部控制权不仅对上市公司治理起到了重要的监督和管束作用，也给有实力的产业或者资本带来了获取上市公司控制权、提升资产效率和价值的机会。

如何利用资本市场撬动更多资源，值得每一个成长型的上市公司深思。实现从中小市值向高市值跨越的过程，尤其考验企业对于资源的发掘、组织和整合能力。例如，一些“小而美”的上市企业，可能已经是某一细分赛道的领跑者，但是由于细分市场有限，企业自身发展也存在瓶颈。如果企业希望打破当前的天花板，获得市场更为慷慨的估值，就需要基于产业链进行整合或者业务延伸，找到新赛道，并在专业管理下，高效运用撬动的资源，来开启企业成长的第二曲线。

四、促进投资者成长

全面注册制对于投资者而言，也将是一次新的考验。

一级市场投资难度将提升，退出渠道也将多元化。目前，IPO仍是我国VC和PE的主要退出渠道。之前由于上市资源的稀缺性，只要能够实现上市，市场回报通常并不需要投资人担心。而全面注册制推行后，投资人不仅要考虑投资标的是否能达到上市条件，也要考虑上市后市场估值水平变化和退出时的市场流动性状况，因此在投资标的选择上，就需要更为谨慎。另一方面，随着IPO企业破发增多和市值下滑，VC或者PE的退出方式也会由IPO主导逐渐向并购转变，退出

效率的提升会使得私募股权市场更加活跃，同时，S基金也将逐渐崭露头角。

二级市场上，个人投资者的劣势更为凸显，市场投资的机构化和指数化也将加速。相较于发达国家的资本市场，A股市场个人投资者，尤其是中小投资者，占比较高。个人投资者相对专业投资机构而言，研究资源有限，且更容易受到市场情绪波动影响。全面注册制改革后，甄别优质投资标的的难度进一步上升，一些传统简单的投资策略也可能逐渐失效。因此，预计A股的投资者结构也会逐渐向机构化靠拢，公募偏股基金乃至股权类私募基金会进一步壮大。

越来越多的机构股东在二级市场也或将更为主动地践行股东“积极主义”，推动公司治理水平和企业价值提升。部分私募基金将更注重投后管理能力建设，提升其业务整合和价值再造能力，在参与、推动和帮助上市公司做好产融结合中，分享公司成长或转型带来的红利。

总而言之，资本市场的建设一直在路上，我们依旧抱有许多期许。我们期待本轮全面注册制改革能够全面提升市场效率，期待我们的资本市场未来进一步实现自律自治，发挥市场的监督管束作用；也期待便捷的再融资审核制度更好地放松企业融资约束，助力高质量发展。

（来源：证券时报）